

## 三维通信 (002115)

## 受益于 TD 网络建设, RRU 超预期增长

## — 三维通信跟踪报告

✍ 姓名 张晓亮  
 ☎ 86-10-58362790  
 ✉ Xlzhang100@hotmail.com

## 本报告导读:

- 网络覆盖设备长期受益于2G、3G网络建设
- 预计前5个月覆盖优化设备工程量已超去年
- 公司今年RRU收入将同比增长200%-300%

## 投资要点:

## ● 2G 网络扩建与 3G 建设带来网络覆盖设备暴发式需求

2008 年网络覆盖设备市场规模在 65 亿元左右, 同比增长约 25%, 2009 年市场规模预计将增到 90 - 100 亿元, 同比增长 40% 左右。预计前 5 个月, 公司网络覆盖设备工程量已超过去年全年。

## ● 3G 用户增加将带来覆盖优化设备的长期稳定需求

2G 时代, 2G 用户增长带来了网络优化覆盖设备 10 多年的长期需求。3G 业务将带来室内覆盖长期的需求。

## ● TD 网络建设带动公司 RRU 收入突破 1 个亿

BBU+RRU 模式广泛应用于国内 TD 网络基站建设。除主设备商外, 国内有能力生产 RRU 厂商不超过五家。自去年以来, 公司 RRU 销售情况良好, 今年 RRU 收入有望达到 1.3 亿。

## ● 公司已经开始布局海外市场, 长期增长空间大

公司通过与主设备商的战略合作, 开始尝试在海外提供网络优化覆盖服务。随着海外运营经验的积累, 未来将获得独立承接项目能力。

## ● 计划公开增发募集不超过 2.3 亿元

增发融资用于 RRU 扩产与 3G 直放站扩产, 以形成年产 10000 台 RRU 与年产 7000 台 3G 移动通信直放站的生产能力。RRU 与 3G 直放站需求前景较好。

## ● 提高评级至“买入”

不考虑增发影响, 预计公司 2009 - 2011 年的 EPS 为 0.69、0.89、1.05 元, 2010 年 22 倍 PE 对应的目标价格为 19.6 元, 提高评级至“买入”。

## 业绩预测表

| 财务摘要 (百万元) | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E  |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 销售收入(百万元)  | 268.1 | 445.8 | 732.7 | 962.3 | 1137.6 |
| (+/-) %    | 27.6% | 66.3% | 64.4% | 31.3% | 18.2%  |
| 净利润        | 41.9  | 56.5  | 83.0  | 106.4 | 126.4  |
| (+/-) %    | 38.3% | 34.9% | 46.8% | 28.2% | 18.8%  |
| 每股净收益 (元)  | 0.52  | 0.47  | 0.69  | 0.89  | 1.05   |
| 利润率和估值指标   | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E  |
| 销售毛利率 (%)  | 38.5% | 36.5% | 36.3% | 35.9% | 35.5%  |
| ROE (%)    | 12.0% | 14.3% | 17.9% | 19.5% | 19.8%  |
| PE         | 30.2  | 33.5  | 22.9  | 17.8  | 15.0   |
| PB         | 3.9   | 5.2   | 4.4   | 3.8   | 3.2    |

评级: 买入

目标价格: 19.6

当前价格: ¥ 15.85  
 2009.06.16

| 单季度业绩   | 元/股  |
|---------|------|
| 1Q/2008 | 0.13 |
| 2Q/2008 | 0.14 |
| 3Q/2008 | 0.15 |
| 4Q/2008 | 0.27 |

## 最近 52 周走势图



公司主营是无线网络优化覆盖产品。产品主要包括直放站、RRU 等; 直放站主要用于信号盲区的加强覆盖, 如办公楼、火车站、大饭店、超市等公共场所, 以及中高层居民楼。RRU 属于基站设备。

## 相关报告

《三维通信调研报告》  
 —— 2009. 4. 13

**2、三大表**

| 资产负债表 (百万元)        |       |       |        |        |        | 利润表 (百万元)   |       |       |        |        |        |
|--------------------|-------|-------|--------|--------|--------|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
|                    | 2007  | 2008  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |             | 2007  | 2008  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
| 货币资金               | 180.5 | 115.5 | 189.8  | 249.3  | 294.7  | 营业收入        | 268.1 | 445.8 | 732.7  | 962.3  | 1137.6 |
| 应收票据               | 12.0  | 9.7   | 16.0   | 21.0   | 24.8   | 营业成本        | 164.9 | 283.2 | 466.5  | 616.6  | 733.4  |
| 应收账款               | 112.3 | 142.7 | 234.6  | 308.1  | 364.2  |             | 4.0   | 4.7   | 7.6    | 10.0   | 11.9   |
| 预付款项               | 19.6  | 22.5  | 37.0   | 48.9   | 58.2   | 销售费用        | 28.0  | 43.1  | 63.6   | 82.9   | 97.8   |
| 其他应收款              | 5.6   | 7.1   | 11.7   | 15.3   | 18.1   | 管理费用        | 32.9  | 59.2  | 97.4   | 123.1  | 139.8  |
| 存货                 | 210.1 | 266.0 | 438.1  | 579.1  | 688.8  | 财务费用        | 0.9   | 5.2   | 9.3    | 15.8   | 19.6   |
| 其他流动资产             | 0.4   | 0.1   | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 资产减值损失      | 2.2   | 0.5   | 0.6    | 0.4    | 0.4    |
| 长期股权投资             | 0.2   | 7.1   | 7.1    | 7.1    | 7.1    | 公允价值变动收益    | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 固定资产               | 46.3  | 159.4 | 144.7  | 139.8  | 139.5  | 投资收益        | 0.2   | 0.8   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 在建工程               | 63.1  | 0.0   | 18.3   | 33.2   | 45.0   | 汇兑收益        | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 工程物资               | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 营业利润        | 35.4  | 50.6  | 87.7   | 113.4  | 134.6  |
| 无形资产               | 10.3  | 12.2  | 11.0   | 9.8    | 8.6    | 营业外收支净额     | 11.4  | 19.2  | 12.0   | 14.4   | 17.3   |
| 长期待摊费用             | 0.1   | 2.1   | 1.9    | 1.7    | 1.5    | 税前利润        | 46.8  | 69.8  | 99.7   | 127.8  | 151.9  |
| 资产总计               | 685.2 | 768.7 | 1132.1 | 1435.1 | 1672.3 | 减: 所得税      | 1.6   | 6.8   | 9.7    | 12.5   | 14.8   |
| 短期借款               | 78.0  | 107.0 | 267.5  | 376.3  | 432.1  | 净利润         | 45.2  | 63.0  | 89.9   | 115.3  | 137.1  |
| 应付票据               | 38.5  | 37.9  | 62.4   | 82.5   | 98.1   | 归属于母公司的净利润  | 41.9  | 56.5  | 83.0   | 106.4  | 126.4  |
| 应付账款               | 107.6 | 136.2 | 221.3  | 292.5  | 347.9  | 少数股东损益      | 3.3   | 6.5   | 7.0    | 8.9    | 10.6   |
| 预收款项               | 35.8  | 40.5  | 66.6   | 87.5   | 103.4  | 基本每股收益      | 0.52  | 0.47  | 0.69   | 0.89   | 1.05   |
| 应付职工薪酬             | 8.0   | 13.1  | 13.1   | 13.1   | 13.1   | 稀释每股收益      | 0.52  | 0.47  | 0.69   | 0.89   | 1.05   |
| 应交税费               | -12.0 | -4.2  | -4.2   | -4.2   | -4.2   | <b>财务指标</b> |       |       |        |        |        |
| 其他应付款              | 45.2  | 6.4   | 6.4    | 6.4    | 6.4    | <b>成长性</b>  |       |       |        |        |        |
| 其他流动负债             | 2.3   | 2.3   | 2.3    | 2.3    | 2.3    | 营收增长率       | 27.6% | 66.3% | 64.4%  | 31.3%  | 18.2%  |
| 长期借款               | 19.7  | 15.0  | 15.0   | 15.0   | 15.0   | EBIT 增长率    | 55.6% | 44.9% | 75.8%  | 32.8%  | 19.4%  |
| 预计负债               | 1.8   | 3.4   | 3.4    | 3.4    | 3.4    | 净利润增长率      | 38.3% | 34.9% | 46.8%  | 28.2%  | 18.8%  |
| 负债合计               | 337.0 | 373.5 | 669.7  | 890.6  | 1033.3 | <b>盈利性</b>  |       |       |        |        |        |
| 股东权益合计             | 348.2 | 395.2 | 462.5  | 544.7  | 639.2  | 销售毛利率       | 38.5% | 36.5% | 36.3%  | 35.9%  | 35.5%  |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |       |       |        |        |        | 销售净利率       | 15.6% | 12.7% | 11.3%  | 11.1%  | 11.1%  |
| 净利润                | 45    | 63    | 90     | 115    | 137    | ROE         | 12.0% | 14.3% | 17.9%  | 19.5%  | 19.8%  |
| 折旧与摊销              | 6     | 13    | 34     | 40     | 47     | ROIC        | 8.29% | 9.68% | 11.81% | 12.49% | 12.85% |
| 经营活动现金流            | 16    | 33    | -18    | 48     | 109    | <b>估值倍数</b> |       |       |        |        |        |
| 投资活动现金流            | -61   | -98   | -37    | -48    | -57    | PE          | 30.2  | 33.5  | 22.9   | 17.8   | 15.0   |
| 融资活动现金流            | 176   | 0     | 129    | 60     | -6     | P/S         | 4.7   | 4.3   | 2.6    | 2.0    | 1.7    |
| 现金净变动              | 131   | -65   | 74     | 59     | 45     | P/B         | 3.9   | 5.2   | 4.4    | 3.8    | 3.2    |
| 期初现金余额             | 50    | 180   | 115    | 190    | 249    | 股息收益率       | 1.6%  | 1.8%  | 1.2%   | 1.8%   | 2.2%   |
| 期末现金余额             | 180   | 116   | 190    | 249    | 295    | EV/EBITDA   | 27.2  | 28.3  | 15.4   | 12.3   | 10.4   |

### 3、DCF—WACC 输出

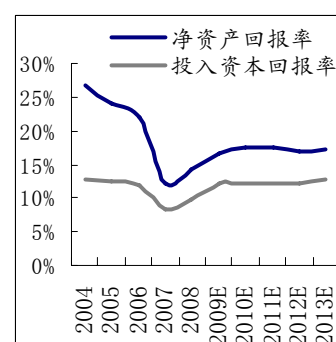
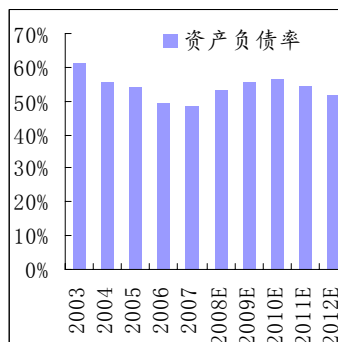
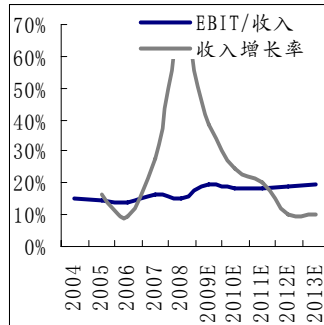
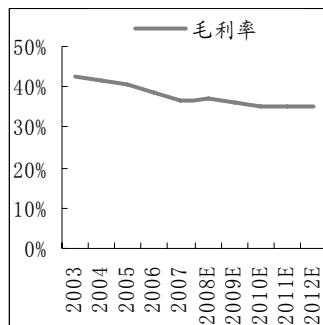
| 万元      | 2008   | 2009E | 2010E  | 2011E  | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBIT    | 5550   | 9754  | 12958  | 15466  | 17639 | 20091 | 22857 | 25975 | 29489 | 32438 | 35681 |
| 所得税     | 542    | 952   | 1265   | 1510   | 2604  | 3014  | 3429  | 3896  | 4423  | 4866  | 5352  |
| NOPLAT  | 3697   | 5008  | 8802   | 11693  | 13957 | 15035 | 17077 | 19428 | 22079 | 25065 | 27572 |
| 营运资金净变动 | -2634  | -8111 | -15369 | -12289 | -9473 | -6047 | -6652 | -7317 | -8049 | -8854 | -9739 |
| 资本支出    | -9883  | -3663 | -4811  | -5688  | -6257 | -6882 | -3028 | -3331 | -3664 | -4031 | -4031 |
| 自由现金流   | -11715 | -6806 | -1451  | 3473   | 8269  | 10062 | 14348 | 15376 | 17362 | 18571 | 20164 |

|          |           |         |        |
|----------|-----------|---------|--------|
| WACC     | 6.86%     | Ke      | 9.47%  |
| 永续增长率    | 1.00%     | Kd      | 5.00%  |
| 终值       | 10703.02  | t       | 15.00% |
| 企业价值     | 252987.34 | Rf      | 3.60%  |
| 非核心资产价值  | 19687.95  | E(Rm)   | 10.00% |
| 债务价值     | 29820.37  | Rm - Rf | 6.40%  |
| 股权价值     | 223166.98 | D/A     | 13.59% |
| 股本       | 12000.00  | E/A     | 86.41% |
| 每股价值 (元) | 18.60     | Beta    | 0.92   |

| 估值   |       | g     |       |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| WACC |       | 0.0%  | 0.5%  | 1.0%  | 1.5%  | 2.0%  |
|      | 6.71% | 16.89 | 17.98 | 19.25 | 20.77 | 22.61 |
|      | 6.76% | 16.72 | 17.78 | 19.03 | 20.52 | 22.31 |
|      | 6.81% | 16.55 | 17.59 | 18.81 | 20.27 | 22.02 |
|      | 6.86% | 16.38 | 17.40 | 18.60 | 20.02 | 21.73 |
|      | 6.91% | 16.22 | 17.22 | 18.39 | 19.78 | 21.45 |
|      | 6.96% | 16.05 | 17.04 | 18.18 | 19.54 | 21.18 |
|      | 7.01% | 15.89 | 16.86 | 17.98 | 19.31 | 20.91 |



#### 渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

#### 渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

**重要声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

---

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)