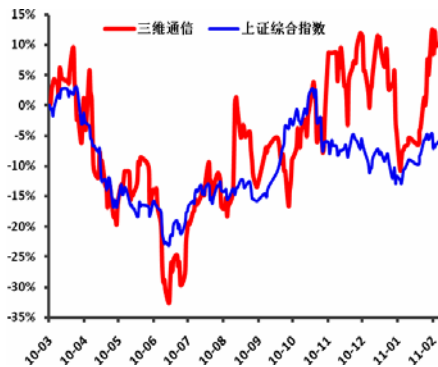


2011年3月21日

投资评级：推荐（维持）

合理价格：19.9-23.2元

最近52周走势：



相关研究报告：

《网优与工程服务深度报告：大空间，新起点》10/8/24

《业绩快报点评：业绩符合预期，得广东方得天下》10/2/22

《季报点评：收入高增长持续，毛利率趋稳》09/10/26

报告作者：

国联证券研究所物联网小组

组长：韩星南

执业证书编号：S0590210020001

联系人：

熊云彩

电话：021-38991500-791

Email: xiongyc@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

——三维通信（002115）2010年报点评

事件：公司公告2010年报。2010年收入10.08亿元，同比增长24.1%，净利润1.01亿元，同比增长30.1%，基本每股收益0.47元。每10股派现1.5元，不送转。

点评：

收入平稳增长，费用揭示可持续成长。公司2010年度收入10.08亿元，同比增长24.1%，归属母公司净利润1.01亿元，同比增长30.1%，基本符合我们之前的预期。公司2010年销售费用同比增长32.3%，管理费用同比增长14.6%（注：其中职工薪酬增长71.4%，管理层薪酬增长10.5%，员工总数与上年持平），揭示1）公司在市场开拓上加大投入，为后续增长打开空间；2）公司员工待遇与成长挂钩，为人员稳定和吸引更多人才提供保障。

综合毛利率触底，网优服务收入占比提高将使毛利率反转。公司2010全年综合毛利率为32.6%，为上市以来的最低水平，主要是网优设备受运营商集中采购的影响，目前网优设备毛利率仅为31.8%，继续下降空间有限。公司于2010年初发力高毛利率的网优服务领域，并在2010年取得4千万的收入，随着公司网优服务收入占比的逐渐提高，公司综合毛利率将逐步反转。

网络优化服务大空间刚起步，公司网优服务收入有望持续翻番。运营商发展趋势是加大市场与客户服务的比重，网络运维将逐渐外包，网络优化服务的大空间刚刚打开。公司在原有网优覆盖领域已搭建较为完善的销售和服务网络，通过2010年的铺垫，再在2011年加大网优服务的投入，我们预计公司网优服务收入有望持续翻番。

维持“推荐”评级，合理价格19.9-23.2元。我们预计公司2011-2012年收入分别为12.77亿元和16.30亿元，EPS分别为0.66元和0.86元。以3月18日收盘价计，相当于2011-2012市盈率分别为28倍和22倍，维持“推荐”评级，合理价格19.9-23.2元。

财务报表预测与财务指标		单位: 百万					更新日期: 11/03/21				
利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	812.57	1,008.29	1,277.02	1,629.51	2,034.24	现金	365.94	390.54	125.42	100.00	100.00
YOY(%)	82.3%	24.1%	26.7%	27.6%	24.8%	交易性金融资产	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	530.66	679.57	858.59	1,091.70	1,355.18	应收款项净额	298.08	383.79	486.08	620.25	774.30
营业税金及附加	8.03	20.75	26.28	33.53	41.86	存货	567.22	508.38	644.05	821.54	1,022.40
销售费用	76.75	101.51	121.32	154.80	193.25	其他流动资产	17.56	18.74	23.73	30.29	37.81
占营业收入比(%)	9.4%	10.1%	9.5%	9.5%	9.5%	流动资产总额	1,248.81	1,301.45	1,279.28	1,572.07	1,934.51
管理费用	91.01	106.46	127.70	162.95	203.42	固定资产净值	187.61	201.61	224.24	243.01	264.75
占营业收入比(%)	11.2%	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%	减: 资产减值准备	(8.70)	(4.55)	(5.06)	(5.48)	(5.97)
EBIT	103.77	99.45	142.70	186.09	240.09	固定资产净额	178.91	197.06	219.18	237.52	258.77
财务费用	9.79	11.86	6.86	1.12	1.53	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	1.2%	1.2%	0.5%	0.1%	0.1%	在建工程	0.00	0.00	5.99	13.43	15.38
资产减值损失	(8.70)	(4.55)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.73	3.81	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	178.91	197.06	225.17	250.95	274.16
营业利润	87.01	86.85	135.84	184.97	238.56	无形资产	10.40	10.73	10.30	9.87	9.44
营业外净收入	21.90	27.47	27.47	27.47	27.47	长期股权投资	8.83	12.63	16.43	20.23	24.03
利润总额	108.92	114.32	163.31	212.44	266.03	其他长期资产	29.39	64.79	64.79	64.79	64.79
所得税	13.04	9.20	14.70	19.12	23.94	资产总额	1,476.34	1,586.66	1,595.97	1,917.92	2,306.93
所得税率(%)	12.0%	8.0%	9.0%	9.0%	9.0%	循环贷款	239.74	188.00	0.00	1.72	14.07
净利润	95.88	105.12	148.61	193.32	242.09	应付款项	397.78	319.34	404.56	516.05	642.22
占营业收入比(%)	11.8%	10.4%	11.6%	11.9%	11.9%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(18.53)	(4.48)	(6.40)	(8.33)	(10.43)	其他流动负债	109.62	163.11	203.99	260.23	324.07
归属母公司净利润	77.35	100.64	142.21	184.99	231.66	流动负债	747.14	670.45	608.55	778.00	980.37
YOY(%)	36.8%	30.1%	41.3%	30.1%	25.2%	长期借款	0.00	77.84	27.84	27.84	27.84
EPS (元)	0.58	0.47	0.66	0.86	1.08	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	26.73	43.91	61.09	78.27	95.45
主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额	773.87	792.20	697.48	884.11	1,103.66
成长能力						少数股东权益	46.66	58.12	62.60	68.43	75.73
营业收入	82.3%	24.1%	26.7%	27.6%	24.8%	股东权益	655.81	736.34	835.89	965.38	1,127.55
营业利润	72.1%	-0.2%	56.4%	36.2%	29.0%	负债和股东权益	1,476.34	1,586.66	1,595.97	1,917.92	2,306.93
净利润	36.8%	30.1%	41.3%	30.1%	25.2%						
获利能力						现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	34.7%	32.6%	32.8%	33.0%	33.4%	税后利润	77.35	100.64	142.21	184.99	231.66
净利率(%)	11.8%	10.4%	11.6%	11.9%	11.9%	加: 少数股东损益	11.47	2.87	4.48	5.83	7.30
ROE(%)	11.8%	13.7%	17.0%	19.2%	20.5%	公允价值变动	8.70	4.55	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	5.2%	6.3%	8.9%	9.6%	10.0%	折旧和摊销	18.57	19.28	21.81	24.22	26.73
偿债能力						营运资金的变动	-146.93	-75.37	-99.16	-132.88	-154.75
流动比率	1.67	1.94	2.10	2.02	1.97	经营活动现金流	-30.84	51.97	69.34	82.16	110.94
速动比率	0.91	1.18	1.04	0.96	0.93	短期投资	-0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	52.4%	49.9%	43.7%	46.1%	47.8%	长期股权投资	-1.74	-3.80	-3.80	-3.80	-3.80
营运能力						固定资产投资	0.00	-28.18	-50.00	-50.00	-50.00
总资产周转率	55.0%	63.5%	80.0%	85.0%	88.2%	投资活动现金流	-1.75	-31.97	-53.80	-53.80	-53.80
应收账款周转天数	133.90	138.93	138.93	138.93	138.93	股权融资	-0.02	4.90	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	396.26	272.24	272.24	272.24	272.24	长期贷款的增加/	-15.00	77.84	-50.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.58	0.47	0.66	0.86	1.08	股利分配	-29.47	-36.23	-42.66	-55.50	-69.50
每股净资产	4.89	3.43	3.90	4.50	5.26	计入循环贷款前融	-44.49	46.51	-92.66	-55.50	-69.50
估值比率						循环贷款的增加/	372.02	-83.52	-188.00	1.72	12.35
P/E	32.4	39.8	28.2	21.7	17.3	融资活动现金流	283.06	4.60	-280.66	-53.78	-57.14
P/B	3.8	5.4	4.8	4.1	3.6	现金净变动额	250.47	24.60	-265.12	-25.42	0.00

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。