

三维通信 (002115.sz)

优化业务结构，业绩持续增长

惠毓伦 研究员
电话: 010-68058657
eMail: hyl6@gf.com.cn

亢辰 研究助理
电话: 020-87555888-391
eMail: qc2@gf.com.cn

黄维 研究助理
电话: 15330229387
eMail: hw5@gf.com.cn

3G 网络优化需求下半年将逐渐释放

虽然目前 3G 网络优化市场仍然处于起步阶段，但随着 3G 网络建设的逐步完善，下半年运营商对 3G 网络优化的投资力度将不断加大，3G 网络优化需求将逐渐得到释放，另外，3G 月增用户数预计在今年年底将超过 2G 月增用户数，累计总量有望超过 4400 万，用户存量的增长将推动 3G 业务及应用的加速发展，从而推动 3G 网络优化的需求大幅增长。

行业集中度将提高，公司市场份额不断提升

由于项目招标对供应商的产品质量、品牌和供货速度具有很高要求，具有规模效应和品牌效应的企业将会突围而出。公司具有良好的品牌优势和技术优势，近年来市场份额不断提升。

公司优化业务结构，提升盈利能力

公司上半年营业收入 4.16 亿元，比去年同期增长 39.97%，其中无线网络优化覆盖设备及解决方案收入为 3.74 亿元，同比增长 56.39%，业绩保持持续稳定增长。公司优化业务结构，一方面通过外包中低端产品的生产制造环节，以降低运营成本，另一方面通过收购广州逸信 51% 的股权，增加高毛利率的网络优化服务业务，提升盈利能力。另外，公司微波无源器件业务由于行业景气下滑，上半年营业收入低于预期，随着下半年行业景气的提升，预计其营业收入将会得到较大增长。

盈利预测及投资评级

根据我们的预测，2010-2012 年收入分别为 11.22 亿元、12.87 亿元、17.38 亿元，归属母公司净利润分别为 1.03 亿元、1.31 亿元、1.66 亿元，对应 EPS 分别为 0.48 元、0.61 元、0.77 元，我们给予公司 2011 年 30 倍 PE，目标价格为 18.30 元。由于目前公司股价已相对合理，因此我们将评级调整为“持有”。

风险提示

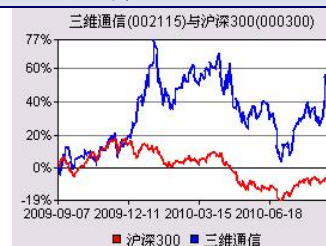
如果运营商对网络优化投资减缓，将为行业带来需求风险，另外如果产品毛利率下滑过快，将会降低公司的盈利水平。

公司评级

持有

当前价格(元)	16.75
目标价格(元)	18.30
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	9.48%	9.69%	47.42%
沪深 300	2.95%	10.66%	-3.90%

股票数据

总股本(万股)	21,456.00
流通 A 股(万股)	16,020.49
主要股东:	
	李越伦
主要股东持股比例	22.89%
流通 A 股比例	74.67%

财务比率

ROE	11.79%
ROA	10.57%
资产负债率	52.42%
每股净资产(元)	4.89

2009 年报数据。

投资亮点与逻辑

虽然目前3G网络优化市场仍然处于起步阶段，但随着3G网络建设的逐步完善，下半年运营商对3G网络优化的投资力度将不断加大，3G网络优化需求将逐渐得到释放，另外，3G月增用户数预计在今年年底将超过2G月增用户数，累计总量有望超过4400万，用户存量的增长将推动3G业务及应用的加速发展，从而推动3G网络优化需求大幅增长。

公司优化业务结构，一方面通过外包中低端产品的生产制造环节，以降低运营成本，另一方面通过收购广州逸信51%的股权，增加高毛利率的网络优化服务业务，提升盈利能力。另外，公司微波无源器件业务由于行业景气下滑，上半年营业收入低于预期，随着下半年行业景气的提升，预计其营业收入将会得到较大增长。

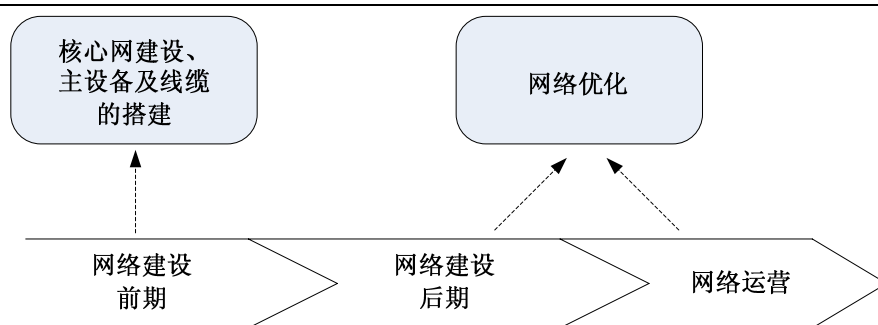
网络优化市场保持持续增长

3G网优处于起步阶段，2G网优仍是主要市场

目前国内网络优化市场还是以2G网络优化为主，3G网络覆盖优化有待大规模启动，主要有以下两个方面原因：

1、国内3G网络从2009年上半年开始进入大规模的投资建设阶段，一直到今年上半年三大运营商还是以3G网络的骨架网络建设为主，在骨架网络搭建完善之前，网络覆盖优化市场不会大规模启动。

图1：3G网络建设过程



数据来源：广发证券发展研究中心

2、移动网络区域发展不平衡，部分地区、地段依然存在覆盖盲点，导致了我国2G与3G网络将会长期共存。网络多制式长期共存，决定了3G网络优化的重点将集中在各制式的覆盖和容量的协同规划，对三大运营商来说存在着不同的难点：中国移动的TD-SCDMA需要解决TD/GSM的互操作优化；电信的EV-DO需要考虑对现有CDMA2000网络资源利用合理性；联通的WCDMA则更加关注如何在最短时间内建设一张成熟网络。这些都需要运营商在大规模开展网络覆盖优化之前进行审慎考虑和合理规划。

虽然现阶段3G网络优化还处于起步阶段，但是2G网络的覆盖优化需求仍长期存在，三大运营商在2G网络优化方面的投入不会降低，同时已有的网络覆盖设备具有3-5年周期的更换需求，这些因素都支撑了行业的持续稳定增长。

表1: 三大运营商在2G网络优化持续投入的驱动因素

运营商	驱动因素
中国移动	TD网目前的网络信号质量、用户体验均有待提升，同时TD对已有的2G网络有一定的干扰，随着TD建设的深化，为2G网络的持续优化创造了需求
中国电信	现有策略是在原有系统上进行软升级，因此存在对2G网络进行优化的驱动力
中国联通	已有的2G网络建设和覆盖优化仍存在很大的提升空间，放弃对其进行持续优化而盲目追逐3G网络的搭建无疑是舍本逐末，是小概率事件

数据来源：广发证券发展研究中心

3G网络优化需求下半年将逐渐释放

虽然2G网络优化仍是网络优化市场的主流，但3G网络优化市场规模更大，是推动未来行业增长的主要驱动力。

一方面由于3G信号工作在2000MHz左右，比2G信号的900MHz高，因此空间传播和穿越障碍物的能力相对较差，网络优化覆盖的需求更大；另一方面，3G网络比2G网络更加注重数据应用服务，数据应用服务对室内覆盖的需求较高，意味着3G网络比2G网络具有更大的室内覆盖需求。

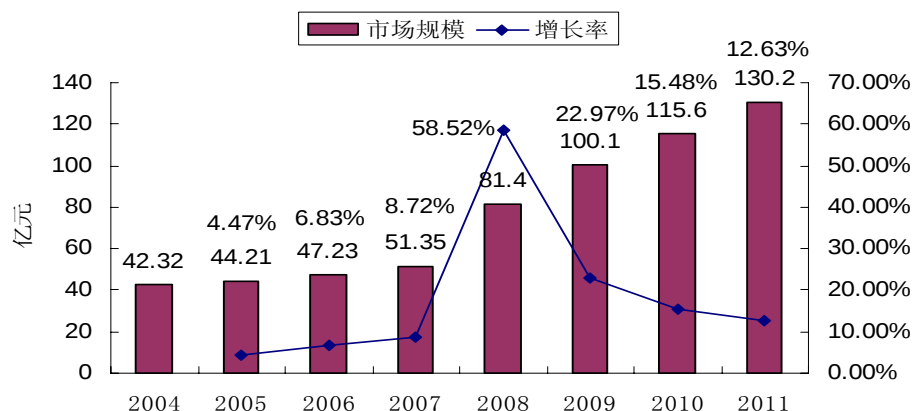
我们判断3G网络优化的需求将会从今年下半年开始逐渐得到释放，下面从运营商的投资力度和3G用户增量两个方面进行分析：

1、运营商投资力度不断加大。中国移动TD前三期已建基站数为10.8万个，三期累计约共投入超过900亿元，今年完成招标的TD四期计划建设10.2万个基站，覆盖城市超过330个，这是我国TD主网建设最后一次大规模招标，此后TD网络建设将逐渐转向以网络优化和用户体验为重心的发展方向。事实上从TD四期招标定位中已可以看到运营商投资方向的转化，随着前三期网络建设的完善和用户数量及数据业务的增加，TD三期末端以及TD四期已将无线覆盖作为建设重点，部分地区已下达了“双百”指标，即“在实现2G室内覆盖的地方100%实现TD的室内覆盖”和“在有TD业务需求的室内要100%实现TD覆盖”。这些无线覆盖指标的推动将增加RRU和直放站等网络优化产品的需求，从而推动网络优化行业的增长；另外，从中国联通公布的半年报材料数据来看，其全年3G投资的预算为230亿元，上半年仅完成了60.3亿元，下半年投资余额为170亿元左右，接近上半年的3倍。由于2009年是3G主网建设的高峰，从今年开始将会逐渐将投资转移到网络覆盖优化上面。运营商对3G网络优化投资力度的加大，是推动网络优化市场增长的最直接因素。

2、3G月增用户数在年底有望赶超2G。截至今年6月底，全行业在网3G用户数达到2520万户，三大运营商6月的新增用户数均已超过百万，预计在今年年底，三大运营商每月新增用户中，3G用户数量将超过2G，累计用户总量将有望达到4400万。3G用户存量的增长推动3G业务及应用的加速发展，使得3G网络优化的需求大幅增长。

总的来说,我们预计今年下半年网络优化市场将会持续增长,到今年年底网络优化市场规模有望达到115.6亿元,同比增速15.48%,2011年市场规模预计达到130.2亿元,同比增速达到12.63%。

图2: 下半年网络优化市场规模及增速



数据来源: 广发证券发展研究中心

行业集中度不断提高, 公司进入第一梯队

网络优化行业集中度将会不断提高, 主要原因有以下几点:

- 1、从运营商的角度看, 由于运营商集中采购, 对供应商的品牌、产品质量、供货速度等有严谨的审核, 具有规模和品牌效应的供应商将会突围而出, 取得更快的发展速度。
- 2、从网络优化厂商的角度看, 由于下游运营商的议价能力更强, 同时采取集中采购的方式, 电信设备的价格将逐年下降, 更强的成本控制能力和产品创新能力便意味着更强的行业竞争力, 这将有利于行业的领军企业。

根据2008年的企业收入情况看, 年收入在10亿以上的京信通信和深圳国人是行业的第一梯队企业, 以三维通信、三元达和银邮为代表的6、7家企业位于第二梯队。2009年, 公司收入增速达到82%, 明显超越第二梯队其他企业, 预计2010年收入规模达到10亿, 进入行业第一梯队。

图3: 2008年网络优化市场结构

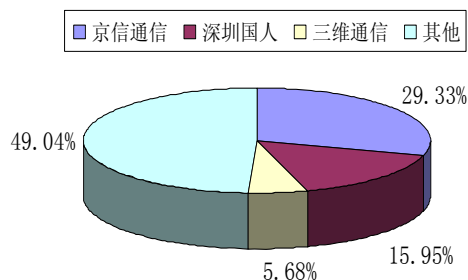
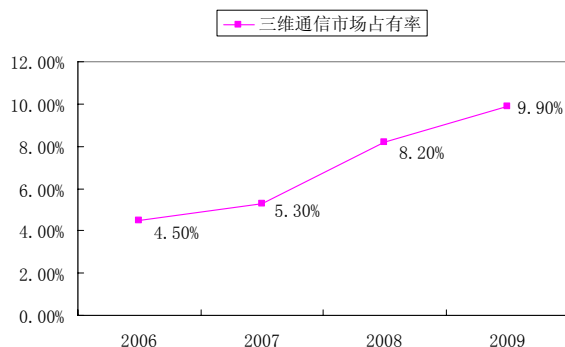


图4: 公司市场占有率稳步提升



数据来源: 赛迪顾问, 广发证券发展研究中心

公司优化业务结构，提升盈利能力

公司业绩有望持续强劲增长

公司经营业绩保持稳定增长，上半年营业收入4.16亿元，比去年同期增长39.97%，其中无线网络优化覆盖设备及解决方案收入为3.74亿元，同比增长56.39%，今年新增来自广州逸信的网络优化服务收入为815.89万元，另外，微波无源器件由于行业景气下滑，收入比去年同期下降45.27%至2752万元，网络测试系统比去年同期下滑60.9%至232.82万元，实现净利润3960万元，同期增长30.28%。

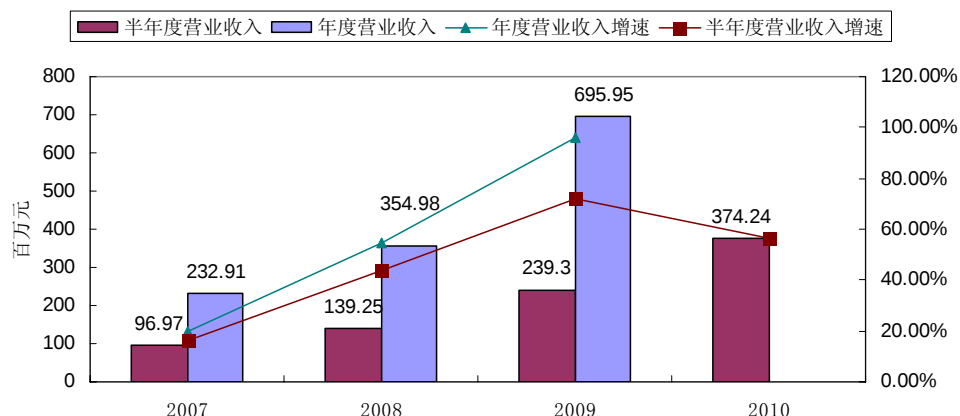
表2：公司各子业务每年收入情况（百万元）

	2007H	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H
网络优化覆盖设备及解决方案	96.97	232.91	139.25	354.98	239.30	695.95	374.24
微波无源器件		16.92	29.48	66.96	50.30	104.55	27.53
网络测试产品	7.33	15.45	8.17	19.45	5.95	9.50	2.33
网络优化服务							8.16
其他	3.37	2.84	0.83	3.97	0.28	1.25	1.84
合计	107.67	268.12	177.73	445.36	295.83	811.26	414.10

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

无线覆盖：无线覆盖设备的营业收入近年来均保持着高速增长，由于行业景气度的提升，预计下半年设备业务的收入保持持续增长。

图5：公司无线覆盖设备营业收入保持着高速增长



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

微波无源器件：随着下半年运营商对网络优化投资力度的加大，行业景气有望提升，我们预计公司微波无源器件业务收入将会得到较大增长。

网络优化服务：公司收购子公司广州逸信09年收入4037万，净利润710万，今明两年对其最低利润的要求是1400万和2000万，预计未来两年可以实现100%和50%的增长。