


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
2012-04-26


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合

信息技术及服务/电信设备及服务

证券研究报告 / 公司研究 / 年报点评

三元达(002417)**买入/维持评级**

股价 : RMB12.31

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:s1000510120005

(0755)8249 2723

yaohg@mail.hthsc.com.cn

联系人

孔晓明

(021)6849 8629

kongxm@mail.hthsc.com.cn

姜晓山

(021)6849 8606

jiangxiaoshan@mail.hthsc.com.cn

康志毅

(010)6808 5588-643

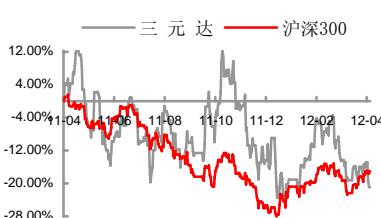
kangzhiyi@mail.hthsc.com.cn

相关研究

室分业务稳定增长, WLAN 提供业绩弹性——三元达深度报告 2010/10/14

基础数据

总股本 (百万股)	180
流通 A 股 (百万股)	180
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	2,216

最近 52 周股价走势图

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

可圈可点, 已步入良性发展轨道**——三元达 2011 年报/12 年一季报点评**

- 公司 2011 年实现营收 7.2 亿元, 同比增长 44.5%, 归属上市公司所有者净利润 6416.9 万元, 同比增长 22.1%。对应 EPS 为 0.36 元。12 年 1 季度营收 1.3 亿, 同比增长 39.2%, 净利润 1088.3 万, 同比增长 23.3%。
- 公司 11 年收入增加主要由于: 1) 利用上市后的资本优势完善全国性营销网络, 传统室内分布主业稳定增长; 2) WLAN 业务同比大幅增长。利用运营商大规模建设 WLAN 网络契机, 凭借高性价比的设备进入运营商采购体系, 同时为公司带来了大量的工程服务收入, 协同效应显著。3) 公司扩展了 CMMB 数字电视无线覆盖及服务等新业务。
- 11 年净利润增速低于营收增速的主要原因是: 1) 公司是国家重点布局内软件企业, 所得税率 10 年是 10%, 11 年正在申请中, 所得税率暂时按高新技术企业征收, 所得税同比增加 92.4%; 2) 同时营业外收入同比下降 4%。如果剔除税收因素, 11 年公司净利润同比增长 33.3%。
- 综合毛利率微降 0.1%, 保持稳定。其中以室分产品和 WLAN 产品为主的产品销售毛利率基本持平; 高毛利的系统集成毛利率同比增长 3.1%, 收入同比增长 51.4%, 占收比从 19% 升到 21%, 我们认为随着业务协同效应的提高, 产品销售将带来更多集成服务, 公司毛利率将有望稳中有升。
- 11 年期间费用率整体下降 1 个百分点至 25.9%, 其中管理费用下降 2 个百分点%, 12 年一季度期间费用率同比下降 2.4 个百分点, 显示公司的规模效应及管理效率不断提升。
- 我们仍然看好公司“传统网优覆盖与 WLAN 稳定增长+天线业务协同发展”的业务结构。随着未来运营商对网优覆盖投资的加大及 WLAN 建设高潮的开始(公司 11 年在三大运营商 WLAN 集采中均中标), 公司仍将持续快速增长。12 年天线及 CMMB(手机电视)业务将成为新的利润增长点。
- 预计公司 12-13 年的 EPS 0.5、0.65 元, 对应 PE 为 24x、18x, 维持买入评级。
- 风险提示。运营商投资低于预期 行业竞争使公司产品毛利下降

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	717.4	1065.0	1495.0	2022.0
(+/-%)	44.5	48.4	40.4	35.3
归属母公司净利润(百万元)	64.2	89.0	118.0	161.0
(+/-%)	22.0	38.7	32.6	36.4
EPS(元)	0.36	0.50	0.65	0.89
P/E(倍)	34.5	24.9	18.8	13.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1451	1724	2213	2819	营业收入	717	1065	1495	2022
现金	454	424	395	395	营业成本	455	675	978	1331
应收账款	430	610	846	1123	营业税金及附	14	21	30	40
其他应收款	23	29	43	59	营业费用	103	160	209	263
预付账款	47	64	86	123	管理费用	81	128	164	222
存货	495	594	841	1118	财务费用	2	3	11	19
其他流动资产	1	2	2	2	资产减值损失	10	8	5	5
非流动资产	98	85	76	64	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	9	10	10
固定资产	51	49	45	39	营业利润	53	79	107	152
无形资产	20	17	15	11	营业外收入	22	25	30	36
其他非流动资	28	19	16	14	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1549	1809	2288	2884	利润总额	75	104	137	188
流动负债	668	836	1209	1661	所得税	8	11	13	19
短期借款	210	196	311	448	净利润	67	93	124	169
应付账款	251	351	509	692	少数股东损益	3	4	5	8
其他流动负债	207	289	389	521	归属母公司净	64	89	118	161
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	74	104	143	198
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.50	0.65	0.89
其他非流动负	1	1	1	1					
负债合计	670	836	1209	1662					
少数股东权益	18	22	28	35					
股本	180	180	180	181					
资本公积	499	499	508	517					
留存收益	182	271	362	488					
归属母公司股	861	950	1051	1187					
负债和股东权	1549	1809	2288	2884					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金	-119	-3	-108	-84					
净利润	67	93	124	169					
折旧摊销	20	21	24	27					
财务费用	2	3	11	19					
投资损失	0	-9	-10	-10					
营运资金变动	-221	-123	-256	-292					
其他经营现金	14	10	0	3					
投资活动现金	-85	-7	-8	-8					
资本支出	85	10	11	11					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金	0	3	3	4					
筹资活动现金	139	-20	87	92					
短期借款	154	-14	115	137					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	60	0	0	0					
资本公积增加	-63	0	9	9					
其他筹资现金	-13	-6	-38	-54					
现金净增加额	-65	-31	-28	0	P/E	34.53	24.86	18.76	13.72
					P/B	2.57	2.33	2.11	1.87
					EV/EBITDA	27	19	14	10

数据来源：华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准：**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上

增持 股价超越基准 10%-20%

中性 股价相对基准波动在±10% 之间

减持 股价弱于基准 10%-20%

卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电 话：86 755 8249 3932

传 真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电 话：86 21 5010 6028

传 真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，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，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供投资建议。