

分析师： 陈志坚 (8627)65799506 chenzj@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208040136

联系人： 胡路 (8627) 65799537 hulu@cjsc.com.cn

三维通信：高涨的网络优化需求驱动业绩持续成长

事件描述

三维通信公布了其 2009 年年报及 2010 年第一季度报告，主要经营指标如下表所示：

表 1：三维通信 2009 年及 2010 年一季度主要经营指标（元）

	2009	YOY	2010Q1	YOY
营业收入	812,565,119.58	82.28%	192,060,309.23	43.09%
归属上市公司股东净利润	77,347,692.22	36.81%	20,665,161.44	36.89%
经营活动产生的现金流量净额	-25,680,711.51	-177.78%	-58,051,877.78	-8.25%
全面摊薄每股收益	0.58	41.46%	0.15	22.5%

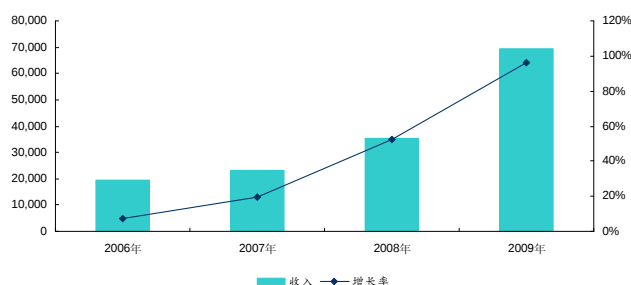
资料来源：公司公告，长江证券研究部

事件评论

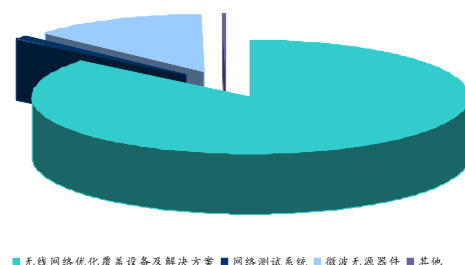
第一，受益于国内大规模无线网络优化需求，收入及利润均实现大幅增长

2009 年全年公司实现营业收入 8.12 亿元，同比大幅增长 82.28%；归属于上市公司股东的净利润为 7734.77 万元，同比增长 36.81%，全面摊薄每股收益为 0.58 元。另外，在 2010 年第一季度，公司实现营业收入 1.92 亿元，较去年同期增长 43.09%，归属母公司股东的净利润为 2066.52 万元，较去年同期增长 36.89%，每股收益为 0.15 元，较去年同期增长 22.5%。

公司收入实现大幅增长主要受益于 3G 网络建设所带来的 2/3G 网络优化需求的爆发式增长。从公司产品结构来看，无线网络优化覆盖设备及解决方案的收入占公司总收入的比重高达 85.8%，而此项产品收入 2009 年实现了 96.05% 的爆发式增长，进而带动公司整体营收的大幅增长。

图 1: 无线网络优化覆盖设备及解决方案收入情况(万元)


资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 2: 公司 2009 年收入结构 (%)


资料来源：公司公告，长江证券研究所

另外，我们注意到公司净利润收入增长幅度与收入增长幅度相差较大，主要原因为公司整体毛利率呈缓慢下降趋势，且所得税率从 2008 年的 9.76% 上升为 2009 年的 11.9%，进而造成净利润增幅相对缩小。

图 3: 公司历年整体毛利率变化情况 (%)


资料来源：公司年报，长江证券研究部

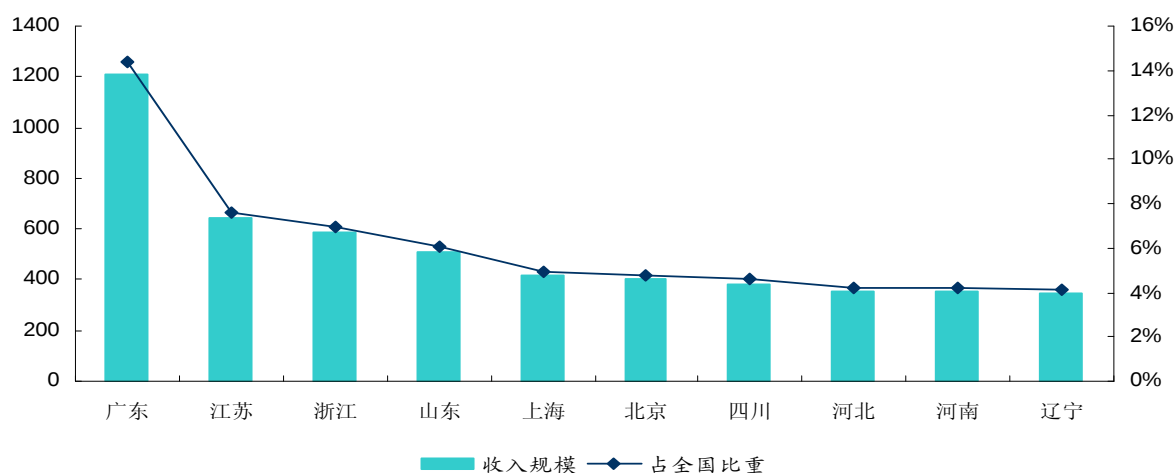
第二，无线网络优化需求持续高涨，公司业绩继续快速增长可期

我们认为，整个无线网络优化的行业需求在 2010 年仍然会维持在高位。主要理由为：1. 从行业角度来讲，无线网络优化是滞后于网络建设的，因此，在 2009 年大规模 3G 网络建设后，网络优化需求将在 2010 年得到逐步释放；2. 从技术角度分析，3G 基站工作频段明显高于 2G 频段，导致了传播过程中信号衰减明显提高，因此在保证相同覆盖范围的前提下，3G 信号相比 2G 需采用更高发射功率，进而容易形成不同基站扇区间的同频干扰，从而大大提升对 2G/3G 的网络优化需求；3. 从覆盖区域来说，3G 基站属于宏站概念，主要覆盖区域为室外，且由于其高频率使其穿透性较差，室内信号的覆盖不理想，因此，形成对直放站等室内无线覆盖设备的大量需求。

因此，我们认为，在移动通信市场竞争空前激烈的情况下，电信运营商出于提升用户体验、争夺用户的考虑，必然会将网络质量作为 3G 业务运营的核心战略之一，进而形成对 2G/3G 无线网络的持续优化需求。

另外，从区域市场来说，广东省一直是全国通信市场规模最大省份，而浙江也排在全国前列，公司立足于广东区域市场并积极向浙江等发达省份渗透，因此，未来业绩继续高速发展值得期待。

图 4：2009 年电信收入规模全国排名前 10 省份情况（亿元）



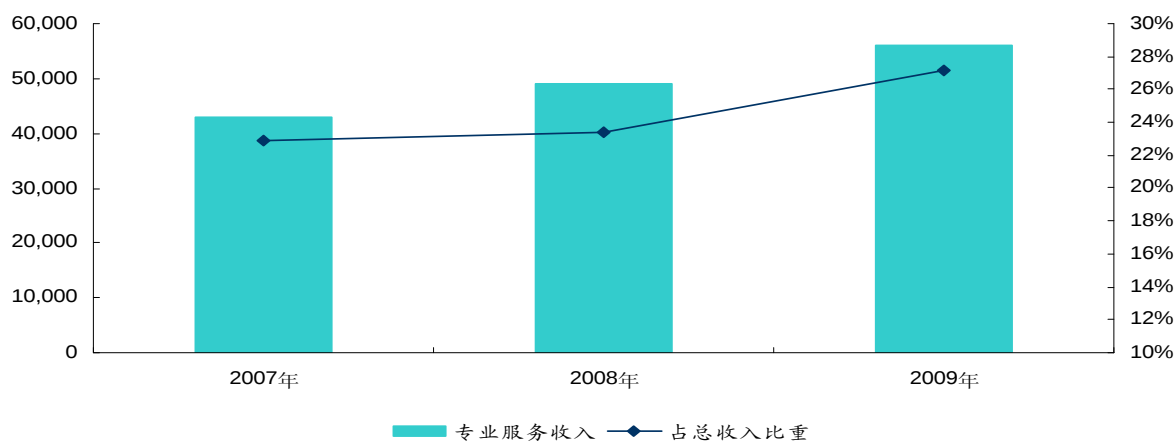
资料来源：工信部，长江证券研究部

第三，通过收购进军网络优化服务市场，有利于提升公司整体毛利率水平

公司在 2010 年 2 月 12 日发布公告，通过股权收购方式实现对广州逸信电子科技有限公司的绝对控股（拥有 51% 股权）。从业务范围来说，广州逸信主要从事无线网络优化服务业务，包括无线网络测试、网络评估、网络普查、网络优化等一揽子优化服务解决方案。

我们认为，无线网络的优化、维护等运营环节的外包是未来发展趋势，主要理由为：1. 从电信运营商角度来说，其核心竞争力在于网络资源管理及用户管理，因此，从长远来说，网络维护、网络测试、天馈线调整等低层次网络优化等占用大量人力及成本的运营环节将逐渐通过服务外包方式分流给专业第三方公司，以节约成本并提高运营效率；2. 从设备商角度考量，爱立信、中兴等系统设备商逐渐向服务提供商转型，提供从网络规划及咨询、网络建设、网络维护等一揽子的网络解决方案，以求最大化的获取利润，而网络维护优化等环节由于需要大量人力，其较高的人力成本使其无利可图，其更倾向于将其外包给更具人力成本优势的专业服务公司。

图 5：爱立信专业服务收入及占比情况（百万，瑞士克朗）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

因此，公司积极进军网络优化服务外包市场，将为公司拓展出新的发展空间。另外，从行业趋势来看，电信设备的利润率水平是不断下降的，这从公司整体毛利率的逐年下降已有体现。而从目前的现状看，专业的无线网络维护及优化服务公司的毛利率水平明显高于电信设备行业（国内如世纪鼎利 09 年在将部分网络优化服务外包的前提下其网络优化服务的毛利率仍然高达 43%），进军网络优化服务市场有利于提高公司整体毛利率水平，保障公司的长期成长。

第四，盈利预测与估值

在国内无线网络优化市场需求仍然未完全释放的前提下，我们预计公司业绩将继续保持快速增长。我们预计公司 10 年、11 年和 12 年的全面摊薄 EPS 分别为 0.78 元、1.00 元和 1.26 元，并维持对公司的“推荐”评级。

附：财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	813	1191	1665	2163	货币资金	366	119	167	216
营业成本	531	781	1113	1452	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	282	410	552	711	应收账款	275	395	553	718
% 营业收入	34.7%	34.4%	33.2%	32.9%	存货	567	800	1142	1489
营业税金及附加	8	12	16	21	预付账款	17	25	36	47
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	77	107	150	195	流动资产合计	1249	1370	1939	2525
% 营业收入	9.4%	9.0%	9.0%	9.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	93	131	183	238	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.5%	11.0%	11.0%	11.0%	长期股权投资	9	9	9	9
财务费用	10	5	3	8	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.2%	0.4%	0.2%	0.4%	固定资产合计	179	193	210	210
资产减值损失	9	8	11	11	无形资产	10	10	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	22	22	22	22
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	5	1	1	1
营业利润	87	147	188	238	其他非流动资产	3	3	3	3
% 营业收入	10.7%	12.4%	11.3%	11.0%	资产总计	1476	1607	2193	2779
营业外收支	22	0	0	0	短期贷款	240	27	150	226
利润总额	109	147	188	238	应付款项	398	575	820	1070
% 营业收入	13.4%	12.4%	11.3%	11.0%	预收账款	55	77	108	141
所得税费用	13	18	23	29	应付职工薪酬	45	66	94	123
净利润	96	130	166	210	应交税费	0	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	77.3	104.5	133.8	169.1	其他流动负债	9	13	19	24
少数股东损益	19	25	32	40	流动负债合计	747	759	1192	1585
EPS (元/股)	0.58	0.78	1.00	1.26	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-26	14	-23	20	其他非流动负债	27	27	27	27
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	774	786	1219	1612
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	656	750	870	1022
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	47	72	104	144
固定资产投资	-42	-32	-37	-22	股东权益	702	822	974	1167
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	1476	1607	2193	2779
投资活动现金流净额	-42	-32	-37	-22	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.577	0.779	0.998	1.261
股权融资	248	0	0	0	BVPS	4.89	5.59	6.49	7.62
银行贷款增加 (减少)	117	-213	123	76	PE	49.41	36.56	28.57	22.61
筹资成本	29	-16	-17	-25	PEG	1.66	1.23	0.96	0.76
其他	-76	0	0	0	PB	5.83	5.10	4.39	3.74
筹资活动现金流净额	318	-229	107	52	EV/EBITDA	32.03	21.88	17.95	14.29
现金净流量	250	-247	47	50	ROE	11.8%	13.9%	15.4%	16.5%

分析师介绍

陈志坚，清华大学工商管理硕士，华中理工大学通信工程学士，从事 TMT 行业研究。
胡路，北京邮电大学信息管理与信息系统硕士，北京邮电大学通信工程学士，从事 TMT 行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。