

公司动态跟踪报告

通信行业

通信设备

三维通信 (002115)
谨慎推荐

当前股价: 14.83 元

(首次评级)

2009 年 3 月 10 日

通信行业首席分析师: 严平

电话: 021-68865025

E-mail: yanping@guosen.com.cn

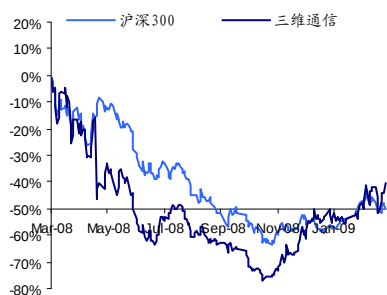
实习生: 程锋

电话: 021-68864599

E-mail: chengfeng@guosen.com.cn

年报业绩点评

业绩符合预期, 迈向行业前三

一年收益率比较


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

市场与公司重要数据

(3月9日)

上证指数	2118.75
换手率(3个月)(%)	42.5
52周价格波动(元)	5.76-25.02
总股本(百万股)	120
流通股(百万股)	56
息率(%)	0.95

资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《国信证券-2009年2月行业月度跟踪报告: 年报将至, 关注送转类阶段性机会》

2009年2月27日

《国信证券-2009年2月运营商新增用户点评: 联通电信经营数据显著回升》

2009年2月20日

独立性声明:

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。

● 收入增长 66%略超预期, 净利润增长 35%符合预期, EPS0.47 元

2008 年全年实现收入 4.46 亿元 (同比增长 66%), 略超预期。实现净利润 5654 万元 (同比增长 35%), 每股收益 0.47 元, 符合预期。其中 4Q08 收入 1.90 亿元 (同比增长 82.5%), 净利润 2154 万元 (同比增长 34.6%)。

● 主业内生+外部收购促使收入大幅增长

2008 年公司占比最大的业务“无线网络优化覆盖设备及解决方案”实现收入 3.55 亿元, 同比增长 52.4%。运营商采购规模的上升, 公司自身的努力及上市后资金实力的提升是主要原因。公司在 2007 年 11 月收购紫光网络 51% 股权, 2008 年的主营业务中增加了“微波无源器件业务” 6696 万元, 比 2007 年增长 296% (2007 年度紫光仅 11-12 月业绩纳入合并范围)。

● 毛利率小幅下降 2 个百分点, 下滑趋势未有改变

2008 年公司主营业务毛利率小幅下降近 2 个百分点, 从产品构成来看, 占业务收入 15% 的微波无源器件毛利率下降最为明显, 占业务收入近 80% 的网络设备及解决方案则下降 2%。主要原因是运营商选择通过集中采购招标的方式进行采购, 采购环节进一步透明。公司正不断通过提高服务比重、降低原材料采购成本积极应对。

● 费用率小幅上升 1 个百分点, 基本保持稳定

2008 年公司销售费用同比增加 54.1%, 主要系公司业务增长及子公司紫光网络本期全年纳入合并报表范围所致。管理费用同比增长 79.9%, 主要系公司业务增长, 相关行政管理费用开支增加、公司研发投入增长及子公司紫光网络本期全年纳入合并报表范围所致。总体来看, 费用率小幅上 1 个百分点, 基本保持稳定。

● 明确中长期战略目标: 4 年内跻身“网络覆盖”市场份额前三

公司明确了中长期战略目标: 继续坚守“专业化和国际化”的经营理念, 牢牢抓住电信运营商重组和 3G 网络建设的历史机遇, 积极参与国际分工协作, 通过全体员工 4 年左右的共同努力, 国内运营商网络覆盖市场份额争取前 3 位; 无源器件、射频部件、整机及 ODM 产品走向国际市场, 并占有一席之地; 充分利用资本市场, 把握产业并购机会, 逐步形成网络覆盖、射频部件、资本经营三驾马车, 为 2015 年成为全球前 10 位无线覆盖产品供应商奠定坚实基础!

● 首次给予“谨慎推荐”评级

我们对公司 09、10 年的盈利预测是收入 5.9 亿元（增长 32%）、7.2 亿元（增长 22%），净利润 0.78 亿元（增长 37%）、0.96 亿元（增长 23%），EPS0.65 元、0.80 元。目前股价（14.83 元）对应 09、10 年的动态 PE 分别是 22.8 倍、18.5 倍。在目前国内外经济显著放缓的大背景下，国内通信设备行业是为数不多的几个需求确定、增长明确的内需型行业。我们预计中小型、成长性设备公司仍将受到市场的追捧。综合各因素，我们首次给予公司“谨慎推荐”投资评级。不确定性因素：公司目前正在推进增发融资，若实施成功短期内可能对每股收益有所摊薄。

表 1: 2008 实现高速增长（收入增长 66.3%，净利润增长 40%，毛利率下降 2%，费用率上升 1%）

单位: 亿元	2007	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008	4Q08 VS 4Q07	08 VS 07
主营业务收入	2.68	0.83	0.95	0.78	1.90	4.46	82.5%	66.3%
主营业务成本	1.65	0.51	0.62	0.48	1.22	2.83	82.4%	71.7%
毛利率	38.4%	38.6%	34.7%	38.5%	35.6%	36.5%	0.0%	-2.0%
营业税金及附加	0.04	0.00	0.01	0.01	0.03	0.05	165.3%	16.3%
费用	0.62	0.18	0.20	0.23	0.47	1.08	102.6%	73.6%
费用率	23.1%	21.7%	21.1%	29.5%	24.6%	24.1%	2.4%	1.0%
销售费用	0.28	0.08	0.09	0.09	0.17	0.43	114.3%	54.1%
销售费用率	10.4%	9.6%	9.5%	12.5%	9.0%	9.7%	1.3%	-0.8%
管理费用	0.33	0.10	0.10	0.12	0.27	0.59	94.6%	79.5%
管理费用率	12.3%	12.0%	11.5%	15.4%	14.4%	13.3%	0.9%	1.0%
财务费用	0.01	0.00	0.01	0.02	0.02	0.05	122.0%	422.0%
财务费用率	0.4%	0.0%	1.1%	2.6%	1.2%	1.2%	0.2%	0.8%
营业利润	0.36	0.13	0.10	0.08	0.20	0.51	50.6%	40.5%
营业利润率	13.4%	15.7%	10.5%	10.3%	10.3%	11.3%	-2.2%	-2.1%
营业外收入	0.12	0.03	0.05	0.03	0.09	0.20	119.8%	64.9%
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	NA	NA
利润总额	0.47	0.17	0.15	0.11	0.27	0.70	67.6%	48.6%
税前利润率	18%	20%	16%	14%	14%	16%	-1.3%	-1.9%
所得税	0.02	0.03	0.02	0.00	0.02	0.07	-190.8%	240.8%
有效税率	4.3%	17.6%	13.3%	0.0%	6.8%	9.8%	19.3%	5.5%
净利润	0.45	0.13	0.13	0.12	0.25	0.63	38.9%	40.0%
归属于母公司净利润	0.42	0.12	0.12	0.11	0.22	0.57	34.6%	34.6%
少数股东损益	0.03	0.02	0.01	0.00	0.03	0.06	15.7%	115.7%
净利润率	15.7%	14.5%	12.6%	14.1%	11.3%	12.7%	-4.0%	-3.0%
每股收益（元）	0.55	0.10	0.10	0.09	0.18	0.47	NA	NA

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

表 2：主业构成及毛利率（按产品）

	1H07	2H07	2007	1H08	2H08	2008	2H08 VS 2H07	08 VS 07
营业收入（亿元）	1.07	1.61	2.68	1.77	2.68	4.45	66.5%	66.0%
网络设备及解决方案	0.97	1.36	2.33	1.39	2.16	3.55	58.8%	52.4%
微波无源器件	0.00	0.17	0.17	0.29	0.38	0.67	123.5%	294.1%
网络测试产品	0.07	0.08	0.15	0.08	0.11	0.19	37.5%	26.7%
其他	0.03	0.00	0.03	0.01	0.03	0.04	NA	33.3%
营业成本（亿元）	0.66	1.00	1.66	1.12	1.71	2.83	71.0%	70.5%
网络设备及解决方案	0.59	0.84	1.43	0.92	1.32	2.24	57.1%	56.6%
微波无源器件	0.00	0.08	0.08	0.14	0.26	0.40	225.0%	400.0%
网络测试产品	0.06	0.07	0.13	0.06	0.10	0.16	42.9%	23.1%
其他	0.01	0.01	0.02	0.00	0.03	0.03	200.0%	50.0%
毛利率	38.3%	37.9%	38.5%	36.7%	36.2%	36.4%	-1.7%	-2.1%
网络设备及解决方案	39.1%	38.2%	38.8%	33.9%	38.9%	36.8%	0.7%	-1.9%
微波无源器件	NA	52.9%	55.1%	51.2%	31.6%	40.7%	-21.4%	-14.4%
网络测试产品	13.3%	12.5%	16.7%	20.6%	9.1%	16.3%	-3.4%	-0.4%
其他	81.9%	NA	35.9%	52.4%	0.0%	27.2%	NA	-8.7%
收入构成								
网络设备及解决方案	90.1%	84.5%	86.9%	78.3%	80.6%	79.8%	-3.9%	-7.1%
微波无源器件	0.0%	10.6%	6.3%	16.6%	14.2%	15.1%	3.6%	8.7%
网络测试产品	6.8%	5.0%	5.8%	4.6%	4.1%	4.3%	-0.9%	-1.5%
其他	3.1%	0.0%	1.1%	0.5%	1.1%	0.9%	1.1%	-0.2%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	115	154	164	199
应收款项	160	212	258	313
存货净额	266	342	423	520
其他流动资产	23	26	32	38
流动资产合计	564	733	877	1069
固定资产	159	166	172	178
无形资产及其他	12	12	11	11
投资性房地产	26	26	26	26
长期股权投资	7	7	17	27
资产总计	769	945	1104	1311
短期借款及交易性金融负债	107	107	125	169
应付款项	174	208	259	320
其他流动负债	58	149	182	220
流动负债合计	339	464	565	709
长期借款及应付债券	15	15	15	15
其他长期负债	19	19	19	19
长期负债合计	34	34	34	34
负债合计	374	498	600	743
少数股东权益	28	33	38	45
股东权益	367	414	466	523
负债和股东权益总计	769	945	1104	1311

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.47	0.65	0.80	0.95
每股红利	0.18	0.26	0.36	0.48
每股净资产	3.06	3.45	3.89	4.36
ROS	11%	14%	15%	16%
ROE	15%	19%	21%	22%
毛利率	36%	35%	34%	33%
EBIT Margin	12%	13%	14%	14%
EBITDA Margin	15%	15%	16%	15%
收入增长	66%	32%	22%	21%
净利润增长率	35%	37%	23%	19%
资产负债率	52%	56%	58%	60%
息率	1.3%	1.8%	2.6%	3.4%
P/E	29.8	21.7	17.6	14.8
P/B	4.6	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	30.3	24.1	20.5	18.2

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	446	588	718	869
营业成本	283	385	475	582
营业税金及附加	5	6	7	9
销售费用	43	54	61	70
管理费用	59	65	76	87
财务费用	5	6	6	8
投资收益	1	1	1	1
资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	51	74	93	112
营业外净收支	19	22	25	28
利润总额	70	96	118	140
所得税费用	7	9	11	13
少数股东损益	6	9	11	13
归属于母公司净利润	57	78	96	114

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	57	78	96	114
资产减值准备	(2)	(1)	0	0
折旧摊销	12	12	13	14
公允价值变动损失	1	1	1	1
财务费用	5	6	6	8
营运资本变动	(79)	(7)	(50)	(58)
其它	6	5	5	7
经营活动现金流	(6)	87	64	77
资本开支	(59)	(18)	(18)	(20)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(65)	(18)	(28)	(30)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(5)	0	0	0
支付股利、利息	(22)	(31)	(43)	(57)
其它融资现金流	60	0	18	45
融资活动现金流	6	(31)	(25)	(12)
现金净变动	(65)	38	10	34
货币资金的期初余额	180	115	154	164
货币资金的期末余额	115	154	164	199
企业自由现金流	(70)	58	34	44
权益自由现金流	(15)	53	45	82

国信证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。