

中报点评

收入增长符合预期

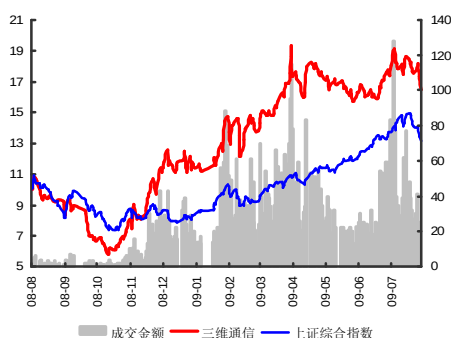
通信行业

2009 年 8 月 17 日

——三维通信（002115）中报点评

推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《产品推陈出新，业务交相辉映》

09/07/16

《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

报告作者：

研究员 熊云彩

电话： 021-58766036-203

 Email: xiongygc@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。

事件：8月15日，公司公布半年报，公司实现营业收入 2.96 亿元，营业利润 3338.83 万元，净利润 3039.89 万元，分别较去年同期增长 66.7%、45.05%、31.45%，每股收益 0.25 元。

点评：

收入增长符合预期，净利润略低于预期。公司上半年收入和净利润增长分别为 66.7%，符合我们全年收入高速增长的预期。控股子公司紫光网络利润大幅增长 265.1%，少数股东权益同比亦大幅增长，致归属母公司净利润增长低于我们的预期。

毛利率将略有下降，未来新产品比重增大毛利率有望回升。因网优产品毛利率有一定下降，综合毛利率为 34.08%，低于上年同期 36.25% 和上年全年 36.43% 的水平，毛利率略微下滑主要是出于市场占有率的考虑。未来随着市场范围逐渐稳定和新产品 RRU 出货量加大，毛利率有望回升。我们预计 09-11 年毛利率分别为 34.65%、34.72% 和 34.55%。
规模效应渐现，费用率快速下降。销售费用、管理费用和财务费用占营业收入比分别为 7.6%、9.2% 和 1.3%，期间费用率为 21.0%，较上年同期 21.6% 和上年全年 24.1% 均有一定幅度下降。我们预计费用率将保持平稳，09-11 年期间费用率分别为 20.6%、20.7% 和 20.7%。

估计增发 1500 万股以下，摊薄有限。公司公开增发已获发审会审核通过，募资约 2.3 亿，按 8 月 15 日股价或近 20 日均价计，我们预计增发规模在 1500 万股左右，摊薄有限。公司拟增发项目已在建设中，其中一项已累计创利超千万元。

维持“推荐”评级，合理价格 23.0-25.5 元。我们维持未来三年收入高速增长的判断，结合少数股东权益增长和期间费用率变化，调整盈利预测，09-11 年 EPS 从 0.77 元、1.01 元和 1.23 元 **调整为 0.72 元、0.97 元和 1.24 元（摊薄前）**，以 8 月 15 日收盘价计，相当于市盈率 23 倍，17 倍和 13 倍。维持“推荐”评级，以 09-10 年 EPS 中值计算，结合 28-30 倍估值，合理价格 23.0-25.5 元。

利润表

人民币百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	268.12	445.78	754.72	1,091.53	1,467.35
主营利润	99.24	157.89	253.66	367.57	491.71
销售费用	28.00	43.15	73.05	105.65	142.02
管理费用	32.94	59.24	73.96	106.97	143.80
财务费用	0.85	5.22	8.68	13.10	17.61
营业利润	35.45	50.57	97.92	141.42	187.42
营业外收支差额	11.37	19.25	19.25	19.25	19.25
利润总额	46.82	69.82	117.16	160.67	206.67
所得税	1.63	6.82	11.44	15.68	20.17
净利润	41.91	56.54	86.30	116.81	148.46
基本每股收益（元）	0.55	0.47	0.72	0.97	1.24

资产负债表

人民币百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	180.47	115.47	95.95	75.95	80.95
应收账款	112.29	142.73	289.03	335.42	504.03
存货	122.14	210.06	265.99	339.09	440.44
其他	125.49	95.28	302.86	353.27	493.47
流动资产合计	540.40	563.54	979.94	1,078.17	1,565.71
固定资产	46.30	159.42	167.02	187.02	207.02
其他	98.53	45.77	45.77	45.77	45.77
非流动资产合计	144.83	205.19	212.79	232.79	252.79
资产总计	685.22	768.73	1,192.73	1,310.97	1,818.50
短期借款	78.00	107.00	193.50	193.50	193.50
应付账款	107.60	136.21	316.57	337.63	544.03
其他	117.74	96.16	162.37	201.26	288.07
流动负债合计	303.34	339.37	672.43	732.38	1,025.60
长期借款	19.66	15.00	-	-	-
其他	14.02	19.14	19.14	19.14	19.14
非流动负债合计	33.68	34.14	19.14	19.14	19.14
负债合计	337.01	373.51	691.58	751.53	1,044.74
归属母公司权益	326.56	367.09	427.50	509.27	613.19
其他	21.65	28.12	47.55	75.73	113.76
所有者权益合计	348.21	395.22	475.06	585.00	726.95

估值表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入增长率	27.6%	66.3%	69.3%	44.6%	34.4%
主营利润增长率	20.8%	59.1%	60.7%	44.9%	33.8%
营业利润增长率	66.3%	42.7%	93.6%	44.4%	32.5%
净利润增长率	38.3%	34.9%	52.6%	35.4%	27.1%
主营利润率	37.0%	35.4%	33.6%	33.7%	33.5%
营业利润率	13.2%	11.3%	13.0%	13.0%	12.8%
净利润率	15.6%	12.7%	11.4%	10.7%	10.1%
净资产收益率	12.0%	14.3%	18.2%	20.0%	20.4%
总资产收益率	6.1%	7.4%	7.2%	8.9%	8.2%
市盈率（倍）	29.8	34.6	22.7	16.7	13.2
市净率（倍）	5.6	4.9	4.1	3.3	2.7

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。