



网优业务仍将维持高速增长

——三维通信（002115）09 年年报及 10 年一季报点评

2010 年 4 月 28 日

强烈推荐/维持

三维通信

财报点评

报点评

执业证书编号：S1480207120048
 联系人：郭琪 guoqi@dxzq.net.cn

事件：

三维通信2009年公司实现营业收入8.13亿元，同比增长82.28%；营业利润8701万元，同比增长72.06%；归属母公司净利润7735万元，同比增长36.81%；每股收益为0.58元。2009年分配预案为每10股转增6股派发1.5元(含税)。公司2010年一季度实现营业收入1.92亿元，同比增长43.09%；营业利润1894万元，同比增长17.55%；归属母公司净利润2067万元，同比增长36.89%；每股收益为0.15元。公司预计2010年上半年净利润将同比增长20%-50%。

公司分季度财务指标

指标	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
营业收入(百万元)	82.94	94.88	77.66	190.29	134.23	162.21	197.18	318.94	192.06
增长率(%)	63.20%	66.90%	37.91%	82.74%	61.83%	70.96%	153.90%	67.61%	43.09%
毛利率(%)	38.15%	34.65%	38.73%	35.70%	39.19%	30.00%	34.59%	35.26%	35.02%
期间费用率(%)	21.30%	21.84%	28.39%	24.79%	24.61%	18.07%	20.67%	24.08%	23.17%
营业利润率(%)	16.10%	10.19%	10.82%	10.06%	12.01%	10.65%	10.68%	10.21%	9.86%
净利润(百万元)	13.19	12.62	11.72	25.47	18.82	21.39	20.89	34.77	22.12
增长率(%)	42.10%	44.03%	31.66%	39.65%	42.64%	69.52%	78.29%	36.52%	17.51%
每股盈利(季度,元)	0.144	0.097	0.094	0.184	0.126	0.128	0.111	0.240	0.154
资产负债率(%)	42.83%	41.49%	46.39%	48.59%	49.50%	57.66%	51.44%	52.42%	50.35%
净资产收益率(%)	3.65%	3.52%	3.17%	6.44%	4.55%	5.12%	3.13%	4.95%	3.05%
总资产收益率(%)	2.09%	2.06%	1.70%	3.31%	2.30%	2.17%	1.52%	2.36%	1.52%

资料来源：公司公开披露信息

评论：

积极因素：

- 公司09年收入实现大规模增长，主要是受益于行业景气的提升。网优投资对网络质量改善带来的效益远高于新建基站，电信运营商网优投资意愿较强，加大力度对原2G网络优化建设和新增3G网络建设。无线网络优化覆盖设备及解决方案业务是公司的重点业务，09年该业务同比增长96.05%；微波无源器件收入同比增长56.15%。分地区情况来看，国内业务同比增长86.29%，收入占比为97.56%；海外业务出现下滑，收入同比下降3.44%。公司10年一季度收入同比增长43.09%，随着网络建设的深入，未来国内网络覆盖投资将保持旺盛的需求，将有利于公司业务拓展和业绩持续增长，我们预计公司10年收入增长将达到50%。

- 公司的期间费用率控制良好,同比下降2个百分点至22.14%,规模效应得以体现。其中销售费用率为9.45%,管理费用率为11.49%,财务费用率为1.2%,08年公司的三项费用率分别是9.68%、13.29%、1.17%。10年一季度公司的期间费用率为23.17%,同比下降1.44个百分点。其中销售费用率为10.96%,管理费用率为11.04%,财务费用率为1.15%,09年一季度公司的三项费用率分别为11.66%、11.81%、1.14%。

消极因素:

- 报告期内公司的毛利率同比下降1.77个百分点至34.69%,其中无线网络优化覆盖设备及解决方案毛利率下降3.78个百分点至33.05%,主要原因是网优市场竞争激烈,运营商对通信设备的集采力度加大,导致网优设备的价格下降。10年一季度公司的毛利率为35.02%,同比下降4.17个百分点。目前,网优解决方案业务报价结构已由过去的“设备、服务一揽子报价”逐渐过渡到现阶段的“设备价格参考集采、服务单独定价”模式,解决方案业务中的服务收费有了较大幅度的提高。公司的服务收入占比已由原来平均占设备总价款的8%-10%上升到35%左右。服务收费的提升,有望使公司毛利率水平保持稳定。

业务展望:

- 3G时代,网络优化的解决方案将从主要应用直放站转向RRU与直放站同时应用。RRU的研发与生产技术相对复杂、门槛较高,目前市场上仅有包含三维在内的少数公司能够生产该产品。公司是国内较早从事RRU产品研究的网优设备商,在RRU产品上具有一定优势。随着分布式基站理念的推行,RRU产品的需求将逐渐显现。2010年,公司将继续进行年产1万台新一代移动通信网络覆盖设备生产线技改项目、年产7000台移动通信直放站系统技术改造项目的产品开发等各方面准备工作,加强系统集成和网络优化服务平台建设。
- 公司收购广州逸信,加快市场扩张。广州逸信是一家专业提供网络测试、网络评估、网络普查、网络优化等移动通信网络一揽子优化服务解决方案的公司,与三维通信同处移动通信网络优化行业。公司通过收购,可以快速获得逸信的优质客户资源,帮助公司成为广东市场主流网优供应商。广东电信业务收入占全国比重约为15%,投资额占比超过10%,进入广东市场对公司的战略布局意义重大。公司收购广州逸信50.5%的股权,预计10年归属母公司净利润能增加约733万元,增厚EPS约0.05元。
- 公司发布对外投资公告,拟注册浙江三维技术服务有限公司,注册资本1.28亿元,公司业务涵盖移动通信技术及无线网络优化基地项目的建设运营,通过本次对外投资有利于公司全面布局网络优化覆盖集成和服务市场,完成公司产品战略和服务战略齐头并进的战略格局。

盈利预测与投资建议:

- 公司专注于网络优化覆盖领域,“设备+服务”的经营模式具有较高的成长性。公司09年签订合同金额10.53亿元,较08年6.61亿元,合同金额同比增长59.01%,09年的部分合同金额将在10年得到确认,有助于公司10年业绩的提升。我们预计公司2010年、2011年的EPS分别为0.85元、1.10元,对应的动态市盈率分别为34倍、26倍,估值低于行业平均水平,鉴于公司较高的成长性,我们维持其“强烈推荐”的投资评级。

表1 公司分业务收入及毛利率预测

营业收入(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
无线网络优化覆盖设备及解决方案	232.91	354.98	695.95	1043.93	1357.11
微波无源器件	16.92	66.96	104.56	167.29	234.21

网络测试系统	15.45	19.45	9.50	11.41	13.12
合计	268.12	445.78	812.57	1224.13	1606.16
毛利率 (%)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
无线网络优化覆盖设备及解决方案	38.77%	36.83%	33.05%	32.61%	32.35%
微波无源器件	55.08%	40.70%	45.36%	45.01%	44.82%
网络测试系统	16.63%	16.30%	25.76%	25.45%	25.13%
综合	38.49%	36.46%	34.69%	34.28%	34.15%

资料来源：东兴证券研究所

表 2 公司盈利预测

指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	268.12	445.78	812.57	1224.13	1606.16
(+/-)%	27.60%	66.26%	82.28%	50.65%	31.21%
EBITDA (百万元)	42.08	68.26	115.38	161.48	207.34
(+/-)%	38.52%	62.21%	69.03%	39.97%	28.39%
净利润 (百万元)	41.91	56.54	77.35	114.37	146.97
(+/-)%	38.33%	34.88%	36.81%	47.86%	28.51%
ROE	12.84%	15.40%	11.79%	15.74%	17.97%
EPS (元)	0.31	0.42	0.58	0.85	1.10
P/E	92.14	68.31	49.93	33.77	26.28
P/B	7.06	9.41	5.89	5.31	4.72
EV/EBITDA	52.78	50.73	32.38	23.23	17.98

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

银国宏

中国社会科学院经济学博士，东兴证券研究所所长，从事投资策略研究，曾在中信建投（华夏）证券研究所从事投资策略研究 7 年，累计从业经历 14 年。

郭琪

毕业于太原理工大学，2008 年加盟东兴证券研究所，从事通信行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

投资评级体系

公司投资评级：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准，定义如下：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准，定义如下：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

本报告体系采用沪深300指数为基准指数。