

# 成长预期逐步增强

三维通信 (002115)

评级: 增持 (维持)

股价: 19.07 元

目标价位: 24.00 元

调研报告

2009年9月28日 星期一

## TMT 小组

康志毅

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

|          |          |
|----------|----------|
| 6 个月目标价位 | 24.00 元  |
| 升值潜力 (%) | 26%      |
| 目标价确定日期: | 09.09.28 |

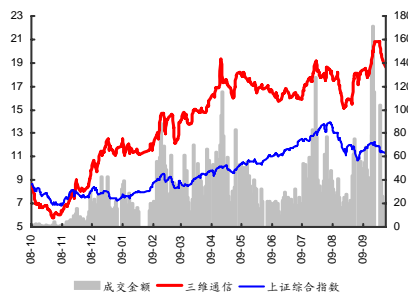
## 重要数据

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本 (亿股)  | 1.34  |
| 流通股本 (亿股) | 0.65  |
| 总市值 (亿元)  | 25.57 |
| 流通市值 (亿元) | 12.08 |

## 市场表现

|      | 绝对涨幅 (%) | 相对涨幅 (%) |
|------|----------|----------|
| 1 个月 | 6.25     | -1.30    |
| 3 个月 | 19.18    | 19.16    |
| 6 个月 | 30.10    | 2.97     |

## 个股相对上证综指走势图



相关报告:

## 投资要点

- 三维通信是我国主要的网络优化设备生产厂商之一, 业务主要包括无线网络优化解决方案、优化设备、微波无源器件、网络测试系统等, 其中网优解决方案及设备贡献约 80% 的收入及毛利, 微波无源器件贡献约 15%。网络优化市场规模将随着 3G 网络覆盖的深入而不断扩大, 公司将因此受益, 而上游无源器件产品也开始恢复增长, 在两大类产品的带动下公司 2010 年业绩预见性逐步增强。
- 网优产品收入增幅高于行业, 毛利率降幅好于竞争对手。09 年无线网络优化市场规模约在 80 亿元, 未来两年的投入仍将保持快速增长态势, 预计增幅可达 20%, 而 2G 与 3G 的投入将出现重叠, 预计 2010 年、2011 将是成长高峰。公司已与全国 40 多家省级运营商合作, 为其提供网络优化方案, 销售网点分布广, 并且公司销售策略稳健, 产品降价幅度小于行业平均, 进一步增强了收入平稳增长的确性, 我们预计公司网优设备及解决方案收入将同比增长约 60%, 高于行业 20% 的平均增幅。与此同时, 公司提高服务收入的比重, 也不采取主动降价策略, 毛利率保持相对稳定, 09 年上半年公司综合毛利率 34.2%, 同比下降 2.1 个百分点, 好于其他竞争对手。
- 紫光网络恢复增长。由于 08 年公司控股的紫光网络 (持股 51%) 最终主要客户为中国电信、中国联通, 而两大运营商受重组的影响最为严重, 08 年净利润仅 1,320 万元, 同比减少 14%。09 年上半年增长开始恢复, 实现收入 9,628 万元, 同比增长 172%, 净利润 2,003 万元, 同比增长 265%。目前紫光网络 50% 的微波器件产品提供给三维通信, 其余 50% 提供给国人、虹信、爱立信以及阿朗等, 我们认为作为网优设备的上游器件需求增长的确性更高, 将与设备增长同步。
- 非通信领域市场规模有限。目前在铁路 GSM-R 通信网络以及数字电视覆盖设备的投资规模有限, 还无法驱动公司的成长。以铁路 GSM-R 市场为例, 铁路投资中只有 1% 用于通信领域, 而这其中的 7%-10% 才投入到无线覆盖相关设备中, 投入占比小。
- 预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.62 元、0.80 元、0.97 元, 与原预测相比,

## 主要财务指标

|             | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E   | 2011E   |
|-------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)  | 268.1 | 445.8 | 711.0 | 1,042.3 | 1,307.4 |
| 营业收入增长率 (%) | 27.6% | 66.3% | 59.5% | 46.6%   | 25.4%   |
| 营业利润 (百万元)  | 35.4  | 50.6  | 83.4  | 114.6   | 141.4   |
| 营业利润增长率 (%) | 66.3% | 42.7% | 64.8% | 37.5%   | 23.4%   |
| 净利润 (百万元)   | 41.9  | 56.5  | 83.2  | 107.6   | 129.8   |
| 净利润增长率 (%)  | 38.3% | 34.9% | 47.1% | 29.4%   | 20.6%   |
| 营业利润率 (%)   | 13.2% | 11.3% | 11.7% | 11.0%   | 10.8%   |
| 每股收益 (元)    | 0.313 | 0.422 | 0.620 | 0.803   | 0.968   |
| 每股净资产 (元)   | 2.44  | 2.74  | 3.36  | 4.16    | 5.13    |
| PE (X)      | 61.0  | 45.2  | 30.7  | 23.8    | 19.7    |
| PB (X)      | 7.8   | 7.0   | 5.7   | 4.6     | 3.7     |
| ROE (%)     | 12.8% | 15.4% | 18.5% | 19.3%   | 18.9%   |

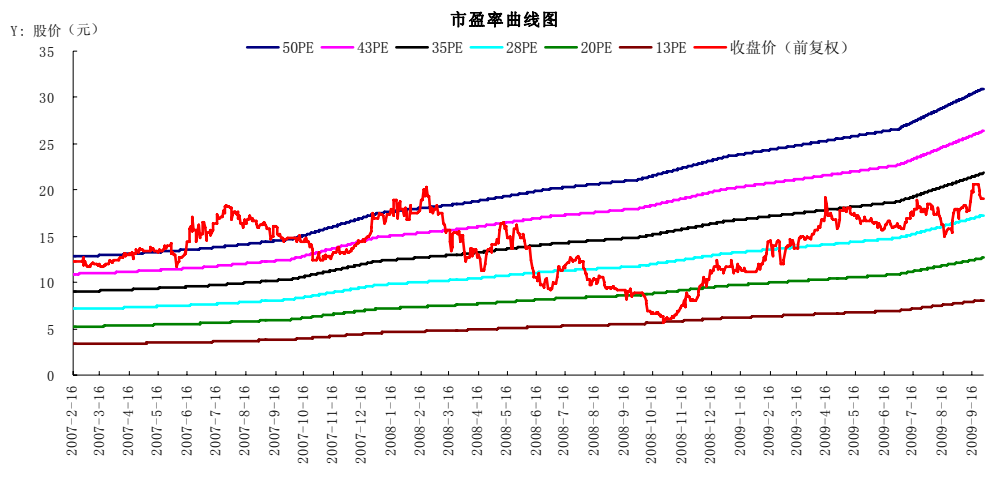
调高了 2010 年 EPS 0.04 元。我们认为公司的成长预期逐步增强，确定性高，因此继续维持“增持”的投资评级。目前通信板块 09 年平均 PE 为 36.5 倍、10 年为 29.8 倍，而三维通信 10 年 PE 仅为 23.8 倍，估值水平过低。我们认为公司良好的业绩支撑必将带动日后估值水平的修复，因此上调 8 月 17 日 20.70 元的目标价至 24.00 元。

表 1. 三维通信盈利预测

| 单位: 百万元              | 2005A        | 2006A        | 2007A        | 2008A        | 2009E        | 2010E          | 2011E          | 08vs07        | 09vs08       | 10vs09        | 11vs10        |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>          | <b>192.0</b> | <b>210.1</b> | <b>268.1</b> | <b>445.8</b> | <b>711.0</b> | <b>1,042.3</b> | <b>1,307.4</b> | <b>66.3%</b>  | <b>59.5%</b> | <b>46.6%</b>  | <b>25.4%</b>  |
| <b>增长率</b>           | <b>16.5%</b> | <b>9.4%</b>  | <b>27.6%</b> | <b>66.3%</b> | <b>59.5%</b> | <b>46.6%</b>   | <b>25.4%</b>   | <b>38.7%</b>  | <b>-6.8%</b> | <b>-12.9%</b> | <b>-21.2%</b> |
| 无线优化设备及方案            | 181.4        | 194.7        | 232.9        | 355.0        | 572.1        | 843.9          | 1,056.5        | 52.4%         | 61.2%        | 47.5%         | 25.2%         |
| 网络测试系统               | 10.0         | 14.6         | 15.4         | 19.4         | 19.4         | 19.4           | 19.4           | 25.9%         | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          |
| 微波无源器件               | 0.0          | 0.0          | 16.9         | 67.0         | 115.5        | 175.0          | 227.5          | 295.7%        | 72.5%        | 51.5%         | 30.0%         |
| 其他                   | 0.5          | 0.9          | 2.8          | 4.0          | 4.0          | 4.0            | 4.0            | 39.8%         | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          |
| <b>综合毛利率</b>         | <b>41.4%</b> | <b>40.6%</b> | <b>38.5%</b> | <b>36.5%</b> | <b>34.1%</b> | <b>32.2%</b>   | <b>31.1%</b>   | <b>-2.0%</b>  | <b>-2.4%</b> | <b>-1.8%</b>  | <b>-1.2%</b>  |
| <b>营业成本</b>          | <b>112.5</b> | <b>124.8</b> | <b>164.9</b> | <b>283.2</b> | <b>468.8</b> | <b>706.2</b>   | <b>901.3</b>   | <b>71.7%</b>  | <b>65.5%</b> | <b>50.7%</b>  | <b>27.6%</b>  |
| 营业税金及附加              | 1.7          | 3.2          | 4.0          | 4.7          | 7.5          | 10.9           | 13.7           | 17.4%         | 60.5%        | 46.6%         | 25.4%         |
| <b>期间费用率</b>         | <b>30.5%</b> | <b>29.5%</b> | <b>23.0%</b> | <b>24.1%</b> | <b>20.8%</b> | <b>19.7%</b>   | <b>18.7%</b>   | <b>1.1%</b>   | <b>-3.3%</b> | <b>-1.1%</b>  | <b>-1.0%</b>  |
| 销售费用                 | 24.0         | 25.6         | 28.0         | 43.1         | 65.4         | 93.8           | 113.7          | 54.1%         | 51.6%        | 43.4%         | 21.3%         |
| 销售费用率                | 12.5%        | 12.2%        | 10.4%        | 9.7%         | 9.2%         | 9.0%           | 8.7%           | -0.8%         | -0.5%        | -0.2%         | -0.3%         |
| 管理费用                 | 30.0         | 31.9         | 32.9         | 59.2         | 78.2         | 111.5          | 130.7          | 79.8%         | 32.0%        | 42.6%         | 17.2%         |
| 管理费用率                | 15.6%        | 15.2%        | 12.3%        | 13.3%        | 11.0%        | 10.7%          | 10.0%          | 1.0%          | -2.3%        | -0.3%         | -0.7%         |
| 财务费用                 | 4.6          | 4.5          | 0.9          | 5.2          | 4.3          | 0.0            | 0.0            | 513.1%        | -18.3%       | -100.0%       | NA            |
| 财务费用率                | 2.4%         | 2.1%         | 0.3%         | 1.2%         | 0.6%         | 0.0%           | 0.0%           | 0.9%          | -0.6%        | -0.6%         | 0.0%          |
| 资产减值损失               | 0.0          | (1.1)        | 2.2          | 0.5          | 3.6          | 5.2            | 6.5            | -77.1%        | 607.7%       | 46.6%         | 25.4%         |
| 公允价值变动净收益            | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0            | 0.0            | NA            | NA           | NA            | NA            |
| 投资净收益                | 0.0          | 0.0          | 0.2          | 0.8          | 0.0          | 0.0            | 0.0            | 328.9%        | -100.0%      | NA            | NA            |
| <b>营业利润</b>          | <b>19.5</b>  | <b>21.3</b>  | <b>35.4</b>  | <b>50.6</b>  | <b>83.4</b>  | <b>114.6</b>   | <b>141.4</b>   | <b>42.7%</b>  | <b>64.8%</b> | <b>37.5%</b>  | <b>23.4%</b>  |
| <b>增长率</b>           | <b>5.4%</b>  | <b>9.6%</b>  | <b>66.3%</b> | <b>42.7%</b> | <b>64.8%</b> | <b>37.5%</b>   | <b>23.4%</b>   | <b>-23.6%</b> | <b>22.2%</b> | <b>-27.3%</b> | <b>-14.1%</b> |
| <b>营业利润率</b>         | <b>10.1%</b> | <b>10.1%</b> | <b>13.2%</b> | <b>11.3%</b> | <b>11.7%</b> | <b>11.0%</b>   | <b>10.8%</b>   | <b>-1.9%</b>  | <b>0.4%</b>  | <b>-0.7%</b>  | <b>-0.2%</b>  |
| 加: 营业外收入             | 2.7          | 11.8         | 12.1         | 19.8         | 28.6         | 30.1           | 33.0           | 63.7%         | 44.5%        | 5.2%          | 9.6%          |
| 减: 营业外支出             | 1.2          | 0.1          | 0.7          | 0.5          | 0.6          | 0.6            | 0.6            | -24.7%        | 10.2%        | 0.0%          | 0.0%          |
| <b>利润总额</b>          | <b>29.9</b>  | <b>33.0</b>  | <b>46.8</b>  | <b>69.8</b>  | <b>111.4</b> | <b>144.1</b>   | <b>173.8</b>   | <b>49.1%</b>  | <b>59.5%</b> | <b>29.4%</b>  | <b>20.6%</b>  |
| 减: 所得税               | 2.6          | 1.5          | 1.6          | 6.8          | 11.1         | 14.4           | 17.4           | 318.8%        | 63.4%        | 29.4%         | 20.6%         |
| <b>实际所得税率</b>        | <b>8.7%</b>  | <b>4.6%</b>  | <b>3.5%</b>  | <b>9.8%</b>  | <b>10.0%</b> | <b>10.0%</b>   | <b>10.0%</b>   | <b>6.3%</b>   | <b>0.2%</b>  | <b>0.0%</b>   | <b>0.0%</b>   |
| <b>净利润</b>           | <b>27.3</b>  | <b>31.5</b>  | <b>45.2</b>  | <b>63.0</b>  | <b>100.2</b> | <b>129.7</b>   | <b>156.4</b>   | <b>39.4%</b>  | <b>59.1%</b> | <b>29.4%</b>  | <b>20.6%</b>  |
| 减: 少数股东损益            | 0.3          | 1.2          | 3.3          | 6.5          | 17.0         | 22.0           | 26.6           | 97.6%         | 163.3%       | 29.4%         | 20.6%         |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>27.0</b>  | <b>30.3</b>  | <b>41.9</b>  | <b>56.5</b>  | <b>83.2</b>  | <b>107.6</b>   | <b>129.8</b>   | <b>34.9%</b>  | <b>47.1%</b> | <b>29.4%</b>  | <b>20.6%</b>  |
| <b>增长率</b>           | <b>21.5%</b> | <b>12.2%</b> | <b>38.3%</b> | <b>34.9%</b> | <b>47.1%</b> | <b>29.4%</b>   | <b>20.6%</b>   | <b>-3.4%</b>  | <b>12.2%</b> | <b>-17.7%</b> | <b>-8.8%</b>  |
| <b>净利润率</b>          | <b>14.1%</b> | <b>14.4%</b> | <b>15.6%</b> | <b>12.7%</b> | <b>11.7%</b> | <b>10.3%</b>   | <b>9.9%</b>    | <b>-3.0%</b>  | <b>-1.0%</b> | <b>-1.4%</b>  | <b>-0.4%</b>  |
| <b>每股收益(元)</b>       | <b>0.20</b>  | <b>0.23</b>  | <b>0.31</b>  | <b>0.42</b>  | <b>0.62</b>  | <b>0.80</b>    | <b>0.97</b>    | <b>34.9%</b>  | <b>47.1%</b> | <b>29.4%</b>  | <b>20.6%</b>  |

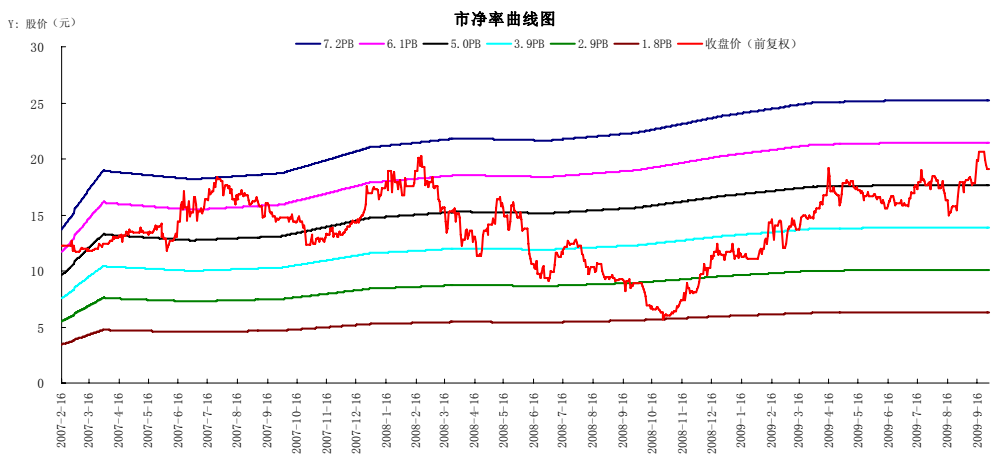
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

图1. 三维通信 PE 曲线



资料来源：东海证券研究所

图2. 三维通信 PB 曲线



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, 通信传媒高级研究员, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2 年证券研究经验, 曾为天相投顾通信行业分析师; 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

重点跟踪公司: (通信) 中国联通, 中兴通讯, 武汉凡谷, 亨通光电, 中天科技, 烽火通信, 北纬通信, 拓维信息, 三维通信, 亿阳信通, 东信和平, 恒宝股份, 国脉科技, 北斗星通; (传媒) 歌华有线, 天威视讯, 广电网络, 博瑞传播, 中视传媒, 北巴传媒, 中信国安, 电广传媒, 鹏博士, 奥飞动漫。

**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