

**通信配套服务**
**署名人:** 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@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: 14.71元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2439.63
总股本(百万)	180
流通股本(百万)	78
流通市值(亿)	11
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	16.75	9.87	21.17
信息设备	16.89	-6.14	-10.95
沪深300指数	5.75	2.48	-6.13


**相关报告**

三元达 - 联通加大 WCDMA 覆盖建设的最大受益者 2012-01-18

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**
**002417**
**强烈推荐**
**2011年经营状况良好, 退税及税收优惠推迟拉低业绩**

公司公布 2011 年业绩快报: 收入增长 44.6%, 营业利润增长 59.5%, 利润总额增长 33.9%, 净利润增长 23%。公司经营状况良好, 收入及营业利润增长符合预期; 增值税退税及税收优惠认定推迟, 拉低了利润总额及净利润。剔除上述因素影响, 我们测算可比利润总额约为 8000 万增长 42%, 净利润 7360 万增长 40%。

**投资要点:**

- WLAN 业务带动 2011 年增长:** 公司 2011 年收入增长 44.6%, 营业利润增长 59.5%, 主要得益于 2011 年以中移动为首运营商大规模建设 WLAN 热点, 公司战略投入的 WLAN 业务获得大幅增长, 2011 年带来收入约 1.6 亿。
- 中移动验收对四季度收入造成影响:** 四季度单季收入增长 21%, 对比二季度 138%、三季度 100% 增速环比出现下降, 主要由于中国移动开展加强网络覆盖质量的“工兵行动”提升了考核标准, 造成部分项目验收进度滞后影响了收入确认。我们了解这一影响对整个网优覆盖行业都存在, 随着验收完成收入将在今年确认。
- 产品结构变化造成四季度毛利率出现下降:** 四季度营业利润率 6.6%, 环比下降 3 个百分点, 同比下降 0.7 个百分点, 主要由于四季度确认了大量低毛利率的传统直放站产品收入而毛利率较高的 WLAN 收入确认较少, 另外由于运营商集采压价, 直放站产品本身毛利率进一步出现下降。
- 增值税退税以及税收优惠政策推迟造成影响:** 2011 年营业外收入 2200 万, 其中政府补贴 500 万增值税退税 1700 万(2010 年增值税退税 1500 万), 我们测算约有 400 万元 11 年退税将在 12 年上半年体现; 另外往年 11 月进行的国家重点软件企业(享受 10% 的优惠税率)资格认证至今仍未进行, 导致公司 11 年实际税率较 10 年 7% 有较大提高, 待申请获批后将在 12 年上半年退税。剔除上述非经营因素影响, 公司可比利润总额 8000 万增长 42%, 净利润增长 40% 对应 EPS 0.41 元。
- 估值及投资建议:** 预计 11-13 年 EPS: 0.36、0.65、0.95 元, 6-12 个月目标价 20 元, 维持“强烈推荐”评级。重点关注公司在 2012 年中移动 WLAN 集采中表现以及天线业务拓展情况。

**风险提示:** 中移动 WLAN 集采中份额大幅下降, 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	718	1100	1381
收入同比(%)	48%	45%	53%	26%
归属母公司净利润	53	66	116	172
净利润同比(%)	6%	25%	77%	48%
毛利率(%)	36.7%	36.5%	34.6%	34.4%
ROE(%)	6.3%	7.6%	11.9%	14.9%
每股收益(元)	0.29	0.36	0.65	0.95
P/E	50.36	40.35	22.75	15.41
P/B	3.19	3.06	2.70	2.30
EV/EBITDA	43	40	25	16

资料来源: 中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	1122	1040	1429	1772
现金	528	178	100	100
应收账款	294	429	647	812
其他应收款	11	17	25	32
预付账款	11	16	25	31
存货	277	401	633	797
其他流动资产	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	1184	1279	1682	2037
<b>流动负债</b>	351	408	689	864
短期借款	57	0	48	68
应付账款	158	228	360	453
其他流动负债	137	181	282	343
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	351	408	689	864
少数股东权益	2	6	11	18
股本	120	180	180	180
资本公积	562	502	502	502
留存收益	148	183	300	472
归属母公司股东权益	830	865	982	1154
<b>负债和股东权益</b>	1184	1279	1682	2037

**现金流量表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	-71	-92	-113	-5
净利润	52	69	122	180
折旧摊销	13	1	1	1
财务费用	4	-5	-1	2
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-157	-154	-239	-191
其他经营现金流	16	-3	5	3
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	468	-81	49	18
短期借款	-69	-57	48	20
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	-25	1	-2
<b>现金净增加额</b>	375	-350	-78	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
<b>营业收入</b>	496	718	1100	1381
营业成本	314	456	719	906
营业税金及附加	10	15	23	29
营业费用	63	93	134	145
管理费用	66	93	126	152
财务费用	4	-5	-1	2
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
<b>营业利润</b>	33	58	89	136
营业外收入	23	22	42	57
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	56	80	131	193
所得税	4	11	9	14
<b>净利润</b>	52	69	122	180
少数股东损益	0	3	5	8
<b>归属母公司净利润</b>	53	66	116	172
EBITDA	50	54	89	139
EPS (元)	0.44	0.36	0.65	0.95

**主要财务比率**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	47.6%	44.6%	53.2%	25.6%
营业利润	-9.2%	74.4%	53.0%	53.3%
归属于母公司净利润	6.1%	24.8%	77.3%	47.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	36.7%	36.5%	34.6%	34.4%
净利率	10.6%	9.1%	10.6%	12.4%
ROE	6.3%	7.6%	11.9%	14.9%
ROIC	9.8%	8.7%	10.6%	13.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	29.7%	31.9%	41.0%	42.4%
净负债比率	16.08	0.00%	6.96%	7.84%
流动比率	3.19	2.55	2.07	2.05
速动比率	2.40	1.57	1.16	1.13
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.56	0.58	0.74	0.74
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	2.30	2.36	2.45	2.23
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.36	0.65	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.39	-0.51	-0.63	-0.03
每股净资产(最新摊薄)	4.61	4.81	5.45	6.41
<b>估值比率</b>				
P/E	50.36	40.35	22.75	15.41
P/B	3.19	3.06	2.70	2.30
EV/EBITDA	43	40	25	16

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-01-18	三元达 - 联通加大 WCDMA 覆盖建设的最大受益者
2011-10-31	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
2011-08-28	三元达-WLAN 业务给力，收入增长同时毛利率大幅提升
2011-08-24	三元达-大举扩张 WLAN 产能，战略进军天线领域
2011-08-13	三元达-WLAN 建设大潮中崛起的龙头，爆发性增长即将来临

## 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

张镭, 中投证券首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA

王大鹏 CFA Charter pending, 中投证券通信行业分析师, 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, 中投证券通信行业分析师, 中国人民大学金融学硕士, 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	北京市	上海市
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434