

审慎推荐-A (维持)**三维通信** 002115.SZ

目标估值：

当前股价：16.21 元

2010 年 9 月 16 日

网络优化服务是未来主要看点**基础数据**

上证综指	2689
总股本(万股)	21456
已上市流通股(万股)	16414
总市值(亿元)	36
流通市值(亿元)	27
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	12.8
资产负债率	52.5%
主要股东	李越伦
主要股东持股比例	22.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	-7	39
相对表现	7	2	51

**相关报告**

1、《规模效应尚未明显体现，未来有望持续高增长》

2009/11/8

曾斌

021-68407809

zengb@cmschina.com.cn

S1090209070294

我们近日到公司调研，公司主业发展形势较好，无线网络优化覆盖设备保持高速增长，网优服务将成为未来几年新的增长点，预计 10-11 年 EPS 0.46、0.6 元，目前股价相当于 10 年 35 倍、11 年 27 倍，考虑到公司所处行业具有长期增长潜力，维持“审慎推荐-A”评级。

- **上半年收入高速增长，净利润增速低于收入增速。**上半年收入 4.1 亿元，同比增 40%；净利润 0.4 亿元，同比增 30%；EPS 0.18 元。其中二季度收入 2.2 亿元，同比增 38%；净利润 0.19 亿元，同比增 24%，EPS 0.09 元；
- **二季度收入增速、毛利率环比下降，与运营商整体投资下降和公司的进取型市场策略有关。**国内通信业 CAPEX 一季度同比降 20%，二季度同比降 34%，公司一、二季度收入增速为 43%、38%，毛利率为 35%、30%，应该与整体投资下降是相符的；此外，公司目前仍处行业第二阵营前列，短期内目标仍是扩大市场份额、进入第一阵营，价格战对毛利率也有一定影响；
- **上半年经营现金流为负，需要关注。**公司一、二季度经营现金流为-0.6、-0.7 亿，上半年为-1.3 亿。上半年经营活动现金流出 2.5 亿，同比 40%；流入 1.8 亿，同比-4%；这与上半年的收入环比下降情况是匹配的，未来需要持续关注；
- **网络优化服务是未来主要看点。**公司主要业务为无线网络优化覆盖设备及解决方案，上半年占中收入比 90%；公司今年 2 月收购广州逸信 51% 的股权，进入网优服务领域。该部分业务二季度并表，上半年网优服务收入 816 万元，毛利率 44%，远高于公司上半年 32% 的整体毛利率。从二季度业务收入以及逸信并入公司后的协同效应估算，逸信今年的整体收入有望达 4000 万元，并表收入有望达 3000 万元，未来两年每年增速有望达 40% 以上；
- **维持“审慎推荐-A”投资评级。**预计 10-11 年 EPS 0.46、0.6 元，目前股价相当于 10 年 35 倍、11 年 27 倍，考虑到公司所处行业具有长期增长潜力，给予“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示：**市场大幅调整带来的系统性风险；运营商投资复苏速度低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	446	813	1129	1451	1868
同比增长	66%	82%	39%	29%	29%
营业利润(百万元)	51	87	115	157	206
同比增长	43%	72%	32%	36%	31%
净利润(百万元)	57	77	99	128	162
同比增长	35%	37%	28%	30%	27%
每股收益(元)	0.47	0.58	0.46	0.60	0.76
PE	34.4	28.1	35.3	27.2	21.4
PB	5.3	3.3	2.6	2.5	2.3

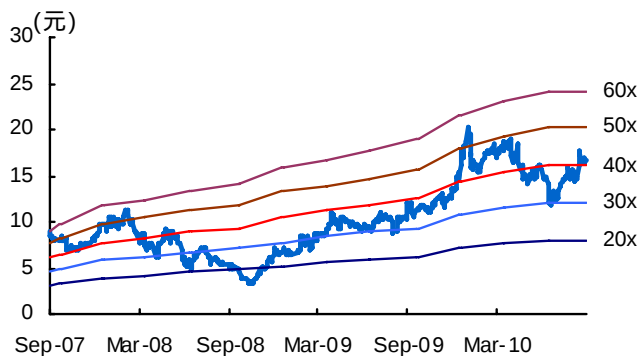
资料来源：招商证券

表 1：通信设备商估值对比表

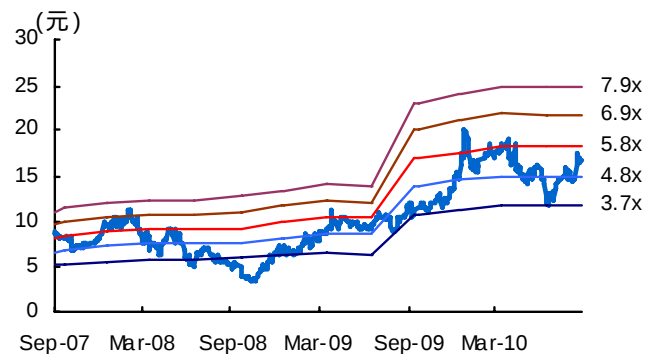
公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB	PS	ROE	市值	股价
		09	10E	11E	09	10E	11E	09	10E	11E					
中兴 A 股	000063	1.35	1.08	1.46	48	26	28	18	23	17	3.9	1.0	12	712	24.8
中兴 H 股	0763	1.35	1.08	1.46	48	26	28	27	33	25	5.7	0.9	12	786	27.4
武汉凡谷	002194	0.61	0.67	0.82	4	9	23	26	24	20	4.8	5.8	16	90	16.1
烽火通信	600498	0.63	0.83	1.09	50	40	31	51	39	30	4.8	2.3	9	143	32.4
中天科技	600522	1.09	1.24	1.40	129	19	13	21	19	16	4.6	1.6	22	74	23.0
大唐电信	600198	0.13	0.27	0.40	26	103	50	147	73	48	14.9	2.1	12	84	19.2
亿阳信通	600289	0.23	0.23	0.34	12	59	44	48	48	33	4.2	5.7	6	63	11.1
国脉科技	002093	0.35	0.32	0.44	20	38	38	41	44	32	13.1	6.8	22	57	14.2
亨通光电	600487	1.11	1.27	1.47	73	15	16	27	24	20	4.1	2.1	16	50	30.0
恒宝股份	002104	0.32	0.32	0.47	16	50	48	56	56	38	13.8	13.5	17	79	18.0
新海宜	002089	0.38	0.56	0.78	163	60	39	51	35	25	5.9	6.9	12	46	19.6
中创信测	600485	0.19	0.40	0.57	(53)	113	42	94	44	31	5.4	7.6	7	25	18.0
三维通信	002115	0.63	0.49	0.66	37	36	34	26	33	24	5.2	3.0	13	34	16.0
长江通信	600345	0.31	0.20	0.16	201	(34)	(19)	47	72	89	2.8	4.8	7	29	14.5
东信和平	002017	0.20	0.38	0.56	(25)	140	47	94	51	35	5.4	3.5	5	38	19.3
动力源	600405	0.19	0.20	0.30	681	43	107	71	68	45	7.1	4.6	11	28	13.5
奥维通信	002231	0.22	0.18	0.20	19	18	14	61	77	68	6.0	9.6	7	22	13.5
拓维信息	002261	0.78	0.74	0.96	11	23	30	40	42	32	8.1	11.7	14	45	30.9
北纬通信	002148	0.47	0.57	0.81	3	21	42	81	67	47	7.2	12.2	10	29	38.2
卓翼科技	002369	0.66	0.71	1.28	63	55	33	54	50	28	4.4	4.5	9	35	35.4
世纪鼎利	300050	2.78	3.11	4.35	186	51	40	61	55	39	5.8	18.6	10	92	169.5
平均					81	43	35	54	46	35	7	6	12		

资料来源：Wind, 招商证券

注：股价为 10 年 9 月 16 日收盘价；中兴 H 股数据均已换算为人民币；

图 1：三维通信历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 2：三维通信历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	564	1249	1915	2213	2597
现金	115	366	692	654	590
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	10	23	32	41	52
应收款项	143	262	350	436	561
其它应收款	7	13	18	23	30
存货	266	567	798	1027	1322
其他	23	18	25	32	42
非流动资产	205	228	255	280	307
长期股权投资	7	9	9	9	9
固定资产	159	179	208	234	263
无形资产	12	10	9	8	8
其他	26	29	29	28	28
资产总计	769	1476	2170	2492	2905
流动负债	339	747	755	946	1192
短期借款	107	240	50	55	61
应付账款	136	288	413	531	684
预收账款	41	55	79	102	131
其他	56	164	212	257	316
长期负债	34	27	27	27	27
长期借款	15	0	0	0	0
其他	19	27	27	27	27
负债合计	374	774	781	972	1219
股本	120	134	215	215	215
资本公积金	108	323	828	828	828
留存收益	140	199	276	376	502
少数股东权益	28	47	71	102	141
母公司所有者权益	367	656	1319	1418	1545
负债及权益合计	769	1476	2170	2492	2905

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	33	(26)	4	43	31
净利润	57	77	99	128	162
折旧摊销	0	0	22	24	26
财务费用	5	10	10	9	10
投资收益	(1)	(2)	0	0	0
营运资金变动	0	0	(151)	(158)	(219)
其它	(28)	(111)	25	40	51
投资活动现金流	(98)	(42)	(43)	(49)	(55)
资本支出	0	0	(43)	(49)	(55)
其他投资	(98)	(42)	0	0	0
筹资活动现金流	0	318	365	(32)	(40)
借款变动	0	0	(190)	5	6
普通股增加	0	0	80	0	0
资本公积增加	0	0	505	0	0
股利分配	0	0	(22)	(28)	(36)
其他	0	318	(10)	(9)	(10)
现金净增加额	(65)	250	326	(38)	(64)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	446	813	1129	1451	1868
营业成本	283	531	761	979	1261
营业税金及附加	5	8	11	14	18
营业费用	43	77	102	128	165
管理费用	59	93	121	155	200
财务费用	5	10	10	9	10
资产减值损失	1	9	9	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	2	0	0	0
营业利润	51	87	115	157	206
营业外收入	20	22	25	35	45
营业外支出	1	0	0	10	20
利润总额	70	109	140	181	230
所得税	7	13	17	22	29
净利润	63	96	123	159	202
少数股东损益	6	19	24	31	39
母公司所有者净利润	57	77	99	128	162
EPS (元)	0.47	0.58	0.46	0.60	0.76

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	66%	82%	39%	29%	29%
营业利润	43%	72%	32%	36%	31%
净利润	35%	37%	28%	30%	27%
获利能力					
毛利率	36.5%	34.7%	32.5%	32.5%	32.5%
净利率	12.7%	9.5%	8.7%	8.8%	8.7%
ROE	15.4%	11.8%	7.5%	9.0%	10.5%
ROIC	9.7%	9.0%	7.6%	9.2%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	48.6%	52.4%	36.0%	39.0%	42.0%
净负债比率	15.9%	16.2%	2.3%	2.2%	2.1%
流动比率	1.7	1.7	2.5	2.3	2.2
速动比率	0.9	0.9	1.5	1.3	1.1
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.2	1.3	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	3.5	4.0	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	2.3	2.5	2.2	2.1	2.1
每股资料(元)					
每股收益	0.47	0.58	0.46	0.60	0.76
每股经营现金	0.28	-0.19	0.02	0.20	0.14
每股净资产	3.06	4.89	6.15	6.61	7.20
每股股利	0.30	0.30	0.10	0.13	0.17
估值比率					
PE	34.4	28.1	35.3	27.2	21.4
PB	5.3	3.3	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	42.9	25.3	19.5	15.1	11.8

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾斌，6 年通信行业从业经历，目前为招商证券通信行业分析师。

主要研究特点：行业专家，国际视野。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。