

买入 维持

三维通信 (002115)

2015 年 01 月 21 日

大国崛起的侧面：返璞归真的华丽转身

2015 年 01 月 20 日收盘价：9.02 元

6 个月目标价：16.00 元

通信行业分析师：徐力
SAC 执业证书编号：S0850513080004
xl9312@htsec.com
010-58067940

近期调研公司。2015 年 1 月 20 日，我们跟踪了公司，明确感受到了公司的变化，海外市场扩张，使得公司再次驶入发展快车道。

大国崛起的侧面，更多表现在具体公司行为中。大国崛起的中国梦，我们已经不止一次的提及，这不是口号，而是实实在在的行动。不可想象，在全球市场中，中国高附加值产品没有竞争力，一直走不出国门，中国如何崛起。通信行业是少有具有全球竞争力的行业，主设备商华为中兴全球逐鹿，笑傲江湖。国内的辅助设备厂商也在跟进，逐步进行海外拓展，大浪淘沙，总有少数优秀企业在海外站稳脚跟。另外，从全球来看，中国已经是通信设备的世界制造中心，国外厂商在海外拿单，交给中国企业制造，从中赚取了大量利润。中国辅助厂商正在开拓市场，减少交易环节，直接和海外运营商交易，使得海外运营商和中国制造厂商双方得利。

公司一直在努力开拓海外市场。公司一直在努力，在 2013 年 11 月 23 日和 2014 年 10 月 30 日分别公告，增资香港公司和设立全资子公司，暗示了公司的海外扩张动作，只不过市场一直没有深入理解公司的行为动机，公司保守的交流方式，也使得市场对公司的海外扩张缺乏预期。另外，公司坚定的做网规网优主业，从逻辑上也需要公司开拓海外市场，国内虽然随着 4G 建设，行业景气向上，但是毕竟空间有限，如全球扩张成功，那将是一个全新空间。

海外市场毛利率高，回款快，空间大。与国内不同，海外市场规范好，关注整个产业链的长期利益，不会单单只考虑价格一个因素，毛利率高，回款较快（一般验收后 30 日-90 日）。对于公司的现金流和运营成本，都是有较大裨益。海外订单毛利率一般明显高于国内运营商市场集采的毛利率。另外，以我国邻近最大运营商市场为例，KDDI、软银和 NTT 是日本三大运营商，KDDI 2014 年报显示，收入 421 亿美元，利润 31.29 亿美元，资本支出 55.56 亿美元。总体上不会小于中国联通或是中国电信的体量，软银和 NTT 更是可以和中国移动比肩的巨无霸。除日本外，东南亚、亚太地区都是华为中兴的龙兴之地，它们的海外开拓就是从此起步，公司跟随它们的脚步，学习它们的经验，海外市场开拓成功是大概率事件。公司的市值想象空间和业务想象空间完全打开。

返璞归真的华丽转身，专注带来的长期成长。我们在 2014 年 7 月 4 日的报告《夕阳行业的朝阳公司》中提及，只有烂的公司，没有烂的行业。公司专注于主业，有限行业扩张。给公司带来长期的成长。公司没有受到其他公司由于转型带来市值大幅度上升的诱惑，返璞归真，专注于主业，大力投入研发，开拓相关市场，是一家经得起“糖衣炮弹”考验的公司。公司 DAS 产品可兼容 12 种制式，产品全方位领先，海外市场开拓也非一朝一夕，国内竞争者短期内难以赶上。增资香港公司已有一年，我们推测公司投入海外要远远超过这个时间。通过此举措，公司将在收入和利润率方面远超竞争对手，摆脱低毛利的低端竞争，进入强者恒强的正反馈循环，龙头格局已经初现。

投资建议。由于公司海外业务有望超出市场预期,打开市值想象空间,我们上调 2014-2016 年的盈利预测为 0.03, 0.40 和 0.71 元,同时上调 2015 年估值为 40 倍 PE。维持买入评级,目标价约 16 元。

风险提示。行业发展不达预期,公司发展不达预期,市场系统风险。

表 1 公司财务报表预测(单位:百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
利润表						
营业收入	1120.98	1084.18	791.45	1051.77	1720.54	2430.32
减:营业成本	728.93	712.14	596.55	764.05	1175.13	1606.63
营业税金及附加	25.04	26.88	17.98	23.89	39.08	55.21
营业费用	109.39	95.78	86.67	80.00	110.00	150.00
管理费用	117.03	154.34	166.48	140.00	150.00	200.00
财务费用	16.80	12.14	22.44	29.04	51.09	70.66
资产减值损失	18.70	3.54	60.66	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	4.13	0.13	-0.24	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	109.22	79.48	-159.56	14.78	195.24	347.83
加:其他非经营损益	26.35	28.04	18.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	135.57	107.52	-140.96	14.78	195.24	347.83
减:所得税	20.22	13.28	4.23	1.48	19.52	34.78
净利润	115.35	94.24	-145.18	13.31	175.72	313.05
减:少数股东损益	7.06	3.96	-9.99	0.92	12.09	21.53
归属母公司股东净利润	108.29	90.29	-135.20	12.39	163.63	291.52
资产负债表						
货币资金	489.80	417.17	278.90	84.42	17.21	24.30
应收和预付款项	536.30	617.98	594.88	580.12	1339.85	1370.63
存货	675.57	569.48	482.84	823.57	1185.71	1561.37
其他流动资产	0.10	0.39	202.24	202.24	202.24	202.24
长期股权投资	15.87	31.00	62.80	62.80	62.80	62.80
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	210.68	200.16	183.29	153.41	123.54	93.67
无形资产和开发支出	46.39	51.01	19.42	16.60	13.78	10.96
其他非流动资产	4.35	5.34	87.95	86.04	84.12	84.12
资产总计	1979.06	1892.54	1912.31	2009.20	3029.24	3410.10
短期借款	189.00	123.18	10.70	0.00	353.52	335.00
应付和预收款项	571.63	490.30	518.87	614.90	1128.79	1256.23
长期借款	71.84	68.00	396.60	396.60	396.60	396.60
其他负债	68.58	85.79	40.94	40.94	40.94	40.94
负债合计	901.06	767.27	967.11	1052.44	1919.84	2028.76
股本	228.16	342.24	410.69	410.69	410.69	410.69
资本公积	429.13	315.38	246.93	246.93	246.93	246.93
留存收益	355.53	411.58	242.00	252.65	393.20	643.60
归属母公司股东权益	1012.82	1069.20	899.62	910.27	1050.82	1301.22
少数股东权益	65.18	56.07	45.58	46.49	58.58	80.11
股东权益合计	1078.00	1125.27	945.20	956.76	1109.40	1381.33
负债和股东权益合计	1979.06	1892.54	1912.31	2009.20	3029.24	3410.10
现金流量表						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E

经营性现金净流量	22.70	53.06	86.51	-163.00	-366.56	107.38
投资性现金净流量	-41.57	-30.32	-341.08	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	184.39	-124.30	136.75	-31.49	299.35	-100.28
现金流量净额	166.03	-101.69	-118.45	-194.48	-67.21	7.10

资料来源: wind 资讯, 海通证券研究所

相关报告:

三维通信 002115: 夕阳行业的朝阳公司(买入, 首次)

行业跟踪报告: 彻底改变通信行业投资逻辑的时候到了: 立足全球视野, 关注中国内需(增持, 维持)

信息披露

分析师声明

徐力：通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、烽火通信、东方通信、奥维通信、三维通信、二六三、梅泰诺、中创信测、振芯科技、海能达等

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。