

世纪鼎利 (300050.SZ) 其它技术服务行业**评级：持有 维持评级****公司点评****陈运红**分析师 SAC 执业编号：S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn**李哲人**联系人
(8621)61357580
lizheren@gjzq.com.cn

宣布超募资金投资计划，业绩增厚有限

事件

世纪鼎利上市已 6 个月，按照规定公司于 7 月 11 日公布了超募资金的多项使用规划，其中包括以不超过 16560 万元分别投资广州市贝讯通信技术有限公司（“贝讯通信”）、广州市贝软电子科技有限公司（“贝软科技”）、北京世源信通科技有限公司（“世源信通”）的三项收购计划，以及 5243.1 万元投资两项研发项目。详细内容请参见报告正文。

评论

收购贝讯通信业绩增厚有限，主要是扩大服务团队：首批支付 2974.5 万元获取贝讯通信 51% 股权，估值相当于 09 年静态 PE12.46 倍。此后三年贝讯承诺业绩为每年 1250 万，公司将对三期超出承诺业绩的部分按照多补少退的原则进行给付，整体方案封顶 8000 万元。按照 7 月底执行协议估算，未来三年带来增厚 0.049 元、0.118 元和 0.118 元，相当于提高我们预测业绩约 1.63%、3.08% 和 2.52%，此次收购对于公司业绩贡献有限，主要目的还是迅速扩大网优服务队伍，获取客户资源，并与公司自身业务形成合力；

同时收购贝软科技，建立广州研发基地：公司同时宣布 560 万受让贝软科技 100% 股权，相当于 09 年 10.4 倍 PE。贝软科技与贝讯通信的股东组成基本一致，目前盈利水平较低，此项收购主要是贝讯通信的配套收购，同时公司将以贝软为基础来构建广州研发基地，以覆盖和支撑广州市场；

债转股和股权收购方式获取世源信通剩余 40% 股权：世源信通业务仍处于投入期，此次 2500 万投资给予世源信通的估值水平相当于 2011-2012 年 22.19-28.27 倍动态 PE，带有风险投资的成分，公司为控制风险、锁定成本所以设计了债转股和股权收购的两阶段方案，第二阶段公司可按 8 倍 PE 收购剩余股权，项目总投资不超过 8000 万；

两个研发项目重在新产品及应用拓展：公司同时宣布了两项研发计划，包括 4200 万元投资《用户服务质量智能感知系统》和 1043.1 万投资《LTE 网络测试系统的基础技术研究》项目，目的主要是拓展原有的业务范畴，开发新的业务及应用，为公司未来开拓增量收入奠定基础。

投资建议

维持“持有”评级：通过公司此次宣布的多项投资计划，我们可以看到公司拓展网优服务业务和开发新技术、新应用的发展思路。但此次投资项目大多属于长线投资，对公司短期业绩增厚有限，同时考虑到行业需求未来波动较大，我们暂不调整对于公司的业绩预测，2010-2012 年预计 EPS 分别为 3.014 元、3.827 元和 4.687 元，并维持公司的“持有”评级。

投资项目内容及点评

项目一：对贝讯通信 51%股权的收购方案

- 公司拟以不超过人民币 8000 万元，通过收购及增资的方式获取贝讯通信 51%的股份，项目实施周期最长 3 年，项目需股东大会审批：
 - **贝讯通信简介**：成立于 2003 年 11 月，注册资本 500 万，主要从事网优服务业务，其产品和服务涵盖了 GSM、GPRS/EDGE、CDMA-IS95、TD-SCDMA、WCDMA、CDMA2000 等网络制式，目前已有 7 项软件著作权及 4 项软件产品登记。2009 年收入 2507 万，净利润 493 万；
 - **首批支付 2974.5 万获 51%股权**：首先，公司通过股权转让方式支付 2474.5 万元获得贝讯 50.5%的股权，此部分是以贝讯通信 2009 年度与电信工程服务相关业务扣除非经常性损益后净利润（约 468 万元）的 10.47 倍为定价依据。此外，公司以增资方式投入 500 万元，获取贝讯通信 0.5%的股权。两部分合并计算公司给予的**静态 PE 是 09 年 12.46 倍**；
 - **三年业绩承诺每年 1250 万**：此后三年 2011-2013 年 4 月 30 日之前，依照前一年的审计后净利润情况，公司还将按照（经审计的年度净利润-1250 万元）*51%的公式对原股东进行给付，如净利润低于 1250 万，则由原股东补足。公司此部分给付封顶为 5025.5 万元，即整体方案封顶 8000 万元。贝讯原有股东以公司累计未分配利润作为业绩保证金，世纪鼎利则配套同等金额存放在贝讯作为未支付部分的保证金。
- 对贝讯通信的收购，按照三年业绩承诺来看对公司业绩增厚有限，主要仍是收购了一只近 300 人的服务队伍以及一些客户资源，并借助贝讯通信的网络，迅速增强公司网优服务业务的服务能力和覆盖范围：
 - **业绩增厚有限**：按照协议约定的承诺业绩，未来三年每年不低于 1250 万元，公司占 51%股权计算，为公司带来的业绩增厚为 637.5 万，按照 7 月底执行估算，预计未来三年带来业绩增厚分别为 0.049 元、0.118 元和 0.118 元，相当于提高我们预测业绩约 1.63%、3.08%和 2.52%，对于公司的业绩贡献有限；
 - **静态 PE 较高**：公司此次的基本投资额相当于 09 年 12.46 倍静态 PE，与此前华星创业收购明讯网络的 10 倍和三维收购广州逸信的 8.56 倍来比相对较高，我们估计可能是因为时间已经进入下半年，估值中更多的考虑 10 年业绩所致。
 - **迅速扩大服务队伍**：贝讯通信现有员工近 300 人，其中 80%以上具本科或以上学历，近 70%具四年以上经验，共有 148 人先后通过了广东移动网络测试资格认证。加上世纪鼎利原有服务团队人数已接近 600 人，而可比较的上市企业华星创业人数规模也仅在 500 多人，迅速扩大和提高了公司的服务能力；
 - **获取客户资源，形成地域合力**：贝讯业务主要在广东广西地区，此外还覆盖四川、重庆、云南、内蒙、江苏等地，主要客户是各地的中国移动公司以及一些设备商，不仅对于公司拓展东北、华北、西南等地市场有直接帮助，而且还对公司原有业务的服务网络具有很好的加强作用。

图表1：贝讯通信原股权结构

股东名称	身份证号码	出资额(万元)	出资比例(%)
许泽权	4401061980*****	110	22%
黄晓明	4452021979*****	110	22%
卢俊强	4401061979*****	110	22%
陈桐伟	4451211980*****	110	22%
陈建民	4401061979*****	60	12%
合计		500	100

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：贝讯通信经营情况(元)

项目/年度	2010 年 1~6 月	2009 年度
主营业务收入	16,413,511.82	25,066,406.32
主营业务成本	5,233,250.74	13,198,236.71
利润总额	7,018,345.07	5,546,198.45
净利润	6,191,443.99	4,930,149.17
项目/年度	2010 年 6 月末	2009 年度末
资产总额	23,154,342.48	19,579,756.98
负债总额	6,502,448.23	9,119,306.72
净资产	16,651,894.25	10,460,450.26

图表3：贝讯通信客户范围



来源：公司网站，国金证券研究所

项目二：对贝软科技 100%股权的收购方案

- 公司同时宣布以 560 万受让贝软科技 100%股权，估值水平是贝软科技 2009 年度经审计净利润的 10.4 倍 PE。
 - 贝软科技 08 年 4 月成立，注册资本 50 万，主要从事信令分析技术的产品化开发，目前形成产品的分析系统包括：基于网间信令分析的营销服务支撑系统、基于 A 接口监测的网络性能分析系统、基于 A 接口实时信令的营销服务支撑系统以及基于 Gb 接口的监测系统，已经拥有十余项软件著作权。
- 贝软科技股东与贝讯通信基本一致，成立时间较短，目前盈利水平较低，此项收购对公司业绩影响不大。主要是对贝讯通信收购的配套行为，另一方面公司计划将贝软科技作为公司广州研发基地来覆盖和支撑广州市场：
 - 贝软的主要产品是通信网络监控系统 WireRunner 和 GSM 网络分析支撑系统 GNSS，与世纪鼎利自身产品及世源信通的核心网信令系统相比，贝软的产品更侧重优化角度，偏于应用，与公司现有业务和技术存在一定互补性；
 - 通过整合贝软的技术储备、研发能力、人力资源及客户关系，公司将在广州建立研发基地，包括将原登记在贝讯通信下的《易优专家系统》、《移动通信网质量雷达系统》等 7 项软件著作权及《贝讯 MTR 自动测试系统》等 4 项软件产品将过户到贝软旗下。

图表4：贝软科技原股权结构

股东名称	身份证号码	出资额（万元）	出资比例（%）
许泽权	4401061980*****	8.5	17
黄晓明	4452021979*****	8.5	17
卢俊强	4401061979*****	8.5	17
陈桐伟	4451211980*****	8.5	17
陈建民	4401061979*****	8.5	17
林海滨	4452021980*****	7.5	15
合计		50	100

来源：公司公告，国金证券研究所

图表5：贝软科技经营情况（元）

项目/年度	2010 年 1~6 月	2009 年度
主营业务收入	1,109,400.00	2,636,328.69
主营业务成本	531,189.20	1,304,768.32
利润总额	-163,978.93	538,932.83
净利润	-163,978.93	538,932.83

项目/年度	2010 年 6 月末	2009 年度末
资产总额	2,031,462.70	1,507,294.54
负债总额	1,132,946.30	444,799.21
净资产	898,516.40	1,062,495.33

项目三：对世源信通剩余 40%股权的收购

- 公司拟分两步在约定条件达成时分别以债转股和收购股权的方式获得子公司世源信通剩余的 40%股权，此项投资总额同样不超过 8000 万，项目实施最长可达 5 年，需要股东大会审批。
 - **2500 万借款，3 年后转股：**公司单方面向世源信通提供 2500 万的股东借款，三年之后，若世源信通 2010-2012 年三个年度平均净利润超过 665 万，且 2012 年超过 845 万，则 2500 万借款视为增资，世纪鼎利股权比例上升 13.3%至 73.3%。然后还可以根据第二步方案收购原自然人股东剩余的 26.7%股份；
 - 若未达到以上条件，世源信通则应按照 1 年期贷款利率归还借款，如资金不够，则按照（2500 万-归还款）/2500 万*40%的公式计算原自然人股东需转让给世纪鼎利的股权比例，世纪鼎利同样有权按照第二步方案以 2012 年 8 倍 PE 收购剩余股份；
 - **第二步收购股权：**在符合以上三年盈利目标的前提下，公司可以根据 2012-2014 年每年的 8 倍 PE 分三次收购剩余股权（封顶为 12 年 8 倍），此部分资金封顶 5500 万，即项目总投资不超过 8000 万。
- 世源信通的业务仍处于投入期，此次 2500 万投资给予世源信通的估值水平较高，带有风险投资的成分，公司为控制风险、锁定成本所以设计了债转股和股权收购的两阶段方案：
 - 如综合公司对于世源信通的多项投资来看，估值在 5.09-6.47 倍动态 PE（公司给予世源信通的估值是约 5000 万）。但单看此次 2500 万借款转股时对应的股份增量 13.3%，则相当于给予世源信通 1.88 亿公司估值，2011-2012 年 22.19-28.27 倍动态 PE；
 - 世源信通的相关 A+Abis 口产品今年才开始试商用，目前仍未产生大规模的收入，而系统的研发和推广仍然需要大量投资。公司出于保护之前投资以及继续核心网领域的业务开拓的目的，进行了此次投资，我们认为带有风险投资的成分，这也是公司设计采用债转股形式的主要原因。

图表6：世源信通现股权结构

股东名称	出资额（万元）	出资比例（%）
珠海世纪鼎利通信科技股份有限公司	652.2	60
刘洪兴	254.36	23.4
黄海长	136.96	12.6
张健明	43.48	4
合计	1087	100

来源：国金证券研究所

图表7：世源信通经营情况（万元）

世源信通	2008	2009
资产总值	281.98	990.47
净资产		802.35
收入规模	69.71	455.09
净利润	9.97	5.91

项目四&五：《用户服务质量智能感知系统》及《LTE 网络测试系统的基础技术研究》项目

- 除以上三项股权投资计划以外，公司还宣布了两项研发计划，包括 4200 万元投资《用户服务质量智能感知系统》和 1043.1 万投资《LTE 网络测试系统的基础技术研究》项目。
 - **《用户服务质量智能感知系统》**：更加重视用户体验已经成为现有网络优化业务的重要趋势，而传统的测试和监控系统主要注重的仍然是从信令及网络指标的角度来分析网络问题，越来越不能全面反映用户对网络服务质量的感知度。因此公司引入这一研发项目，着重从商用手机终端、客户投诉以及其他能够直接反映用户体验的数据来源出发，建立真正的用户感知评估和优化平台，不仅在传统的指标测试上更进一步，同时还为更多领域留出接口，为未来向端到端的统一优化分析平台的演进做好准备。此外，项目投资在上海，将花费 2000 万购置办公场所，将能够节约公司上海办公室的管理费用投入，并覆盖华东区域业务。项目建设期 2 年，公司预计建成后未来 3 年每年新增销售收入 6000 万，净利润 1341 万，五年期 IRR 为 13.4%，投资回报期 4 年；
 - **《LTE 网络测试系统基础技术研究》**：与公司之前的 LTE 类研发项目主要围绕路测分析系统展开不同，公司此次 LTE 研发项目更加侧重于 4G 制式的基础技术研究，为下一代通信系统下的各种可能应用做技术积累。此项目属基础研究，公司没有预测项目未来收入状况。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-07-08	持有	146.12	108.50~108.50

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；
 持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；
 卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室