

三维通信 (002115)

主营为来年行业投资重点，安全边际高

——三维通信调研报告

杨昊帆
021-38676207
yanghaofan008183@gtjas.com
编号 S0880511090001

本报告导读：

我们认为公司主营业务在 2012 年为运营商重点投资领域，公司成长性具有保障。现阶段股价对应安全边际较高。

投资要点：

明年联通投资显著增加，室内覆盖为重点投资领域。我们预测明年联通 3G 投资增长 54%，室内分布投资增长更为明显，多个省级公司明年室分预算同比翻番。公司对联通业务收入占比大约为 25%，保守预测联通 2012 年室分投资增长 60%，将给公司整体业务带来 15% 的投资增长。下游运营商与设备商整体需求预计将推动公司 2012 年收入规模增长 25% 左右。

网络优化服务今年起色明显，为未来持久增长动力。预计公司今年整体网优业务收入规模在 1 亿左右，同比增长 160%。公司优化业务初步布局完成，能够为运营商提供整体解决方案。募投项目将进一步增强公司的优化实力和解决方案设计能力。优化业务将为公司带来更持久的增长动力。受投资驱动，微波无源器件有望明年好转。预计公司今年业务收入规模与去年基本持平。明年业务发展将会有较大起色，一方面由于运营商室分投资增加；另一方面中移动今年网络设备质量问题凸显，预计明年采购将更加注重“高性能”产品，另外布网将考虑 2G/3G/4G 网络的扩展性。

CMMB 和物联网等新业务预计为公司带来新增长动力。公司今年已取得 CMMB 发射机生产许可证，明年将规模化介入此领域。物联网方面，公司主要依靠与运营商合作，为集团客户提供通信加安全生产监控的整体解决方案，现阶段已有试点，明年预计将有更进一步发展。

安全边际高，2012 年行业投资重点受益。预计公司 2011-2012 年 EPS（最新股本计算）分别为 0.55 元、0.73 元，现股价对应 2012 年 PE 值仅 17x，股价安全边际明显。室分业务为 2012 年运营商投资重点领域，并且未来投资的持续性较好。给予公司 2012 年 25x PE 值，对应目标价 18.33 元，增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	446	813	1,008	1,252	1,571
(+/-)%	66.3%	82.3%	24.1%	24.1%	25.5%
经营利润 (EBIT)	56	104	99	128	182
(+/-)%	44.9%	87.0%	-4.2%	28.6%	42.3%
净利润	57	77	101	125	167
(+/-)%	34.9%	36.8%	30.1%	23.9%	34.2%
每股净收益 (元)	0.25	0.34	0.44	0.55	0.73
每股股利 (元)	0.15	0.15	0.15	0.17	0.23

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营利润率 (%)	12.5%	12.8%	9.9%	10.2%	11.6%
净资产收益率 (%)	15.4%	11.8%	13.7%	12.1%	14.5%
投入资本回报率 (%)	12.2%	15.7%	13.2%	13.7%	15.8%
EV/EBITDA	38.9	21.5	21.8	17.3	12.5
市盈率	51.4	37.6	28.9	23.3	17.4

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：18.33

上次预测：-

当前价格：12.74

2011.12.21

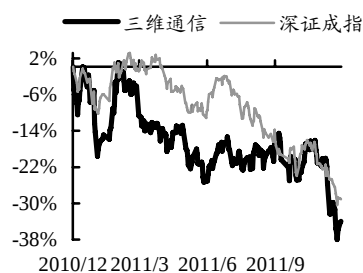
交易数据

52 周内股价区间 (元)	11.85-19.95
总市值 (百万元)	2,907
总股本/流通 A 股 (百万股)	228/167
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	73%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	30

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	773
每股净资产	3.39
市净率	3.8
净负债率	39%

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-16%	-17%	-34%
相对指数	-6%	-1%	-4%

相关报告

《公司 2011 年发展更乐观，但网优服务不...》	2011.03.21
《网络优化服务稳步开展，看好公司长期...》	2010.08.26
《市场竞争激烈，毛利率仍趋降》	2008.03.19
《业绩符合预期，期间费用下降促净利增...》	2007.08.28
《收购加快产业布局，提高业绩》	2007.07.18

模型更新时间: 2011.12.21

股票研究

信息技术
电信运营

三维通信 (002115)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **18.33**

上次预测: -

当前价格: 12.74

公司网址

www.sunwave.com.cn

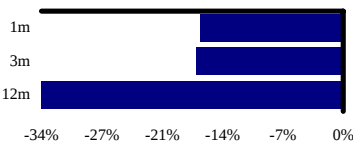
公司简介

公司是专业提供无线产品和网络覆盖解决方案的国家重点高新技术企业和软件企业。公司致力于为客户提供无线网络延伸覆盖、网络优化以及无线系统综合解决方案, 跨越 WCDMA、TD-SCDMA、GSM、CDMA 等多个网络平台。业务领域涵盖小区、公路、铁路、隧道等大型公共设施的无线覆盖, 以及数字电视地面广播网络覆盖等。2007 年 9 月, 公司受让杭州紫光网络技术有限公司 51% 股权, 实现了公司在移动通信网络优化覆盖产品有无源结合的布局。通过整合, 又接受了全球

财务预测 (单位: 百万元)

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表								
营业收入	192.0	210.1	268.1	445.8	812.6	1,008.3	1,251.7	1,571.0
营业成本	112.5	124.8	164.9	283.2	530.7	679.6	840.8	1,046.6
税金及附加	1.7	3.2	4.0	4.7	8.0	20.7	25.0	31.4
营业费用	24.0	25.6	28.0	43.1	76.8	101.5	125.2	149.2
管理费用	30.0	31.9	32.9	59.2	93.4	107.0	132.8	161.8
EBIT	24.0	24.6	38.3	55.5	103.8	99.5	127.9	181.9
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.2	0.8	1.7	3.8	1.0	1.2
财务费用	4.6	4.5	0.9	5.2	9.8	11.9	9.9	10.5
营业利润	19.5	21.3	35.4	50.6	87.0	86.8	112.8	164.5
所得税	2.6	1.5	1.6	6.8	13.0	9.2	14.7	20.2
少数股东损益	0.3	1.2	3.3	6.5	18.5	4.5	7.3	14.1
净利润	27.0	30.3	41.9	56.5	77.3	100.6	124.7	167.3
资产负债表								
货币资金、交易性金融资产	54.7	49.8	180.5	115.5	366.0	390.5	500.7	628.4
其他流动资产	166.1	197.5	359.9	448.1	882.9	910.9	1,128.7	1,410.1
长期投资	0.2	0.2	0.2	7.1	8.8	12.6	13.6	14.8
固定资产合计	25.4	50.3	109.4	159.4	178.9	197.1	237.7	292.6
无形资产及其他资产	9.1	0.3	33.2	36.1	34.7	68.4	71.7	76.0
资产合计	255.6	299.2	685.2	768.7	1,476.3	1,586.7	1,959.4	2,428.9
流动负债	138.1	129.4	303.3	339.4	747.1	670.4	713.6	1,003.0
长期负债	5.2	32.3	33.7	34.1	26.7	121.7	151.1	189.7
股东权益	109.0	133.1	326.6	367.1	655.8	736.3	1,029.3	1,156.7
投入资本(IC)	123.1	158.9	277.2	411.3	589.1	694.0	847.1	1,039.0
现金流量表								
NOPLAT	21.7	23.4	37.0	50.1	92.4	91.8	115.7	164.6
折旧与摊销	3.8	4.7	5.9	12.7	19.6	22.5	25.5	30.9
流动资金增量	-7.5	-19.6	-26.3	-81.1	-159.8	-52.9	-109.2	-132.8
资本支出	-26.9	-20.9	-97.9	-65.6	-37.6	-74.4	-69.4	-90.1
自由现金流	-8.9	-12.3	-81.3	-83.9	-85.5	-13.0	-37.4	-27.3
经营现金流	29.9	21.8	15.6	33.0	-25.7	85.1	63.5	97.1
投资现金流	-15.3	-15.6	-61.1	-98.4	-42.1	-67.0	-75.6	-98.2
融资现金流	-4.3	-11.2	176.3	0.5	318.3	6.9	122.3	128.9
现金流净增加额	0.0	-5.0	130.7	-65.0	250.5	24.6	110.1	127.7
财务指标								
成长性								
收入增长率		9.4%	27.6%	66.3%	82.3%	24.1%	24.1%	25.5%
EBIT 增长率		2.4%	55.6%	44.9%	87.0%	-4.2%	28.6%	42.3%
净利润增长率		12.2%	38.3%	34.9%	36.8%	30.1%	23.9%	34.2%
利润率								
毛利率	41.4%	40.6%	38.5%	36.5%	34.7%	32.6%	32.8%	33.4%
EBIT 率	12.5%	11.7%	14.3%	12.5%	12.8%	9.9%	10.2%	11.6%
净利润率	14.1%	14.4%	15.6%	12.7%	9.5%	10.0%	10.0%	10.7%
收益率								
净资产收益率(ROE)	24.8%	22.8%	12.8%	15.4%	11.8%	13.7%	12.1%	14.5%
总资产收益率(ROA)	10.6%	10.1%	6.1%	7.4%	5.2%	6.3%	6.4%	6.9%
投入资本回报率(ROIC)	17.6%	14.8%	13.4%	12.2%	15.7%	13.2%	13.7%	15.8%
运营能力								
存货周转天数		314	368	307	287	289	247	246
应收账款周转天数		106	117	110	99	121	123	122
总资产周转天数		482	670	595	504	554	517	510
净利润现金含量	1.11	0.72	0.37	0.58	(0.33)	0.85	0.51	0.58
资本支出/收入	14%	10%	37%	15%	5%	7%	6%	6%
偿债能力								
资产负债率	56.0%	54.0%	49.2%	48.6%	52.4%	49.9%	44.1%	49.1%
净负债率	5.4%	7.5%	-25.4%	1.8%	-19.2%	-16.9%	-27.3%	-21.1%
估值比率								
PE	107.6	95.9	69.4	51.4	37.6	28.9	23.3	17.4
PB	15.7	12.8	5.2	4.7	2.6	2.3	2.7	2.4
EV/EBITDA	96.0	90.4	60.1	38.9	21.5	21.8	17.3	12.5
P/S	3.98	3.64	3.80	3.43	2.10	2.71	2.32	1.85
股息率	0.0%	1.6%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	1.8%

绝对价格回报 (%)



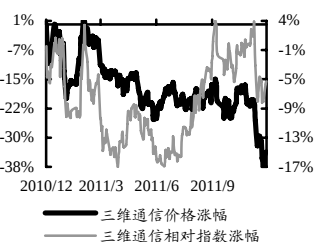
52 周价格范围

11.85-19.95

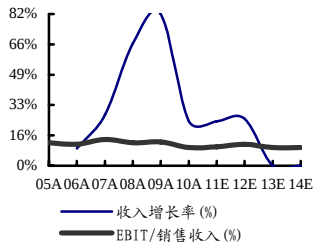
市值 (百万)

2,907

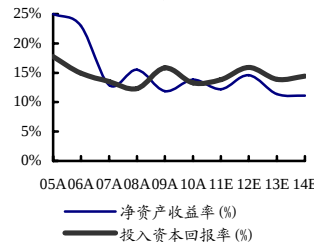
股票绝对涨幅和相对涨幅



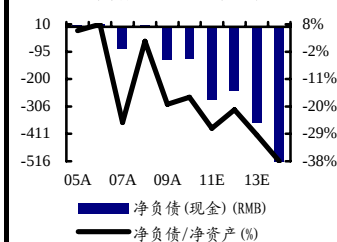
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



明年联通带动行业投资增长，公司主营室内覆盖为重点投资领域。

根据我们判断，明年电信行业投资仍将保持稳步增长。出于网络承载和竞争压力，中国联通将成为行业投资主要增量来源。我们预计 2012 年中联通 3G 投资规模将增加 100 亿左右，同比增长 54%。带动行业整体 3G 投资增长 26%。

通常来说，近 70% 的移动通信业务在室内发生，我们预计无线网络的室内覆盖投资增长更为明显。这点，在我们与公司的交流中得到证实。据公司市场调查了解，明年联通在江苏、浙江和广东等省室内分布投资同比增长将超过 100%，北京地区投资增长将至少为 50%。

公司对联通业务收入占比大约为 25%，大致估计联通 2012 年室分投资增长 60%，将给公司整体业务带来 15% 的投资增长。而下游运营商与设备商整体需求预计将推动公司 2012 年收入规模增长 25% 左右。

图 1：运营商 2012 年投资规模与增速预测

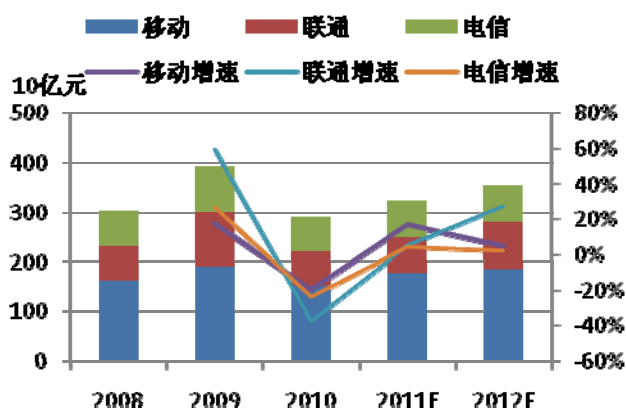
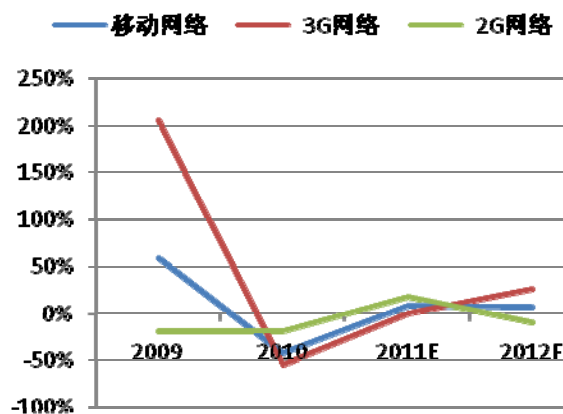
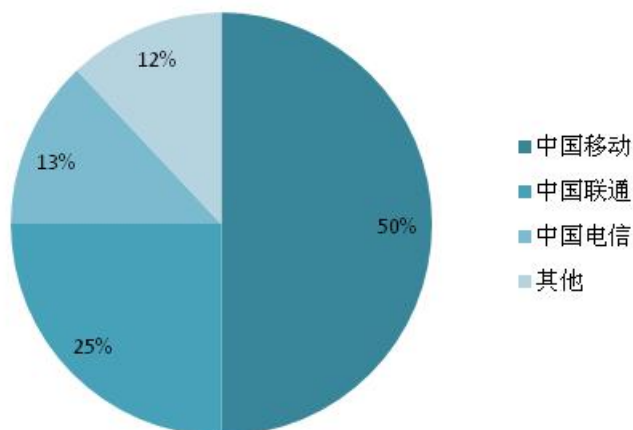


图 2：移动网络投资增长预测



数据来源：国泰君安证券研究

图 3：公司下游客户结构



数据来源：公司数据；国泰君安证券研究

网络优化服务今年起色明显，为未来持久增长动力。

公司网络优化服务主要包括广州逸信的网络评估优化，室内网优和天馈

线测试系统工具。预计公司今年整体网优业务收入规模在 1 亿左右，同比增长 160%。公司优化业务初步布局完成，涉及网络测试、评估、优化、室内优化运维等环节，能够为运营商提供整体解决方案。募投项目将进一步增强公司的优化实力和解决方案设计能力。我们预计，优化业务将为公司带来更持久的增长动力。

广州逸信为三维通信 2010 年并购的公司，意在从传统室分业务逐步延伸至网络优化领域。广州逸信是员工通过广东移动资质认证最多的公司，主要业务为优化服务，同时拥有“上行干扰分析系统”等优化软件。2010 年公司服务业务进入四川市场，由于费用投入较高，盈利情况一直不尽如人意。软件业务今年为推广第一年，中移动在山东、陕西某些地市开展了试点。预计明年会有一定销售规模。2012 年广州逸信发展思路为，服务业务深耕原有市场，慎重选择扩张。软件产品期望依靠三维通信的销售网络跨省销售。

紫光网络的天馈线测试系统主要用于对基站天馈线系统进行测试评估。中移动由于基站设备质量不过关导致网络质量下降，今年开展了全国抽查的“工兵行动”运动。公司测试系统采购占比达到 60%。未来无线网络建设的施工和验收都要用到天馈线测试系统，将是公司成长较快的业务。

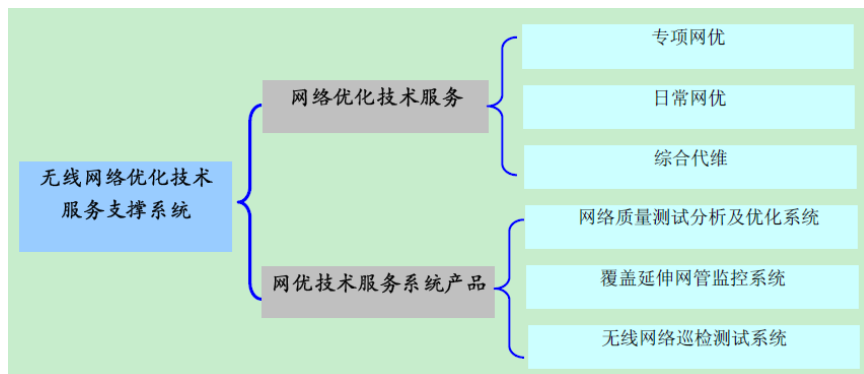
公司 12 月初完成定向增发，以 15.51 元/股发行 1,360 万股，募集资金净额 20,040.10 万元人民币，主要用于公司“无线网络优化技术服务支撑系统”建设。项目具体包括优化服务团队建设和优化测试分析系统研发。增发募投反映了公司未来力图打造完善的泛网络优化业务的目标。

表 1：三维通信定向增发情况与募投项目

募投资金（万元）	项目建设	具体项目	预期收入（万元）
20,040.10	无线网络优化技术服务支撑系统	无线网络优化技术服务	34,000
		网络技术服务系统产品	5,862.39

数据来源：公司数据；国泰君安证券研究

图 4：募投项目具体建设内容

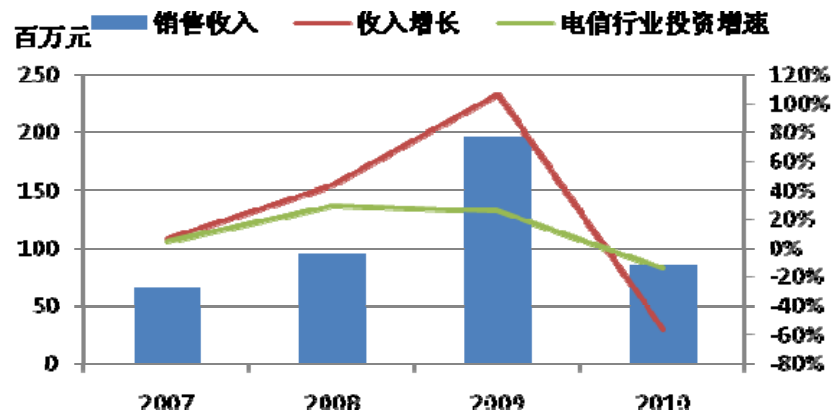


数据来源：公司数据；国泰君安证券研究

微波无源器件受投资驱动，有望明年好转。

公司此业务由控股子公司紫光网络经营，主要提供室分相关配套无源器件，与运营商投资相关性较大。2010-2011 年投资下降的背景下，公司业务受到拖累。预计公司今年业务收入规模在 5000-6000 万左右，与去年基本持平。明年业务发展预计将会有较大起色，一方面由于运营商室分投资增加；另一方面中移动今年网络设备质量问题凸显，明年采购将更加注重“高性能”产品，另外布网将考虑 2G/3G/4G 网络的扩展性。整体对公司产品收入和毛利率改善均带来积极影响。

图 5：紫光网络销售收入增长情况



数据来源：公司数据；国泰君安证券研究

CMMB 和物联网等新业务预计为公司带来新增长动力。

公司今年已取得 CMMB 发射机生产许可证，明年将规模化介入此领域。CMMB 网建今年招标规模在 10-12 亿左右，明年将达到 17-18 亿。CMM 网络建设行业特点为，竞争格局比较分散，产品毛利率高（50%以上）。CMMB 网络由中广传播负责建设。主要供货商包括电信领域的国人通信、三元达、奥威通信，和广电领域的吉兆电子等。行业竞争格局非常分散。CMMB 发射机产品技术与公司原有产品类似，公司虽为新进入者，并无很大劣势。另外，公司室分经验和楼宇资源均为相比其他厂商的竞争优势。公司期望明年 CMMB 业务带来 1 亿左右的销售收入。

物联网方面，公司主要依靠与运营商的合作，为集团客户（主要是煤矿企业）提供通信加安全生产监控的整体解决方案，现阶段已有试点，明年预计将有更进一步发展。

公司安全边际高，2012 年行业投资重点受益。

我们预计公司 2011-2012 年 EPS（最新股本计算）分别为 0.55 元、0.73 元，现股价对应 2012 年 PE 值仅 17x，股价安全边际明显。室分业务为 2012 年运营商投资重点领域，并且未来投资的持续性较好。给予公司 2012 年 25x PE 值，对应目标价 18.33 元，增持评级。

表 2：三维通信各业务成长性预测

	2009	2010	2011E	2012E
--	------	------	-------	-------

各业务收入(百万元)				
网络优化覆盖设备及解决方案	696.0	898.9	1,096.7	1,316.0
网优服务	-	40.3	105.0	140.0
微波无源器件	104.6	57.9	50.0	65.0
网络测试系统	9.5	7.1	-	-
其他业务(CMMB等新业务)	1.2	1.3	0.0	50.0
主营业务合计	811.3	1,005.5	1,251.7	1,571.0
各业务毛利率				
网络优化覆盖设备及解决方案	33.1%	31.8%	32.0%	32.0%
网优服务	-	40.3%	42.9%	42.0%
微波无源器件	45.4%	35.6%	30.0%	30.0%
网络测试系统	25.8%	26.7%	-	-
其他业务(CMMB等新业务)	69.3%	73.0%	-	50.0%
主营业务合计	34.6%	32.4%	32.8%	33.4%

数据来源：公司数据；国泰君安证券研究

表 3: 简明利润表预测 (百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
主营收入	268.1	445.8	812.6	1,008.3	1,251.7	1,571.0
减：主营成本	164.9	283.2	530.7	679.6	840.8	1,046.6
减：营业税金及附加	4.0	4.7	8.0	20.7	25.0	31.4
主营业务利润	99.2	157.9	273.9	308.0	385.9	493.0
减：营业费用	28.0	43.1	76.8	101.5	125.2	149.2
减：管理费用	32.9	59.2	93.4	107.0	132.8	161.8
减：财务费用	0.9	5.2	9.8	11.9	9.9	10.5
减：资产减值损失	2.2	0.5	8.7	4.6	6.2	8.2
加：公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
加：投资收益	0.2	0.8	1.7	3.8	1.0	1.2
营业利润	35.4	50.6	87.0	86.8	112.8	164.5
加：营业外收入	12.1	19.8	22.3	29.8	35.6	39.3
减：营业外支出	0.7	0.5	0.4	2.3	1.7	2.1
利润总额	46.8	69.8	108.9	114.3	146.7	201.6
减：所得税	1.6	6.8	13.0	9.2	14.7	20.2
净利润	45.2	63.0	95.9	105.1	132.0	181.4
减：少数股东损益	3.3	6.5	18.5	4.5	7.3	14.1
归属于母公司所有者的净利润	41.9	56.5	77.3	100.6	124.7	167.3
每股收益	0.18	0.25	0.34	0.44	0.55	0.73

数据来源：公司数据；国泰君安证券研究

风险提示：行业竞争加剧导致产品价格和毛利率进一步下滑；新业务发展缓慢，收入不达预期而同时带来费用提高。

作者简介:**杨昊帆:**

执业资格证书编号: S0880511090001

电话: 021-38676207

邮箱: yanghaofan008183@gtjas.com

余周军:

执业资格证书编号: S0880110110158

电话: 010-59312728

邮箱: yuzhoujun008983@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		