

三元达 002417.SZ

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

领先的无线网优覆盖产品及服务提供商

本报告导读：➤ 无线网优覆盖产品及服务是主要收入来源
➤ 3G 无线网优及移动宽带化推动行业较快成长

投资要点：

- **成长中的无线网优提供商。**公司是国内专业的无线网络优化覆盖设备供应商，并向客户提供系统集成服务以及与网络维护服务。近年保持较快成长，营业收入由2007年的1.93亿元成长到2009年的3.36亿元。公司在国内无线网优覆盖行业份额4.1%，排名第5位，处第二梯队。
- **无线网优覆盖产品及服务是主要收入来源。**公司09年来自无线网优覆盖产品的收入为2.69亿元，占比80%，来自网络系统设计集成和网络维护服务的收入为4819万元和1875万元，占比14.3%和5.6%。过去三年公司综合毛利率水平稳定在40%的水平。

● **3G无线网优及移动宽带化推动行业较快成长。**无线网络优化覆盖主要是解决运营商室内外信号盲区覆盖问题，运营商移动网络建设完成后对网络优化投资将成为重点，因此国内3G网络建设将推动无线网优覆盖市场较快发展。预计到2013年国内网优覆盖市场规模138亿元，未来3年复合增长14%以上。移动宽带化是未来行业发展趋势，WLAN建设推动宽带无线网络优化覆盖设备的需求保持增长。

另外，移动多媒体广播的快速发展，使得CMMB网络建设将成为无线网络优化覆盖设备未来新的增长点。

● **募投项目。**公司拟募集资金2.24亿元用于2G/3G直放站产业化项目，以及营销服务网络和研发中心的扩建等。项目建成后将缓解公司现有产能制约的问题，另外将加强公司数字电视无线覆盖市场和宽带无线接入市场的竞争能力。

● **盈利预测。**我们预计公司未来几年保持较快成长，预计10-12年公司营收约为4.35亿、5.6亿和6.95亿元，净利润复合增长28%左右，每股收益分别为0.57元、0.72元和0.86元左右。

● **估值与建议。**目前，可比同行业公司09-11年的平均PE水平为48X，30X和23X，10年PEG均值为0.92X左右。近期上市中小板科技类公司09-11年的平均PE水平为76X，54X和40X，10年PEG均值为1.5X左右。因公司未来复合成长率低于可比对象，综合考虑，我们给予公司10年PE30-35倍估值，对应合理价格在17.1~20元左右。给予11年PE35-40倍估值，预计上市首日交易价格区间为25~29元左右，建议投资者关注公司的投资机会。

请务必阅读正文之后的重要声明

通信设备及服务

2010.05.31

发行上市

首日价格区间	25-29 元
发行方式	网下询价+网上申购
发行价格	20 元
保荐机构	太平洋证券
预计上市日期	2010.06

发行数据

发行股本（百万股）	30
发行后总股本（百万股）	120
流通股比例（%）	25
主要股东	黄国英
主要股东发行前持股（%）	24.2%

基础数据（2009 年度）

每股收益（元）	0.55
每股净资产（元）	2.49
毛利率（%）	40.5
ROE-加权（%）	24.9
资产负债率（%）	62.9

发行后股本结构

股东	百万股	%
黄国英	21.8	18.2
郑文海	11.9	9.9
张有兴	11.9	9.9
公众股东	30	25

万阳松

行业研究员

执业证书编号	S0820210010026
电话	021-32229888*3501
邮箱	wanyangsong@ajzq.com

相关报告

图表 1：可比同行业公司估值水平比较

公司	收盘价	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	10PEG	Growth: 3Y
三维通信	25.13	0.361	0.833	1.092	1.380	69.71	30.18	23.01	18.20	0.48	62.8%
武汉凡谷	16.16	0.613	0.784	0.940	1.131	26.34	20.62	17.20	14.29	0.91	22.7%
烽火通信	28.36	0.593	0.837	1.098	1.378	47.80	33.88	25.83	20.58	1.04	32.6%
中兴通讯	36.13	1.286	1.770	2.229	2.885	28.09	20.41	16.21	12.52	0.66	31.0%
光迅科技	35.84	0.651	0.811	1.075	1.414	55.04	44.18	33.33	25.34	1.50	29.5%
中值	28.36	0.613	0.833	1.092	1.380	47.80	30.18	23.01	18.20	0.91	31.0%
均值	28.32	0.701	1.007	1.287	1.638	45.40	29.86	23.12	18.19	0.92	35.7%

来源：Wind，爱建证券研究部（收盘价日期：2010-05-30）

图表 2：近期上市中小板科技类公司估值水平比较

公司	收盘价	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	10PEG	Growth: 3Y
中利科技	30.46	0.760	1.277	1.664	2.014	40.08	23.86	18.31	15.13	0.60	39.8%
三泰电子	22.58	0.401	0.523	0.673	0.794	56.27	43.17	33.57	28.43	1.68	25.7%
光迅科技	35.84	0.651	0.811	1.075	1.414	55.04	44.18	33.33	25.34	1.50	29.5%
威创股份	18.57	0.326	0.380	0.506	0.660	56.98	48.88	36.70	28.14	1.83	26.7%
辉煌科技	47.42	0.520	0.845	1.247	1.769	91.17	56.15	38.03	26.80	1.11	50.6%
日海通讯	37.9	0.725	1.128	1.563	2.118	52.25	33.60	24.25	17.90	0.78	43.2%
积成电子	41.18	0.513	0.708	0.979	2.374	80.35	58.16	42.05	17.34	0.80	73.0%
键桥通讯	21.37	0.272	0.387	0.499	0.827	78.48	55.28	42.85	25.83	1.21	45.6%
焦点科技	79.55	0.775	1.201	1.626	2.864	102.63	66.26	48.91	27.78	1.19	55.5%
汉王科技	158.1	0.800	1.330	1.889	2.454	197.72	118.87	83.72	64.42	2.58	46.1%
联信永益	32.81	0.669	0.852	1.095	1.375	49.01	38.51	29.96	23.86	1.42	27.1%
漫步者	36	0.742	1.078	1.435	1.893	48.54	33.40	25.08	19.01	0.91	36.8%
太极股份	39.82	0.623	0.865	1.203	1.676	63.97	46.06	33.11	23.76	1.18	39.1%
合众思壮	59.01	0.700	0.887	1.126	1.477	84.36	66.50	52.43	39.96	2.35	28.3%
四维图新	36.82	0.340	0.459	0.642	0.865	108.20	80.20	57.36	42.58	2.20	36.5%
交技发展	40.61	0.511	0.622	0.777	0.964	79.50	65.29	52.29	42.14	2.77	23.6%
广联达	55	1.047	1.361	1.647	2.224	52.53	40.41	33.40	24.74	1.41	28.7%
中值	37.90	0.651	0.852	1.126	1.676	63.97	48.88	36.70	25.83	1.41	36.81%
均值	46.65	0.610	0.865	1.156	1.633	76.30	54.05	40.31	29.01	1.50	38.58%

来源：Wind，爱建证券研究部（收盘价日期：2010-05-30）

图表3：公司利润表预测

单位：百万元	07A	08A	09A	10E	11E	12E	09Vs08	10Vs09	11Vs10	12Vs11
主营业务收入	193.44	224.55	336.25	435	560	695	49.7%	29.4%	28.7%	24.1%
增长率(%)	0.00%	16.08%	49.75%	29.37%	28.74%	24.11%	33.7%	-20.4%	-0.6%	-4.6%
毛利	80.95	89.95	136.32	170	215	265	51.5%	24.7%	26.5%	23.3%
综合毛利率(%)	41.85%	40.06%	40.54%	39.08%	38.39%	38.13%	0.5%	-1.5%	-0.7%	-0.3%
主营业务成本	112.48	134.59	199.93	265	345	430	48.5%	32.5%	30.2%	24.6%
营业税金及附加	3.10	3.35	5.80	6.53	8.40	10.43	73.1%	12.5%	28.7%	24.1%
占收入比率(%)	1.60%	1.49%	1.72%	1.50%	1.50%	1.50%	0.2%	-0.2%	0.0%	0.0%
主营业务利润	77.86	86.61	130.52	163.48	206.60	254.58	50.7%	25.2%	26.4%	23.2%
期间费用	54.47	60.51	94.87	109.62	138.32	173.75	56.8%	15.6%	26.2%	25.6%
期间费用率(%)	28.16%	26.95%	28.21%	25.20%	24.70%	25.00%	1.3%	-3.0%	-0.5%	0.3%
销售费用	30.62	34.96	48.73	60.90	75.60	93.83	39.4%	25.0%	24.1%	24.1%
销售费用率(%)	15.83%	15.57%	14.49%	14.00%	13.50%	13.50%	-1.1%	-0.5%	-0.5%	0.0%
管理费用	21.42	22.58	38.44	50.03	63.28	78.54	70.2%	30.1%	26.5%	24.1%
管理费用率(%)	11.07%	10.06%	11.43%	11.50%	11.30%	11.30%	1.4%	0.1%	-0.2%	0.0%
财务费用	2.43	2.97	7.70	-1.305	-0.56	1.39	159.1%	-117.0%	57.1%	348.2%
财务费用率(%)	1.26%	1.32%	2.29%	-0.30%	-0.10%	0.20%	1.0%	-2.6%	0.2%	0.3%
资产减值损失	0.90	3.71	-0.97	2.18	2.80	3.48	-126.3%	323.2%	28.7%	24.1%
减值损失率(%)	0.46%	1.65%	-0.29%	0.50%	0.50%	0.50%	-1.9%	0.8%	0.0%	0.0%
公允价值变动净收益	0.48	-0.63	0.00	0.00	0.00	0.00	100.0%	-	-	-
投资净收益	0.01	0.66	0.00	0.00	0.00	0.00	-100.0%	-	-	-
营业利润	22.98	22.41	36.63	51.68	65.48	77.35	63.4%	41.1%	26.7%	18.1%
增长率(%)	0.00%	-2.50%	63.44%	41.09%	26.70%	18.13%	65.9%	-22.3%	-14.4%	-8.6%
营业利润率(%)	11.88%	9.98%	10.89%	11.88%	11.69%	11.13%	0.9%	1.0%	-0.2%	-0.6%
营业外收支净额	12.08	12.21	17.72	22.62	29.12	36.14	45.0%	27.7%	28.7%	24.1%
占收入比率(%)	6.24%	5.44%	5.27%	5.20%	5.20%	5.20%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%
利润总额	35.06	34.62	54.34	74.30	94.60	113.49	57.0%	36.7%	27.3%	20.0%
减：所得税	3.11	3.55	4.78	6.54	8.32	9.99	34.9%	36.7%	27.3%	20.0%
实际所得税率(%)	8.86%	10.24%	8.80%	8.80%	8.80%	8.80%	-1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	31.95	31.08	49.56	67.76	86.28	103.50	59.5%	36.7%	27.3%	20.0%
减：少数股东损益	-0.44	-0.26	-0.02	0.00	0.00	0.00	93.9%	100.0%	-	-
占净利润比率(%)	-1.37%	-0.83%	-0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
归属母公司股东净利润	32.39	31.34	49.58	67.76	86.28	103.50	58.2%	36.7%	27.3%	20.0%
增长率(%)	0.00%	-3.26%	58.21%	36.68%	27.32%	19.97%	61.5%	-21.5%	-9.4%	-7.4%
净利润率(%)	16.75%	13.96%	14.74%	15.58%	15.41%	14.89%	0.8%	0.8%	-0.2%	-0.5%
期末每股收益（元）	1.206	0.348	0.551	0.565	0.719	0.863	58.2%	2.5%	27.3%	20.0%
最新总股本摊薄 EPS（元）	0.270	0.261	0.413	0.565	0.719	0.863	58.2%	36.7%	27.3%	20.0%

来源：爱建证券研究部预测（模型更新日期：2010-05-30）

投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。