

跟踪点评

收入高增长持续，毛利率趋稳

通信行业

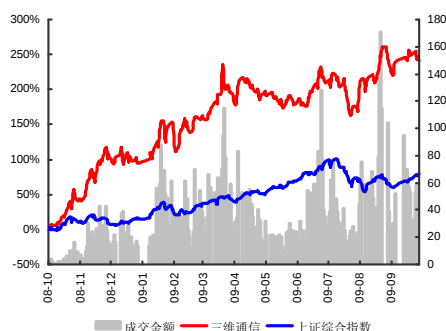
2009 年 10 月 26 日

——三维通信（002115）三季报点评

推荐（维持）

合理价格 24.5 元

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《增发项目拓展新的、更大的增长空间》09/09/16

《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: xiongyc@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：**10月25日，公司公布三季报，公司实现营业收入4.94亿元，营业利润5444.47万元，净利润4522.71万元，分别较去年同期增长93.2%、73.3%和31.5%，每股收益0.38元。

**点评：**

**收入增长超预期，高增长将持续。**三季度单季收入为1.97亿元，增长153.9%，前三季度累计收入4.94亿元，增长93.2%。公司目前收入中仍有超过50%的收入来自2G相关产品和解决方案，说明2G产品仍有相当的生命力，公司未来通过提高3G产品收入占比，收入将继续高增长。

**毛利率趋稳，期间费用率降低。**三季度毛利率为34.6%，比二季度提升4.6%，年度累计毛利率为34.3%。后期来自高毛利产品收入占比将逐渐提高，预计今年及未来两三年整体毛利率为34%左右。三季度期间费用率为20.7%，年度累计期间费用率为20.9%。我们认为，随着公司收入上升，规模效应逐渐体现，同时，增发完成后财务费用将大幅降低，预计未来两三年期间费用率有望控制在20%以内。

**少数股东损益超高速增长，未来将回落。**三季度少数股东损益为606.6万元，同比增长1248.2%，前三季度少数股东损益为1588.1万元，同比增长406.1%，分别占合并报表净利润29.0%和26.0%。预计少数股东损益增速将回落，紫光网络收入和利润增长将回落到与母公司相当水平。**维持“推荐”评级，合理价格24.5元。**我们小幅下调2009-2011年EPS，下调后为0.60元、0.88元和1.18元，分别下调0.04元、0.04元和0.02元。更新后2009-2011年EPS复合增长率为35.8%，维持推荐评级，合理价格24.5元。

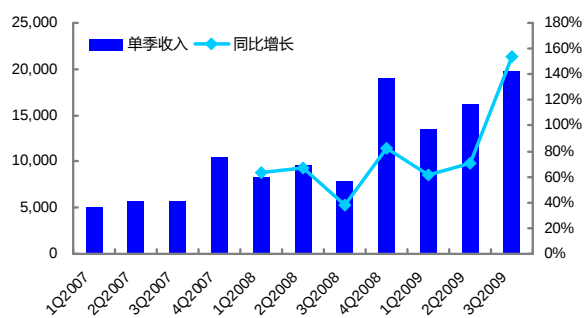
| 单位：百万元   | 2007A  | 2008A  | 2009E  | 2010E    | 2011E    |
|----------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入     | 268.12 | 445.78 | 781.89 | 1,160.71 | 1,554.98 |
| YOY(%)   | 27.6%  | 66.3%  | 75.4%  | 48.4%    | 34.0%    |
| 营业利润     | 35.45  | 50.57  | 102.95 | 146.54   | 201.90   |
| 归属母公司净利润 | 41.91  | 56.54  | 80.67  | 117.38   | 158.09   |
| EPS(元)   | 0.55   | 0.47   | 0.60   | 0.88     | 1.18     |
| ROA(%)   | 6.6%   | 8.2%   | 7.9%   | 9.7%     | 9.9%     |
| ROE(%)   | 13.0%  | 15.9%  | 14.1%  | 16.9%    | 19.2%    |
| P/E      | 35.6   | 41.3   | 32.3   | 22.2     | 16.5     |
| P/B      | 4.5    | 5.9    | 3.7    | 3.2      | 2.7      |

## 收入增长超预期，高增长将持续

三季度收入增长超预期，预计全年收入约为 7.8 亿元，增长 75%。三季度单季收入为 1.97 亿元，同比增长 153.9%，前三季度累计收入 4.94 亿元，同比增长 93.2%。公司收入高增长态势印证我们之前的预期。今年三季度单季增幅超过 150%一方面由于公司产品竞争力上升和全国服务平台进一步完善，另一方面是 08 年三季度基数较低。我们从公司单季度收入与上季度存货关系分析，预计公司四季度收入接近 3 亿元，全年收入约为 7.8 亿元，增长约 75%。

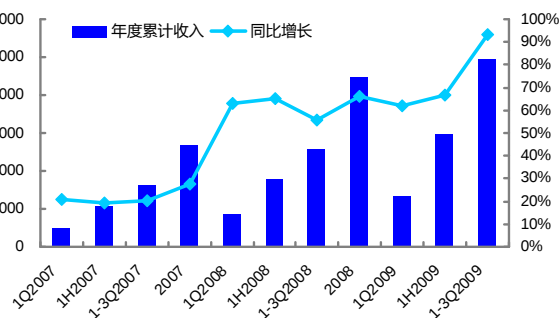
3G 产品收入占比尚不及 50%，收入高增长可持续。据了解，公司目前收入中仍有超过 50%的收入来自 2G 相关产品和解决方案。该收入结构说明：第一、2G 产品收入占比仍然较高说明运营商网络优化需求长久且持续；第二、未来通过提高 3G 产品收入占比，公司收入将继续保持高增长。

图 1：三维通信单季度收入及增长率（单位：万元）



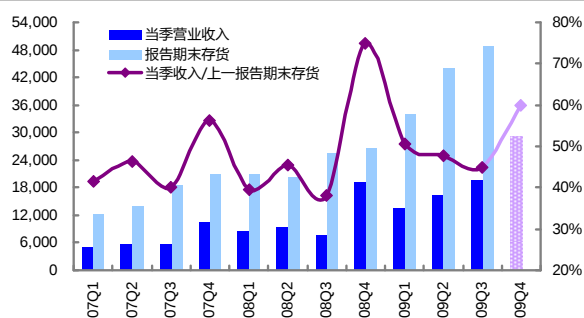
数据来源：公司公告，国联证券研究所

图 2：三维通信年度累计收入及增长率（单位：万元）



数据来源：公司公告，国联证券研究所

图 3：三维通信单季度收入与上季存货对比（单位：万元）



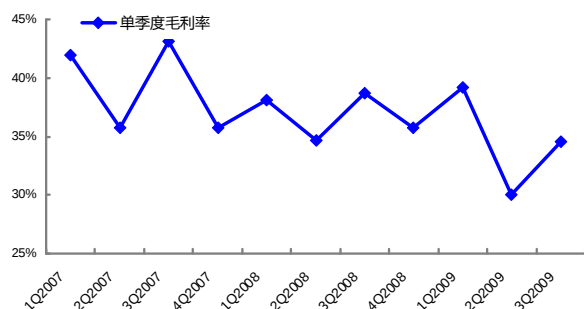
数据来源：公司公告，国联证券研究所

## 毛利率趋稳，期间费用率降低

三季度毛利率回升，年度累计毛利率趋稳。今年三季度毛利率为 34.6%，比二季度 30.0%提升 4.6%，年度累计毛利率为 34.3%。由于标准化程度较高的 2G 产品受运营商集采影响，毛利率出现一定程度下滑，但公司持续投入研发，

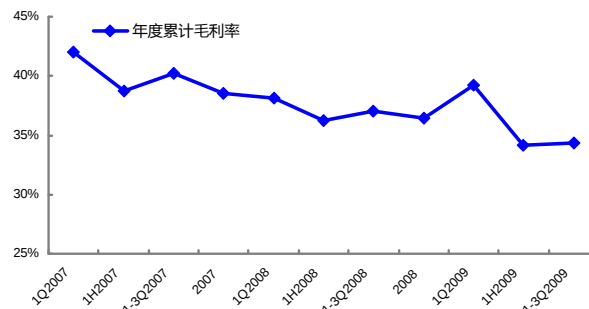
且后期来自高毛利的 3G 室内覆盖产品和 RRU 产品收入占比将逐渐提高，预计今年整体毛利率为 34% 左右，未来两三年也能维持在该水平。

图 4：三维通信单季度毛利率



数据来源：公司公告，国联证券研究所

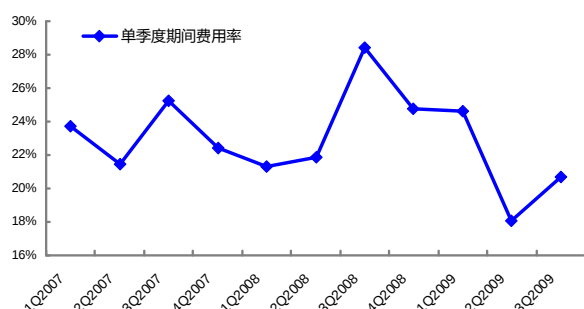
图 5：三维通信年度累计毛利率



数据来源：公司公告，国联证券研究所

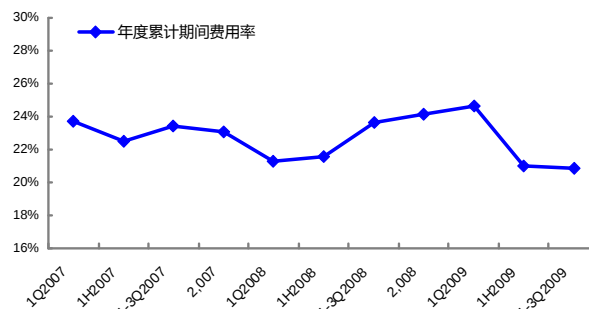
年度累计期间费用率降低，未来两年有望控制在 20% 以内。公司三季度期间费用率为 20.7%，年度累计期间费用率为 20.9%，累计期间费用率呈降低趋势。我们认为，随着公司收入上升，规模效应逐渐体现，销售和管理费用率将能维持平稳，同时，增发完成后公司财务费用将大幅降低，预计未来两三年期间费用率有望控制在 20% 以内。

图 6：三维通信单季度期间费用率



数据来源：公司公告，国联证券研究所

图 7：三维通信年度累计期间费用率



数据来源：公司公告，国联证券研究所

## 少数股东损益超高速增长，增速将回落

**少数股东损益超高速增长。**今年三季度少数股东损益为 606.6 万元，同比增长 1248.2%，前三季度少数股东损益为 1588.1 万元，同比增长 406.1%，分别占合并报表净利润 29.0% 和 26.0%。2008 年少数股东损益占合并报表净利润比为 10.3%。公司少数股东损益增加主要因子公司紫光网络净利润快速增长。

**预计少数股东损益增速将回落。**紫光网络主要从事射频产品的开发和生产，公司控股 51% 股权。紫光网络客户主要为母公司和国内外无线设备厂商，我们认为在经过今年的超高速增长后，收入和利润增长将回落到与母公司相当水平。

## 维持推荐评级，合理价格 24.5 元

微幅下调 EPS，维持推荐评级，合理价格 24.5 元。我们微幅下调 2009-2011 年 EPS，下调后为 0.60 元、0.88 元和 1.18 元，较下调前 0.64 元、0.92 元和 1.20 元分别下调 0.04 元、0.04 元和 0.02 元。更新后的盈利预测 2009-2011 年 EPS 复合增长率为 35.8%，维持推荐评级，合理价格 24.5 元。

### 关键假设：

|                | 2006               | 2007               | 2008               | 2009E              | 2010E                | 2011E                |
|----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------|----------------------|
| <b>主营收入</b>    | <b>210,132,400</b> | <b>268,118,200</b> | <b>445,353,200</b> | <b>781,890,855</b> | <b>1,160,713,240</b> | <b>1,554,978,083</b> |
| 网络优化覆盖设备及解决方案  | 194,708,400        | 232,908,900        | 354,981,100        | 638,965,980        | 958,448,970          | 1,293,906,110        |
| 微波无源器件         |                    | 16,920,600         | 66,956,600         | 120,521,880        | 174,756,726          | 227,183,744          |
| 网络测试产品         | 14,561,100         | 15,448,700         | 19,445,900         | 20,418,195         | 25,522,744           | 31,903,430           |
| 其他             | 862,900            | 2,840,000          | 3,969,600          | 1,984,800          | 1,984,800            | 1,984,800            |
| <b>收入占比</b>    |                    |                    |                    |                    |                      |                      |
| 网络优化覆盖设备及解决方案  | 92.7%              | 86.9%              | 79.7%              | 81.7%              | 82.6%                | 83.2%                |
| 微波无源器件         |                    | 6.3%               | 15.0%              | 15.4%              | 15.1%                | 14.6%                |
| 网络测试产品         | 6.9%               | 5.8%               | 4.4%               | 2.6%               | 2.2%                 | 2.1%                 |
| 其他             | 0.4%               | 1.1%               | 0.9%               | 0.3%               | 0.2%                 | 0.1%                 |
| <b>营业收入增长率</b> |                    | <b>27.6%</b>       | <b>66.1%</b>       | <b>75.6%</b>       | <b>48.4%</b>         | <b>34.0%</b>         |
| 网络优化覆盖设备及解决方案  |                    | 19.6%              | 52.4%              | 80.0%              | 50.0%                | 35.0%                |
| 微波无源器件         |                    |                    | 295.7%             | 80.0%              | 45.0%                | 30.0%                |
| 网络测试产品         |                    | 6.1%               | 25.9%              | 5.0%               | 25.0%                | 25.0%                |
| 其他             |                    | 229.1%             | 39.8%              | -50.0%             |                      |                      |
| <b>毛利率</b>     | <b>40.6%</b>       | <b>38.5%</b>       | <b>36.4%</b>       | <b>34.7%</b>       | <b>33.2%</b>         | <b>33.6%</b>         |
| 网络优化覆盖设备及解决方案  | 43.1%              | 38.8%              | 36.8%              | 33.0%              | 32.0%                | 32.5%                |
| 微波无源器件         |                    | 55.1%              | 40.7%              | 44.0%              | 40.0%                | 40.0%                |
| 网络测试产品         | 5.8%               | 16.7%              | 16.3%              | 30.0%              | 30.0%                | 30.0%                |
| 其他             | 72.8%              | 35.8%              | 27.2%              | 50.0%              | 50.0%                | 50.0%                |

| 财务报表预测与财务指标 |  |        |        |        |          | 单位: 百万   | 更新日期: 09/10/25 |        |          |           |           |          |          |
|-------------|--|--------|--------|--------|----------|----------|----------------|--------|----------|-----------|-----------|----------|----------|
| 利润表         |  | 2007A  | 2008A  | 2009E  | 2010E    | 2011E    | 资产负债表          |        | 2007A    | 2008A     | 2009E     | 2010E    | 2011E    |
| 营业收入        |  | 268.12 | 445.78 | 781.89 | 1,160.71 | 1,554.98 | 流动资产           |        | 540.40   | 563.54    | 1,012.00  | 1,194.22 | 1,667.21 |
| YOY(%)      |  | 27.6%  | 66.3%  | 75.4%  | 48.4%    | 34.0%    | 货币资金           |        | 180.47   | 115.47    | 129.58    | 162.61   | 68.51    |
| 营业成本        |  | 164.91 | 283.24 | 510.88 | 775.46   | 1,033.02 | 交易性金融资产        |        | 0.00     | 0.00      | 0.00      | 0.00     | 0.00     |
| 营业税金及附加     |  | 3.96   | 4.65   | 8.16   | 12.11    | 16.23    | 应收票据           |        | 11.98    | 9.71      | 24.56     | 26.32    | 41.85    |
| 销售费用        |  | 28.00  | 43.15  | 71.93  | 106.79   | 143.06   | 应收帐款           |        | 112.29   | 142.73    | 304.58    | 267.83   | 499.01   |
| 占营业收入比(%)   |  | 10.4%  | 9.7%   | 9.2%   | 9.2%     | 9.2%     | 预付帐款           |        | 19.62    | 22.46     | 19.53     | 44.21    | 40.70    |
| 管理费用        |  | 32.94  | 59.24  | 79.75  | 118.39   | 158.61   | 存货             |        | 210.06   | 265.99    | 517.83    | 586.93   | 828.17   |
| 占营业收入比(%)   |  | 12.3%  | 13.3%  | 10.2%  | 10.2%    | 10.2%    | 其它流动资产         |        | 5.97     | 7.17      | 15.92     | 106.32   | 188.98   |
| 财务费用        |  | 0.85   | 5.22   | 7.43   | 0.27     | 0.60     | 非流动资产          |        | 144.83   | 205.19    | 249.37    | 245.83   | 232.51   |
| 占营业收入比(%)   |  | 0.3%   | 1.2%   | 1.0%   | 0.0%     | 0.0%     | 可供出售投资         |        | 0.00     | 0.00      | 0.00      | 0.00     | 0.00     |
| 资产减值损失      |  | 2.19   | 0.50   | 0.78   | 1.16     | 1.55     | 持有到期投资         |        | 0.00     | 0.00      | 0.00      | 0.00     | 0.00     |
| 公允价值变动收益    |  | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 长期股权投资         |        | 0.23     | 7.09      | 7.09      | 7.09     | 7.09     |
| 投资净收益       |  | 0.19   | 0.79   | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 固定资产           |        | 46.30    | 159.42    | 202.61    | 198.56   | 185.49   |
| 营业利润        |  | 35.45  | 50.57  | 102.95 | 146.54   | 201.90   | 无形资产           |        | 10.26    | 12.25     | 12.25     | 12.25    | 12.25    |
| 营业外净收入      |  | 11.37  | 19.25  | 9.62   | 9.62     | 9.62     | 其他长期资产         |        | 88.04    | 26.43     | 27.43     | 27.93    | 27.68    |
| 利润总额        |  | 46.82  | 69.82  | 112.57 | 156.16   | 211.53   | 资产总计           |        | 685.22   | 768.73    | 1,261.38  | 1,440.05 | 1,899.72 |
| 所得税         |  | 1.63   | 6.82   | 12.38  | 17.18    | 23.27    | 流动负债           |        | 303.34   | 339.37    | 518.59    | 581.76   | 884.79   |
| 所得税率(%)     |  | 3.5%   | 9.8%   | 11.0%  | 11.0%    | 11.0%    | 短期借款           |        | 78.00    | 107.00    | 0.00      | 0.00     | 0.00     |
| 净利润         |  | 45.19  | 63.00  | 100.19 | 138.98   | 188.26   | 应付票据           |        | 38.46    | 37.87     | 88.10     | 81.87    | 144.55   |
| 占营业收入比(%)   |  | 16.9%  | 14.1%  | 12.8%  | 12.0%    | 12.1%    | 应付帐款           |        | 107.60   | 136.21    | 311.69    | 368.16   | 537.50   |
| 少数股东损益      |  | 3.27   | 6.47   | 19.52  | 21.60    | 30.17    | 其他流动负债         |        | 79.28    | 58.28     | 118.80    | 131.73   | 202.74   |
| 归属母公司净利润    |  | 41.91  | 56.54  | 80.67  | 117.38   | 158.09   | 非流动负债          |        | 33.68    | 34.14     | 34.14     | 34.14    | 34.14    |
| YOY(%)      |  | 38.3%  | 34.9%  | 42.7%  | 45.5%    | 34.7%    | 长期借款           |        | 0.07     | 0.07      | 0.07      | 0.07     | 0.07     |
| EPS (元)     |  | 0.55   | 0.47   | 0.60   | 0.88     | 1.18     | 其他长期负债         |        | 33.60    | 34.07     | 34.07     | 34.07    | 34.07    |
|             |  |        |        |        |          | 股东权益     |                | 348.21 | 395.22   | 708.65    | 824.15    | 980.79   |          |
| 主要财务比率      |  | 2007A  | 2008A  | 2009E  | 2010E    | 2011E    | 股本             |        | 80.00    | 120.00    | 134.10    | 134.10   | 134.10   |
| 成长能力        |  |        |        |        |          |          | 留存收益           |        | 246.56   | 247.09    | 526.90    | 620.81   | 747.28   |
| 营业收入        |  | 27.6%  | 66.3%  | 75.4%  | 48.4%    | 34.0%    | 少数股东权益         |        | 21.65    | 28.12     | 47.64     | 69.24    | 99.41    |
| 营业利润        |  | 66.3%  | 42.7%  | 103.6% | 42.3%    | 37.8%    | 母公司股东权益        |        | 326.56   | 367.09    | 661.00    | 754.91   | 881.38   |
| 归属于母公司净利润   |  | 38.3%  | 34.9%  | 42.7%  | 45.5%    | 34.7%    | 负债和股东权益        |        | 685.22   | 768.73    | 1,261.38  | 1,440.05 | 1,899.72 |
| 获利能力        |  |        |        |        |          |          |                |        |          |           |           |          |          |
| 毛利率(%)      |  | 38.5%  | 36.5%  | 34.7%  | 33.2%    | 33.6%    | 现金流量表          |        | 2007A    | 2008A     | 2009E     | 2010E    | 2011E    |
| 净利率(%)      |  | 16.9%  | 14.1%  | 12.8%  | 12.0%    | 12.1%    | 经营活动现金流        |        | 15.62    | 33.02     | -31.13    | 160.69   | 20.43    |
| ROE(%)      |  | 13.0%  | 15.9%  | 14.1%  | 16.9%    | 19.2%    | 净利润            |        | 451.88   | 630.05    | 1,001.90  | 1,389.83 | 1,882.58 |
| ROA(%)      |  | 6.6%   | 8.2%   | 7.9%   | 9.7%     | 9.9%     | 折旧和摊销          |        | 82.31    | 108.15    | 161.18    | 200.43   | 220.69   |
| 偿债能力        |  |        |        |        |          |          | 营运资本增加额        |        | 286.77   | 814.31    | 1,474.36  | -16.59   | 1,899.01 |
| 流动比率%       |  | 178.2% | 166.1% | 195.1% | 205.3%   | 188.4%   | 其他             |        | -91.22   | 406.27    | 0.00      | 0.00     | 0.00     |
| 速动比率%       |  | 108.9% | 87.7%  | 95.3%  | 104.4%   | 94.8%    | 投资活动现金流        |        | -61.13   | -98.36    | -61.00    | -31.50   | -16.25   |
| 资产负债率%      |  | 49.2%  | 48.6%  | 43.8%  | 42.8%    | 48.4%    | 资本支出           |        | 59.88    | 52.05     | 61.00     | 31.50    | 16.25    |
| 营运能力        |  |        |        |        |          |          | 投资的增加/减少       |        | 0.00     | 0.00      | 0.00      | 0.00     | 0.00     |
| 总资产周转率      |  | 1.84   | 1.63   | 1.30   | 1.16     | 1.07     | 投资产生的流入        |        | 40.52    | 0.61      | 0.00      | 0.00     | 0.00     |
| 应收账款周转天数    |  | 108.84 | 104.41 | 104.41 | 90.00    | 90.00    | 其他             |        | 41.78    | 46.93     | 0.00      | 0.00     | 0.00     |
| 存货周转天数      |  | 367.63 | 306.74 | 280.00 | 260.00   | 250.00   | 融资活动现金流        |        | 176.26   | 0.47      | 106.24    | -23.48   | -31.62   |
| 每股指标 (元)    |  |        |        |        |          |          | 发行股票           |        | 1,723.86 | 0.00      | 2,293.75  | 0.00     | 0.00     |
| 每股收益        |  | 0.55   | 0.47   | 0.60   | 0.88     | 1.18     | 短期借款           |        | 800.00   | 3,100.00  | -1,070.00 | 0.00     | 0.00     |
| 每股净资产       |  | 4.35   | 3.29   | 5.28   | 6.15     | 7.31     | 长期借款           |        | 0.63     | -46.60    | 0.00      | 0.00     | 0.00     |
| 估值比率        |  |        |        |        |          |          | 其他             |        | -456.83  | -2,826.92 | 0.00      | 0.00     | 0.00     |
| P/E         |  | 35.6   | 41.3   | 32.3   | 22.2     | 16.5     | 支付股利           |        | 305.08   | 221.74    | 161.34    | 234.77   | 316.19   |
| P/B         |  | 4.5    | 5.9    | 3.7    | 3.2      | 2.7      | 现金净增加额         |        | 130.71   | -65.00    | 14.11     | 105.71   | -27.44   |

### 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<br>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<br>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。