

三维通信(002115)

业绩表现平淡，但在预期之中

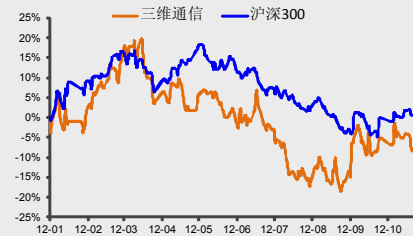
推荐 (维持)

现价: 7.24 元

主要数据

行业	通信行业
公司网址	sunwave.com
大股东	李越伦/22.89%
实际控制人	李越伦/22.89%
总股本(百万股)	342
流通 A 股(百万股)	250
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	24.78
流通 A 股市值(亿元)	18.12
每股净资产(元)	3.0
资产负债率(%)	42.9

行情走势图



相关研究报告

新增长点陆续呈现，上调盈利预测 (2011.9.23)
网优业务新增长点明确 (2012.4.11)

证券分析师

冯明远 投资咨询资格编号
S1060512080003
0755-22621434
Fengmingyuan132@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。

公司 2012 年前三季度实现收入 7.55 亿元，同比增长 0.32%；归属上市公司股东净利润 6896 万元，同比增长 0.77%；每股收益 0.2 元。公司同时发布全年业绩预告，预计 2012 年净利润同比增长-20-20%。

■ 业绩表现符合预期

单季度看，三季度单季收入 2.73 亿元，同比增长 12.18%，与去年三季度单季 10.4%的增速持平，但要显著好于今年第一季度-13.1%，第二季度 0.59%的收入增速。

前三季度公司收入增速小于去年同期。2011 年 1-3 季度收入增速为 18%，而 2012 年 1-3 季度收入增速为 0.32%。在 2012 年三大运营商总体无线资本开支下滑的背景下，我们并不意外于公司的收入增速放缓。

■ 毛利率将继续保持稳定

前三季度综合毛利率 34.8%，同比持平。虽然通信设备商毛利率下滑是普遍趋势，但我们仍倾向于认可三维通信中长期毛利率的稳定趋势：1) 优化覆盖产品市场需求稳定，产品价格下滑趋势已放缓；2) 随着覆盖优化产品需求的逐渐减少，高毛利优化服务、网络测试产品收入占比将有所提升，而这有助综合毛利率提升。

■ 费用率略有提升，补助拉动下盈利仍实现增长

三季度销售费用率 7.8%，管理费用率 13.5%；分别对应去年同期的 8%、11.2%，销售、管理费用率合计同比提高约 2 个百分点。我们判断费用率的提升与公司业务拓展有关，今年公司新拓展广电及运营商优化运维相关业务力度较大，新增技术人员较多，造成费用同比增长。

公司第三季度实现营业利润 2312 万元，同比去年 2745 万元略有下降，但由于当季软件退税及政府补助 708 万元大幅高于去年同期 176 万元，实现归属母公司净利润 2636 万元仍高于去年同期的 2114 万元。

■ 维持“推荐”评级

我们预计未来二年，LTE 将拉动无线资本开支实现 20%左右的增长，室内无线覆盖行业需求将上行。我们小幅下调 2012~2014 年 EPS 至 0.36、0.42、0.52 元，对应最新股价 7.2 元，PE 为 21、17、14 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：运营商 LTE 建设进度存在不确定性，若 LTE 建设进度低于我们预测，将影响公司业绩表现，进而影响股价表现。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1008	1121	1277	1436	1611
YoY(%)	25	11	14	12	12
净利润(百万元)	101	108	122	144	176
YoY(%)	30	8	12	18	25
毛利率(%)	32.6	35.0	32.3	33.8	33.8
净利率(%)	9.9	9.6	9.5	9.8	10.9
ROE(%)	13.7	10.7	11.1	12.1	13.6
EPS(摊薄/元)	0.29	0.31	0.36	0.42	0.52
P/E(倍)	24	23.3	20.6	17.4	13.9
P/B(倍)	3.4	2.5	2.3	2.1	1.9

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
流动资产	1775	1727	1755	1967	
现金	563	563	564	746	
应收账款	488	504	511	513	
其他应收款	23	26	29	33	
预付账款	13	15	17	19	
存货	676	605	618	640	
其他流动资产	13	14	16	18	
非流动资产	288	389	396	400	
长期投资	16	12	12	12	
固定资产	211	293	297	299	
无形资产	12	12	12	12	
其他非流动资产	50	71	75	77	
资产总计	2063	2115	2151	2367	
流动负债	878	768	702	779	
短期借款	189	127	0	0	
应付账款	430	432	476	533	
其他流动负债	259	209	226	246	
非流动负债	107	172	172	172	
长期借款	72	172	172	172	
其他非流动负债	36	0	0	0	
负债合计	985	940	873	951	
少数股东 权益	65	75	85	95	
股本	228	342	342	342	
资本公积	429	315	315	315	
留存收益	356	443	536	664	
归属母公司股东权益	1013	1100	1193	1321	
负债和股东权益	2063	2115	2151	2367	

会计年度	2011 A	2012E	2013E	2014E	
经营活动现金流	22	142	223	279	
净利润	115	132	154	190	
折旧摊销	24	26	32	36	
财务费用	17	-3	7	10	
投资损失	-4	-4	-4	-4	
营运资金变动	-148	22	33	46	
其他经营现金流	17	-31	1	1	
投资活动现金流	-42	-115	-36	-36	
资本支出	43	110	40	40	
长期投资	0	-4	0	0	
其他投资现金流	1	-9	4	4	
筹资活动现金流	184	-26	-186	-62	
短期借款	1	-62	-127	0	
长期借款	-6	100	0	0	
普通股增加	14	114	0	0	
资本公积增加	187	-114	0	0	
其他筹资现金流	-11	-65	-58	-62	
现金净增加额	165	0	1	182	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
营业收入	1121	1277	1436	1611	
营业成本	729	864	951	1066	
营业税金及附加	25	25	30	27	
营业费用	109	115	129	145	
管理费用	117	147	165	169	
财务费用	17	-3	7	10	
资产减值损失	19	12	13	14	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	4	4	4	4	
营业利润	109	120	144	183	
营业外收入	30	29	29	31	
营业外支出	4	3	3	3	
利润总额	136	146	171	211	
所得税	20	15	17	21	
净利润	115	132	154	190	
少数股东损益	7	10	10	11	
归属母公司净利润	108	122	144	179	
EBITDA	150	143	184	229	
EPS (元)	0.47	0.36	0.42	0.52	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
成长能力					
营业收入 (%)	11.2%	13.9%	12.5%	12.2%	
营业利润 (%)	25.8%	10.1%	20.0%	26.7%	
归属母公司股东权益 (%)	7.6%	12.4%	18.1%	24.7%	
获利能力					
毛利率 (%)	35.0%	32.3%	33.8%	33.8%	
净利率 (%)	9.7%	9.5%	10.0%	11.1%	
ROE (%)	10.7%	11.1%	12.1%	13.6%	
ROIC (%)	13.3%	11.8%	15.7%	21.1%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.7%	44.4%	40.6%	40.2%	
净负债比率 (%)	29.83%	31.83%	19.67%	18.07%	
流动比率	2.02	2.25	2.50	2.53	
速动比率	1.25	1.46	1.62	1.70	
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.61	0.67	0.71	
应收账款周转率	2	2	3	3	
应付账款周转率	2.06	2.01	2.10	2.11	
每股指标 (元)					
每股收益	0.32	0.36	0.42	0.52	
每股经营现金流	0.06	0.41	0.65	0.82	
每股净资产	2.96	3.22	3.49	3.86	
估值比率					
P/E	23.17	20.60	17.44	13.99	
P/B	2.48	2.28	2.10	1.90	
EV/EBITDA	15	16	12	10	

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）

公司声明及风险提示：

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。客户并不能仅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 2012 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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257