

三维通信 002115.SZ


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

网优覆盖业务快速增长，盈利能力小幅承压

——2009 年报点评

本报告导读：> 网优覆盖业务大幅增长 96.1%，推动业绩快速成长
> 收购广州逸信 50.5% 股权进军网优服务行业，布局“网优设备+服务”拓展市场空间

投资要点：

● **公司09年报业绩：**本报告期，公司业绩快速增长，符合我们预期。09年公司实现营收8.13亿元，同比增长82.3%，实现净利润7735万元，同比增长36.8%，扣除非经常性损益后净利润增长41.3%；09年基本每股收益为0.58元，每股净资产4.89元，摊薄后的净资产收益率11.8%。09年利润分配方案：每10股分配现金红利1.5元（含税）转增6股。同期公司公布了2010年一季报，公司1季度营收1.92亿元，同比增长43.1%，净利润2066.5万元，同比增长36.9%。

● **网优覆盖业务大幅增长96.1%，推动公司业绩快速成长。**09年3G建设给网优覆盖行业带来巨大机会，公司报告期内签单额达10.53亿元，同比增长59.01%。占公司主营收入85.65%的网优覆盖设备业务大幅增长96.1%，加上微波无源器件业务增长56.2%，推动公司09年营收大幅增长82.3%，盈利增长36.8%。

● **集采价格趋降，盈利能力小幅承压。**09年因运营商集采竞争加大，使得网优覆盖设备价格继续下降，该业务毛利率降3.8个百分点至33.05%，使得综合毛利率降1.8%，净利润率降2.3%，拖累ROE水平降3%，但无源器件毛利率上升部分抵消了这一压力。因少数股东权益大幅上升，净利率增幅为36.8%，低于营收增幅。

● **收购广州逸信50.5%股权进军网优服务行业，布局“网优设备+服务”拓展市场空间。**随着运营商3G网络建设和3G用户规模增长驱动，公司除在网优覆盖设备市场外的网优服务市场面临巨大的机会。公司收购广州逸信50.5%股权进军网优服务行业，将受益于移动运营商投资结构向提升网络质量倾斜这一趋势。我们看好公司“网优设备+网优服务”的发展战略。

● **估值与投资建议。**公司09年完成增发投向3G移动通信直放站、网优服务平台等项目将提升公司在产业链中的竞争力，而公司研发的RRU和数字电视直放站受国家政策支持有望成为新增长驱动力。预计公司10年~12年复合增长30%左右，10-11年EPS为0.84元、1.08元左右，对应当前股价10-11年PE为34.3倍、26.8倍，短期估值相对合理。考虑到公司逐步提升的产业地位和竞争力，我们维持公司“推荐”评级，上调目标价至33元（对应11年PE30倍左右）。

请务必阅读正文之后的重要声明

通信设备及服务行业

公司评级：推荐（维持）

上次评级：推荐

目标价格：¥33

上次目标价：¥30

当前价格：¥28.8

2010.04.28

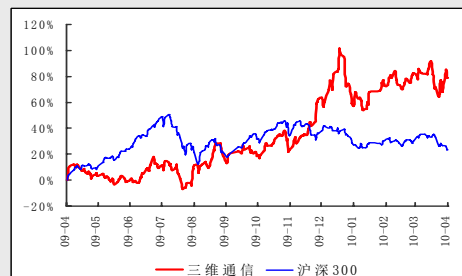
基础数据

总市值（百万元）	3862
总股本/流通 A 股（百万股）	134.1/102.6
流通市值（百万元）	2954
每股净资产（元）	5.05
净资产收益率（%）	11.8

交易数据

52 周内股价区间（元）	14.5~32.8
10 年动态 PE（倍）	34.3
PEG 比率（倍）	1.15
市净率（倍）	5.7

52 周内股价走势图



万阳松

行业研究员

执业证书编号

S0820210010026

电话

021-32229888*3501

邮箱

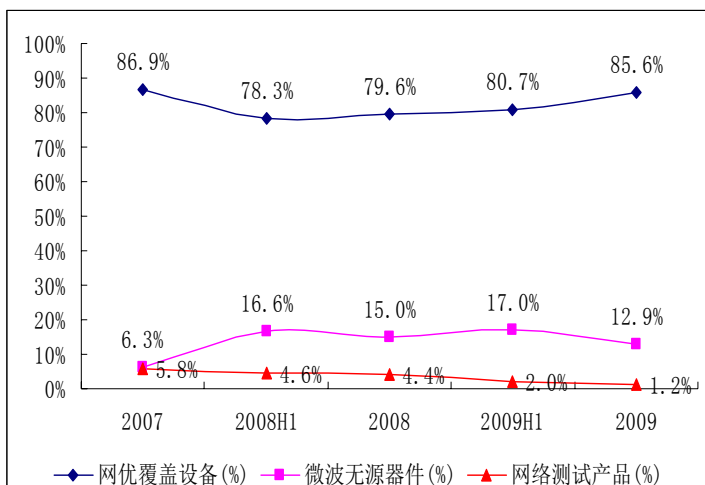
wanyangsong@ajzq.com

相关报告

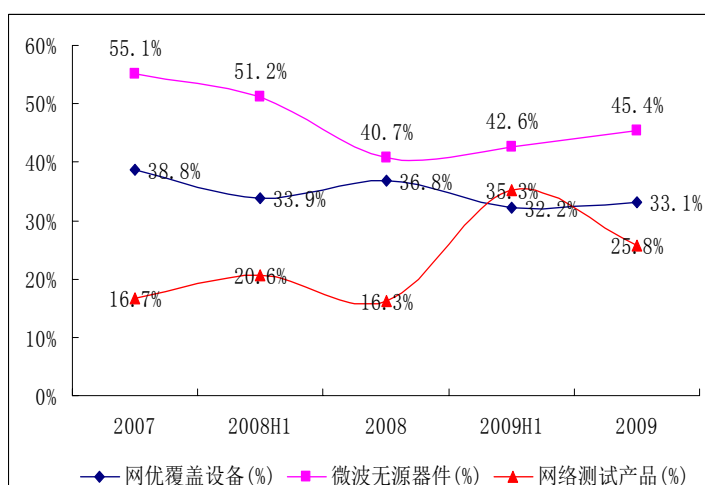
《2010 年通信行业投资策略-上半年看设备商，下半年看运营商》

2009.12.11

图表1: 主营收入中, 网优覆盖设备和无源器件占98.5%

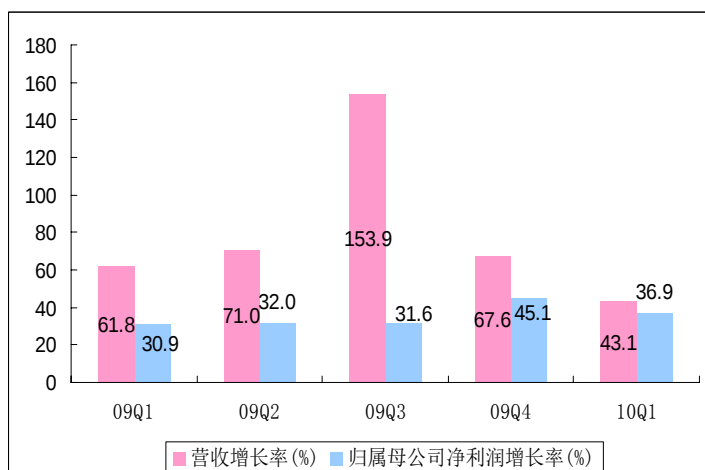
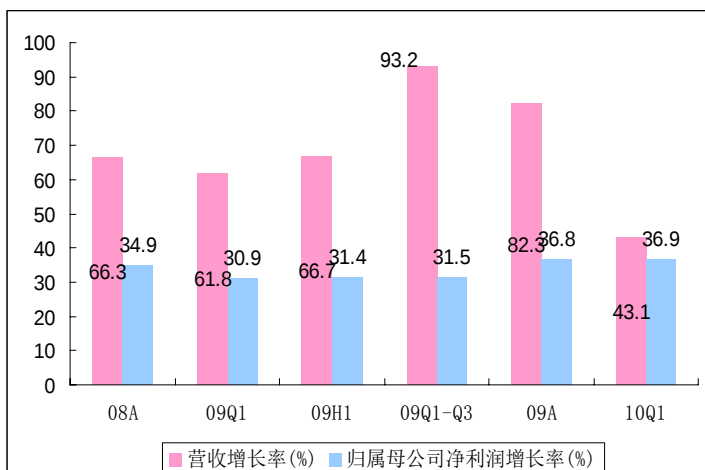


图表2: 分产品毛利率水平看, 主导产品毛利率趋降



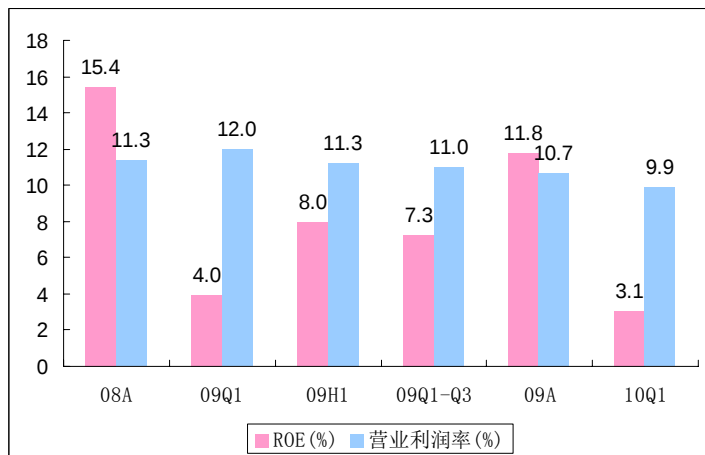
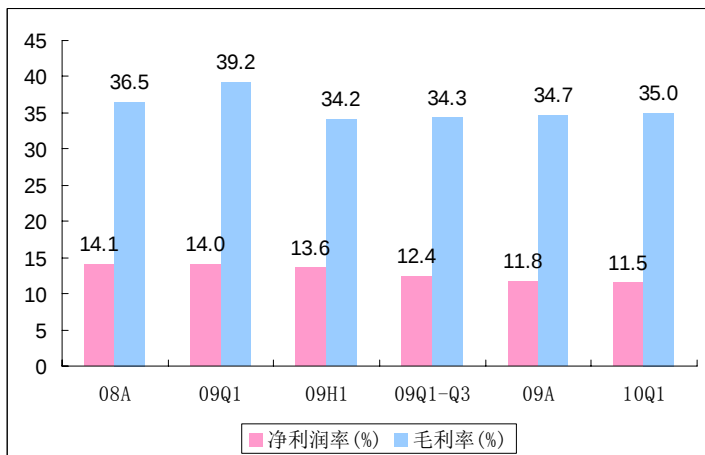
来源: 公司公告, 爱建证券研究部

图表3: 公司业务成长性, 09A、10Q1净利率保持快速增长, 增速36.8%以上



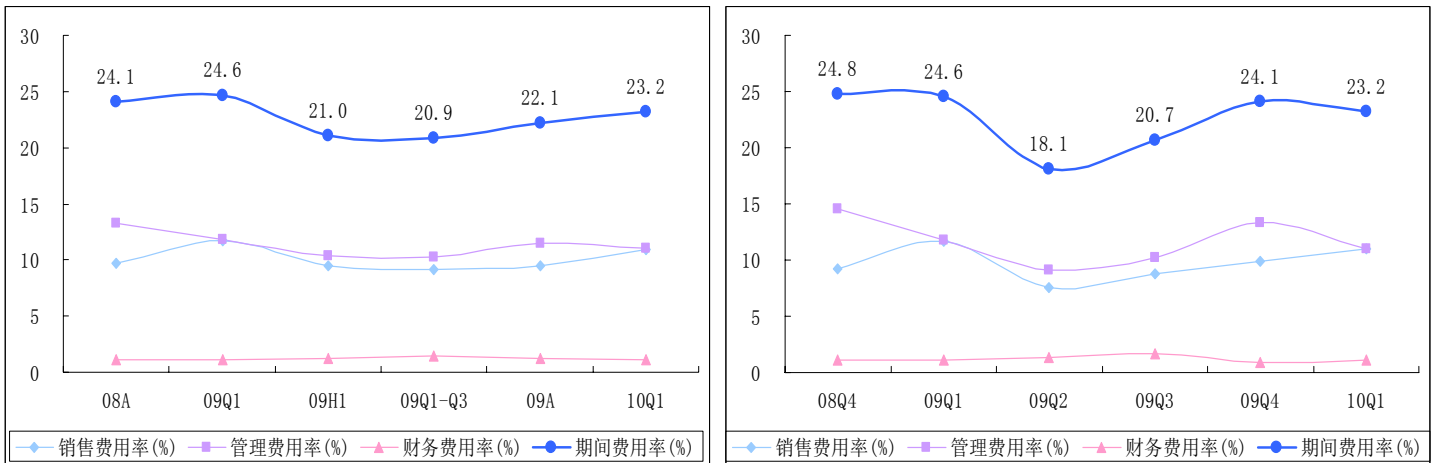
来源: 公司公告, 爱建证券研究部

图表4: 公司业务盈利能力面临压力, 09A净利润率降2.3%, 毛利率降1.8%



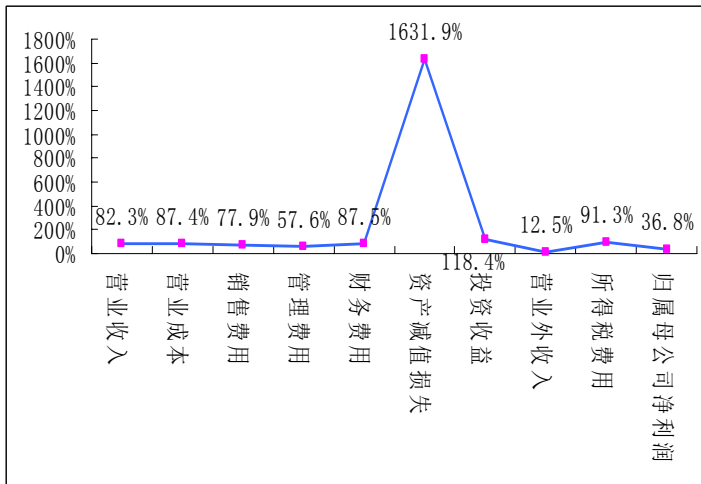
来源: 公司公告, 爱建证券研究部

图表5：公司09A期间费用率趋降，至22.1%

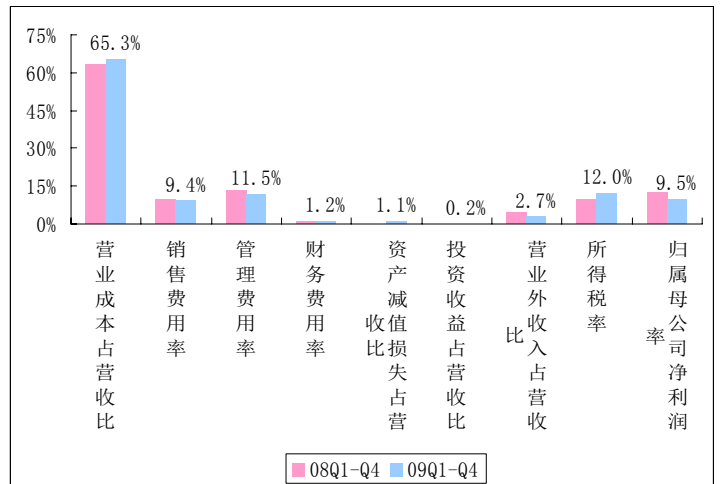


来源：公司公告，爱建证券研究部

图表6：09A年业绩驱动因素分析（报告期）

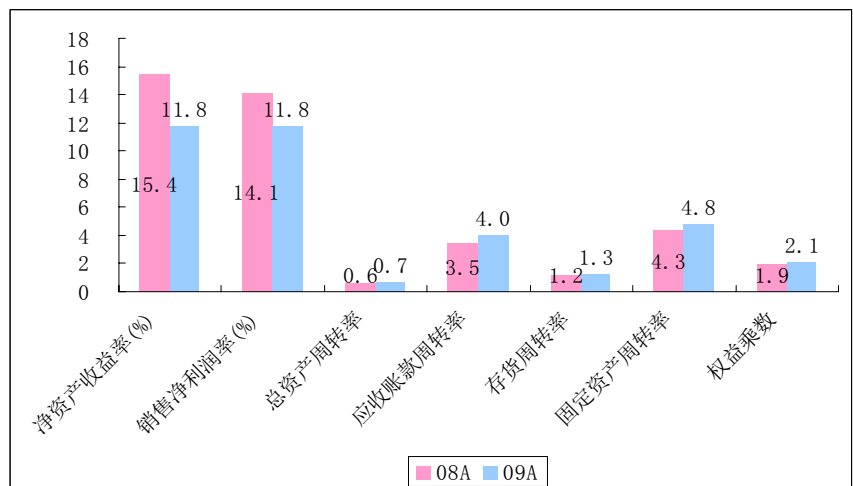


图表7：09A Vs 08A之盈利驱动因素比较



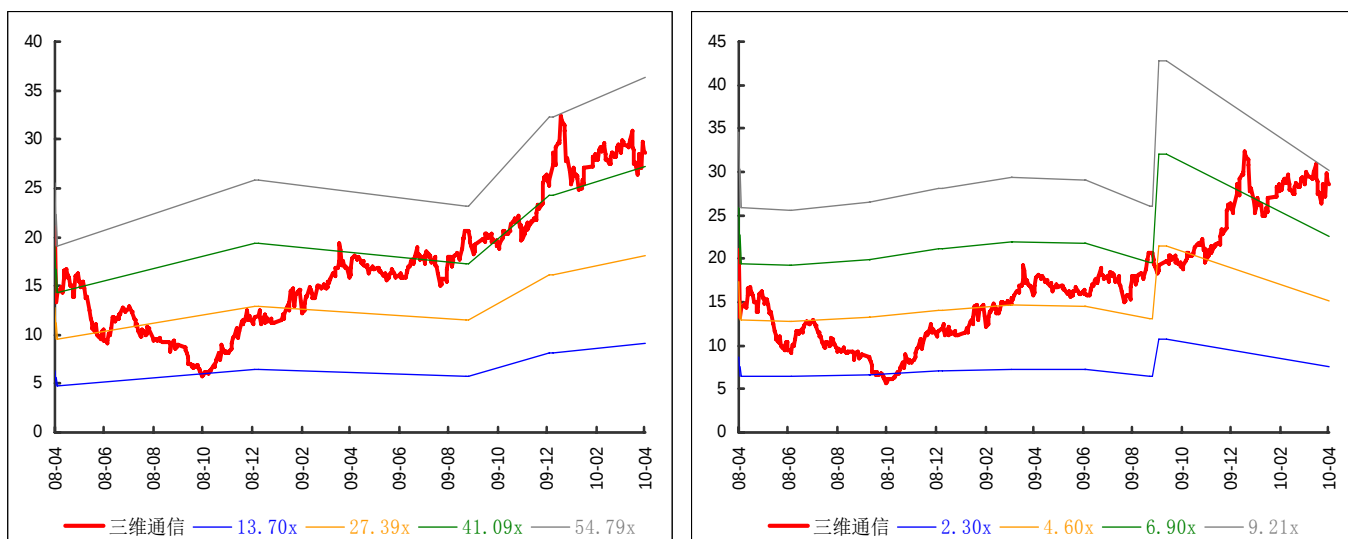
来源：公司公告，爱建证券研究部

图表8：09A Vs 08A，销售净利润率下降拖累ROE降低3.6%



来源：公司公告，爱建证券研究部

图表9：公司历史股价及对应PE-Band/PB-Band



来源：Wind，爱建证券研究部

图表10：报告期业绩比较

单位：百万元	08A	09A	YoY	08Q4	09Q4	YoY	09Q3	QoQ
营业收入	445.78	812.57	82.3%	190.29	318.94	67.6%	162.21	96.6%
增长率	66.26%	82.28%	16.0%	82.74%	67.61%	-15.1%	70.96%	-3.3%
综合毛利率	36.46%	34.69%	-1.8%	35.70%	35.26%	-0.4%	30.00%	5.3%
营业成本	283.24	530.66	87.4%	122.35	206.49	68.8%	113.55	81.8%
营业税金及附加	4.65	8.03	72.5%	2.22	3.66	65.2%	1.71	114.7%
期间费用	107.61	179.91	67.2%	47.17	76.82	62.9%	29.31	162.1%
期间费用率	24.14%	22.14%	-2.0%	24.79%	24.08%	-0.7%	18.07%	6.0%
销售费用	43.15	76.75	77.9%	17.51	31.48	79.8%	12.29	156.1%
销售费用率	9.68%	9.45%	-0.2%	9.20%	9.87%	0.7%	7.58%	2.3%
管理费用	59.24	93.36	57.6%	27.62	42.44	53.7%	14.86	185.6%
管理费用率	13.29%	11.49%	-1.8%	14.52%	13.31%	-1.2%	9.16%	4.1%
财务费用	5.22	9.79	87.5%	2.04	2.89	41.7%	2.15	34.1%
财务费用率	1.17%	1.20%	0.0%	1.07%	0.91%	-0.2%	1.33%	-0.4%
资产减值损失	0.50	8.70	1631.9%	-0.01	0.21	2670.6%	0.66	-67.8%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	-	0.00	0.00	-	0.00	-
投资净收益	0.79	1.73	118.4%	0.59	0.81	37.6%	0.29	179.8%
营业利润	50.57	87.01	72.1%	19.15	32.57	70.1%	17.27	88.6%
增长率	42.67%	72.06%	29.4%	48.63%	70.08%	21.4%	78.71%	-8.6%
营业利润率	11.34%	10.71%	-0.6%	10.06%	10.21%	0.1%	10.65%	-0.4%
加：营业外收入	19.79	22.27	12.5%	8.02	6.84	-14.7%	6.92	-1.1%
减：营业外支出	0.54	0.37	-32.9%	0.05	0.15	175.2%	0.03	333.8%
利润总额	69.82	108.92	56.0%	27.12	39.26	44.8%	24.16	62.5%
减：所得税	6.82	13.04	91.3%	1.65	4.49	173.0%	2.77	62.3%
实际所得税率	9.76%	11.97%	2.2%	6.07%	11.44%	5.4%	11.46%	0.0%
净利润	63.00	95.88	52.2%	25.47	34.77	36.5%	21.39	62.5%
减：少数股东损益	6.47	18.53	186.5%	3.33	2.65	-20.4%	6.09	-56.5%
归属母公司股东净利润	56.54	77.35	36.8%	22.14	32.12	45.1%	15.30	109.9%
增长率	34.88%	36.81%	1.9%	36.41%	45.08%	8.7%	31.97%	13.1%
净利润率	12.68%	9.52%	-3.2%	11.63%	10.07%	-1.6%	9.43%	0.6%
最新总股本摊薄 EPS（元）	0.422	0.577	36.8%	0.165	0.240	45.1%	0.114	109.9%

来源：爱建证券研究部整理

图表11：公司利润表预测

(模型更新日期：2010年04月28)

单位：百万元	07A	08A	09A	10E	11E	12E	09Vs08	10Vs09	11Vs10	12Vs11
主营业务收入	268.12	445.78	812.57	1150	1510	1760	82.3%	41.5%	31.3%	16.6%
增长率(%)	27.60%	66.26%	82.28%	41.53%	31.30%	16.56%	16.0%	-40.8%	-10.2%	-14.7%
毛利	103.20	162.54	281.91	392	510	590	73.4%	39.1%	30.1%	15.7%
综合毛利率(%)	38.49%	36.46%	34.69%	34.09%	33.77%	33.52%	-1.8%	-0.6%	-0.3%	-0.3%
主营业务成本	164.91	283.24	530.66	758	1000	1170	87.4%	42.8%	31.9%	17.0%
营业税金及附加	3.96	4.65	8.03	11.36	14.91	17.38	72.5%	41.5%	31.3%	16.6%
占收入比率(%)	1.48%	1.04%	0.99%	0.99%	0.99%	0.99%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
主营业务利润	99.24	157.89	273.88	380.64	495.09	572.62	73.5%	39.0%	30.1%	15.7%
期间费用	61.79	107.61	179.91	235.75	309.55	357.28	67.2%	31.0%	31.3%	15.4%
期间费用率(%)	23.04%	24.14%	22.14%	20.50%	20.50%	20.30%	-2.0%	-1.6%	0.0%	-0.2%
销售费用	28.00	43.15	76.75	105.80	137.41	158.40	77.9%	37.8%	29.9%	15.3%
销售费用率(%)	10.44%	9.68%	9.45%	9.20%	9.10%	9.00%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
管理费用	32.94	59.24	93.36	128.80	167.61	193.60	57.6%	38.0%	30.1%	15.5%
管理费用率(%)	12.29%	13.29%	11.49%	11.20%	11.10%	11.00%	-1.8%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
财务费用	0.85	5.22	9.79	1.15	4.53	5.28	87.5%	-88.3%	293.9%	16.6%
财务费用率(%)	0.32%	1.17%	1.20%	0.10%	0.30%	0.30%	0.0%	-1.1%	0.2%	0.0%
资产减值损失	2.19	0.50	8.70	5.75	7.55	8.80	1631.9%	-33.9%	31.3%	16.6%
减值损失率(%)	0.82%	0.11%	1.07%	0.50%	0.50%	0.50%	1.0%	-0.6%	0.0%	0.0%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-
投资净收益	0.19	0.79	1.73	2.00	2.00	2.00	118.4%	15.4%	0.0%	0.0%
营业利润	35.45	50.57	87.01	141.14	179.99	208.54	72.1%	62.2%	27.5%	15.9%
增长率(%)	66.29%	42.67%	72.06%	62.21%	27.52%	15.86%	29.4%	-9.8%	-34.7%	-11.7%
营业利润率(%)	13.22%	11.34%	10.71%	12.27%	11.92%	11.85%	-0.6%	1.6%	-0.4%	-0.1%
营业外收支净额	11.37	19.25	21.91	23.00	30.20	35.20	13.8%	5.0%	31.3%	16.6%
占收入比率(%)	4.24%	4.32%	2.70%	2.00%	2.00%	2.00%	-1.6%	-0.7%	0.0%	0.0%
利润总额	46.82	69.82	108.92	164.14	210.19	243.74	56.0%	50.7%	28.1%	16.0%
减：所得税	1.63	6.82	13.04	24.62	31.53	36.56	91.3%	88.8%	28.1%	16.0%
实际所得税率(%)	3.48%	9.76%	11.97%	15.00%	15.00%	15.00%	2.2%	3.0%	0.0%	0.0%
净利润	45.19	63.00	95.88	139.52	178.66	207.18	52.2%	45.5%	28.1%	16.0%
减：少数股东损益	3.27	6.47	18.53	26.97	34.53	40.04	186.5%	45.5%	28.1%	16.0%
占净利润比率(%)	7.25%	10.27%	19.33%	19.33%	19.33%	19.33%	9.1%	0.0%	0.0%	0.0%
归属母公司股东净利润	41.91	56.54	77.35	112.55	144.13	167.13	36.8%	45.5%	28.1%	16.0%
增长率(%)	38.33%	34.88%	36.81%	45.52%	28.05%	15.96%	1.9%	8.7%	-17.5%	-12.1%
净利润率(%)	15.63%	12.68%	9.52%	9.79%	9.54%	9.50%	-3.2%	0.3%	-0.2%	0.0%
期末每股收益（元）	0.524	0.471	0.577	0.839	1.075	1.246	22.4%	45.5%	28.1%	16.0%
最新总股本摊薄 EPS（元）	0.313	0.422	0.577	0.839	1.075	1.246	36.8%	45.5%	28.1%	16.0%

来源：爱建证券研究部预测

投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅20%以上

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅5%~20%

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上;

重要声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。