

目 录

公司基本情况简介	4
主营业务与客户	4
核心竞争优势	5
公司产品线齐全，自主研发能力强	5
持续高研发投入，保持技术领先优势	5
业务协同优势明显（设备+服务）	6
与大客户合作关系稳定	6
管理层战略清晰，发展方向明确	6
公司经营现状与前景	8
经营现状	8
收入及利润持续高增长	8
毛利较其他厂商高	8
行业驱动为公司发展提供良好机遇	9
3G 网络建设推动网优运维行业快速增长	9
运营商竞争驱使其加大网优投入，释放运维需求	9
3G 时代网络复杂度提高，提升网优运维需求	9
网优测试分析系统前景	9
网优服务前景	11
未来超预期增长动力	13
2G 网优市场存超预期需求	13
未来薄弱区域可能提供较大想象空间	14
超募资金的运用	14
盈利预测与估值	15
风险提示	16
产品价格下降超预期	16
运营商投资低于预期	16
公司规模不断扩大面临的管理风险	16

图表目录

图 1: 世纪鼎利主营业务	4
图 2: 世纪鼎利主营业务收入占比情况	5
图 3: 世纪鼎利近年研发费用不断增加	6
图 4: 2007 年收购鼎利发展后公司客户群变化	7
图 5: GSM 移动通信网络系统结构示意图	7
图 6: 公司总收入及净利润高速增长	8
图 7: 世纪鼎利毛利远高于同行业竞争对手	8
图 8: 世纪鼎利移动网优测试分析系统与网优服务毛利变化	8
图 9: 09-12 年我国网优测试分析系统市场规模	10
图 10: 世纪鼎利网优测试分析系统销售预测	11
图 11: 09-12 年我国网优服务市场规模	12
图 12: 移动通信网优工作流程	12
图 13: 世纪鼎利网优服务销售预测	13
图 14: 三大运营商无线通信接通率	13
图 15: 三大运营商无线通信掉话率	13
图 16: 2010 年 6 月世纪鼎利主营业务分地区情况	14
 表格 1: 我国网优测试分析系统市场竞争格局	 9
表格 2: 我国网优服务市场竞争格局	11
表格 3: 世纪鼎利首批超募资金的使用	15
表格 4: 世纪鼎利各业务收入及毛利率预测	15

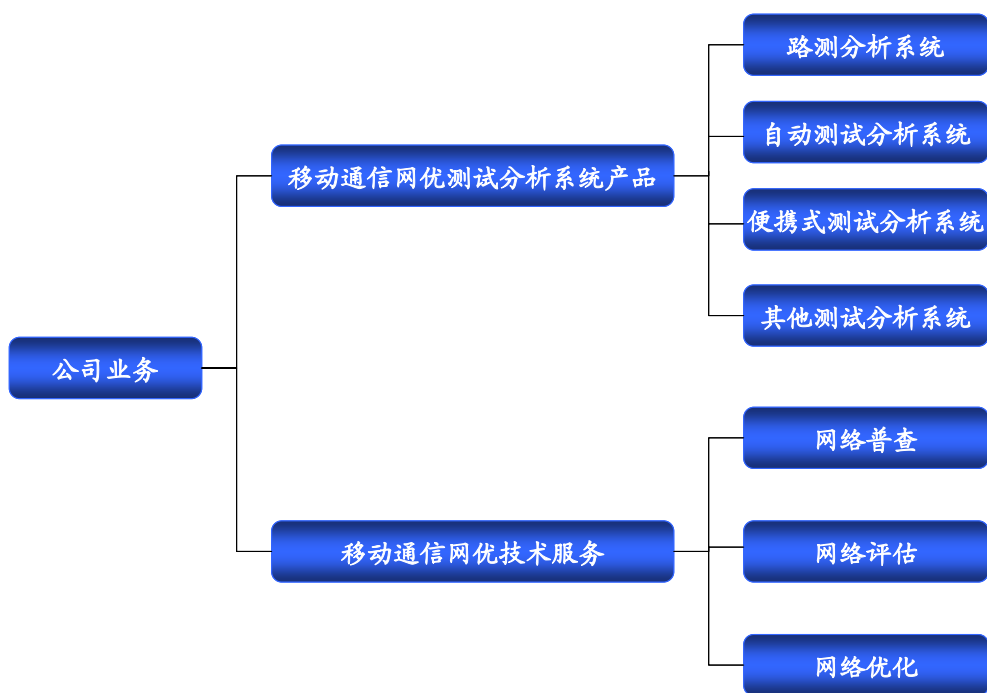
公司基本情况简介

世纪鼎利是一家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高技术含量的移动通信网络优化测试分析系统，同时亦为电信运营商提供“一站式”的移动通信网络优化服务。

主营业务与客户

公司业务主要分为两大块儿：网优测试分析系统和网优服务。其中前者具体产品为路测分析系统、自动测试分析系统、便携式测试分析系统。后者具体分为网络评估、网络普查和网络优化。

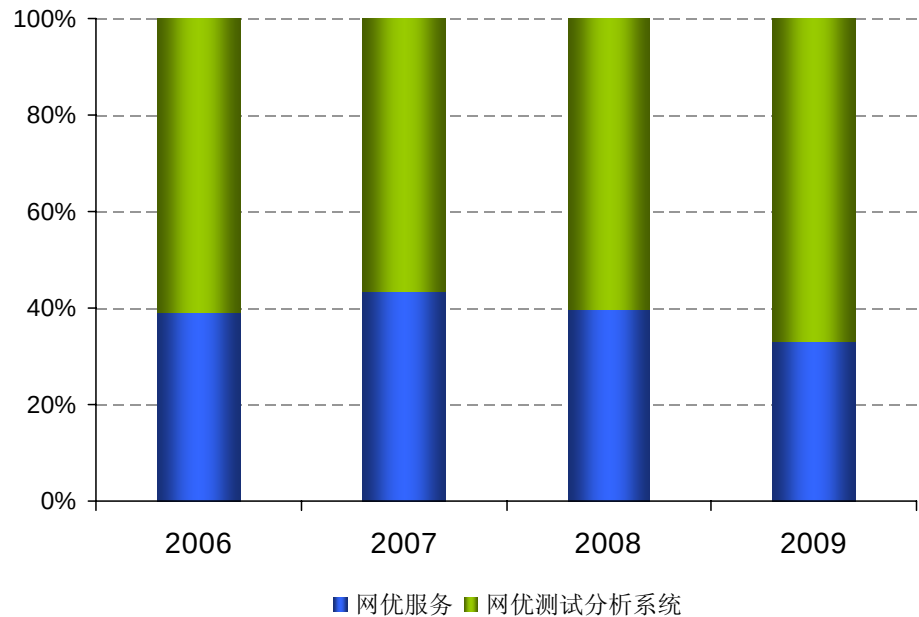
图 1：世纪鼎利主营业务



资料来源：华泰联合证券研究所

公司业务收入中，网优测试分析系统收入占比较大，2008年和2009年分别达到了60.19%和66.9%，09年3G建网期间的工程型网优对网优测试分析系统需求空前提高是实现网优测试分析系统收入重要支撑。未来网络设备建设投资沉淀形成的网络维护、优化升级的需求，一方面将加大对优化测试系统的需求，另一方面将对网优服务需求产生巨大推力，市场空间巨大。

图 2：世纪鼎利主营业务收入占比情况



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

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。

核心竞争优势

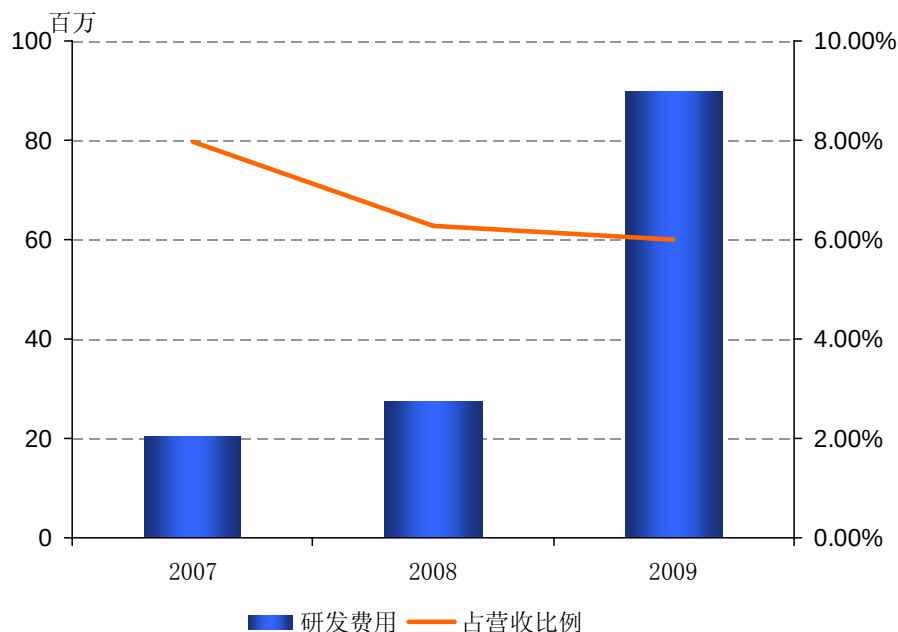
公司产品线齐全，自主研发能力强

公司拥有齐全的产品线，自主开发能力居行业前列，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。公司研发、设计的移动通信网络优化测试分析系统包括路测分析系统、自动测试分析系统、便携式测试分析系统、后台分析系统、优化分析系统和规划系统等全系列产品，均具有自有知识产权，并在同行业中处于领先地位。在“技术为王，毛利为后”的高新技术领域，较强的自主研发能力彰显公司较强的竞争力。

持续高研发投入，保持技术领先优势

在“技术为王”的高科技领域公司，技术领先就意味着占据绝对主动。为保持技术领先优势，研发费用占营收一直保持在6%以上水平。2009年公司对产品的技术升级和功能优化以及新产品开发等加大了投入力度，研发费用比2008年同比增长129.32% 近年研发费用占营收比例略有下降主要是因为研发投入带来的回报使营收增长更为显著所致。

图 3：世纪鼎利近年研发费用不断增加



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

业务协同优势明显（设备+服务）

除对外销售移动通信网络优化测试分析系统外，公司亦向电信运营商提供移动通信网络优化服务，包括 GSM/GPRS/EDGE/WCDMA/HSPA、CDMA1X/EVDO、TD-SCDMA 等移动通信网络的测试、分析、规划和优化。

公司对外服务的网优测试工具可以自产自用，成本大大降低。

与大客户合作关系稳定

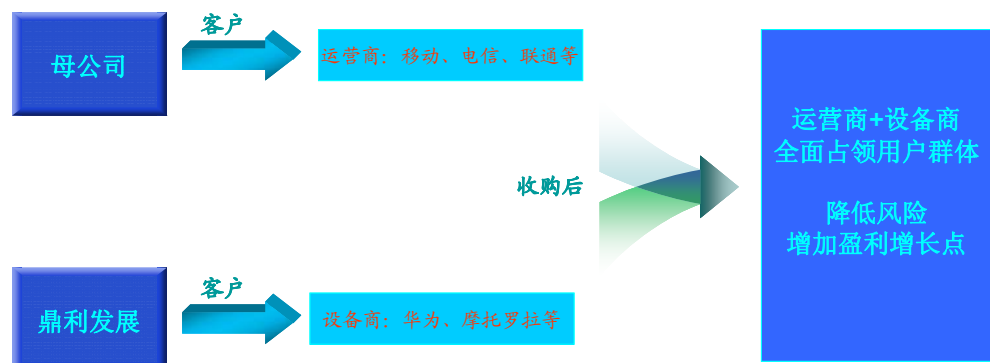
移动通信网络优化行业客户主要为移动运营商，客户较为集中，因此，与客户良好的合作关系直接决定企业的市场竞争力。公司与各移动运营商均保持了长期稳定的合作关系。自 2003 年开始，公司一直是中国移动指定的第三方网络质量评估厂商；自 2001 年开始，公司一直参与中国联通组织的各种形式的网络验收、测试和评估工作；自 2007 年开始，公司一直是中国电信指定的第三方网络质量评估厂商。

同时，公司与大型知名通信设备厂商保持了良好合作关系。公司为华为无线网络测试分析系统的供应商，所有产品均获该公司认可，是华为长期稳定的供应商。

管理层战略清晰，发展方向明确

2007 年收购鼎利发展，收购前，公司主要向移动运营商提供无线网络优化测试分析系统及优化服务，主要客户为中国移动、中国联通、中国电信等；鼎利发展主要为系统设备厂商供应无线测试、基站容量测试等设备，拥有华为、摩托罗拉、北方电讯等电信系统设备厂商的供应商资格。通过收购鼎利发展，公司拓展了客户群，进入华为、摩托罗拉、北方电讯等电信系统设备厂商的供应商体系，公司客户群进一步扩大。客户群的拓宽增加了公司新的业务增长点，增强了公司抗风险能力，提高了综合竞争力。

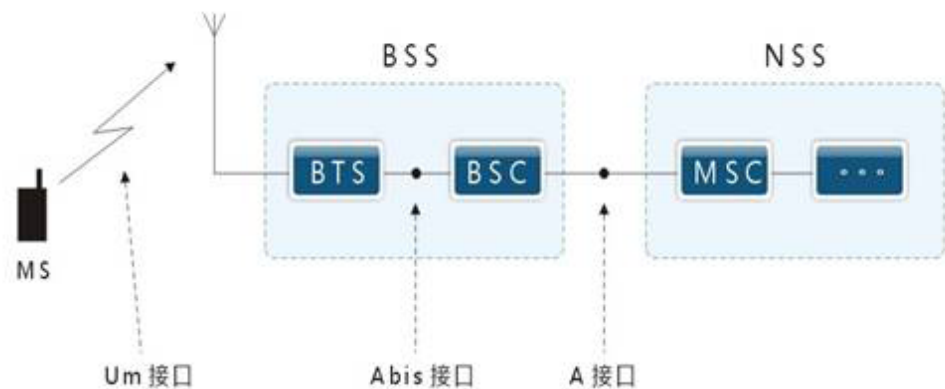
图 4：2007 年收购鼎利发展后公司客户群变化



资料来源：华泰联合证券研究所

2009年收购世源通信，收购前，公司主要产品为移动通信无线测试优化系统，主要集中于手机与基站无线子系统之间的无线接口（在GSM系统中为Um接口）。而世源通信自成立以来一直从事基站无线子系统与交换网络子系统之间的A 接口、基站无线子系统内部的Abis 接口等的信令采集及分析系统研发因此，通过收购世源通信，公司产品线将拓展至移动通信网络A、Abis 等珠海世纪鼎利通信科技股份有限公司接口网络优化测试分析产品，扩大公司市场范围，增强公司的市场竞争力，形成公司经营业绩新的增长点。

图 5：GSM 移动通信网络系统结构示意图



资料来源：华泰联合证券研究所

两次较大的并购体现了公司明确的战略方向，朝全产品线，全用户群的综合性网优提供商方向发展。公司不断寻找盈利增长点，力求提高竞争力。其次，部分超募资金用于收购贝讯通信和贝软科技，全力进军网优服务市场（下文有述），也体现了公司的战略部署。

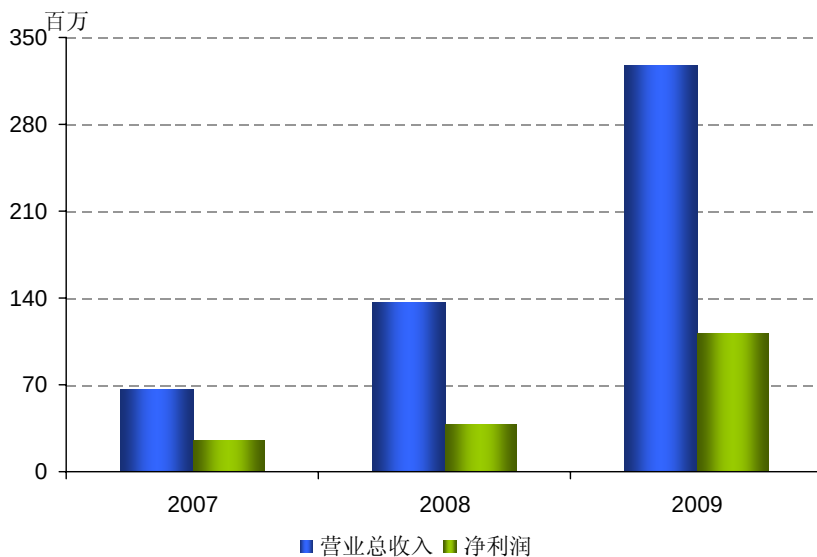
公司经营现状与前景

经营现状

收入及利润持续高增长

2008 年运营商重组后竞争加剧，运营商为提高网络运行质量，争夺客户资源，纷纷加大网优投入。同时受益于 3G 网建期工程性网优，公司近年销售收入与净利润高速增长，2009 年分别达到了 3.27 亿和 1.12 亿元，同比增长 129.6% 和 192.8%。

图 6：公司总收入及净利润高速增长

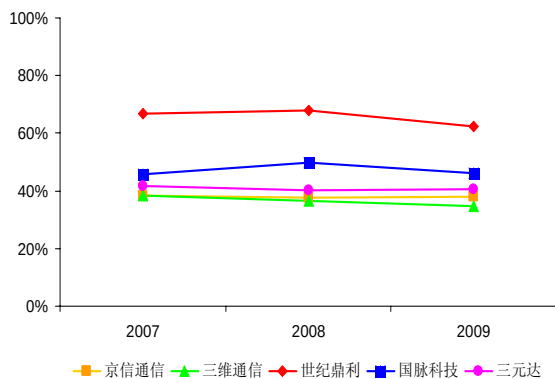


资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

毛利较其他厂商高

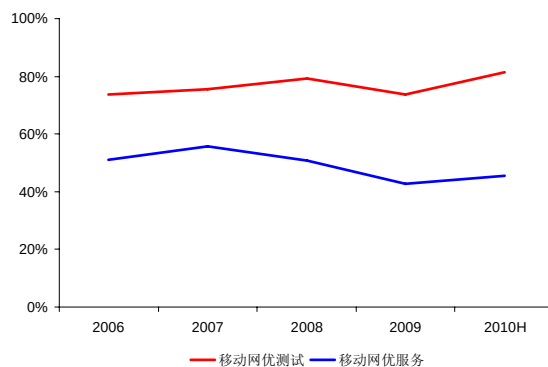
公司网优测试分析系统产品毛利较高，该类产品以软件为主体核心部件，辅以一定配套硬件（笔记本、测试手机等）为载体。公司软件开发完成后，根据客户要求要求在硬件中加装软件模块。由于软件产品毛利较高，公司网优测试分析系统收入占比较大，公司整体毛利高出其他同业厂商近 20%。

图 7：世纪鼎利毛利远高于同行业竞争对手



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 8：世纪鼎利移动网优测试分析与网优服务毛利变化



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

行业驱动为公司发展提供良好机遇

3G 网络建设推动网优运维行业快速增长

在3G 网络的建网初期，需要根据当时的无线传播环境、用户分布状况以及设备的指标做出满足运营商要求的网络规划，产生建设期间工程性网优，对优化测试系统的需求较大；在网络建成后，网络设备建设投资又沉淀形成了网络维护、优化升级的需求，加大了对优化测试系统以及网优运维服务的需求。

短期内，3G 网络的启动将成为移动通信优化测试系统市场快速增长的催化剂，推动移动通信优化测试行业的快速发展。3G 启动后，在设备一致性认证、生产和维修、网络部署和优化等方面的优化测试需求，以及对网络参数的调整以提高网络效率和质量的需求都将逐渐释放出来。

运营商竞争驱使其加大网优投入，释放运维需求

伴随中国电信业改革的深化，移动通信产业竞争必将进一步加剧。为了提高市场反应速度，满足快速多变的市场需求，移动运营商将更加注重品牌、营销、服务及产品设计等核心环节，实现从网络运营商向服务提供商的转变。而测试、优化、代维等运维服务工作比较繁琐，需要较大的人力资源投入，由专业的第三方公司完成可以有效降低运营商成本，提高服务灵活性。

3G 时代网络复杂度提高，提升网优运维需求

首先，无线网络从2G时代的2张网扩充到2G/3G是到的5-6张网，我国3G 网络采用TD-SCDMA、CDMA2000/EVDO、WCDMA 三种技术，在3G 网络建设后期，不同网络之间的互联互通测试与优化需求将大幅增长。另外数据业务在3G 时代将发展迅速，数据业务的覆盖和吞吐量测试与优化的需求将成为无线网优行业的新增长点。

其次，网络环境复杂度提高导致运营商维护成本快速上升，直接催生网络运维外包服务需求。通信网络测试、优化、维护等工作逐渐实现从运营商完成向由专业的第三方公司完成发展，实现专业化分工，是移动通信产业发展的必然趋势。

网优测试分析系统市场分析

目前，我国移动通信网优测试分析系统市场已是充分竞争的市场，格局在未来不会发生大的变化，市场竞争者主要是专业从事测试产品开发的国外知名厂商和国内移动通信网络优化专业厂商两类。鼎利在测试分析系统领域已经处于国内领先，拥有移动通信全系列测试分析产品。

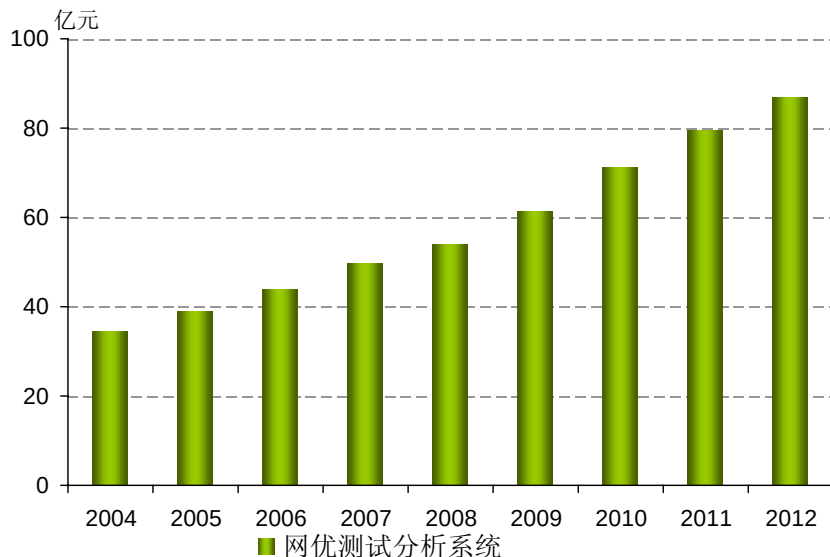
表格 1：我国网优测试分析系统市场竞争格局

类型	优势	劣势	代表公司
知名跨国厂商	产品系列较完整，分布于整个移动通信产业链	价格较高，本土化服务能力较弱	安捷伦
国内专业网优厂商	具有“专”、“快”、“精”的特点，价格低，本土化服务能力强	规模较小，营销网络建设较慢	世纪鼎利、华星创业

资料来源：华泰联合证券研究所

受运营商竞争因素影响以及 3G 网络投资带来的测试需求，据 CCID 预测未来三年网优测试分析系统市场复合增长率将达 12.1%，2012 年市场规模将达到 86.71 亿元。

图 9：04-12 年我国网优测试分析系统市场规模

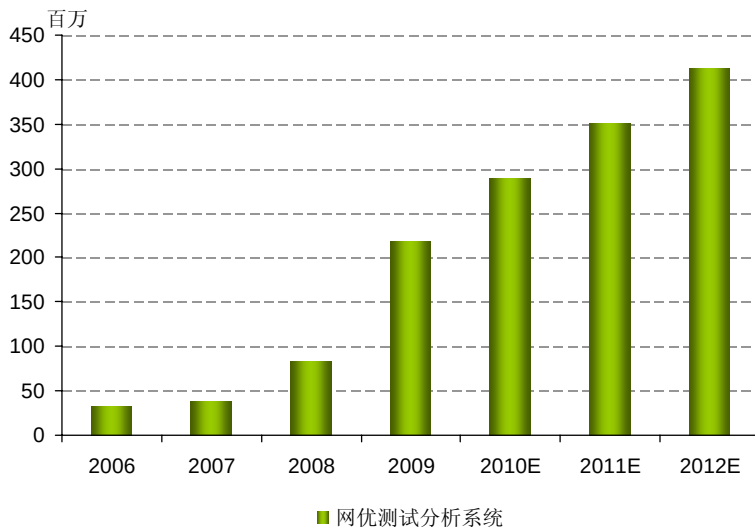


资料来源：CCID，华泰联合证券研究所

网优测试分析系统产品具有相对较高的技术壁垒和成本壁垒，整个市场从整体格局来看相对稳定。公司 09 年网优测试分析系统收入为 2.19 亿元，与去年同期相比增长 166.25%，主要是由于 09 年 3G 大规模建网带来的爆发性测试需求。预计 09 年的投资高峰不会被超越，未来 3G 投资额将进入波段投资期。随着 3G 覆盖的深入，前期网络规划，中期工程型网优，后期网优测试将为网优测试分析系统产品提供长期稳定需求。预计未来两年网优测试分析系统仍将保持 15% 左右的高增长。

公司产品中便携式测试分析系统是自主研发产品，使用方便，无需外接任何设备；自动测试分析系统主要用于网络建成后的日常优化和维护，这两项产品未来将为公司设备收入提供长期动力。而路测分析系统则由于同行业竞争激烈，贡献有限。我们预测未来三年公司网优测试分析系统收入复合增长率达 20%，2012 年达 4.37 亿元。

图 10：世纪鼎利网优测试分析系统销售预测



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

网优服务市场分析

目前，我国网优服务市场也可以分为两大类。一类是以华为、中兴代表的系统设备厂商；另一类是以本公司代表的第三方网优服务提供商。

表格 2：我国网优服务市场竞争格局

类型	比较	代表公司
系统设备厂商	多只熟悉公司自产设备，对其他厂商较陌生，人员复用成本高	华为、中兴
第三方网优服务提供商	服务更专业、中立，竞争充分，成本较低	世纪鼎利、华星创业

资料来源：华泰联合证券研究所

我们预计未来第三方网优所占份额将越来越高，网优服务需要耗费大量人力，专业化需求越来越高，由于耗费大量低成本人力，运营商和系统集成商倾向于外包。

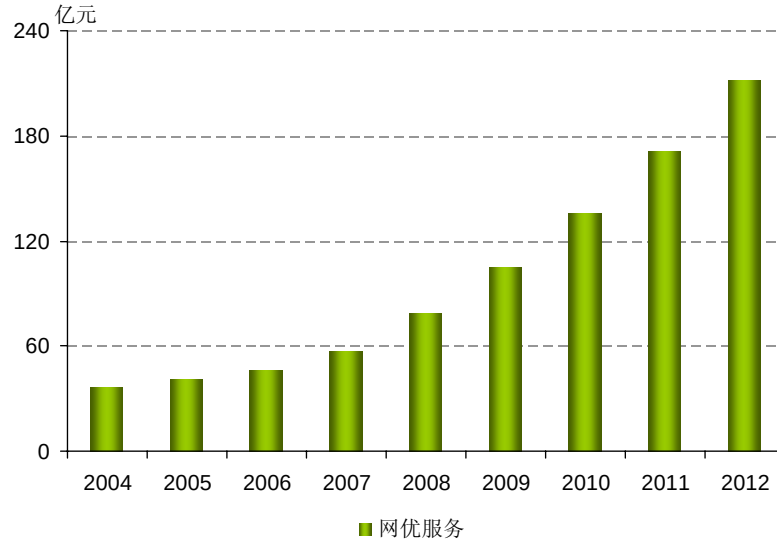
全国第三方网优服务公司有 400 多家，行业分散。我们认为行业将逐渐整合，处于领先地位的厂商将不断通过收购兼并做大做强。随着服务规范以及复杂程度的提高，运营商也倾向于将网优服务外包给规模大且专业的公司。比如广东移动 10 年有 45 家第三方服务公司，在 11 年的招标中，只有 16 家。所以行业整合是大势所趋。

第一梯队是鼎利、华星、中通服等全国性网优服务公司，服务收入上亿。第二梯队是在某个省有较大市场份额的专业网优服务公司，如浙江明讯（已被华星收购）、广州逸讯（已被三维收购）、广州瀚信等，收入在 5000 万元左右。第三梯队就是各地小公司，仅与一两个运营商子公司有良好合作关系，服务水平较低，技术储备不足，未来将逐步被淘汰。

进入后 3G 时代，运营商由网络运营商向服务提供商转型，网络质量日益受到用户和运营商的关注。目前 2G 仍主导运营商收入，经我们调研以中移动为代表的运营商们将 2G 网络的运行质量直接看做生命线，未来将对 2G 网进行大力优化。同时，3G 网络复杂程度提高，也将促使运营商加大网优投入。同时，由于网络优化业务具有周期

长、时时优化的特点，未来将产生长期稳定需求。据 CCID 预测未来三年网优服务市场复合增长率将达到 26%，2012 年将达到 211.75 亿元。

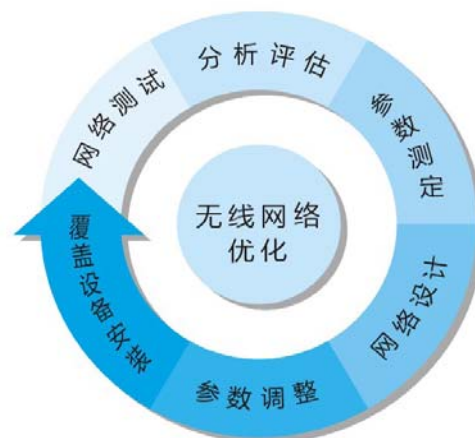
图 11：09-12 年我国网优服务市场规模



资料来源：CCID，华泰联合证券研究所

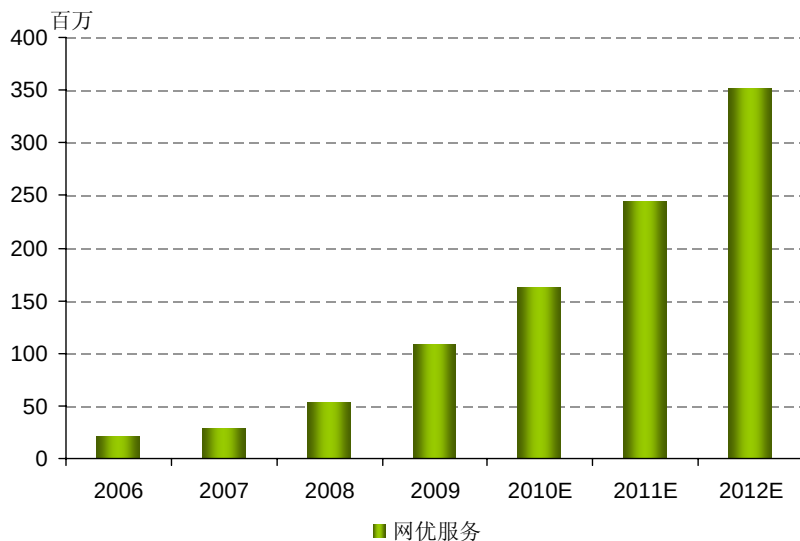
公司目前提供的网优服务有网络评估，网络普查和网络优化，服务范围包括了整个无线网优服务中除覆盖设备安装的大部分，服务范围较广。网络优化服务实现营业收入 0.56 亿元，较去年同期增长 112.21%，增长的主要原因是公司通过募投项目的实施，加强了服务网络和人力资源的建设，公司在网络优化服务方面的市场竞争能力上有所提升。预计未来三年公司网优服务收入复合增长率达 50.4%，2012 年达 3.73 亿元。公司通过收购贝讯通信全力进军网优服务市场，未来有望大幅提升鼎利业绩。

图 12：移动通信网优工作流程



资料来源：招股书，华泰联合证券研究所

图 13：世纪鼎利网优服务销售预测



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

未来超预期增长动力

公司未来超预期的增长可能来自于募投项目“移动通信无线网络运维服务项目”的实施，项目建设期为2年，该项目主要包括移动通信网络优化服务和无线网络代维服务。

2G 网优市场存超预期需求

我们认为运营商之间的网络质量竞争将对网优行业带来更多的机会，运营商未来对于网优的投资很有可能超出市场预期。中国移动由于数据业务过多的承载在 GSM 网络上，TD-SCDMA 网络利用率较低，这就使得 GSM 网络语音业务质量恶化严重。

根据第三方测试机构的测试结果显示，代表网络运行质量的接通率、掉话率指标中移动已被电信赶上，移动网络优势地位逐渐在缩小。从 10 年下半年开始移动加大的网优测试的力度，展开的 2G 网络质量大会战，力争提升 2G 网络性能，保持性能优势。目前及未来相当长一段时间内 2G 网仍将是运营商的主要收入来源，被移动管理层看成生命线。

图 14：三大运营商无线通信接通率

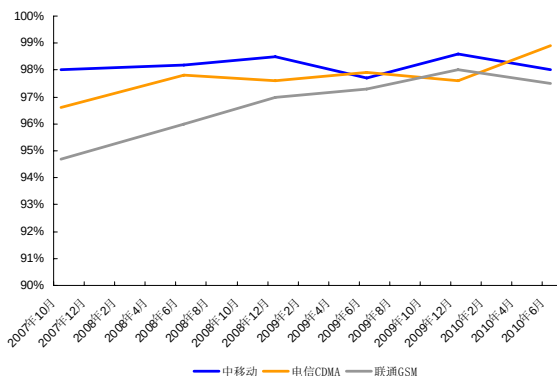
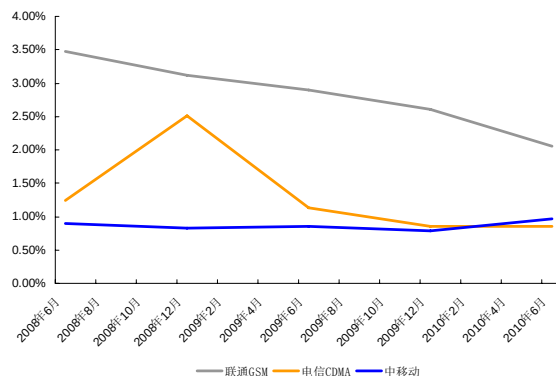


图 15：三大运营商无线通信掉话率



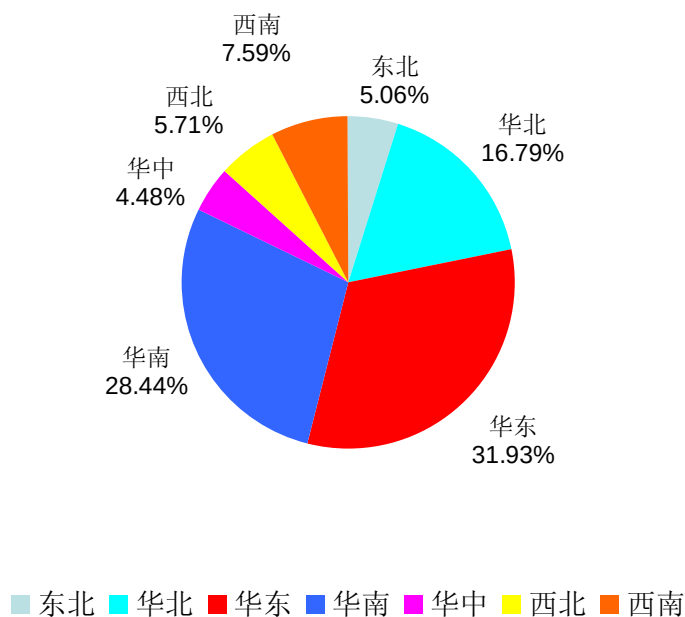
资料来源：华泰联合证券研究所

3G用户选择运营商的重要理由是基于曾经2G网络质量的优质体验。在3G仍未盈利的情况下，2G网络的优化将举足轻重。在确保3G占得先机的前提下，运营商在2G网络质量的竞争将空前激烈化。在大家普遍看到2G/3G网共存导致的优化增长时，2G网络质量的单方加强优化将为网络优化和运维行业提供超预期贡献。

未来薄弱区域可能提供较大想象空间

目前华东、华北和华南仍是公司收入的主要地区。倘若今后一段时间公司加强对西南、华中、东北等公司收入薄弱地区的营销力度，这些区域将成为公司未来收入增长提供较强动力。

图 16：2010 年 6 月世纪鼎利主营业务分地区情况



资料来源：华泰联合证券研究所

超募资金的运用

公司超募资金9.57亿元，初步计划将2.18亿元用于用户服务质量智能感知系统研发项目、LTE 网络测试系统的基础技术研究、投资与并购事项等项目的建设。项目建设完成后将帮助公司在未来技术和运营商需求方面取得先发优势，并完善丰富产品线，提高市场份额。

表格 3：世纪鼎利首批超募资金的使用

项目	项目投资 金额	项目建 设期	作用
用户服务质量智能感知系统研发项目	4200 万元	2 年	顺应运营商未来业务发展趋势，帮助其建立以真实用户感知数据为基础的评估和优化平台
LTE 网络测试系统的基础技术研究	1043 万元	2 年	尽快掌握3G技术的演进LTE 测试的关键技术，把公司的测试产品从现有的网络优化系列产品向移动通信其他测试领域延伸
投资北京世源信通科技有限公司	8000 万元	5 年之内	鼎利产品集中在无线接口领域的测试优化产品，而世源信通则主要从事信令的采集及分析系统的开发，二者有较好的互补性。两家公司在技术与产品的全面融合，可以充分发挥各自优势和专长，大大丰富公司的产品线。
投资广州市贝软电子科技有限公司	560 万元	已建成	鼎利网优测试产品主要集中于手机与基站无线子系统之间的无线接口，而贝软科技着重于移动通信网络支撑平台的产品研发和系统集成开发，其业务为鼎利所从事业务向同一产业链的进一步延伸，有利于丰富完善产品线，增加市场份额。
投资广州市贝讯通信技术技术有限公司	8000 万元	3 年之内	贝讯通信为运营商及设备商提供系统、全面的无线网优解决方案，此次并购有助于鼎利全面进军网优服务市场

资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测与估值

后 3G 时代公司网优测试分析系统仍将保持较快增长，自动测试分析系统的增长将快于路测和便携式分析系统。同时公司网优运维服务收入将呈现快速增长，快于设备。我们预测公司 09-12 年营业收入和净利润复合增长率将分别为 32.3%和 33.1%，推荐买入。

表格 4：世纪鼎利各业务收入及毛利率预测

业务收入及毛利率预测	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入(RMB 百万)					
路测分析系统	52.93	161.27	203	230	250
自动测试分析系统	12.3	26.92	41.73	62.59	87.63
便携式测试分析系统	14.92	28.61	41.5	53.94	67.43
网络优化服务	54.4	108.46	162.69	244	350.84
其他	2.1	2.19	3	5	8
合计	136.65	327.45	451.92	595.53	763.9
毛利率					
路测分析系统	78.18%	70.98%	78.67%	76%	75%
自动测试分析系统	83.93%	72.74%	85.49%	83%	82%
便携式测试分析系统	84.13%	77.03%	80.42%	78%	77%
网络优化服务	50.92%	42.81%	45.50%	44%	44%
其他	42.80%	49.43%	43.00%	44%	44%
综合毛利率	67.95%	62.18%	67.02%	63.44%	61.15%

资料来源：公司年报，华泰联合证券

预计2010-2012年公司收入分别为4.52亿元、5.96亿元、7.64亿元，增长率分别为38%、32%、28%。归属母公司净利润分别为1.71亿元、2.14亿元、2.64万元，净利润增长率分别为53%、25%、23%。2010-2012年EPS分别为1.58元、1.98元、2.44元。我们选取A股市场其他通信服务行业公司作为可比对象，公司未来成长较快，**建议买入**。

表格 5：同行业可比上市公司估值比较

行业上市公司估值										
代码	简称	最新价	每股收益EPS（元）				市盈率P/E			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
000063	中兴通讯	26.25	0.92	1.05	1.3	1.62	28.53	25.00	20.19	16.20
600498	烽火通信	37.9	0.63	0.86	1.13	1.54	49.29	44.07	33.54	24.61
300134	大富科技	62.87	-	1.31	1.73	1.98	49.52	47.99	36.34	31.75
600522	中天科技	28.85	1.09	1.28	1.54	1.73	22.9	22.54	18.73	16.68
002194	武汉凡谷	13.83	0.61	0.56	0.68	0.72	31.53	24.70	20.34	19.21
002396	星网锐捷	39.82	-	0.83	1.11	1.41	56.68	47.98	35.87	28.24
300050	世纪鼎利	66.05	1.03	1.58	1.98	2.42	48.51	41.80	33.36	27.29

资料来源：华泰联合证券2010.12.27

风险提示

产品价格下降超预期

运营商对网优测试分析系统现在普遍采用集采方式，存在压价风险，可能导致毛利率降低。

运营商投资低于预期

尽管3G 移动通信网络将逐步进入大规模商用阶段，且现有2G 网络仍需不断扩容和完善，相关网络优化产品和技术服务的需求仍将持续增长，但公司面临着移动通信网络投资减少而导致公司业务不能持续快速增长的风险，未来运营商投资低于预期将直接影响公司收入水平。

公司规模不断扩大面临的管理风险

随着公司规模不断扩大，各募投项目和超募资金投资项目逐步展开，公司的资产规模、产销规模、人员规模等将进一步扩大，公司所处的内外部环境也将发生重大变化，对公司的管理人员业务能力和水平又将提出更高的要求。如果公司管理人员不能适应快速发展的需要，而公司又不能及时招聘到合适的人员，将给公司的发展带来不利影响。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	229	1459	1640	1861	营业收入	327	452	596	764
现金	86	1217	1330	1460	营业成本	124	149	218	297
应收账款	72	151	183	230	营业税金及附加	9	13	17	21
其他应收款	1	8	7	10	营业费用	25	36	45	53
预付账款	11	19	24	33	管理费用	61	85	110	136
存货	32	45	65	87	财务费用	1	-5	-10	-11
其他流动资产	28	20	30	42	资产减值损失	1	4	4	3
非流动资产	70	142	55	170	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	4	13	14	16	投资净收益	1	8	10	10
固定资产	46	53	61	68	营业利润	108	178	222	274
无形资产	15	19	23	27	营业外收入	20	24	29	34
其他非流动资产	5	57	57	58	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	298	1600	1795	2031	利润总额	127	201	250	308
流动负债	79	72	93	114	所得税	15	29	35	43
短期借款	19	0	0	0	净利润	111	172	215	265
应付账款	24	32	48	64	少数股东损益	0	1	1	2
其他流动负债	35	40	45	50	归属母公司净利	111	171	214	264
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	115	177	217	268
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.78	1.58	1.98	2.42
其他非流动负	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	79	72	93	114	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	3	4	5	7	成长能力				
股本	40	108	108	109	营业收入	139.6%	38.0%	31.8%	28.3%
资本公积	18	1121	1130	1139	营业利润	177.4%	65.1%	25.2%	23.2%
留存收益	158	295	458	662	归属母公司净利	185.6%	53.4%	25.4%	23.1%
归属母公司股	217	1524	1696	1910	获利能力				
负债和股东权	298	1600	1795	2031	毛利率(%)	62.2%	67.0%	63.4%	61.1%
现金流量表					净利率(%)	0.0%	36.0%	34.5%	
单位: 百万元					ROE(%)	51.4%	11.2%	12.6%	13.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	63.0%	49.2%	50.7%	51.1%
经营活动现金	81	76	153	179	偿债能力				
净利润	111	172	215	265	资产负债率(%)	26.4%	4.5%	5.2%	5.6%
折旧摊销	7	4	5	6	净负债比率(%)	24.15%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	1	-5	-10	-11	流动比率	2.91	20.16	17.56	16.29
投资损失	-1	-8	-10	-10	速动比率	2.51	19.54	16.87	15.53
营运资金变动	-38	-92	-49	-73	营运能力				
其他经营现金	1	5	2	3	总资产周转率	1.42	0.48	0.35	0.40
投资活动现金	-38	-67	-8	-10	应收账款周转率	5	4	3	3
资本支出	35	10	11	11	应付账款周转率	6.71	5.24	5.39	5.27
长期投资	-3	9	1	1	每股指标 (元)				
其他投资现金	-6	-49	3	3	每股收益(最新)	1.03	1.58	1.98	2.44
筹资活动现金	-13	1122	-32	-39	每股经营现金流	0.75	0.70	1.42	1.66
短期借款	5	-19	0	0	每股净资产(最	2.01	14.11	15.70	17.68
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	68	0	0	P/E	70.81	46.16	36.81	29.90
资本公积增加	0	1102	9	9	P/B	36.39	5.17	4.65	4.13
其他筹资现金	-18	-29	-41	-48	EV/EBITDA	68	44	36	29
现金净增加额	30	1131	113	130					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)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。

华泰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 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,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,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn