

## 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:** 8.00元

当前股价: 7.13元

评级调整: 调低

## 基本资料

上证综合指数	2043.65
总股本(百万)	270
流通股本(百万)	118
流通市值(亿)	8
EPS	0.36
每股净资产(元)	4.78
资产负债率	43.23%

## 股价表现

(%)	1M	3M	6M
三元达	15.94	-12.73	-26.38
信息设备	0.49	-13.85	-18.68
沪深300指数	-6.34	-16.28	-17.74



## 相关报告

- 三元达 - WLAN 业务保持增长, 天线及 CMMB 业务有望爆发 2012-03-27
- 三元达 - 2011 年经营状况良好, 退税及税收优惠推迟拉低业绩 2012-02-29
- 三元达 - 联通加大 WCDMA 覆盖建设的最大受益者 2012-01-18

**三元达****002417****推荐****市场开拓给力, 毛利率下滑拖累业绩**

公司 1-6 月收入增长 39.4%, 上半年毛利率 36.9% 同比下滑 3.5%, 二季度环比上升 1%, 营业利润下降 37%, 增值税及政府补贴增加, 净利润增长 3.7%。公司综合竞争力增强, 在运营商份额不断提升, 但由于行业竞争加剧导致毛利率下滑拖累公司业绩, 预测 2012-14 年 EPS 分别为 0.25、0.31、0.38 元, 目标价 8 元给予“推荐”评级。

**投资要点**

- **市场开拓给力:** 上半年收入增长 39%, 主要来自于华中及华北两个区域, 公司积极开拓市场拿下新疆、安徽两个省份, 去年开拓的山西省贡献了较多增长。业务方面看增长主要来自 WLAN 以及直放站配套设备。
- **毛利率同比下滑, 下半年谨慎:** 行业竞争激烈运营商集采压价依旧, 公司直放站以及 WLAN 业务毛利率都有所下降, 虽然环比去年三、四季度回升约 1%, 但我们判断随着下半年低毛利率的系统设备确认收入, 毛利率将回落至 35% 左右。
- **天线业务发展慢于预期:** 上半年天线收入约 480 万元低于预期, 虽然三元达海天已经重新进入运营商集采, 但复苏需要时间, 下调全年天线收入预测至 2000 万。预计随着明年移动大规模建设 TD-LTE, 公司在 TD 天线领域优势将得到体现。
- **其他业务仍在培育阶段:** 视讯、MINI 营业厅业务参与运营商招投标, 但仍处于培育期; 广电投资建设进度缓慢, 导致 CMMB 收入增长缓慢。

**风险提示**

行业竞争激烈导致毛利率大幅下滑; 随着 4G 逐渐到来, 直放站设备需求进一步萎缩, 而天线和其他业务增长不达预期

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	717	839	873	975
收入同比(%)	45%	17%	4%	12%
归属母公司净利润	64	67	84	102
净利润同比(%)	22%	5%	25%	21%
毛利率(%)	36.6%	35.8%	35.1%	34.5%
ROE(%)	7.5%	7.4%	8.5%	9.3%
每股收益(元)	0.24	0.25	0.31	0.38
P/E	30.42	28.94	23.21	19.14
P/B	2.27	2.14	1.96	1.78
EV/EBITDA	23	25	24	21

资料来源: 中投证券研究所

## 一、市场开拓以及各业务发展情况

### 1、开拓新省份市场带来增长

公司积极开拓新省份运营商市场，营业收入增长主要来自华东、华北、华中地区。华中地区主要是湖南市场业绩显著提高，华北地区主要是去年新开辟的山西市场带来收入增长，同时在河北及北京的市场业绩较去年同期有显著提高。

### 2、WLAN业务：保持稳定

根据中移动年报及半年报披露数据测算，2011年全年建设165万AP，2012年上半年建设60万AP，我们判断上半年建设量较低主要受到AP集采推迟影响，预计下半年建设将提速，全年预计建设160万AP。对联通、电信建设量预测保持稳定，各20万AP。

公司上半年WLAN收入1亿元，去年同期约为4000万元(二季度开始发货)，贡献了大部分增长，毛利率小幅下滑。预计2012年全年WLAN收入2.16亿元，毛利率小幅下滑。

### 3、直放站及覆盖业务：收入增长，毛利率下滑

增长主要来自于联通加大无线资本开支，我们测算上半年这部分业务收入约1.9亿，同比增长20%。

毛利率同比去年同期下滑3.5%，环比去年Q3、Q4提升约1%。具体情况：受设备销售价格下降的影响，商品销售类业务毛利下降；去年同期软件平台开发及网优事业部的测试服务合同劳务成本较高，而2012年无此类型业务，因此维护毛利率大幅上升。我们判断由于运营商集采压价继续，以及产品更新换代缓慢的影响，预计下半年毛利率会下降至35%左右。

### 4、天线及其他业务：增长缓慢

虽然上半年海天天线收入约480万低于预期，但目前研发及生产已经回归正轨并且重新进入运营商集采并发货，判断下半年天线收入将继续增长，全年预测收入2000万。我们认为天线业务看点在于明年移动大规模建设TD-LTE这一预期，海天在TD领域技术储备多年将充分受益。

上半年视讯业务收入约500万元，MINI营业厅收入170万元，市场仍处于培育阶段；CMMB收入约1200万元，广电建设进度缓慢。

## 二、各项收入预测

**表 1 三元达各项业务收入预测 (百万)**

	2011A	2012E	2013E	2014E
WLAN(百万)				
设备收入	205	180	144	126
服务收入	41	36	29	25
总收入	246	216	173	151
毛利率	38.3%	36.7%	36.3%	36.3%
网优覆盖				
收入	441	551	606	667
增速	-3%	25%	10%	10%
毛利率	35.3%	35.7%	35.6%	35.6%
天线				
收入	0	120	40	100
毛利率	0	22.0%	22.0%	122.0%
CMMB				
收入	30	50	50	51
毛利率	40%	40%	35%	35%
公司总收入	717	937	869	969
公司总成本	455	525	551	622
整体毛利率	36.6%	35.8%	35.1%	34.4%

资料来源：中投证券研究所

## 三、估值及投资建议

我们预测随着中移动建设 TD-LTE 预期逐渐明确，公司天线业务有望带来新的增长，2012-14 年 EPS 分别为 0.25、0.31、0.38 元，目标价 8 元给予“推荐”评级。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1451	1367	1445	1613
现金	454	300	328	361
应收账款	430	510	531	592
其他应收款	23	28	29	32
预付账款	47	55	58	65
存货	495	474	499	562
其他流动资产	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	98	110	111	109
长期投资	0	18	18	18
固定资产	51	40	29	18
无形资产	20	25	30	34
其他非流动资产	28	27	34	39
<b>资产总计</b>	1549	1477	1556	1722
<b>流动负债</b>	668	545	536	595
短期借款	210	51	0	0
应付账款	251	269	294	327
其他流动负债	207	224	242	268
<b>非流动负债</b>	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0
<b>负债合计</b>	670	545	536	595
少数股东权益	18	21	25	30
股本	180	270	270	270
资本公积	499	409	409	409
留存收益	182	231	315	417
归属母公司股东权益	861	911	995	1097
<b>负债和股东权益</b>	1549	1477	1556	1722

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-119	51	87	35
净利润	67	71	88	107
折旧摊销	20	11	11	11
财务费用	2	0	-5	-7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-221	-22	-8	-77
其他经营现金流	14	-9	0	1
<b>投资活动现金流</b>	-85	-23	-12	-9
资本支出	85	0	0	0
长期投资	0	18	0	0
其他投资现金流	0	-5	-12	-9
<b>筹资活动现金流</b>	139	-182	-47	7
短期借款	154	-159	-51	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	60	90	0	0
资本公积增加	-63	-90	0	0
其他筹资现金流	-13	-24	5	7
<b>现金净增加额</b>	-65	-154	28	33

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	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	717	839	873	975
营业成本	455	539	567	639
营业税金及附加	14	17	17	20
营业费用	103	120	122	127
管理费用	81	95	96	107
财务费用	2	0	-5	-7
资产减值损失	10	11	10	10
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>	53	57	65	79
营业外收入	22	25	35	42
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	75	82	100	121
所得税	8	12	12	15
<b>净利润</b>	67	71	88	107
少数股东损益	3	3	4	5
<b>归属母公司净利润</b>	64	67	84	102
EBITDA	74	69	72	84
EPS (元)	0.36	0.25	0.31	0.38

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	44.5%	17.0%	4.1%	11.6%
营业利润	58.9%	8.4%	13.7%	22.0%
归属于母公司净利润	22.0%	5.1%	24.7%	21.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	36.6%	35.8%	35.1%	34.5%
净利率	8.9%	8.0%	9.6%	10.5%
ROE	7.5%	7.4%	8.5%	9.3%
ROIC	7.8%	7.5%	8.0%	8.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	43.2%	36.9%	34.4%	34.6%
净负债比率	31.39	9.44%	0.00%	0.00%
流动比率	2.17	2.51	2.70	2.71
速动比率	1.43	1.64	1.77	1.77
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.53	0.55	0.58	0.59
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	2.22	2.07	2.01	2.06
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.25	0.31	0.38
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.44	0.19	0.32	0.13
每股净资产(最新摊薄)	3.19	3.37	3.68	4.06
<b>估值比率</b>				
P/E	30.42	28.94	23.21	19.14
P/B	2.27	2.14	1.96	1.78
EV/EBITDA	23	25	24	21

## 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