

署名人: 王鹏

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 王大鹏 CFA Charter pending

执业证书编号: S0960111040010

0755-82026819

wangdapeng@cjis.cn

6-12个月目标价: 28.00元

当前股价: 15.19元

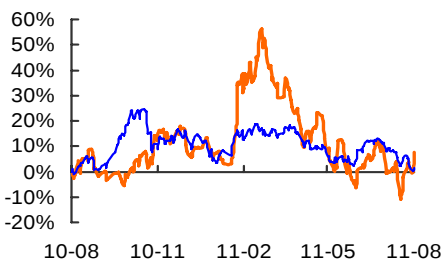
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11243.42
总股本(百万)	180
流通股本(百万)	79
流通市值(亿)	12
EPS (TTM)	0.28
每股净资产(元)	4.62
资产负债率	29.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
三元达	-0.98	0.28	-18.93
深证成份指数	-8.98	-4.25	-10.00



— 三元达 — 深证成份指数

相关报告

三元达-大举扩张 WLAN 产能, 战略进军天线领域-强烈推荐 2011-8-23
三元达-WLAN 建设大潮中崛起的龙头, 爆发性增长即将来临 2011-8-11

三元达

002417

强烈推荐

WLAN 业务给力, 收入增长同时毛利率大幅提升

公司发布2011年中期业绩:

收入同比增长42.6%, 毛利率40.4%比去年同期提升4.2个百分点, 营业利润增长106%, 净利润增长29.6%, 扣除非经常性损益后净利润同比增长45%。

考虑增值税延期返还因素影响, 我们测算可比扣非净利润增速为69%, 这得益于公司 WLAN 业务发展及其对网优覆盖业务带来良好的协同效应。

投资要点

■ 市场开拓给力, 收入增长 42.6%

(1) 公司网优覆盖业务增长稳定, 在运营商集采中份额提升, 成功开拓吉林、山东、海南、山西等省份的新市场。目前网优覆盖行业竞争激烈, 新市场的开拓充分体现了公司竞争力, 随着运营商特别是中国联通未来加大 3G 网络覆盖建设力度, 公司将长期受益。(2) WLAN 设备于二季度开始发货, 销售设备同时带来施工建设、优化服务等收入。

■ WLAN 业务带动毛利率大幅提升, 三四季度将更加明显

公司毛利率同比提高 4.2 个百分点, 超出我们预期, 主要由于 (1) 公司实力获得运营商认可, 网优设备市场份额不断提升的同时, 捆绑带来更多高毛利率的系统集成及维护服务收入。(2) WLAN 业务毛利率高于网优覆盖设备, 并产生协同效应拉动公司网优业务发展。我们预计随着三、四季度 WLAN 收入集中确认, 这一趋势将更加明显, 公司收入大增同时毛利率有望得到进一步提升。

■ 战略进军天线领域, 协同效应将全面提升公司市场份额

公司出资 6400 万元与海天天线共同设立西安三元达海天天线有限公司, 从事天线研发、制造、销售及服务, 天线作为网优覆盖系统重要组成部分, 将与公司网优覆盖产品实现捆绑销售。海天天线成立于 1992 年, 拥有雄厚的研发实力(特别在 TD-SCDMA 及 TD-LTE 领域)是国内天线行业昔日龙头, 三元达与运营商良好的合作关将与之形成很好的互补, 并再次与网优覆盖业务产生协同效应, 我们这一观点已经在公司 WLAN 业务发展中得到验证。值得一提的是, 行业霸主京信通信正是同时拥有网优覆盖、天线、WLAN 等业务, 能够做到今天份额很大程度上得益于多业务间良好的协同效应。如今三元达在进军天线领域后将成为 A 股唯一同时生产覆盖设备及天线的通信公司, 竞争力倍增同时市场份额将全面提升。

■ 盈利预测及估值

公司毛利率好于预期, 我们看好公司未来两年天线收入发展和业务间协同效应, 再次上调 2011-13 年 EPS 预测为 0.55、0.95、1.28 元, 目前股价对应 11-13 年 PE 分别为 27.6、16、11.9 倍, 未来 12 个月目标价 28 元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示

运营商未来 WLAN 建设规模未达预期, 天线产品投产缓慢

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	496	768	1321	1638
同比(%)	48%	55%	72%	24%
归属母公司净利润(百万元)	53	98	171	230
同比(%)	6%	87%	72.7%	34.7%
毛利率(%)	36.7%	38.0%	36.3%	35.7%
ROE(%)	6.3%	10.9%	14.0%	15.2%
每股收益(元)	0.29	0.55	0.95	1.28
P/E	52.10	27.60	16.00	11.87
P/B	3.39	3.11	2.65	2.30
EV/EBITDA	37	27	16	12

资料来源: 中投证券研究所

一、市场开拓给力，主营业务稳定增长

1、考虑增值税延期返还因素影响，可比扣非净利润增长 69%

公司收入增长 42.5%，由于毛利率大幅提升 4.2 个百分点，营业利润增长达 106%。我们根据收入增速、去年同期增值税返还 617 万元、公司收入及产品结构未发生较大变化，测算得到：上半年应得增值税返还约为 870 万元，实际返还 517 万元，营业外收入应增加 353 万元，税后净利润增加约 300 万元，可比扣非净利润为 2071 万元，同比去年同期 1222 万元增长达 69%。

2、网优覆盖业务打入新市场，公司综合竞争力的体现

公司主营网优覆盖业务持续稳健增长，在运营商网优覆盖产品集采中份额得到提升，实现了吉林、山东、海南、山西等新省份市场的开拓。我们认为这得益于公司对营销网络建设的持续投入，同时也是公司优秀研发能力的体现，最重要的是目前网优覆盖行业竞争激烈，厂家格局很大程度上决定于与各省公司合作关系，**公司份额增长是综合竞争力的体现：**

- (1) 加强与中国移动合作，新进入部分省份，并受益于中移动 2G 大规模建设
- (2) 保持与联通各省良好的合作关系
- (3) WLAN 业务带来协同效应，例如山西省就是通过获得 WLAN 订单后切入网优覆盖业务

3、WLAN 业务收入开始确认，三四季度是高峰

我们了解到公司 5 月初开始 AP 设备发货，一季度没有 WLAN 收入，二季度确认 WLAN 业务收入约为 4000 万元，体现为二季度单季公司收入同比增长达 139%。预计随着项目完工以及联通订单的发货，三、四季度公司将迎来 WLAN 收入确认高峰。

从公司现有订单情况看，中国移动约 8 万 AP，中国联通 2 万 AP，后续中国电信将于 4 季度进行 60 万个 AP，规模 10 亿的集采，中国联通将会追加一次集采规模 15 万 AP。我们认为公司将保持 10% 左右份额。

公司 23 日公告使用超募资金 5000 万元扩充 WLAN 产能 6 万台 AP，这也是对于后续份额的信心体现。我们认为公司完全可以实现之前的预测，即全年销售 12.5 万台 AP，甚至有超预期可能。预测 2011-13 年公司 WLAN 业务收入分别为 1.63、4.33、4.97 亿，三年复合增长率 152%。

二、WLAN 业务带动公司毛利率提升，与网优覆盖协同效果明显

1、再次重申：WLAN 业务毛利率高于网优覆盖

公司在扩容产能公告中表示，WLAN 设备销售产生阶段性收入 1700 万元，利润 540 万元，据此可计算出 WLAN 纯设备毛利率约为 31.8%，高于网优覆盖设备。我们了解主要是与 AP 设备配套的 AC 设备及 WLAN 干放有着很高的毛利率。

之前市场普遍质疑 WLAN 业务毛利率偏低，而随着 WLAN 收入于二季度开始确认，公司商品销售收入毛利率提升 7%，整体毛利率提升 4.2%，实现收入增长 42.5%同时营业利润增长达 106%这一优秀业绩。我们可以看到同业公司三维通信、国人通信、京信通信披露的中报毛利率都呈小幅下降趋势，唯独三元达大幅提升，而各家网优覆盖产品不存在明显技术差异，这充分验证了 WLAN 业务对于公司毛利率提升的效果。

2、WLAN 与网优覆盖业务形成协同效应，服务收入得到提升

一方面公司 WLAN 业务毛利率本身高，另一方面与网优覆盖产生了良好的协同效应。以新增市场山西省为例，原本公司与山西移动不存在业务合作，而 AP 获得山西市场订单后，运营商对公司产品质量及施工水平表示满意，并签订了后续网优覆盖业务合同，公司成功切入山西市场。

随着公司网优覆盖产品竞争力提升，在集采中获得更高份额同时，得到了更多系统集成及维护服务订单，由于与运营商签订的是设备加施工加维护的打包合同，所以集中体现在商品销售这项里，并拉高了毛利率。让我们再一次强调事实：行业竞争者毛利率普遍出现 2%左右下降，三元达毛利率提升达 4%，首先是高毛利率的 WLAN 业务拉动，其次是协同效应得到发挥，公司获得更多系统集成及服务收入。

三、进军天线领域，公司竞争力全面提升

1、建立研究院并设立新公司，实际已吸收合并了海天天线

海天天线历史悠久

海天天线 8227.HK 于 2003 年在香港上市，前身是 1992 年成立的西安海天天线生产厂，专注天线研发及生产近 20 年。其创始人、目前董事长兼首席科学家肖良勇教授曾任西安电子科技大学天线工程发展中心主任，是著名的天线专家，早期和西安电子科技大学的天线研究专家们主要研究军方市场，其中最成功的是海军天线产品。1999 年公司正式成立并转向民用市场，凭借多年技术积累和科研经验，迅速研发出 GSM、CDMA 及 PHS 系统天线，打破了当时国外产品对国内市场的垄断。公司 2003 年第一批加盟 TD-SCDMA 产业联盟，在 TD-SCDMA 以及未来 TD-LTE 所采用的智能天线领域拥有技术优势。

技术路线选择失败、产品无法适应市场

我们了解到海天天线自 2006 年起，投入约 1.6 亿元用于 TD-SCDMA 标准的 FemoCell 基站研究，但 FemoCell 在国内至今未能实现商用，这一重大技术路线选择失败，导致公司资金链长期紧张并最终于 2010 年断裂，公司已无法维持正常生产。

另外在科学家身份的创始人领导下，公司一直全力追求产品性能指标，海天天线拥有 250 人的核心研发团队而销售仅为 10 余人，忽略了市场接受程度和成本控制，后期基本停止生产 GSM/CDMA 等传统产品，导致产能利用率低下，再加上资金紧张，最终导致公司无法运转。

海天天线实际已被三元达吸收合并

据我们了解，三元达将全面接纳海天天线的研发、生产人员，将公司与运营商优秀的合作关系及营销网络与海天权威的天线技术和研发能力相结合，形成优势互补。天线产品作为网优覆盖系统的一部分，将与公司主营业务产生巨大的协同效应，我们这一观点已经在 WLAN 业务中得到充分体现。

2、进军天线领域是战略选择，协同效应将大幅提升公司竞争力

(1) 行业门槛高较高，收购更合算

天线生产企业需要通过合格供应商认证、技术实力门槛高、生产工艺要求高、生产规模要求高，收购现成生产线及技术许可将比自行研发成本低很多。

(2) 自行生产各类基站天线，与目前直放站产品配套捆绑销售

天线设备作为网优覆盖系统的重要组成部分，可与公司直放站等产品搭配销售给运营商，而之前公司需要从天线生产企业采购。目前运营商更倾向于采购同一厂商提供的全套设备并包含施工、代维等服务，天线投产后，三元达将成为 A 股唯一能够提供网优覆盖全产品解决方案的公司，而业内龙头京信通信的成功很大程度上正是来自于这一优势。

(3) 受技术更新影响，直放站市场将逐步萎缩，而天线需求永远存在

BBU+RRU 组网方式以及未来 4G 的 relay 技术将对公司直放站产品形成替代，但任何制式的无线通信系统都必须使用天线并不断更新换代，天线需求长期存在。

(4) 公司客户关系与海天技术实力形成互补

三元达与中国联通保持了良好的合作关系，同时近两年大力加强与中国移动合作，有了海天技术实力的补充能够最大程度利用这些关系销售产品，另外海天过去与华为有着良好的合作关系，这将为三元达切入主设备商及海外市场提供机会。

(5) 剑指 TD-LTE 大规模建设

海天的技术优势主要集中在 TD-SCDMA 及 TD-LTE 智能天线领域，公司收购也是看中即将来临的 TD-LTE 大规模建网机会。我们认为 2012 年下半年中移动将开始 TD-LTE 试商用，2013 年开始大规模建设 TD-LTE 网络，届时三元达将凭借客户关系以及整体解决方案能力获得可观的市场份额。

三、估值及投资建议

在了解到更多收购信息后，参考海天天线 2009 年实现收入 1.95 亿元，我们提高了对公司 2012-13 年新增天线收入的预测，分别为 1.2 亿、1.8 亿元，参考 A 股上市公司盛路通信 2011 年中报毛利率 23.5%、海天天线 2010 年中报毛利率 24.2%，三元达天线产品毛利率按照 22% 计算。

上调 2011-13 年 EPS 分别为 0.55、0.95、1.28 元，复合增长率 52%，目前股价对应 2011-13 年 PE 分别为 27.6、16、11.9 倍，6 个月目标价 28 元，维持“强烈推荐”评级。

表格 1 公司 2011-13 年业务收入及毛利率情况 单位：百万

	2010A	2011E	2012E	2013E
网优覆盖收入	465.5	605.1	768.5	960.6
毛利率	36.7%	37.0%	36.5%	36.0%
WLAN 业务收入	31.0	162.5	433.0	497.0
毛利率	35.5%	42.5%	40%	40%
天线收入			120	180
毛利率			22%	22%
公司总收入	496.5	767.6	1,321.5	1,637.6
整体毛利率	36.7%	38.0%	36.3%	35.7%

资料来源：中投证券研究所

风险提示

运营商未来 WLAN 建设规模未达预期，天线产品投产缓慢

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1122	1292	1680	2009	营业收入	496	768	1321	1637
现金	528	370	251	275	营业成本	314	476	841	1053
应收账款	294	443	693	841	营业税金及附加	10	16	27	33
其它应收款	11	18	27	33	营业费用	63	100	166	195
预付账款	11	17	27	32	管理费用	66	85	126	138
存货	277	434	682	828	财务费用	4	-9	-7	-6
其他	0	0	0	0	资产减值损失	6	6	6	6
非流动资产	62	73	87	98	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	24	23	21	20	营业利润	33	77	140	188
无形资产	18	25	32	40	营业外收入	23	33	42	50
其他	20	26	33	38	营业外支出	0	0	0	1
资产总计	1184	1365	1767	2108	利润总额	56	110	194	259
流动负债	351	460	710	855	所得税	4	8	14	17
短期借款	57	0	0	0	净利润	52	103	180	242
应付账款	158	260	401	490	少数股东损益	-0	4	9	12
其他	137	200	308	365	归属母公司净利润	53	98	171	230
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	50	70	124	163
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.44	0.55	0.95	1.28
其他	0	0	0	0					
负债合计	351	460	710	855	主要财务比率				
少数股东权益	2	7	13	22	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	120	180	180	180	成长能力				
资本公积	562	502	502	502	营业收入	47.6%	54.6%	72.0%	24.0%
留存收益	148	216	362	549	营业利润	-9.2%	132.9%	81.8%	34.2%
归属母公司股东权益	830	898	1044	1231	归属于母公司净利润	6.1%	86.8%	72.7%	34.7%
负债和股东权益	1184	1365	1767	2108	获利能力				
					毛利率	36.7%	38.0%	36.3%	35.7%
					净利率	10.6%	12.8%	12.3%	12.8%
					ROE	6.3%	10.9%	14.0%	15.2%
					ROIC	9.8%	12.3%	13.3%	14.8%
					偿债能力				
					资产负债率	29.7%	33.7%	40.2%	40.6%
					净负债比率	16.08	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.19	2.81	2.37	2.35
					速动比率	2.40	1.86	1.41	1.38
					营运能力				
					总资产周转率	0.56	0.60	0.77	0.75
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	2.30	2.36	2.34	2.11
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.29	0.55	0.95	1.28
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.39	-0.32	-0.68	0.17
					每股净资产(最新摊薄)	4.61	4.99	5.80	6.84
					估值比率				
					P/E	52.10	27.6	16.0	11.9
					P/B	3.39	3.11	2.65	2.30
					EV/EBITDA	37	27	16	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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 $\pm 10\%$ 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

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管

王大鹏, CFA Charter pending, 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, 中投证券研究所通信行业分析师, 中国人民大学金融学硕士, 产业经济学学士, 2010 年加入中投证券研究所, 9 年通信运营商工作经验

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
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