

三维通信（002115）：“服务”领域值得期待，上调公司投资评级 买入(上调)

通信

2009 年 12 月 21 日

联系人：孙秋波 组长：刘晓冬
021-58824282 sunqb@txsec.com

事件描述：

近期，我们对三维通信进行了调研，与公司高层就行业未来发展动向，公司经营状况与未来发展战略进行了交流。

评论：

1. 公司发展大战略及市场空间问题：由于可能涉足新业务，2010 年和 2011 年业绩成长有望超市场预期。

（1）方向：根据公司近期增设集团客户部和网规网优部等举措，预计未来发展将在确保网优设备研制和集成服务的基础上，进一步加强“服务”领域比重，基本思路是提供更多的服务项目，进入与无线覆盖服务相关的领域，如无线网络勘测、优化等。

（2）空间：目前的无线覆盖设备国内市场空间在 100 亿元左右，如果拓展到运维部分后将达到 3、4 百亿元。有业务交叉的上市公司如国脉科技、中创信测和华星创业。

（3）驱动：①需求驱动：运营商收入增速下滑是大趋势，控制成本是运营商未来发展的策略之一，从员工人数和现实情况考虑，中国移动员工数量最少，上市公司层面 14 万人，加上铁通（仍以独立公司存在，无线部分他们并不专业）划过来的一部分，估计在 3-4 万人，才 17-18 万人，所以服务外包的动力最足。②服务外包市场目前还处于比较“战国时期”，此时介入时点较好。

2. 现有业务的情况：预计全年应收有望超过 8 亿元，利润 8,000 万元左右。

（1）总量：受益于行业回暖与公司规模扩大，我们预计今年的总业务收入会在 8 亿元以上，估计利润会超过 8,000 万元，但由于收入确认与工程确认时间的差异（参看图表 1），具体数额可能会有波动，但是公司的高成长是可以确定的。

（2）盈利能力：毛利率问题：进一步趋于稳定。

➤ 毛利率将稳定下来。①前两年毛利率大幅下行主要是因为去年中国联通和中国电信开始大规模集采，所以以前毛利率下降的非常快。如今集采格局已经形成，未来毛利率也有可能下降，但是不会下降这么快；②于公司未来战略是加强服务领域的拓展力度，服务业务的毛利率较高；③2009 年公司网优业务仍以 2G 产品为主，2010 年毛利率更高的 3G 产品占比估计有增加，通过技术革新，2G-RRU 产品（毛利率更高）的出货占比估计也会增加。

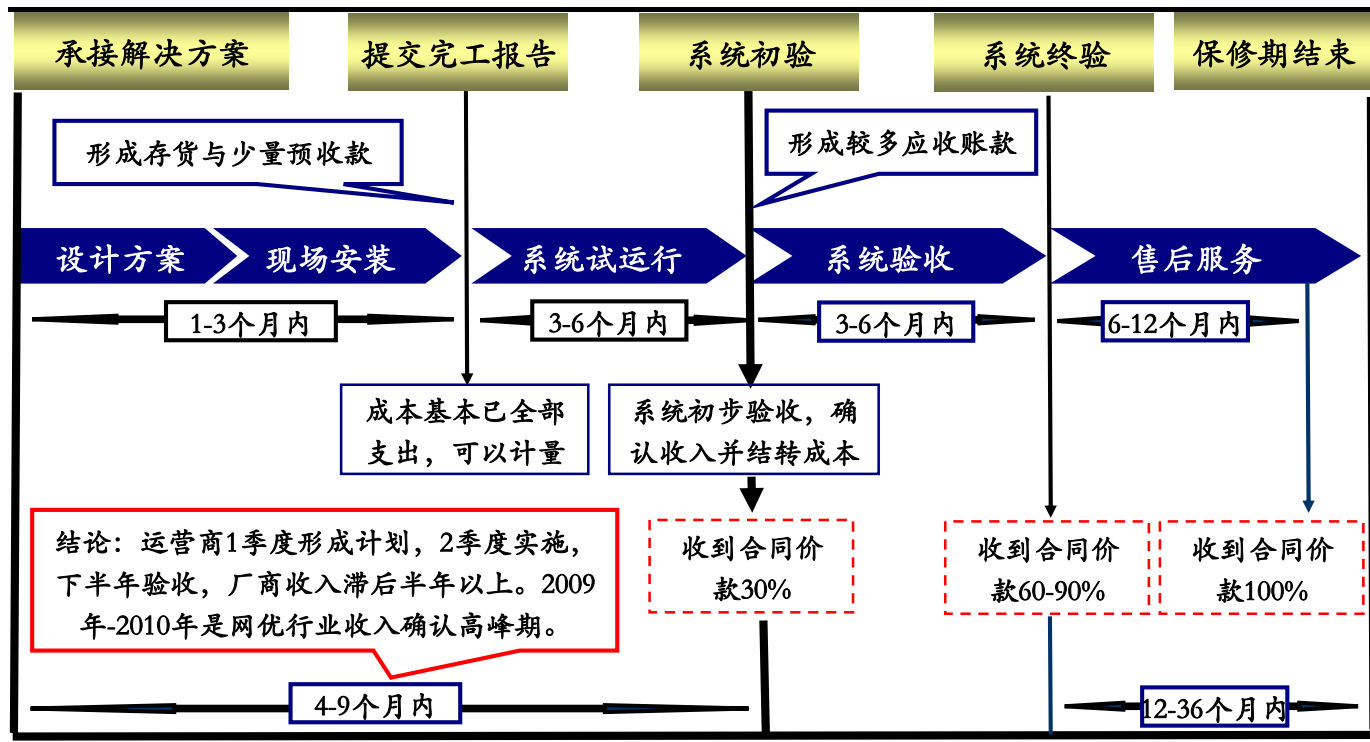
➤ 净利润增速远弱于收入增速。主要由于子公司紫光今年收入增速很快，这部分是公司控股 51%，有较多的少数股东权益。

➤ 集采问题：公司通过提升自身竞争力，转危为机。目前市场集中度有所提高，区域市场进一步开放，公司业务量取得持续增长。

（3）网优设备换周期如何？

- 设备保修期基本上是 1-3 年不等，2 年的居多，以往经验：设备更换期是 4-5 年，主要原因是新产品替代；
- 其实即使是 3G 的无线覆盖产品，每期招标都有差异，所以，除了直接的基站对应增量，还有更换旧产品带来的需求，如由于产品更新速度更快，TD 基站（1.6 万）一期基本上全部更换，二期（2.3 万）也有 60% 左右完成了更换。

图表 1 网络优化覆盖解决方案业务流程及收款进度示意图



数据来源：公司公告，天相投顾整理

(4) 网优覆盖设备业务情况如何？

- 目前仍以国内为主，直接来自境外的收入占比不高。也有部分海外业务是与国内系统设备商等伙伴的合作事项，未体现为境外收入。
- 国内网优业务部分前景很好，预计市场空间会增大。由于中国联通 3G 设备尚未进行大规模网优设备集采，预计 2010 年将加大这部分集采；随着用户的快速增长中国电信的 3G 网络覆盖需要加强；预计中国移动相关资本开支基本持平。

(5) RRU 业务进展如何？

- 根据市场需求，公司 RRU 产能有较大弹性。目前规划的 1 万台 RRU 产品产能是单班生产情况，如果市场需求，产能提升空间较大。
- 目前的 3G-RRU 市场还主要给中兴、华为的国内竞争对手供应。
- 目前公司加大了 2G-RRU 的推广力度，这部分是公司自己直接向运营商供货的，产品很受欢迎，在高铁项目中会有大量应用。

3. 盈利预测及风险提示

通过此次与公司管理层的深入沟通，我们认为首先公司所处的无线覆盖设备行业 2010 年仍然会有较快的增

长，其次公司有望在未来拓展进入新的业务领域，依靠公司的品牌优势和技术优势，打开新的市场。

我们预计公司2009年-2011年收入为8.27亿元、11.57亿元和14.88亿元，上调公司2010年与2011年EPS0.06元与0.19元，对应2009年-2011年EPS为0.62元、0.88元和1.16元，三年复合增长率为40%，按照上个交易日收盘价22.91元计算，对应动态市盈率分别为，37倍、26倍和20倍。与公司高成长性相比，公司股价被低估，我们维持公司投资评级至“买入”。

风险提示：运营商2010年控制成本的意愿较强，集采项目存在价格下降超预期风险。

图表2 三维通信盈利预测（单位：万元）

单位：万元	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	19,203	21,013	26,812	44,578	82,736	115,772	148,804
营业收入增长（%）	16.48%	9.42%	27.60%	66.26%	85.60%	39.93%	28.53%
主营业务毛利率（%）	41.39%	40.61%	38.49%	36.46%	34.37%	33.86%	33.48%
二、营业总成本	17,283	18,886	23,286	39,600	73,497	103,315	132,464
营业成本	11,255	12,480	16,491	28,324	54,302	76,572	98,983
营业税金及附加	167	315	396	465	827	1,158	1,488
资产减值损失	0	-114	219	50	83	116	149
期间费用	5,861	6,205	6,179	10,761	18,285	25,470	31,844
其中：销售费用	2,397	2,562	2,800	4,315	7,694	10,419	12,797
管理费用	3,003	3,194	3,294	5,924	10,756	14,472	17,857
财务费用	460	449	85	522	-165	579	1,190
期间费用率（%）	30.52%	29.53%	23.04%	24.14%	22.10%	22.00%	21.40%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	1	5	19	79	149	208	268
三、营业利润	1,945	2,132	3,545	5,057	9,389	12,665	16,608
营业利润增长（%）	5.37%	9.58%	66.29%	42.67%	85.65%	34.90%	31.13%
营业利润率（%）	10.13%	10.14%	13.22%	11.34%	11.35%	10.94%	11.16%
加：营业外收入	275	1,176	1,209	1,979	3,309	4,631	5,952
减：营业外支出	125	8	72	54	83	116	149
四、利润总额	2,992	3,299	4,682	6,982	12,615	17,180	22,412
利润总额增长（%）	15.35%	10.26%	41.90%	49.14%	80.69%	36.19%	30.45%
减：所得税	260	151	163	682	1,766	2,405	3,362
实际所得税率（%）	8.69%	4.58%	3.48%	9.76%	14.00%	14.00%	15.00%
五、净利润	2,732	3,148	4,519	6,300	10,849	14,775	19,050
净利润增长（%）	23.34%	15.22%	43.54%	39.43%	72.20%	36.19%	28.93%
其中：归属母公司所有者净利润	2,701	3,030	4,191	5,654	8,354	11,820	15,621
母公司净利润增长（%）	21.52%	12.18%	38.33%	34.88%	47.77%	41.49%	32.16%
净利润率（%）	14.06%	14.42%	15.63%	12.68%	10.10%	10.21%	10.50%
少数股东损益	31	118	327	647	2,495	2,955	3,429
基本每股收益（元/股）	0.00	0.51	0.38	0.47	0.62	0.88	1.16
每股净资产（元/股）	1.82	2.20	4.08	3.06	4.80	5.69	6.86
净资产收益率（%）	0.00%	23.18%	9.31%	15.36%	12.98%	15.50%	16.99%

资料来源：天相投顾整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100