

证券研究报告

通信

强烈推荐 (维持)

证券分析师

李忠智

S1060209070151
010-66299560
Lizhongzhi@pasc.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的
声明内容。

三元达 (002417)

通信护航舰已扬帆起航

- **事项:** 我们调研了三元达 (002417), 就近期情况和远期发展规划同公司进行交流。公司正基于射频技术积累, 借助上市资金优势, 采用并购扩张方式, 打造“射频+天线”的通信网络护航舰, 为 WiFi 业务爆发期后的持续发展打下坚实基础。
- **产品线持续加强, 构筑长期发展潜力。** 公司对多领域技术研发的长期布局正步入收获期, 已构筑完成通信 (室内覆盖、WiFi、天线) 和广电 (发射机) 双领域的技术储备。形成短期室内覆盖、WiFi 双引擎驱动, 长期天线、发射机双业务长线发展的格局。
 - **室内覆盖业务稳定增长, 份额上升是主因:** 公司该业务收入 2011 年全年增速预计在 15~20% 之间, 市场份额上升是收入增长的主要原因。行业整体增速维持在个位数, 主要竞争对手中, 京信通信市场份额基本持平, 国人通信市场份额略有下滑。中国移动 9 月份开始对直放站、天线等产品招标, 有望推动公司该业务收入增长加速。
 - **WiFi 市场需求持续上升, 三大运营商投资加速。** 中国移动 WiFi 建设总量持续增加, 全年有望达到 150 万线 AP 左右, 约为年初招标总量的两倍。中国联通, 年中招标 24 万线, 预计全年有望扩张至 40 万线 AP。中国电信, 预计将在 10 月份招标 WiFi, 总量将不低于中国联通招标总量, 预计在 50 万线左右。按照 1000 元/线计算, 设备总投资额将达到 24 亿元。
 - **公司在 WiFi 市场行业地位突出, 技术领先。** 由于公司在射频技术上积累深厚, 具有较强技术优势, 三大运营商 WiFi 招标中, 公司市场均排名数一数二。公司 WiFi 产能处于扩张阶段, 预计将在年底将达产, WiFi 生产的顺利进行得到保证。
 - **收购进入天线环节, 布局 4G, 形成“射频+天线”一体化格局。** 公司与海天天线成立合资公司, 将海天盈利能力较强的天线业务导入至合资公司中。海天天线在 TD-SCDMA 研发能力较强, 在 TDD-LTE 上具有较强潜力。且测试业务在细分领域排名第一, 将为公司提供稳定现金流, 预计每年收入将达到几百万/年。借助公司在渠道建设上的较强优势, 公司未来有望形成“射频+天线”的一体化运营格局。
 - **广电业务已进入主流厂商范围, 长期潜力巨大。** 公司以发射机为主, 补点器为辅, 已成为发射机领域国内主流厂商。公司该项业务目前进展良好, 考虑到广电业务回款相对缓慢、项目相对电信类业务较小。短期对公司业绩贡献较小, 长期潜力巨大。

- **WiFi 业务毛利率位于行业平均水平，长期有望维持稳定。** 2011H1，公司产品销售毛利率同比大幅提升 7 个百分点，达到 34.5%。公司毛利率的提升得益于 WiFi 毛利率较高。WiFi 产品分为企业级和民用级两类产品，其中运营商使用的企业级产品毛利率相对民用级较高。随着运营商集采总量的提升，考虑到规模效应，公司毛利率长期有望维持稳定。
- 2011-13 年 EPS 预测为 0.55、0.82、1.15 元，目前股价(13.49 元)对应 11-13 年 PE 分别为 24.5、16.5、11.7 倍，我们维持对公司的“强烈推荐”评级。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
流动资产	569	1,122	1,215	1,451					
现金	148	528	588	427					
应收账款	172	294	352	529					
其他应收款	7	11	22	28					
预付账款	39	11	19	32					
存货	203	277	234	421					
其他流动资产	0	0	1	0					
非流动资产	35	62	89	138					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	12	24	25	25					
无形资产	7	18	52	95					
其他非流动资产	17	20	12	18					
资产总计	604	1,184	1,304	1,588					
流动负债	380	351	463	779					
短期借款	126	57	0	0					
应付账款	116	158	234	410					
其他流动负债	138	137	229	369					
非流动负债	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	380	351	463	779					
少数股东权益	0	2	3	3					
股本	90	120	180	180					
资本公积	39	562	502	502					
留存收益	95	148	157	124					
归属母公司股东权益	224	830	839	806					
负债和股东权益	604	1,184	1,304	1,588					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
经营活动现金流	73	-71	253	112					
净利润	50	52	99	148					
折旧摊销	5	5	11	18					
财务费用	8	5	6	9					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	-8	-130	136	-67					
其他经营现金流	-1	4	0	5					
投资活动现金流	-29	-22	-31	-52					
资本支出	-15	-39	-5	-5					
长期投资	0	0	5	0					
其他投资现金流	0	0	0	0					
筹资活动现金流	38	468	-93	-59					
短期借款	0	0	-57	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	0	0	60	0					
资本公积增加	0	0	-60	0					
其他筹资现金流	0	0	-36	-59					
现金净增加额	82	375	128	1					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
营业收入	336	496	782	1,176					
营业成本	200	314	468	702					
营业税金及附加	6	10	16	23					
营业费用	49	63	104	153					
管理费用	38	66	102	147					
财务费用	8	4	6	9					
资产减值损失	-1	6	3	5					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	0	0	0	0					
营业利润	37	33	84	138					
营业外收入	18	23	23	21					
营业外支出	0	0	0	0					
利润总额	54	56	107	159					
所得税	5	4	8	11					
净利润	50	52	99	148					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	50	53	99	147					
EBITDA	44	38	90	147					
摊薄 EPS (元)	0.28	0.29	0.55	0.82					

主要财务比率				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	49.7%	47.6%	57.6%	50.3%
营业利润	63.4%	-9.2%	151.7%	64.6%
归属于母公司净利润	58.2%	6.1%	88.2%	49.0%
获利能力				
毛利率(%)	75.5%	40.5%	36.7%	40.1%
净利率(%)	14.7%	10.5%	12.7%	12.6%
ROE(%)	22.1%	6.3%	11.8%	18.3%
ROIC(%)	10.0%	11.6%	3.9%	9.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	62.9%	29.7%	35.5%	49.1%
流动比率	1.50	3.19	2.62	1.86
速动比率	0.96	2.40	2.12	1.32
营运能力				
总资产周转率	0.08	0.04	0.08	0.09
应收账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	0.00	2.30	2.39	2.18
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.29	0.55	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	-0.39	1.40	0.62
每股净资产(最新摊薄)	1.24	4.62	4.67	4.50
估值比率				
P/E	49.0	46.2	24.5	16.5
P/B	10.8	2.9	2.9	3.0
EV/EBITDA	37.4	43.8	18.3	11.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257