

**通信配套服务**
**署名人:** 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zanglei@cjis.cn

**参与人:** 王大鹏

S0960111040010

010-63222985

wangdapeng@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 17.00元

当前股价: 13.11元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2349.54
总股本(百万)	180
流通股本(百万)	78
流通市值(亿)	10
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	-10.11	15.66	6.76
信息设备	-2.88	5.59	-9.32
沪深300指数	-1.71	9.04	-4.94


**相关报告**

三元达 - 2011年经营状况良好, 退税及税收优惠推迟拉低业绩 2012-02-29

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

**三元达**
**002417**
**强烈推荐**
**WLAN 业务保持增长, 天线及 CMMB 业务有望爆发**

我们测算 2011 年公司 WLAN 收入约为 2.5 亿, 比 2010 年增长 7 倍; 公司主营网优覆盖业务增长低于预期; 2012 年 CMMB 业务有望获得高速增长, 同时天线业务开始贡献收入。2011 年部分增值税退税有望在 2012 年一季度体现, 预计公司一季度业绩增长 30% 以上。

**投资要点:**

- 2011 年 WLAN 收入超预期:** 根据中移动年报测算, 2011 年建设 AP165 万个超出市场预期, 我们将公司 2011 年 WLAN 收入预测由 1.6 亿上调至 2.5 亿。随着中移动 2012 年加大 WLAN 建设投资, 预计公司 WLAN 收入将保持 30% 以上增长。
- 主营网优覆盖业务低于预期:** 公司四季度收入增长 21%, 收入增速环比下降同时营业利润率出现下降。主要由于四季度确认 WLAN 收入较少, 低毛利率的直放站产品较多, 另外运营商集采竞争激烈导致毛利率出现下降。
- 天线及 CMMB 业务有望爆发:** 公司已经成功入围 2012 年移动及联通天线设备集采, 预计 2012 年带来增量收入 1.2 亿; 我们了解 2010、2011 年公司 CMMB 业务收入分别为 1000、3000 万元, 在中移动有望入股中广传播从而拉动 CMMB 建设投资背景下, 预计 2012 年公司 CMMB 业务收入将达到 5000 万元以上。
- 费用率下降是长期趋势:** 公司网优覆盖、WLAN、天线、以及视讯业务都面向运营商, 业务间存在良好的协同效应, 收入增长同时费用将得到有效控制, 费用率下降将提高公司营业利润率。
- 估值及投资建议:** 预计 11-13 年 EPS: 0.36、0.55、0.75 元, 6-12 个月目标价 17 元, 维持“强烈推荐”评级。2011 年部分增值税退税有望在 2012 年一季度体现, 预计公司一季度业绩增长 30% 以上。

**风险提示:** 中移动 WLAN 设备集采竞争加剧, 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	717	1012	1277
收入同比(%)	48%	44%	41%	26%
归属母公司净利润	53	65	99	135
净利润同比(%)	6%	23%	53%	37%
毛利率(%)	36.7%	35.5%	34.2%	34.0%
ROE(%)	6.3%	7.5%	10.3%	12.3%
每股收益(元)	0.29	0.36	0.55	0.75
P/E	50.36	41.01	26.76	19.60
P/B	3.19	3.06	2.75	2.41
EV/EBITDA	43	46	29	19

资料来源: 中投证券研究所

## 盈利预测

表 1 三元达各项业务收入预测 (百万)

<b>WLAN</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
设备收入	205	279	306
服务收入	41	56	61
总收入	246	335	367
毛利率	35%	34.6%	34%
<b>网优覆盖</b>			
收入	441	508	660
增速	-3%	15%	30%
毛利率	35.8%	36.8%	37.5%
<b>天线</b>			
收入	0	120	200
毛利率	0	22.0%	22.0%
<b>CMMB</b>			
收入	30	50	50
毛利率	35%	35%	35%
<b>公司总收入</b>	<b>717</b>	<b>1012</b>	<b>1277</b>
<b>公司总成本</b>	<b>463</b>	<b>666</b>	<b>843</b>
<b>整体毛利率</b>	<b>35.5%</b>	<b>34.2%</b>	<b>34.0%</b>

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	1190	1462	1739
现金	528	322	235	188
应收账款	294	429	595	751
其他应收款	11	17	23	30
预付账款	11	16	23	29
存货	277	407	586	742
其他流动资产	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	62	93	107	118
长期投资	0	18	18	18
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	1283	1569	1857
<b>流动负债</b>	351	414	596	743
短期借款	57	0	0	0
应付账款	158	231	333	422
其他流动负债	137	182	262	321
<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	414	596	743
少数股东权益	2	5	10	16
股本	120	180	180	180
资本公积	562	502	502	502
留存收益	148	182	281	416
归属母公司股东权益	830	864	963	1098
<b>负债和股东权益</b>	1184	1283	1569	1857

**现金流量表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	-71	-96	-78	-39
净利润	52	68	104	141
折旧摊销	13	1	1	1
财务费用	4	-7	-6	-4
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-157	-155	-180	-180
其他经营现金流	16	-3	3	3
<b>投资活动现金流</b>	-22	-31	-15	-13
资本支出	39	0	0	0
长期投资	1	18	0	0
其他投资现金流	18	-13	-15	-13
<b>筹资活动现金流</b>	468	-80	6	4
短期借款	-69	-57	0	0
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	-23	6	4
<b>现金净增加额</b>	375	-206	-87	-47

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	717	1012	1277
营业成本	314	463	666	843
营业税金及附加	10	15	21	27
营业费用	63	93	121	147
管理费用	66	93	121	140
财务费用	4	-7	-6	-4
资产减值损失	6	8	8	9
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	53	80	115
营业外收入	23	22	35	42
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	56	75	115	157
所得税	4	8	12	16
<b>净利润</b>	52	68	104	141
少数股东损益	0	3	5	6
<b>归属母公司净利润</b>	53	65	99	135
EBITDA	50	47	76	112
EPS (元)	0.44	0.36	0.55	0.75

**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%	44.5%	41.1%	26.1%
营业利润	-9.2%	59.6%	50.8%	43.8%
归属于母公司净利润	6.1%	22.8%	53.2%	36.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	36.7%	35.5%	34.2%	34.0%
净利率	10.6%	9.0%	9.8%	10.6%
ROE	6.3%	7.5%	10.3%	12.3%
ROIC	9.8%	8.0%	9.4%	11.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	29.7%	32.2%	38.0%	40.0%
净负债比率	16.08	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.19	2.88	2.45	2.34
速动比率	2.40	1.89	1.47	1.34
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.56	0.58	0.71	0.75
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	2.30	2.38	2.36	2.23
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.36	0.55	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.39	-0.53	-0.43	-0.21
每股净资产(最新摊薄)	4.61	4.80	5.35	6.10
<b>估值比率</b>				
P/E	50.36	41.01	26.76	19.60
P/B	3.19	3.06	2.75	2.41
EV/EBITDA	43	46	29	19

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-02-27	三元达-2011年经营状况良好，退税及税收优惠推迟拉低业绩
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 镛, 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