

通信配套服务
署名人: 王鹏

S0960511020004

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 王大鹏

S0960111040010

0755-82026819

wangdapeng@cjis.cn

6-12个月目标价: 20.00元

当前股价: 11.91元

评级调整: 维持

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2206.19 |
| 总股本(百万) | 180 |
| 流通股本(百万) | 78 |
| 流通市值(亿) | 9 |
| EPS | 0.44 |
| 每股净资产(元) | 6.91 |
| 资产负债率 | 29.70% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|---------|--------|--------|--------|
| 三元达 | 5.48 | -10.52 | -11.44 |
| 信息设备 | -10.13 | -12.93 | -27.41 |
| 沪深300指数 | -3.36 | -9.47 | -21.67 |


相关报告

三元达-收入增长势不可挡, 费用控制效果显著: 多业务协同效应为公司带来长期竞争优势 2011-10-31

三元达-WLAN 业务给力, 收入增长同时毛利率大幅提升 2011-08-28

三元达-大举扩张 WLAN 产能, 战略进军天线领域 2011-08-24

三元达
002417
强烈推荐
联通加大 WCDMA 覆盖建设的最大受益者

在我们 2011 年 8 月发布的深度报告《三元达-WLAN 建设大潮中崛起的龙头, 爆发性增长即将来临》中(第 10 页), 明确指出联通将加大 WCDMA 建设资本开支, 三元达与中联通有着良好的合作关系, 联通收入占比高, 公司将长期受益。本次调研了解到: 2011 年联通直放站及配套设备集采中三元达两项第一, 三项第二, 排名处于领先, 预计 2012 年联通 WCDMA 建设资本开支大增, 三元达将大幅受益。

投资要点:

- **2012年联通加大WCDMA资本开支, 网络覆盖是重点:** 我们判断具备网络及终端优势的中国联通在3G时代将长期处于优势地位, 随着用户数及业务量不断增长, 其WCDMA 网络资本开支增速将高于三大运营商无线资本开支平均水平, 预计2012年联通WCDMA投资420亿增长超过100%, 长期看解决覆盖仍然是联通3G 网络建设的重点, 这将拉动直放站及室分覆盖设备需求。
- **公司与联通保持长期合作关系, 收入占比高:** 公司与联通有着长期优秀的关系, 2007-2009 年联通收入占比分别为 35%、42%、57%(见招股说明书) , 2010 年这一比例约为 45%, 是 A 股中联通收入占比最高的通信设备制造商。在 2011 年联通直放站及配套设备集采中三元达两项第一, 三项第二, 排名处于领先, 联通加大 WCDMA 建设三元达将最为受益。
- **完美的协同效应——WLAN 继续给力, 天线带来新的增长:** 全球看运营商无线网络发展趋势是 LTE+WLAN 混合组网, 2011 年国内运营商 WLAN 建设规模大增, 公司 WLAN 收入约 1.6 亿, 随着 2012 年以中移动为首运营商继续加大 WLAN 建设力度, 以及存量 WLAN 网络优化、设备维护需求的不断扩大, 预计公司 2012、13 年 WLAN 业务收入分别为 3.43、4.12 亿。公司 2011 年收购海天天线, 天线业务预计将在今年带来 1.2 亿增量收入, 室分覆盖、WLAN、天线将发挥更好的协同效应。
- **估值及投资建议:** 预计 11-13 年 EPS: 0.44、0.75、1.05 元, 6-12 个月目标价 20 元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 运营商 WLAN 建设规模不达预期, 公司天线业务拓展缓慢

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 496 | 744 | 1190 | 1485 |
| 收入同比(%) | 48% | 50% | 60% | 25% |
| 归属母公司净利润 | 53 | 80 | 135 | 190 |
| 净利润同比(%) | 6% | 52% | 68% | 41% |
| 毛利率(%) | 36.7% | 36.8% | 35.1% | 34.9% |
| ROE(%) | 6.3% | 9.1% | 13.3% | 15.7% |
| 每股收益(元) | 0.29 | 0.44 | 0.75 | 1.05 |
| P/E | 40.77 | 26.78 | 15.92 | 11.31 |
| P/B | 2.58 | 2.44 | 2.11 | 1.78 |
| EV/EBITDA | 33 | 29 | 16 | 11 |

资料来源: 中投证券研究所

1、2012年运营商无线资本开支情况预测：联通 WCDMA 大增

我们预测 2012 年运营商无线资本开支总量基本持平：中移动 GSM 以及 TD-SCDMA 资本开支将大幅下降 20%以上，中电信 CDMA 下降 10%，而中联通 WCDMA 大增至 420 亿，增长超过 100%。

表 1 2012 年运营商无线资本开支预测

| 无线开支(亿) | 2008YR | 2009YR | 2010YR | 2011E | 2012E | 2012 年增速 |
|----------------|--------|--------|--------|-------|-------|----------|
| 中 国 移 动 | | | | | | |
| 移动 GSM | 791 | 556 | 547 | 702 | 537 | -23.5% |
| TD-SCDMA | 110 | 588 | 300 | 240 | 170 | -29.2% |
| TD-LTE | 0 | 0 | 0 | 6 | 40 | 566.7% |
| 中 国 联 通 | | | | | | |
| WCDMA | 0 | 364 | 157 | 195 | 420 | 115.4% |
| 联通 GSM | 330 | 206 | 75 | 34 | 40 | 17.6% |
| 中 国 电 信 | | | | | | |
| 电信 CDMA | 236 | 540 | 270 | 230 | 200 | -13.0% |
| 三大运营商合计 | | | | | | |
| 合计 | 1466 | 2254 | 1349 | 1407 | 1427 | 1.4% |
| 增速 | 17.0% | 53.8% | -40.2% | 4.3% | 1.4% | |

资料来源：运营商年报、中投证券研究所

2、解决覆盖是联通 WCDMA 建设重点，将大幅拉动直放站及

室分覆盖设备需求

我们了解中国联通2012年计划新建约12万WCDMA基站，其中室分覆盖站4.6万个，这将大幅拉动直放站及室分覆盖设备、系统集成及施工维护需求。解决覆盖仍然是联通3G网络建设的重点，而室内覆盖是重点中的重点，原因如下：

1、2G的GSM网络工作于900MHz频段，而WCDMA工作于1900MHz，穿透力较GSM差，基本无法通过室外向室内打信号方式解决室内覆盖，室内覆盖更多依赖于室内分布系统建设；

2、3G时代更多数据业务应用发生在室内环境下，室内覆盖重要性凸显；
3、相比室外覆盖，室内覆盖更直接决定用户体验，如果出现问题将引发更多投诉，具体解释：

情景一，用户走在路上或者打车过程中，通话中断；

情景二，用户在办公室或者家里房间内，长期信号不好听不清打不通；
哪种情况更能引发用户投诉？显然是室内情景二。

另外我们了解，联通 WCDMA 基站站型不同于中移动 TD-SCDMA 网络：TD 网络基本 100% 使用 BBU+RRU 方式组网，对于直放站需求为 0；而联通 WCDMA 基站只是部分采用了 BBU+RRU 方式，基于成本考虑(直放站成吧比 RRU 低 30% 以上)更多使用了 3G 数字直放站解决覆盖，而实际效果并不比分布式基站差(数字直放站干扰很小)。这决定了联通大建 WCDMA 网络，将直接拉动直放站需求，三元达在 3G 数字直放站产品方面技术处于行业领先。

3、三元达与联通合作关系紧密，联通收入占比 A 股最高

三元达与中国联通保持了长期优秀的关系，是A股中联通收入占比最高的通信设备制造商。2007-2009 年，公司收入结构情况见表2；我们调研了解到，2011年联通直放站及配套设备集采中，三元达两项第一，三项第二，排名处于领先。

表 2 2007-2009 年公司收入结构

| 客户 | 2009年 | | 2008年 | | 2007年 | |
|-------------|------------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 中国移动 | 6,462.14 | 19.24% | 5,897.97 | 26.27% | 6,665.03 | 34.46% |
| 中国联通 | 19,345.83 | 57.61% | 9,530.71 | 42.44% | 6,875.37 | 35.54% |
| 中国电信 | 5,369.04 | 15.99% | 5,095.01 | 22.69% | 4,966.13 | 25.67% |
| 中国网通 | -- | -- | 521.46 | 2.32% | 392.15 | 2.03% |
| 其它 | 2,406.11 | 7.16% | 1,409.60 | 6.28% | 445.12 | 2.30% |
| 总计 | 33,583.1 | 100.00% | 22,454.8 | 100.00% | 19,343.8 | 100.00% |

资料来源：三元达招股说明书

表 3 2010 年主要网优覆盖公司收入结构

| 客户 | 中国移动 | 中国联通 | 中国电信 |
|------------|------------|------------|------------|
| 京信通信 | 52% | 24% | 8.7% |
| 国人通信 | 36.7% | 28.1% | 13.3% |
| 三维通信 | 45% | 25% | 15% |
| 三元达 | 28% | 45% | 20% |

资料来源：上市公司财报，中投证券研究所

4、估值及投资建议

表 4 公司 2011-13 年业务收入及毛利率预测 单位：百万

| WLAN 业务(百万) | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 设备收入 | 125 | 264 | 317 |
| 服务收入 | 38 | 79 | 95 |
| 总收入 | 163 | 343 | 412 |
| 毛利率 | 36.5% | 36.1% | 35.5% |
| 网优覆盖业务 | | | |
| 收入 | 582 | 727 | 873 |
| 增速 | 25% | 25% | 20% |
| 毛利率 | 36.9% | 36.8% | 37.5% |
| 天线业务 | | | |
| 收入 | 0 | 120 | 200 |
| 毛利率 | 0 | 22.0% | 22.0% |
| 公司总收入 | 744 | 1190 | 1485 |
| 整体毛利率 | 36.8% | 35.1% | 34.9% |

资料来源：中投证券研究所

我们预测三元达 11-13 年 EPS 为 0.44、0.75、1.05 元，公司将受益于 2012 年联通加大 WCDMA 覆盖建设，WLAN 份额保持稳定，同时天线业务将带来新的增长及更强的协同效应——费用率不断下降，净利润率得到提升，给予公司“强烈推荐”投资评级，未来 6-12 月目标价为 20 元。

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1122 | 1068 | 1487 | 1834 |
| 现金 | 528 | 212 | 100 | 100 |
| 应收账款 | 294 | 423 | 677 | 844 |
| 其他应收款 | 11 | 17 | 28 | 34 |
| 预付账款 | 11 | 16 | 27 | 33 |
| 存货 | 277 | 400 | 657 | 822 |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 62 | 239 | 253 | 264 |
| 长期投资 | 0 | 164 | 164 | 164 |
| 固定资产 | 24 | 23 | 21 | 20 |
| 无形资产 | 18 | 25 | 32 | 40 |
| 其他非流动资产 | 20 | 28 | 35 | 39 |
| 资产总计 | 1184 | 1307 | 1740 | 2098 |
| 流动负债 | 351 | 421 | 713 | 873 |
| 短期借款 | 57 | 0 | 25 | 24 |
| 应付账款 | 158 | 235 | 387 | 484 |
| 其他流动负债 | 137 | 186 | 301 | 366 |
| 非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 351 | 421 | 713 | 873 |
| 少数股东权益 | 2 | 6 | 12 | 21 |
| 股本 | 120 | 180 | 180 | 180 |
| 资本公积 | 562 | 502 | 502 | 502 |
| 留存收益 | 148 | 198 | 332 | 522 |
| 归属母公司股东权益 | 830 | 880 | 1014 | 1204 |
| 负债和股东权益 | 1184 | 1307 | 1740 | 2098 |

现金流量表

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | -71 | -59 | -125 | 14 |
| 净利润 | 52 | 84 | 141 | 198 |
| 折旧摊销 | 13 | 1 | 1 | 1 |
| 财务费用 | 4 | -6 | -2 | 0 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -157 | -135 | -270 | -188 |
| 其他经营现金流 | 16 | -3 | 5 | 4 |
| 投资活动现金流 | -22 | -177 | -15 | -13 |
| 资本支出 | 39 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 1 | 164 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 18 | -13 | -15 | -13 |
| 筹资活动现金流 | 468 | -81 | 28 | -1 |
| 短期借款 | -69 | -57 | 25 | -2 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 30 | 60 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 523 | -60 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -16 | -24 | 2 | 0 |
| 现金净增加额 | 375 | -316 | -112 | 0 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 496 | 744 | 1190 | 1485 |
| 营业成本 | 314 | 470 | 773 | 967 |
| 营业税金及附加 | 10 | 15 | 25 | 31 |
| 营业费用 | 63 | 97 | 145 | 156 |
| 管理费用 | 66 | 97 | 137 | 163 |
| 财务费用 | 4 | -6 | -2 | 0 |
| 资产减值损失 | 6 | 8 | 10 | 12 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 33 | 63 | 103 | 156 |
| 营业外收入 | 23 | 27 | 48 | 57 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 56 | 90 | 151 | 213 |
| 所得税 | 4 | 6 | 11 | 15 |
| 净利润 | 52 | 84 | 141 | 198 |
| 少数股东损益 | 0 | 4 | 6 | 9 |
| 归属母公司净利润 | 53 | 80 | 135 | 190 |
| EBITDA | 50 | 58 | 102 | 157 |
| EPS (元) | 0.44 | 0.44 | 0.75 | 1.05 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 47.6% | 49.9% | 59.9% | 24.7% |
| 营业利润 | -9.2% | 89.3% | 64.1% | 51.1% |
| 归属于母公司净利润 | 6.1% | 52.2% | 68.2% | 40.8% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 36.7% | 36.8% | 35.1% | 34.9% |
| 净利率 | 10.6% | 10.8% | 11.3% | 12.8% |
| ROE | 6.3% | 9.1% | 13.3% | 15.7% |
| ROIC | 9.8% | 10.6% | 12.0% | 14.8% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 29.7% | 32.2% | 41.0% | 41.6% |
| 净负债比率 | 16.08 | 0.00% | 3.56% | 2.72% |
| 流动比率 | 3.19 | 2.54 | 2.08 | 2.10 |
| 速动比率 | 2.40 | 1.59 | 1.16 | 1.16 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.56 | 0.60 | 0.78 | 0.77 |
| 应收账款周转率 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 应付账款周转率 | 2.30 | 2.39 | 2.49 | 2.22 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.29 | 0.44 | 0.75 | 1.05 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.39 | -0.33 | -0.69 | 0.08 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.61 | 4.89 | 5.64 | 6.69 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 40.77 | 26.78 | 15.92 | 11.31 |
| P/B | 2.58 | 2.44 | 2.11 | 1.78 |
| EV/EBITDA | 33 | 29 | 16 | 11 |

相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
|----------|--|
| 20110811 | 三元达-WLAN 建设大潮中崛起的龙头，爆发性增长即将来临 |
| 20110823 | 三元达-大举扩张 WLAN 产能，战略进军天线领域 |
| 20110826 | 三元达-WLAN 业务给力，收入增长同时毛利率大幅提升 |
| 20111028 | 三元达-收入增长势不可挡，费用控制效果显著：多业务协同效应为公司带来长期竞争优势 |

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上

推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%

中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内

回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上

中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

研究团队简介

王鹏，中投证券研究所副所长，研究主管

王大鹏，CFA Charter pending，北京邮电大学通信工程硕士，6年移动运营商工作经验

齐宁，中投证券研究所通信行业分析师，中国人民大学金融学硕士，产业经济学学士，2010年加入中投证券研究所，9年通信运营商工作经验

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路6003号荣超商务
中心A座19楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际
大厦15层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434