

营收持续快速增长

三维通信 (002115)
评级: 增持 (首次)

股价: 16.30 元

目标价位: 20.70 元

跟踪报告

2009 年 8 月 17 日 星期一

TMT 小组

康志毅

010-66216231-820

kzy@longone.com.cn

通信行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 20.70 元

升值潜力 (%) 27%

目标价确定日期: 09.08.17

重要数据

总股本(亿股) 1.20

流通股本(亿股) 0.56

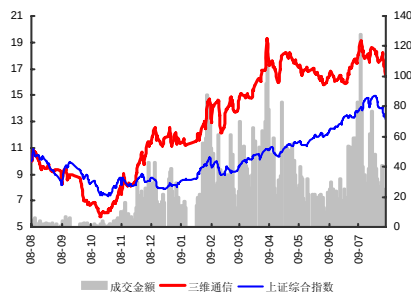
总市值(亿元) 19.56

流通市值(亿元) 9.08

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-11.70	-3.13
3 个月	-5.71	-27.13
6 个月	13.56	-31.30

个股相对上证综指走势图



相关报告:

投资要点

- 2009 年 1-6 月公司实现营业收入 2.96 亿元, 同比增长 66.7%; 营业利润 3,339 万元, 同比增长 45.1%; 归属母公司所有者的净利润 3,040 万元, 同比增加 31.4%; 每股收益 0.25 元。其中二季度实现营业收入 1.62 亿元, 同比增长 71%; 归属母公司所有者的净利润 1,530 万元, 同比增加 32%, 每股收益 0.13 元。公司预计 09 年 1-9 月归属母公司所有者的净利润同比增长幅度为 20%-50%。
- **毛利率持续下滑, 但降幅小于竞争对手。** 营业收入增幅高于净利润增幅的主要原因是由于公司综合毛利率下滑, 上半年综合毛利率为 34.2%, 同比下滑 2.1 个百分点, 其中无线网络优化设备及解决方案业务毛利率同比下降 1.7 个百分点至 32.2%, 微波无源器件同比下降 8.6 个百分点至 42.6%。综合毛利率除 1Q2009 外, 近几个季度均出现不同程度的下滑, 这主要是运营商集采方式导致产品价格下降。公司一体化的产业链优势提高了公司成本控制率, 毛利率同比下降幅度小于另一家 A 股上市企业奥维通信的 7.1 个百分点降幅。
- **营业收入保持快速增长。** 尽管集采价格下降, 但公司营收却实现了快速增长, 同比增长 67%, 略高于行业增速, 与龙头京信通信、深圳国人增速基本持平。08 年底起公司抓住了运营商重组完毕以及 3G 启动等机遇, 同时中国电信、中国联通对网络质量重视程度加强, 对直放站以及其他优化设备的采购力度加大, 因此公司订单饱满, 处于满产状态。我们认为随着 3G 基站覆盖率的不断上升, 运营商对 3G 室内覆盖优化设备采购额在总投资中的比重将稳步提升, 公司有望因此受益。
- **期间费用率同比下降 0.6 个百分点至 21%。** 报告期内公司未能实现规模效应, 期间费用增速与收入增速持平, 销售费用率 9.4%, 同比下降 0.1 个百分点, 我们分析公司扩大销售网络是主要原因, 预计今年不会进入回收期, 销售费用增长趋势仍会持续; 管理费用率 10.4%, 同比下降 0.8 个百分点; 由于利息支出增加, 公司财务费用率同比上升 0.4 个百分点至 1.2%。

主要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	268.1	445.8	692.4	996.0	1,218.7
营业收入增长率 (%)	27.6%	66.3%	55.3%	43.8%	22.4%
营业利润 (百万元)	35.4	50.6	74.1	111.4	140.3
营业利润增长率 (%)	66.3%	42.7%	46.5%	50.3%	26.0%
净利润 (百万元)	41.9	56.5	82.7	102.4	130.2
净利润增长率 (%)	38.3%	34.9%	46.3%	23.8%	27.1%
营业利润率 (%)	13.2%	11.3%	10.7%	11.2%	11.5%
每股收益 (元)	0.349	0.471	0.689	0.853	1.085
每股净资产 (元)	2.72	3.06	3.75	4.60	5.69
PE (X)	46.7	34.6	23.7	19.1	15.0
PB (X)	6.0	5.3	4.3	3.5	2.9
ROE (%)	12.8%	15.4%	18.4%	18.5%	19.1%

- **未来专网及 3G 网络优化项目将锦上添花。**2009、2010 年我国无线网络优化市场投资额都将在 100 亿元以上，是 2G 时代的 2 倍。借机良机，公司努力在 3-4 年内将市场份额提升至前 3 位，7-8 年内成为全球 10 大无线覆盖厂商之一。公司在扩大 3G 优化设备产能的同时，正积极渗透铁路 GSM-R 专网覆盖及移动数字电视优化设备市场，并先后取得部分项目标的，这将为公司业绩锦上添花。
- 预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.69 元、0.85 元、1.08 元，对应动态市盈率分别为 24x、19x、15x，PEG 为 0.74 倍，估值水平低于 32x 的通信行业均值。公司最大的风险在于议价能力相对较弱，在运营商招标中处于弱势地位，但我们认为 09 年毛利率由于价格因素大幅下降的可能性较小，因此首次给予公司“增持”的投资评级。

表 1. 三维通信半年度业绩对比

百万元	1-2Q2009	1-2Q2008	YoY	2Q2009	2Q2008	YoY	1Q2009	QoQ
营业收入	296.44	177.83	66.7%	162.21	94.88	71.0%	134.23	20.9%
增长率	66.7%	65.2%	1.5%	71.0%	66.9%	4.1%	61.8%	9.1%
毛利率	34.2%	36.3%	-2.1%	30.0%	34.6%	-4.7%	39.2%	-9.2%
营业成本	195.18	113.31	72.3%	113.55	62.01	83.1%	81.63	39.1%
营业税金及附加	3.20	1.54	107.5%	1.71	1.38	23.9%	1.50	14.1%
期间费用率	21.0%	21.6%	-0.6%	18.1%	21.8%	-3.8%	24.6%	-6.5%
销售费用	27.94	16.98	64.6%	12.29	9.04	36.0%	15.65	-21.5%
销售费用率	9.4%	9.5%	-0.1%	7.6%	9.5%	-1.9%	11.7%	-4.1%
管理费用	30.71	19.97	53.8%	14.86	10.20	45.7%	15.85	-6.2%
管理费用率	10.4%	11.2%	-0.9%	9.2%	10.8%	-1.6%	11.8%	-2.6%
财务费用	3.68	1.44	156.2%	2.15	1.48	45.2%	1.53	41.1%
财务费用率	1.2%	0.8%	0.4%	1.3%	1.6%	-0.2%	1.1%	0.2%
资产减值损失	2.60	1.58	64.5%	0.66	1.12	-40.7%	1.93	-65.7%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	0.00	NA
投资净收益	0.27	0.01	4326.8%	0.29	0.01	4726.4%	(0.02)	-1308.0%
营业利润	33.39	23.02	45.1%	17.27	9.67	78.7%	16.12	7.2%
增长率	45.1%	67.2%	-22.2%	78.7%	60.6%	18.1%	20.7%	58.0%
营业利润率	11.3%	12.9%	-1.7%	10.6%	10.2%	0.5%	12.0%	-1.4%
加：营业外收入	12.31	8.58	43.4%	6.92	5.22	32.7%	5.39	28.5%
减：营业外支出	0.08	0.34	-76.4%	0.03	0.25	-86.7%	0.05	-29.2%
利润总额	45.61	31.26	45.9%	24.16	14.63	65.2%	21.45	12.6%
减：所得税	5.40	5.44	-0.7%	2.77	2.01	37.8%	2.63	5.1%
实际所得税率	11.8%	17.4%	-5.6%	11.5%	13.7%	-2.3%	12.3%	-0.8%
净利润	40.21	25.81	55.8%	21.39	12.62	69.5%	18.82	13.7%
减：少数股东损益	9.81	2.69	265.1%	6.09	1.02	494.7%	3.72	63.5%
归属于母公司所有者的净利润	30.40	23.13	31.4%	15.30	11.60	32.0%	15.10	1.4%
增长率	31.4%	33.2%	-1.7%	32.0%	37.8%	-5.9%	30.9%	1.1%
净利润率	10.3%	13.0%	-2.8%	9.4%	12.2%	-2.8%	11.2%	-1.8%
每股收益（元）	0.25	0.19	31.4%	0.13	0.10	32.0%	0.13	1.4%

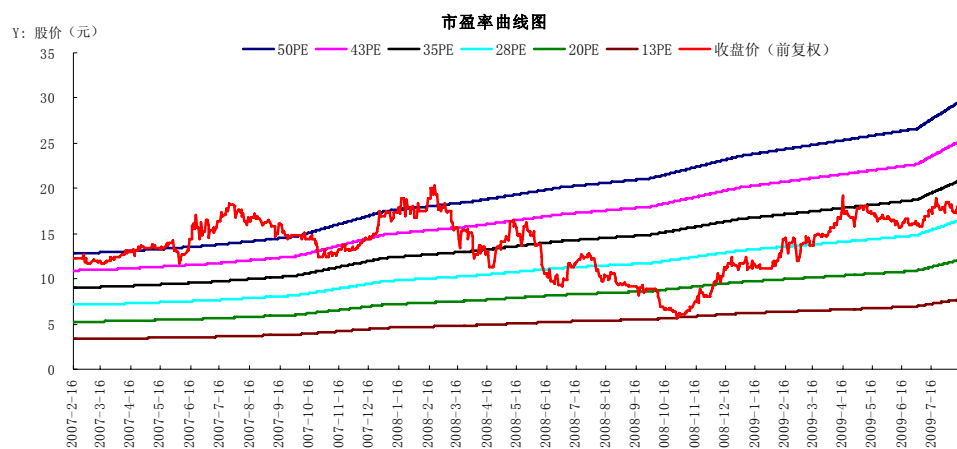
资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

表 2. 三维通信盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	210.1	268.1	445.8	692.4	996.0	1,218.7	66.3%	55.3%	43.8%	22.4%
增长率	9.4%	27.6%	66.3%	55.3%	43.8%	22.4%	38.7%	-10.9%	-11.5%	-21.5%
无线优化设备及方案	194.7	232.9	355.0	553.1	794.2	961.0	52.4%	55.8%	43.6%	21.0%
网络测试系统	14.6	15.4	19.4	19.8	22.8	26.2	25.9%	2.0%	15.0%	15.0%
微波无源器件	0.0	16.9	67.0	115.5	175.0	227.5	295.7%	72.5%	51.5%	30.0%
其他	0.9	2.8	4.0	4.0	4.0	4.0	39.8%	0.0%	0.0%	0.0%
综合毛利率	40.6%	38.5%	36.5%	35.6%	34.9%	34.3%	-2.0%	-0.9%	-0.6%	-0.7%
营业成本	124.8	164.9	283.2	446.2	648.0	801.1	71.7%	57.5%	45.2%	23.6%
营业税金及附加	3.2	4.0	4.7	7.3	10.5	12.8	17.4%	56.2%	43.8%	22.4%
期间费用率	29.5%	23.0%	24.1%	23.3%	22.2%	21.2%	1.1%	-0.8%	-1.1%	-1.0%
销售费用	25.6	28.0	43.1	66.5	94.6	106.0	54.1%	54.1%	42.4%	12.1%
销售费用率	12.2%	10.4%	9.7%	9.6%	9.5%	8.7%	-0.8%	-0.1%	-0.1%	-0.8%
管理费用	31.9	32.9	59.2	87.2	118.5	140.1	79.8%	47.3%	35.9%	18.2%
管理费用率	15.2%	12.3%	13.3%	12.6%	11.9%	11.5%	1.0%	-0.7%	-0.7%	-0.4%
财务费用	4.5	0.9	5.2	7.6	8.0	12.2	513.1%	45.9%	4.6%	53.0%
财务费用率	2.1%	0.3%	1.2%	1.1%	0.8%	1.0%	0.9%	-0.1%	-0.3%	0.2%
资产减值损失	(1.1)	2.2	0.5	3.5	5.0	6.1	-77.1%	589.1%	43.8%	22.4%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA
投资净收益	0.0	0.2	0.8	0.0	0.0	0.0	328.9%	-100.0%	NA	NA
营业利润	21.3	35.4	50.6	74.1	111.4	140.3	42.7%	46.5%	50.3%	26.0%
增长率	9.6%	66.3%	42.7%	46.5%	50.3%	26.0%	-23.6%	3.9%	3.8%	-24.4%
营业利润率	10.1%	13.2%	11.3%	10.7%	11.2%	11.5%	-1.9%	-0.6%	0.5%	0.3%
加: 营业外收入	11.8	12.1	19.8	28.6	15.6	21.0	63.7%	44.5%	-45.5%	34.6%
减: 营业外支出	0.1	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6	-24.7%	10.2%	0.0%	0.0%
利润总额	33.0	46.8	69.8	102.1	126.4	160.7	49.1%	46.2%	23.8%	27.1%
减: 所得税	1.5	1.6	6.8	10.2	12.6	16.1	318.8%	49.8%	23.8%	27.1%
实际所得税率	4.6%	3.5%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%	6.3%	0.2%	0.0%	0.0%
净利润	31.5	45.2	63.0	91.9	113.8	144.6	39.4%	45.8%	23.8%	27.1%
减: 少数股东损益	1.2	3.3	6.5	9.2	11.4	14.5	97.6%	42.0%	23.8%	27.1%
归属于母公司所有者的净利润	30.3	41.9	56.5	82.7	102.4	130.2	34.9%	46.3%	23.8%	27.1%
增长率	12.2%	38.3%	34.9%	46.3%	23.8%	27.1%	-3.4%	11.4%	-22.5%	3.3%
净利润率	14.4%	15.6%	12.7%	11.9%	10.3%	10.7%	-3.0%	-0.7%	-1.7%	0.4%
每股收益(元)	0.25	0.35	0.47	0.69	0.85	1.08	34.9%	46.3%	23.8%	27.1%

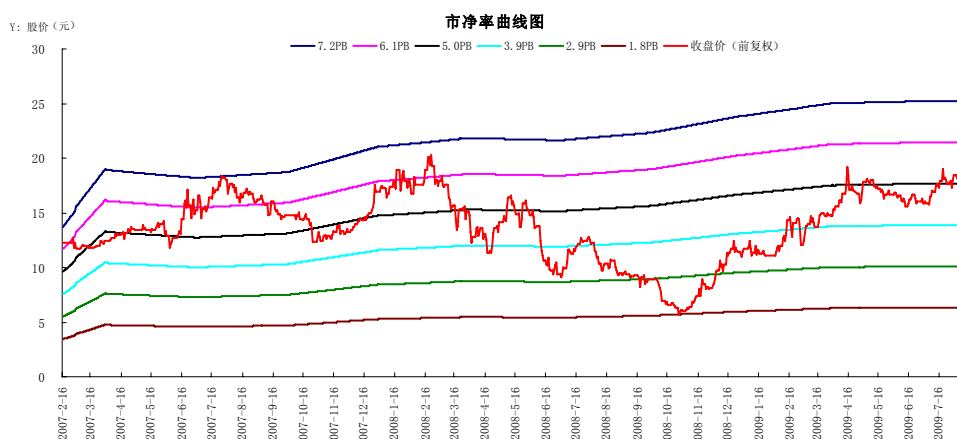
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

图1. 三维通信 PE 曲线



资料来源: 东海证券研究所

图2. 三维通信 PB 曲线



资料来源: 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 通信传媒行业高级研究员, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2 年证券研究经验, 曾为天相投顾通信行业研究员; 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

重点跟踪公司: (通信) 中国联通, 中兴通讯, 武汉凡谷, 亨通光电, 中天科技, 烽火通信, 北纬通信, 拓维信息, 三维通信, 亿阳信通, 东信和平, 恒宝股份, 国脉科技, 北斗星通; (传媒) 歌华有线, 天威视讯, 广电网络, 博瑞传播, 中视传媒, 北巴传媒, 中信国安, 电广传媒, 鹏博士。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122