

三维通信 (002115)

证券研究报告

2017年09月19日

重组顺利过会，海外市场、数字营销助力稳定增长

事件：公司近日公告发行股份及支付现金收购巨网科技 81.48% 股权并募集配套资金方案已经获得证监会审核通过。

一、巨网科技：媒体资源丰富、覆盖用户广，自制内容流量孵化潜力巨大

巨网科技作为原新三板创新层企业，质地优良。主营业务包括：广告投放、游戏联运、自媒体广告。其中广告投放目前占 90% 以上。巨网承诺 2017、2018、2019 年扣非后净利润分别为 9300 万元、13000 万元、17000 万元，并且巨网大股东承诺并购后股份 3 年内不减持，显示对公司的强烈信心。

广告分发平台主要采购长尾流量的媒体资源，大部分通过效果广告形式分发给客户。目前月活跃用户约 1 亿，涵盖 PC 和移动端。巨网受益数字营销 30% 以上行业增速。另外，流量入口变化以及自媒体的兴起，公司前瞻性的在自制内容上大力布局，孵化大量自媒体，未来优质内容变现潜力巨大。

二、海外市场增长快速，战略清晰、财务稳健，静待 5G 绽放

公司近两年的海外市场保持良好发展势头，境外收入增速连续两年超过 15%；公司 2017 年在日本、澳大利亚、法国等国家推动 iDAS 试点后的批量供货。海外市场毛利率将近 50%（国内约 30%），未来将是重要增长点。

公司 2013 年前瞻性的优化产品线，砍除毛利率低、占用现金流的集成业务，聚焦竞争性强的产品设备业务，在行业内大部分竞争对手增收不增利、现金流恶化的情况下，公司取得了财务健康运营以及产品技术的不断提升。

产品研发投入公司加大力度，研发/营收约 10%，为 5G 的到来做好技术储备。公司 iDAS、Small Cell、新一代数字直放站等核心产品国内外销售良好。其中 small cell 作为 5G 重要技术，公司的 small cell 产品中标 2016 年第二批浙江省省级科技型中小企业扶持和科技发展资金重点研发计划。

公司通过持有海卫通 58% 股权及参股星展测控 10% 股权，进入卫星通信领域。海卫通是海上宽带卫星通信服务商，为大型远洋商船、游轮及近海渔船等提供海洋通信服务的解决方案；星展测控在新三板上市，是国内高精度惯导领导厂商，2016 年净利润 1400 万元，未来将受益于军民融合。

三、盈利预测及估值

看好行业底部后的公司竞争格局改善、海外市场快速拓展、数字营销多元化业务进一步平滑公司业绩周期以及公司在 5G 时代来临之前的产品技术储备。预计公司 2017-2019EPS 分别为 0.10、0.11 和 0.14 元，包括巨网科技的备考利润预计 1.33、1.76 和 2.29 亿元，对应摊薄后估值分别约为 41、31 和 24 倍，维持“增持”评级。

风险提示：海外市场不稳定；巨网发展不及预期；

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	865.02	988.76	1,153.68	1,256.77	1,492.81
增长率(%)	(4.37)	14.31	16.68	8.94	18.78
EBITDA(百万元)	54.75	63.86	72.97	86.91	106.22
净利润(百万元)	18.99	27.60	40.31	45.55	58.91
增长率(%)	36.25	45.38	46.04	13.01	29.33
EPS(元/股)	0.05	0.07	0.10	0.11	0.14
市盈率(P/E)	220.48	151.66	103.85	91.89	71.06
市净率(P/B)	4.48	4.48	4.22	4.05	3.85
市销率(P/S)	4.84	4.23	3.63	3.33	2.80
EV/EBITDA	118.50	66.20	63.22	48.84	45.06

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	10.06 元
目标价格	12 元
上次目标价	10 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	416.09
流通 A 股股本(百万股)	344.96
A 股总市值(百万元)	4,185.91
流通 A 股市值(百万元)	3,470.30
每股净资产(元)	2.18
资产负债率(%)	65.71
一年内最高/最低(元)	12.40/8.56

作者

王俊贤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080002
wangjunxian@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

1 《三维通信-公司点评:海外市场、数字营销平滑业绩周期，静待 5G 来临》
2017-07-19



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	384.50	673.92	92.29	251.80	119.42
应收账款	450.36	481.39	672.29	724.12	851.62
预付账款	7.23	13.64	5.57	17.73	12.71
存货	413.12	400.48	799.93	649.69	872.29
其他	240.06	209.01	250.45	227.95	256.58
流动资产合计	1,495.27	1,778.44	1,820.53	1,871.29	2,112.62
长期股权投资	22.08	21.03	21.03	21.03	21.03
固定资产	157.75	319.59	414.55	493.36	549.48
在建工程	205.12	210.65	162.39	145.44	117.26
无形资产	94.14	101.26	92.16	83.06	73.96
其他	93.43	178.17	174.61	174.61	174.61
非流动资产合计	572.52	830.70	864.74	917.49	936.34
资产总计	2,067.79	2,609.14	2,685.27	2,788.78	3,048.96
短期借款	10.00	5.00	8.99	0.00	333.40
应付账款	465.96	711.93	800.58	933.78	801.27
其他	195.69	251.89	191.27	329.56	260.48
流动负债合计	671.66	968.83	1,000.84	1,263.34	1,395.15
长期借款	5.19	205.12	199.96	0.00	75.38
应付债券	398.21	399.02	400.00	400.00	400.00
其他	23.00	48.12	40.00	40.00	40.00
非流动负债合计	426.40	652.25	639.96	440.00	515.38
负债合计	1,098.06	1,621.08	1,640.79	1,703.34	1,910.53
少数股东权益	34.89	54.39	52.47	52.44	52.41
股本	410.69	416.26	416.09	416.09	416.09
资本公积	247.11	277.97	277.97	277.97	277.97
留存收益	522.24	539.64	575.91	616.91	669.93
其他	(245.19)	(300.20)	(277.97)	(277.97)	(277.97)
股东权益合计	969.73	988.06	1,044.48	1,085.45	1,138.43
负债和股东权益总	2,067.79	2,609.14	2,685.27	2,788.78	3,048.96

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	19.18	25.14	40.31	45.55	58.91
折旧摊销	30.32	34.27	22.40	27.25	31.16
财务费用	25.61	26.10	23.00	24.00	26.00
投资损失	(17.69)	(15.30)	(30.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	161.90	83.02	(600.25)	380.23	(575.29)
其它	23.76	(19.16)	(1.92)	(0.03)	(0.04)
经营活动现金流	243.08	134.07	(546.46)	457.00	(479.26)
资本支出	166.68	198.89	68.12	80.00	50.00
长期投资	6.43	(1.05)	0.00	0.00	0.00
其他	(344.17)	(240.13)	(98.13)	(140.00)	(80.00)
投资活动现金流	(171.06)	(42.30)	(30.01)	(60.00)	(30.00)
债权融资	413.40	618.73	618.54	409.59	818.37
股权融资	(20.08)	(10.53)	(0.94)	(24.00)	(26.00)
其他	(417.61)	(447.13)	(622.76)	(623.09)	(415.48)
筹资活动现金流	(24.29)	161.06	(5.16)	(237.50)	376.89
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	47.73	252.83	(581.63)	159.50	(132.37)

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	865.02	988.76	1,153.68	1,256.77	1,492.81
营业成本	599.00	723.03	864.30	931.90	1,095.82
营业税金及附加	12.37	9.55	11.54	12.57	14.93
营业费用	80.99	83.38	92.29	98.03	119.42
管理费用	150.32	133.49	149.98	159.61	192.57
财务费用	22.29	22.83	23.00	24.00	26.00
资产减值损失	10.49	17.22	15.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.69	15.30	30.00	20.00	20.00
其他	(35.37)	(30.60)	(60.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	7.25	14.58	27.57	35.67	49.06
营业外收入	15.48	12.53	14.00	13.26	13.63
营业外支出	3.75	1.19	2.00	2.00	2.00
利润总额	18.98	25.91	39.58	46.93	60.69
所得税	(0.21)	0.77	1.19	1.41	1.82
净利润	19.18	25.14	38.39	45.52	58.87
少数股东损益	0.19	(2.46)	(1.92)	(0.03)	(0.04)
归属于母公司净利润	18.99	27.60	40.31	45.55	58.91
每股收益(元)	0.05	0.07	0.10	0.11	0.14

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-4.37%	14.31%	16.68%	8.94%	18.78%
营业利润	508.91%	101.18%	89.15%	29.36%	37.55%
归属于母公司净利润	36.25%	45.38%	46.04%	13.01%	29.33%
获利能力					
毛利率	30.75%	26.88%	25.08%	25.85%	26.59%
净利率	2.19%	2.79%	3.49%	3.62%	3.95%
ROE	2.03%	2.96%	4.06%	4.41%	5.42%
ROIC	3.06%	4.01%	6.31%	4.08%	6.67%
偿债能力					
资产负债率	53.10%	62.13%	61.10%	61.08%	62.66%
净负债率	33.88%	30.38%	31.44%	85.68%	91.52%
流动比率	2.23	1.84	1.82	1.48	1.51
速动比率	1.61	1.42	1.02	0.97	0.89
营运能力					
应收账款周转率	1.61	2.12	2.00	1.80	1.89
存货周转率	2.11	2.43	1.92	1.73	1.96
总资产周转率	0.42	0.42	0.44	0.46	0.51
每股指标(元)					
每股收益	0.05	0.07	0.10	0.11	0.14
每股经营现金流	0.58	0.32	-1.31	1.10	-1.15
每股净资产	2.25	2.24	2.38	2.48	2.61
估值比率					
市盈率	220.48	151.66	103.85	91.89	71.06
市净率	4.48	4.48	4.22	4.05	3.85
EV/EBITDA	118.50	66.20	63.22	48.84	45.06
EV/EBIT	219.65	113.03	91.22	71.14	63.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com