

2010-11-30

通信设备

中创信测 600485-SH

网络监测市场大有可为

◇ 潜在催化因素：公司在中国移动监测仪表和系统集采中斩获较高份额

◆ 未来市场空间巨大，公司收入有望快速增长

网络规模成倍扩大是前提条件。根据我们的统计，经过 2009-2010 年的大规模建设，三大运营商的基站总数几乎增长了一倍。网络规模迅猛扩大，为网络监控仪表提供了广阔的应用前景。

运营商加大网络监测投入是直接原因。用户数量增长、网络规模扩大，运营商必须加大投入，对网络进行全面监控，并对采集的数据进行统计分析，才能从根本上提升竞争力，体现差异化服务水平。

中国移动将为公司提供重要增长动力。首先，中国移动对 3G 网络实施全面监控，最新一期监控仪表和系统集采已经启动，采购数量有望成倍增长。其次，中国移动庞大的 2G 网是潜在的巨量市场空间。未来有望对 2G 网络 Abis 接口实施全面监控，启动的监控仪表相关市场需求有望达到 20 亿元以上。

◆ 公司相对竞争优势明显，有望取得最高市场份额

根据我们对网络监控设备行业的了解，中创信测提供的网络监控分析产品和系统，其解决方案最成熟、应用最广泛、在运营商中的口碑最好，总体技术水平领先于竞争对手。在运营商的集团公司集采和省公司自主采购中，公司总体市场份额有望达到 50% 以上。

◆ 股权激励计划注入内生动力

公司已于 2010 年 9 月推出了第二期股票期权激励计划，正待证监会和股东大会批准。如该计划能顺利实施，将有效提升公司凝聚力，更好地激励和稳定公司的经营骨干和关键人才，从而更好地促进公司发展。

◆ 公司有望实现高增长，维持“买入”评级

我们认为在市场需求扩大、内生增长动力充足的双重条件作用下，公司未来有望保持较快的业绩增长速度。我们测算公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.41 元、0.59 元和 0.76 元，给予公司 6 个月目标价 24 元，维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	280	235	272	379	500
营业收入增长率	43.96%	-16.18%	15.82%	39.39%	32.08%
净利润（百万元）	57	26	57	81	106
净利润增长率	110.63%	-53.57%	114.87%	43.94%	29.59%
EPS（元）	0.41	0.19	0.41	0.59	0.76
ROE（摊薄）	15.88%	6.66%	11.86%	15.04%	16.95%
P/E	43	93	44	30	23
P/B	7	6	5	5	4

维持

买入

当前价格	17.73 元
目标价格	24.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦 (执业证书编号：S0930209050199)

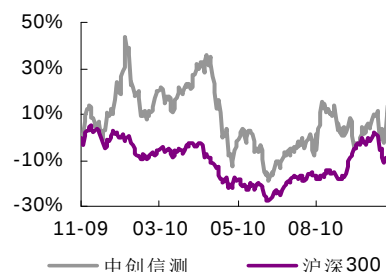
021-22169175

zhouliqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	139
总市值(百万元)	2,463
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	22.85/12.20
近 3 月日均成交量(百万股)	6.53
主要股东	北京英诺维 电子技术有 限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	17.59	-2.76	18.22
绝对收益	11.62	9.00	12.67

相关报告：

业绩符合预期，市场前景有望更加美好
..... 2010-10-28
业绩增长不俗，调升至“买入”评级
..... 2010-08-25
有待收入快速增长带来的盈利能力提升
..... 2010-04-22

未来网络监测市场空间巨大

网络规模成倍扩大是前提条件

网络规模迅猛扩大，为网络监控仪表提供了广阔的应用前景。

根据我们的统计，经过 2009-2010 年的大规模建设，三大运营商的基站总数已经从 2009 年初的 80 万个左右迅速扩大到目前的 150 万个以上，几乎增长了一倍。此外，截至 2010 年第三季度，三大运营商已累计建成 3G 基站 51.5 万个，超过中国移动 15 年以来所建 2G 基站的总和。

表 1：运营商基站总量迅速扩张

2009-2010 三大运营商基站数量增长情况

运营商	基站类型	2009 年底	2010 年中/后期
中移动	GSM	46 万	2010 中期达到 50.5 万
	TD	8 万	四期完工后将达 20 万
中国联通	GSM	28.9 万	2010 中期达到 30.6 万
	WCDMA	10.7 万	2010 中期达到 15.3 万
中电信	CDMA	3G 基站 10 万	2010Q3，基站总数超过 20 万，3G 占 2/3 以上

资料来源：运营商公告，光大证券研究所整理

运营商将加大网络监测投入是直接原因

电信市场竞争愈发激烈、电信业务趋于同质化，提高网络质量、提升用户感知成为运营商差异化服务的重要手段。为了提高网络质量，运营商需要对网络运行情况进行全面监控，迅速发现并解决网络中出现的问题；为了提升用户感知，运营商首先需要收集用户区域集中度、业务发起频率、业务类型偏好等多种信息，并进行统计分析。

在用户数量不断增长、网络规模迅速扩大的情况下，运营商必须加大投入，才能从根本上提升竞争力。据悉，中国移动已经着手在省公司层面，将网优中心提升为二级部门，可见中国移动对网络优化的重视程度。

据媒体报道，中国移动将于 2011 年引进 16 项新技术，其中涉及性能提升、网络优化、融合组网等多项技术的实施，均以网络运行和用户行为信息的采集和分析为基础。

中国移动将是公司业绩增长的最重要来源

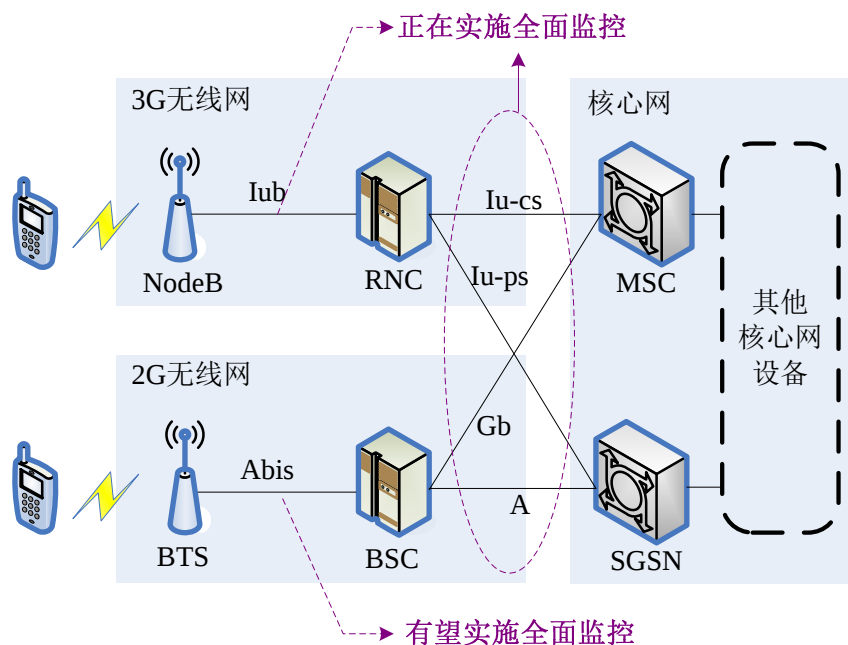
3G 网络正在实施全面监测

中国移动将对 3G 网络实施全面监控。3G 网络在持续资本投入的驱动下，网络规模迅速扩大。中国移动 TD 四期集采中，基站总数达 10.2 万个，除了对前三期的 238 个城市的 TD 网络进行优化和补点，还要在 101 个地市新建 TD 网络。

目前，面向第四期 TD 网络建设的监控仪表和系统招标已经启动，与新增 TD 网络规模相对应，本次监控仪表集采数量有望成倍增长。

图 1：中国移动 2G 和 3G 网络将分步骤实施全面监控

中国移动 2G/3G 网络接口关系和当前网络监控实施范围



资料来源：光大证券研究所整理

2G 网络全面监测即将启动，有望催生巨量市场空间

虽然目前国内通信业已进入 3G 时代，但 2G 用户仍然是移动用户的主体。由三大运营商公布数据，截至 2010 年 9 月底，我国移动用户数达 8.15 亿，其中 2G 用户为 7.1 亿，占比高达 87%。因此，运营商对已有 2G 网络相对竞争优势的巩固和强化将持续下去，由此带来的投资在未来一段时期将保持增长态势。

在 3G 网络不太“给力”的局面下，2G 网络作为中国移动的现金牛和看家宝，其地位和作用愈发突出。中国移动的 2G 基站数量从 2009 年底的近 40 万个迅速攀升至 2010 年中期的近 50 万个。我们预计到 2010 年底，

中国移动 2G 网络的规模相对 2009 年初将增长 30%以上。而且，即使未来升级至 TD-LTE，承载话音业务的重任仍将由 2G 网络担当。

目前，中国移动仅对 2G 核心网接口实施了监控，尚未启动无线接入网接口（Abis 接口）的监控。为了提升 2G 网络服务水平、尽可能地挽留 2G 高端用户，未来对 2G 网络实施全面监控已是必然趋势。一旦付诸实施，启动的监控仪表相关市场需求有望达到 20 亿元以上。

公司具备明显的相对竞争优势

根据我们对网络监控设备行业的了解，中创信测提供的网络监控分析产品和系统，其解决方案最成熟、应用最广泛、在运营商中的口碑最好，总体技术水平领先于竞争对手。因此，在运营商的集团公司集采和省公司自主采购中，公司将处于最有利的地位，有望取得 50%以上的市场份额。

公司凭借多年技术积累，已形成通信网测试仪器仪表和监测网管系统两大类 6 个系列近 30 种产品，并全部拥有自主知识产权，产品全面覆盖交换、接入与传输、移动通信、IP 数据通信、七号信令、3G 等国家重点鼓励发展的通信产业领域。目前，公司已成为国内最大、最专业的通信测试厂商。

表 2：公司网络监测仪表及系统产品齐全

公司主要产品系列和应用领域

产品系列	应用领域
Net-Compass 运维支撑系统	SS7/NGN/3G/OSE 监测分析。
Net-Pecker	GSM/W/TD/CDMA 综合测试； SS7/IMS/NGN/SMT 综合测试； 2G/3G 仿真测试、NGN/IMS 仿真测试。
Net-DT	GSM/W/TD/CDMA/PDA/WLAN 路测和优化。
Net-Sparrow	误码测试仪等传输线路测试； IP/以太网/IPTV/ADSL 等网络和线路测试。
其他	光源/反射仪/功率计等

资料来源：光大证券研究所整理

第二期股权激励有望为公司注入增长动力

公司已于 9 月份推出了第二期股票期权激励计划。如该计划能顺利实施，将有效地提高公司的凝聚力，更好地吸引、激励和稳定公司的经营管理骨干、核心技术和业务等关键人才，从而更好地促进公司发展。同时引导管理层关注公司股票在资本市场的表现，促进公司员工利益与公司长远利益的趋同。

表 3：公司第二期股票期权激励计划草案概要

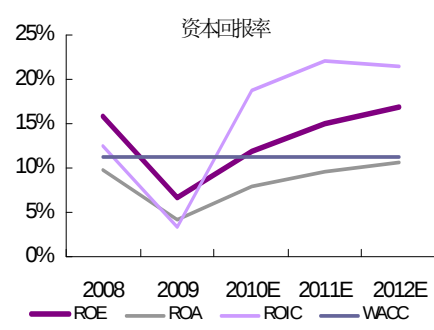
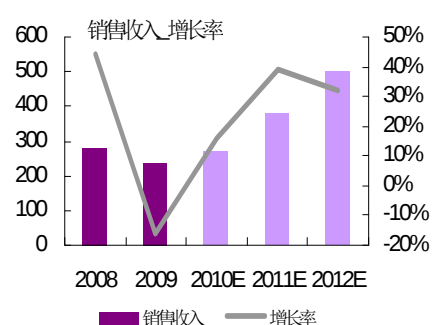
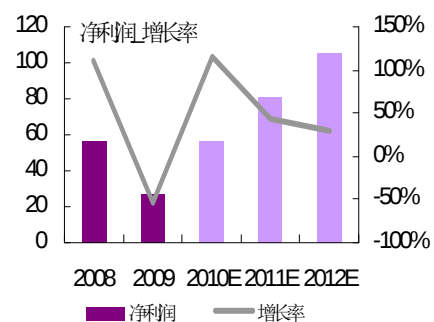
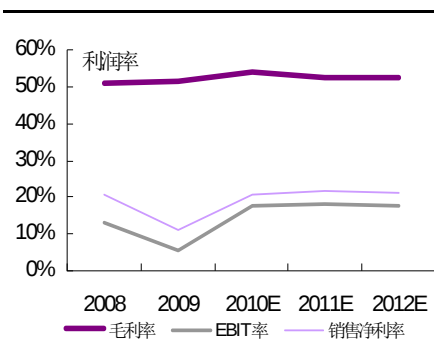
关键项目	内容
数量	800 万份股票期权，对应 800 万股公司股票，占公司股本总额 13858.6 万股的 5.77%。
激励对象	中层管理人员、核心业务（技术）骨干为主，董事、高管不参与该计划。
有效期/等待期	有效期最长不超过 5 年，等待期为一年。
行权比例	分三次行权，每次行权比例分别不超过可行权数量不超过获授期权总数的 30%、60%、100%。
业绩考核指标	从 2010 年起的连续三年，每一年相对于前一年的营业收入增长率不低于 10%，净利润增长率不低于 30%。

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

盈利预测和评级

我们认为在市场需求扩大、内生增长动力充足的双重条件作用下，公司未来有望保持较快的业绩增长速度。我们测算公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.41 元、0.59 元和 0.76 元，给予公司 6 个月目标价 24 元，维持“买入”评级。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	280	235	272	379	500
营业成本	138	114	126	180	239
折旧和摊销	9	6	9	9	10
营业税费	3	4	3	4	6
销售费用	35	32	30	42	55
管理费用	58	63	65	83	110
财务费用	-2	-2	-1	-2	-2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-5	0	0	0
营业利润	38	8	49	70	91
利润总额	61	29	62	89	115
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	56.73	26.34	56.60	81.47	105.57

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	582	621	713	848	991
流动资产	471	507	614	750	894
货币资金	170	146	314	362	385
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	121	122	153	199	258
应收票据	14	0	0	0	0
其他应收款	10	17	4	5	6
存货	137	187	121	156	207
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	3	3	3	3
固定资产	66	64	59	56	55
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	219	226	236	306	368
无息负债	219	226	236	306	368
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	363	395	477	542	623
股本	137	137	139	139	139
公积金	110	126	155	163	174
未分配利润	110	133	184	240	311
少数股东权益	6	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	53	-5	147	70	55
净利润	57	26	57	81	106
折旧摊销	9	6	9	9	10
净营运资金增加	44	40	-58	51	95
其他	-57	-78	140	-72	-155
投资活动产生现金流	-1	-14	-5	-7	-10
净资本支出	3	11	5	7	10
长期投资变化	0	3	0	0	0
其他资产变化	-3	-27	-10	-14	-20
融资活动现金流	-24	-3	26	-15	-23
股本变化	0	0	2	0	0
债务净变化	-24	0	0	0	0
无息负债变化	47	7	10	70	63
净现金流	28	-21	169	48	23

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	43.96%	-16.18%	15.82%	39.39%	32.08%
净利润增长率	110.63%	-53.57%	114.87%	43.94%	29.59%
EBITDA 增长率	91.84%	-58.31%	221.29%	36.31%	26.54%
EBIT 增长率	143.01%	-64.84%	321.94%	42.47%	29.50%
估值指标					
PE	43	93	44	30	23
PB	7	6	5	5	4
EV/EBITDA	52	132	39	28	23
EV/EBIT	66	206	46	32	25
EV/NOPLAT	70	224	51	35	27
EV/Sales	8	10	8	6	4
EV/IC	9	8	9	8	6
盈利能力 (%)					
毛利率	50.89%	51.63%	53.82%	52.60%	52.28%
EBITDA 率	16.66%	8.29%	20.94%	20.48%	19.62%
EBIT 率	13.30%	5.58%	17.65%	18.04%	17.69%
税前净利润率	21.75%	12.23%	22.88%	23.45%	23.01%
税后净利润率 (归属母公司)	20.26%	11.22%	20.82%	21.50%	21.10%
ROA	9.85%	4.24%	7.94%	9.61%	10.65%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.88%	6.66%	11.86%	15.04%	16.95%
经营性 ROIC	12.43%	3.37%	18.65%	22.17%	21.50%
偿债能力					
流动比率	2.43	2.53	2.95	2.70	2.63
速动比率	172.23%	159.86%	237.08%	214.06%	201.72%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.41	0.19	0.41	0.59	0.76
每股红利	0.00	0.00	0.12	0.18	0.23
每股经营现金流	0.39	-0.03	1.06	0.51	0.40
每股自由现金流(FCFF)	0.05	-0.17	0.76	0.11	-0.08
每股净资产	2.58	2.85	3.44	3.91	4.50
每股销售收入	2.02	1.69	1.96	2.73	3.61

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获得新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。