

三维通信(002115)

增长稳健，估值优势明显

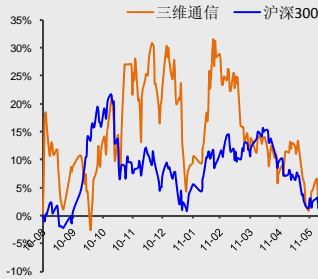
推荐 (维持)

现价：16元

主要数据

行业	通信行业
公司网址	www.sunwave.com.cn
大股东/持股	李越伦/22.89%
实际控制人/持股	李越伦/22.89%
总股本(百万股)	215
流通 A 股(百万股)	160
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	34.33
流通 A 股市值(亿元)	25.62
每股净资产(元)	3.5
资产负债率(%)	45

行情走势图



相关研究报告

一季度经营平稳，公司进入稳定增长期——三维通信一季报点评 (2011.4.25)

证券分析师

邵青 S1060511010002
0755-22621434
shaoqing001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

公司 2011 年 1-6 月实现收入 5.09 亿元，同比增长 22.39%；归属上市公司股东净利润 4728.7 万元，同比增长 19.4%；摊薄每股收益 0.22 元。

■ 上半年业绩符合预期，全年增长确定性高

上半年收入增速与我们全年 22% 的预测完全相符。分产品看，优化覆盖收入 4.5 亿元，同比增长 20.2%；网优服务收入 3303 万元，同比增长 215%；微波无源器件收入 2369 万元，同比减少 14%。收入贡献看，优化覆盖仍是主要增长动力，新增收入 7570 万；优化服务成新增长点，新增收入 2254 万。公司未来增长确定性高：1) 中移动 2G 扩容需求强烈；联通、电信即将迎来 3G 用户高速增长期，补网、扩容将是工作重点；优化覆盖行业将维持高景气度；2) 公司网优服务收入规模小，业务基础好，增长无忧。

■ 毛利率上升 1.5 个百分点，未来存在提升空间

综合毛利率上升 1.5 个百分点至 33.8%。优化覆盖、微波无源器件毛利率保持稳定，分别为 33%，30%；网优服务毛利率上升 8 个百分点至 47%。我们对未来毛利率持乐观态度：1) 优化覆盖产品经多年价格战，产品价格下滑趋势有望放缓；2) 高毛利优化服务增长较快，有助综合毛利率提升。粗略估计，优化服务收入占比每提高 10 个百分点，综合毛利率将提升 2 个百分点左右。

■ 三项费用率小幅下降，未来将维持稳定

三项费用率下降 2 个百分点至 19.8%。其中销售、财务费用率保持稳定，分别为 9.4%，1.2%；管理费用率下降 2 个百分点至 9.1%。从业务特点分析，网优服务的销售、管理费用率与优化覆盖相当，预计未来三项费用率将维持稳定。

■ 增长确定，估值优势非常明显，维持“推荐”评级

推荐逻辑：1) **增长确定**，后 3G 时代，优化覆盖、网优服务双业务驱动；2) 估值较低，以 2011 年 20% 增长预测，2011 年动态 PE 仅 28 倍，而同板块公司即使在乐观预期下，动态 PE 仍普遍在 30 倍以上，**估值优势非常明显**；3) 目前股价 16 元接近增发价 15.6 元。预计 2011~2012 年 EPS 为 0.5 元、0.7 元，对应最新股价 16 元，PE 为 28 倍、22 倍，维持“推荐”评级。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	446	812	1008	1226	1519
YoY(%)	66	82	24	22	24
净利润(百万元)	57	77	101	119	150
YoY(%)	35	37	30	18	27
毛利率(%)	36.5	34.7	32.6	31.1	31.4
净利率(%)	12.7	9.5	10	13.9	17.4
ROE(%)	15.4	11.8	13.7	13.0	15.1
EPS(摊薄/元)	0.16	0.36	0.47	0.55	0.70
P/E(倍)	166	44	34	28	22
P/B(倍)	9.35	5.85	4.66	4.02	3.97

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
流动资产	1301	1452	1620	1957	
现金	391	391	391	498	
应收账款	358	416	485	602	
其他应收款	18	21	26	33	
预付账款	19	23	28	35	
存货	508	591	677	773	
其他流动资产	9	10	13	16	
非流动资产	285	295	303	308	
长期投资	13	0	0	0	
固定资产	197	280	284	286	
无形资产	11	11	11	11	
其他非流动资产	65	5	9	11	
资产总计	1587	1748	1924	2265	
流动负债	670	643	792	948	
短期借款	188	2	15	0	
应付账款	277	422	521	644	
其他流动负债	205	219	257	304	
非流动负债	122	178	178	178	
长期借款	78	178	178	178	
其他非流动负债	44	0	0	0	
负债合计	792	821	970	1125	
少数股东权益	58	72	88	106	
股本	215	215	215	215	
资本公积	242	242	242	242	
留存收益	279	398	409	576	
归属母公司股东权益	736	855	866	1033	
负债和股东权益	1587	1748	1924	2265	

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	85	124	165	182
净利润	105	132	166	208
折旧摊销	23	25	32	36
财务费用	12	-2	1	-0
投资损失	-4	-3	-3	-3
营运资金变动	-55	-18	-37	-67
其他经营现金流	5	-11	5	9
投资活动现金流	-67	-40	-37	-37
资本支出	47	110	40	40
长期投资	0	-13	0	0
其他投资现金流	-20	58	3	3
筹资活动现金流	7	-85	-128	-37
短期借款	-52	-186	13	-15
长期借款	78	100	0	0
普通股增加	80	0	0	0
资本公积增加	-80	0	0	0
其他筹资现金流	-19	1	-141	-22
现金净增加额	25	0	0	108

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	1008	1226	1519	1886	
营业成本	680	845	1042	1288	
营业税金及附加	21	19	25	31	
营业费用	102	104	121	151	
管理费用	107	135	167	207	
财务费用	12	-2	1	-0	
资产减值损失	5	5	6	5	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	4	3	3	3	
营业利润	87	123	160	206	
营业外收入	30	26	26	27	
营业外支出	2	1	2	2	
利润总额	114	147	185	232	
所得税	9	15	18	23	
净利润	105	132	166	208	
少数股东损益	4	13	16	19	
归属母公司净利润	101	119	150	190	
EBITDA	121	146	193	242	
EPS (元)	0.47	0.55	0.70	0.88	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
成长能力					
营业收入 (%)	24.1	21.6	23.9	24.2	
营业利润 (%)	-0.2	41.1	30.5	29.1	
归属母公司股东权益 (%)	30.1	17.9	26.7	26.3	
获利能力					
毛利率 (%)	32.6	31.1	31.4	31.7	
净利率 (%)	10.0	9.7	9.9	10.1	
ROE (%)	13.7	13.9	17.4	18.4	
ROIC (%)	13.4	15.2	19.1	22.6	
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.9	47.0	50.4	49.7	
净负债比率 (%)	33.56	21.90	19.88	15.80	
流动比率	1.94	2.26	2.04	2.07	
速动比率	1.18	1.34	1.19	1.25	
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.74	0.83	0.90	
应收账款周转率	3	3	3	3	
应付账款周转率	2.40	2.41	2.21	2.21	
每股指标 (元)					
每股收益	0.47	0.55	0.70	0.88	
每股经营现金流	0.40	0.58	0.77	0.85	
每股净资产	3.43	3.98	4.04	4.81	
估值比率					
P/E	35.92	30.48	24.06	19.06	
P/B	4.91	4.23	4.18	3.50	
EV/EBITDA	29	24	18	15	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257