

动态报告

信息技术
通信

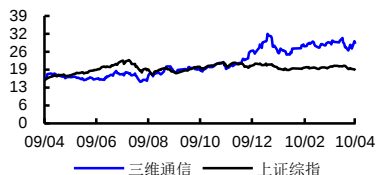
三维通信(002115)

推荐
2009 年报、2010 一季报点评

(维持评级)

2010 年 4 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	28.80
总股本/流通 A 股(百万股)	134.10/102.59
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	3,862.08/2,954.54
上证综指/深圳成指	2,907.93/11,355.37
12 个月最高/最低 (元)	32.40/15.00

财务数据

净资产值(百万元)	623.69
每股净资产(元)	4.65
市净率	6.19
资产负债率	51.44%
息率	0.52%

相关研究报告:

《三维通信: 09 业绩基本符合预期, 收购开拓增长空间》——2010-2-12

《三维通信: 高质量、可持续增长》——2009-12-28

《三维通信 09 年三季报点评: 第三季度收入实现大幅增长》——2009-10-26

分析师: 严平

电话: 021-60875165

E-mail: yanping@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209070368

联系人: 程锋

电话: 021-60933167

E-mail: chengfeng@guosen.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, 特此声明。

财报点评

业绩符合预期, 加速开拓网优服务市场

●09 年/10Q1 业绩符合预期, 净利润分别增长 36.8%/36.9%

公司 09 年收入为 8.13 亿元, 增长 82.3%, 净利润 7735 万元, 增长 36.8%, EPS 为 0.58 元, 符合预期。09 年分配预案为每 10 股转增 6 股派发 1.5 元 (含税)。1Q10 公司实现收入 1.92 亿元, 增长 43.1%, 实现净利润 2067 万元, 增长 36.9%, 每股收益 0.15 元, 公司预计上半年净利润将同比增长 20%-50%。

●集采致使毛利率有所下滑, 盈利能力小幅降低

09 年公司毛利率略降 1.8%至 34.7%, 1Q10 毛利率下降 4.2%, 主要因集采力度加大, 网优设备价格下降所致。公司三项费用率控制较好, 均有小幅下降, 09 年净利润率下降 3.2%至 9.5%, 1Q10 有所提升。为 10.8%。

●行业仍处景气阶段, 公司增长前景明确

网络优化将是 3G 后期建网重点, 行业需求仍处较快增长阶段。目前 WCDMA 和 CDMA 采用直放站, TD-SCDMA 采用 RRU 的网优解决方案仍为主流, 公司产品均有涉及, 且微波直放站和 RRU 等新品有望逐步放量。增发完成后, 管理层业绩考核目标明确, 未来三年业绩有望持续增长。

●正逐步进军网优服务市场, 实现业务向“服务领域”转型延伸

公司已收购广州逸信 50.5%股权, 将借助其技术积累和客户资源进入网优服务领域, 并计划投入 1.28 亿元设立三维通信技术有限公司。相较网优设备制造, 网优服务市场空间更大, 景气周期更长, 价格竞争压力稍小。世纪鼎利、华星创业等网优服务类公司的业绩增速和净利润率水平对此具有借鉴意义。

●维持“推荐”投资评级

我们维持公司 10、11 年的收入预测: 收入为 11.45、15.08 亿元, 净利润为 1.15、1.50 亿元; EPS0.86 元、1.12 元。目前股价对应 10/11 的动态 PE 为 33.6/25.7 倍, 估值略低于行业平均水平。考虑到网络优化是后 3G 景气子行业之一, 公司行业地位提升趋势明显, 维持“推荐”的投资评级, 建议逢低买入。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	813	1,145	1,508	1,833	2,138
(+/-%)	82.3%	40.9%	31.8%	21.5%	16.7%
净利润(百万元)	77	115	150	176	200
(+/-%)	36.8%	48.6%	30.7%	16.9%	13.8%
每股收益 (元)	0.58	0.86	1.12	1.31	1.49
EBIT Margin	12.8%	12.4%	12.9%	13.1%	13.1%
净资产收益率 (ROE)	11.8%	11.8%	14.2%	15.4%	16.1%
市盈率 (PE)	49.9	33.6	25.7	22.0	19.3
EV/EBITDA	44.7	28.9	23.1	20.1	18.1
市净率 (PB)	5.9	4.0	3.7	3.4	3.1

表 1: 09 年主营业务毛利率下降 1.8%，其中无线网络优化设备下降 3.8%，微波无源器件上升 4.7%

	2008	2009	2009vs2008
营业收入 (百万元)	445.4	811.3	82.2%
无线网络优化设备	355.0	696.0	96.1%
网络测试系统	19.4	9.5	-51.1%
微波无源器件	67.0	104.6	56.2%
其他	4.0	1.2	-68.5%
收入构成			
无线网络优化设备	79.7%	85.8%	6.1%
网络测试系统	4.4%	1.2%	-3.2%
微波无源器件	15.0%	12.9%	-2.1%
其他	0.9%	0.2%	-0.7%
毛利率	36.4%	34.6%	-1.8%
无线网络优化设备	36.8%	33.1%	-3.8%
网络测试系统	16.3%	25.8%	9.5%
微波无源器件	40.7%	45.4%	4.7%
其他	27.2%	69.3%	42.2%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

表 2: 1Q10 收入增长 43.1%，净利润增长 36.9%，毛利率下降 4.2%，费用率下降 1.4%，净利润率下降 0.5%

单位: 百万元	2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	2009	1Q2010	09VS08	1Q10VS1Q09
主营业务收入	445.8	134.2	162.2	197.2	318.9	812.6	192.1	82.3%	43.1%
主营业务成本	283.2	81.6	113.6	129.0	206.5	530.7	124.8	87.4%	52.9%
毛利率 (%)	36.5%	39.2%	30.0%	34.6%	35.3%	34.7%	35.0%	-1.8%	-4.2%
营业税金及附加	4.7	1.5	1.7	1.2	3.7	8.0	3.5	72.6%	131.1%
费用	107.6	33.0	29.3	40.7	76.8	179.9	44.5	67.2%	34.7%
费用率 (%)	24.1%	24.6%	18.1%	20.7%	24.1%	22.1%	23.2%	-2.0%	-1.4%
销售费用	43.2	15.7	12.3	17.3	31.5	76.8	21.1	77.9%	34.8%
销售费用率 (%)	9.7%	11.7%	7.6%	8.8%	9.9%	9.4%	11.0%	-0.2%	-0.7%
管理费用	59.2	15.9	14.9	20.2	42.4	93.4	21.2	57.6%	33.7%
管理费用率 (%)	13.3%	11.8%	9.2%	10.2%	13.3%	11.5%	11.0%	-1.8%	-0.8%
财务费用	5.2	1.5	2.2	3.2	2.9	9.8	2.2	87.5%	44.6%
财务费用率 (%)	1.2%	1.1%	1.3%	1.6%	0.9%	1.2%	1.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0.5	1.9	0.7	5.9	0.2	8.7	-0.2	1640.1%	-108.7%
投资净收益	0.8	0.0	0.3	0.7	0.8	1.7	-0.5	119.4%	2120.9%
营业利润	50.6	16.1	17.3	21.1	32.6	87.0	18.9	72.1%	17.5%
营业利润率 (%)	11.3%	12.0%	10.6%	10.7%	10.2%	10.7%	9.9%	-0.6%	-2.1%
营业外收入	19.8	5.4	6.9	3.1	6.8	22.3	6.4	12.5%	18.1%
营业外支出	0.5	0.0	0.0	0.1	0.1	0.4	0.1	-32.3%	13.1%
利润总额	69.8	21.5	24.2	24.0	39.3	108.9	25.2	56.0%	17.7%
税前利润率 (%)	15.7%	16.0%	14.9%	12.2%	12.3%	13.4%	13.1%	-2.3%	-2.8%
所得税	6.8	2.6	2.8	3.1	4.5	13.0	3.1	91.2%	19.0%
有效税率 (%)	9.8%	12.3%	11.5%	13.1%	11.4%	12.0%	12.4%	2.2%	0.1%
净利润	63.0	18.8	21.4	20.9	34.8	95.9	22.1	52.2%	17.5%
归属于母公司净利润	56.5	15.1	15.3	14.8	32.1	77.3	20.7	36.8%	36.9%
少数股东损益	6.5	3.7	6.1	6.1	2.7	18.5	1.5	186.4%	-61.0%
净利润率 (%)	12.7%	11.2%	9.4%	7.5%	10.1%	9.5%	10.8%	-3.2%	-0.5%
每股收益 (元)	0.42	0.11	0.11	0.11	0.24	0.58	0.15	36.8%	36.9%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	366	236	311	410	营业收入	813	1145	1508	1833
应收款项	298	412	543	660	营业成本	539	781	1029	1260
存货净额	567	680	896	1096	营业税金及附加	8	11	15	18
其他流动资产	18	50	66	81	销售费用	77	110	143	165
流动资产合计	1249	1378	1817	2247	管理费用	93	126	160	192
固定资产	179	245	325	360	财务费用	10	(1)	5	15
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	2	1	1	1
投资性房地产	40	40	40	40	资产减值及公允价值变动	(9)	0	(1)	(1)
长期股权投资	9	9	19	29	其他收入	8	25	34	42
资产总计	1476	1672	2201	2676	营业利润	87	144	190	224
短期借款及交易性金融负债	0	0	232	417	营业外净收支	22	18	22	23
应付款项	0	414	548	674	利润总额	109	162	212	247
其他流动负债	747	198	260	315	所得税费用	13	19	25	30
流动负债合计	747	612	1040	1406	少数股东损益	19	28	36	42
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	77	115	150	176
其他长期负债	27	27	27	27					
长期负债合计	27	27	27	27					
负债合计	774	639	1067	1433					
少数股东权益	0	14	32	53					
股东权益	656	973	1055	1143					
负债和股东权益总计	1430	1625	2154	2629					

现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	77	115	150	176
资产减值准备	(1)	0	0	0
折旧摊销	0	14	19	24
公允价值变动损失	9	0	1	1
财务费用	10	(1)	5	15
营运资本变动	74	(394)	(167)	(150)
其它	19	14	18	21
经营活动现金流	178	(252)	21	72
资本开支	(10)	(80)	(100)	(60)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(12)	(80)	(110)	(70)
权益性融资	0	248	0	0
负债净变化	(15)	0	0	0
支付股利、利息	0	(46)	(68)	(88)
其它融资现金流	114	0	232	185
融资活动现金流	84	202	165	97
现金净变动	250	(130)	75	99
货币资金的期初余额	115	366	236	311
货币资金的期末余额	366	236	311	410
企业自由现金流	166	(336)	(77)	25
权益自由现金流	265	(335)	151	197

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.58	0.86	1.12	1.31
每股红利	0.00	0.34	0.50	0.65
每股净资产	4.89	7.25	7.87	8.52
ROIC	14%	12%	12%	12%
ROE	12%	12%	14%	15%
毛利率	35%	34%	34%	34%
EBIT Margin	13%	12%	13%	13%
EBITDA Margin	13%	14%	14%	14%
收入增长	82%	41%	32%	22%
净利润增长率	37%	49%	31%	17%
资产负债率	54%	40%	51%	57%
息率	0.0%	1.2%	1.7%	2.3%
P/E	49.9	33.6	25.7	22.0
P/B	5.9	4.0	3.7	3.4
EV/EBITDA	44.7	28.9	23.1	20.1

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
王一峰	010- 66026320			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164			吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82132518
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 锋	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晨	0755- 82130761
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晨	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
王一峰	010-82250828				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
陈 健	010-66215566	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	彭怡萍			
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123	