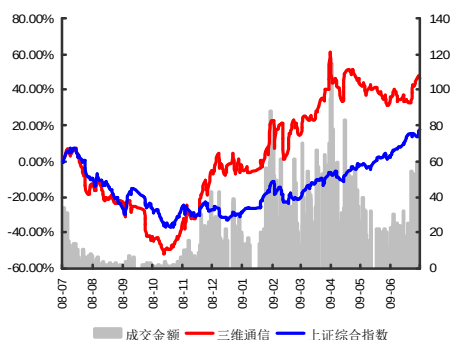


2009 年 7 月 16 日

三维通信 (002115.SZ)

推荐 (维持)

合理价格 23-25.5 元

最近 52 周走势:

相关研究报告:

《网优将持续增长, 新产品已开始创利》2009/03/18

《立足网优, 布局新产品、新市场》2009/02/24

《当前订单饱满, 长期市场容量扩大》2009/02/12

报告作者:

熊云彩

电话: 021-58766036-203

 Email: xiongye@glsc.com.cn
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, 特此申明。

背景: 我们近期再次对公司进行了调研, 公司目前传统室内覆盖订单依旧饱满, RRU 超出预期, 且公司已开始着手新业务人才培养和储备。

投资要点:

主营业务进一步巩固。 网优业务方面, 公司巩固了优势市场地位, 公司上半年发货量继续保持快速稳定增长。我们预测, 公司存货约有 40-50% 在下一季度转化为收入。同时, 我们根据一季度的存货情况, 预计今年上半年公司收入可能在 3 亿元左右, 同比增长超 60%, 符合预期。

网优市场将进入快速增长期。 首先, 由于频点较高等技术的原因, 3G 时代的网优较 2G 时代, 其需求更大; 其次, 由于移动通信已成运营商盈利的主体, 迫于建设精品网络的压力, 运营商对网优要求也远较 2G 时代高; 再次, 从网络建设的顺序而言, 我们预测, 下半年起运营商将在室内优化覆盖方面投入更多精力, 公司网优收入将持续增长。

推陈出新, 公司业务悄然扩张。 如我们先前报告预测一样, 公司战略布局的 RRU 产品开始发挥效益: 今年以来发货量快速增长, 该产品已成为新的增长点。公司 RRU 产品性能优异, 且公司正式成为 TD 联盟成员, RRU 增长进一步明朗, 公司业务悄然扩张。

人才培养再显公司战略眼光。 公司趁经济萧条之机, 大规模地进行人才储备工作, 员工数较去年底将新增 30%-40%。新增员工中除去分派到各办事处增强服务平台力量外, 公司另与系统厂商和设计院合作, 派遣一部分员工到主设备商和设计院从事工程项目服务, 为今后开拓新市场和新业务储备力量, 保持长期竞争力。

维持“推荐”评级, 合理价格自 19-21 元上调至 23-25.5 元。

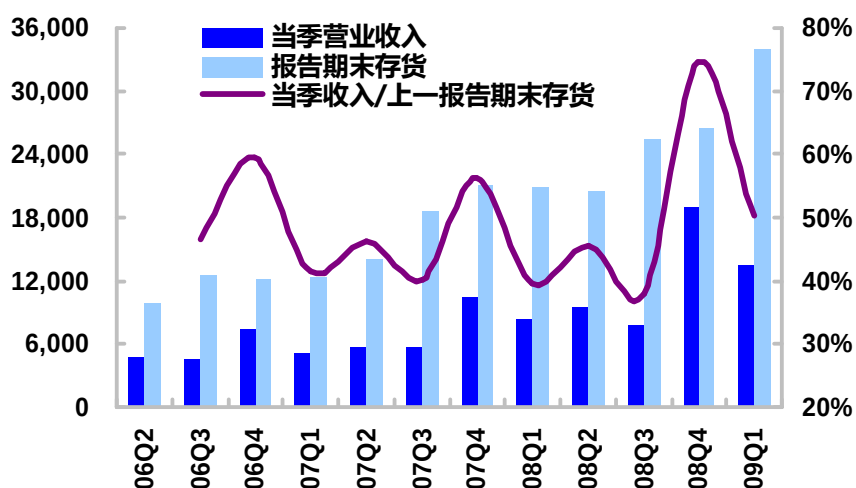
单位: 百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	268.12	445.78	755.04	1,105.02	1,495.16
主营业利润增长率	20.9%	57.5%	66.0%	43.9%	32.3%
营业利润	35.45	50.57	87.13	119.85	150.63
净利润	41.91	56.54	91.98	121.67	147.00
每股收益 (元)	0.55	0.47	0.77	1.01	1.23
净资产收益率	12.8%	15.4%	20.0%	21.0%	20.2%
总资产收益率	6.1%	7.4%	8.4%	8.3%	8.2%
市盈率 (倍)	32.2	37.4	23.0	17.4	14.4
市净率 (倍)	6.1	5.4	4.3	3.3	2.6

巩固市场地位，收入符合预期

出色的研发和市场能力得以进一步体现，优质市场得到巩固。目前情况已经应证了我们先前的研究报告中的观点：公司出色的研发和市场能力有力地保证了公司巩固现有市场和开拓新市场。（熊云彩 《当前订单饱满，未来市场容量扩大》国联证券 2009/02/12）。我们通过运营商渠道了解到，运营商今年上半年网优投资增加迅速，部分省市今年上半年采购额接近去年全年采购量。目前公司业务范围已经基本覆盖全国，各区域市场均呈现较快的增长速度。我们预测，公司全年销售收入将继续保持较快增长。

关注公司存货变化，预计上半年收入增长超 60%。收入滞后于订单是通信设备及工程服务子行业的特点，一般情况下，部分将完成施工或已完成施工但尚未验收项目，其收入在存货中体现，这一点与房地产行业类似。同时，公司项目周期一般小于系统厂商，收入确认也快于系统厂商。我们通过分析公司近年来单季度收入与上一报告期末存货间的关系，得出结论：**除去每年第四季度以外，公司单季度收入约为上一报告期末存货的 40%-50%**。公司一季报显示，季度末存货为 3.39 亿元，假设有 45% 存货在二季度转化为收入，则公司上半年收入约为 2.87 亿元，同比增长约 61.2%。即使是运营商推迟验收进度，存货也将在三四季度逐渐转化为收入。我们提示投资者关注公司中期报告存货变化。

图 1：三维通信季度营业收入与存货关系分析（单位：万元）



数据来源：公司公告 国联证券研究所

网优市场进入快速增长期

首先，3G 频率较 2G 高，这决定了 3G 网优市场较 2G 更大。频率越高，基站覆盖半径更小，密度更高，同时，3G 数据业务也导致基站密度增大，这直接导致了 3G 网优的压力较 2G 大，换言之，市场更大。

其次，移动业务成为运营商收入和盈利的主要来源。为了树立竞争优势，运营商皆提出建设精品网络，营商从上到下均非常重视网络优化，就在最近，国内三大运营商高层都强调了对网络优化的重视程度，这使网优开支占运营商总体资本开支的比例扩大。

再次，从网络建设顺序上，网优将进入快速增长。截至今年上半年，运营商主要是集中力量进行 3G 广域覆盖网络建设，而从下半年开始，将在室内优化覆盖方面投入更多精力。与设备投资不尽相同，网络优化是一项长期的、动态的工程。以中国联通为例，今年其将“2G 网络优化”列入三大建设任务之一即是最好的证明。

图 2：近期运营商高层关于网络优化的表态

运营商	高层表态	最近时间	来源
中国移动	目前中国移动正在积极落实的相关工作包括：一是加强网络优化；二是继续开发基于 TD-SCDMA 的各种新的业务。-王建宙	2009/7/14	《人民网》
中国联通	中国联通今年的三大建设任务：2G 网络优化、3G 网络建设、宽带提速。-常小兵	2009/5/17	《C114 网站》
中国电信	现在中国电信每天都花相当大的精力在全国进行大规模的扫盲点工作。同时，他还透露，今年中国电信投资重点之一就是改善网络质量。-王晓初	2009/7/12	《经济观察报》

数据来源：公开资料，国联证券研究所整理

推陈出新，公司业务悄然扩张

战略布局 RRU 开始发挥效益。2 月份我们已提示投资者，不必担心 3G（特别是 TD）网络建设中 RRU 的采用会对公司总体收入产生负面影响，揭示关注公司 2004 年即已开始布局的新产品 RRU，并在 3 月实地调研后重申了这一观点，（熊云彩《立足网优，布局新产品、新市场》 国联证券 2009/02/24；熊云彩《网优将持续增长，新产品已开始创利》 国联证券 2009/03/18），目前 RRU 产品快速增长已成为现实。

目前公司的 RRU 产品增长超出预期。在去年确认收入 3000 多万的基础上，今年公司 RRU 产品出货量快速增长，全年收入有望过亿。公司 RRU 设备在运营商性能测试中排名靠前，获得较高评价。公司已于今年 7 月正式加入 TD 产业联盟（公司网站），RRU 产品前景进一步明朗，这意味着公司业务有从移动通信小设备向主设备扩张的可能，市场空间有望以倍数级增长。

人才培养再显公司战略眼光

我们认为，公司之所以是小块头里的强者并有成为大块头的潜质，是因为公司管理层除了精通技术，更有战略眼光，决策果敢，执行坚决，敢于投入。与其它制造业相比，通信行业发展一日千里，如果不能深入探索客户需求，跟随市场发展趋势，一味地唯技术论，企业的奶酪将很快变为冰棍。除了技术，更重要的是公司管理层须具有战略眼光，决策果敢，执行坚决，敢于投入。我们认为，在这一点上，公司是同类企业的佼佼者和榜样：RRU 案例已经证明了这点。未来还将有案例证明：

地铁数字电视：今年 4 月和 5 月分别中标上海、北京地铁数字电视。

GSM-R：随着华为中标“京九线”和“太中银线” GSM-R 合同，公司 GSM-R 项目即将启动。根据我们之前的测算，GSM-R 产品有望在两年内给公司新增 3.6 亿元收入。GSM-R 产品详细测算请参阅我们前期报告——《立足网优，布局新产品、新市场》（2009/02/18）。

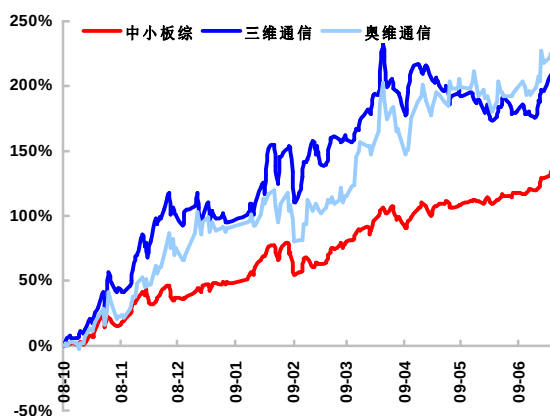
人力资源是企业长期稳健增长的保障，创造性人才培养是企业差异化竞争的基础。公司因业务发展迅速，上年末各办事处服务平台力量吃紧，公司今年新增数百名多员工中，一部分补充各办事处服务平台力量，另一部分派遣到主设备商和设计院，从事海内外工程项目，既给公司带来收入，又能借鸡下蛋，为未来新业务培养人才、储备人才。或许投资者会有疑问：主设备商是否会借此挖取其中的优秀人才？对此，我们认为，这无须忧虑。主要有两个原因：第一，不同公司业务上的差异决定了人才结构上有差异，主设备商以大型产品科研为主，重点在大型系统解决方案，三维主要以工程和小型产品科研为主，重点在单产品解决方案，第二，从人力资源安排及劳动法等方面考虑，主设备商本身对合作方人员（如三维通信等公司的派遣人员）的编制上存在一定的限制。

公司价值被显著低估

与中小板企业相比，公司具有估值优势。自 1664 点以来，中小板指数和公司股价分别上涨 134.6% 和 208.6%，但公司估值仍存优势：。截至 7 月 15 日，中小板预测市盈率为 35 倍，而中小板去年营业收入增长率为 21.4%，归属母公司净利润增长率仅为 4.7%。三维通信去年营业收入增长 66.3%，归属母公司净利润增长 34.9%。三维通信估值低于中小板指数，而增长率远高于中小板总体水平。

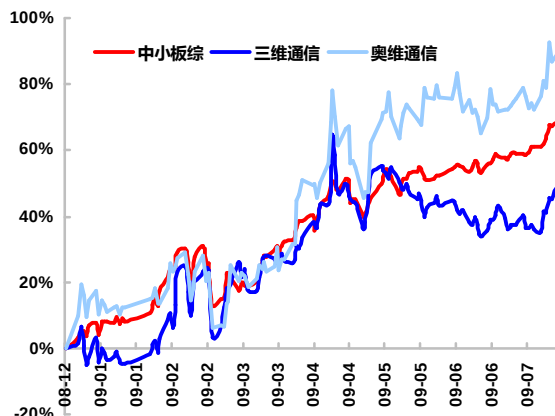
与同业相比，公司业绩更加稳定，估值优势更加显著。再与奥维通信进行对比：奥维通信 08 年每股收益为 0.21 元，今年上半年业绩快报为增长 0-10%，去年同期为 0.05 元，也即今年中报在 0.06 元左右。即使假设奥维通信今年年报增长 50%（即 0.30 元，去年 EPS 为 0.21 元），其估值也在 40 倍以上（现价为 13.50 元）。而三维通信今年业绩增长有望超过 60%，未来三年复合增长率达 37.5%，目前估值仅为 23 倍。

图 3：1664 点以来网优覆盖厂商股价表现



数据来源：Wind 国联证券研究所

图 4：今年以来网优覆盖厂商股价表现



数据来源：Wind 国联证券研究所

投资建议

维持“推荐”评级，合理价格自 19-21 元上调至 23-25.5 元。公司业绩增长进一步明确，未来三年能够保持 30% 的增长速度。分别以 2009 年和 2010 年盈利为基础，增长速度以 30% 为计算，PEG 分别给予 1 倍和 0.85 倍，则公司合理价格为 23-25.5 元。

利润表

人民币百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	268.12	445.78	755.04	1,105.02	1,495.16
主营利润	103.20	162.54	269.85	388.37	513.96
销售费用	28.00	43.15	73.24	110.50	149.52
管理费用	32.94	59.24	93.63	132.60	179.42
财务费用	0.85	5.22	4.53	8.84	11.96
营业利润	35.45	50.57	87.13	119.85	150.63
营业外收支差额	11.37	19.25	26.43	32.05	32.89
利润总额	46.82	69.82	113.55	151.90	183.53
所得税	1.63	6.82	11.36	15.19	18.35
净利润	41.91	56.54	91.98	121.67	147.00
基本每股收益（元）	0.55	0.47	0.77	1.01	1.23

资产负债表

人民币百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	180.47	115.47	138.56	159.35	183.25
应收账款	112.29	142.73	264.26	386.76	523.31
存货	210.06	265.99	453.03	663.01	822.34
其他	37.57	39.35	41.31	45.45	49.99
流动资产合计	540.40	563.54	897.17	1,254.56	1,578.88
固定资产	46.30	159.42	162.61	165.86	169.18
其他	98.53	45.77	36.61	38.45	40.37
非流动资产合计	144.83	205.19	199.22	204.30	209.54
资产总计	685.22	768.73	1,096.39	1,458.87	1,788.43
短期借款	78.00	107.00	130.63	186.62	182.54
应付账款	107.60	136.21	264.26	359.13	448.55
其他	117.74	96.16	166.11	237.58	313.98
流动负债合计	303.34	339.37	561.00	783.33	945.07
长期借款	19.66	15.00	15.00	15.00	15.00
其他	14.02	19.14	22.97	26.42	29.06
非流动负债合计	33.68	34.14	37.97	41.42	44.06
负债合计	337.01	373.51	598.97	824.75	989.13
归属母公司权益	326.56	367.09	459.07	580.74	727.75
其他	21.65	28.12	38.34	53.38	71.55
所有者权益合计	348.21	395.22	497.41	634.12	799.30

估值表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入增长率	27.6%	66.3%	69.4%	46.4%	35.3%
主营利润增长率	20.9%	57.5%	66.0%	43.9%	32.3%
营业利润增长率	66.3%	42.7%	72.3%	37.6%	25.7%
净利润增长率	43.5%	39.4%	62.2%	33.8%	20.8%
主营利润率	38.5%	36.5%	35.7%	35.1%	34.4%
营业利润率	13.2%	11.3%	11.5%	10.8%	10.1%
净利润率	17.5%	15.7%	15.0%	13.7%	12.3%
净资产收益率	12.8%	15.4%	20.0%	21.0%	20.2%
总资产收益率	6.1%	7.4%	8.4%	8.3%	8.2%
市盈率（倍）	32.2	37.4	23.0	17.4	14.4
市净率（倍）	6.1	5.4	4.3	3.3	2.6

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。