

世纪鼎利

300050

网优行业增长明确，公司业绩提升可期

询价区间预测（元）

RMB 59.44—68.47 元

发行数据

发行数量（万股）	1,400
计划筹资金额（亿元）	
预计询价区间（元）	
询价市盈率（倍）	
上市日期	
主承销商	平安证券

发行后股权数据

总股本（百万股）	54
流通 A 股（百万股）	14
流通 H 股（百万股）	N/A
流通股比例（%）	25.93

控股股东

控股股东简称	叶滨
发行后持股比例（%）	33.33
所有制性质	自然人股东

经营预测与估值

	2008A	2009Q3	2009E	2010E
营业收入（百万元）	136.65	184.94	295.53	409.30
营业利润（百万元）	38.79	71.43	101.83	146.75
净利润（百万元）	38.99	75.55	99.58	139.41
增长率（%）	-	-	155.42	40.00
发行后 EPS（元）	0.72	1.40	1.84	2.58
P/E（倍）	-	-	-	-

■ 公司是国内领先的移动通信网络优化方案综合供应商，既为电信运营商和电信设备供应商提供具有自主知识产权的移动通信网络优化测试分析系统产品，亦为电信运营商提供移动通信网络优化服务。其中网络优化测试系统产品收入占比高于网络优化服务。

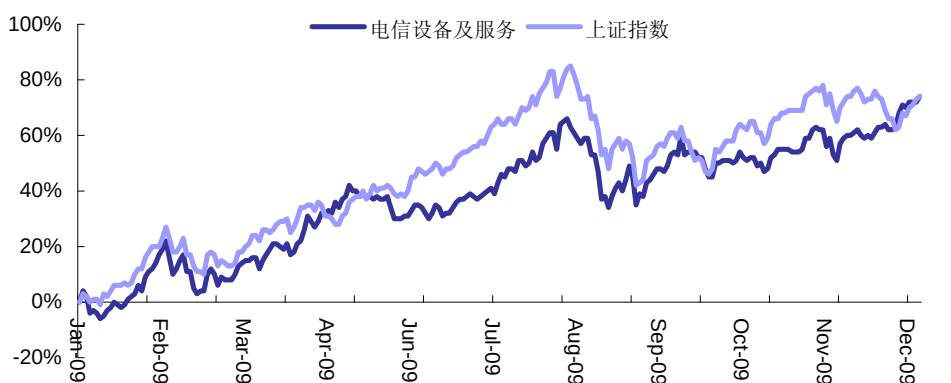
■ 3G 建设带来的增量市场将会使网络优化行业持续 3-5 的快速增长。1) 2G 网络建设相当成熟，网优市场规模较为稳定；2) 未来三年 3G 大规模的网络建网，将产生直接的网络优化需求；3) 3G 运行期带来用户数据业务的迅速增加，运营商网络扩容和优化的需求将进一步增加。

■ 公司具备一定技术优势，网优产品种类众多、适合各种 3G 制式，并且客户基础较为广泛，未来有望把握网络优化需求市场扩张的机遇，以实现业绩较快的增长

■ 我们预计公司 2009-2010 年可实现营业收入 2.96 亿元和 4.09 亿元，发行后 EPS 分别为 1.84 元和 2.58 元。基于通信设备和通信服务不同的 β 特性，对应不同的市盈率水平，根据分类加总估值法，公司对应的合理价格区间为 59.44-68.47 元

■ 主要风险：第三方网络优化行业市场集中度低，结构分散，企业众多。如果竞争加剧，会降低公司的综合毛利率水平，进而影响公司未来业绩。

最近 52 周股价表现



分 析 师
 宋利杰
 +0755-82080077
 songlj@lhqz.com
 王小松
 +0755-82125054
 wangxs@lhqz.com

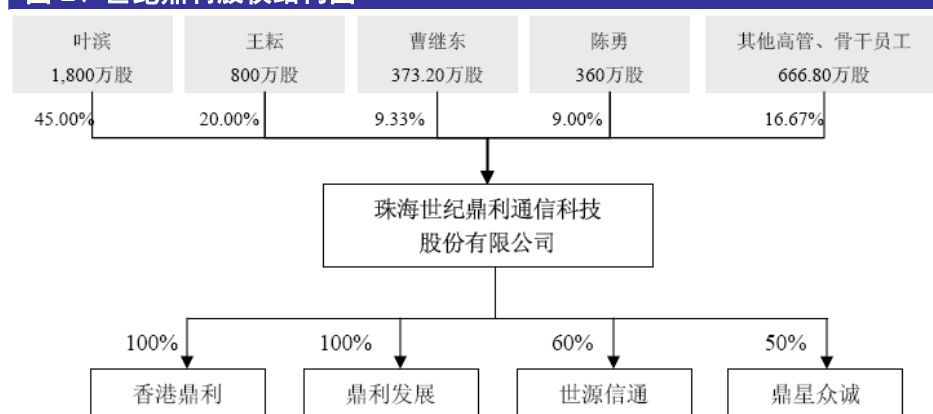
公司概况

公司是国内领先的移动通信网络优化方案综合供应商。公司既为电信运营商和电信设备供应商提供具有自主知识产权的移动通信网络优化测试分析系统产品，包括路测分析系统、自动测试分析系统、便携式测试分析系统、后台分析系统等全系列产品；同时亦为电信运营商提供移动通信网络优化服务，包括 GSM/CDMA/WCDMA/TD-SCDMA/CDMA2000/EvDo 网络的测试、分析、规划、优化等。

公司网络优化测试系统产品收入占比高于网络优化服务，约为60%；2009年3季度比重有所提高，主要是系统产品增速较快。与华星创业（300025.SZ）相比，公司网络优化服务收入总量和占比较低；此外，公司网优系统产品以硬件为主，而华星创业以软件为主。

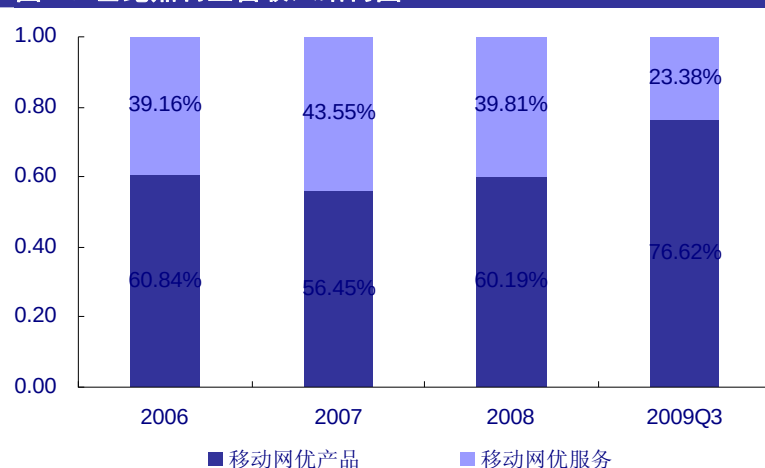
公司主要客户包括中国移动、中国联通、中国电信等电信运营商，以及华为、中兴通讯等通信设备供应商等。

图 1、世纪鼎利股权结构图



资料来源：公司招股说明书

图 2、世纪鼎利主营收入结构图



资料来源：公司招股说明书、华泰联合研究所

3G 带动的增量市场是网络优化行业增长的关键

2G 网络优化市场规模相对稳定

我国2G网络已经非常成熟, 网络覆盖和网络运行质量在世界各国属于前列, 运营商的重点将主要集中网络的日常运行维护和优化服务方面。

此外, 随着3G的建设, 运营商将形成2G与3G并存的格局。运营商的投资重点必将3G倾斜, 对2G的投资会不断下降, 主要工作是保持2G网络运行质量不会下降。

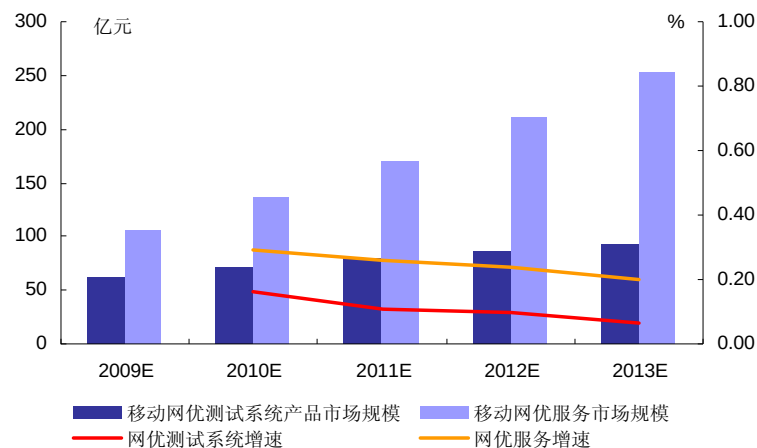
3G 建设带动的增量市场将给网优行业带来至少 3-5 年的快速增长

根据工信部数据, 2009年三大运营商计划全年投资1435亿元用于3G 网络建设, 并且计划2009 至2011 年累积投资4000亿元建设3G 网络。国内移动通信网络建设在未来3-5内将迎来一个黄金时期。3G 网络大规模建设过程中需要大量网络优化测试产品不断测试、优化网络运行质量。按照行业经验数据, 在电信网络建设和改造或升级的过程中, 移动通信测试设备为移动通信设备投资2-4%。

根据一般规律, 在移动通信网络建设初期, 对网络优化的需求较小。在网络开始运行和运行之后, 随着用户的不断增加, 运营商必须不断对网络进行扩容并优化, 以使网络承载和运营质量能够适应用户数的增加, 因此, 3G建设后期对网络优化的需求会进一步增加。

因此, 3G 网络的大规模建设及商用将为网络优化测试产品及网络优化服务创造了广阔的市场空间。

图 3、移动通信网络优化市场规模



资料来源: 公司招股说明书、CCID、华泰联合研究所

公司业绩增长可期

公司具备一定技术优势, 产品种类齐全、适合各种 3G 制式, 客户基础广泛, 有望把握 3G 建设带动的网络优化市场需求, 实现业绩未来三年较快的增长。

公司具有一定技术优势，产品种类齐全

公司是国内最早开发无线网络测试产品的供应商。通过自主研发，产品涵盖2G、2.5G、3G的GSM/GPRS/EDGE/WCDMA/HSPA、CDMA1X/EvDo、TD-SCDMA/HSDPA等多种技术制式的测试优化产品，包括了自动测试分析系统、便携式测试分析系统、综合测试分析系统、优化分析系统和规划系统等。

公司客户基础广泛

目前公司网络优化测试系统产品被三大运营商和华为、阿尔卡特-朗讯等主流设备商广泛采用，公司也同时为三大运营商提供网络优化服务。良好的客户基础使得公司不依赖于单一的客户，有助于公司在3G时代获取更大的市场份额。

表 1、公司与华星创业客户结构比较

项目	2008 年	2007 年	2006 年
华星创业对中移动系统的收入占比	93.85%	95.59%	93.93%
公司对中移动的收入占比	56.60%	71.32%	77.38%
公司对中电信和中联通的收入占比	22.34%	7.29%	5.38%
公司对系统设备供应的收入占比	14.91%	16.98%	11.17%

资料来源：公司招股说明书、华泰联合研究所

分散的市场结构，有利于公司进入新区域

由于三大运营商对网优业务实行总公司统一控制、各分支公司自主采购的体制，导致国内网优市场结构分散，主要以省份为竞争区域，并且国内第三方移动通信网络测评优化服务行业中地方性企业众多，规模普遍较小。根据中研博峰的《通信技术服务行业研究报告》统计，目前境内第三方移动通信网络测评优化服务企业有400家左右，其中地方性的企业350家以上，全国性的企业不足50家；地方性的企业注册资本基本在几十万元至几百万元之间、年销售额从数十万元至数百万元不等；除少数几家企业外，全国性的企业注册资本一般为数千万元、年销售额一般为数千万元至过亿。

在3G时代，运营商基于技术、成本、服务质量等因素，有望给予有资金和技术优势的全国性网优企业更多的市场份额。

盈利预测与估值

公司业绩的核心驱动因素：营业收入增长和毛利率。

营业收入增长

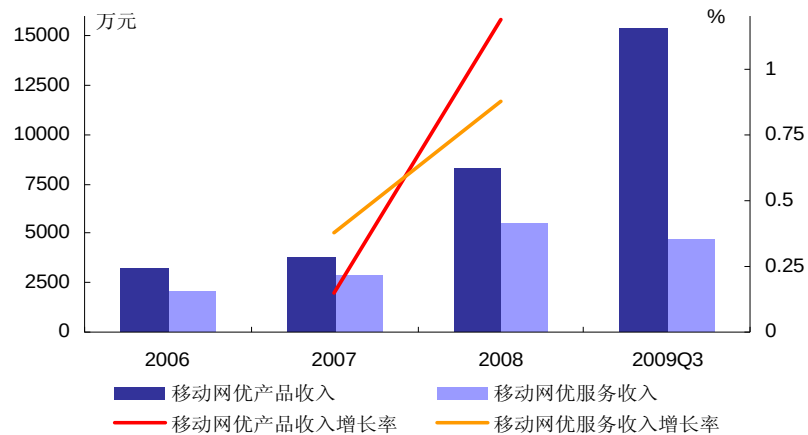
受电信重组和3G投资影响，公司2008年和2009年前三季度，营业收入大幅增长。其中2008年同比增长104.95%，2009年三季度营业收入比2008年全年已增长47.12%。

公司网优测试系统产品高速增长，2008年同比增长118.56%，2009年3季度比2008年全年增长87.27%。这一方面体现了通信设备业绩高弹性特点，另一方面

是因为在3G建网初期，运营商和系统设备供应商均需大量采购新的网络优化测试产品，随着建设重点向网络扩容和优化方面转移，网络优化测试系统产品的需求增速会下降，而网络优化服务会增加。

基于：1) 前述对网优行业前景和公司优势的分析；2) 我们预计3G用户增速会加快，因此三大运营商会比与计划提前加大对网络扩容和优化的投入；3) 基数不断变大。我们预计公司2009-2011年营业收入仍将保持较高的增长速度，但增速会逐步回落。预计公司测试系统产品增速分别为170%、38%和30%；网优服务增速分别为35%、40%和35%。

图 4、公司三年又一期营业收入增长趋势

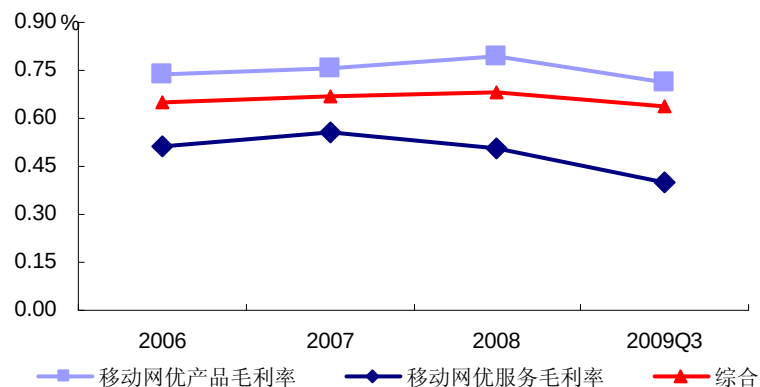


资料来源：公司招股说明书、华泰联合研究所

毛利率

2006-2008年，公司网络优化测试系统产品和网络优化服务的毛利率维持在较高水平。2009年前三季度，两项业务的毛利率均有所下滑：测试系统产品毛利率下降主要是受移动运营商的网优系统产品采购订单价格小幅下降的影响；网络优化服务毛利率下降的主要原因是公司业务人员增加及薪酬提高，以及公司服务外包成本增加。

图 5、公司三年又一期毛利率变动趋势



资料来源：公司招股说明书、华泰联合研究所

网络优化测试系统产品毛利率主要取决于运营商的定价。在3G建设初期，运

营商会给予较高的毛利率空间, 以支持供应商培育市场; 随着市场成熟与采购量加大, 毛利率会逐步下滑。我们预测未来三年毛利率分别为71%、68%和65%。

网络优化服务的毛利率取决于运营商的定价, 以及市场竞争程度。未来公司要进一步提升网络优化服务的市场份额, 必须进一步扩展服务网络, 增加服务人员, 在市场拓展初期可能会降低毛利率。我们预计未来三年毛利率分别为39%、35%和37%。

估值

我们预测公司2009-2011年可分别实现营业收入2.96亿、4.09亿和5.37亿元, 发行后EPS分别为1.84元、2.58元和2.94元。

考虑到通信设备和通信服务具有不同的 β 特点, 我们对世纪鼎利的两部分业务分别估值。公司网优测试系统产品具有较高弹性, 高增长不会长期持续, 合理市盈率水平为20-25倍。假定2010年测试系统产品收入比重为70%, 则系统产品对应合理价格区间为36.12-45.15元。

网络优化服务市场需求的增长将会是长期的, 因此应享有更高的市场盈利水平。公司网优服务业务对应的合理市盈率为30倍。假定2010年公司网优服务收入占比为30%, 则网优服务对应合理价格为23.32元。

根据分类加总估值法, 世纪鼎利对应的合理价格区间为59.44-68.47元。

主要风险

第三方网络优化行业市场集中度低, 结构分散, 企业众多。如果竞争加剧, 会降低公司的综合毛利率水平, 进而影响公司未来业绩。

此外, 公司网络优化服务收入总量和占比较低。随着运营商3G建设重点由网络覆盖过渡到网络扩容和优化, 网络优化服务的市场规模会更快地增长, 公司倘若不能随之提高网络优化服务的市场竞争力和市场份额, 将会直接影响到公司经营业绩的增长。

表 2、公司合并利润表（单位：百万元）

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	66.68	136.65	295.53	409.30	537.23
营业成本	22.04	43.80	109.20	164.90	226.89
营业税金及附加	2.10	4.06	8.94	12.47	16.20
销售费用	6.25	12.04	27.34	43.55	51.45
管理费用	14.43	34.93	45.32	69.05	81.57
财务费用	-0.10	0.88	0.85	-30.50	-20.60
资产减值损失	0.62	2.15	2.05	3.07	4.60
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.49	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	21.82	38.79	101.83	146.75	177.12
营业外收入净额	5.94	6.87	14.79	20.82	11.92
利润总额	27.76	45.66	116.62	167.57	189.04
所得税	1.33	6.67	17.04	28.16	30.18
净利润	26.43	38.99	99.58	139.41	158.86
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	26.43	38.99	99.58	139.41	158.86
EPS（元）	0.66	0.97	1.84	2.58	2.94

资料来源：公司招股说明书、联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21)5010 6028 FAX: (86-21)6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。