

证券研究报告

通信传输设备



大富科技 (300134)

强烈推荐 (维持)

行业演变创造发展机遇， OEM—>ODM 成功路径将再度演绎

市场数据

报告日期	2011-3-10
收盘价(元)	66.24
总股本(百万股)	160.00
流通股本(百万股)	40.00
总市值(百万元)	10598.40
流通市值(百万元)	2649.60
净资产(百万元)	2435.37
总资产(百万元)	2725.83
每股净资产	15.22

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	863	1303	1769	2354
同比增长(%)	47.3%	51.0%	35.8%	33.1%
净利润(百万元)	251	369	490	643
同比增长(%)	79.7%	47.2%	32.8%	31.1%
毛利率(%)	44.7%	41.9%	40.7%	39.9%
净利率(%)	29.1%	28.3%	27.7%	27.3%
净资产收益率(%)	10.3%	14.2%	15.8%	17.2%
每股收益(元)	1.57	2.31	3.06	4.02
每股经营现金流(元)	1.19	2.02	2.41	3.26

相关报告

《纵横交错，编织未来》
2011-1-31

《高速增长、持续可期》
2010-12-17

《竞争优势领先、公司发展值得期待》
2010-11-22

分析师 刘亮

021-3856 5917

liuliang@xyzq.com.cn

SAC:S0190209030141

联系人: 李明杰

021-38565934

limj@xyzq.com.cn

投资要点

- **全球电信投资步入景气+行业价值链重构+区域供应链转移，将成为通信器件行业中长期利好因素。**2011年，大富科技将在新客户、新产品同时发力，有望继续保持快速增长，预计公司2011-2013年销售收入分别为13.0亿、17.7亿、23.5亿，增速分别为51%、36%、33%。
- **携手华为进入四大领域，100亿市场打破公司成长瓶颈。**2011年，公司将与华为进行深度合作，进入4大领域（数字微波ODU、室内分布系统、有源塔放），加上原有滤波器业务，华为将提供百亿采购规模。2010年公司对于华为销售收入仅6亿元，未来面临巨大的市场空间。
- **区域供应链转移不断深化，新用户开拓将有突破性进展。**我们预计，2011年公司将在爱立信和阿朗的射频器件业务有实质性进展，合计采购规模达到34亿元。
- **从OEM—>ODM成长路径成就公司竞争优势，未来有望再度演绎。**在行业价值链重构背景下，OEM—>ODM发展路径最有利有专业制造企业承接制造环节。而这种成长路径创造了公司创新设计方法并由此衍生出三大竞争优势（领先业界的成本优势、快速响应优势、新产品的议价优势）。我们认为公司在进入新领域方面有望再度成功演绎OEM—>ODM发展路径。
- **继续给予“强烈推荐”投资评级。**预计2011-2013年，归属于母公司所有者的净利润分别为3.7亿、4.9亿、6.4亿；增速分别为47%、33%、31%，对应EPS分别为2.31元、3.06元和4.02元。综合考虑公司的竞争力和成长性，我们继续给予公司“强烈推荐”投资评级。

目 录

投资概要	- 4 -
公司概况——高速成长的射频器件厂商	- 5 -
营业收入、净利润增速达 40%和 88%，三年跻身华为核心供应商	- 5 -
民营企业，骨干间接持股、分红激励到位	- 6 -
行业发展的机遇：纵横交错、编织未来	- 7 -
纵向维度：国内和海外电信投资逐步回升	- 7 -
横向维度：行业价值链重构和区域供应链转移并行	- 8 -
以结构带射频的创新设计方法，赢取行业竞争优势	- 12 -
高速增长源于领先业界的创新设计方法	错误！未定义书签。
公司竞争优势切合基站射频器件行业的发展趋势	- 12 -
携手华为挺进新领域，再度演绎 OEM—>ODM 成功路径	- 13 -
数字微波	- 14 -
室内分布系统	- 16 -
塔放	- 17 -
盈利预测与估值	- 18 -

图 1、射频器件和结构件是移动通信基站核心部件	- 5 -
图 2、营业收入保持高速增长（单位：百万元）	- 5 -
图 3、2010 年归属母公司净利润为 2.51 亿元，同比增长 79.69%	- 6 -
图 4、09 年全球市场份额 4.3%，预计 10 年份额突破 7%	- 6 -
图 5、10 年公司营收接近武汉凡谷，稳坐国内第二（单位：百万元）	- 6 -
图 6、公司股权结构	- 7 -
图 7、isuppli 预计 2011 年全球移动通信基础设施投资逐步回升	- 8 -
图 8、2009 年全球移动通信无线接入市场份额	- 8 -
图 9、华为、爱立信是公司重要客户	- 8 -
图 10、通信设备商的净利润率整体上呈下降趋势	- 9 -
图 11、全球移动通信流量每年暴增 130%	- 9 -
图 12、Iphone 手机使用中数据应用占比较高	- 9 -
图 13、通信行业价值链逐级重构，专业生产制造企业将面临巨大机遇	- 9 -
图 14、华为过去 7 年复合增长率达到 35%	- 11 -
图 15、2010 年中兴收入增长突破百亿美元	- 11 -
图 16、阿尔卡特朗讯季度净利润扭亏，经营进入复苏阶段（百万欧元）	- 12 -
图 17、分布式基站逐渐成为行业主导，射频器件兼顾结构功能	- 13 -
图 18、竞争优势驱动下毛利率逐年上升，并实现超越	- 13 -
图 19、数字微波传输原理图	- 14 -
图 20、数字微波结构示意图	- 14 -
图 21、全球数字微波市场规模保持稳定增长	- 15 -
图 22、室内分布系统结构（左图）和直放站内部结构（右图）	- 16 -
图 23、2011 年国内室内分布系统市场规模有望达到 135 亿元	- 16 -
图 24、国内室内分布系统市场竞争结构	- 17 -
图 24、塔顶放大器示意图	- 17 -

表 1、近年主要通信设备商的管理层关于企业转型表述	- 10 -
---------------------------------	--------

表 2、数字微波产品历年市场份额前 3 位厂商.....	- 15 -
表 3、公司结构件业务收入预测	- 19 -
表 4、公司盈利预测假设	- 19 -
表 5、公司盈利预测结果	- 20 -
附表	- 21 -

投资概要

1、估值及投资建议

预计公司 2011-2013 年销售收入分别为 13.0 亿、17.7 亿、23.5 亿，增速分别为 51%、36%、33%；归属于母公司所有者的净利润分别为 3.7 亿、4.9 亿、6.4 亿；增速分别为 47%、33%、31%，对应 EPS 分别为 2.31 元、3.06 元和 4.02 元。

从纵向维度和横向维度，我们认为全球电信行业投资步入景气周期，行业价值链重构和区域供应链转移将长期利好大富科技。2011 年公司将在新客户、新产品方面同时发力，再度演绎公司在射频器件领域从 OEM—>ODM 成功路径。综合考虑公司的竞争力和成长性，我们继续给予公司“强烈推荐”投资评级。

2、关键假设

见正文。

3、股价表现催化剂

国内运营商公布超市场预期的建设计划（TD5 期+GSM 补网建设）。

4、风险提示

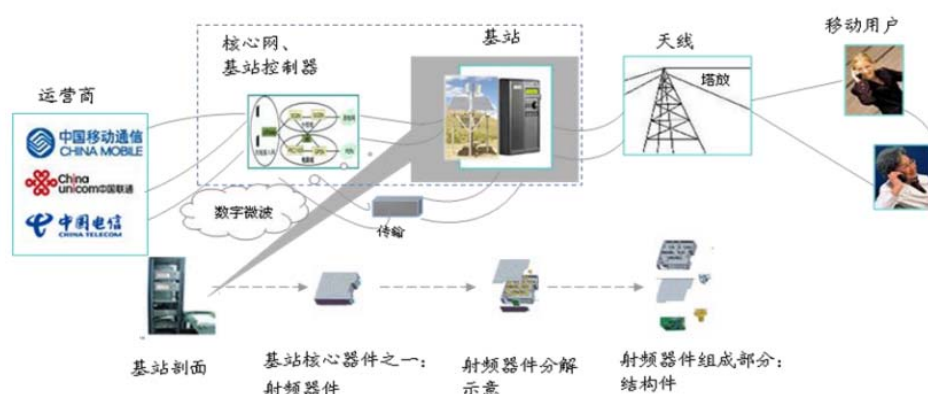
全球经济系统性风险导致全球电信投资低预期。

公司营收进一步增长后面临大客户价格压力的风险。

公司概况——高速成长的射频器件厂商

大富科技成立于 2001 年，初创以结构件 OEM 起家。07 年进入射频器件领域，凭借着对结构设计和模具开发的深厚积淀，以及对于射频器件的独特理解，公司迅速跻身为全球主流射频器件供应商，拥有从模具设计及制造、压铸、机械加工、表面处理到电子装配等完整的生产环节，主要客户包括华为、爱立信、阿尔卡特-朗讯等。移动通信基站射频器件和结构件是目前公司的主要产品，也是移动通信基站的核心部件，其中，射频器件主要包括滤波器、双工器、合路器、有源塔放等；结构件主要为射频器件的腔体、盖板、外壳等。

图 1、射频器件和结构件是移动通信基站核心部件



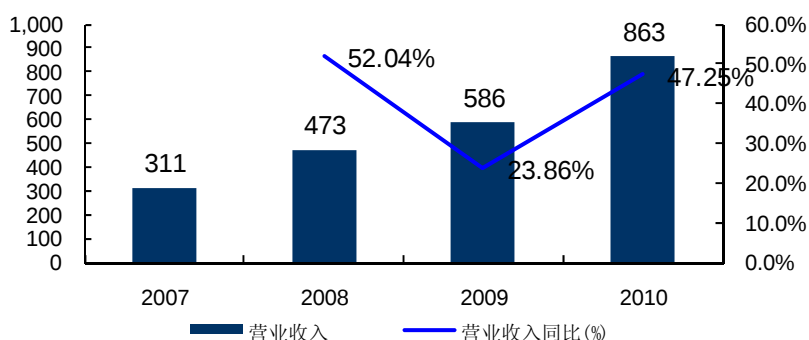
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

营业收入、净利润增速达 40% 和 88%，三年跻身华为核心供应商

公司 07 年进入射频器件领域，08-10 连续三年，公司被华为评为全球核心供应商，是国内射频器件行业唯一获此殊荣的厂商；占华为采购市场份额比例从 07 年的 8% 快速提升到 10 年的 40%。而全球市场份额也从 08 年的 3.3% 提升至 09 年的 4.3%。

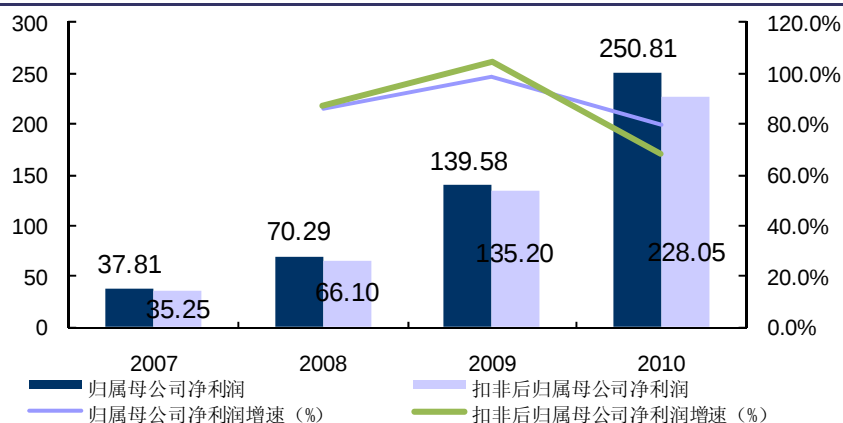
07-10 年公司收入与净利润均实现快速增长。2010 年实现营业收入 8.63 亿元，实现净利润 2.5 亿元，年均复合增长率分别达到 40% 和 88%。

图 2、营业收入保持高速增长（单位：百万元）



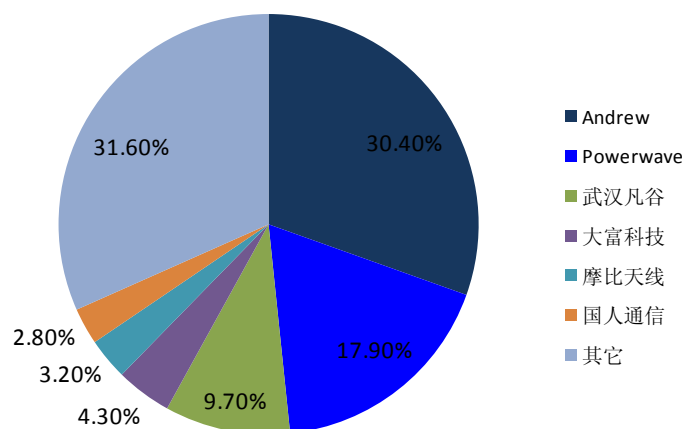
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 3、2010 年归属母公司净利润为 2.51 亿元，同比增长 79.69%



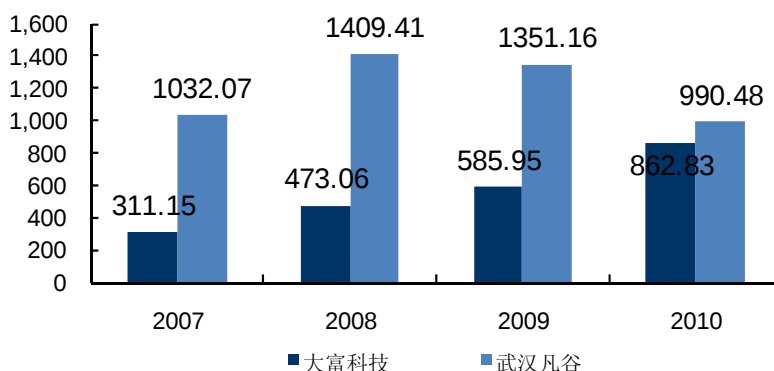
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 4、09 年全球市场份额 4.3%，预计 10 年份额突破 7%



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 5、10 年公司营收接近武汉凡谷，稳坐国内第二（单位：百万元）



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

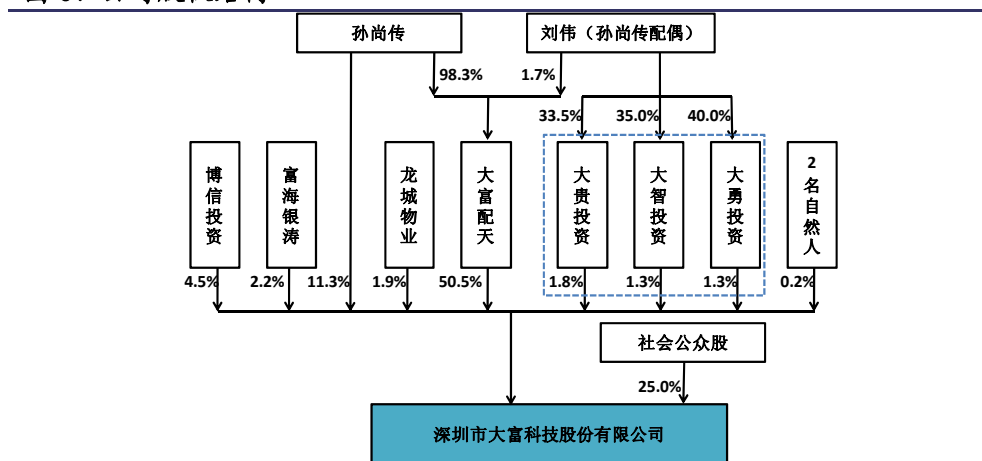
民营企业，骨干间接持股、分红激励到位

骨干间接持股、锁定技术骨干。公司在上市之前，将部分股权转让给由公司董事、中高层管理人员和核心人员共同设立的大贵投资、大智投资和大勇投资三家公司，

涉及公司骨干员工达到 94 人。员工持股公司的股份上市锁定期为 3 年时间，这种间接持股方式可有效锁定骨干人员，兼具股权激励作用。

分红激励到位，员工动力十足。2010 年报公布每 10 股送 12.3 元（含税）的高分红方案，间接持股的 94 名骨干员工获得将近 557 万元分红（含税），相对于当初 192 万元的出资价，分红回报率达到 290%（含税），这对提振员工士气、激发企业活力起到重要作用。

图 6、公司股权结构



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

行业发展的机遇：纵横交错、编织未来

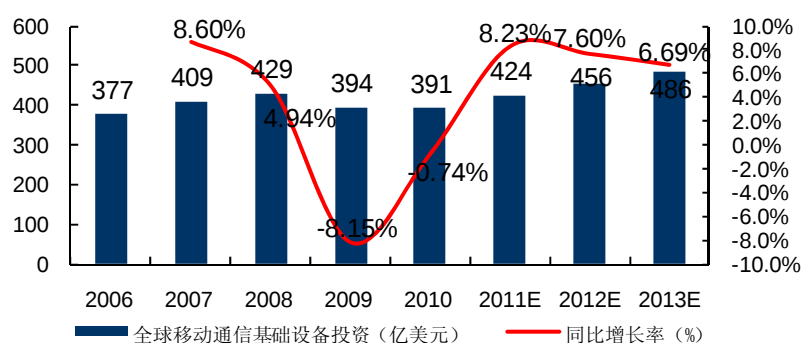
移动基站射频器件行业将面临两条发展主线，从纵向来看，移动互联网的深入发展带动国内和海外的电信投资开始回升；从横向来看，通信行业价值链逐级重构和区域供应链转移，将给国内有实力的器件厂商带来难得的发展机遇。

纵向维度：国内和海外电信投资逐步回升

从行业景气周期来看（纵向），主要考虑海外以及国内的电信投资情况。短期内，中国移动 TD 四期建设将继续拉动国内电信投资，主要是由于 TD 网络四期招标的规模超过了以往三期总和。我们预计，今年将会有 TD 第五期集采（规模接近第四期）以及中国移动 GSM 补网建设，国内电信投资投资规模逐步回升。

中长期来看，随着 08 年金融危机、10 年印度事件影响逐渐减弱以及为了应对移动互联网所产生的大量数据流量，网络升级逐步成为电信运营商重要的战略部署，移动通信设备投资步入恢复性增长。isuppli 近期预测，2011 年全球移动通信基础设施投资将达到 424 亿美元，同比增长 8.23%，扭转之前两年连续下滑的局面。随着国内和海外电信投资逐步回升，公司在原有业务领域将继续维持稳定增长。

图 7、isuppli 预计 2011 年全球移动通信基础设备投资逐步回升



数据来源：isuppli，兴业证券研究所

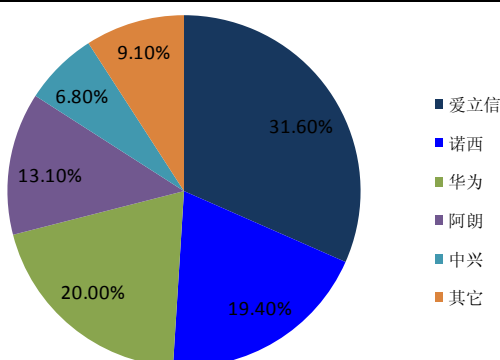
横向维度：行业价值链重构和区域供应链转移并行

从行业结构变化来看（横向），主要考虑行业价值链结构变化以及区域结构变化。

● 通信行业价值链重构逐级展开

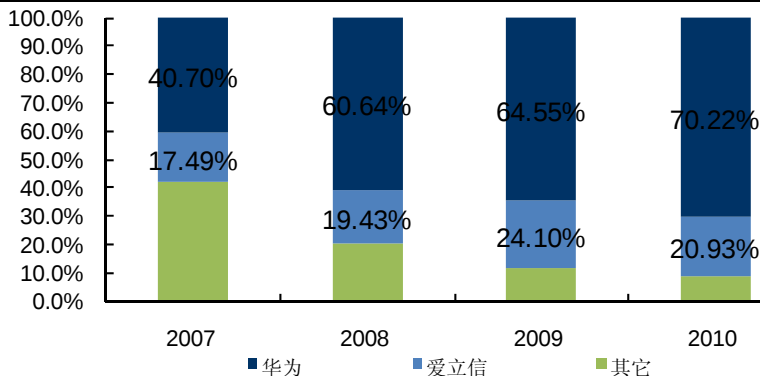
从通信行业价值链结构来看，一方面近几年公司下游行业集中度不断提升，逐步形成爱立信、华为、诺西、阿朗以及中兴等五强争霸格局，前五大主设备商市场份额已经超过 90%。传统的通信设备制造业面对同质化的产品和以成本为核心竞争要素的市场，通信设备厂商的盈利能力整体持续下滑。与此同时，随着移动数据爆炸式增长持续加速，摩根斯坦利报告预计未来三年全球移动通信流量每年暴增 130%。对运营商来说，不仅要提供传统的语音服务，还要满足大幅增长、个性化数据服务要求，这就大大增加网络运营和维护的成本和难度。

图 8、2009 年全球移动通信无线接入市场份额



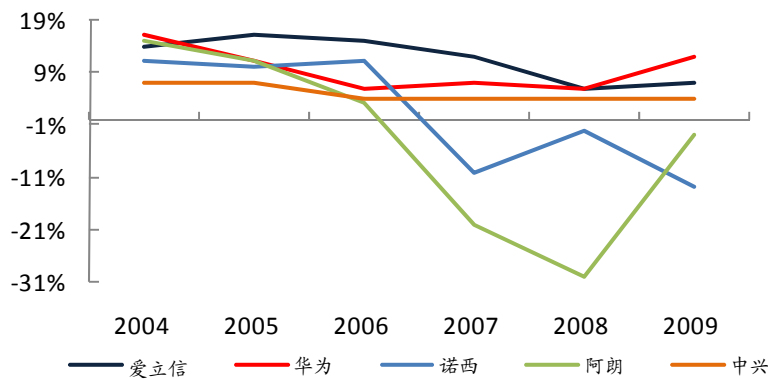
数据来源：infonetic，兴业证券研究所

图 9、华为、爱立信是公司重要客户



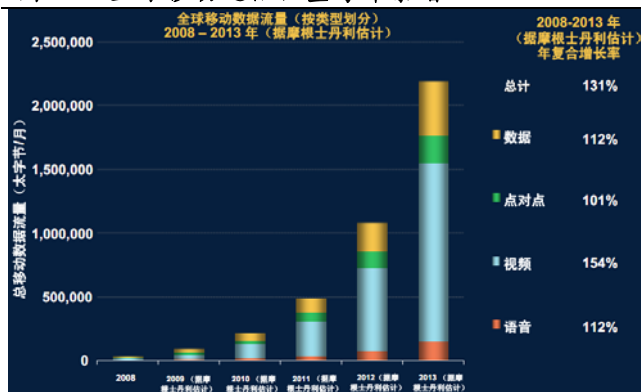
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

图 10、通信设备商的净利润率整体上呈下降趋势



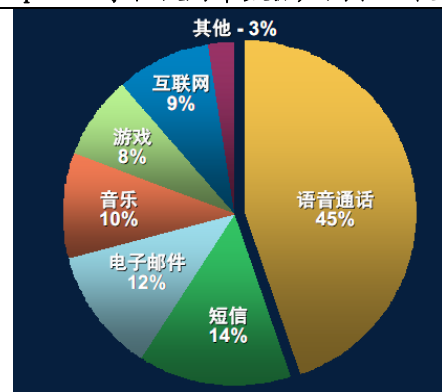
数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

图 11、全球移动通信流量每年暴增 130%



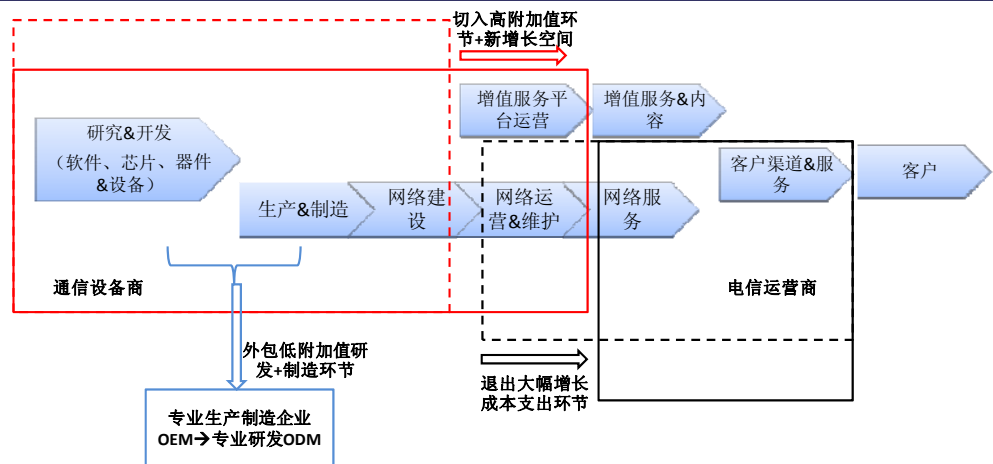
数据来源：摩根士丹利报告，兴业证券研究所

图 12、Iphone 手机使用中数据应用占比较高



数据来源：摩根士丹利报告，兴业证券研究所

图 13、通信行业价值链逐级重构，专业生产制造企业将面临巨大机遇



数据来源：兴业证券研究所

在此背景下，传统的通信设备商逐步向着服务提供商转型，逐步承担起网络运营维护、增值服务平台建设等价值环节，帮助电信运营商担负起提供最佳大量、个性化用户体验的重任，其业务模式由设备研发制造转向网络运营维护、增值业务软件及应用、应用平台的创建与维护等高附加值业务模式。随着通信设备商逐步向价值链上游延伸，原先承担的低附加值研发和传统制造环节逐渐外包给有竞争

优势的专业生产制造企业，通信行业价值链呈现出逐级重构演变逻辑。

表 1、近年主要通信设备商的管理层关于企业转型表述

公司	转型表述
华为	2010 年 11 月，华为在北京发布云计算战略。包括三个方面：构建云计算平台，促进资源共享、效率提升和节能环保；推动业务与应用云化，促进各个行业应用向云计算迁移；开放合作，构筑共赢生态链。华为此举将让全面开启向 IT 领域转型的步伐。
爱立信	2010 年 6 月，爱立信大中华及东北亚区总裁马志鸿(MatsHolsson)表示，在过去 5~8 年里面，爱立信已经从过去单纯的设备提供商转变成为现在不仅是提供电信设备，而且是电信专业服务的提供商。对于未来爱立信预计还是会基于电信领域继续开拓新的机会和市场。 2010 年 11 月，爱立信托管服务部门负责人 Valter D'Avino 说，运营商面临着削减成本的同时应对日益增加的数据通讯量的压力。这种压力会迫使运营商出售自己的网络并且购买网络通讯容量。爱立信也许要进入这种业务领域。
诺西	2011 年 2 月，诺西首席执行官苏立（Rajeev Suri）在 2011 年移动通信世界大会（MWC2011）上指出，移动数据爆炸式增长持续加速已经不再是新闻，随着生态环境的日趋复杂，行业关注点开始转向用户体验。帮助运营商提供最佳个性化用户体验的重任是诺西新战略的重要组成部分。

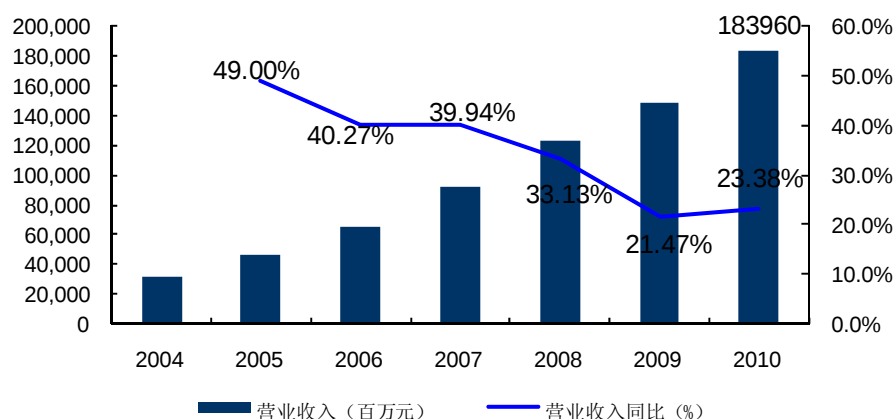
数据来源：兴业证券研究所整理

专业制造企业将从传统 OEM 向专业 ODM 厂商演变，其基本逻辑是：制造型企业早期不具备射频器件的研究开发能力，其优势主要集中在精密组件加工能力，而研发主要由设备厂商提供，垂直专业化的分工有利于成本进一步的降低，并且降低企业承接相关制造环节的风险；然而随着进一步发展，特别是对具有定制化特征的器件（比如射频器件要兼顾射频性能和结构功能，产品的定制化特点不断显现），简单进行垂直化分工往往会限制产品的快速响应时间，降低了产品的服务效率，同时企业在传统 OEM 生产过程中有能力逐步介入研发设计环节，因此具备专业研发设计能力的生产型企业（ODM）往往成为传统 OEM 企业不断发展演变的业态，而这种从 OEM→ODM 的发展路径将对企业发展带来较低的阻力和风险。

● 通信行业供应链向中国转移不断深化

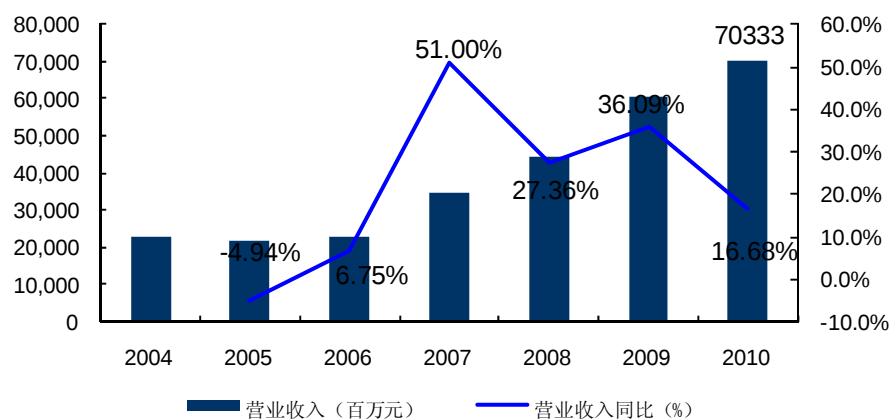
从区域结构来看，国内的成本优势以及完善产业链体系成为全球通信设备商供应链向中国转移的核心驱动力。供应链转移（产能转移）有两个层面，一方面，国内华为、中兴强势企业迅速崛起并逐步成为全球性通信设备厂商，国内相关配套企业逐步承担起华为中兴供应配套，形成了全球通信供应链的第一层面转移。

图 14、华为过去 7 年复合增长率达到 35%



数据来源：华为技术，兴业证券研究所

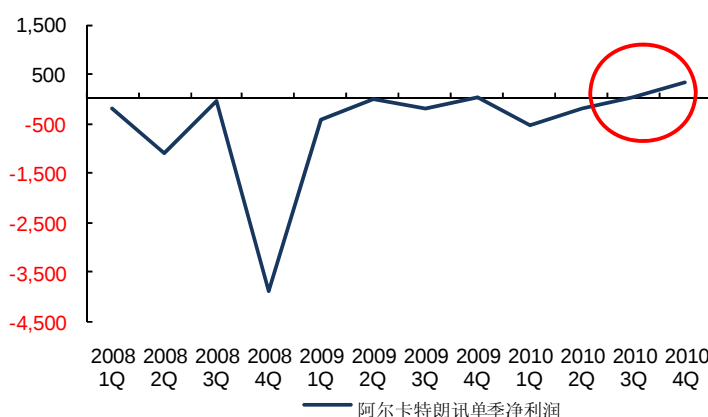
图 15、2010 年中兴收入增长突破百亿美元



数据来源：中兴通讯年报，兴业证券研究所

此外，国外通信设备商在成本以及产品服务方面，和华为、中兴出现一定差距，主要问题在于其配套供应链的高成本、低响应速度等。2005 年至 2008 年美国的 Powerwave 与 Andrew 的射频业务连续亏损，进一步降价空间有限，因此国外通信设备供应链逐渐转向国内的具备竞争优势的企业将逐步成为一种趋势。但是，近年来通信设备商进行的几次重要并购，包括 2006 年 11 月原阿尔卡特与原朗讯的合并、2007 年 3 月原诺基亚与西门子的通信设备业务的合并等，后续整合没有取得理想的结果，并购后诺西和阿朗 2007 年至 2009 年连续三年亏损。这对国外通信设备厂商的供应链重新规划形成了一定的影响。我们认为，国外通信巨头逐步完成重组并渐入佳境将成为深化第二层面供应链转移的契机。

图 16、阿尔卡特朗讯季度净利润扭亏，经营进入复苏阶段（百万欧元）



数据来源：bloomberg，兴业证券研究所

从横向维度来看，我们认为通信行业价值链的逐级重构以及全球供应链转移的机会将带给具备核心竞争优势的国内专业制造企业巨大的发展机遇。

公司高增长源于 OEM—>ODM 成长历程，造就领先竞争优势

从 OEM—>ODM 成长历程造就创新设计方法

对于射频器件行业来说，早期的国内进入者皆以技术突破为驱动力，在产品开发方面往往仅考虑射频功能的设计。公司的发展则以结构件起家（OEM），先在模具开发、精密加工积累了丰富的经验，进而逐渐介入射频器件研究和设计，在器件的设计方法和制造工艺方面有了新的突破，掌握了一套射频器件设计的创新方法，器件设计兼有射频性能和结构功能，实现了从 OEM—>ODM 的华丽转身。

创新设计方法衍生出三大竞争优势：

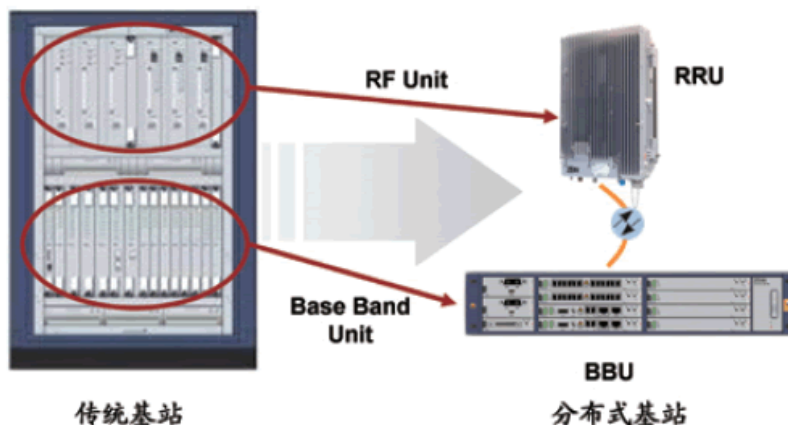
- 1) 领先业界的成本优势：**该方法可以极大地提高金属原材料利用效率、模具的开发调试次数，起到降低成本作用，目前公司产品价格业内最低而毛利率却达到最高（10 年毛利率达到 44%）；
- 2) 领先业界的快速响应优势：**该方法的形成来源于对结构设计和模具开发的深厚积淀，基于此公司能够在 45 天左右时间内快速实现量产（目前业界平均水平是 3-4 个月）；
- 3) 具备新产品的议价优势：**快速产品开发优势能够领先业界率先推出满足主设备商所需求新产品，在新产品定价方面具备较强优势。

公司竞争优势切合基站射频器件行业的发展趋势

射频器件行业的竞争要素不断演变，从早期以技术、性能为关键要素的竞争逐渐

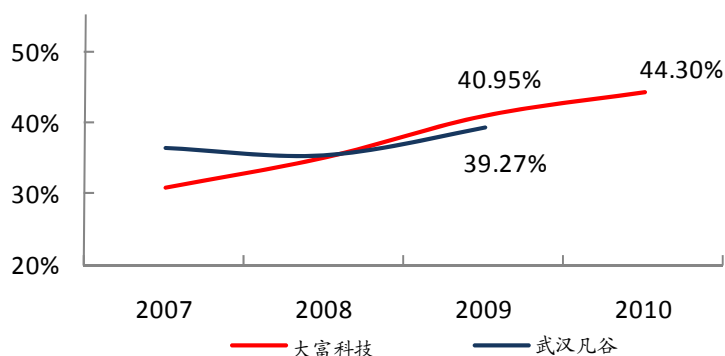
演变到成本、快速响应能力的竞争。特别是随着技术演进，结构简单、易于安装、便于扩容的分布式基站逐步替代传统基站，而射频器件则逐渐需要兼顾射频和结构两方面功能。公司以结构带射频的创新设计方法不仅兼顾射频性能和结构功能，并以此形成的竞争优势切合行业演变中的竞争要素，在高速成长过程中赢得了高毛利和丰厚回报。

图 17、分布式基站逐渐成为行业主导，射频器件兼顾结构功能



数据来源：兴业证券研究所整理

图 18、竞争优势驱动下毛利率逐年上升，并实现超越



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

注：为保证毛利率可比，此处将武汉凡谷的研发费用剔除出销售成本后重新计算毛利率。

携手华为挺进新领域，再度演绎 OEM—>ODM 成功路径

通信行业的价值链逐级重构不断深化的趋势下，传统通信设备厂商逐步将低附加值研发和生产制造环节外包给专业制造型企业，公司也将受益于这种行业结构性变化。

2010 年华为提出了未来的转型战略，这符合我们对于行业价值链重构的趋势判断。目前公司已经成为华为在射频器件领域的核心供应商，2011 年华为将在多个新领域和公司进行深度合作，以实现生产制造环节逐级外包。合作初期，公司主

要以 OEM 方式承接新产品的制造环节，而研发设计方面由华为主导。这种合作模式一方面保证公司在新进入领域面临的风险较小，同时也能够充分利用公司从 OEM—>ODM 发展过程中所获得竞争优势。公司有望在发展过程中逐步掌握新入领域的关键技术，再度演绎 OEM—>ODM 成功路径。

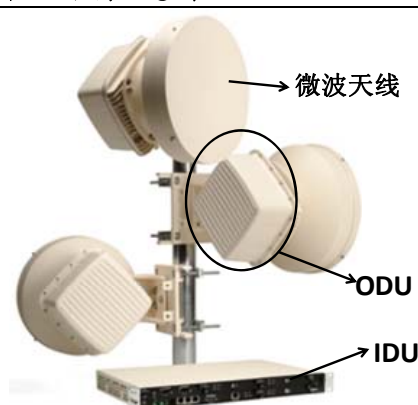
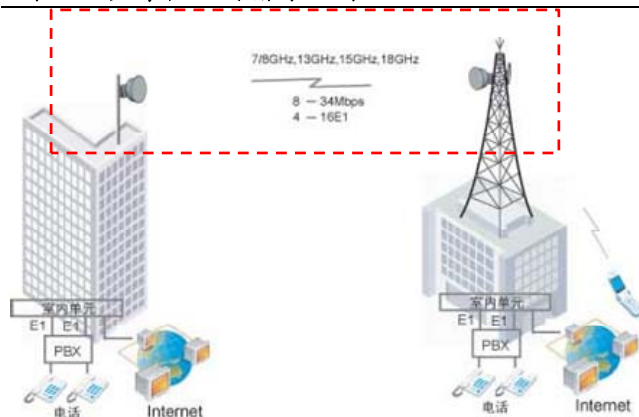
公司将和华为合作的 5 大领域分别为：原有的滤波器（15 亿元）及相关结构件（20 亿元）、数字微波 ODU（15 亿元）、室内分布系统（45 亿元）以及有源塔放（1 亿元）。华为的 4 大领域将带来的市场规模合计接近 100 亿。2010 年，公司仅向华为供应射频器件仅 6 亿，公司面临巨大市场空间，预计未来将继续保持高速增长。我们重点对公司新进入的三个新领域合作模式进行重点阐述，以说明公司有望再度演绎 OEM—>ODM 的成功路径。

数字微波

在通信传输领域，数字微波和光通信是相互替代的解决方案，但由于数字微波传输速度仅为同时代光纤通信的 1/10 左右，逐渐成为配角。但随着无线通信的极大发展，在 4 个典型领域微波传输解决方案仍不可替代，即：移动网络基站互联(基站回传)、宽带服务传输网络、广电领域的视频广播传输，以及政府公共安全网络传输领域。这些应用中，数字微波在如下场景具备优势：1. 诸如在海岛，山区，乡村等地方不适宜铺设光纤；2. 在土地私有化的国家，铺设地下光纤网络成本极高(如欧美、印度等国家)；3. 可以作为光纤的备份网络，从而保证网络的可靠性；4. 最为快速的传输网络架设手段，可用于紧急情况(如地震后)的信号传输。

图 19、数字微波传输原理图

图 20、数字微波结构示意图



数据来源：兴业证券研究所

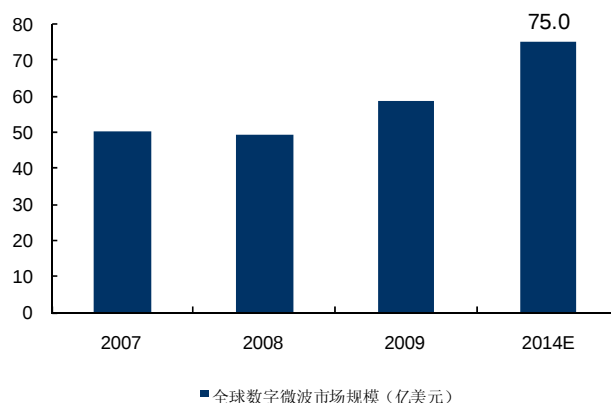
数据来源：兴业证券研究所

数字微波产品从构成来看可以分为 ODU(室外单元)和 IDU(室内单元)两个部分。其中 ODU 主要是完成射频信号的收发，IDU 则是完成基带信号的处理。**ODU 是数字微波中技术含量最高的器件。**

根据 Infonetics 的预测，2009 年全球数字微波设备市场规模达到 58.5 亿美元，受益于全球移动通信基站的升级改造，预计未来将保持稳定增长，到 2014 年达到 75 亿美元。目前全球数字微波产品的主要厂商包含爱立信、NEC、诺西、阿尔卡

特朗讯(ASB)、华为等, 份额排名前三家厂商市场份额总和超过 50%。数字微波产品主要在欧美国家应用, 市场份额主要被国外企业占据, 近年来华为在数字微波产品市场份额增长迅速。**2009 年数字微波行业市场份额中, 华为已经超过诺西, 进入行业前三位。**

图 21、全球数字微波市场规模保持稳定增长



数据来源: infonetic, 兴业证券研究所

表 2、数字微波产品历年市场份额前 3 位厂商

时间	2007	2008	2009
No.1	爱立信	爱立信	爱立信
No.2	诺西	NEC	NEC
No.3	NEC	诺西	华为

数据来源: infonetic, 兴业证券研究所

全球数字微波市场竞争态势与 2000 年前后射频器件市场类似。国外厂商占据着市场主导地位, 而国内厂商处在进入该领域的前期, 技术壁垒是当前最重要的进入门槛, 特别是 ODU 设计研发。目前, 国内掌握主流数字微波技术的公司不多, 主要有京信通信 (通过购买国外技术专利), 上海杰盛、北京地杰等技术实力和规模较弱的企业; 其次, 武汉凡谷也在数字微波领域投入两年的时间研发, 但目前产品仍未定型。目前, 华为的数字微波产品也主要采用国外的器件 (ODU), 但是价格较高, 成本优势不明显。

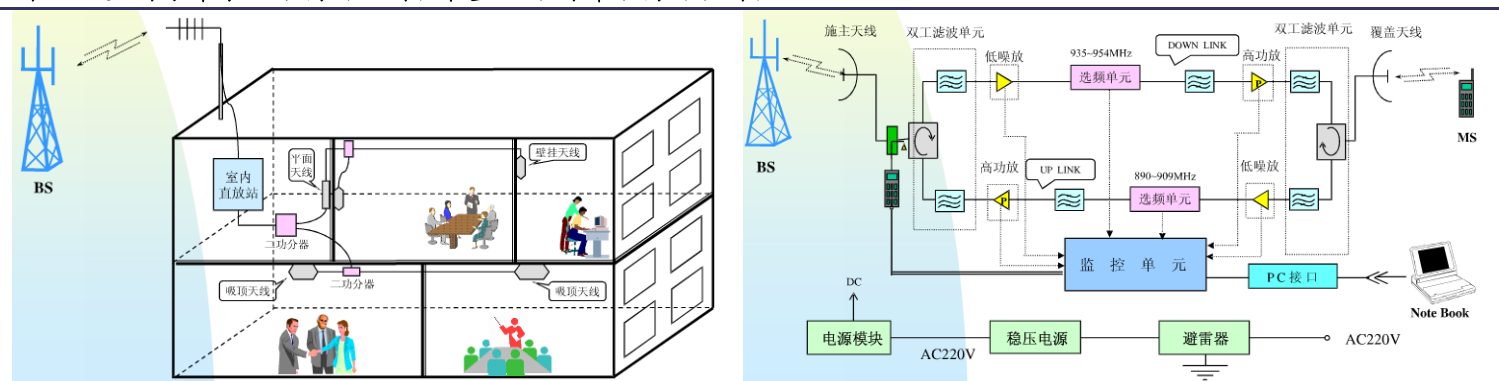
华为与大富深度合作有望在数字微波领域实现突破。成本优势一直以来是国内通信企业披荆斩棘、横扫全球市场的杀手锏。背靠华为在全球各地的 6 万研发人员, 加上大富科技在射频器件模具开发和精密加工方面的优势, 有望实现数字微波 ODU 器件的技术突破、大幅降低相应产品的成本。目前两个公司正在深度合作开发 ODU 产品, 双方人员相互协作、共同研发, 预计今年 1 季度能够正式投入生产。

目前, 华为在数字微波市场份额大概占 7-8%, 对应产品销售额 32 亿元 (人民币), 而 ODU 成本将近占销售额的 50%, 达到 15 亿元。华为通过与大富深度合作, 逐步实现 ODU 自主研发和外包生产, 大富科技将分享到这一新增市场。

室内分布系统

室内分布系统是针对室内用户群、用于改善建筑物内移动通信环境的一种成功的方案；是利用室内天线分布系统将移动基站的信号均匀分布在室内每个角落，从而保证室内区域拥有理想的信号覆盖。室内分布系统的建设，可以较为全面地改善建筑物内的通话质量，提高移动电话接通率，开辟出高质量的室内移动通信区域；同时，使用微蜂窝系统可以分担室外宏蜂窝话务，扩大网络容量，从整体上提高移动网络的服务水平。

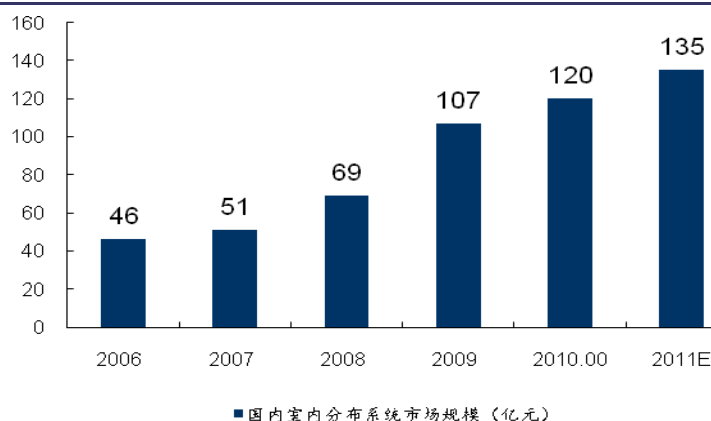
图 22、室内分布系统结构（左图）和直放站内部结构（右图）



数据来源：兴业证券研究所

公司与华为合作开发室内分布系统短期主要针对国内市场。室内分布系统主要有室内直放站、射频拉远单元（RRU）以及天线等无源器件器件构成，行业的技术壁垒并不高，产品普遍同质化，低成本是行业竞争的核心要素。受益于 3G 建设后期对于室内分布系统的需求量大大提升，2011 年国内室内分布系统的市场规模有望达到 135 亿元。

图 23、2011 年国内室内分布系统市场规模有望达到 135 亿元

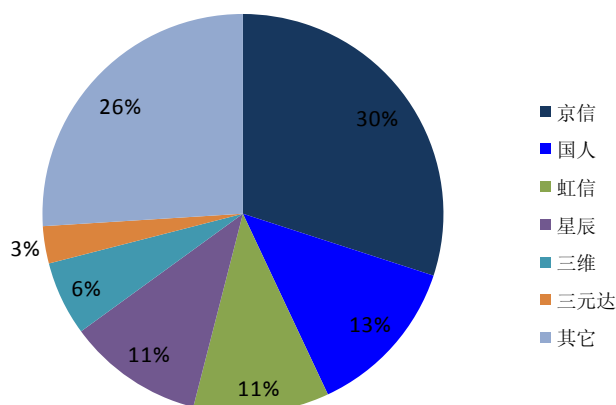


数据来源：上市公司公告，兴业证券研究所

室内分布系统行业集中不高。产品门槛较低以及地方运营商自主采购，网优厂商数量众多，并呈现出区域性的分布特点。华为之前并未涉足室内分布领域，2010 年没有拿到室内分布的份额，其主要原因是其与竞争对手相比，在成本和销售方

面优势均不明显。

图 24、国内室内分布系统市场竞争结构



数据来源：上市公司公告，兴业证券研究所

借力大富竞争优势，打造低成本产品强势进入。大富科技在射频器件模具开发和精密加工方面的优势可以大幅降低室内分布产品的成本，另外公司在室内分布领域有核心技术，在与华为合作过程中，不是简单的 OEM，而会逐渐扮演起 ODM 专业研发制造角色。借助华为在 2011 年起将在室内分布强势介入，公司可以避免产品开发的销售风险，实现双赢局面。2011 年，室内分布作为公司的拳头产品，实现一定突破。我们预计，华为在室内分布系统的采购份额未来 3 年将达到 45 亿规模，公司逐步有望分享这一新增市场。

塔放

塔顶放大器是安装在塔顶部紧靠在接收天线之后的一个低噪声放大器，在接收信号进入馈线之前可将接收信号放大近 12dB，提高上行链路信号质量，改善通话可靠性和语音质量，同时扩大小区覆盖面积。塔放就射频方面的技术壁垒不高，但是其结构要求较高，需要保证良好散热、方便安装、体积轻便等。

图 24、塔顶放大器示意图



数据来源：兴业证券研究所

公司已基本具备塔放的整体设计能力 (ODM)，和华为的合作主要帮助解决结构设计以及降低成本，目前双方进行联合设计，已有 10 与多款产品并开始交付。此外，公司的塔放产品已经能够实现对其它客户的销售，未来将通过参加大型通信

会展进行推广。

考虑到塔放一般属于运营商集采，华为的采购量仅为 1 亿。但全球电信市场塔放需求量将近 100 亿元。公司和华为合作有望提升在塔放产品的竞争优势，实现新的营收增长点。

供应链转移有望继续深化，新客户开拓将有突破性进展

对大富科技来说，在原有的射频器件领域，公司已经从 OEM 华丽转身成为具有专业研发能力的 ODM 厂商，公司将受益于全球供应链向中国转移的重要机遇，2011 年在新客户开拓方面将会有实质性进展。

潜在客户分析：

爱立信：爱立信的射频器件主要以自主研发设计+外包加工（OEM）的模式，早期这种模式能够有效降低制造成本，但是随着射频器件逐渐需要兼顾射频性能和结构功能，简单的垂直分工反而增加了研发制造成本，更重要的是限制了产品的快速响应和服务效率。目前，爱立信已经缩编了成都射频研发总部的人员规模，有逐步将射频器件的整体研发制造转向国内有实力厂商的趋势。公司已经成为爱立信结构件方面的重要供应商，我们预计，2011 年公司在爱立信射频器件业务将有实质性突破。根据测算，爱立信在全球射频器件采购额接近 24 亿元（人民币）。

阿尔卡特朗讯：阿尔卡特朗讯在射频器件的供应商是专业厂商 RFS。近年来，RFS 在射频器件方面不论是成本，还是响应速度已经逐渐落后国内企业。而阿朗也有意准备引入新的供应商，以形成供应商竞争局面。我们预计，2011 年公司在阿尔卡特朗讯射频器件业务将有实质性突破。根据测算，阿尔卡特朗讯在全球射频器件采购额接近 10 亿元（人民币）。

盈利预测与估值

● 射频器件及结构件业务（原有业务）

射频器件：在华为方面，目前公司采购供应比例已经达到 40% 上限，增长有限。2011 年，公司有望突破爱立信以及阿尔卡特朗讯射频器件供应链。

该业务的看点，包括全球移动通信投资复苏+国内即将启动的 TD 五期（规模接近四期）和 GSM 补网建设+射频器件供应链转移下新客户开拓。我们预计，2011-2013 年，公司射频器件出货量增速分别为 30%、30%、20%，考虑每年 10% 价格下降，业务销售额增速分别为 20%、20%、10%。

结构件：目前结构件主要销售给爱立信，2011 年公司将会做到华为供应链当中。

预计 2010 年对华为销售结构件产品营收为 0.5 亿,考虑到公司此块业务营收过小,预计未来三年复合增长达到 100%。

表 3、公司结构件业务收入预测

年份		2010	2011E	2012E	2013E
爱立信等原有客户	业务收入(万元)	18859.47	19802.45	20792.57	21832.20
	同比增长率 %		5.00%	5.00%	5.00%
华为	业务收入(万元)		5000.00	10000.00	20000.00
	同比增长率 %			100.00%	100.00%
合计	合计收入(万元)	18859.47	24802.45	30792.57	41832.20
	同比增长率 %	31.16%	31.51%	24.15%	35.85%

数据来源: 兴业证券研究所

● 数字微波、室内分布系统以及塔放(新业务)

华为: ODU+室内分布+塔放

预计 2011 年对华为销售 ODU 产品营收为 1.5 亿,考虑到 OEM 的成长性以及华为的需求量规模,预计 2012-2013 年业务销售额增速分别为 100%, 60%;

预计 2011 年塔放、室内分布营收各 0.5 亿,考虑到公司此块业务营收过小,预计 2012-2013 年复合增长达到 100%。

表 4、公司盈利预测假设

年份		2010	2011E	2012E	2013E
射频器件	主营业务收入(万元)	64744.97	77693.97	93232.76	102556.04
	同比增长率 %	55.98%	20.00%	20.00%	10.00%
	毛利率 %	46.69%	45.00%	44.00%	44.00%
结构件	主营业务收入(万元)	18859.47	24802.45	30792.57	41832.20
	同比增长率 %	31.16%	31.51%	24.15%	35.85%
	毛利率 %	36.98%	36.00%	35.00%	35.00%
数字微波	主营业务收入(万元)		15000.00	30000.00	48000.00
	同比增长率 %			100.00%	60.00%
	毛利率 %		40.00%	39.00%	38.00%
室内分布	主营业务收入(万元)		5000.00	10000.00	20000.00
	同比增长率 %			100.00%	100.00%
	毛利率 %		40.00%	39.00%	38.00%
塔放	主营业务收入(万元)		5000.00	10000.00	20000.00
	同比增长率 %			100.00%	100.00%
	毛利率 %		40.00%	39.00%	38.00%
其它结构件	主营业务收入(万元)	1370.19	1438.70	1510.64	1586.17
	同比增长率 %	10.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 %	31.84%	28.00%	26.00%	26.00%
合计	主营业务收入(万元)	86282.75	130282.47	176923.75	235403.82
	同比增长率 %	47.25%	50.99%	35.80%	33.05%
	毛利率 %	44.71%	41.88%	40.68%	39.89%

数据来源: 兴业证券研究所

● 我们预计公司 2011-2013 年销售收入分别为 13.0 亿、17.7 亿、23.5 亿,增速分别为 51%、36%、33%; 归属于母公司所有者的净利润分别为 3.7 亿、4.9 亿、

6.4 亿；增速分别为 47%、33%、31%，对应 EPS 分别为 2.31 元、3.06 元和 4.02 元。

表 5、公司盈利预测结果

项目	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	863	1303	1769	2354
增长率 %	47.3%	51.0%	35.8%	33.1%
营业利润（百万元）	269	426	569	748
增长率 %	69.2%	58.7%	33.4%	31.6%
净利润（百万元）	251	369	490	643
增长率 %	79.7%	47.2%	32.8%	31.1%
最新摊薄每股收益（元）	1.57	2.31	3.06	4.02
每股净资产（元）	15.22	16.30	19.36	23.38
动态市盈率（倍）	43.5	29.6	22.3	17.0
市净率（倍）	4.5	4.2	3.5	2.9

数据来源：兴业证券研究所

● 维持“强烈推荐”投资评级。

从纵向维度和横向维度，我们认为全球电信行业投资步入景气周期、行业价值链重构和区域供应链转移将长期利好大富科技。2011 年公司将在新客户、新产品方面同时发力，再度演绎公司在射频器件领域从 OEM—>ODM 成功路径。综合考虑公司的竞争力和成长性，我们给予公司“强烈推荐”投资评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2470	2517	2995	3768
货币资金	1926	1793	2015	2461
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	369	500	679	904
其他应收款	16	26	35	46
存货	101	168	234	315
非流动资产	256	512	628	657
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	232	449	575	629
在建工程	2	31	30	3
油气资产	0	0	0	0
无形资产	12	12	12	12
资产总计	2726	3029	3623	4425
流动负债	278	412	515	675
短期借款	0	0	0	0
应付票据	64	61	84	113
应付账款	159	250	346	467
其他	55	101	85	94
非流动负债	12	10	10	10
长期借款	0	0	0	0
其他	12	10	10	10
负债合计	290	422	525	685
股本	160	160	160	160
资本公积	1995	1995	1995	1995
未分配利润	258	430	920	1563
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2435	2608	3098	3741
负债及权益合计	2726	3029	3623	4425

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	251	369	490	643
折旧和摊销	33	40	65	83
资产减值准备	-0	24	16	20
无形资产摊销	1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	4	-28	-29	-34
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	125	71	166	189
经营活动产生现金流量	158	323	385	522
投资活动产生现金流量	-63	-286	-191	-110
融资活动产生现金流量	1792	-169	29	34
现金净变动	1886	-133	223	445
现金的期初余额	70	1926	1793	2015
现金的期末余额	1957	1793	2015	2461

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	863	1303	1769	2354
营业成本	477	757	1050	1415
营业税金及附加	4	5	7	10
销售费用	13	20	26	33
管理费用	83	117	142	177
财务费用	4	-28	-29	-34
资产减值损失	13	5	5	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	269	426	569	748
营业外收入	28	8	8	8
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	295	434	577	756
所得税	45	65	86	113
净利润	251	369	490	643
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	251	369	490	643
EPS (元)	1.57	2.31	3.06	4.02

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	47.3%	51.0%	35.8%	33.1%
营业利润增长率	69.2%	58.7%	33.4%	31.6%
净利润增长率	79.7%	47.2%	32.8%	31.1%
盈利能力(%)				
毛利率	44.7%	41.9%	40.7%	39.9%
净利率	29.1%	28.3%	27.7%	27.3%
ROE	10.3%	14.2%	15.8%	17.2%

偿债能力(%)

资产负债率	10.7%	13.9%	14.5%	15.5%
流动比率	8.88	6.12	5.81	5.59
速动比率	8.46	5.66	5.30	5.06

营运能力(次)

资产周转率	0.53	0.45	0.53	0.58
应收帐款周转率	3.04	2.93	2.88	2.85

每股资料(元)

每股收益	1.57	2.31	3.06	4.02
每股经营现金	1.19	2.02	2.41	3.26
每股净资产	15.22	16.30	19.36	23.38

估值比率(倍)

PE	43.5	29.6	22.3	17.0
PB	4.5	4.2	3.5	2.9

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。