

# 无线城市浪潮，WLAN 大发展

**买入首次评级**

目标价格：18.50 元

## 投资要点：

- 无线城市浪潮到来，WLAN 业务爆发式增长
- 传统网络覆盖业务稳定增长
- 天线、CMMB 和软件等新兴业务助推业绩

## 报告摘要：

- **行业快速发展，业绩快速增长。** 国内网优覆盖设备行业正处于快速发展的时期，公司有多年的研究技术积累和完善的营销网络，具备多元化的盈利模式。2011 年前三季度实现营业收入 4.33 亿元，同比增长了 65.68%。我们认为公司业务将保持高速增长。
- **3G 网络建设支撑传统网优业务发展。** 2012 年是三网融合全面试点推广的一年，3G 用户数有望出现加速上升趋势。运营商将进一步加强 3G 网络覆盖建设投资，争夺市场份额。这将支撑无线网络优化行业继续高速发展，同时对于维护服务行业也是巨大的市场机会。
- **无线城市浪潮到来，WLAN 业务爆发式增长。** 《十二五规划纲要》提出引导建设无线宽带城市，运营商纷纷出台投资规划。中国移动提出“无线城市”战略，目前已与 31 个省战略合作，在 217 个城市开通了无线城市平台。无线城市浪潮到来，2-3 年内将是 WLAN 行业大繁荣的时期。公司作为 WLAN 的传统劲旅，将实质性受益。
- **天线、CMMB 和软件等新兴业务助推业绩。** 公司与天线领域龙头企业一海天天线强强联手，凭自身强大的营销网络，借助海天在天线领域的技术优势及客户关系，公司的天线业务有望实现突破；公司在 CMMB 领域技术领先，补点器+发射机模式将成为公司独特优势，在招标中抢占可观份额。另外，迷你营业厅等软件业务也有望快速增长。
- **盈利预测。** 预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.46 元、0.74 元、1.05 元，对应 PE 为 28X、17X、12X，按 2012 年 25X 的 PE，未来 6 个月的目标价格为 18.50 元，首次给予“买入”评级。

经营指标(百万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	336	496	630	816	1038
EBITDA	53	56	103	143	193
净利润	50	53	82	132	189
EPS	0.28	0.29	0.46	0.74	1.05
P/E	22.91	28.80	27.65	17.15	12.00
P/B	5.07	1.82	2.57	2.30	2.01

## 中小市值上市公司研究组

### 高级分析师

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

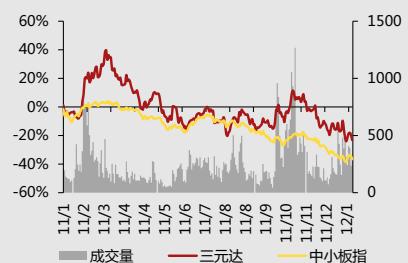
Email：wangfenghua@hysec.com

吴洋 (S1180511080005)

电话：010-88085967

Email：wuyang@hysec.com

## 市场表现



## 股东户数

报告日期	户均持股数	筹码集中度
20110930	6616	较集中
20110630	6850	较集中
20110331	3794	较分散

## 机构持股汇总

报告日期	110630	110930
基金持股(万股)	709.33	572.20
占流通 A 股比	9.00%	7.26%
持股家数	9	4

\*实习生罗强对本文亦有贡献。

## 目录

<b>一、公司基本情况 .....</b>	<b>4</b>
(一) 股权结构 .....	5
(二) 主要子公司经营情况 .....	5
<b>二、行业概况及公司业绩 .....</b>	<b>6</b>
(一) 上游供应充足，下游需求是行业景气的主要影响因素 .....	6
(二) 业绩增长稳定，市场份额上升 .....	7
<b>三、无线网络覆盖需求继续带动传统业务.....</b>	<b>9</b>
<b>四、WLAN 业务迎来爆发式增长 .....</b>	<b>11</b>
(一) 无线网络分流，WLAN 业务扩张 .....	11
(二) “无线城市”浪潮推动 WLAN 大繁荣 .....	11
(三) 公司 WLAN 产品夺标强劲，市场份额持续提升 .....	13
<b>五、天线和 CMMB 等新兴业务助推业绩 .....</b>	<b>13</b>
(一) 强强联合，进军天线业务 .....	13
(二) 补点器+发射机模式将成为 CMMB 领域的独特优势 .....	14
(三) 软件新业务有望在未来为公司增收 .....	15
<b>六、盈利预测与估值分析 .....</b>	<b>15</b>
<b>七、风险提示 .....</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图 1: 公司架构.....	5
图 2: 无线网优覆盖行业产业链.....	6
图 3: 公司营业收入快速增长.....	7
图 4: 公司收入结构.....	7
图 5: 多元化的盈利模式.....	8
图 6: 2011年上半年公司主营业务结构.....	8
图 7: 公司研发支出占收入维持在 6.5%以上 .....	8
图 8: 公司收入增长显著.....	9
图 9: 三元达毛利率处于行业上游.....	9
图 10: 公司毛利率及净利率保持稳定.....	9
图 11: 期间费用呈下降趋势 .....	9
图 12: 三大运营商资本开支稳步增长 (亿元) .....	10
图 13: 3G 用户数预测 (万户) .....	10
图 14: 无线网络优化覆盖产品收入结构预测.....	10
图 15: 无线网优技术服务市场规模预测.....	10
图 16: 电信运营商扩大网络流量的途径.....	11
图 17: 无线城市应用示意图 .....	12
图 18: CMMB 国家规划 .....	14
图 19: 中广传播投资规划.....	14
图 20: 迷你营业厅产品优势 .....	15
图 21: 公司迷你营业厅产品 .....	15
表 1: 公司代表产品.....	4
表 2: 主要网络优化覆盖企业客户分布.....	7
表 3: 中国移动“无线城市”各地规划.....	12
表 4: 资产负债表 (百万元) .....	16
表 5: 利润表 (百万元) .....	16
表 6: 现金流量表 (百万元) .....	17

## 一、公司基本情况

公司是一家国内领先的无线网络优化覆盖设备供应商和服务提供商，主要从事 2G 和 3G 移动通讯、数字电视等无线网络优化覆盖设备的研发、生产、销售及服务。同时公司也是专业的无线网络优化系统集成商和专业维护商。

公司以射频放大技术为核心，形成了直放站，无线接入，电视微波传输为主的产品结构，主要包括：移动通信网络优化覆盖类的直放站、天线等设备；无线接入点（AP）、干线放大器等 WLAN 产品；数字电视发射机、转发器等广电产品；以及嵌入式软件和监控系统、视讯系统等软件产品。公司在 ICS 直放站和 DRRS 数字直放站领域竞争优势明显。

表 1：公司代表产品

网优 产品	双模数字射频拉远系统(DRRS)	自激抑制型数字无线直放站(ICS)	多频段无线信号屏蔽器
覆盖 产品	TD基站一体化电调美化天线	室内美化天线	常规天线
无源 器件	衰减器	多频段合路器	功分器
发射 机	高效率数字电视发射机	新型数字电视发射机	室外型数字电视发射机
广电 产品	数字已调波分发系统	数字电视光纤直放站	MINI直放站
无源 器件	数字电视直放站天线	无源器件	数字电视美化天线
WLAN 产品	WPB-7000-Q-T-G-27P 技术规格书	WPB-5000-L-T-3ANGN-20P 技术规格书(新)	S2228POE交换机产品技术规格书
	WLAN 同频合路器技术规格书	室外板状天线技术规格书	智能基站



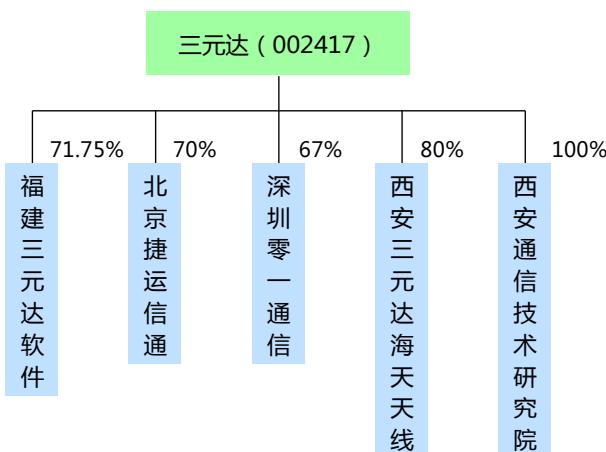
资料来源：公司网站，宏源证券

## (一) 股权结构

公司前十大股东：黄国英、张有兴、郑文海、上海劲霸投资有限公司、黄海峰、林大春、陈军、张丹红、钟盛兴、胡坚，持股比例分别为 18.17%、9.91%、9.91%、9.21%、5.51%、5.51%、5.51%、2.48%、2.27%、1.94%。黄国英、郑文海、张有兴、黄海峰和林大春五人共同控制公司。

## (二) 主要子公司经营情况

图 1：公司架构



资料来源：宏源证券

子公司深圳市零一通信技术有限公司（以下简称“零一通信”）成立于 2009 年 5 月 26 日，三元达持有零一通信 67% 的股权。零一通信的经营范围以无线网络覆盖为主，2010 年实现净利润 1331.99 万元。

三元达软件有限公司（以下简称“三元达软件”）于 2009 年底成立，是专注于电信、金融、广电行业的软件开发及配套终端设备的研发生产的高新技术企业，由公司持股

71.75%。三元达软件在相关产品的落地应用方面实现了跨越式的突破，成功开发出“MINI电子营业厅”、“手机一卡通”、“手机电子标签防伪系统”、“广电监控系统”等。其中“MINI电子营业厅”已经全国范围内向运营商等客户推广。

北京捷运信通科技有限公司成立于2010年底，本公司持有70.00%的股权，主要经营项目：技术开发、服务、咨询；销售计算机软硬件、通讯电子产品及计算机系统服务；代理、货物、技术进出口等。

西安三元达海天天线科技股份有限公司是公司与上市公司海天天线（8227.HK），自然人任玉文工头出自设立的子公司，主营天线的研发制造，公司持有80%的股权。

西安三元达通信技术研究院是公司于2011年刚成立的全资子公司，经营范围：提供移动通信网络延伸覆盖、网络优化、室内分布系统、无线接入系统、数字电视网络覆盖、综合信息服务等产品设计开发服务。

## 二、行业概况及公司业绩

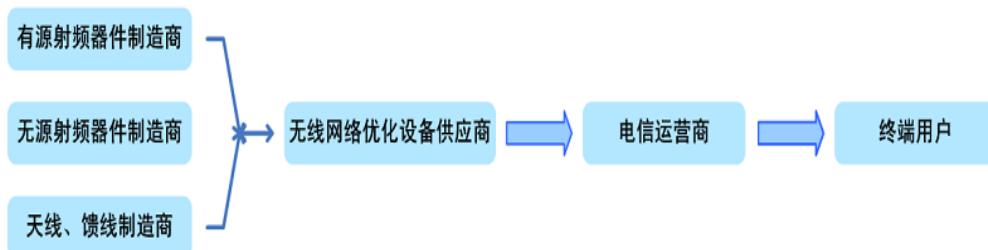
### （一）上游供应充足，下游需求是行业景气的主要影响因素

无线网络优化覆盖是指利用直放站、干线放大器、基站优化和天线等设备，对某一特定应用环境的无线网络信号进行覆盖和优化，有效消除无线信号盲区、弱区和信号间的相互干扰，提高无线通讯质量。网优覆盖根据覆盖场景可分为室外覆盖和室内覆盖，典型室外覆盖场景：公路铁路、街道、景区、体育场等；典型室内覆盖场景：机场、酒店、住宅、写字楼、电梯、停车场、地铁隧道等；各种覆盖解决方案应用于不同场景。

无线网络优化覆盖行业在产业链中处于中游地位，上游主要面对的主要有源及无源射频器件制造商、天线和馈线系统制造商、电子元器件生产厂商等常规电子器材生产企业。目前国内该类常规电子器材生产行业专业化的公司较多，行业竞争相对激烈，供应充足。

下游主要是几家电信运营商，运营商在产业价值链中处于核心和优势地位，其营运模式的变化、固定资产投资规模以及网络质量要求直接影响到无线网络优化覆盖行业的发展。并且运营商在付款条件、服务内容和范围、定价能力等方面都处于强势地位，价格主要由运营商通过集中采购招标来确定，除价格因素外，产品和工程质量、历史合作情况、后续服务也是运营商重点考虑因素。

图2：无线网优覆盖行业产业链



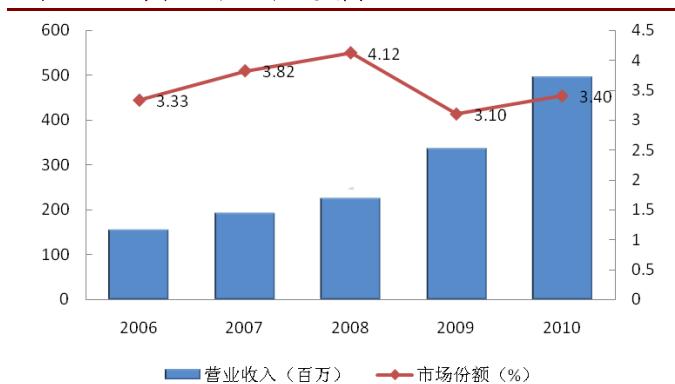
资料来源：公司招股说明书，宏源证券

## (二) 业绩增长稳定，市场份额上升

目前，国内网优覆盖设备行业正处于快速发展的最佳时期。三元达 2010 年市场份额约为 3.5%，处于行业第二梯队，但是自 2008 年金融危机以后增速很快，未来上升空间巨大。公司自成立以来一直致力于无线网络优化覆盖领域的研究与开发，在射频技术开发、无线覆盖产品开发和系统集成方面的技术处于国内先进水平，并在行业内积累了丰富经验和良好的客户关系。

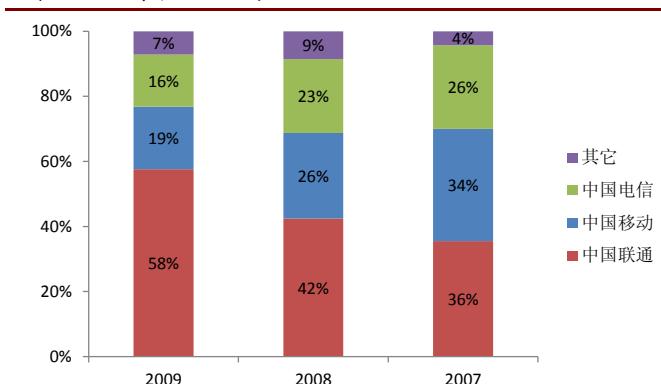
公司成立以来稳定地向各大电信运营商及时供货，提供了适配性较强的客户化产品和完善的服务，在所有的无线网络优化覆盖厂商中客户分布较为均衡（09 年中国联通设备采购显著增长，占比提升较快。随着 WLAN 业务的增长，中国移动的业务量占比提升较快）。这种客户结构可以避免受到某一运营商投资方向或规模大幅度波动而对经营业绩产生巨大影响。此外，客户集中度相对较低意味着市场潜力相对较大。

**图 3：公司营业收入快速增长**



资料来源：公司公告，宏源证券

**图 4：公司收入结构**



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

**表 2：主要网络优化覆盖企业客户分布**

公司名称	重点客户
京信通信	中国移动为主，其次是中国联通和中国电信
深圳国人	中国移动、中国联通为主、其次是中国电信
三维通信	中国移动、中国联通、中国电信
奥维通信	中国移动为主要客户
三元达	中国联通，中国移动，中国电信，相对均衡

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

**盈利模式多元化。**公司创业团队有十余年的网络优化覆盖行业经验，他们很早就深刻认识到，该市场已经从单纯的设备销售，发展成为依靠售后服务和产品研发换代来实现企业盈利的持续增长。因此公司一贯重视研发队伍和营销服务团队的建设，经过多年积累，形成了公司在核心技术—射频放大技术方面的优势和强大的市场营销及维护体系其中公司对产品的核心部件、产品封装及软件嵌入等核心技术工序全部掌握，使公司拥有对整体价值链的控制能力，这是公司能够保持盈利的关键。凭借这个核心优势，公司形成了多元化的业务结构和盈利模式，不仅提供以无线网络优化覆盖产品和 WLAN 产品为主的硬件设备，同时相配套的系统集成业务和维护服务业务也都快速发展。

2011年上半年，公司实现营业总收入 2.24 亿元。其中，产品销售收入 1.67 亿元，系

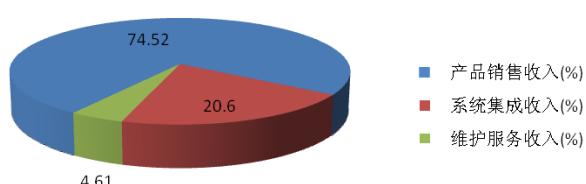
统集成收入 0.46 亿元，维护服务收入 0.1 亿元。分别占比 74.52%，20.60% 和 4.61%。

**图 5：多元化的盈利模式**



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

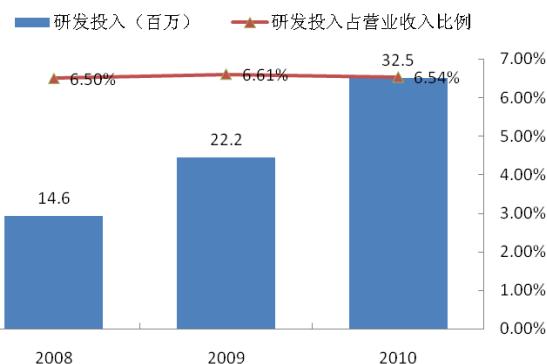
**图 6：2011 年上半年公司主营业务结构**



资料来源：公司公告，宏源证券

公司非常注重技术创新，公司产品的核心技术由公司研发中心独立设计开发，部分辅助项目技术与其他单位合作开发，以实现优势互补、强强联合。公司总部研发人员共有 300 多人，不包括子公司。2011 年 8 月公司又在西安新设了西安三元达通讯技术研究院，将主要从事移动通信网络延伸覆盖、网络优化、室内分布系统、无线接入系统等产品设计开发服务。研究院的设立有助于进一步提高技术创新能力，加速产品的更新换代，增强产品的市场竞争力，为公司的发展壮大提供了强有力的技术保证。

**图 7：公司研发投入占收入维持在 6.5% 以上**



资料来源：公司公告，宏源证券

**销售规模扩大，业绩增长明显。**2011 年第三季度实现收入 2.09 亿元，同比增长 100.64%，前三季度累计实现营业收入 4.33 亿元，同比增长了 65.68%，我们预计公司 2011 年全年增长在 50% 以上。公司在室内分布和 WLAN 实力较为均衡，尤其目前 WLAN 实力已经稳居前三，今年公司又在 AP 方面投资 5000 万。我们认为随着未来运营商对无线网络接入的投入，公司业务将保持高速增长。

**成本费用控制良好。**公司的毛利率长期以来较为稳定，且在同行业处于较高水平。2011 年前三季度公司毛利率 38%，单季度毛利率略下降主要由于集中确认了大量低毛利的设备销售收入，而高毛利的系统集成及维护服务收入要到年底工程完工进行确认。我们预测全年毛利率将高于去年，提升主要得益于高毛利的 WLAN 业务增长以及服务业务的增长较高。

**图 8: 公司收入增长显著**


资料来源: WIND、宏源证券

公司毛利率保持稳定同时，营业利润大增 113.8%，得益于公司对销售费用、管理费用的有力控制，公司的销售渠道遍布各省市，建立了一整套销售服务网点，与运营商的工建、计划部门接触，可以同时打包销售网优覆盖和 WLAN 设备。随着公司收入增长，费用占比将继续呈下降趋势。

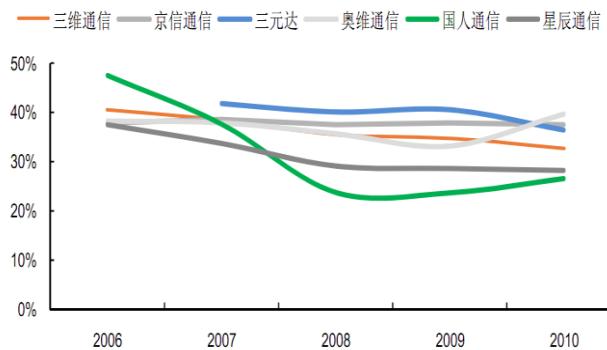
**图 10: 公司毛利率及净利率保持稳定**


资料来源: WIND、宏源证券

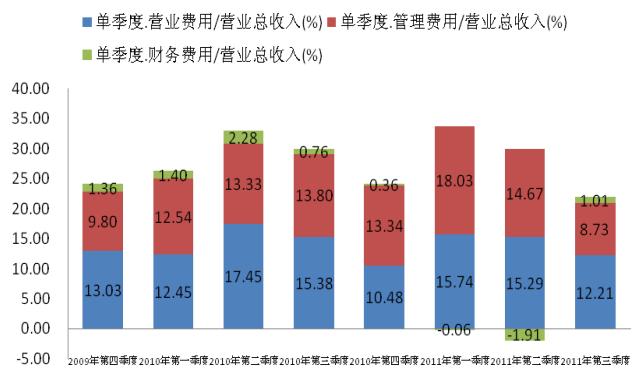
**增值税退税延迟，是净利润增速小于收入增速的主要原因。**公司是软件企业，享受增值税实际税负超过 3% 的部分即征即退的优惠政策。公司 2011 年前三季度归属母公司股东净利润同比增长 32.6%，低于 65% 的营业收入增速和 113.8% 的营业利润增速。主要原因是，软件增值税退税延迟。我们认为公司经营情况远好于净利润增长 32.6% 的表象，预期全年退税款将超过 2010 年的 1500 万。

### 三、无线网络覆盖需求继续带动传统业务

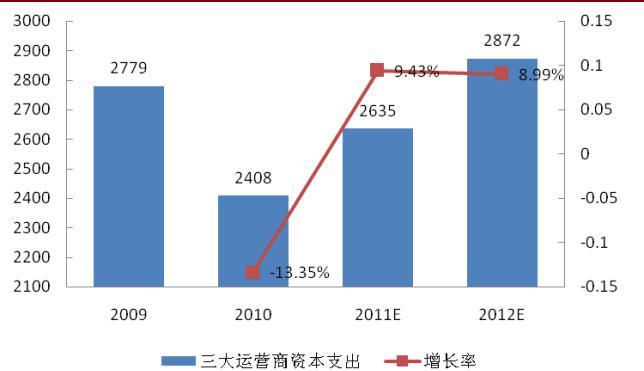
国内电信业基础设施投资将稳中有升。中国电信 2011 年资本性开支预算为 500 亿元人民币，同比增长 16.18%；中国移动 2011 年资本性开支预算为 1324 亿元人民币，同比增长 6.52%；中国联通方面，我们预计 2011 年资本性支出为 811 亿元人民币，同比增长 10.35%。合计共计支出 2635 亿元人民币，同比增长 9%。预计 2012 年资本性开支仍将维持较快增速，同比增长 9% 左右。

**图 9: 三元达毛利率处于行业上游**


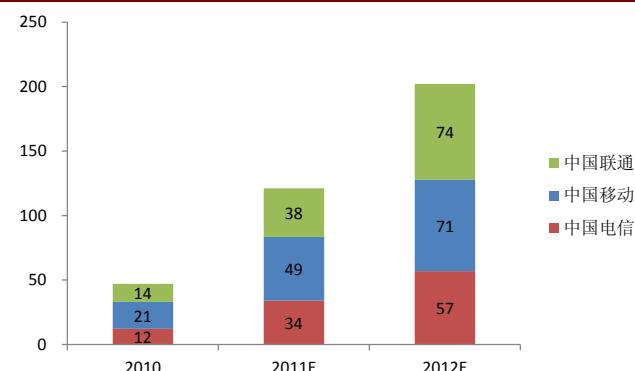
资料来源: 宏源证券

**图 11: 期间费用呈下降趋势**


资料来源: WIND、宏源证券

**图 12: 三大运营商资本开支稳步增长 (亿元)**

资料来源：公司公告、宏源证券

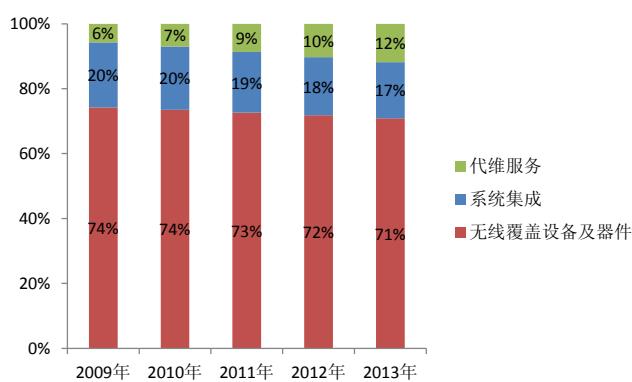
**图 13: 3G 用户数预测 (万户)**

资料来源：WIND、宏源证券

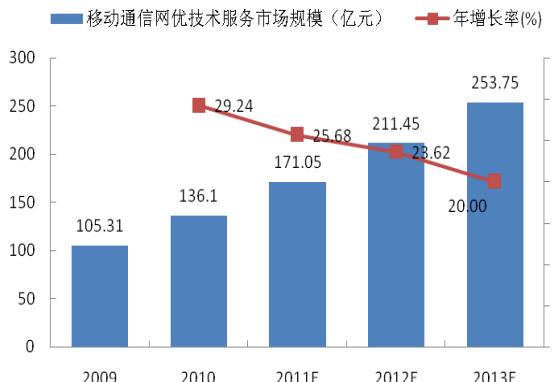
2012 年是国内 3G 运营的第三年，也是三网融合全面试点推广的一年。运营商必将更加激烈的争夺 3G 网络市场份额，一边在未来的市场格局中占据优势地位。另一方面，一般各国 3G 渗透率在超过 10% 之后将出现加速上升态势，而目前国内 3G 用户渗透率已达 11.5%，因而有望迎来加速上升趋势。保守预计 2012 年全国 3G 用户总数将突破 2 亿人，同比增长近 60%。并且移动数据业务已成为运营商业绩增长的主要驱动力，预期数据流量业务对行业收入增长的贡献将超过语音业务。

基于此，我们认为运营商将继续将强 3G 网络覆盖的支出，以提高网络覆盖能力。这将支撑无线网络优化行业继续高速发展，预计到 2013 年，我国无线网络优化覆盖市场规模将达到 138.5 亿元。由于 3G 信号工作频率高，传播半径短，覆盖和穿透率较弱，使得 3G 网络对于网络优化覆盖的需求更高。

随着网络复杂度的提高，多网管理难度和网络维护成本将提高，未来加大网优覆盖服务方面投资将成为主流，运营商将会更多地将网优业务外包给有丰富经验和完善营销网络的厂商，这对于公司是巨大的市场机会。2010 年我国网优服务行业规模为 136.10 亿元，2006-2010 年复合增长率为 38.7%。据 CCID 预测，2013 年网优服务行业达到 253.75 亿元的规模，2011-2013 年复合增长率将达 22.9%。

**图 14: 无线网络优化覆盖产品收入结构预测**

资料来源：公司招股说明书、宏源证券

**图 15: 无线网优技术服务市场规模预测**

资料来源：CCID、宏源证券

据我们的实地调研，2011 年公司的无线网优覆盖产品稳定增长，四季度金额也正常。尤其在中国联通的招标中，可能占到份额的前两名。覆盖量虽然稳定增长，但由于产品竞争加剧导致价格下降比较厉害，利润率有所下降，总金额变化不大。

## 四、WLAN 业务迎来爆发式增长

### (一) 无线网络分流，WLAN 业务扩张

《十二五规划纲要》关于信息化方面明确指出：积极发展新一代信息技术产业，建设高性能宽带信息网，加快实现“三网融合”，促进物联网示范应用；统筹布局新一代移动通信网、下一代互联网、数字广播电视网、卫星通信等设施建设，形成超高速、大容量、高智能国家干线传输网络。引导建设宽带无线城市，推进城市光纤入户，加快农村地区宽带网络建设，全面提高宽带普及率和接入带宽。推动物联网关键技术研发和在重点领域的应用示范。加强云计算服务平台建设。预计未来发改委将有宽带中国相关的具体规划出台。

目前以 WiFi、WiMAX 为代表的宽带无线技术能够提供 54M 以上的带宽，远大于 3G 技术所能提供的 2M 带宽，成为宽带无线城市的最佳方案。我国 3G 商用后带来的数据流量激增，使得电信运营商面临网络超载的尴尬。解决的出路不外几个：要么将 3G 技术升级，增加带宽和传输速率；要么完善 3G 网络，保障接入；要么利用 WLAN 无线宽带接入技术为 3G 分流；而 WLAN 在传输速率和成本方面有着绝对优势，对于运营商而言，是快速扩大网络流量的一条捷径。

图 16：电信运营商扩大网络流量的途径



资料来源：宏源证券

截至 2011 年 9 月，中国移动移动数据流量为 1123 亿 MB，而 WLAN 数据流量已达 1050 亿 MB，已与移动网络流量相当。但从目前实际情况看，明显无法满足用户需求，我们认为，三家运营商目前在 WLAN 建设上仍处于初级阶段，未来市场潜力非常大。国内三家运营商纷纷出台了下一步投资规划，继续扩大 WLAN 网络覆盖范围。

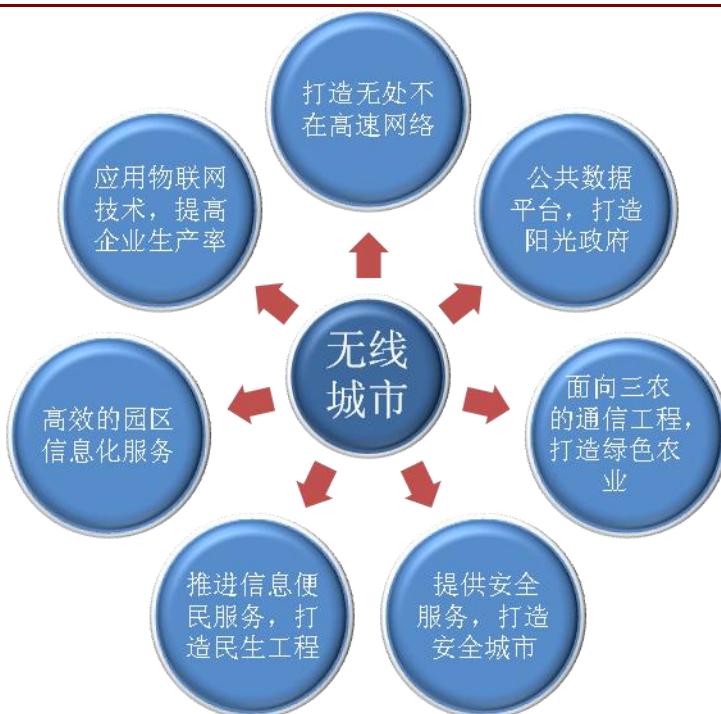
### (二) “无线城市”浪潮推动 WLAN 大繁荣

2011 年初，中移动最早制定了“无线城市”发展战略。无线城市，就是使用高速宽带无线技术覆盖城市行政区域，向公众提供利用无线终端随时随地随需地获取信息服务，同时借助物联网技术，为政府和行业用户提供城市信息化应用。“无线城市”是城市信息化和现代化的一项基础设施，也是衡量城市运行效率、信息化程度以及竞争水平的重要标志。

无线覆盖的方式包括 2G/3G 移动通信网络，也包括更快速、更理想的无限局域网络（WLAN）提供随时随地接入和速度更快的无线网络，而无线应用中很多新业务、新功能例如用手机看电视、打网络游戏、手机视频聊天、用手机随时召开或参加视频会议、家庭数字网络、无线传输文稿和照片等大文件、无线网络硬盘、移动电子邮件等等，都难以靠传统的移动通信手段解决，而必须依赖 WLAN 技术。

无线宽带数字城市多利用 WMAX、Wi-Fi 等无线接入技术，为政府、公众提供无处不在的宽带网络连接，基于无线网络、地理信息系统、宽带多媒体服务平台等基础设施，建设无线数字城市综合业务平台，逐步实现任何人、在任何时间和任何地点都能够安全、方便、快捷、高效地获取智能化的城市综合信息。无线数字城市的建设，能够为政府部门在电子政务、公共安全、智能交通、教育、医疗、社会服务等公共服务方面提供、移动、宽带、数字化的办公手段，更加快捷地为市民服务，同时提高政府部门对重大突发事件的快速反应和处理能力。

图 17：无线城市应用示意图



资料来源：宏源证券

中国移动在 2011 年就“无线城市”提出了——“十百千”的总体目标，即在 2011 年底实现全国“十类应用、百城达标、千万用户”的目标，即发展 10 大类精品应用，建成符合标准的 100 座无线城市，发展 1000 万活跃用户。

表 3：中国移动“无线城市”各地规划

地区	规划
上海市	3年内投资 130 亿元以上，构建四网协同的无线城市宽带网络。计划到 2013 年底，WLAN 接入点超过 9 万个，国际出口带宽将达到 300G，物联网应用终端超过百万量级。
广东省	广东移动的 21 个地市分公司均与当地政府签订了战略合作协议，其中广州、东莞、珠海、惠州等分公司还与当地政府联合成立了“无线城市”产业联盟。
河北省	“十二五”期间，中国移动将投入 306 亿元，打造“智慧河北”
安徽省	未来 5 年，中国移动计划投入 300 亿元，合作建设安徽“无线城市群”
江西省	中国移动与江西省签订合作协议，“十二五”期间，中国移动将投入 500 亿元，加大对江西“无线城市群”的建设力度，打造“智慧鄱阳湖”。
四川省	斥资百亿启动“无线城市群”建设，2015 年覆盖全川
江苏省	宣布将加速打造以南京等主要城市为核心的江苏无线宽带城市群

资料来源：宏源证券

截止 2012 年 1 月 11 日，中国移动已与 31 个省（区、市）政府签署了建设无线城市战略合作协议，在 217 个城市开通了无线城市平台，推出了 1.3 万多个应用，通过无线城市平台将政府部门信息和各行各业各种信息提供给广大客户。中国移动预计未来将达到累计用户达到 1490 万。

中移动 2011 年提出三年内新建 WIFI 热点 100 万个，建设 600 万个 AP。2011 年 5 月，中国电信也发布了“无线中国”战略，计划到 2012 年在全国布置 WLAN 热点达 100 万个。2012 年开年，中国移动总部包招标量达三十几万 AP，远超 2011 年十几万的招标规模，预示着今年 WLAN 放量的趋势。WLAN 将从十亿级的产业变成百亿级的产业，行业高景气正在到来，预计 2-3 年内将是 WLAN 大繁荣的时期。

## （二）公司 WLAN 产品夺标强劲，市场份额持续提升

WLAN 业务一直是公司的优势业务，2011 年公司在中国移动和中国联通的 WLAN 集采招标中稳居前三，市场份额约 10%，在中国电信的份额较小。WLAN 业务的毛利率在 35% 左右，略高于传统业务。WLAN 方面公司采取主动捕捉客户的需求动向的策略，按照客户的需求动态的调整设计，不断沟通改进，一方面满足运营商的需求，一方面巩固了与客户的关系。公司的销售渠道遍布全国，几乎覆盖了所有数省份，重点的有 20 多个。

公司相继开发了 802.11n 的室内/室外型 AP 和 AC，同时成功开发 WLAN 基站产品，完善了产品线。此外，公司近期拿出 5000 万超募资金追加投资，将使公司 AP 产能达到 10—12 万套/年，未来两年没有产能压力，我们预计 2011 年增长在 50%-60% 之间。

2011 年是 WLAN 大发展的元年，运营商采购主要以接入设备为主，相应的系统集成收入较少，全年仅 10 个亿左右，公司大概有 1 个亿的规模。预计随着 WLAN 的全面铺开，集成市场将会快速增加，公司的业务比重也会上升。

## 五、天线和 CMMB 等新兴业务助推业绩

### （一）强强联合，进军天线业务

公司于 2011 年 8 月与西安海天天线科技股份有限公司签署了《合作框架协议》及《西安三元达海天天线有限责任公司出资协议书》。公司以现金 6400 万元出资 80% 与西安海天天线共同设立了西安三元达海天天线有限公司。新公司将以 2051 万元，向海天天线购买以多探头系统为主的测试设备、相关无形资产以及海天天线下属子公司海天无线的相关无形资产。

海天天线是移动通信基站天线、TD 系统设备领域的龙头企业，专注于天线领域的研发，已完成了 400 余种专用天线的研制，取得 46 项专利。公司拥有的天线及电磁辐射检测中心是我国至今唯一一家通过 CNAS 国家权威资格认证的天线检测机构，同时海天还是中国移动的试点实验基地。尽管技术优势明显，但公司对市场不够注重，发展逐渐缓慢。

公司与海天天线强强联手正是优势互补，将极大地增强公司天线业务的实力和整体竞争力。凭借自身良好的营销网络，借助海天在天线领域的技术优势以及积累的良好稳定的客户关系，公司的天线业务有望实现突破。2011年底三元达海天天线已开始正式运作，预计2012年天线业务收入将超过1亿元。

## (二) 补点器+发射机模式将成为 CMMB 领域的独特优势

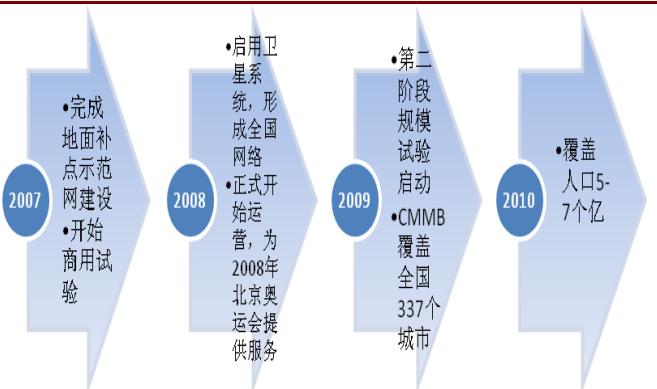
中国移动多媒体广播（CMMB）是国内自主研发的第一套面向手机、笔记本电脑等多种移动终端的系统，利用S波段信号实现“天地”一体覆盖、全国漫游，拥有低成本、可快速实现移动多媒体广播信号全国覆盖的优点。CMMB业务支持手机、PAD、MP4、车载GPS等各类终端接收视频、音频、数据等多媒体业务，目前由广电总局下属中广传播统一运营。

我国CMMB业务2008年正式运营，目前已经完成了331个地级城市基础覆盖网建设，覆盖了4.5亿人口，其中地级以上城市信号覆盖率达到98%以上，大功率发射站点达到900个，小功率增补点达到2千余个，应当说已经建立了覆盖全国的网络。2012年是“十二五”规划的开局之年，也是进一步推进三网融合的关键一年，预计广电网络将加快推动CMMB网络的建设，该项业务将成为公司未来重要的利润增长点。

公司在2010年就通过了发射机生产资格认证，是少数从事数字电视无线覆盖设备的生产厂家之一，在CMMB领域技术实力处于领先。与多数企业只能生产补点器不同的是，公司在技术门槛更高的发射机产品上具备技术和生产实力。补点器+发射机的模式成为公司独特的优势。

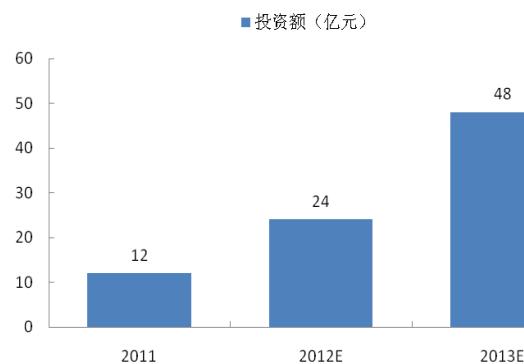
CMMB网络覆盖行业市场前景很好，但目前竞争格局比较分散，无线广播电视市场伴随广电本身转型区域分割比较严重，企业在竞争中更多的要依靠客户关系，而且广电的回款比运营商更慢，对供应商现金流有较大的考验，相应的厂商投入也比较谨慎。凭借领先的技术实力，公司在招标中尤其是发射机业务占据优势地位。公司2011年CMMB收入大约在千万级别，且产品毛利率较高，预计在2012将年收入将稳步提高。如果广电开始大规模推广CMMB，公司会立刻大举拓展这一市场，抢占市场份额。

图 18: CMMB 国家规划



资料来源：宏源证券

图 19: 中广传播投资规划



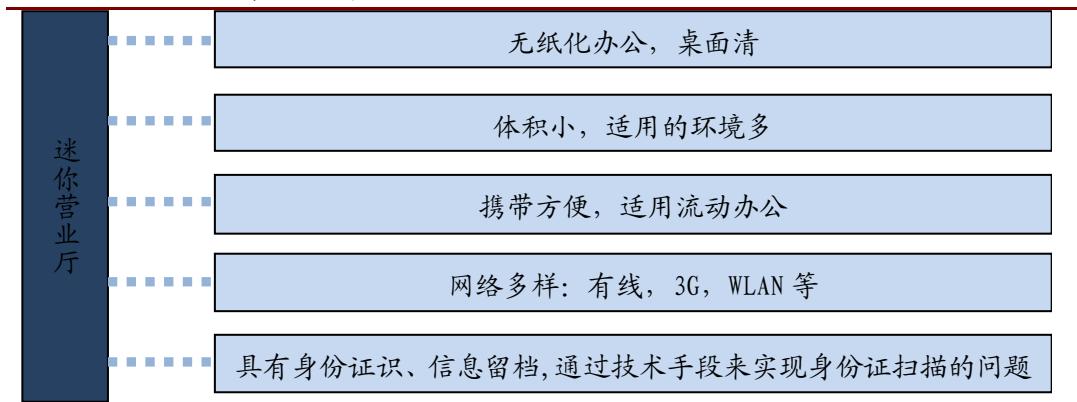
资料来源：公司公告，宏源证券

### (三) 软件新业务有望在未来为公司增收

公司抓住运营商想做支付业务的布局思路于今年开始开展迷你营业厅业务。该业务适用于多种窗口行业的代办点、合作厅等，将现有的营业终端进行高度集成，实现安装方便、维护方便、管理方便，帮助行业用户组建成一个全业务的服务网络。

2011 年该业务刚起步，收入量较小，但是相关产品已经得到了作为公司未来主要增长点的客户中国联通的认可，预计 2012 年将会出现爆发式增长。

图 20：迷你营业厅产品优势



资料来源：宏源证券

图 21：公司迷你营业厅产品



资料来源：公司网站，宏源证券

## 六、盈利预测与估值分析

根据我们的业绩估值模型，预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.46 元、0.74 元、1.05 元，按 1 月 16 日的收盘价 11.90 元计算，对应的市盈率分别为 27.65 倍、17.15 倍、12.00 倍，按 2012 年 25 倍市盈率估值，未来 6 个月的目标价格为 18.50 元，首次给予“买入”评级。

**表4: 资产负债表 (百万元)**

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	148	528	504	530	519
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	172	294	427	559	711
预付款项	39	11	34	53	77
其他应收款	7	11	15	19	24
存货	203	277	481	486	608
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	-13	-13	-13
固定资产	12	24	52	64	70
在建工程	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0
无形资产	7	18	20	22	23
长期待摊费用	3	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>604</b>	<b>1184</b>	<b>1564</b>	<b>1766</b>	<b>2069</b>
短期借款	126	57	189	200	203
应付票据	57	73	131	140	175
应付账款	116	158	272	329	411
预收款项	62	37	60	90	128
应付职工薪酬	9	9	9	9	9
应交税费	0	3	3	3	3
其他应付款	7	12	13	15	16
其他流动负债	0	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>380</b>	<b>351</b>	<b>680</b>	<b>788</b>	<b>947</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>224</b>	<b>832</b>	<b>884</b>	<b>989</b>	<b>1132</b>

**表5: 利润表 (百万元)**

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	336	496	630	816	1038
营业成本	200	314	381	487	609
营业税金及附加	6	10	11	14	18
销售费用	49	63	80	103	132
管理费用	38	66	73	94	120
财务费用	8	4	-2	2	2
资产减值损失	-1	6	10	0	6
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	37	33	77	114	151
营业外收支净额	18	23	14	32	57
税前利润	54	56	91	146	207
减：所得税	5	4	10	14	19

净利润	50	52	82	132	188
减： 少数股东损益	0	0	0	-1	-1
归属于母公司的净利润	50	53	82	132	189
基本每股收益	<b>0.55</b>	<b>0.44</b>	<b>0.46</b>	<b>0.74</b>	<b>1.05</b>
稀释每股收益	<b>0.55</b>	<b>0.44</b>	<b>0.46</b>	<b>0.74</b>	<b>1.05</b>

**表 6：现金流量表（百万元）**

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	50	52	82	132	188
折旧与摊销	10	13	18	27	35
经营活动现金流	55	-59	-68	97	78
投资活动现金流	-18	-97	-60	-42	-45
融资活动现金流	70	536	105	-18	-45
现金净变动	107	380	-24	36	-11
期初现金余额	41	148	528	504	530
期末现金余额	148	528	504	540	519

## 七、风险提示

1，市场竞争的风险。由于下游电信运营商谈判能力强，供应商缺乏定价权，市场竞争激烈。龙头企业在市场竞争中会选择压价等手段，意图赶出其他企业。在去年中国电信的招标中，由于竞争对手降价竞争，公司份额收到一定影响，如果在今年的市场中，竞争对手继续降价，将使公司面临风险。

2，技术升级的风险。通信产品生命周期相对较短、技术更新迅速。因此，企业必须及时了解运营商最新需求，不断推出新产品，才能确保市场领先地位。尽管公司在新产品开发上的投入不断增加，但仍存在着开发失败、开发不及时及不符合市场需求的风险。

3，WLAN 需求的风险。无线城市概念虽大，但落地很少。对 WLAN 的支持目前以中国移动比较明确，在工作会上专门提出过。中国电信固网强大，WIFI 用户分流不高，因此对 WLAN 积极性不高，现在中国移动的流量增加主要是新增布点的关系，WLAN 对 3G 的补充替代效应并不明显，故造成中移动的犹豫。若中移动投入方向变化或力度变弱，将造成公司的风险。

**分析师简介:**

**王凤华:** 宏源证券研究所中小市值上市公司高级研究员、高级策略分析师，中国人民大学硕士研究生，14年从业经历，曾在多家券商任职，曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，2010年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、区域经济主题、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

**主要研究覆盖公司：**三元达、银河磁体、中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、富安娜、罗莱家纺、希努尔、航民股份、森马服饰、美邦服饰、报喜鸟、九牧王、嘉麟杰、七匹狼、探路者、凯撒股份、搜于特等。

**吴洋:** 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员，中国人民银行研究生部金融学硕士，3年行业研究经验。主要研究覆盖医药行业研究、中小市值上市公司研究等。

**机构销售团队**

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
<b>华北区域</b>	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
<b>华东区域</b>	010-88085978 zhang.jun3@hysec.com	021-51782236 wang.junwei@hysec.com	010-88085291 zhao.jia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
<b>华南区域</b>	010-88085991 zeng.lijie@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com
<b>QFII</b>	010-88085842 fangfang@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com		

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
<b>股票投资评级</b>	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
<b>行业投资评级</b>	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。