

跟踪研究

增发项目拓展新的、更大的增长空间

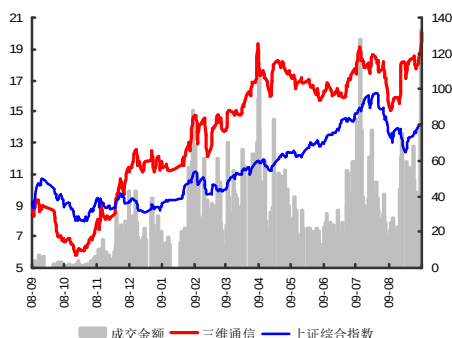
通信行业

2009年9月16日

推荐（维持）

合理价格 23-25.5 元

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《产品推陈出新，业务交相辉映》

2009/7/16

《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

《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。

——三维通信（002115）公开增发点评

背景：公司公开增发不超过 3000 万股，增发价 17.59 元，预计募资净额不超过 22,981 万元，用于 RRU 生产线技改、3G 直放站技改和服务平台建设。

投资要点：

RRU 产品打开更大市场空间。由于 TD 基站每扇区需要 9 条馈线的原因，TD 基站普遍采用 BBU+RRU 建设方式，同时，由于基站选址问题，W 和 C 基站也较广泛采用 BBU+RRU 组网方式，据估算，国内 RRU 市场规模近百亿。公司目前为某厂商提供 ODM RRU 产品，未来有望直供运营商。

BAYES 预测偏保守，网优覆盖市场空间 09 年即可破百亿元。BAYES 发布预测报告时 3G 牌照发放安排和电信重组方案尚未有定论，其报告预测 3G 网优覆盖容量 09 年仅为不到 20 亿元，我们认为 BAYES 在预测市场规模时较为保守。据我们估算，网优覆盖市场空间在 09 年即可突破百亿元。

增发项目先期已投入，见效快，摊薄有限。公司先期自筹资金已对增发项目进行投入，产品已开始产生收益：3GRRU 产品已累计签订供货合同约 1.5 亿元，GRRU 今年上半年签订合同近 4000 万元；3G 直放站已可小批量发货，今年上半年已发货 632 台。预计增发 1400 万股，对业绩摊薄有限。

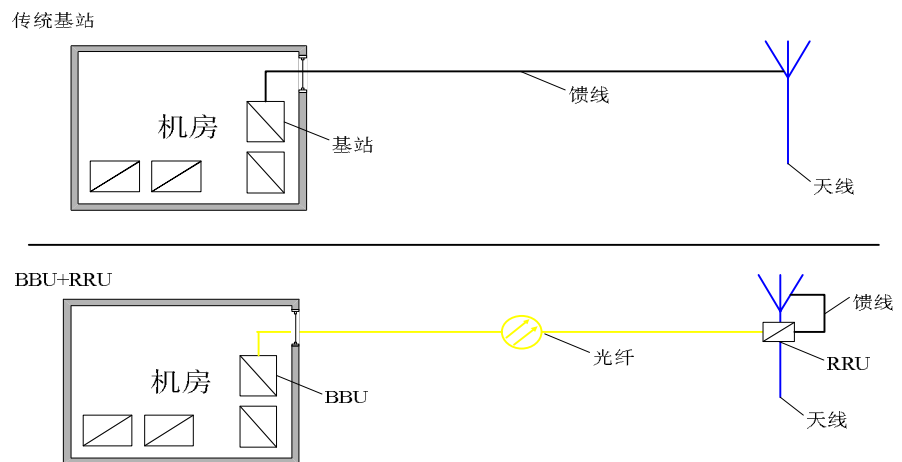
维持“推荐”评级，合理价格 23-25.5 元。

单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	268.12	445.78	754.72	1,091.53	1,467.35
主营利润增长率	20.8%	59.1%	60.7%	44.9%	33.8%
营业利润	35.45	50.57	97.92	149.06	200.62
净利润	41.91	56.54	86.30	123.71	160.38
每股收益(元)	0.55	0.47	0.64	0.92	1.20
净资产收益率	12.0%	14.3%	12.8%	15.7%	17.1%
总资产收益率	6.1%	7.4%	7.2%	9.4%	8.8%
市盈率(倍)	36.4	42.2	30.9	21.6	16.6
市净率(倍)	7.7	6.7	4.0	3.4	2.8

RRU 产品打开比网优覆盖更大市场空间

RRU 广泛用于 3G 基站建设。中国移动 TD 基站每个扇区需要 9 条馈线（其他标准只需要 2 条），使 TD 基站选址、施工和维护难度远高于其他标准。采用 BBU+RRU 方式可以用光纤替代大部分馈线，大幅缩短馈线长度和降低施工维护难度，因此，在中国移动 TD 网络建设中普遍采用 BBU+RRU 方式。同时，中国联通和中电信新建基站同样面临选址难、施工和维护工作量大等问题，BBU+RRU 方式也得到广泛使用。

图 1: BBU+RRU 与传统基站对比



数据来源：国联证券研究所

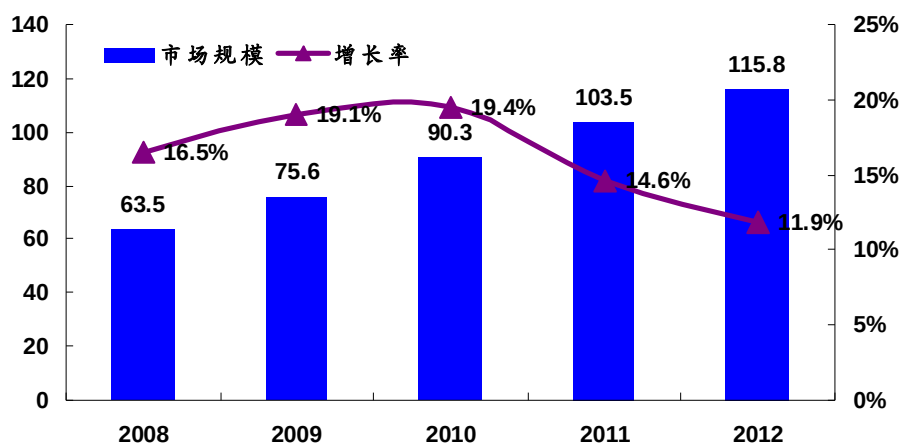
预计 RRU 产品市场规模每年近 100 亿元。市场容量方面，中移动至少需要建设 TD 基站 20 万台，按 5 年建设期和每个基站 3 个 RRU 计，仅中移动 RRU 市场规模就有 60 万台，平均每年 TD RRU 的需求量将达到 10-12 万台左右，按公司为某厂商 ODM 均价 4 万元/台计（公司 ODM 累计合同金额为 14,856.33 万元，交付 3,629 台 TD RRU 产品，折合均价约 4 万元/台），仅 TD RRU 每年市场空间就可达 40-48 亿元。考虑中国联通和中电信 RRU 产品需求，估计整个 RRU 市场空间将可望达近百亿。

GRRU 已直供运营商，3GRRU 亦有望直供。由于 GRRU（GSM 基站拉远系统）产品不受接口协议的限制，目前公司小批量生产的 GRRU 已实现对中国移动的直接销售。公司 3GRRU 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，且中国通信标准化协会已经制订 TD-SCDMA 分布式基站接口标准，未来 3GRRU 产品直供运营商前景将逐渐明朗。放长远看，公司业务有从移动通信小设备向主设备扩张的可能。

原有网优产品市场空间持续扩大

BAYES 市场空间预测时间较早，过于保守。BAYES 发布《2007-2008 年中国无线覆盖解决方案市场研究报告》时 3G 牌照发放安排、电信重组方案尚未有定论，其报告预计来自 2G 网络覆盖的市场规模维持在年均 50-60 亿元左右，照此推算，其预测 3G 网优覆盖容量仅为不到 20 亿元，所以我们认为 BAYES 在市场规模预测时较为保守。我们认为网优覆盖市场规模在 09 年即可超百亿（详细预测过程及依据请参阅我们前期报告《当前订单饱满，长期市场容量扩大》2009/02/12）。

图 2：BAYES 预测网优覆盖市场空间（2007-2008）



数据来源：《2007-08 年中国无线覆盖解决方案市场研究报告》BAYES，国联证券研究所

图 3：国联证券预测网优覆盖市场空间

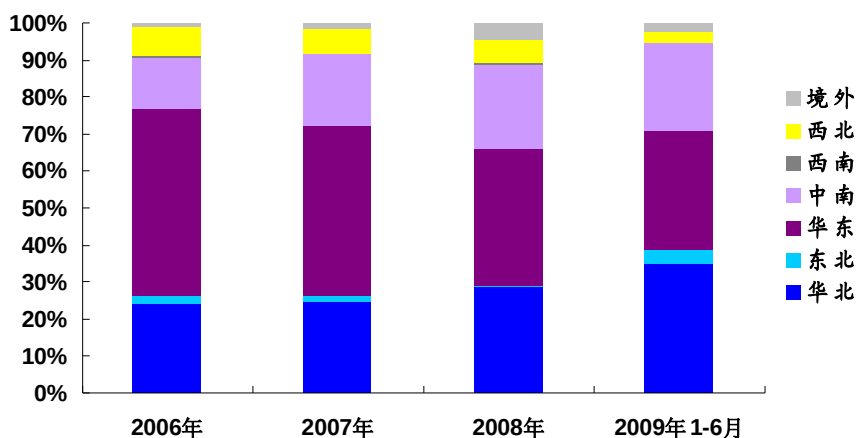
人民币亿元	2007	2008	2009	2010	2011
2G市场容量	50.45	53.48	65.59	61.65	55.48
3G市场容量			42.50	66.00	84.00
合计	50.45	53.48	108.09	127.65	139.48
网优市场增长率		6.0%	102.1%	18.1%	9.3%

数据来源：国联证券研究所

服务平台建设提高服务质量、扩张市场区域

服务平台建设提高服务质量、扩张市场区域和提高市场占有率。我们在前期报告中已指出，公司不仅仅是设备提供商，更多的是技术服务提供商，所以，服务平台的建设将使公司服务能力和服务质量得到提高，助公司业务区域和整体市场占有率进一步扩大，缩小与行业龙头的差距。公司目前业务收入主要集中在华北、华东和中南地区，来自东北、西北、西南地区收入占比很小，一方面现有客户可深度开发，另一方面，公司在新区域扩张上具有很大空间。

图 4：业务收入按区域分类



数据来源：公司公告，国联证券研究所

增发项目见效快，摊薄有限

RRU 技改项目先期已投入近三成，项目已实现收益。截至 2009 年 6 月 30 日，公司共计自筹资金 4,254.57 万元用于 RRU 技改项目的前期建设，接近项目总投资 30%。RRU 技改项目建设期 2 年，建设完成后即进入 5 年的生产期，项目计算期共 7 年。建设期第一年下半年开始可进行少批量产品生产。截至 2009 年 6 月 30 日，公司 ODM RRU 累计合同金额为 14,856.33 万元，交付了 3,629 台 TD-SCDMA RRU 产品；同时，公司 GRRU 产品今年上半年累计签订合同金额 3,935.91 万元。

3G 直放站技改项目已完成研发工作，小批量出货。目前已完成项目中光纤直放站、宽带直放站等部分产品的研发工作，相关产品已应用于 3G 网络建设，以光纤直放站为例，2009 年上半年已发货 632 套。RRU 技改项目建设期 2 年，建设完成后即进入 5 年的生产期，项目计算期共 7 年。建设期第一年下半年开始可进行少批量产品生产，目前已可少批量出货。

预计增发 1400 万股，摊薄有限。公司此次增发募资净额不超过 22,981 万元，发行费用约 2000 万元，以 17.59 元增发价计，预计增发股数在 1400 万股左右，公司现有股本 12000 万股，摊薄有限。

投资建议

维持“推荐”评级，合理价格 23-25.5 元。以增发 1400 万股计，公司 09-11 年摊薄后 EPS 分别为 0.64 元、0.92 元和 1.20 元，近三年复合增长率为 36.5%。维持“推荐”评级，以 2010 年 25-28 倍市盈率计，合理价格 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	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	5.46	4.40
营业利润	35.45	50.57	97.92	149.06	200.62
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	168.31	219.87
所得税	1.63	6.82	11.44	16.43	21.46
净利润	41.91	56.54	86.30	123.71	160.38
基本每股收益(元)	0.55	0.47	0.64	0.92	1.20

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	309.36	364.14	512.35
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	-	-	-
应付账款	107.60	136.21	316.57	337.63	544.03
其他	117.74	96.16	162.37	200.80	287.28
流动负债合计	303.34	339.37	478.93	538.43	831.31
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	498.08	557.57	850.45
归属母公司权益	326.56	367.09	627.50	714.10	826.36
其他	21.65	28.12	47.55	75.73	113.76
所有者权益合计	348.21	395.22	675.06	789.82	940.12

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%	52.2%	34.6%
净利润增长率	38.3%	34.9%	52.6%	43.3%	29.6%
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%	13.7%	13.7%
净利润率	15.6%	12.7%	11.4%	11.3%	10.9%
净资产收益率	12.0%	14.3%	12.8%	15.7%	17.1%
总资产收益率	6.1%	7.4%	7.2%	9.4%	8.8%
市盈率(倍)	36.4	42.2	30.9	21.6	16.6
市净率(倍)	7.7	6.7	4.0	3.4	2.8

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。