

收入和利润增速符合预期， 驱动成长的新动力亮点纷呈

投资要点：

1. 事件

三维通信 8 月 28 日公布公司 2011 年半年报，上半年实现营业收入 5.09 亿元 (yoy+22.39%)，营业利润 5131.54 万 (yoy+41.13%)，归属上市公司股东净利润 4728.69 万元 (yoy+19.40%)，扣除增值税退税影响 (基于历史财务数据测算约影响利润 408 万元)，和我们此前预期基本一致。

2. 我们的分析与判断

1)、无线覆盖产品受益运营商加大室内覆盖投入，有望继续保持 20%以上的稳健增长

上半年，公司主营收入增长 22.49%，其中占主营收入 89%的无线网络优化覆盖设备及解决方案业务增长 20.24%，是主营业务增长的主要原因。

无线网络覆盖产品的稳健增长，得益于运营商加大室内覆盖投入，随着移动互联网催动无线网络数据流量每年倍增式发展，发生大部分移动业务的室内成为三大运营商无线网络持续完善和优化的焦点。

无线覆盖设备国内全年投资仅百亿量级，在国内千亿通信设备市场中属于小众市场，而无线覆盖质量，尤其室内，又是当前和未来网络优化的重心。因此，我们认为三维通信未来将受益无线覆盖设备市场的持续稳健增长。

由于 GRRU 的毛利率水平要优于直放站产品 (目前主要是光纤直放站)，中国移动 2011 年 GSM 扩容带来公司 GRRU 发货量快速提升，公司无线网络优化覆盖设备及解决方案业务上半年毛利率提升 1.12 个百分点，整体业务毛利率水平也相应提升到 33.79% (提升了 1.55 个百分点，其中部分是由于网优服务业务毛利率的提升)。

直放站和 RRU 方案选择之比较：

从技术方面，毫无疑问，RRU 相对直放站的技术优势已为行业之共识，综合成本方面，RRU 也已没有明显劣势。但无线覆盖设备的选择，很重要的一点是无线网络规划问题和项目实施，尤其对于存量基站的覆盖优化问题，选用 RRU 涉及原基站更换和无

三维通信 (002115.SZ)

推荐 维持评级

分析师

王国平

☎：(8610) 6656 8858

✉：wangguoping@chinastock.com

执业证书编号：S0130511010004

特此鸣谢

朱劲松：(8610) 8357 4072

(zhujingsong@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据 时间 2011.08.28

A 股收盘价 (元)	15.24
A 股一年内最高价 (元) *	21.25
A 股一年内最低价 (元) *	12.50
上证指数	2534.36
市净率	4.57
总股本 (万股)	21456
实际流通 A 股 (万股)	16020
限售的流通 A 股 (万股)	5436
流通 A 股市值 (亿元)	25.63

注：*价格未复权

相关研究

- 1、《三维通信调研简报：稳健成长中不乏新亮点》2011.07.18

线网络规划设计的变更，项目周期会拉长，而直放站工程实施简便、技术成熟。因此，新建基站，BBU+RRU 的方式优势明显，对存量基站的室内覆盖优化，直放站仍有其优势；就运营商而言，目前中国移动推动 RRU 力度较大，而中国电信、中国联通，直放站仍是室内覆盖的主要方式。

2)、未来业绩成长的新动力热点纷呈，网优服务业务占比将快速提升

上半年，WLAN、无线数字电视小功率发射及无线覆盖设备市场和铁路 GSM-R 相关配套无线覆盖设备市场发展势头良好，而控股子公司紫光网络旗下“天馈测试系统”更是抓住了中移动“工兵行动”和“深耕行动”的机遇，取得了超预期的发展。

网优服务及相关产品受益于子公司广州逸信业务的发展，上半年收入 3303 万，同比增速 214.96%，毛利率达到 47.30%（提升了 8.32 个百分点）。未来随着公司募投项目的实施，网优服务在公司业务中占比将快速提升，并成为拉动未来业绩成长的另一核心动力。

3)、人员扩张平稳，费用情况控制良好，营业利润更快增长

上半年销售费用增长 23.85%，管理费用增长 2.07%，财务费用增长 10.17%，均大幅低于上半年 22.39% 的收入增速或基本持平，费用情况得到较好控制，使得营业利润同比增速达到 41.13%。

公司 2009 年、2010 年的人均营业收入分别为 42.7 万、53.3 万，人均营业成本分别为 27.9、35.9 万，人均毛利 14.8 万、17.4 万，预计 2011 年将进一步提升，这也直接反映公司管理效率的提升。而公司人均“销售+管理”费用从 2009 年的 8.9 万增长到 2010 年的 11.0 万，增幅达 23.35%，间接反映工资薪酬成本压力提前得到部分释放，我们认为 2011 年公司人均费用增幅具备下降空间。

2010 年底，公司在职员工总数 1891 人，2011 年员工总数计划发展到 2100-2200 人，增速在 11%~16%，低于收入增速预期，不考虑公司下半年增发可能带来的 1980 万元发行费用，我们认为公司 2011 年期间费用率预期将有所下降。

3. 投资建议

无线覆盖设备国内全年投资仅百亿量级，在国内千亿通信设备市场中属于小众市场，而无线覆盖质量，尤其室内，又是当前和未来网络优化的重心。因此，我们认为未来无线覆盖设备市场仍会持续增长，而包括 WLAN 在内的无线覆盖设备代维及优化服务市场增长预计更为迅速，三维通信将是主要受益者之一。

考虑公司计划中的增发项目摊薄影响（按发行上限 2850 万股、15.51 元的发行价计），我们预计公司 2011~2013 年的销售收入分别为 13.03 亿、16.35 亿、20.80 亿，同比增长分别为 29.20%、25.52%、27.22%，归属母公司股东的净利润分别为 1.46 亿、1.91 亿、2.57 亿，同比增长 45.47%、30.78%、34.01%，每股 EPS 0.60 元、0.79 元、1.06 元。

当前股价对应 2011~2013 年 PE 分别为 27 倍、20 倍、15 倍。对应 2012 年 EPS 25~30 倍的合理估值区间为 19.69~23.63 元，给予“推荐”评级。

4. 风险

1) 3G/LTE 无线覆盖的技术路径选择导致公司不能提供相应产品的远期风险。

附表 1: 三维通信 (002115.SZ) 财务预测

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	365.9	390.5	777.8	655.9	800.2	营业收入	812.6	1008.3	1302.7	1635.2	2080.3
应收票据	22.7	8.6	11.1	14.0	17.8	营业成本	530.7	679.6	857.9	1062.5	1352.7
应收账款	262.4	357.6	433.3	550.6	710.1	营业税金及附加	8.0	20.7	26.8	33.6	42.8
预付款项	17.5	18.6	40.5	38.3	50.2	销售费用	76.8	101.5	132.9	173.3	208.0
其他应收款	13.0	17.5	21.4	27.2	35.0	管理费用	93.4	107.0	139.6	178.9	223.8
存货	567.2	508.4	646.2	801.1	1023.0	财务费用	9.8	11.9	11.3	7.1	10.9
其他流动资产	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	资产减值损失	8.7	4.6	5.3	8.6	8.6
长期股权投资	8.8	12.6	12.6	12.6	12.6	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	178.9	197.1	223.3	294.4	292.9	投资收益	1.7	3.8	3.8	3.8	3.8
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	87.0	86.8	132.7	174.9	237.3
无形资产	10.4	10.7	11.0	10.6	10.7	营业外收支净额	21.9	27.5	37.1	47.1	60.3
长期待摊费用	2.5	2.5	2.3	2.1	1.9	税前利润	108.9	114.3	169.8	222.0	297.6
资产总计	1476.3	1586.7	2242.0	2469.3	3016.9	减: 所得税	13.0	9.2	16.9	22.0	29.5
短期借款	239.7	188.0	210.3	100.0	100.0	净利润	95.9	105.1	152.9	200.0	268.0
应付票据	110.0	41.9	116.6	144.5	151.1	归属于母公司的净利润	77.3	100.6	146.4	191.5	256.6
应付账款	287.8	277.5	352.7	437.2	558.3	少数股东损益	0.0	0.0	2.8	0.1	0.1
预收款项	55.3	87.9	106.9	129.4	172.2	基本每股收益	0.58	0.47	0.60	0.79	1.06
应付职工薪酬	45.0	55.4	72.3	93.4	114.6	稀释每股收益	0.58	0.47	0.60	0.79	1.06
应交税费	0.5	9.6	7.0	12.2	13.3	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	8.5	9.9	21.8	27.0	34.8	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	2.4	2.9	3.8	营收增长率	82.28%	24.09%	29.20%	25.52%	27.22%
长期借款	0.0	77.8	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	80.86%	-1.13%	37.90%	27.18%	32.54%
预计负债	6.4	21.5	21.5	21.5	21.5	净利润增长率	52.18%	9.64%	45.47%	30.78%	34.01%
负债合计	773.8	792.2	934.3	1000.3	1328.7	盈利性					
股东权益合计	702.5	794.5	1307.4	1468.0	1681.1	销售毛利率	36.12%	32.78%	33.83%	34.62%	34.39%
现金流量表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	11.80%	10.43%	11.74%	12.23%	12.88%
净利润	96	105	146	191	257	ROE	17.47%	14.05%	14.55%	14.41%	17.02%
折旧与摊销	20	23	23	27	31	ROIC	12.65%	9.50%	10.48%	10.87%	13.04%
经营活动现金流	-26	85	139	121	102	估值倍数					
投资活动现金流	-42	-67	-42	-92	-23	PE	28	34	27	20	15
融资活动现金流	318	7	368	-66	66	P/S	2.6	3.4	3.0	2.4	1.9
现金净变动	250	25	387	-131	8	P/B	3.1	4.3	3.0	2.6	2.3
期初现金余额	115	366	391	778	656	股息收益率	0.9%	0.9%	1.1%	1.4%	2.0%
期末现金余额	366	391	778	646	664	EV/EBITDA	19.3	19.5	14.1	11.1	8.4

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王国平，通信行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

A 股：中兴通讯（000063.SZ）、中创信测（600485.SH）、海能达（002583.SZ）、卓翼科技（002369.SZ）、烽火通信（600498.SH）、光讯科技（002281.SZ）、中天科技（600522.SH）、大富科技（300134.SZ）、武汉凡谷（002194.SZ）、世纪鼎利（300050.SZ）、三维通信（002115.SZ）、国脉科技（002093.SZ）、中国联通（600050.SH）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研
究部
北京市西城区金融街 35 号国际
企业大厦 C 座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系：010-66568908