

三维通信 (002115.SZ)

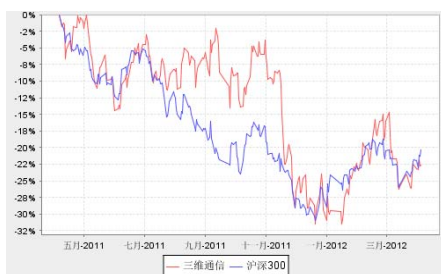
一季度增速缓慢，后期将呈现加速增长

评级： 增持 **前次： 增持**
目标价（元）： 17.25-19.32
 分析师 联系人
 刘江啸 杨红
 S0740510120006 投资品研究小组
 021-20315167 021-20315209
 liujx@r.qlzq.com.cn yanghong@r.qlzq.com.cn
 2012年4月22日

基本状况

总股本(百万股)	228.16
流通股本(百万股)	214.56
市价(元)	13.03
市值(百万元)	2972.92
流通市值(百万元)	2795.72

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,008.2	1,120.9	1,450.1	1,753.3	2,066.8
营业收入增速	24.09%	11.18%	29.37%	20.91%	17.88%
净利润增长率	30.12%	7.60%	44.56%	26.45%	17.14%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.47	0.69	0.87	1.02
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	39.40	32.21	18.99	15.02	12.82
PEG	1.31	4.24	0.43	0.57	0.75
每股净资产(元)	3.43	4.44	4.83	5.39	6.11
每股现金流量	0.40	0.00	0.25	0.31	0.44
净资产收益率	13.67%	10.69%	14.22%	16.09%	16.64%
市净率	5.38	3.44	2.70	2.42	2.13
总股本(百万股)	214.56	228.16	228.16	228.16	228.16

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司于2012年4月23日公布一季度报，当季公司共实现销售收入1.93亿元，同比下降13.01%，归属于上市公司股东的净利润1863.7万元，同比下降23.43%，折合EPS 0.08元。公司一季度业绩增速缓慢，主要原因是电信运营商的网络建设具有明显的季节特征，三大运营商一般年中招标，年底结算，因而公司营业收入大部分都集中在第四季度，公司历年的收入均呈现前底后高的特点，故一季度的业绩对全年的参考性不大。
- 2012年，我们仍然相信公司具有持续稳定增长的动力，原因在于：从行业层面看，近年来无线网优行业占电信固定资产的比例在逐年增长，无线网络技术的升级给行业带来了长期的发展机会；从公司所占国内网优行业的市场份额来看，公司处于国内网优行业第二梯队的龙头地位，具有一定领先优势。
 - 2008-2010年无线网络优化系统投资额分别为72.54亿元、105.19亿元和131.49亿元，占同期电信固定资产投资额的比例分别是2.36%、2.79%和4.11%，呈逐年增长趋势。
 - **2G网络的维护与深度覆盖**：随着我国移动用户数与用户结构不断增长与变化，在现有网络基础上对重点目标进行扩容与深度覆盖建设成为运营商重点投资方向。
 - **3G与WLAN建设带来的需求**：经过2009年到2011年的建网密集期，3G核心网建设进入中后期，在持续建设网络的同时，三大运营商需要对现有3G网络进行优化，需要提供优质的信号以保证更大的数据吞吐量，这为无线网络优化系统市场提供了更广阔的发展空间。
 - **4G与物联网规划带来的需求**：4G和物联网技术都是以高密度的无线网络覆盖为基础，普通的核心网大范围覆盖很难满足数据传输规模与质量的要求，这也为本行业提供了潜在的发展空间。
 - **公司网优业务将加速增长**：公司在国内网优市场的份额也是逐年在提升，体现了公司良好的竞

争优势与成长性。2011 年公司的募投项目“无线网络优化技术服务支撑系统项目”将更加完善营销和客户服务网络，未来将逐步释放业绩，2012 年业绩增长可期。

- **CMMB 业务将成为公司新的增长点：**凭借公司长期的投入和积累，公司去年在集成服务领域、无线数字电视和 WLAN 等业务领域发展态势良好，吸收引进了全国一流的数字电视发射机研发团队，数字电视发射机、直放站等产品在中广传播集团有限公司招标中先后入围，今年将会贡献实质业绩，成为公司新的增长点。
- **业绩预测与估值：**基于公司目前的发展动态，我们预测公司 2012-2014 年的销售收入分别是 14.50 亿元，17.53 亿元和 20.67 亿元，12-14 年 EPS 分别为 0.69 元，0.87 元和 1.02 元。基于行业的高景气，给予 2012 年 EPS 的 25~28 倍，给予公司 17.25~19.32 元的目标价格区间，维持“增持”评级。

附录：财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	813	1,008	1,121	1,450	1,753	2,067
增长率	82.28%	24.1%	11.2%	29.4%	20.9%	17.9%
营业成本	-531	-680	-729	-966	-1,156	-1,359
% 销售收入	65.3%	67.4%	65.0%	66.6%	65.9%	65.8%
毛利	282	329	392	485	598	708
% 销售收入	34.7%	32.6%	35.0%	33.4%	34.1%	34.2%
营业税金及附加	-8	-21	-25	-29	-35	-41
% 销售收入	1.0%	2.1%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-77	-102	-109	-152	-181	-211
% 销售收入	9.4%	10.1%	9.8%	10.5%	10.3%	10.2%
管理费用	-93	-107	-117	-160	-189	-223
% 销售收入	11.5%	10.6%	10.4%	11.0%	10.8%	10.8%
息税前利润 (EBIT)	104	99	141	144	193	232
% 销售收入	12.8%	9.9%	12.5%	9.9%	11.0%	11.2%
财务费用	-10	-12	-17	13	14	15
% 销售收入	1.2%	1.2%	1.5%	-0.9%	-0.8%	-0.7%
资产减值损失	-9	-5	-19	-5	-6	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	4	4	4	4	4
% 税前利润	1.6%	3.3%	3.0%	1.9%	1.5%	1.3%
营业利润	87	87	109	156	205	245
营业利润率	10.7%	8.6%	9.7%	10.8%	11.7%	11.8%
营业外收支	22	27	26	28	28	28
税前利润	109	114	136	184	233	273
利润率	13.4%	11.3%	12.1%	12.7%	13.3%	13.2%
所得税	-13	-9	-20	-18	-23	-27
所得税率	12.0%	8.0%	14.9%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	96	105	115	166	210	246
少数股东损益	19	4	7	9	12	14
归属于母公司的净	77	101	108	157	198	232
净利率	9.5%	10.0%	9.7%	10.8%	11.3%	11.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	96	105	0	166	210	246
少数股东损益	0	0	0	9	12	14
非现金支出	28	27	0	27	30	31
非经营收益	4	8	0	-24	-28	-28
营运资金变动	-154	-55	0	-112	-141	-148
经营活动现金净流	-26	85	0	67	82	114
资本开支	42	47	42	14	-18	-20
投资	0	-20	0	0	0	0
其他	0	0	1	4	4	4
投资活动现金净流	-42	-67	-42	-11	21	23
股权募资	248	5	204	0	0	0
债权募资	117	36	28	-189	0	0
其他	-47	-35	-47	-8	-72	-72
筹资活动现金净流	318	7	185	-197	-72	-72

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	366	391	563	413	432	484
应收款项	298	384	524	609	736	868
存货	567	508	676	796	951	1,118
其他流动资产	18	19	13	19	23	27
流动资产	1,249	1,301	1,775	1,837	2,143	2,497
% 总资产	84.6%	82.0%	86.0%	85.7%	87.9%	90.0%
长期投资	9	13	16	16	16	16
固定资产	179	197	211	202	189	173
% 总资产	12.1%	12.4%	10.2%	9.4%	7.8%	6.2%
无形资产	35	68	51	79	78	78
非流动资产	228	285	288	308	294	278
% 总资产	15.4%	18.0%	14.0%	14.3%	12.1%	10.0%
资产总计	1,476	1,587	2,063	2,145	2,437	2,775
短期借款	240	188	222	33	33	33
应付款项	462	417	572	667	800	941
其他流动负债	46	65	84	162	180	200
流动负债	747	670	878	862	1,013	1,174
长期贷款	0	78	72	72	72	72
其他长期负债	27	44	36	36	36	36
负债	774	792	985	969	1,120	1,281
普通股股东权益	656	736	1,013	1,101	1,230	1,394
少数股东权益	47	58	65	74	86	100
负债股东权益合计	1,476	1,587	2,063	2,145	2,437	2,775

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益(元)	0.577	0.469	0.475	0.686	0.868	1.016
每股净资产(元)	4.890	3.432	4.439	4.825	5.393	6.109
每股经营现金净流(元)	-0.192	0.396	0.000	0.252	0.309	0.440
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	11.79%	13.67%	10.69%	14.22%	16.09%	16.64%
总资产收益率	5.24%	6.34%	5.25%	7.30%	8.12%	8.36%
投入资本收益率	16.10%	13.92%	15.08%	15.20%	17.83%	19.01%
增长率						
营业总收入增长率	82.28%	24.09%	11.18%	29.37%	20.91%	17.88%
EBIT增长率	86.97%	-4.16%	41.36%	2.29%	34.07%	20.42%
净利润增长率	36.81%	30.12%	7.60%	44.56%	26.45%	17.14%
总资产增长率	92.05%	7.47%	30.02%	3.96%	13.63%	13.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.1	117.1	144.3	140.0	140.0	140.0
存货周转天数	286.6	288.9	296.4	300.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	145.8	151.8	177.0	177.0	177.0	177.0
固定资产周转天数	76.0	68.1	66.4	51.9	40.7	32.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.96%	-15.70%	-24.95%	-26.21%	-24.87%	-25.36%
EBIT利息保障倍数	10.6	8.4	8.4	-10.7	-13.4	-15.3

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。