

武汉凡谷 (002194.SZ)

成长性良好的国内最大、全球第 4 的射频器件厂商

李太勇 电信行业 首席研究员

电话: 020-87555888-689

eMail: lty@gf.com.cn

凡谷电子是国内最大、全球第 4 的射频器件厂商。

公司主营移动通信天馈系统的射频器件, 目前是国内最大、全球第 4 的射频器件厂商。公司的客户主要为移动主设备提供商, 华为、诺基亚、摩托罗拉、爱立信等移动通信设备巨头都已成为公司的客户, 未来将受益于全球移动通信行业的快速发展。

公司具有低成本、一体化生产及本地化服务的竞争优势。

公司综合成本优势明显, 公司纵向一体化的制造体系, 为奠定了公司低成本、高效率、响应速度快的优势。同时公司地处全球移动通信设备商不断集中的中国大陆, 在本地化服务方面具有优势。

未来公司射频器件的销售将会呈快速增长的趋势。

华为、中兴全球竞争力的提高带动其移动通信设备销售量快速增长, 而作为华为的主供应商 (07 年也开始给中兴供货) 射频器件的销售量也必然快速增长。受国内厂商低成本竞争压力的驱使国际移动通信主设备巨头将采购重点不断转向中国大陆, 未来公司射频器件对这些厂商的销售也将呈快速增长的趋势。

未来三年净利润的复合增长率将会达到 30% 左右。

我们预测公司 07-09 年的净利润分别为 30%、29% 和 36%, 发行后的摊薄每股收益分别为 0.96 元、1.24 元和 1.68 元。

预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入 (万元)	48,432.94	81,765.91	102,207.39	132,870	186,017.4
EBITDA (万元)	15,221.49	25,459.24	30,456.34	47,678.23	65,543.43
净利润 (万元)	9,933.15	15,721.03	20,604.51	26,605.49	36,022.91
净利润增长率	47.14%	58.27%	30.3%	29.2%	35.50%
每股收益 (元)	0.62	0.98	0.96	1.24	1.68
市盈率	0.00	0.00			
市净率	0.00	0.00			
EV/EBITDA	0.00	0.00			
每股红利 (元)	0.00	0.00			
股息率	0.00	0.00			

来源: 武汉凡谷电子技术股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	20.60-22.06 元
上市价格	38.34-43.13 元

股票数据

总股本 (万股)	21,380.00
流通股本 (万股)	5380.00
主要股东:	
	孟庆南
主要股东持股比例	39.83%
流通 A 股比例	25.16%

财务比率

ROE	41.87%
ROA	21.31%
资产负债率	48.39%
每股净资产 (元)	2.38

2006 年报数据

发行信息:

发行价格 (元)	0.00
主承销商:	
	0
发行市盈率	0.00

目 录

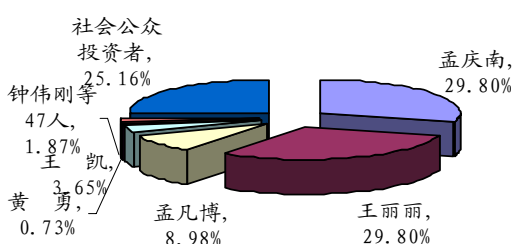
一、公司简介	3
1、股东结构：典型的家族控股企业	3
2、公司业务及主营业务收入简介	3
二、射频器件行业分析	3
1、射频器件产业价值链分析	4
2、行业竞争状况分析	4
三、公司行业地位与竞争优势分析	5
1、行业地位：国内最大、全球第 4 大基站射频器件厂商	5
2、公司的竞争优势分析	6
四、募集资金项目分析	7
五、公司盈利预测分析	9
1、公司主营业务收入预测分析	9
2、公司毛利率的变化状况及趋势分析	10
3、公司期间费用率将会有所上升	11
4、盈利预测假设及结果	12
六、估值分析	12

一、公司简介

1、股东结构：典型的家族控股企业

公司实际控制人为孟庆南先生、王丽丽女士夫妻，合计持有公司 12,744 万股，占公司发行后总股本的 59.60%。另外，公司第三大股东孟凡博系孟庆南和王丽丽之子，第四大股东王凯系王丽丽之弟，4 人合计持有发行后总股本的 72.23%，因此，孟庆南直系亲属对公司占有绝对控股地位和绝对的话语权。其他发行前股份持有人为公司的中高级管理人员和核心技术人员，一共 47 人合计只持有公司 1.87% 的股权。

图 1：公司 IPO 后的股东结构



数据来源：公司招股说明书。

2、公司业务及主营业务收入简介

公司主要从事移动通信天馈系统的射频子系统及器件的研制、生产、销售和服务，为移动通信系统集成商提供射频子系统、双工器、滤波器等器件。射频子系统是将滤波器、双工器等射频器件集成为功能完整的子系统，射频子系统及其他射频器件目前主要应用于移动通信中的移动基站。

图 2：公司 2006 年主营业务收入的产品构成

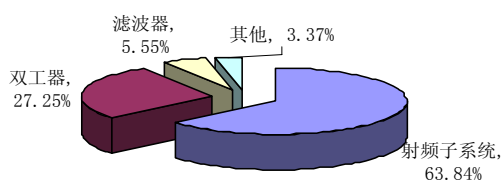
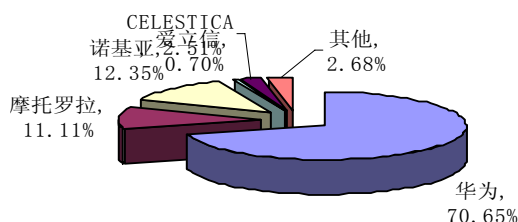


图 3：公司 2006 年主营业务收入的客户构成



数据来源：公司招股说明书。

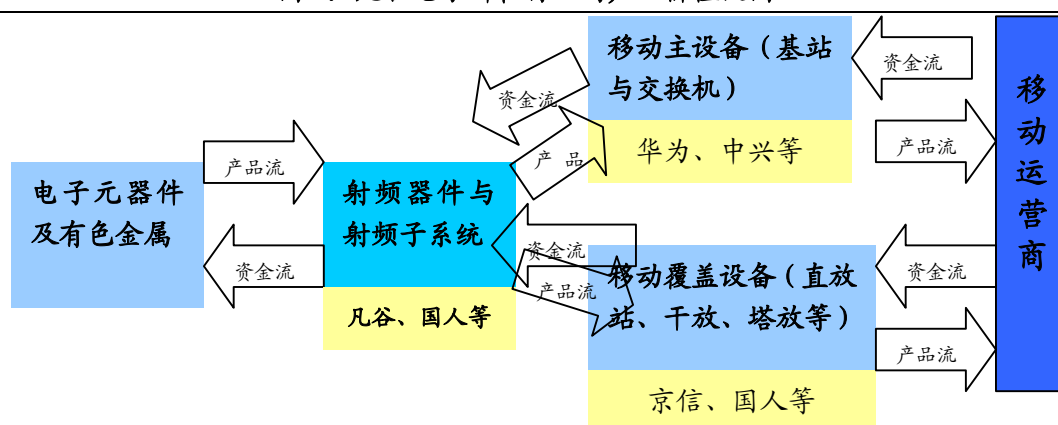
公司的主要客户为移动通信主设备制造商，目前主要客户为华为、摩托罗拉、诺基亚等，客户相对集中。如图 3 所示。

二、射频器件行业分析

1、射频器件产业价值链分析

移动运营商处于产业价值链支配地位。射频器件是移动通信基站和覆盖设备的主要器件和构成部分,主要客户为移动通信的基站生产厂商和覆盖设备厂商,凡谷电子主要从事基站用射频器件和射频子系统产品。而移动通信基站的采购主体为移动运营商,因此产品的最终需求的源头为移动运营商。而移动运营商市场是一个高度寡占的市场,因此其在价值链中处于绝对优势地位,其资本支出的规模的大小决定了移动设备的采购规模,而后者又直接影响与移动基站配套的射频器件市场的整体规模。

图 4: 凡谷电子所在行业的产业价值链图



移动主设备商与器件厂商的竞争地位相对平衡,主设备商略占主动地位。射频子系统产品的下游厂商主要是移动通信设备制造商,而移动通信设备制造行业基本处于巨头寡头竞争的状态,而且是一个全球性的竞争市场,竞争相对激烈。但基站用射频器件厂商的生产商也并不是很多,而且产品多定制,相互依赖性较强,目前高端射频器件厂商的竞争并不是很激烈。从竞争结构来看,双方的谈判能力基本上是对等的。但是从产品销售的依赖性来看,射频器件的销售主要是移动主设备商(移动覆盖设备厂商主要用的是中低端射频器件,凡谷主要是提供相对高端的基站用射频器件),移动主设备商在谈判上略占主导地位。

上游原材料厂商处于主动地位,射频器件厂商对其影响力小。无源射频器件一般由铜铝银等金属材料制成,有源射频器件则包括电路板等其他一些电子元器件,金属成本在公司原材料成本中占 30% 左右,原材料成本占公司总成本的 70% 左右。由于电子元器件和有色金属的需求的多行业特性,对射频器件厂商的依赖性很弱,因此射频器件在这个环节的谈判能力有限,所采购的产品基本是随行就市,上游原材料价格波动直接影响器件厂商的毛利水平。

2、行业竞争状况分析

竞争厂商数量不多,但部分无线覆盖厂商开始进入这一领域。目前基站用射频器件厂商多为国外品牌厂商及与主设备商的关联厂商。爱立信、诺西、摩托罗拉、阿尔卡特朗讯等国际设备厂商的在全球的射频器件合作伙伴

主要是 Powerwave、Andrew、RFS 等厂商，而华为的主要合作伙伴是凡谷电子，中兴通讯的合作伙伴主要是摩比天线技术（深圳）有限公司（中兴通讯的关联企业）。

目前国内生产基站用射频器件的厂商主要为国外公司如 Powerwave、Andrew 等及其在国内的生产基地，大富（深圳）是国际大型通信设备制造商 Kathrein 集团在内地的合资公司，在深圳有一体化的生产基地，目前也是华为的供应商之一。

以国人通信为代表的国内其它厂商开始进入基站用射频器件和射频子系统领域，国人通信近几年加大了基站用射频器件的研发与投入力度，利用地域优势，加大了对主设备厂商市场的拓展力度。目前已正式成为华为和中兴的射频器件的 OEM 供应商，如在华为的 WCDMA/HSDPA 的射频器件及子系统的供应量中占到了 44%，同时也是华为 CDMA2000 的主要射频器件供应商。而给中兴通讯的 GSM 和 CDMA 基站用射频器件的供应方面同比增长了 2.4 倍和 3 倍（数据来源：国人通信 3 季报）。

三维通信旗下的紫光网络主要生产覆盖用的中低端射频器件，但我们预计紫光未来有可能会向凡谷所在的基站用射频器件方向发展。

行业进入壁垒较高。 **客户认证壁垒。**移动通信主设备商对器件供应商的选择一般都会具有一套执行严格的遴选和考核制度，在选择供应商方面一致比较严格，而且认证时间较长，要求器件供应商具有稳定、及时、大批量、多批次供货、强大的研发能力等。成为国际大型移动通信系统集成商的合格供应商具有一定的难度，各系统集成商亦依赖于器件供应商提供后续保修、产品升级的研发等服务，因此系统集成商通常与器件供应商保持长期稳定、相互依存的采购供货关系，通信系统集成商一般不会轻易替换，新厂商进入会面监较高的成本。

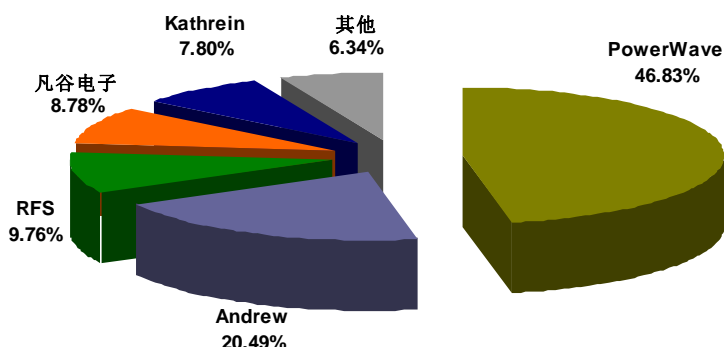
技术研发壁垒。进入本行业的产品需通过严格的入网认证和质量体系认证；本行业技术发展和产品升级换代快，新的行业技术标准门槛不断提高，需要较强的研发实力和长期技术积累。射频器件产品对网络运行的稳定性、安全性、可靠性具有关键作用，产品开发具有高难度、高风险的特点。

三、公司行业地位与竞争优势分析

1、行业地位：国内最大、全球第 4 大基站射频器件厂商

根据招股说明书的相关咨询公司提供的数据显示，凡谷电子是国内最大、全球第 4 大射频器件厂商。我们根据公司的客户情况：如华为、摩托罗拉、诺基亚等，基本进入了全球前 5 大通信设备主厂商的供应商名单，我们也相信该公司是国内最大，全球排名前列的基站用射频器件厂商，同时我们预计凡谷电子在行业中的地位将会进一步提升。

图 5：全球主要射频器件厂商



数据来源：招股说明书。

表1: 公司的主要客户

品名	2007 年1-6 月	2006 年度	2005 年度	2004 年度
射频子系统	华为、诺基亚	华为、诺基亚	华为	华为
双工器	华为、摩托罗拉、 爱立信、北电网络	华为、摩托罗拉	华为、摩托罗拉	华为、京信通信
滤波器	华为、摩托罗拉、 CELESTICA MTY 、 爱立信	华为、摩托罗拉、 CELESTICA MTY 、 爱立信	华为、摩托罗拉	华为、摩托罗拉

数据来源：公司招股说明书。

2、公司的竞争优势分析

纵向集成的一体化制造体系的优势。公司建立了从压铸、机械加工、电镀到电子生产纵向集成一体化的制造体系。但部分竞争对手只拥有其中的部分或几个环节，一体化的制造体系，有利于对客户定制化产品的研发，有利提高生产效率、控制产品的质量、降低产品的生产成本。

低成本的优势。射频器件行业具有一定的技术含量，而且定制化的产品比重相对较多，这就需要大量的研发人员，同时射频器件需要大批熟练的调试人员。公司地处湖北，在劳动力成本、土地成本等方面与竞争对手相比具有优势，而公司一体化的生产模式也有利于降低成本，成本优势明显。

良好的财务状况保障研发投入。公司的竞争对手，如 Powerwave、Andrew 近几年来都连续亏损，而凡谷电子近几年的盈利快速增长，有利于公司研发的投入，而研发的投入将会保障公司新产品的不断推出，提高公司的竞争力。

表2: 公司的研发情况

项 目	2007 年1-6 月	2006 年度	2005 年度	2004 年度
研发项目数量 (个)	114	220	120	102
研发经费投入 (万元)	2,872	5,072	2,993	1,503
研发投入占收入比例	6.35%	6.23%	6.15%	4.85%

数据来源：公司招股说明书。

与国际厂商相比公司在客户服务方面具有优势。随着全球移动通信设备行

业竞争的不断加剧、中国厂商国际竞争力的提高,使国际通信设备巨头面临巨大的成本竞争压力,为了降低成本,众多国际通信设备巨头把公司的生产基地或采购基地放在了国内,凡谷电子具有本地化的服务优势。本公司同时在主要客户所在地如美国、欧洲、深圳等地设立了代表处,与客户就产品要求进行及时有效的沟通,以确保所开发产品符合客户要求,有利于为客户提供定制化产品的研发与生产。

四、募集资金项目分析

公司募集资金主要项目: 公司有 5 个募集资金项目,前 3 个项目主要为扩大公司产能和提高一体化生产能力有关的,而后 2 年项目主要用于提高公司的研发水平和管理效率。如表 3 所示。

表 3: 募集资金项目基本情况

项目	投入资金额 (万元)	建成时间	内部收益率 (%)	投资利润率 (%)
天馈系统一体化加工建设项目	43,755.52	3 年, 09 年达设计产能 50%	20.18%	25.96%
天馈系统电子生产扩建项目	25,265.35	2 年, 09 年达设计产能 50%	37.03%	38.06%
隔离器模块产业化项目	11,344.00	2 年	32.11%	35.69%
研发中心扩建项目	10,995.66		-	-
信息化建设项目	4,655.14		-	-
总计	96,015.67			

资料来源: 公司招股说明书

募集资金项目使产能扩大 3 倍, 为未来业务增长奠定基础。

公司射频器件产品的生产流程较长,一体化程度的高低决定了公司的生产成本的高低。公司募集资金项目主要是进一步加强一体化的生产过程,降低生产成本,并且大幅扩大产能。从公司今年上半年的产能利用率来看,产能利用率已经接近 100%,近三年的产能利用率超过 90%,后续增长依赖于产能增长的支撑。

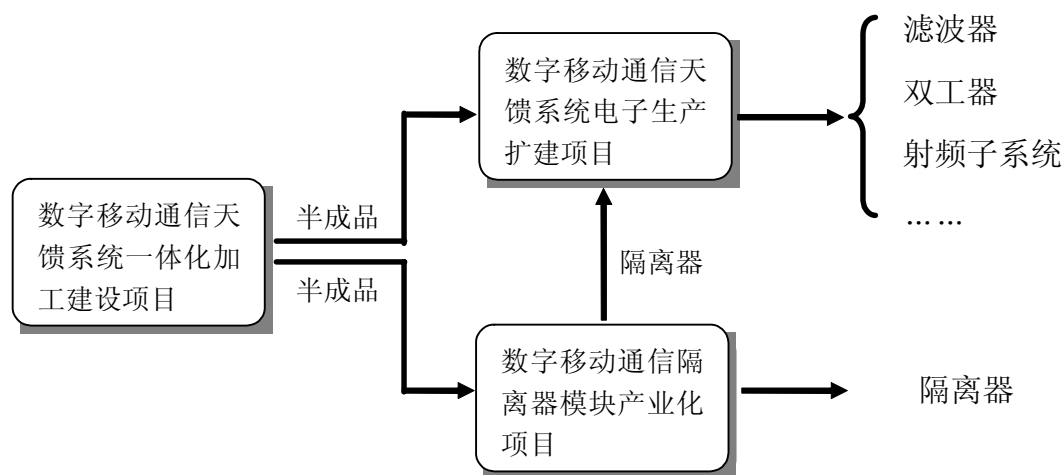
此次募股资金 5 个项目中有 3 个用于提升公司现有产品产能和新产品产业化建设,公司射频器件的产能将从目前年产 50 万套提高到年产 150 万套。公司还将运用募集资金向控股子公司德威斯增资,以扩大隔离器的生产能力。这些项目的投产将会成为未来公司收入与盈利增长的重要推动力。

募集资金项目之间相互支持, 有利提升产能和整体竞争力。

公司产品的生产流程主要为: 金属压铸、机械加工、表面处理、电子生产等多个环节。募集项目之一: 数字移动通信天馈系统一体化加工建设项目承担包括压铸、机械加工、表面处理在内的加工工序,是公司产品的加工前端,主要为数字移动通信天馈系统电子生产扩建项目提供金属腔体,同时为数字移动通信隔离器模块项目提供机械加工服务。募集资金项目之二: 数字移动通信天馈系统电子生产扩建项目承担电子装配、性能调试工序,是公司产品的加工后端。募集资金项目之三: 数字移动通信隔离器模块产业化项目主要从事隔离器的生产,隔离器主要作为电子元器件与公司生产的滤波器、

双工器等产品集成为射频子系统，是公司射频器件子系统的原材料之一，也可以直接对外销售。三个募集资金投资项目具体关系如图 6 所示。

图 6：募集资金投入项目之间的关系



资料来源：公司招股说明书。

数字移动通信天馈系统一体化加工建设项目简况。该项目属于天馈系统射频器件生产的前端工序，包括模具制造、压铸、机械加工、产品表面处理 4 个阶段。建成投产后具备年产模具 400 套、压铸件 6,000 吨、机加工产品 600 万件、表面处理 1,000 万件的能力，主要产品为金属腔体、谐振杆、盖板等套件产品。产品全部为公司电子生产及研发中心试制产品提供前端部件，不独立面向外部市场。本项目建成后，为电子生产扩建项目和隔离器模块产业化项目提供配套部件 95 万台（套）及研发中心扩建项目提供配套部件 5 万台（套），无对外销售。

项目选址于鄂州市华容创业园内，公司设立富晶电子组织实施并管理数字移动通信天馈系统一体化加工建设项目。公司以募集资金向富晶电子增资，富晶电子为公司全资子公司。

数字移动通信天馈系统电子生产扩建项目简况。该项目属提升现有产能的扩建项目，项目完成后，将使公司天馈系统射频子系统及器件生产能力将达到 95 万套，从现在的年产 55 万套扩大到年产 150 万套。建设期为 2 年，项目建成后可实现年产值 15 亿元。

该项目主要原材料包括金属腔体、谐振杆、盖板等套件产品，电子元器件及其它零配件。金属腔体、谐振杆、盖板等套件产品由本次募集资金投资的天馈系统一体化加工建设项目生产；电子元器件中的隔离器由本次募集资金投资的隔离器模块产业化项目生产。

项目拟在武汉东湖新技术开发区藏龙岛科技园本公司电子产业基地内建设，项目由母公司承担。项目建设期为两年，从 2007 年 11 月至 2009 年 10 月。2009 年生产能力达到设计能力的 50%，2010 年达到设计能力的 85%，2011 年达到设计能力的 100%。

数字移动通信隔离器模块产业化项目。该项目产品隔离器属于数字移动通信系统基站的收发信台后端产品，主要使正向传输的微波信号以很小的

损耗通过，反向传输的微波信号不能通过，广泛应用于 GSM、CDMA2000、TD-SCDMA、WCDMA 等移动通信系统。该项目生产的隔离器由于其优越的性能和较小的体积被广泛地应用于移动通信系统，主要为本公司生产射频子系统提供元器件，也可直接为华为、摩托罗拉等国际知名企业的产品配套。

该项目拟由公司的全资子公司德威斯具体实施，本公司以募集资金向德威斯增资。经过多年的研发，德威斯已设计出 GSM、CDMA、WCDMA 等各种制式所需的隔离器、环行器百余种。过去的 2004~2006 年，德威斯分别生产隔离器 2.4、8.7 和 9.4 万台，全部销售给母公司。

本项目建成之后，年产隔离器将达到 140 万台，90%的产品作为元器件配套销售给本公司，其他的由企业自行销售。产后具备年产隔离器 140 万台能力，实现年产值 18,200 万元。

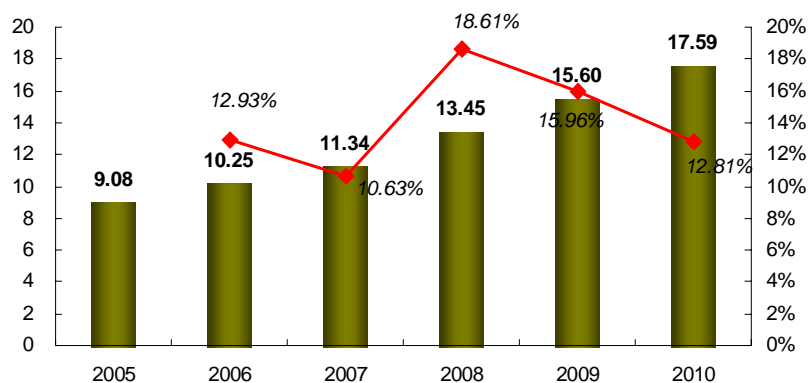
五、公司盈利预测分析

1、公司主营业务收入预测分析

行业持续增长：未来几年行业需求平均增长率在 15%左右，为公司业务扩展奠定了良好的基础。

随全球及中国移动通信行业持续稳定发展，全球移动通信基站数量逐年增加，基站天馈系统射频器件市场规模持续增长，根据汉鼎世纪的预计，全球未来三年射频器件市场规模年均增长率将超过 15%。

图 7：全球射频器件行业需求增长情况



数据来源：公司招股说明书。

客户多元化趋势加强，国际主设备厂商加大在大陆的采购力度。

从公司收入构成来看，过去 2004~2006 年公司约 70% 的销售收入来自华为，但公司如终在努力摆脱对单一客户的依赖，华为在 07 年上半年占公司的销售收入已经降到了 62%，但绝对金额仍保持增长趋势。近几年加大了其它客户的拓展，目前全球前几大移动主设备厂商都基本成了公司的客户，诺基亚、爱立信近几年给公司贡献的收入呈快速增长的趋势，爱立信已成为公司的第四大客户。同时今年上半年中兴通讯、普天等国内厂商也开始正式成为公司的客户，新客户的增加为公司业务的快速增长奠定了良好的基础。

国际通信主设备巨头如爱立信、诺基亚等正在面临中国主设备厂商（华

为、中兴)的低成本的巨大竞争压力,这些公司为了降低成本,国际通信主设备巨头将原器件的采购从发达国家逐步向中国转移,预计将会加大在中国市场的原材料采购以降低成本,而凡谷电子作为中国市场射频器件的龙头厂商,我们预计凡谷电子未来几年内来自这些国际巨头的采购订单量将会大幅增长。

国内主设备厂商移动通信市场份额提升,使国内厂商对射频器件的采购规模持续增长。近几年以华为、中兴等为首的通信设备厂商的国际竞争力的提升,华为、中兴在国内和国际市场的移动通信设备市场份额呈快速提升趋势,导致移动通信设备的出货量大幅增长,这种趋势将会持续,这将带动配套的射频器件采购量的增长。作为华为的射频器件的主导供应商之一,华为的成长将会直接带动公司射频器件销售量的快速增长。同时,公司已经进入中兴通讯和普天的供应商的名单,这两个厂商的采购量将会出现大幅增长。

新产品的投入及产品线的拓宽将会带来增量收入的增长。公司近几年的研发力度较大,每年超过6%的营业收入用于研发投入上,自本公司2006年完成研发项目220个,2007年1~6月,完成研发项目114个。目前正处于开发阶段或者已经开发完成但尚未大批量生产的产品主要有:波导滤波器、介质滤波器、塔顶放大器、微波产品、基站天线等。新产品的投入将会带来公司增量收入的增长。

公司拓展射频器件以外的市场。公司利用自有资金加大了非射频器件的其它覆盖用产品的开发,目前已完成了基站用天线、塔放和数字微波的样机开发,并准备批量生产。该项目预计总投资9,579万元,其中固定资产投资7,761.66万元。项目达产后将年产数字微波10,000套、塔放37,500套,实现销售收入约42,500万元。公司规划到2009年,该类产品的销售收入约占营业收入的20%。

募集资金投入带动公司产品的销售量的增长。

本公司计划运用本次募集资金将现有产品制造体系的产能由目前年产55万套提高到年产150万套,募集资金项目预计要到09年开始贡献实质性的收入,按募集资金投资规划,到09年新增产能在45万套左右。

2、公司毛利率的变化状况及趋势分析

公司整体毛利率相对稳定。其主要原因是本公司建立了集压铸、机械加工、电子装配为一体的一体化生产体系,公司拥有良好的成本控制体系。我们认为随着公司一体化生产体系日趋成熟,未来进一步降低成本的空间将会变小,但产能扩张后,规模经济效应仍将会比较显著。

双工器毛利率呈下滑趋势。双工器业务的毛利率从2004年的42.76%下降到2007年上半年的29.68%,其主要原因是本公司为客户定制的双工器主要应用于发展中国家的GSM网络,主设备降价导致主设备商加大对双工器价格的压制,同时有色金属价格上升也导致该产品毛利率的下降。

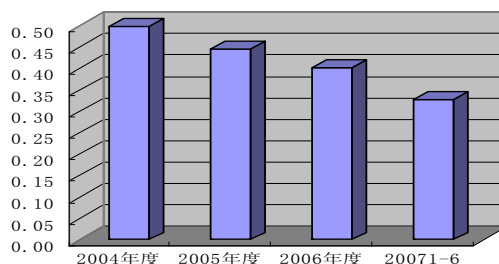
表4: 公司主营业务毛利率的变化

	20071-6	2006年度	2005年度	2004年度
--	---------	--------	--------	--------

其中：双工器	29.7%	29.8%	33.5%	42.8%
滤波器	36.7%	37.7%	26.8%	28.2%
射频子系统	26.5%	28.2%	24.8%	26.0%
其他	34.2%	58.4%	46.7%	25.6%
合计	28.7%	30.2%	28.3%	31.4%

数据来源：公司招股说明书。

图 8：射频子系统单套系统的售价（万元）变化



数据来源：公司招股说明书与广发证券。

射频子系统价格持续下降，但毛利率处于相对稳定水平。根据公司招股说明书披露的资料，我们发现射频子系统的单套价格呈持续下降趋势，从 04 年的单套 5000 元下降到今年上半年的 3300 元左右。但公司这个产品的毛利率仍保持相对稳定，主要是射频子系统的器件价格下降和公司产量扩大导致的规模经济效应的作用所致。05-06 年公司射频子系统的销量增长率分别为 115%和 92%，收入分别增长 90%和 70%，价格下降导致收入增长低于收入增长。

未来公司整体毛利率将会呈缓慢下降趋势，整体下降幅度有限。我们认为来自移动运营商集中招标，主设备商之间竞争压力的进一步加剧，我们认为射频器件及子系统的价格将会受到主设备厂商的压制。同时以国人为首的国内其它厂商对射频器件及子系统的介入，将会使行业竞争加剧。因此，我们认为整体毛利率将呈下降趋势。但同时我们认为受有色金属价格下降、产能扩张导致的规模经济效应、上市后新产品研发速度的加快、相对高毛利率的新产品的销售收入比重提高，我们认为公司整体毛利率下降幅度将会有有限。

3、公司期间费用率将会有所上升

我们认为公司上市后将会进一步加大对新客户的拓展力度，客户增加将会导致营业费用的上升，同时公司部分新产品将会面对的是运营商市场，将会导致营销费用的上升，我们认为未来公司的营业费用率将会出现小幅上升趋势。同时多系统设备厂商供货将会加大研发的投入力度，上市后福利待遇提高及行政性折旧的提高，我们预计管理费用率也将会出现小幅上涨趋势，上市募集资金将会导致财务费用率大幅下降。

4、盈利预测假设及结果

表 5：公司盈利预测主要假设

	2006	2007E	2008E	2009E
营业收入增长率	68.8%	25%	30%	40%
毛利率	30.2%	29.0%	28.5%	28.0%
营业费用率	0.7%	0.9%	0.9%	1.2%
管理费用率	2.99%	3.0%	3.0%	2.80%
税率	13.73%	15%	15%	15%

数据来源：广发证券发展研究中心。

盈利预测结果：根据前面的分析，我们预测公司的净利润分别为 30%、29%和 36%，按发行后的摊薄每股收益 07-09 年分别为 0.96 元、1.24 元和 1.68 元。

六、估值分析

公司生产的产品主要用于移动通信行业，由于 A 股市场未有纯射频器件的相关上市公司，因此准确的参考系难找，而国际市场的两个可比公司都处于亏损状态，而且国际与国内市场的整体估值水平存在较大的差异，国际市场的可比性也值得怀疑。但我们认为公司产品增长依赖于通信行业尤其是移动通信行业的增长，我们认为通信行业的上市公司的估值水平在一定程度上具有可参考意义。因此，我们这里主要用国内的通信行业的公司的相对估值水平对其进行相对估值。

表 6：通信行业公司的相对估值水平

上市公司	股价（元）	07EPS（元）	08EPS（元）	09EPS（元）	07PE	08PE
中兴通讯 (000063)	47.62	1.33	2.01	2.52	35.8	23.69
中天科技 (600775)	11.5	0.31	0.55	0.68	37.1	20.91
烽火通信 (600498)	13.79	0.26	0.35	0.45	53.04	39.40
亨通光电 (600487)	18.06	0.52	0.68	0.93	34.73	26.56
国脉科技 (002093)	36.7	0.63	0.945	1.351	58.25	38.84
三维通信 (002015)	20.19	0.53	0.74	1.09	38.09	27.28
平均水平					42.84	29.45

数据来源：广发证券发展研究中心。

根据我们的研究分析，通信行业按 07 年业绩计算的平均市盈率水平在 40 倍左右。基于凡谷电子在行业中的龙头地位及未来几年年均保持 30%左右

的净利润增长的良好成长性，我们认为公司按 07 年的业绩计算，市盈率水平保持在 40-45 倍左右的水平是合理的，根据这个市盈率水平，我们估计的公司二级市场的定价将会在 38.34-43.13 元左右。

IPO 发行定价。根据 WIND 资讯的统计，今年发行的技术硬件与设备的摊薄平均发行市盈率为 29.78 倍（以 2006 年业绩计算）。

参考公司二级市场的合理估值水平，同时发行价给予一定的折扣，并参考近期中小板的 IPO 的发行定价水平。我们认为凡谷电子的发行市盈率水平也按 06 年的业绩计算，将在 30 倍左右的水平，我们认为发行定价在 20-22 元左右的水平是相对合理的。

附件 1: 利润分配表预测

单位: 万元	2005	2006	2007E	2008E	2009E
一、营业收入	48,432.94	81,765.91	102207.385	132870	186017.4
营业毛利	13722.8	24692.6	29640.1	37867.8	52084.88
营业税金及附加	486.07	774.30	1022.1	1328.7	1860.2
销售费用	390.10	544.77	919.87	1195.83	2232.21
管理费用	975.66	2,446.12	3066.22	3986.09	5208.49
财务费用	576.70	836.91	511.04	-23.00	-21.0
资产减值损失	199.97	618.80	664.35	863.65	1209.11
二、营业利润	11,094.32	19,471.69	23456.6	30516.6	41595.9
加: 营业外收入	733.37	809.83	790.00	790.00	790.00
减: 营业外支出	3.00	6.00	6.00	6.00	6.00
三、利润总额	11,824.69	20,275.52	24240.59	31300.57	42379.90
减: 所得税费用	1,892.15	2,784.92	3636.09	4695.09	6356.98
四、净利润	9,932.54	17,490.61	20604.51	26605.49	36022.91
其中: 归属于母公司股东的净利润	9,933.15	15,721.03	20548.51	26540.49	35946.91
少数股东损益	-0.61	-0.44	56.00	65.00	76.0
总股本	21,380.00	21,380.00	21,380.00	21,380.00	21,380.00
每股收益	0.46	0.74	0.96	1.24	1.68

数据来源: 公司招股说明书与广发证券发展研究中心。

附件 2: 资产负债表

单位: 万元	2005	2006	2007E	2008E	2009E
现金	4,872	17,027	106,520	58,769	25,689
其他流动资产	28,292	30,066	35,773	53,148	69,092
固定资产	16,303	20,124	28,314	63,542	89,671
其他长期资产	7,061	6,561	8,716	12,824	18,988
资产总额	56,528	73,777	179,323	188,283	203,439
短期负债	6,300	6,420	0	0	0
其他流动负债	18,429	28,872	10,246	13,320	17,318
长期负债	0	0	5,900	5,900	5,900
少数股东权益	3,203	531	25	32	45
总股本	80.0	80.0	213.8	213.8	213.8
股东权益合计	31,382	38,077	163,202	169,096	180,266
负债及股东权益合计	56,528	73,777	179,323	188,283	203,439

数据来源: 公司招股说明书与广发证券发展研究中心。

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10 % 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10 % 以上。

相关研究报告

广州		上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。