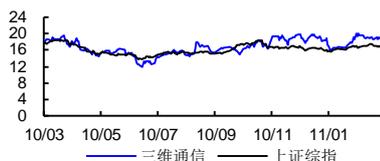


**证券研究报告—动态报告**
**信息技术**
**通信**
**三维通信(002115)**
**推荐**
**2010 年年报点评**

(维持评级)

2011 年 3 月 21 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本(百万股)	214.6/160.2
总市值(百万元)	4,008.0/2,992.6
沪深 300/深圳成指	2,906.89/12,721.99
12 个月最高/最低(元)	30.89/11.80

**相关研究报告:**

《三维通信-002115-增发投向网优服务,看好公司转型前景》——2010-11-30

《三维通信-002115-2010 年三季度报点评:净利润增长 29.5%,符合预期》——2010-10-28

《三维通信-002115-中报点评:增长 30%符合预期,估值较低具备吸引力》——2010-8-26

**证券分析师: 严平**

电话: 021-60875165

E-mail: yanping@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120009

**联系人: 程锋**

电话: 021-60933167

E-mail: chengfeng@guosen.com.cn

**公司年报/半年报点评**

# 业绩平稳增长, 看好转型前景

**● 2010 年净利润增长 30%, EPS0.47 元, 分配方案 10 派 1.5**

2010 年公司实现收入 10.1 亿元, 同比增长 24.1%。实现净利润 1.0 亿元(扣非后增长 36%), 每股收益 0.47 元, 同比增长 30.1%, 业绩符合预期。公司 10 年分配方案为每 10 股派 1.5 元现金。

**● 主业稳健增长, 服务及其他业务略低于预期**

公司 10 年增长主力依然为网络优化覆盖设备(增长 29%, 收入占比 90%), 该业务毛利率小幅下降 1.2%, 符合先前判断。但子公司紫光股份的无源器件业务下滑 44%, 另外 10 年收购的广州逸信增长不及预期(+6%), 且因开拓市场投入较大, 处于微利状态。公司净利润增长较快的原因一是受增值税退税影响营业外收入增长较快, 二是母公司获得重点软件企业税收减免, 所得税率 10%。

**● 2011 年网优行业景气持续, 公司转型步伐有望加快**

近期运营商资本开支规划陆续出台, 11-13 年无线投资整体保持景气, 随之而来的网络优化需求将快速增长, 公司网优覆盖设备业务仍然面临良好市场空间。此外, 公司拟增发融资投入网优服务项目, 逐步降低对硬件的依赖, 实现软硬件的平衡增长。我们看好这一转型前景, 一是因服务业务毛利率更高(40%), 服务市场面临整合前景; 二是因公司设备和服务业务之间协同效应强, 能共享网络、人员和客户资源。在 10 年的投入期过后, 公司 11 年整体增速有望加快。

**● 维持“推荐”评级**

我们预计公司 11/12 年的 EPS 为 0.63/0.82 元, 目前股价对应 PE 为 29/23 倍(未考虑增发摊薄)。11 年行业氛围整体偏暖, 公司新业务有望逐步进入收获期, 3G 业务发展将在全年内对无线板块带来较多催化因素, 因此我们维持对公司“推荐”投资评级。

**● 风险提示**

服务业务进展不及预期, 集采致使毛利率下滑幅度超预期。

**盈利预测和财务指标**

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,008	1,381	1,799	2,257	2,715
(+/-%)	24.1%	36.9%	30.3%	25.4%	20.3%
净利润(百万元)	101	136	176	220	270
(+/-%)	30.1%	35.5%	29.0%	24.9%	22.9%
每股收益(元)	0.47	0.63	0.82	1.02	1.26
EBIT Margin	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	10.4%
净资产收益率(ROE)	13.7%	16.7%	19.2%	21.4%	23.3%
市盈率(PE)	39.9	29.4	22.8	18.3	14.9
EV/EBITDA	40.5	34.0	27.5	23.1	19.8
市净率(PB)	5.5	4.9	4.4	3.9	3.5

**独立性声明:**

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, 特此声明。

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	391	528	567	567
应收款项	384	497	540	677
存货净额	508	657	862	1090
其他流动资产	19	35	45	56
流动资产合计	1301	1716	2015	2390
固定资产	197	262	328	359
无形资产及其他	11	10	10	10
投资性房地产	65	65	65	65
长期股权投资	13	13	23	33
资产总计	1587	2066	2440	2856
短期借款及交易性金融负债	188	188	188	188
应付款项	319	694	911	1151
其他流动负债	163	182	237	298
流动负债合计	670	1065	1337	1637
长期借款及应付债券	78	78	78	78
其他长期负债	44	44	44	44
长期负债合计	122	122	122	122
负债合计	792	1186	1459	1759
少数股东权益	58	62	66	72
股东权益	736	818	915	1025
负债和股东权益总计	1587	2066	2440	2856

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.47	0.63	0.82	1.02
每股红利	0.17	0.25	0.37	0.51
每股净资产	3.42	3.81	4.26	4.77
ROIC	6%	9%	11%	12%
ROE	14%	17%	19%	21%
毛利率	33%	32%	32%	31%
EBIT Margin	10%	10%	10%	10%
EBITDA Margin	12%	11%	11%	11%
收入增长	24%	37%	30%	25%
净利润增长率	30%	36%	29%	25%
资产负债率	54%	60%	63%	64%
息率	0.9%	1.4%	2.0%	2.7%
P/E	39.9	29.4	22.8	18.3
P/B	5.5	4.9	4.4	3.9
EV/EBITDA	40.5	34.0	27.5	23.1

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1008	1381	1799	2257
营业成本	719	983	1289	1628
营业税金及附加	21	28	37	46
销售费用	102	135	171	208
管理费用	107	141	180	222
财务费用	12	13	13	13
投资收益	4	5	6	7
资产减值及公允价值变动	(5)	(4)	(4)	(4)
其他收入	39	44	57	72
营业利润	87	125	168	215
营业外净收支	27	30	32	35
利润总额	114	155	200	250
所得税费用	9	12	16	20
少数股东损益	4	6	8	10
归属于母公司净利润	101	136	176	220

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	101	136	176	220
资产减值准备	(4)	(5)	0	0
折旧摊销	19	16	20	25
公允价值变动损失	5	4	4	4
财务费用	12	13	13	13
营运资本变动	(75)	112	14	(75)
其它	7	8	5	6
经营活动现金流	52	272	219	180
资本开支	(28)	(80)	(90)	(60)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(32)	(80)	(100)	(70)
权益性融资	5	0	0	0
负债净变化	78	0	0	0
支付股利、利息	(36)	(55)	(79)	(110)
其它融资现金流	(84)	0	0	0
融资活动现金流	5	(55)	(79)	(110)
现金净变动	25	137	40	(0)
货币资金的期初余额	366	391	528	567
货币资金的期末余额	391	528	567	567
企业自由现金流	13	174	109	96
权益自由现金流	7	162	97	85

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 风险提示

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
<b>机械</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
<b>商业贸易</b>		<b>基础化工</b>		<b>医药</b>	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
<b>石油与石化</b>		<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
<b>有色金属</b>		<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
<b>通信</b>		<b>造纸</b>		<b>家电</b>	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
<b>计算机</b>		<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
<b>农业</b>		<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
<b>建材</b>		<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
<b>新兴产业</b>		<b>研究支持</b>		<b>量化投资产品</b>	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
<b>基金评价与研究</b>		<b>量化投资策略</b>		<b>量化交易策略与技术</b>	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
<b>王立法</b>	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b>	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>魏宁</b>	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>王晓建</b>	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b>	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b>	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>焦戢</b>	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑毅</b>	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>林莉</b>	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>徐文琪</b>	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b>	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>王昊文</b>	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
<b>李文英</b>	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>刘塑</b>	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>甘墨</b>	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
<b>赵海英</b>	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b>	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b>	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
<b>原祎</b>	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	<b>孔华强</b>	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>徐冉</b>	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				<b>颜小燕</b>	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				<b>赵晓曦</b>	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				<b>温馨</b>	13612901872 wenxin@guosen.com.cn