

三维通信 (002115.sz)

无线网优行业需求繁荣，公司业绩将较快增长

李太勇 通信行业 首席研究员 亢辰 通信行业 研究助理

电话: 020-87555888-689

电话: 020-87555888-391

eMail: lty@gf.com.cn

eMail: qc2@gf.com.cn

公司主营业务收入增长较快

公司 2008 年主营业务收入 4.46 亿元，同比增长 66.26%，高于我们预期 0.4 亿元。网络优化覆盖设备及解决方案收入为 3.55 亿元，同比增长 52.4%，收入占比为 79.7%，受紫光网络全年收入均合并报表影响，微波无源器件 08 年收入同比增长 295%，达到 0.67 亿元。我们认为未来几年无线网优行业需求空间较大，公司收入将较快增长，2009-2011 年收入分别达到 7.06、9.5、12.03 亿元。

毛利率下滑，期间费用率上升致净利润增速慢于收入增速

受运营商集采，产品价格下降影响，公司产品毛利率为 36.4%，下滑 2%。管理费用及财务费用明显增加致期间费用率上升达到 24.1%。毛利率下滑、期间费用率上升及公司待抵扣的进项税金减少致净利润增速慢于收入增速，同比增长 35%，净利润为 0.57 亿元。

公司盈利预测及投资建议

预计公司未来 2009-2011 年净利润分别为 0.82 亿元、1.07 亿元、1.35 亿元，净利润增长率为 45.59%、30.5%、25.72%，复合增长率为 33%，EPS 分别为 0.686 元、0.895 元、1.125 元；我们给予买入评级，目标价格为 17.85 元，对应 09 年 PE 为 26 倍。

风险提示 运营商集采将使产品价格存在持续下降的风险，给公司未来盈利带来一定压力。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2010E
主营收入(百万元)	268.12	445.78	706.16	950.10	1202.50
EBITDA(百万元)	48.01	85.20	110.96	136.06	163.68
净利润(百万元)	41.91	56.54	82.30	107.40	135.02
净利润增长率	37.24%	34.88%	45.59%	30.5%	25.72%
每股收益(元)	0.547	0.471	0.686	0.895	1.125
市盈率	47.36	31.53	21.62	16.57	13.18
市净率	6.34	4.85	4.18	3.60	2.93
EV/EBITDA	49.37	20.88	16.04	13.08	10.87
每股红利(元)	0.20	0.15	0.2	0.2	0.2
股息率(%)	1.35	1.01	1.35	1.35	1.35

来源: 三维通信股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	14.83
目标价格(元)	17.85
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	14.08%	43.42%	-10.20%
上证综指	-3.95%	9.95%	-47.96%

股票数据

总股本(万股)	12,000.00
流通 A 股(万股)	5,568.38
主要股东:	
	李越伦
主要股东持股比例	28.50%
流通 A 股比例	46.40%

财务比率

ROE	15.40%
ROA	7.35%
资产负债率	48.59%
每股净资产(元)	3.06

2008 年报数据

公司2008年业绩概况

公司2008年营业收入增长较快,报告期内收入达到4.46亿元,同比增长66.26%。营业利润5057万元,同比增长42.67%,产品毛利率下滑和期间费用率上升致利润增速慢于收入增长。报告期内实现净利润5654万元,公司待抵扣的进项税金较期初减少致净利润增速慢于利润增速,同比增长34.88%。公司08年利润分配方案为每10股派现1.5元(含税)。

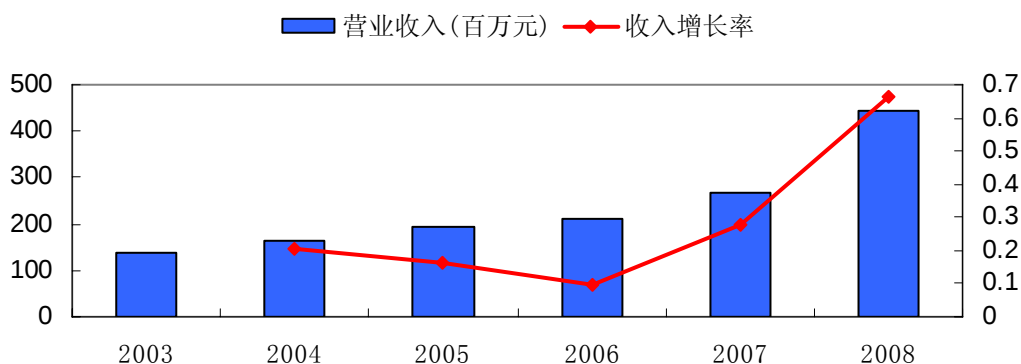
公司主营业务收入增长较快

公司2008年主营业务收入4.46亿元,同比增长66.26%,高于我们预期0.4亿元。从公司业务数据来看,2008年下半年增速明显快于上半年,下半年营业收入增长78.1%,高于上半年65.2%的增速。08年通信重组方案落实后,中电信、中联通分别加大对CDMA、GSM网络建设的投入,以缩减与中移动网络覆盖质量的差距,无线网优系统作为提高网络覆盖质量的重要组成部分,在中电信、中联通招标中采购量明显增加;中国移动为保持GSM覆盖质量的领先,无线网优系统采购量基本保持稳定。无线网优行业市场的需求明显增加,公司直接收益。同时公司积极抓住中电信招标机会,凭借技术和服务优势顺利入围,产品销售省份扩大到十几个;联通合作也进一步扩大加强,各省大订单较多。

2009年初3G牌照发放及国家对3G产业的大力支持,促使重组后的三大运营商进入3G设备采购期,3G无线网优规模从09年开始将逐步增大,未来3G室内覆盖将是保障通信业务的重点,无线网优业务需求具有较大空间。

公司充分抓住无线网优需求增加机会,积极拓展市场,致公司无线网优收入增长较快。从订单数量来看,公司2008年销售订单合计6.61亿元,同比增长79%,报告期末,未执行完毕的销售订单1.7亿元,转入2009年度执行。现在公司订单较饱满,随着3G无线网优设备采购展开,公司产能利用率将有些紧张,公司一方面通过OEM提高解决产能问题,另一方面公司08年完成的GSM/CDMA直放站新一代嵌入式软件项目以及通过贷款正在建设的年产1万套新一代移动通信网络覆盖设备生产线技改项目、年产7000套的3G直放站系统技术改造项目,将提高公司产能,为应对未来需求做好准备。

图1: 三维通信总收入(单位:百万元)及增长率



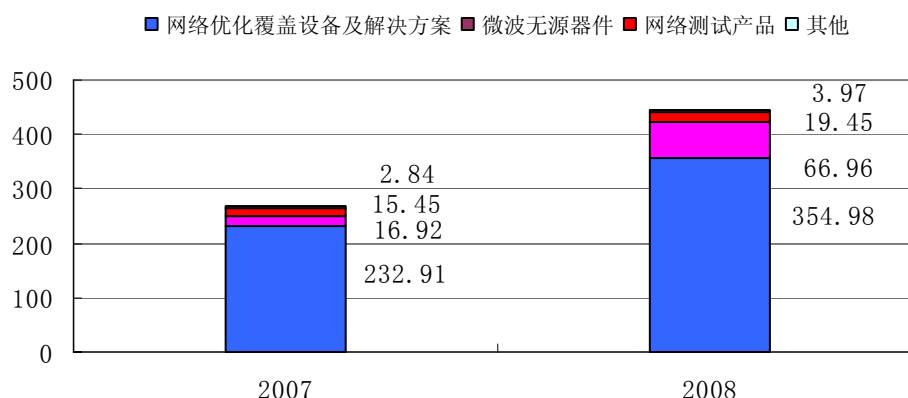
数据来源: 公司定期公告, 广发证券发展研究中心

从公司子业务来看,公司主要业务网络优化覆盖设备及解决方案收入占比达到79.7%,比07年占比略有下降,但仍占主要地位;2008年收入达到3.55亿元,同比增长52.4%。结合上面关于无线网优行业需求将大增及公司产能扩张计划逐步实施的分析,公司网络优化覆盖设备及解决方案收入仍将保持快速增长。预计2009年收入规模将达到5.86亿,同比增长70%左右。

微波无源器件2008年销售收入为6696万元,同比增长295%,收入占比为15%。微波无源器件主要来自子公司紫光网络生产销售,公司无源器件收入膨胀主要是由于07年报表中仅合并了紫光网络07年11-12月份收入,而08年则将全年收入均合并报表中,2008年紫光网络收入为9530万元,同比增长43.87%,对合并报表贡献为4860万元,其余收入由母公司及控股子公司获得。2009年下半年运营商将提供3G业务,室内覆盖及分布系统需求将较快增长,对无源器件需求有所增加,我们认为公司09年微波无源器件收入达到9000万元,同比增长34.4%。

网络测试产品2008年收入为1945万元,同比增长26%左右,收入占比较小。2009年网络测试产品将保持行业增长率,预计增长在30%左右,达到2500万元。

图2: 2007-2008年各子业务收入(单位: 百万元)



数据来源: 公司定期公告, 广发证券发展研究中心

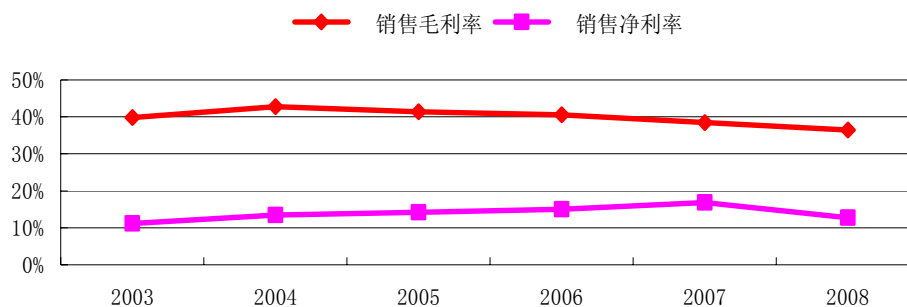
公司业务毛利率略有下滑

受运营商集采影响,报告期内公司主要产品价格均出现下降,尽管原材料价格有所下降,但整体毛利率仍有一定下滑,总体毛利率为36.43%,下滑2.06%。从分产品来看,由于运营商硬件集采压价影响,微波无源器件毛利率下降最多,2008年毛利率由2007年的55.06%降至40.7%,下降14.3%。网络优化覆盖设备及解决方案尽管硬件毛利率下滑,但是公司通过加大网优覆盖系统里解决方案及服务等高毛利率部分的占比,致毛利率略有下滑1.9%,毛利率为36.83%。网络测试系统毛利率保持稳定,但毛利率较低。

我们认为未来几年运营商集采仍将致使产品毛利率下滑,但考虑到无线网优行业需求增加,大部分网优公司产能偏紧张,运营商下调产品价格

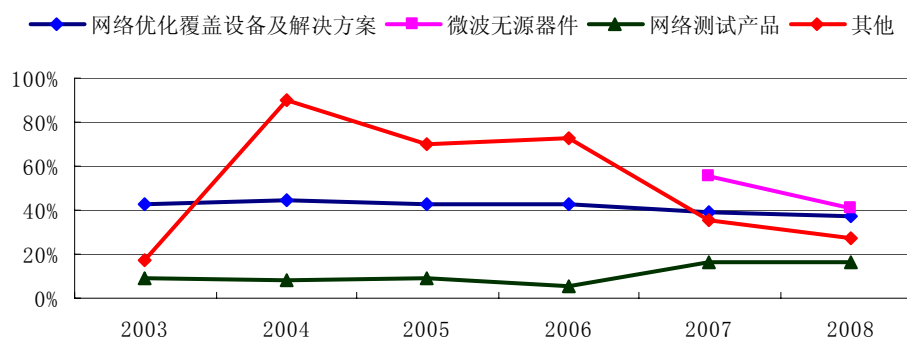
的幅度将有限，同时公司将继续加大网优中解决方案及服务部分占比，公司产品所用原材料价格未来预计仍保持下降。我们预计公司2009-2011年每年毛利率将下滑1%左右。

图3：2003-2008年公司销售毛利率与净利率



数据来源：公司定期公告，广发证券发展研究中心

图4：2003-2008年公司各分产品毛利率



数据来源：公司定期公告，广发证券发展研究中心

公司控股子公司业务分析

公司控股子公司08年净利润均出现下滑，我们认为是上海三维及紫光网络由于产品毛利率下滑，三维无线是由于产品毛利率下滑及公司由免税调为12.5%所得税税率所致。

表1：公司各控股子公司 2007-2008 年业务情况

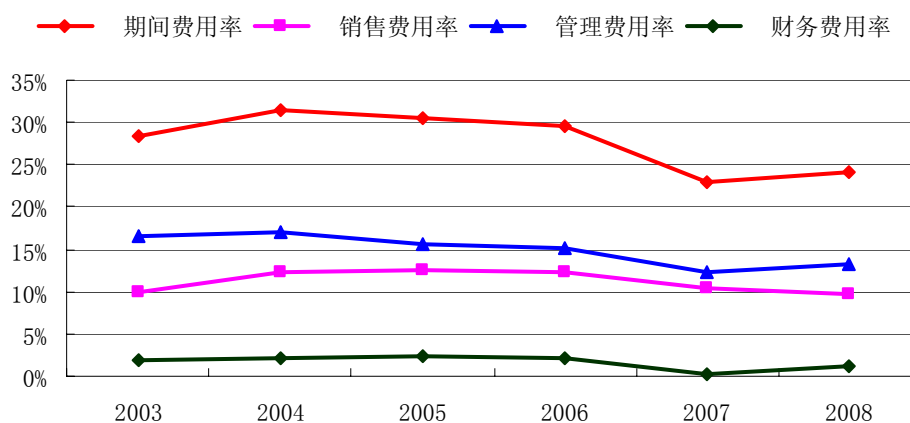
	控股比例	主营业务	07 收入	08 收入	07 净利润	08 净利润
三维无线科技	100%	无线电子设备、软件技术、通信	3132		1766	1029
		网络集成，工程设计及安装		3268		
上海三维通信	100%	通讯设备及相关产品、电子计算	1809		290	40
		机及外部设备，计算机应用软件		1593		
杭州紫光网络技术有限公司	51%	开发制造微波无源器件、计算机	6624		1538	1320
		软件及销售本公司产品		9530		

数据来源：公司定期公告，广发证券发展研究中心

管理、财务费用增加致期间费用率略有上升

公司2008年期间费用率为24.14%，比2007年上升1.1%。其中销售费用率同比略有下降。管理费用率上升1%，管理费用率上升主要由于公司随着业务增长，人员总数有2007年底692人增加至2008年底的1071人，相关行政管理费用开支增加及子公司紫光网络本期全年纳入合并报表范围所致。财务费用率同比上升0.8%，绝对数量同比增长513%，主要由于公司本期银行平均借款余额高于上年同期相应利息支出增加及三维无线办公生产基地本期6月转入固定资产停止借款费用资本化致使当期利息支出增加所致；由于公司在融资计划未能实行，公司通过信用贷款获得资金进行直放站相关技改项目，预计09年财务费用将有一定增加。

图5：2003-2008年公司各种费用率变化



数据来源：公司定期公告，广发证券发展研究中心

盈利预测及估值

我们认为电信重组后三大全业务运营商竞争加剧及3G新一代通信系统的推广，致无线网优行业未来几年具有较大的增长空间，公司作为行业内具有很强竞争力的公司，受益于行业需求的繁荣，同时公司成功开拓了电信、联通网优市场，将给公司业务收入带来很大增长动力。未来几年公司各业务收入增长情况如表2所示：

表 2：公司主要产品收入预测(单位：百万元)

产品种类	2007	2008	2009E	2010E	2011E
无线网络优化覆盖设备及解决方案	232.91	354.98	586.00	791.10	998.50
网络测试系统	15.45	19.45	25.00	35.00	55.00
微波无源器件	16.92	66.96	90.00	117.00	140.00
其他	2.84	3.97	5.16	7.00	9.00
公司总收入	268.12	445.78	706.16	950.10	1202.50

数据来源：公司定期公告，广发证券发展研究中心

公司毛利率变化按照我们正文中预测，2009-2011年每年毛利率将下滑1%左右。

我们预计公司未来2009-2011年净利润分别为0.823亿元、1.074亿元、1.35亿元，净利润增长率为45.59%、30.5%、25.72%，复合增长率为33%，EPS分别为0.686元、0.895元、1.125元；我们给予买入评级，目标价格为17.85元，对应09年PE为26倍。

表3: 三维通信利润表预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	268.12	445.78	706.16	950.10	1202.50
收入增长率	27.60%	66.26%	58.41%	34.54%	26.57%
营业毛利率	38.49%	36.43%	35.5%	34.6%	33.7%
毛利率变化	-2.12%	-2.06%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
营业毛利	103.20	162.42	250.69	328.74	405.25
营业税金及附加	3.96	4.65	5.72	7.30	8.80
销售费用	28.00	43.15	63.41	82.16	97.59
管理费用	32.94	59.24	82.97	106.63	127.85
财务费用	0.85	5.22	7.10	7.2	6.4
资产减值损失	2.19	0.50	0	0	0
投资净收益	0.19	0.79	0	0	0
营业利润	35.45	50.57	90.49	125.45	164.61
营业外收支	11.37	19.25	10.00	8.00	8.00
利润总额	46.82	69.82	100.49	133.45	172.61
所得税	1.63	6.82	9.79	12.95	20.89
净利润	45.19	63.00	91.70	120.50	151.72
少数股东损益	3.27	6.47	9.40	13.10	16.70
归属于母公司所有者利润	41.91	56.53	82.30	107.40	135.02
变化率	43.55%	34.88%	45.59%	30.5%	25.72%
每股收益(元)	0.381	0.471	0.686	0.895	1.125

风险提示

国内电信运营商集采将使无线网优产品价格存在持续下降的风险，给公司未来盈利带来一定压力。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

三维通信(002115.sz)	李太勇	2008-03-24
三维通信(002115.sz)	李太勇	2008-02-27
三维通信(002115.sz)	李太勇	2007-04-09

广州		上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。