

具有全国服务网络的移动网络优化企业

三元达 (002417)

新股价值分析报告

2010年05月18日 星期二

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信及传媒

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	1.2
发行量(亿股)	0.3
发行价格(元)	20.00
发行日期	2010.05.19
保荐机构	太平洋证券
上市日期	

前 5 大股东及发行后持股比例

黄国英	18.17%
郑文海	9.90%
张有兴	9.90%
劲霸投资	9.21%
黄海峰	5.51%

投资要点

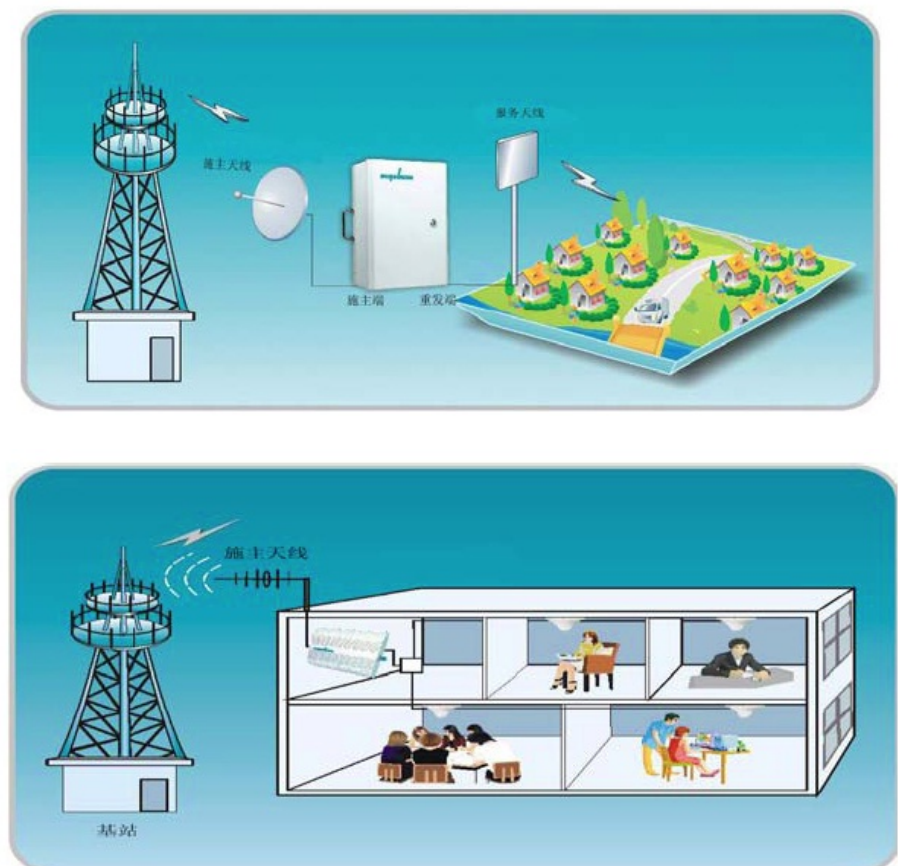
- **具有全国服务网络的移动网络优化民营企业。**三元达成立于 04 年 10 月,是少有的具有全国服务网络的移动网络优化民营企业,在全国设有 23 个办事处和 44 个技术服务中心,市场份额约为 4%。公司创业团队 8 人中有 6 人来自我国最早开展无线网络优化覆盖设备生产企业之一的福州科立,具有从事丰富的技术、生产经验以及客户资源。主要产品包括无线网络优化覆盖设备、系统集成服务以及系统维护服务。
- **区域性、季节性表现突出。**三元达 90%以上的收入来自运营商,其中增长较快的来自中国联通,主要是由于 09 年联通 GSM 和 WCDMA 投资金额增加所致,来自移动、电信收入处于为平稳增长。从区域分布看,70%的收入来自华东、华北以及华中地区。第三、第四季度为确认收入的高峰,占全年收入的 70%,而第 4 季度通常更占全年收入的 50%。
- **移动网络优化覆盖行业将平稳增长,份额趋于集中,回款压力大。**09 年运营商对网络质量重视程度上升,同时 3G 优化设备投入增加,促使 09 年行业规模达到 83.2 亿元,同比增长 52%,预计 10-13 年市场规模复合增长率为 13.6%。我国无线网络优化覆盖市场少数厂商主导,有较强研发实力的厂商不超过 20 家,市场份额趋于集中。运营商为产业链的核心,同时项目实施时间跨度长,因此存在被运营商占款现象,按照三元达通常的项目进程,当年确认的销售收入,当年可收到 40%的款项,第二年收到 50%,其余 10%保修款后两年到账,但应收账款中 90%以上是来自国内运营商各省市级分公司,资金实力雄厚,应收账款坏账的风险很小。
- **募集资金项目扩大产能。**募集资金拟投入项目中,主要用于产能扩张,解决生产瓶颈。公司目前拥有 1 万台直放站的生产能力,产能利用率高达 90%。预计项目达产后,2G 产品产能将增加 2,600 台,3G 产品产能增加 5,100 台,数字电视无线覆盖设备 100 台,增值 AP 3,000 台。项目达产后预计年均产生收入 3.34 亿元,净利润 8,470 万元。
- **预计公司 2010-2012 年营业收入复合增长率 31.8%,净利润复合增长率 24.4%,按照发行后总股本 1.2 亿股计算,对应每股收益分别为 0.56 元、0.68 元、0.80 元。**三元达发行价为 20 元,发行市盈率 54 倍,在此批发行上市的公司中处于中上水平,预计公司上市首日开盘价涨幅区间为 0-10%,对应股价 20-22 元。目前通信板块 A 股上市公司 10 年动态市盈率为 39 倍,网优测试子行业平均动态市盈率为 39 倍,与公司具有可比性的三维通信 10 年动态 PE 为 29 倍,因此公司 10 年合理动态市盈率为 30 倍。

1. 主要网络优化设备厂商之一

三元达前身为三元达有限，成立于 04 年 10 月，是我国主要网络优化设备厂商之一，是少有的具有全国服务网络的民营企业。公司此次公开发行 3,000 万股，募集资金约 6 亿元，发行后控股股东黄国英持有上市公司 18.17% 股权，其他股东持股分散。公司创业团队 8 人中有 6 人来自我国最早开展无线网络优化覆盖设备生产企业之一的福州科立（90 年代后期由于内部管理问题发展停滞），具有从事丰富的技术、生产经验以及客户资源。

三元达在全国设有 23 个办事处和 44 个技术服务中心，市场份额约为 4%。募投项目达产后，办事处、技术服务中心将分别增至 34 个、86 个。公司主要产品包括无线网络优化覆盖设备（直放站、系统应用软件、数字电视直放站以及无线宽带 AP 等）、系统集成服务以及系统维护服务，其中无线网络优化覆盖设备收入占比大，约为 80%，系统集成服务收入占比呈上升趋势。

图 1. 室外及室内移动网络优化示意图

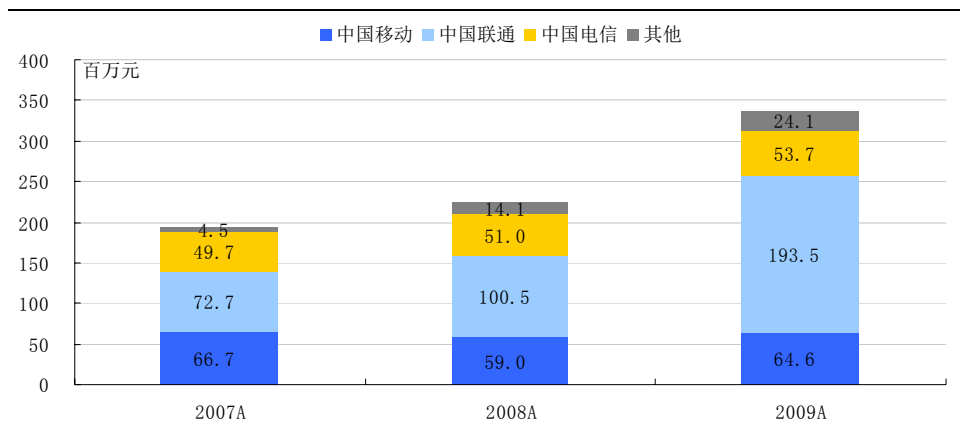


资料来源：东海证券研究所，招股意向书

面向三大运营商，来自联通收入增长是动力。三元达 90% 以上的收入来自运营商，其中增长较快的来自中国联通，主要是由于 09 年联通 GSM 和 WCDMA

投资金额增加所致。来自移动、电信收入处于为平稳增长。

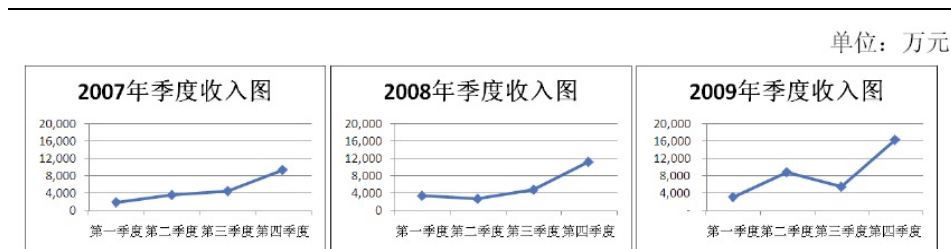
图 2. 联通收入增长为主要动力



资料来源：东海证券研究所，招股意向书

区域开拓成效显著，具有明显季节性。公司 70%的收入来自华东、华北以及华中地区。09 年公司在河北、北京、天津、西南取得突破，华北以及西南区的销售收入实现了快速增长。运营商一般在每年第一季度制定开支预算，第二季度进行集采，而方案设计、安装以及验收并确认收入需要 2-5 月，因此公司第三、第四季度为确认收入的高峰，占全年收入的 70%，而第 4 季度通常更占全年收入的 50%。

图 3. 三元达最近三年季度收入

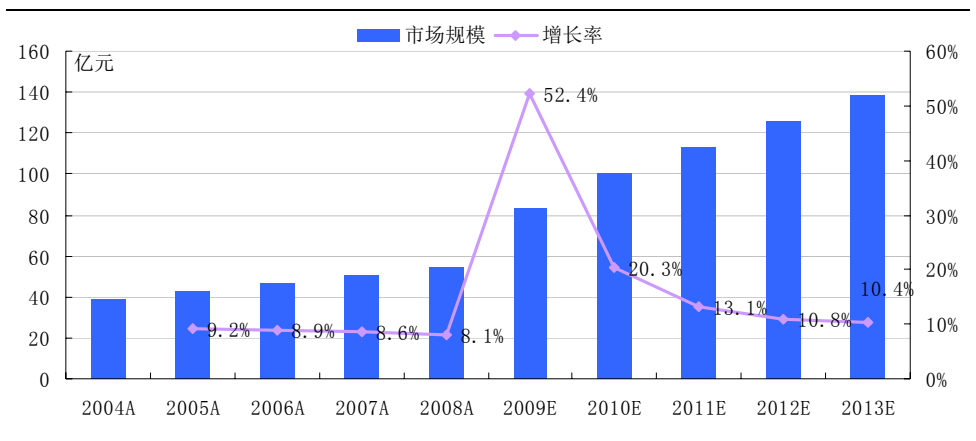


资料来源：东海证券研究所，招股意向书

2. 市场规模平稳增长，维护服务需求增加

09 年无线网络优化覆盖设备爆发式增长，未来仍会平稳增长。09 年电信重组完成、3G 发牌，迫于移动客户竞争压力，运营商对网络质量重视程度上升，同时 3G 优化设备投入增加，促使 09 年行业规模出现爆发式增长，根据 CCID 数据，09 年行业规模达到 83.2 亿元，同比增长 52%。随着移动网络规模的扩大，3G 网优市场仍将持续增长，另外根据 3G 用户使用习惯，室内用户为室外用户的两倍以上，因此无线网络室内覆盖设备的需求量更大。根据 CCID 预测，预计 2013 年市场规模达到 138.5 亿元，10-13 年复合增长率为 13.6%。

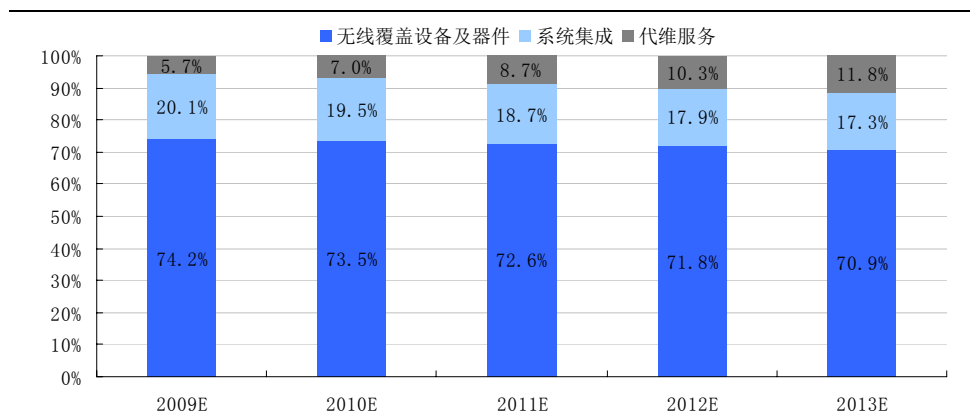
图 4. 中国无线网络优化覆盖设备市场规模预测



资料来源：东海证券研究所，CCID

维护服务需求增加。网络优化覆盖的维护外包服务是电信发展趋势，运营商专注于客户发展以及增值服务，分身乏术，不能把过多精力投入于网络运行维护上面，因此外包出来的维护服务市场逐渐扩大，为厂商提供了新的利润增长点。根据 CCID 的预测，2013 年代维服务收入规模占无线网络优化覆盖总规模的 11.8%，较 09 年提升 6.1 个百分点。

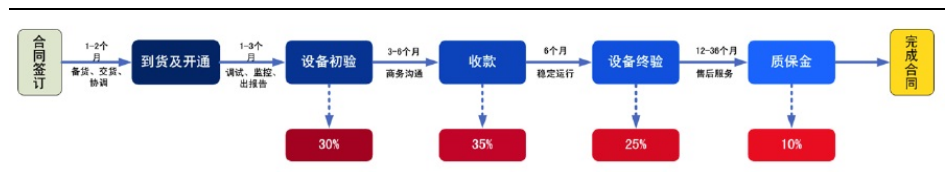
图 5. 2009-2013 年中国无线网络优化覆盖产品收入结构预测



资料来源：东海证券研究所，CCID

运营商主导市场，回款压力大，坏账风险小。由于运营商为产业链的核心，同时项目实施又需要初验、终验等项目程序，时间跨度长，因此行业存在被运营商占款现象，按照三元达通常的项目进程，当年确认的销售收入，当年可收到 40% 的款项，第二年收到 50%，第 3 年收到 5% 的保修款，第 4 年收到最后 5% 的保修款。受此影响，07、08 年公司当年收入对应回款率在 30-40%，09 年公司调整回款控制机制，同时受益于运营商的投资增加而缩短了付款周期，回款率上升至 65%。虽然公司经营会出现应收账款与营业收入增长不相匹配的情况，但应收账款中 90% 以上是来自国内运营商各省市级分公司，这些公司资金实力雄厚，信誉好，应收账款坏账的风险很小。

图 6. 项目进度与收费示意图



资料来源：东海证券研究所，招股意向书

表 1. 三元达销售收入与应收账款变动

百万元	2007A	2008A	2009A
当年含税销售收入	218.38	254.26	379.77
当年销售对应的回款	80.78	79.71	247.03
当年销售收入回款率	36.99%	31.35%	65.05%

资料来源：东海证券研究所，招股意向书

行业经营性现金流与同期净利润不相匹配。一方面由于运营商回款周期长，且波动性大，另一方面企业需要先行采购以及支出劳务费用，因此行业内公司的净利润与同期经营活动现金流不相匹配。

表 2. 同行业公司经营性现金流和同期净利润情况

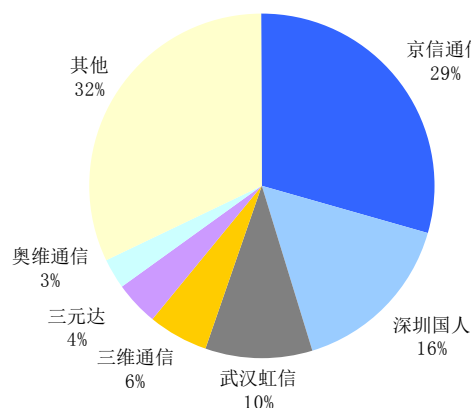
百万元	京信通信	深圳国人	奥维通信	三维通信	三元达
2008年 经营活动现金流净额	215.3	5.1	17.1	33.0	-19.0
净利润	232.5	-146.4	20.0	63.0	31.1
2007年 经营活动现金流净额	-49.6	-120.2	7.8	15.6	8.7
净利润	190.6	82.5	35.0	45.2	32.0

资料来源：东海证券研究所，招股意向书

3. 竞争激烈，毛利率水平处于行业上游

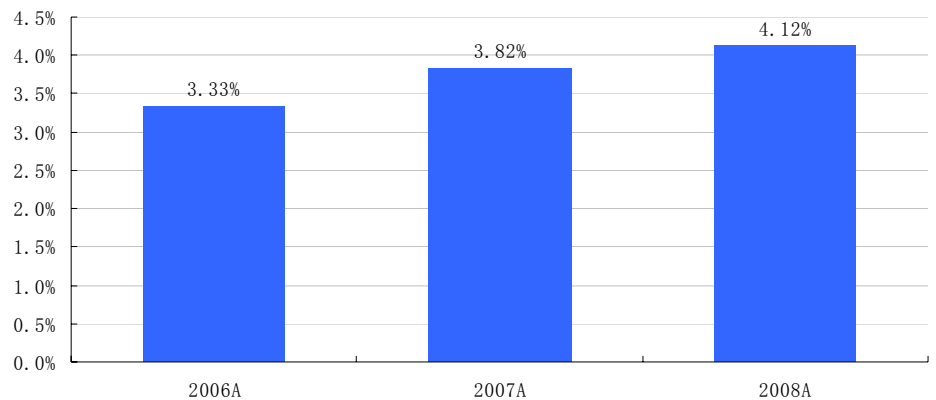
少数厂商主导，市场份额趋于集中。我国无线网络优化覆盖市场呈现出少数厂商主导，其他厂商参与的局面，但有较强研发实力的厂商不超过 20 家，市场份额逐渐被这些实力强的厂商占据，小厂商渐渐退出或被并购。我们认为目前行业内的厂商数目较多，竞争激烈，价格下降是趋势，市场份额也将集中。

图 7. 2008 年中国无线网络优化覆盖市场份额情况



资料来源：东海证券研究所，CCID

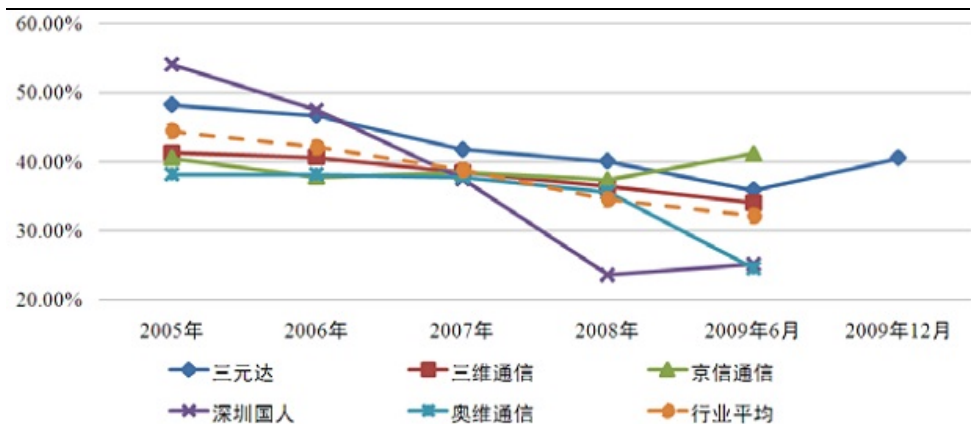
图 8. 2006-2008 年三元达市场份额情况



资料来源：东海证券研究所，CCID

成本控制出色，毛利率水平处于行业上游。05 年运营商逐步启用集采方式招标，导致行业竞争加剧，以直放站为主的网优设备价格下降，行业毛利率水平持续下降。09 年运营商集采涉及产品主要以硬件为主，安装、维护等排除在外，与各分公司另行签单，行业毛利率水平下降趋势有所缓和。三元达毛利率水平处于行业上游，07 年公司毛利率 58.5% 的系统集成收入占比提升，08 年维护服务毛利率大幅提升至 79.2%，促使公司 07、08 年毛利率水平处于高位。

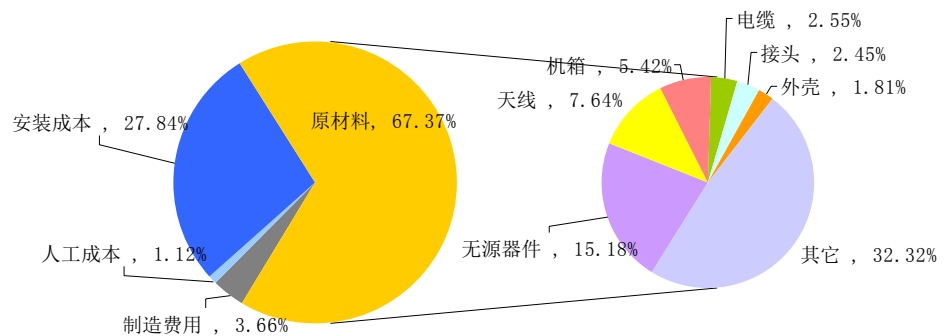
图 9. 行业内主要上市公司毛利率变动



资料来源：东海证券研究所，招股意向书

成本构成复杂，无源器件、天线、安装费用占比大。无线网络优化设备成本中，无源器件占 15.2%，天线占 7.6%，安装成本占 27.8%，是影响毛利率的主要因素，其他成本分散。由于大部分原材料属于电子产品，而电子产品价格每年均有一定下降幅度，07-09 年分别下降 4.1%、6%、6.8%。安装成本占成本的比重为 20-30%，主要为工程人员的工资、差旅、站点建设等费用，09 年公司的项目多，将部分安装工程外包导致安装成本上升，随着公司人员规模的扩张，外包工程减少，成本将得到进一步控制。

图 10. 2009 年三元达网优设备成本结构



资料来源：东海证券研究所，招股意向书

4. 募投项目分析

募集资金拟投入项目中，主要用于产能扩张，解决生产瓶颈。公司目前拥有 1 万台直放站的生产能力，产能利用率高达 90%。预计项目达产后，2G 产品产能将增加 2,600 台，3G 产品产能增加 5,100 台，数字电视无线覆盖设备 100 台，增值 AP 3,000 台。项目达产后预计年均产生收入 3.34 亿元，净利润 8,470 万元。

表 3. 三元达募集资金项目

项目名称	投资额 (万元)			达产后年均效益 (万元)		
	总投资额	第一年	第二年	年均收入	年均净利润	年均折旧
2G移动通信直放站数字化技改扩能项目	3,642	2,247	1,395	6,857	1,604	295
3G移动通信直放站产业化项目	6,340	3,969	2,371	13,682	3,749	430
营销服务网络扩建项目	3,200	2,235	964	7,157	1,922	234
数字电视无线覆盖设备扩能项目	3,166	2,425	742	5,725	1,195	194
技术研发中心扩建项目	2,778	2,778				276
宽带无线接入设备扩能项目	3,249	2,350	899			127
合计	22,375	16,004	6,371	33,421	8,470	1,555

资料来源：东海证券研究所，招股说明书

5. 盈利预测与价值分析

运营商投入向网络优化倾斜，公司收入增长可持续，但由于集采对价格下降的影响较大，毛利率会逐年下降。预计公司 2010-2012 年营业收入增长率分别为 43.2%、26.7%、26.1%，三年复合增长率 31.8%；2010-2012 年净利润增长率分别为 36.2%、20.7%、17.0%，三年复合增长率 24.4%，按照发行后总股本 1.2 亿股计算，对应每股收益分别为 0.56 元、0.68 元、0.80 元。

5 月份以来中小板 7 家首发上市公司首日上市开盘价较发行价格平均上涨 16%，涨幅区间为 2%-44%，较 3、4 月份有大幅回落，一方面二级市场的系统风

险释放，另一方面 5 月份上市的中小板公司平均发行市盈率为 61 倍，高于 3、4 月份的 48 倍、52 倍。三元达发行价格为 20 元，发行市盈率 54 倍，在此批发行上市的公司中处于中上水平，预计公司上市首日开盘价涨幅区间将在 0-10%，对应股价为 20-22 元之间。目前通信板块 A 股上市公司 10 年平均动态市盈率为 39 倍，网优测试子行业平均动态市盈率为 39 倍，与公司具有可比性的三维通信 10 年动态 PE 为 29 倍，因此公司 10 年合理动态市盈率为 30 倍。

表 4. 通信板块上市公司估值水平

公司简称	代码	投资 评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益			市盈率			CAGR 09/11年	PEG 10E	最新 市净率	
						09A	10E	11E	09A	10E	11E				
电信运营															
中国联通	600050.SH	中性	1,125.5	1,125.5	5.31	0.15	0.10	0.13	35.9x	53.1x	41.7x	-7.2%	NA	1.6x	
平均值									35.9x	53.1x	41.7x	-7.2%		1.6x	
系统设备及相关															
中兴通讯	000063.SZ	买入	640.2	499.1	33.50	1.29	1.65	1.97	26.0x	20.3x	17.0x	23.6%	0.9x	3.2x	
武汉凡谷	002194.SZ	中性	83.9	21.3	15.09	0.61	0.70	0.87	24.6x	21.6x	17.4x	18.8%	1.2x	4.2x	
平均值									25.3x	21.0x	17.2x	21.2%	1.0x	3.7x	
光通信															
烽火通信	600498.SH	增持	110.5	50.0	25.00	0.59	0.85	1.16	42.1x	29.2x	21.6x	39.5%	0.7x	3.4x	
光迅科技	002281.SZ	增持	52.5	13.1	32.80	0.65	0.83	1.09	50.4x	39.3x	30.2x	29.1%	1.4x	5.4x	
亨通光电	600487.SH	增持	42.1	42.1	25.34	1.11	1.21	1.49	22.9x	20.9x	17.0x	15.9%	1.3x	3.2x	
中天科技	600522.SH	增持	56.6	56.6	17.64	1.04	1.21	1.45	16.9x	14.6x	12.2x	17.9%	0.8x	3.3x	
平均值									33.1x	26.0x	20.3x	25.6%	1.1x	3.8x	
配线															
新海宜	002089.SZ	-	36.0	25.0	16.80	0.38	0.62	0.85	43.8x	26.9x	19.7x	49.0%	0.5x	6.4x	
日海通讯	002313.SZ	-	35.6	8.9	35.60	0.73	1.05	1.42	49.1x	34.0x	25.1x	39.7%	0.9x	4.2x	
平均值									46.4x	30.5x	22.4x	44.4%	0.7x	5.3x	
网优测试															
三维通信	002115.SZ	增持	31.0	23.7	23.08	0.58	0.80	0.97	40.0x	28.7x	23.8x	29.7%	1.0x	4.6x	
奥维通信	002231.SZ	-	15.3	3.9	9.56	0.15	0.16	0.22	64.3x	61.0x	43.8x	21.1%	2.9x	3.9x	
世纪鼎利	300050.SZ	增持	60.8	15.8	112.51	2.06	2.73	3.66	54.6x	41.2x	30.8x	33.2%	1.2x	4.3x	
华星创业	300025.SZ	-	17.6	4.4	21.98	0.33	0.51	0.72	66.7x	43.1x	30.4x	48.0%	0.9x	6.6x	
中创信测	600485.SH	增持	20.2	20.2	14.58	0.19	0.47	0.62	76.7x	30.8x	23.7x	80.0%	0.4x	5.0x	
国脉科技	002093.SZ	增持	47.5	32.7	11.85	0.23	0.38	0.53	51.0x	30.8x	22.3x	51.1%	0.6x	9.0x	
平均值									58.9x	39.3x	29.1x	43.9%	0.7x	5.6x	
通信卡															
东信和平	002017.SZ	增持	35.8	35.4	18.03	0.16	0.28	0.41	114.1x	63.5x	43.8x	61.4%	1.0x	5.0x	
恒宝股份	002104.SZ	增持	56.3	35.2	19.15	0.32	0.50	0.62	60.0x	38.5x	30.7x	39.9%	1.0x	10.0x	
大唐电信	600198.SH	增持	60.6	60.4	13.81	0.13	0.30	0.38	105.5x	46.4x	36.5x	70.0%	0.7x	12.3x	
平均值									93.2x	49.4x	37.0x	57.1%	0.9x	9.1x	
增值服务															
北纬通信	002148.SZ	增持	24.2	14.4	31.99	0.47	0.54	0.70	68.1x	59.2x	45.6x	22.2%	2.7x	6.0x	
拓维信息	002261.SZ	买入	35.8	18.4	24.62	0.60	0.76	1.08	41.0x	32.5x	22.9x	34.0%	1.0x	5.7x	
平均值									54.6x	45.8x	34.2x	28.1%	1.8x	5.8x	
卫星导航															
北斗星通	002151.SZ	-	32.5	8.2	35.71	0.56	0.69	0.92	63.6x	52.0x	38.6x	28.4%	1.8x	10.4x	
合众思壮	002383.SZ	-	63.7	12.7	53.06	0.70	0.89	1.13	75.8x	59.8x	47.1x	26.8%	2.2x	4.5x	
									69.7x	55.9x	42.9x	27.6%	2.0x	7.4x	
其他															
亿阳信通	600289.SH	增持	48.4	48.4	8.60	0.15	0.23	0.36	58.8x	37.4x	24.2x	56.0%	0.7x	3.4x	
动力源	600405.SH	-	17.3	17.3	8.31	0.19	0.00	0.00	-	-	-	-	-	4.3x	
键桥通讯	002316.SZ	-	31.6	7.9	26.30	0.35	0.50	0.65	74.3x	52.3x	40.6x	35.3%	1.5x	5.3x	
平均值									66.5x	44.9x	32.4x	45.6%	1.1x	4.3x	
板块均值									55.3x	39.0x	29.4x	36.0%	0.8x	5.4x	

资料来源：东海证券研究所

表 5.3 月份以来中小板首发上市公司股价表现

公司简称	代码	发行价格	发行市盈率	发行量 (亿股)	上市时间	首日上市 开盘价	首日静态 市盈率	相对发行 价涨幅	目前股价	回落幅度	目前静态市 盈率
建研集团	002398	28.00	52.30	0.30	2010-05-06	28.50	49.80	1.8%	23.04	-19.2%	40.26
海普瑞	002399	148.00	73.27	0.40	2010-05-06	166.00	82.09	12.2%	138.00	-16.9%	68.24
省广股份	002400	39.80	62.99	0.21	2010-05-06	45.00	69.55	13.1%	35.77	-20.5%	55.28
交技发展	002401	26.40	52.80	0.13	2010-05-06	38.01	74.41	44.0%	35.13	-7.6%	68.77
和而泰	002402	35.00	77.78	0.17	2010-05-11	46.66	85.29	33.3%	35.55	-23.8%	64.98
爱仕达	002403	18.80	56.97	0.60	2010-05-11	19.80	56.69	5.3%	16.41	-17.1%	46.98
嘉欣丝绸	002404	22.00	47.83	0.34	2010-05-11	22.50	46.80	2.3%	19.10	-15.1%	39.72
平均			60.56				66.37	16.0%		-17.2%	54.89
双箭股份	002381	32.00	41.03	0.20	2010-04-02	52.50	67.04	64.1%	33.55	-36.1%	42.84
蓝帆股份	002382	35.00	47.03	0.20	2010-04-02	55.20	73.78	57.7%	34.70	-37.1%	46.38
合众思壮	002383	37.00	59.68	0.30	2010-04-02	85.01	121.52	129.8%	53.06	-37.6%	75.85
东山精密	002384	26.00	57.78	0.40	2010-04-09	58.00	128.34	123.1%	47.50	-18.1%	105.10
大北农	002385	35.00	53.03	0.61	2010-04-09	60.00	86.27	71.4%	37.43	-37.6%	53.82
天原集团	002386	15.36	39.38	1.00	2010-04-09	25.60	58.57	66.7%	16.84	-34.2%	38.53
黑牛食品	002387	27.00	55.21	0.34	2010-04-13	60.00	119.09	122.2%	31.72	-47.1%	62.96
新亚制程	002388	15.00	55.56	0.28	2010-04-13	59.48	212.03	296.5%	29.40	-50.6%	104.80
南洋科技	002389	30.00	50.85	0.17	2010-04-13	89.00	143.80	196.7%	43.58	-51.0%	70.41
信邦制药	002390	33.00	63.46	0.22	2010-04-16	59.00	109.69	78.8%	39.00	-33.9%	72.50
长青股份	002391	51.00	50.00	0.25	2010-04-16	76.10	74.44	49.2%	45.60	-40.1%	44.60
北京利尔	002392	42.00	59.15	0.34	2010-04-23	53.20	73.95	26.7%	33.45	-37.1%	46.50
力生制药	002393	45.00	54.88	0.46	2010-04-23	60.00	70.85	33.3%	44.80	-25.3%	52.90
联发股份	002394	45.00	31.47	0.27	2010-04-23	59.10	39.57	31.3%	38.50	-34.9%	25.78
双象股份	002395	25.00	54.35	0.23	2010-04-29	32.22	68.31	28.9%	21.90	-32.0%	46.43
梦洁家纺	002397	51.00	53.13	0.16	2010-04-29	59.80	42.52	17.3%	42.20	-29.4%	30.00
平均			51.62				93.11	87.1%		-36.4%	57.46
神剑股份	002361	17.00	36.17	0.20	2010-03-03	25.03	52.33	47.2%	20.90	-16.5%	43.69
汉王科技	002362	41.90	68.69	0.27	2010-03-03	78.00	97.55	86.2%	151.11	93.7%	188.98
隆基机械	002363	18.00	36.00	0.30	2010-03-05	25.75	50.89	43.1%	17.60	-31.7%	34.78
中恒电气	002364	22.35	37.25	0.17	2010-03-05	42.00	68.30	87.9%	29.30	-30.2%	47.65
永安药业	002365	31.00	46.27	0.24	2010-03-05	45.00	64.68	45.2%	31.51	-30.0%	45.29
丹甫股份	002366	15.00	29.40	0.34	2010-03-12	25.88	46.03	72.5%	18.34	-29.1%	32.62
康力电梯	002367	27.10	44.35	0.34	2010-03-12	34.05	64.78	25.6%	24.43	-28.3%	46.48
太极股份	002368	29.00	46.77	0.25	2010-03-12	62.00	99.59	113.8%	35.00	-43.5%	56.22
卓翼科技	002369	22.58	53.76	0.25	2010-03-16	30.12	60.60	33.4%	29.81	-1.0%	59.97
亚太药业	002370	16.00	39.90	0.30	2010-03-16	22.20	55.32	38.8%	21.60	-2.7%	53.83
七星电子	002371	33.00	47.83	0.17	2010-03-16	58.00	76.00	75.8%	47.40	-18.3%	62.11
伟星新材	002372	17.97	35.24	0.63	2010-03-18	23.20	44.33	29.1%	18.00	-22.4%	34.39
联信永益	002373	28.00	42.42	0.18	2010-03-18	50.10	74.84	78.9%	29.97	-40.2%	44.77
丽鹏股份	002374	23.80	44.91	0.14	2010-03-18	37.10	69.50	55.9%	28.02	-24.5%	52.49
亚厦股份	002375	31.86	50.57	0.53	2010-03-23	38.02	60.64	19.3%	33.93	-10.8%	54.11
新北洋	002376	22.58	46.08	0.38	2010-03-23	35.00	61.34	55.0%	36.00	2.9%	63.09
国创高新	002377	19.80	61.88	0.27	2010-03-23	26.20	79.87	32.3%	19.64	-25.0%	59.87
章源铝业	002378	13.00	52.00	0.43	2010-03-31	28.00	101.57	115.4%	27.76	-0.9%	100.70
鲁丰股份	002379	33.00	80.49	0.20	2010-03-31	53.00	127.52	60.6%	33.20	-37.4%	79.88
科远股份	002380	39.00	59.22	0.17	2010-03-31	70.50	94.86	80.8%	45.61	-35.3%	61.37
平均			47.96				72.53	59.8%		-16.6%	61.12

资料来源: 东海证券研究所

表 6. 三元达盈利预测假设

百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
收入	193.4	224.5	336.2	481.6	610.2	769.3	16.1%	49.7%	43.2%	26.7%	26.1%
产品销售	146.9	181.6	268.9	381.8	477.3	596.6	23.6%	48.1%	42.0%	25.0%	25.0%
系统集成	35.1	28.9	48.2	73.2	95.2	119.0	-17.7%	66.8%	52.0%	30.0%	25.0%
维护服务	11.4	14.1	18.8	25.3	35.4	49.6	23.7%	33.0%	35.0%	40.0%	40.0%
其他业务			0.4	1.3	2.3	4.1			200.0%	80.0%	80.0%
收入占比											
产品销售	76.0%	80.9%	80.0%	79.3%	78.2%	77.5%	4.9%	-0.9%	-0.7%	-1.1%	-0.7%
系统集成	18.1%	12.9%	14.3%	15.2%	15.6%	15.5%	-5.3%	1.5%	0.9%	0.4%	-0.1%
维护服务	5.9%	6.3%	5.6%	5.3%	5.8%	6.4%	0.4%	-0.7%	-0.3%	0.6%	0.6%
其他业务	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
毛利率	41.8%	40.1%	40.5%	39.4%	37.2%	37.2%	-1.8%	0.5%	-1.2%	-2.2%	0.0%
产品销售	36.9%	34.7%	36.2%	35.5%	33.0%	33.0%	-2.2%	1.5%	-0.7%	-2.5%	0.0%
系统集成	58.5%	54.4%	54.9%	52.0%	50.0%	50.0%	-4.1%	0.6%	-2.9%	-2.0%	0.0%
维护服务	53.8%	79.2%	65.0%	60.0%	58.0%	55.0%	25.4%	-14.2%	-5.0%	-2.0%	-3.0%
其他业务			65.9%	65.0%	65.0%	65.0%	0.0%	65.9%	-0.9%	0.0%	0.0%
毛利贡献率											
产品销售	67.1%	70.1%	71.4%	71.5%	69.3%	68.8%	3.1%	1.3%	0.0%	-2.1%	-0.6%
系统集成	25.4%	17.5%	19.4%	20.1%	21.0%	20.8%	-7.9%	2.0%	0.7%	0.9%	-0.2%
维护服务	7.6%	12.4%	8.9%	8.0%	9.1%	9.5%	4.8%	-3.5%	-0.9%	1.0%	0.5%
其他业务	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.9%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%

资料来源：东海证券研究所

表 7. 三元达盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	193.4	224.5	336.2	481.6	610.2	769.3	16.1%	49.7%	43.2%	26.7%	26.1%
增长率		16.1%	49.7%	43.2%	26.7%	26.1%	16.1%	33.7%	-6.5%	-16.5%	-0.6%
产品销售	146.9	181.6	268.9	381.8	477.3	596.6	23.6%	48.1%	42.0%	25.0%	25.0%
系统集成	35.1	28.9	48.2	73.2	95.2	119.0	-17.7%	66.8%	52.0%	30.0%	25.0%
维护服务	11.4	14.1	18.8	25.3	35.4	49.6	23.7%	33.0%	35.0%	40.0%	40.0%
其他业务	0.0	0.0	0.4	1.3	2.3	4.1	NA	NA	200.0%	80.0%	80.0%
综合毛利率	41.8%	40.1%	40.5%	39.4%	37.2%	37.2%	-1.8%	0.5%	-1.2%	-2.2%	0.0%
营业成本	112.5	134.6	199.9	292.0	383.1	483.0	19.7%	48.5%	46.0%	31.2%	26.1%
营业税金及附加	3.1	3.3	5.8	8.2	10.4	13.1	8.2%	73.1%	41.2%	26.7%	26.1%
期间费用率	28.2%	26.9%	28.2%	25.2%	23.0%	23.4%	-1.2%	1.3%	-3.0%	-2.2%	0.4%
销售费用	30.6	35.0	48.7	67.4	79.3	96.2	14.2%	39.4%	38.4%	17.6%	21.2%
销售费用率	15.8%	15.6%	14.5%	14.0%	13.0%	12.5%	-0.3%	-1.1%	-0.5%	-1.0%	-0.5%
管理费用	21.4	22.6	38.4	54.4	70.2	88.5	5.4%	70.2%	41.6%	28.9%	26.1%
管理费用率	11.1%	10.1%	11.4%	11.3%	11.5%	11.5%	-1.0%	1.4%	-0.1%	0.2%	0.0%
财务费用	2.4	3.0	7.7	(0.5)	(9.2)	(4.6)	22.3%	159.1%	-106.3%	1800.4%	-49.6%
财务费用率	1.3%	1.3%	2.3%	-0.1%	-1.5%	-0.6%	0.1%	1.0%	-2.4%	-1.4%	0.9%
资产减值损失	0.9	3.7	(1.0)	4.8	6.1	7.7	313%	-126%	-594%	27%	26%
公允价值变动净收益	0.5	(0.6)	0.0	0.0	0.0	0.0	-231.6%	-100.0%	NA	NA	NA
投资净收益	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	4330.4%	-100.0%	NA	NA	NA
营业利润	23.0	22.4	36.6	55.3	70.3	85.5	-2.5%	63.4%	50.9%	27.2%	21.6%
增长率		-2.5%	63.4%	50.9%	27.2%	21.6%	-2.5%	65.9%	-12.6%	-23.6%	-5.6%
营业利润率	11.9%	10.0%	10.9%	11.5%	11.5%	11.1%	-1.9%	0.9%	0.6%	0.0%	-0.4%
加: 营业外收入	12.1	12.7	17.8	19.0	19.3	19.3	4.8%	40.5%	6.8%	1.6%	0.0%
减: 营业外支出	0.0	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2	NA	NA	NA	NA	NA
利润总额	35.1	34.6	54.3	74.1	89.4	104.6	-1.2%	57.0%	36.3%	20.7%	17.0%
减: 所得税	3.1	3.5	4.8	6.5	7.9	9.2	NA	NA	NA	NA	NA
实际所得税率	8.9%	10.2%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	1.4%	-1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	32.0	31.1	49.6	67.5	81.5	95.4	-2.7%	59.5%	36.3%	20.7%	17.0%
减: 少数股东损益	(0.4)	(0.3)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	-41.2%	-93.9%	-100.0%	NA	NA
归属于母公司所有者的净利润	32.4	31.3	49.6	67.5	81.5	95.4	-3.3%	58.2%	36.2%	20.7%	17.0%
增长率		-3.3%	58.2%	36.2%	20.7%	17.0%	-3.3%	61.5%	-22.0%	-15.5%	-3.7%
净利润率	16.7%	14.0%	14.7%	14.0%	13.4%	12.4%	-2.8%	0.8%	-0.7%	-0.7%	-1.0%
每股收益(元)	0.27	0.26	0.41	0.56	0.68	0.80	-3.3%	58.2%	36.2%	20.7%	17.0%

资料来源: 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务、通信设备及传媒行业研究; 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 3 年证券研究经验, 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122