

世纪鼎利调研报告

买入(首次)

投资要点:

- 网络测试产品在中国电信和中国联通增量市场份额 50%以上;
- 服务团队今年将发展到 400 人左右,可能收购网络优化服务小公司;
- 预计同比增长 50%以上, 中报有可能高送股。

报告摘要:

- 运营商投资重点将转移到补网及网络优化上来,继续完善室内覆盖和补充网络盲点。如果按行业经验数据,移动通信测试设备为移动通信设备投资的 2-4%, 预计该行业今年同比增长 50%以上。网络优化行业分产品和服务,产品包括测试产品和网络优化覆盖产品:国内产商在新增测试设备市场具有较大优势;网络优化服务行业参与者较多,充分竞争,行业有集中度加强的趋势。
- 世纪鼎利为移动通信网络优化方案综合供应商,能提供移动通信网络优化测试分析系统,也为电信运营商提供和产品相关网络优化服务。公司 2009 年主营业务收入中来源于中国移动、中国电信、中国联通、系统设备供应商以及第三方服务商的比例为 36: 19: 11: 18: 16。
- 公司产品在中国电信和中国联通测试产品招标中份额较高,一般增量市场份额能达到 50%以上,公司今年有望通过调整产品功能,关联原有产品线结构,研发多接口平台业务,带动整个市场的增长;服务目前主要集中在无线端的服务,一般参与用户投诉、检查测试维护等投诉代维,毛利率水平 40%以上,预计今年服务团队将从去年 300 人发展到 400 人左右。公司未来仍将加大对服务的投入,有可能利用超募资金,收购网络优化服务相关公司。
- 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 3.14、4.64、6.24 元,公司目前股价为 128.25 元,相当于 2010 年 40 倍 PE,在新股中相对估值水平处于中等。公司在 2009 年并没有股本转增,中报有可能会有高送股。首次给予评级为“买入”。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	136.7	327.4	526.8	756.9	1014.4
同比增长率	105.0%	139.6%	60.9%	43.7%	34.0%
净利润	39.0	111.3	169.6	250.5	337.0
同比增长率	47.5%	185.6%	52.3%	47.7%	34.6%
每股收益(元)	0.72	2.06	3.14	4.64	6.24
净资产收益率	33.82%	51.40%	11.72%	13.62%	15.49%

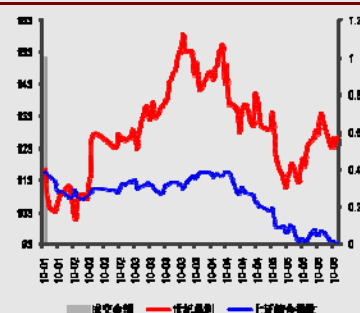
分析师

胡颖

电话: 010-88085957

Email: huying@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100331	趋向集中	非常分散
20091231	无明显变化	非常分散
20090930	-	非常分散

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股	82.85	
占流通 A 股比	7.40	
持股家数及进出情况	共计 12 新进 12	

数据来源: 港澳资讯

相关研究

一、公司概况

公司为移动通信网络优化方案综合供应商，主要为电信运营商和电信设备供应商提供高技术含量的移动通信网络优化测试分析系统，也为电信运营商提供和产品相关移动通信网络优化服务。

公司 2010 年 1 月公开发行股份 1400 万股，发行后总股本为 5400 万股。发行人主要包括叶滨、王耘、曹继东、陈勇等 19 名自然人，其中叶滨持股 1800 万股，占发行后总股本的 33.33%，王耘持股 800 万股，占发行后总股本的 14.81%。公开发行募集资金 11.7 亿元。

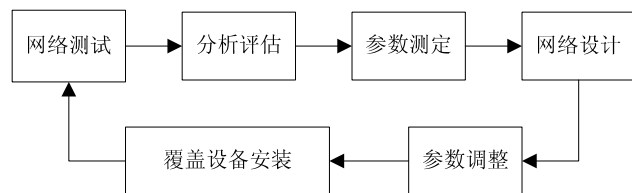
公司截至 2010 年 3 月 31 日，公司总资产规模为 14.71 亿元，其中归属于上市公司股东的所有者权益为 14.19 亿元。截至 2009 年 10000000002 月 31 日，公司员工总数为 491 人。

二、行业分析

从投资的情况来看，无线基站将不再是今年运营商投资的重点，虽中国移动 TD 三期的建设将可能会抵消一部分中国电信和中国联通 3G 投资减少量。从基站数量来看，中国移动 2G 部分目前有 40 万个基站，3G 大约已经建成 10 万个，今年要再建设 8 万个；中国电信目前有 20 万，其中 3G 基站数据 12 万；中国联通 2G 部分大约 28、29 万个，3G 已经建设 10 万个。今年的投资重点将转移到补网及网络优化上来，一方面应对投资压力，部分运营商减少基站投资，另一方面继续完善室内覆盖和补充网络盲点。如果按行业经验数据，移动通信测试设备为移动通信设备投资的 2-4%，预计今年同比增长 50% 以上。

网络优化行业厂商主要提供的包括产品和服务，而产品又包括前期的测试产品和后期的网络优化覆盖产品。一般来说网络优化流程如下：前期需要做网络测试，然后对网络的相关性能做分析和评估，并测定网络相关参数，之后，运营商或者网络优化厂商做网络优化设计，调整参数或者安装相关的覆盖设备，完善设定区域的网络覆盖。

图 1：网络优化产业链



数据来源：宏源证券研究所

网络优化不仅存在于网络建设初期，也贯穿于网络商业运营的整个生命周期：在网络建设初期，网络初期覆盖之后，需要补充相关的网络盲点，后期补网需要相关的测试和分析评估以及安装覆盖设备；在网络基本建成之后，网络后期的运营时，随着话务量的不断提升，地理环境的变化，不断存在网络优化的需求。

前期的网络测试、分析评估以及参数测定，都需要专业、功能全面的测试工具获取网络性能相关指标，如果按行业经验数据，移动通信测试设备为移动通信设备投资的 2-4%。目前测试市场主要厂商包括国际著名测试厂商安捷伦、亚斯康旗下的 TEMS，国内有中创信测、世纪鼎利等。安捷伦因为历史的原因，在三大运营商的测试设备存量市场中占据较大比重，在新增市场上，海外厂商目前的市场份额较低，国内产商具有较大优势，其中中国

联通中国电信的测试设备市场世纪鼎利能达到 50%以上市场份额。

而网络优化服务则可能贯穿于整个网络优化过程中，主要包括网络评估、网络普查和网络优化等。服务提供者可能是设备提供商也可能是第三方的网络优化供应商。第三方的网络优化服务商主要包括华星创业、世纪鼎利、国脉科技、日讯在线、中通服以及刚收购了广州逸信的三维通信。网络优化服务行业参与者较多，行业处于充分竞争，且因为优化服务需要大量的人力投入，区域性的公司较多，发达地区网络优化外包比例较高，比如广东、江浙、辽宁以及北京等等，不发达地区较少。从行业的趋势来看，行业集中度将逐步加强，有可能重复通信主设备行业向几个大厂商集中的发展路径。

三、公司主营

公司 2009 年实现营业收入 3.27 亿元，同比增长 139.62%，公司 2006 到 2009 年复合增长率达到 82.55%，其中移动网络测试分析系统收入达到 2.19 亿元，占比 66.88%。

表 1：世纪鼎利营业收入及占比

营业收入(百万元)	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009 Q3	2009 年报
路测分析系统	13.11	21.47	52.93	109.25	161.27
便携式测试分析系统	4.04	5.58	14.92	17.23	28.62
自动测试分析系统	14.9	8.67	12.3	26.49	26.92
其他销售收入	0.7	1.92	2.1	1.07	2.19
移动网优服务收入	21.08	29.04	54.4	47	108.46
总收入	53.83	66.68	136.65	201.04	327.46
收入构成(%)	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009 Q3	2009 年报
路测分析系统	24.36	32.2	38.73	54.34	49.25
便携式测试分析系统	7.5	8.37	10.92	8.57	8.74
自动测试分析系统	27.68	13	9	13.18	8.22
其他销售收入	1.3	2.87	1.54	0.53	0.67
移动网优服务收入	39.16	43.55	39.81	23.38	33.12

资料来源：宏源证券研究所

公司的移动网络测试分析系统主要包括路测分析系统、便携式测试分析系统和自动测试分析系统，其中路测分析系统其工作原理是通过控制专业测试终端仿真用户发起各种业务，实时采集路测过程中的无线信号、信令和事件数据，直观、快速的显示测试过程中的各项网络性能指标，为数据处理和后台分析提供最准确的测试数据，是运营商最主要的测试分析系统工具；便携式测试分析系统的便携式终端的价格较高，若通过研发降低终端价格，未来便携式设备将会有较大的市场空间；自动测试系统是公司专门针对 3G 研发的产品。

主营业务收入中来源于中国移动、中国电信、中国联通、系统设备供应商以及第三方服务商的比例为 36: 19: 11: 18: 16。公司在中国电信和中国联通测试产品招标中份额较高，一般在增量市场中份额能达到 50%以上。从产品来看，公司产品的性能和国外供应商相比，软件上已经没有差别。

3G 投资建设前期已经有较大投入，2010 年投资增速的下滑也将影响网络优化测试子行业的增速，再加上原有产品的使用周期，对于网络优化测试产品的厂商来说，通过调整产品功能，关联原有产品线结构，并不断研发新产品新功能，来带动整个市场的增长。世纪鼎利将主要投入多接口平台业务。

产品没有固定的价格,需要根据相关的产品模块进行定价,公司也会考虑客户的重要性的和潜在在产品价格上做调整,但产品的毛利率水平较高,基本上能达到 70%以上。综合来看,产品价格下滑的趋势较为明显,但公司可能会通过研发,提高产品中软件比例,降低产品成本,维持产品毛利率水平的稳定。

表 2: 世纪鼎利各项产品毛利率

毛利率(%)	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009 Q3	2009 年报
路测分析系统	70.51	75.54	78.18	69.95	70.98
便携式测试分析系统	83.8	84	84.13	72.27	77.03
自动测试分析系统	75.67	76.03	83.93	76.95	72.74
其他					49.43

资料来源: 宏源证券研究所

公司的服务目前还不包括代维,主要集中在无线端的服务,一般参与用户投诉、检查测试维护等投诉代维。网络优化服务的毛利率水平较高,达到 40%以上,预计今年将从去年 300 人的规模发展到 400 人左右。

公司未来仍将加大对服务的投入,有可能利用超募资金,收购网络优化服务的相关公司。

四、盈利预测及评级

综上所述,我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 3.14、4.64、6.24 元,公司目前股价为 128.25 元,相当于 2010 年 40 倍 PE,在新股中相对估值水平处于中等。公司在 2009 年并没有股本转增,公司中报有可能会有送股。首次给予评级为“买入”。

表 3: 通信行业相关个股 2010 年动态 PE 比较

证券代码	证券简称	预测市盈率
002309.SZ	中利科技	24.65
002313.SZ	日海通讯	33.68
300047.SZ	天源迪科	37.83
300050.SZ	世纪鼎利	40.84
002281.SZ	光迅科技	44.50
300074.SZ	华平股份	47.48
300045.SZ	华力创通	49.14
300002.SZ	神州泰岳	53.42
002316.SZ	键桥通讯	57.58
300025.SZ	华星创业	62.10
600990.SH	四创电子	99.44
002362.SZ	汉王科技	112.93

资料来源: 宏源证券研究所

表 4: 盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	136.7	327.4	526.8	756.9	1014.4
营业成本	43.80	123.85	205.15	297.97	404.04
营业税金及附加	4.06	8.65	13.70	19.53	25.97

管理费用	34.93	61.47	84.29	105.97	131.88
销售费用	12.04	25.48	42.14	56.77	74.05
财务费用	0.88	0.82	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	2.15	0.81	2.00	2.00	2.00
营业利润	38.79	107.59	179.53	274.66	376.50
利润总额	45.66	126.56	199.53	294.66	396.50
所得税费用	6.67	15.19	29.93	44.20	59.48
净利润	38.99	111.37	169.60	250.46	337.03
归属于母公司净利润	39.0	111.3	169.6	250.5	337.0

资料来源：宏源证券研究所

分析师简介:

胡颖: 宏源证券研究所通信行业研究员, 中国人民大学金融学硕士, 2007 年加盟宏源证券研究所。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。