



无线城市建设受益者

——三元达（002417）调研简报

公司介绍：

公司是国内领先的无线网络优化覆盖设备供应商和服务提供商。公司主要从事2G 和3G 移动通讯、数字电视等无线网络优化覆盖设备的研发、生产、销售及服务。同时也是专业的无线网络优化覆盖系统集成商和专业维护商。我们近期对公司进行了调研，要点如下。

要点：

- **管理费用上升及毛利率下降致公司 2010 年利润增长低于营收增长：**公司去年上市，2010 年年报管理费用中包含约 1000 万的路演等费用，如不算此处开支，公司 2010 年净利润增长约 27%左右，仍然低于营收增长的原因是公司为抢占份额产品毛利率下滑近 7 个百分点。
- **预计公司今年 WLAN 营收接近 1 亿：**2009 年公司 WLAN 营收 2000 万，2010 年营收为 3000 万-4000 万。2010 年公司 802.11g 设备中移动集采份额第二，802.11n 设备中移动集采份额第一。2011 年中国移动 AP 集采招标预计约 90 万台设备（均价 1000 元左右），各省最后实际招标数量一般会超过集采数，实际中国移动采购设备数应该在 100 万台左右。预计 2011 年中国联通 AP 招标 15-20 万台，预计电信招标数额与联通相差不多。截至目前公司斩获 6.7 万台 AP 订单，预计全年将达到 10 万台左右，粗略估算贡献 1 亿营收，但由于集采竞争激烈，AP 毛利率也是逐年下滑，已经接近传统网优设备的毛利，预计今年 AP 毛利率在 30%左右。另外预计公司通过 WLAN 产品销售带来的系统集成工程也将增加，该部分收入 11 年也将有大幅提升。
- **预计公司传统网优行业增速略高于行业平均增速：**网优行业投资较为稳定，一般资本开支占到运营商总体资本开支 5%左右，不考虑 2008 年的 3G 建设高潮，行业年平均增速大约在 15%-20%左右。公司在传统网优设备的市场占有率较低，按照营收计算约为 5%-8%左右，尚有较大成长空间。通过公司 2010 年的销售网络大力布局，相信公司网优设备行业将有超过行业平均增速的表现，预计同比增长 25%左右。
- **市场盈利预期及估值：**公司今年管理费用将比 2010 年有所降低，但各产品毛利率恐仍维持下降趋势，联通电信如果 AP 招标数量超预期，公司营收仍有上调可能，综合预测公司 11-13 年 EPS 为 0.46 元，0.6 元和 0.73 元，对应市盈率分别为 31 倍，24 倍和 19 倍。公司长期股价有业绩支撑，但在目前通信板块个股普遍下跌的情况下，估值略微显得偏高，且刚有占 43%流通股数量的限售股解禁，短期来讲股价仍然面临压力，但看好公司长期业绩，维持“推荐”评级
- **风险提示：**集采价格跳水，集采份额大幅下降

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期：2011 年 06 月 13 日

分析师

新雪翔

☎(86-10) 88366060-8739

✉ jxx@cgws.com

执业证书编号：S1070511010001

联系人

金炜

☎(86-10) 88366060-8876

✉ jinw@cgws.com

从业证书编号：S1070111040040

投资评级： 推荐(维持)

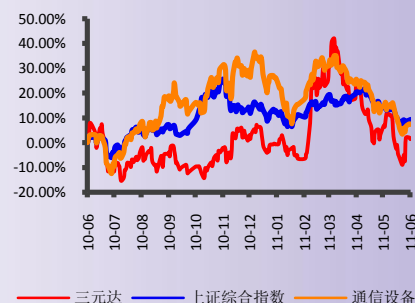
市场数据 股价：13.95 元

总市值（百万元）	2,647.800
流通市值（百万元）	1,159.703
总股本（百万股）	180.000
流通股本（百万股）	78.838
12 个月最高/最低	34.09/14.3
十大流通股占总股本比	72.750%
大股东	黄国英

公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	743	1082	1515
(+/- %)	49.6%	45.7%	40.0%
净利润(百万元)	82	107	131
(+/- %)	56.0%	30.4%	22.2%
摊薄 EPS(元)	0.456	0.594	0.726
市盈率（倍）	30.6	23.5	19.2

公司股价表现图



相关报告

利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	496	743	1082	1515	成长性				
营业成本	314	468	683	958	营业收入增长	47.6%	49.6%	45.7%	40.0%
销售费用	63	96	140	196	营业成本增长	57.1%	49.2%	45.8%	40.2%
管理费用	66	92	134	187	营业利润增长	-9.2%	100.1%	36.2%	24.5%
财务费用	4	-2	6	22	利润总额增长	3.6%	63.3%	30.4%	22.2%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	6.1%	56.0%	30.4%	22.2%
营业利润	33	67	91	113	盈利能力				
营业外收支	23	25	29	33	毛利率	36.7%	36.9%	36.9%	36.8%
利润总额	56	92	120	146	销售净利率	10.6%	11.0%	9.9%	8.6%
所得税	4	6	8	10	ROE	6.3%	9.0%	10.5%	11.4%
少数股东损益	0	3	4	5	ROIC	8.7%	9.1%	9.0%	9.0%
净利润	53	82	107	131	营运效率				
资产负债表 (百万元)					销售费用/营业收入	12.7%	12.9%	12.9%	12.9%
流动资产	1122	1214	1768	2477	管理费用/营业收入	13.3%	12.3%	12.3%	12.3%
货币资金	528	327	476	667	财务费用/营业收入	0.9%	-0.2%	0.5%	1.5%
应收帐款	294	440	642	898	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
存货	277	413	602	844	应收帐款周转率	2.1296	2.0225	2.0006	1.968
非流动资产	62	98	123	136	存货周转率	1.3096	1.3578	1.3452	1.324
固定资产	24	55	79	95	流动资产周转率	0.5873	0.6363	0.7258	0.7136
资产总计	1184	1312	1891	2613	总资产周转率	0.5554	0.5954	0.6757	0.6727
流动负债	351	394	862	1448	偿债能力				
短期借款	57	-82	-151	-220	资产负债率	29.7%	30.1%	45.6%	55.4%
应付款项	230	343	501	702	流动比率	3.19	3.08	2.05	1.71
非流动负债	0	0	0	0	速动比率	2.40	2.03	1.35	1.13
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				
负债合计	351	394	862	1448	EPS	0.44	0.46	0.59	0.73
股东权益	832	918	1029	1165	每股净资产	6.91	5.07	5.66	6.39
股本	120	180	180	180	每股经营现金流	-0.59	-0.21	-0.31	-0.42
留存收益	710	732	839	969	每股经营现金/EPS	-1.4	-0.5	-0.5	-0.6
少数股东权益	2	6	10	16	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
负债和权益总计	1184	1312	1891	2613	PE	31.8	30.6	23.5	19.2
现金流量表 (百万元)					PEG	0.75	1.01	-	-
经营活动现金流	-71	-37	-55	-75	PB	2.0	2.8	2.5	2.2
其中营运资本减少	-132	-148	-204	-260	EV/EBITDA	25.38	25.47	19.43	15.96
投资活动现金流	-22	-62	-62	-62	EV/SALES	14.75	-2.78	22.72	37.84
其中资本支出	-39	-62	-62	-62	EV/IC	2.99	2.83	2.19	1.79
融资活动现金流	468	-138	-69	-69	ROIC/WACC	1.01	1.06	1.05	1.04
净现金总变化	375	-237	-186	-206	REP	2.97	2.66	2.08	1.71

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

数据来源：长城证券盈利预测模型

研究员介绍:

靳雪翔: 清华大学工学博士, 2010年9月加入长城证券研究所, 从事有色、TMT 行业研究, 三年证券从业经验。

金炜: 通信专业硕士, 2010年6月加入长城证券, 4年华为工作经验。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>