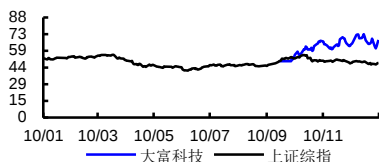


证券研究报告—动态报告
信息技术
通信
大富科技(300134)
谨慎推荐
2010 年年报点评

(维持评价)

2011 年 1 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	160.0/40.0
总市值 (百万元)	10,912.0/2,728.0
沪深 300/深圳成指	2,752.75/11,894.23
12 个月最高/最低 (元)	73.28/49.50

相关研究报告:

《大富科技-300134-新股报告: 模式创新的射频器件提供商》——2010-10-12

证券分析师: 严平

电话: 021-60875165

E-mail: yanping@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120009

联系人: 程锋

电话: 021-60933167

E-mail: chengfeng@guosen.com.cn

公司年报/半年报点评

业绩高增长, 转型潜力足

●收入增长 47.3%, 净利润增长 79.7%, 分配方案 10 派 12.3 元

10 年公司实现收入 8.63 亿元, 同比增长 47.3%, 实现净利润 2.51 亿元, EPS1.57 元, 同比增长 79.7%, 超出先前预期 10% 左右, 主要因 4Q 执行 TD 四期订单, 单季 EPS 达 0.55 元。10 年利润分配预案为: 每 10 股派现金 12.3 元 (含税)。

●受益华为增长及 TD 四期建设, 但客户结构亦存风险

主要客户快速增长及自身份额大幅提升是公司 10 年业绩表现突出的主因。10 年来自华为的收入占公司总营收 70.2% (09 年 68%)。华为 10 年收入增长 20% 至 270 亿美元左右, 在五大主设备商中最为出色。公司在华为射频器件中的份额迅速提升至 40% 左右, 已与凡谷比重大致相当, 4Q 更是在 TD 四期中获得较高份额。另子公司安徽大富机电获得政府补助 2800 万元, 对净利润贡献幅度约 10%。但公司客户结构较集中, 且在华为份额的持续提升将有一定难度。

●2011 年市场整体向好, 未来看点在于业务延伸及外延扩张

我们预计: 尽管 2011 年运营商投资整体持平, 但若 3G 用户发展目标实现, 年底或明年初将有补网需求。此外, 华为在国际市场的表现亦值得期待。我们认为公司未来的主要看点在于围绕射频器件实施的业务延伸 (相关结构件), 以及实施外延扩张 (上市募资近 20 亿元, 超募资金剩余 8.6 亿元), 转型潜力充分。

●估值较为充分, 维持“谨慎推荐”评级

我们调整公司 11/12 年的盈利预测为: EPS2.07、2.59 元, 主要考虑了射频器件增速放缓、毛利率高位回落、实施外延扩张投资收益增长等因素, 在公司公布新的转型举措后再做调整。目前股价对应 11/12 年 PE 为 33/26 倍, 处于行业较高水平。参照武汉凡谷 (10 多亿元收入、73 亿市值, 11 年 23 倍估值), 我们认为公司目前估值较为充分, 后续扩张举措尚有待跟踪, 维持“谨慎推荐”评级。

●风险提示

主要客户增长放缓、业务转型进程不及预期、中小股票估值系统性风险。

盈利预测和财务指标

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	863	1,132	1,428	1,731	2,078
(+/-%)	47.3%	31.2%	26.1%	21.3%	20.0%
净利润(百万元)	251	332	414	483	574
(+/-%)	79.7%	32.3%	24.7%	16.8%	18.6%
每股收益 (元)	1.57	2.07	2.59	3.02	3.58
EBIT Margin	29.9%	31.1%	29.8%	28.4%	28.5%
净资产收益率 (ROE)	10.3%	12.1%	13.4%	13.9%	14.7%
市盈率 (PE)	43.5	32.9	26.4	22.6	19.0
EV/EBITDA	38.6	30.6	25.1	21.4	17.8
市净率 (PB)	4.5	4.0	3.5	3.1	2.8

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表 1: 射频器件高速增长, 毛利率同步提升

	2009	2010	2010VS2009
主业收入 (百万元)	581.0	849.7	46.2%
射频器件	415.1	647.5	56.0%
射频结构件	143.8	188.6	31.2%
其他结构件	22.2	13.7	-38.1%
收入占比			
射频器件	70.8%	75.0%	4.2%
射频结构件	24.5%	21.9%	-2.7%
其他结构件	3.8%	1.6%	-2.2%
毛利率	41.0%	44.3%	3.3%
射频器件	43.4%	46.7%	3.3%
射频结构件	36.3%	37.0%	0.7%
其他结构件	25.8%	31.8%	6.0%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

表 2: 2010 年收入增长 47.3%, 净利润上升 79.7%, 毛利率上升 3.6%, 费用率下降 1.5%, 净利率上升 5.2%

单位: 百万元	2009	2010	2010VS2009
主营业务收入	586.0	862.8	47.3%
主营业务成本	345.2	477.1	38.2%
毛利率 (%)	41.1%	44.7%	3.6%
营业税金及附加	0.6	3.7	491.9%
费用	76.6	100.1	30.7%
费用率 (%)	13.1%	11.6%	-1.5%
销售费用	9.7	13.1	35.4%
销售费用率 (%)	1.7%	1.5%	-0.1%
管理费用	62.4	83.0	32.9%
管理费用率 (%)	10.7%	9.6%	-1.0%
财务费用	4.5	4.1	-9.8%
财务费用率 (%)	0.8%	0.5%	-0.3%
资产减值损失	4.8	13.3	176.2%
投资净收益	0.0	0.0	NA
营业利润	158.7	268.6	69.2%
营业利润率 (%)	27.1%	31.1%	4.0%
营业外收入	7.8	28.1	262.6%
营业外支出	1.2	1.3	14.8%
利润总额	165.3	295.4	78.7%
税前利润率 (%)	28.2%	34.2%	6.0%
所得税	25.7	44.6	73.1%
有效税率 (%)	15.6%	15.1%	-0.5%
净利润	139.6	250.8	79.7%
归属于母公司净利润	139.6	250.8	79.7%
少数股东损益	0.0	0.0	NA
净利率 (%)	23.8%	29.1%	5.2%
每股收益 (元)	0.87	1.57	79.7%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1926	2202	2274	2298	营业收入	863	1132	1428	1731
应收款项	385	453	571	693	营业成本	512	664	859	1071
存货净额	101	128	164	203	营业税金及附加	4	5	6	7
其他流动资产	58	28	36	43	销售费用	13	16	20	23
流动资产合计	2470	2811	3046	3237	管理费用	83	105	129	153
固定资产	233	372	586	883	财务费用	4	(4)	(2)	(2)
无形资产及其他	12	12	11	11	投资收益	0	10	30	40
投资性房地产	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	(13)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	35	9	11	14
资产总计	2726	3205	3653	4142	营业利润	269	361	453	529
短期借款及交易性金融负债	1	120	120	120	营业外净收支	27	30	35	40
应付款项	223	263	338	417	利润总额	295	391	488	569
其他流动负债	54	76	97	119	所得税费用	45	59	74	86
流动负债合计	278	459	555	656	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	251	332	414	483
其他长期负债	12	12	12	12					
长期负债合计	12	12	12	12					
负债合计	290	471	567	669					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	2435	2734	3086	3473					
负债和股东权益总计	2726	3205	3653	4142					

现金流量表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	251	332	414	483
资产减值准备	9	(13)	0	0
折旧摊销	32	20	31	48
公允价值变动损失	13	5	5	5
财务费用	4	(4)	(2)	(2)
营运资本变动	(121)	(17)	(66)	(66)
其它	(9)	13	0	0
经营活动现金流	175	341	384	471
资本开支	(79)	(150)	(250)	(350)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(79)	(150)	(250)	(350)
权益性融资	1876	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(3)	(33)	(62)	(97)
其它融资现金流	(110)	119	0	0
融资活动现金流	1759	86	(62)	(97)
现金净变动	1855	277	72	24
货币资金的期初余额	70	1926	2202	2274
货币资金的期末余额	1926	2202	2274	2298
企业自由现金流	89	152	76	50
权益自由现金流	(21)	275	78	52

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.57	2.07	2.59	3.02
每股红利	0.02	0.21	0.39	0.60
每股净资产	15.22	17.09	19.29	21.70
ROIC	15%	12%	13%	13%
ROE	10%	12%	13%	14%
毛利率	42%	42%	41%	39%
EBIT Margin	30%	31%	30%	28%
EBITDA Margin	34%	33%	32%	31%
收入增长	47%	31%	26%	21%
净利润增长率	80%	32%	25%	17%
资产负债率	11%	15%	16%	16%
息率	0.0%	0.3%	0.6%	0.9%
P/E	43.5	32.9	26.4	22.6
P/B	4.5	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	38.6	30.6	25.1	21.4

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
吴土金	0755-82130833-1332	刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
余爱斌	0755-82133400	李 君	021-60933156	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646	左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147
吴美玉	010-66026319	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 峰	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
		黄 磊	0755-82151833		
		高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				李遵庆	0755-82133055
新兴产业		研究支持		指数与产品设计	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	彭甘霖	0755-82133259
		袁 剑	0755-82139918	阳 瑾	0755-82133538
		余 辉	0755-82130741	周 琦	0755-82133568
		王越明	0755-82130478	赵学昂	0755-66025232
				邓 岳	0755- 82150533
投资基金		量化投资		交易策略	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
刘舒宇	0755-82133568	董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528
康 亢	010-66026337	林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566	赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928
李 腾	0755-82130833-6223	程景佳	010-88005326		
		郑 云	021-60875163		
		毛 甜	021-60933154		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	