

三维通信(002115.SZ)
面临行业压力下半年有望缓解

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

9.2-10

分析师

联系人

刘江啸

杨红

S0740510120006

021-20315167

021-20315209

liujx@r.qlzq.com.cn

yanghong@r.qlzq.com.cn

2012年8月28日

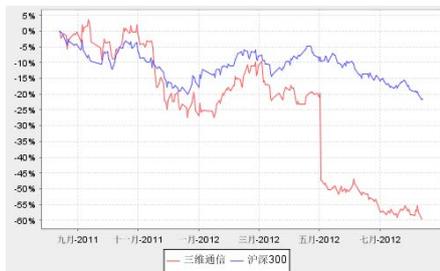
基本状况

总股本(百万股)	342.24
流通股本(百万股)	321.84
市价(元)	6.44
市值(百万元)	2204.03
流通市值(百万元)	2072.65

业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,008.2	1,120.9	1,296.5	1,642.8	1,940.5
营业收入增速	24.09%	11.18%	15.66%	26.71%	18.12%
净利润增长率	30.12%	7.60%	26.65%	26.35%	19.75%
摊薄每股收益(元)	0.47	0.47	0.40	0.51	0.61
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	16.22	12.84	10.72
PEG	1.31	4.24	0.61	0.49	0.54
每股净资产(元)	3.43	4.44	3.06	3.27	3.57
每股现金流量	0.40	0.00	0.32	0.07	0.24
净资产收益率	13.67%	10.69%	13.10%	15.50%	16.97%
市净率	5.38	3.44	2.12	1.99	1.82
总股本(百万股)	214.56	228.16	342.24	342.24	342.24

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比

投资要点

- **事件:** 2012年8月29号, 公司公告2012年半年报, 实现营业收入4.81亿元, 同比下降5.35%, 归属于上市公司股东的净利润4260.01万元, 同比下降9.91%, 扣除非经常性损益的净利润3814.8万元, 同比下降16.3%, 折合EPS0.12元, 同比下降4.25%。同时, 公告1-9月份业绩预告: 净利润增长幅度为-20%~20%。

中报分析:

- **行业投资延后, 收入同比小幅下降:** 从分产品来看, 主营业务无线网络优化覆盖设备及解决方案今年上半年营收4.01亿元, 同比下降10.69%, 主要是行业内投资延后, 项目周期延长等因素所致; 而网优服务和网优产品大幅增长, 同比分别增长44.1%和451.89%, 但两项业务在公司总体收入规模中占比较小。
- **有效控制运营费用, 稳定提高集成项目毛利, 致使综合毛利率同比增长1.42%:** 无线网优覆盖设备及解决方案业务的毛利率为35.44%, 同比上升2.37%; 网优产品毛利率同比上升28.88%, 网优服务和微波无源期间的毛利率同比下滑分别为16.74%和8.15%。
- **三项费用率同比增长2.28%:** 上半年公司销售费用和财务费用同比小幅下降0.31%, 而上半年公司管理费用的占比为11.76%, 同比上升2.59%, 主要在于新产品、新业务的开发、参与4G通信设备、无线数字电视设备和物联网行业应用的产业分工导致费用增加。

点评:

- 2012年国内经济呈现调整态势, 移动通信网优覆盖市场也呈现投资延后、项目周期延长等不利

因素，公司经营面对较大压力，而下半年三大运营商对无线网优及相关领域的招标将会陆续展开，公司销售业绩提升有望得到缓解。

- **技术创新，研发新产品：**公司在完善现有研发管理的基础上，加大新产品的投入资源，重点发展新一代无线通信覆盖设备、LTE 关键部件、矿用无线通信系统、卫星应急覆盖通信系统、无线数字电视发射机、无线数字电视覆盖设备关键部件和无线网络优化工具等产品开发和推广。
- **CMMB 业务有望贡献实质业绩：**公司在努力推动新业务、新产品的发展，特别是加大广电设备和行业用户的解决方案的推广力度，下半年有望实现广播电视运营商、煤矿用户和其他行业用户领域的重点突破和规模增长。

- **业绩预测与估值：**基于公司目前的发展动态，我们小幅下调了公司的盈利预测，预计公司 2012-2014 年的销售收入分别是 12.96 亿元，16.43 亿元和 19.61 亿元，12-14 年 EPS 分别为 0.40 元，0.51 元和 0.61 元。对应的 PE 分别为 16.25 倍，12.75 倍和 10.65 倍，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	1,297	1,643	1,940
增长率	82.28%	24.1%	11.2%	15.7%	26.7%	18.1%
营业成本	-531	-680	-729	-859	-1,090	-1,286
% 销售收入	65.3%	67.4%	65.0%	66.2%	66.4%	66.3%
毛利	282	329	392	438	553	655
% 销售收入	34.7%	32.6%	35.0%	33.8%	33.6%	33.7%
营业税金及附加	-8	-21	-25	-26	-33	-39
% 销售收入	1.0%	2.1%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-77	-102	-109	-136	-169	-198
% 销售收入	9.4%	10.1%	9.8%	10.5%	10.3%	10.2%
管理费用	-93	-107	-117	-153	-184	-213
% 销售收入	11.5%	10.6%	10.4%	11.8%	11.2%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	104	99	141	123	167	204
% 销售收入	12.8%	9.9%	12.5%	9.5%	10.1%	10.5%
财务费用	-10	-12	-17	13	15	14
% 销售收入	1.2%	1.2%	1.5%	-1.0%	-0.9%	-0.7%
资产减值损失	-9	-5	-19	-2	-7	-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%	2.1%	1.7%	1.4%
营业利润	87	87	109	137	178	216
营业利润率	10.7%	8.6%	9.7%	10.6%	10.9%	11.1%
营业外收支	22	27	26	28	28	28
税前利润	109	114	136	165	206	244
利润率	13.4%	11.3%	12.1%	12.7%	12.6%	12.6%
所得税	-13	-9	-20	-20	-23	-24
所得税率	12.0%	8.0%	14.9%	12.0%	11.0%	10.0%
净利润	96	105	115	145	184	220
少数股东损益	19	4	7	8	10	12
归属于母公司的净	77	101	108	137	173	208
净利润率	9.5%	10.0%	9.7%	10.6%	10.5%	10.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	96	105	0	145	184	220
少数股东损益	0	0	0	8	10	12
非现金支出	28	27	0	24	30	30
非经营收益	4	8	0	-24	-28	-28
营运资金变动	-154	-55	0	-38	-164	-141
经营活动现金净流	-26	85	0	116	33	93
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	-107	-107
筹资活动现金净流	318	7	185	-197	-107	-107

损益表 (人民币百万元)
资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	366	391	563	464	401	399
应收款项	298	384	524	545	690	815
存货	567	508	676	708	897	1,058
其他流动资产	18	19	13	17	22	26
流动资产	1,249	1,301	1,775	1,733	2,010	2,297
% 总资产	84.6%	82.0%	86.0%	84.9%	87.2%	89.2%
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%	9.9%	8.2%	6.7%
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%	15.1%	12.8%	10.8%
资产总计	1,476	1,587	2,063	2,041	2,304	2,575
短期借款	240	188	222	33	33	33
应付款项	462	417	572	594	754	889
其他流动负债	46	65	84	186	208	227
流动负债	747	670	878	813	995	1,149
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	920	1,102	1,256
普通股股东权益	656	736	1,013	1,047	1,118	1,223
少数股东权益	47	58	65	73	84	96
负债股东权益合计	1,476	1,587	2,063	2,041	2,304	2,575

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	0.401	0.506	0.606
每股净资产(元)	4.890	3.432	4.439	3.060	3.266	3.573
每股经营现金净流(元)	-0.192	0.396	0.000	0.316	0.065	0.238
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%	13.10%	15.50%	16.97%
总资产收益率	5.24%	6.34%	5.25%	6.72%	7.52%	8.06%
投入资本收益率	16.10%	13.92%	15.08%	14.48%	16.67%	18.23%
增长率						
营业总收入增长率	82.28%	24.09%	11.18%	15.66%	26.71%	18.12%
EBIT增长率	86.97%	-4.16%	41.36%	-12.71%	35.85%	22.61%
净利润增长率	36.81%	30.12%	7.60%	26.65%	26.35%	19.75%
总资产增长率	92.05%	7.47%	30.02%	-1.07%	12.87%	11.78%
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	58.1	43.4	34.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.96%	-15.70%	-24.95%	-32.02%	-24.62%	-22.28%
EBIT利息保障倍数	10.6	8.4	8.4	-9.7	-11.3	-14.7

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。