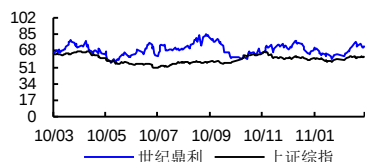


证券研究报告—深度报告
信息技术
通信
世纪鼎利(300050)
推荐

元 昨收盘: 72.80 元 (维持评级)

2011年3月8日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本(百万股)	108.0/39.6
总市值(百万元)	7,862.4/2,882.9
沪深300/深圳成指	2,942.31/12,893.84
12个月最高/最低(元)	169.50/59.20

相关研究报告:

《世纪鼎利-300050-进军终端自动化测试, 瞄准移动互联网应用》——2011-1-30

《世纪鼎利: 中报预增 50-60%, 符合预期》——2010-7-14

《世纪鼎利快评: 拟投资项目有助延伸产品线、培育增长点》——2010-7-12

证券分析师: 严平

电话: 021-60875165

E-mail: yanping@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120009

联系人: 程峰

电话: 021-60933167

E-mail: chengfeng@guosen.com.cn

深度跟踪

“新品+服务”驱动持续高增长

●过去4年增长9倍, 新的增长动力来自何处? --行业需求、技术能力
 公司过去4年收入和净利润均增长9倍左右, 净利润率高达41%。我们认为其所处市场网络优化子行业需求不断升级, 公司自身技术和资本实力突出。预计未来几年公司仍能实现持续快速增长。

●行业: 网络优化子行业景气度有望持续提升。

公司涉足网络优化子行业中的两大类业务——网络测试和优化服务。预计接入网测试市场将随城市发展和3G普及而持续增长, 新的热点来自于核心网监测及WLAN(无线热点)。优化服务的市场集中度将进一步提升, 具备产品及规模一体化优势的厂商将有望扮演行业整合者角色。

●公司: 双主业(产品+服务)发展思路清晰, 处于二次高增长起点

经过近年的增长和发展, 公司测试产品和优化服务的收入对比大致是6:4, 未来两大业务将齐头并进, 同为重点。11/12年测试产品的新增长点主要来自A口、Abis口等核心网产品及WLAN产品, 优化服务将通过内生增长和外延扩张进一步做大规模。

●维持“推荐”投资评级, 未来6个月合理价值80-88元

我们预计世纪鼎利11/12年收入增速达到50%/32%; 净利润增速达到41%/28%; EPS分别为2.47/3.16元, 目前估值在行业内处于中等水平。考虑到未来几年的稳定增长前景, 及技术主导、门槛较高的行业属性, 维持“推荐”评级, 未来6个月合理价值80-88元(对应11年32-35X)。

●股价催化因素

运营商核心网监测平台建设加快、WLAN热度继续升温、快速增长预期兑现

●投资风险

新业务突破慢于预期、竞争加剧导致盈利能力低于预期

盈利预测和财务指标

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	464	694	918	1,183	1,500
(+/-%)	41.7%	49.5%	32.3%	28.9%	26.8%
净利润(百万元)	189.5	266	341	421	501
(+/-%)	70.2%	40.5%	28.0%	23.5%	18.9%
每股收益(元)	1.75	2.47	3.16	3.90	4.64
EBIT Margin	36.7%	35.7%	35.1%	34.4%	32.8%
净资产收益率(ROE)	51.5%	45.8%	39.9%	35.4%	32.0%
市盈率(PE)	41.5	29.5	23.1	18.7	15.7
EV/EBITDA	45.3	31.2	24.0	19.2	16.2
市净率(PB)	21.4	13.5	9.2	6.6	5.0

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

内容目录	2
图目录	3
表目录	3
估值与投资建议：增长前景无虞，维持推荐评级	4
过去 4 年增长 9 倍，新增长动力来自何处？	5
过去 4 年增长 9 倍，盈利能力出色	5
路测软件及系统为核心竞争力	6
行业：网络优化子行业景气度有望持续提升	7
细分领域一：3G 接入网优化市场将持续稳定增长	7
细分领域二：核心网、WLAN 等热点显现，网优市场增量扩大	8
细分领域三：网优服务外包集中度提升，一体化厂商有望胜出	10
公司：双主业发展思路清晰，二次高增长起点	12
网优测试产品：进军核心网及终端自动化测试等新兴领域	12
网优服务业务：内生增长和外延扩张并举	12
盈利预测：预计 11/12 年净利润增速 41%/28%	13
预计 11/12 年 EPS 2.47/3.16 元	13
2011-2013 年分项收入及损益表预测	14
投资风险	15
附表 1：财务预测与估值	16
国信证券投资评级	17
风险提示	17
证券投资咨询业务的说明	17

图目录

图 1: 公司近年来收入高速增长, 2010 年收入 4.64 亿元	5
图 2: 2010 年净利润为 1.90 亿元, 净利润率 40.8%	5
图 3: 测试分析系统和网优服务为公司主要业务	5
图 4: 09 年综合毛利率达 62%, 处于行业较高水平	5
图 5: 通信测试系统广泛应用于通信设备制造、通信运营、终端制造等环节	6
图 6: 公司主要产品结构及工作原理	7
图 7: 主导产品增长迅速, 客户结构均衡	7
图 8: 城市发展将使得无线网优需求持续存在	8
图 9: 网络优化业务流程包括测评、覆盖、调试	8
图 10: 3G 数据业务将使网络优化需求进一步提升	8
图 11: 鼎利业务涉及网络优化的两大类	8
图 12: 核心网监测主要是采集和监测关键接口间的信令	9
图 13: 测试和网优是 WLAN 建设中的重点之一	10
图 14: 预计未来 11-13 年 AP 设备及施工规模将快速增长	10
图 15: 服务外包业务包括规划设计、运营维护、工程建设	11
图 16: 业内厂商由“硬件”向“服务”转型趋势明确	11
图 17: 中通服同中国电信合作紧密, 移动联通份额较小	11
图 18: 中通服 2009 年网络维护收入增速达 47.8%	11

表目录

表 1: 通信设备行业国内重点公司盈利预测及投资评级	4
表 2: 公司三类主要产品的核心均在于路测软件开发	6
表 3: 公司软件及系统主要应用于商用前优化, 服务业务应用于商用后优化	7
表 4: 热点将逐步由接入网监测转向核心网监测	9
表 5: WLAN 测试和优化同无线网络优化具有一定的技术共通性	10
表 6: 公司于 10 年收购广州贝讯扩张服务业务规模	13
表 7: 2011-2013 年世纪鼎利分项收入预测明细	14
表 8: 2011-2013 年世纪鼎利损益表预测	14

估值与投资建议：增长前景无虞，维持推荐评级

过去 4 年增长 9 倍，新的增长动力来自何处？--行业需求持续增长、技术能力突出。公司过去 4 年收入和净利润均增长 9 倍左右，净利润率高达 41%。我们认为其所处市场网络优化子行业需求不断升级，公司自身技术和资本实力突出。预计未来几年公司仍能实现持续快速增长。

行业：网络优化子行业景气度有望持续提升。公司涉足网络优化子行业中的两大类业务——网络测试和优化服务。预计接入网测试市场将随城市发展和 3G 普及而持续增长，新的热点来自于核心网监测及 WLAN（无线热点）。优化服务的市场集中度将进一步提升，具备产品及规模一体化优势的厂商将有望扮演行业整合者角色。

公司：双主业（产品+服务）发展思路清晰，处于二次高增长起点。经过近年的增长和发展，公司测试产品和优化服务的收入对比大致是 6: 4，未来两大业务将齐头并进，同为重点。11/12 年测试产品的新增长点主要来自 A 口、Abis 口等核心网产品及 WLAN 产品，优化服务将通过内生增长和外延扩张进一步做大做强。

维持“推荐”投资评级，未来 6 个月合理价值 80-88 元。我们预计世纪鼎利 11/12 年收入增速达到 50%/32%；净利润增速达到 41%/28%；EPS 分别为 2.47/3.16 元，目前估值在行业内处于中等水平。考虑到未来几年的稳定增长前景，及技术主导、门槛较高的行业属性，维持“推荐”评级，未来 6 个月合理价值 80-88 元（对应 11 年 32-35X）。股价催化因素包括：运营商核心网监测平台建设加快、WLAN 热度继续升温、快速增长预期兑现。

表1：通信设备行业国内重点公司盈利预测及投资评级

公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB		PS	PEG	投资评级
			10E	11E	12E	10E	11E	12E	3Q10	09A			
中兴通讯	31.12	892.13	1.14	1.40	1.78	27.3	22.2	17.5	4.2	1.5	1.1	1.1	推荐
拓维信息	37.01	53.80	0.79	1.00	1.32	46.8	37.0	28.0	7.9	17.4	1.6	1.6	推荐
日海通讯	52.88	52.88	1.10	1.50	2.12	48.1	35.3	24.9	5.9	7.7	1.2	1.2	推荐
新海宜	22.51	52.96	0.61	0.85	0.92	36.9	26.5	24.5	6.2	12.0	1.6	1.6	推荐
三维通信	18.71	40.14	0.47	0.64	0.85	39.8	29.2	22.0	5.8	4.9	1.2	1.2	推荐
大富科技	63.60	101.76	1.57	2.22	2.95	40.5	28.6	21.6	4.2	11.8	1.1	1.1	推荐
卓翼科技	38.98	38.98	0.79	1.24	1.80	49.3	31.4	21.7	5.5	7.5	1.0	1.0	推荐
星网锐捷	39.98	70.18	0.79	1.12	1.37	50.6	35.7	29.2	4.7	4.1	1.6	1.6	推荐
中天科技	28.44	91.24	1.04	1.28	1.44	27.3	22.2	19.8	4.9	2.4	1.5	1.5	推荐
北纬通信	39.35	29.75	0.62	0.84	1.17	63.5	46.8	33.6	7.3	18.1	1.7	1.7	推荐
三元达	28.80	34.56	0.50	0.90	1.21	57.6	32.0	23.8	4.3	10.3	1.0	1.0	推荐
烽火通信	37.95	167.66	0.82	1.10	1.38	46.3	34.5	27.5	4.9	3.6	1.6	1.6	谨慎推荐
亨通光电	35.45	73.41	1.36	1.62	1.85	26.1	21.9	19.2	3.7	3.9	1.6	1.6	谨慎推荐
国脉科技	17.00	73.53	0.26	0.36	0.47	65.4	47.2	36.2	7.8	11.2	1.9	1.9	谨慎推荐
华星创业	28.30	22.64	0.51	0.73	0.96	55.5	38.8	29.5	8.2	14.5	1.5	1.5	谨慎推荐
光迅科技	43.20	69.12	0.79	1.11	1.44	54.7	38.9	30.0	6.7	7.6	1.6	1.6	谨慎推荐
武汉凡谷	14.12	78.49	0.52	0.58	0.63	27.2	24.3	22.4	4.0	5.8	2.7	2.7	中性
设备商平均						44.7	32.3	25.2	5.6	9.4	1.5		
世纪鼎利	72.80	78.62	1.75	2.47	3.16	41.6	29.5	23.0	5.3	24.0	1.2	1.2	推荐

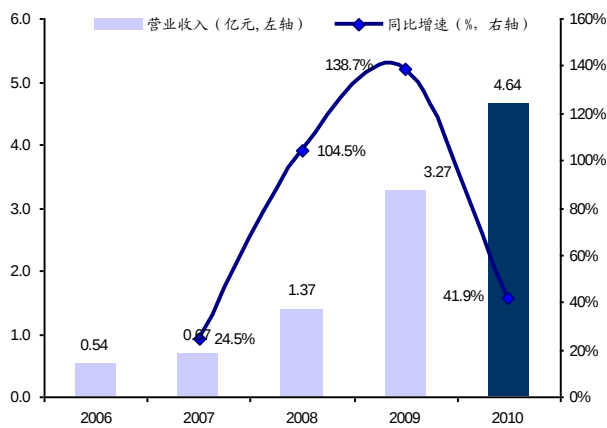
资料来源：WIND，国信证券经济研究所。收盘价为 2011 年 3 月 4 日，PEG 根据 2009-2012 三年复合增长率计算。

过去 4 年增长 9 倍，新增长动力来自何处？

过去 4 年增长 9 倍，盈利能力出色

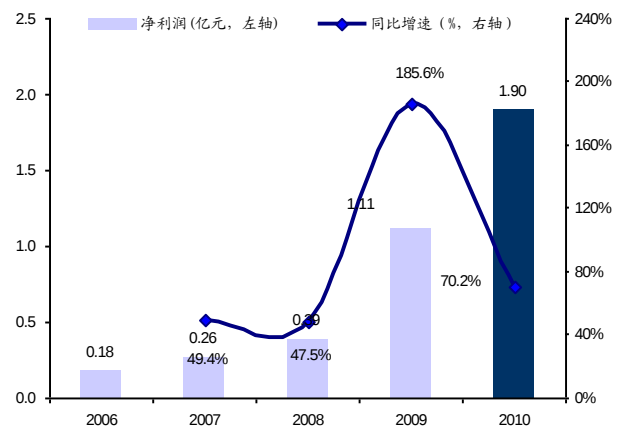
世纪鼎利是国内移动网络优化测试分析系统及服务领域的领先企业，主营移动网优测试分析系统和网优测试服务。公司于 2010 年 1 月 20 日在创业板上市。公司自 2008 年进入高速增长期，具备高盈利能力。受 3G 网络建设引致的路测需求增长驱动，公司 10 年收入为 4.64 亿元，同比增长 41.9%。10 年净利润为 1.90 亿元，同比增长 70.2%，净利润率达 40.8%。

图 1：公司近年来收入高速增长，2010 年收入 4.64 亿元



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

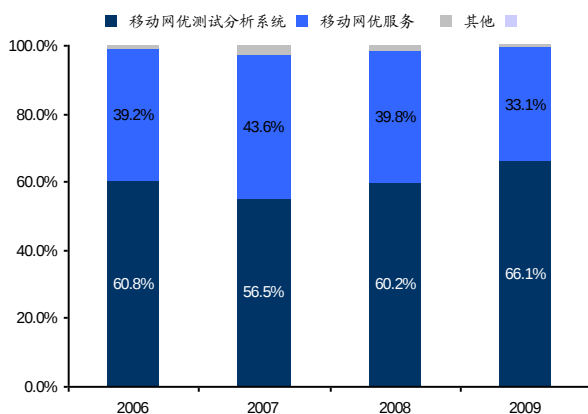
图 2：2010 年净利润为 1.90 亿元，净利润率 40.8%



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

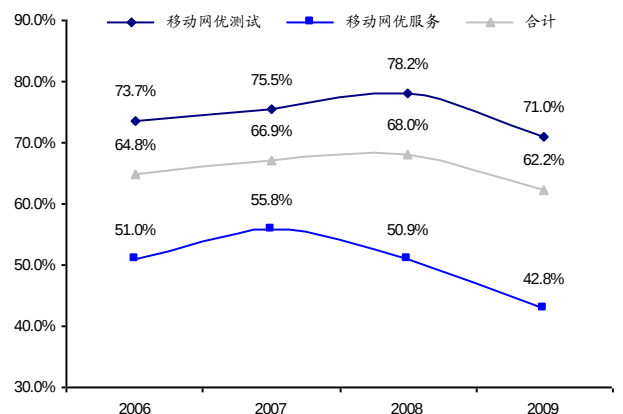
从业务结构来看，移动网优测试分析系统一直居主导地位，09 年其收入占比为 66.1%。同时，移动网优服务收入占比稳定在 30% 以上，09 年占比下降主要因测试分析系统增长更快所致。公司测试分析系统毛利率保持在 70% 以上，网优服务毛利率亦高于 40%。

图 3：测试分析系统和网优服务为公司主要业务



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 4：09 年综合毛利率达 62%，处于行业较高水平

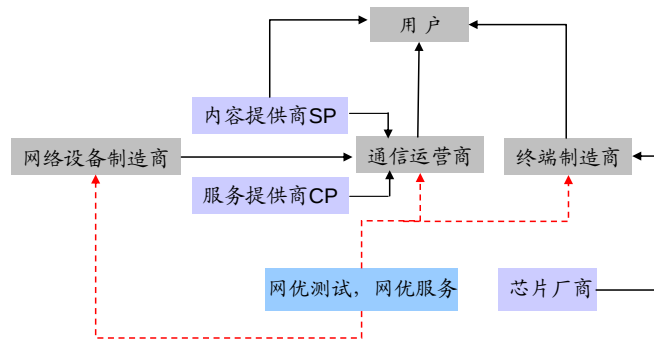


资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

路测软件及系统为核心竞争力

公司主营网优测试分析及网优测试服务，业务本质为“软件+服务”。主要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等，在通信产业链中属移动通信测试工具范畴。芯片厂商、手机厂商、系统设备提供商、运营商、第三方服务提供商以及相关研究机构等是测试工具的主要需求方。同时，公司亦为通信运营商提供“一站式”的移动通信网络优化服务。

图 5：通信测试系统广泛应用于通信设备制造、通信运营、终端制造等环节



资料来源：国信证券经济研究所

路测系统是最重要的网络优化工具之一，其工作原理为：通过模拟用户行为，控制专业测试终端发起各种用户业务，实时采集路测过程中的无线信号、信令和事件数据，再通过专业、规范的数据处理、分类显示和统计分析，直观、快速的提取出用户关心的网络性能指标，提供精确的网络评估结果和优化分析依据。

表2：公司三类主要产品的核心均在于路测软件开发

公司主要产品	产品特性
路测分析系统	由公司外购笔记本电脑后，将开发的软件产品加密后置入笔记本电脑内，每套软件配备 2-4 台终端
自动测试分析系统	由公司外购智能手机后，将开发的软件产品加密后置入手机内
便携式测试分析系统	由公司研发成功软件产品后，软件产品的功能要求设计硬件，将设计的硬件委托外部机构加工、组装，再由公司将软件产品加密后置入硬件中

资料来源：国信证券经济研究所

公司主导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三类，核心能力在于路测软件开发。虽然设备厂商一般均有自身开发的路测软件系统，例如爱立信的 Tems、华为的 Probe，但由于国内运营商网络设备极为复杂，以及对评估客观性的要求，第三方测试软件仍占据市场主流。目前主流厂商为世纪鼎利、北京日讯等，鼎利产品价格定位中高端。国外厂商安捷伦等则因本土化服务欠缺而占据较小份额，未来份额提升前景亦不明朗。

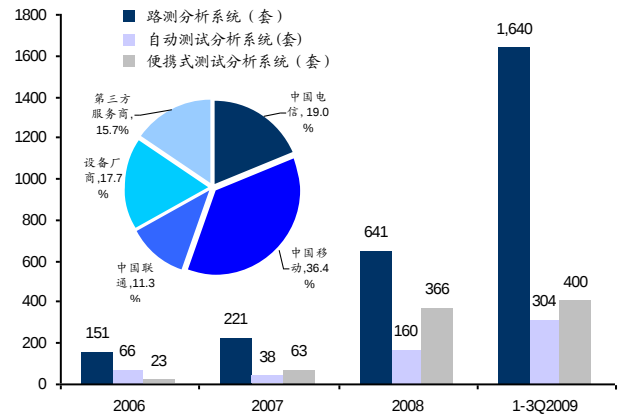
我们认为公司所处市场网络优化子行业需求不断升级，公司自身技术和资本实力突出。预计未来几年公司仍能实现持续快速增长。

图 6: 公司主要产品结构及工作原理



资料来源: 国信证券经济研究所

图 7: 主导产品增长迅速, 客户结构均衡



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

行业: 网络优化子行业景气度有望持续提升

细分领域一: 3G 接入网优化市场将持续稳定增长

无线网络优化主要应用在商用前和商用后两个阶段, 城市化发展使其需求持续期较长。商用前优化为网络建设初期, 主要通过对频率分配、站点参数调整等手段来优化网络性能。商用后优化为运营维护阶段, 主要是协助运营商对网络质量进行监测和网络设施维护, 减少运营商在核心业务外的成本投入。城市发展引致的人口增加, 高层楼宇及大型公共设施建设 (机场、高铁等) 将使得网络质量恶化 (话务拥堵, 掉话, 盲点) 更为普遍, 网络故障的测试、诊断与优化将更为复杂。

表3: 公司软件及系统主要应用于商用前优化, 服务业务应用于商用后优化

优化类型	实施方	主要内容
商用前优化	站点配置审查, 基站设备调测, 基站簇优化, 全区域覆盖优化等, 由设备商, 运营商和无线网络优化测试商三方来完成。	(1) 运营商前期规划; (2) 设备商按照规划进行商用布局和网络建设, 在基本建成后进行路测, 对已建成网络进行空口指标等的测试, 检查是否有盲点, 指标恶化等情况, 然后据此对基站布局, 天线设置等进行调整; (3) 运营商委托第三方无线网优测试商进行测试与评估, 根据评估结果验收。
商用后优化	为持续性的动态优化, 需要运营商, 设备商, 网络优化服务商多方长期对商用网络进行维护调整。	包含物理调整, 参数调整和其它调整三部分: 物理调整由设备商和网络优化实施商完成。设备商负责用户数量增加后的网络扩容, 以及小区环境改变时进行的天线下倾角调整等工程。网络优化实施厂商负责覆盖优化, 包括加装直放站系统, 布设室内分布系统以及建设基站覆盖延伸系统。

资料来源: 国信证券经济研究所

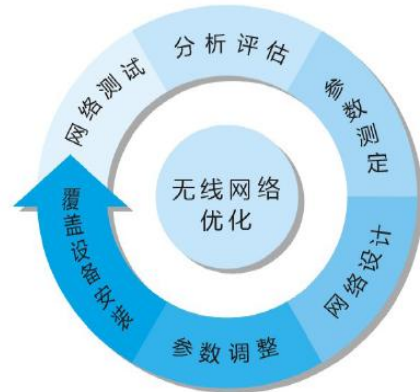
无线网络优化可以细分为覆盖设备制造、测试产品开发与优化服务外包三个环节, 其中测试产品是实施网络优化的前提。无线网络优化的基本流程大致分为五个阶段: 数据采集, 数据分析, 优化设计, 实施优化, 优化评估。无线网络性能一般由无线覆盖、接通率、掉话率、语音质量、系统容量等指标反映, 对这些指标的真实值测量和收集是无线网络优化的基础。

图 8：城市发展将使得无线网优需求持续存在



资料来源：国信证券经济研究所

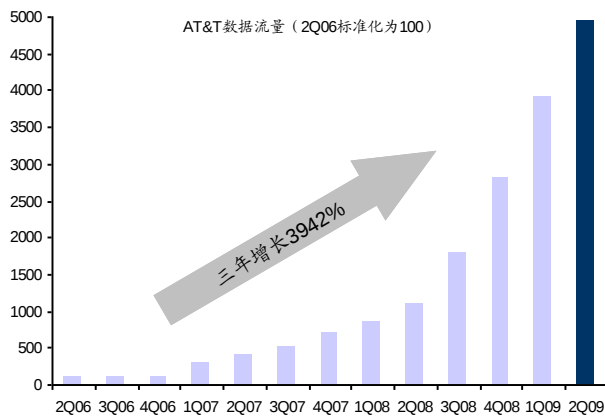
图 9：网络优化业务流程包括测评、覆盖、调试



资料来源：国信证券经济研究所

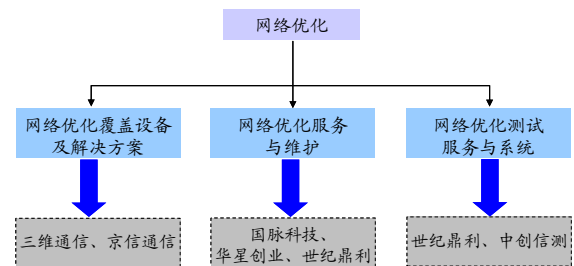
国内 3G 业务已经处于快速启动阶段，数据流量的爆发将在长期内驱动运营商实施网络扩容并加大网优力度。我们预计 11 年三大运营商将发展近 1 亿 3G 用户，低价智能终端的普及将驱动数据业务使用习惯形成，后续的网络扩容和优化需求将随 3G 业务发展而同步上升。在网优行业的三个细分领域中，优化测试需求将从接入网逐步向核心网转移，接入网测试亦将稳定增长；覆盖设备需求将随城市发展而不断推进；优化服务实施将因运营商更加专注于核心业务而向第三方厂商让渡。

图 10：3G 数据业务将使网络优化需求进一步提升



资料来源：AT&T，国信证券经济研究所

图 11：鼎利业务涉及网络优化的两大类别



资料来源：国信证券经济研究所

细分领域二：核心网、WLAN 等热点显现，网优市场增量扩大

网络优化测试包括接入网监测和核心网监测，因网络建设进入平稳阶段，数据业务逐步放量，后期市场热点将由接入网向核心网转移。接入网监测主要是空中接口监测，包括信令监测，射频参数监测和上层应用监测等项目。核心网监测主要是核心网与接入网的接口测试，比如 A 接口测试，主要测试接口间的信令。其中 A 口为移动交换中心（MSC）与基站控制器（BSC）之间的接口，Abis 口为基站子系统的两个功能实体 BSC(基站控制器)和 BTS（基站收发信台)之间的通信接口。

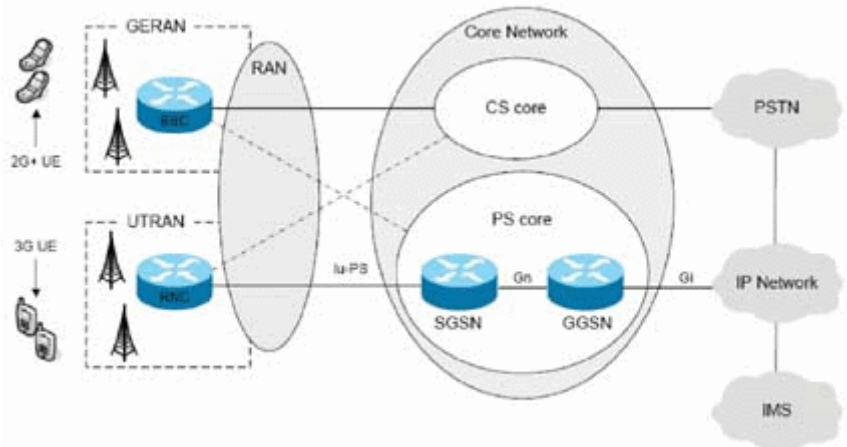
表4: 热点将逐步由接入网监测转向核心网监测

优化类型	实施方	主要内容
接入网测试	定点测试—主要指呼叫测试 (CQT)	实际路测应选择商用网络中几种典型的区域: 城市密集区、高层楼宇内部, 城市快速路以及高速公路高速铁路, 分别进行相应行驶速度下的测试和定点的静止状态测试。一般来说可以使用内嵌测试软件的商用测试手机和笔记本电脑, 频谱扫描仪, 信令监测仪等设备在测试区域进行连续的网络搜索测试, 终端主被叫测试, 服务小区切换等测试。
	移动测试—主要指驱车测试	如果是进行移动测试时, 还需配备测试车辆, 并在不同的行驶速度下进行测试。然后将在测试中采集各项数据输入网络优化分析系统并进行分析比较, 得出关于网络质量的评估并对影响网络质量的因素进行初步的判断。
核心网测试	R99 设备测试	R99 设备测试包括: 电路域和分组域的核心网设备的业务功能测试, MAP、GTP、Iu 接口协议测试, 2G/3G 系统间漫游和切换测试, 性能测试, Iu 接口的 IOT 测试; 在运营商外场试验环境的计费、网管功能及接口模型测试、WCDMA、PSTN、GSM、TD-SCDMA 和 CDMA2000 系统的互通测试。此外, 一些移动运营商在此基础上增加了智能网业务测试。
	R4 设备测试	R4 设备的主要测试内容包括: MSC Server 和 MGW 的业务功能测试, Nb、Nc、Me 接口测试, Nc、Nb 接口的 IOT 测试, 性能测试。

资料来源: 国信证券经济研究所

3G 及全业务时期, 随着运营商网络承载压力加大, 全网监测需求日益增长, A 口、Abis 口等信令采集、监测业务将逐步推进。运营商目前因所采用的设备品牌较为繁杂, 信令系统版本不一, 私有接口数据较多, 难以实施全网监控。为应对 3G 业务的日益增长及网络融合趋势, 10 年以来中移动正规划共享信令平台, 以实现信令采集、监测、优化、应用的集成, 包括了核心网及传输网 (主要为 A 口、Abis 口) 的信令采集、监测等业务。预计该市场空间将达到 30-50 亿元, 因其涉及运营商骨干网上的数据和信令监测业务, 入门门槛相较接入网监测更高。

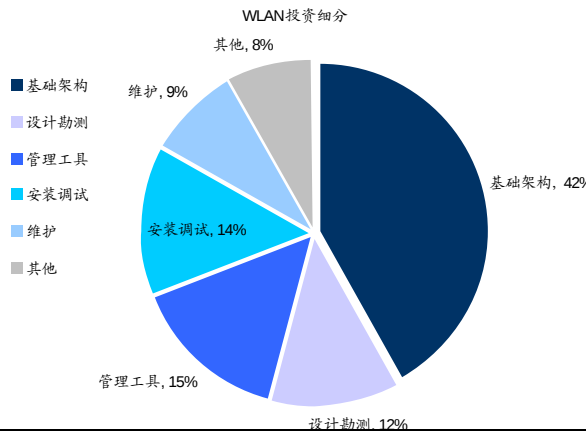
图 12: 核心网监测主要是采集和监测关键接口间的信令



资料来源: 国信证券经济研究所

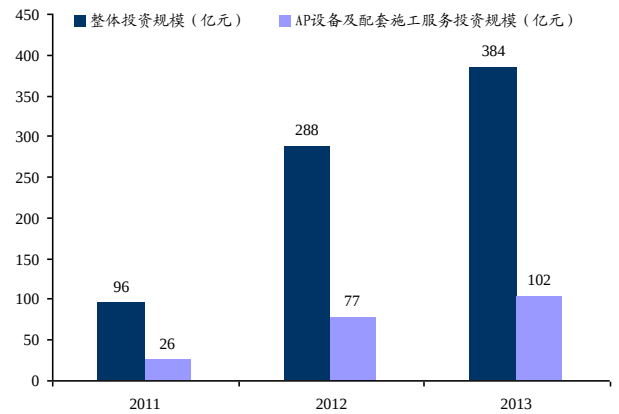
WLAN 建设在未来几年的超预期快速增长也将为网络测试和优化带来新的增长点。近期中移动规划未来 3 年将建设 100 万个 WiFi 热点, 我们预计整体投资规模将从 11 年的 100 亿元上升至 13 年的 400 亿元, 电信和联通也有望大力跟进。在 WLAN 建设中, 网络测试和优化同样至关重要, 我们估计测试优化占整体投资规模的 2-3%, 11-13 年市场规模约 2/3/4 亿元。

图 13: 测试和网优是 WLAN 建设中的重点之一



资料来源: 国信证券经济研究所

图 14: 预计未来 11-13 年 AP 设备及施工规模将快速增长



资料来源: 国信证券经济研究所

鼎利等公司作为无线网络测试领域的龙头企业, 具备技术实力和产品储备, 有望从中受益。WLAN 网络的测试优化同无线网络具有一定的共通性, 在建设初期需要对频率分配、站点参数调整等方法来优化网络性能, 提高通信质量。其网络性能由无线信号强度、SNR、丢包率、系统容量等指标反映, 对这些指标的真实值测量和收集是优化的基础, 这些指标的测量和收集一般通过路测进行, 设备包括、路测仪表、测试终端、笔记本电脑、GPS 接收机及测试用车。

表 5: WLAN 测试和优化同无线网络优化具有一定的技术共通性

WLAN 网络路测内容	WLAN 网络指标评估体系	WLAN 网络优化过程
认证测试	AP 信号强度 (边缘场强)	整理分析系统基础数据 (1) 收集现网无线测试数据 (包含信号强度, 信噪比, 时延, 丢包率等信息); (2) 环境测试, 重点对测试数据不理想的区域进行测试, 分析 AP 位置, 天线覆盖, 邻频和同频干扰; (3) 数据网络分析, 对网络拓扑、VLAN 划分、有线传输链路状况等情况作出分析, 统计可能原因。 优化实施 AP 掉线问题告警排除; AP 安装位置检查调整; 频率规划优化; 天线调整; 网络配置数据调整等手段。
信号强度测试	信噪比	
吞吐量测试	认证成功率	
AP 隔离功能 测试	用户掉线率	
	吞吐量	
	误码率	
	网络时延	
	丢包率	

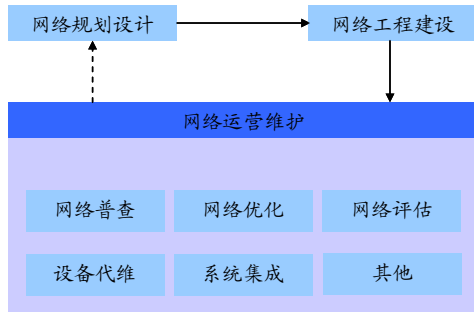
资料来源: 国信证券经济研究所

细分领域三: 网优服务外包集中度提升, 一体化厂商有望胜出

网络优化服务市场极为分散, 整合难度较高。由于三家运营商中国移动、中国联通和中国电信的网络优化测试及其他服务项目主要是由各省市的分公司完成, 存在市场非常分散的特征, 导致全国移动通信网络测评优化服务公司有 400 多家。地方性的有 350 家以上, 全国范围的不足 50 家, 普遍市场占有率不高。而部分地方企业规模较小, 仍然靠地方保护主义生存。

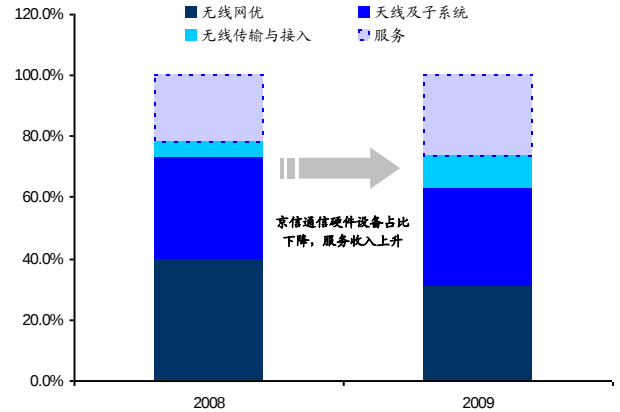
运营商网络规模扩大, 人员有限, 非核心业务外包趋势使得网络维护需求快速增加, 第三方服务商面临可观机遇。3G 时代, 网络运营已成为运营商的核心工作, 运营商将逐渐向品牌运营过渡。目前通信领域的服务外包主要包括规划设计、工程建设、测评优化 (由第三方实施普查评估并向运营商提出优化方案)、设备代维。此外, 光纤、电缆、用户接入线、用户终端和网络设备方面的维护需求也在增加。业内主要公司包括中通服、国脉科技、世纪鼎利、华星创业等。

图 15: 服务外包业务包括规划设计、运营维护、工程建设



资料来源: 国信证券经济研究所

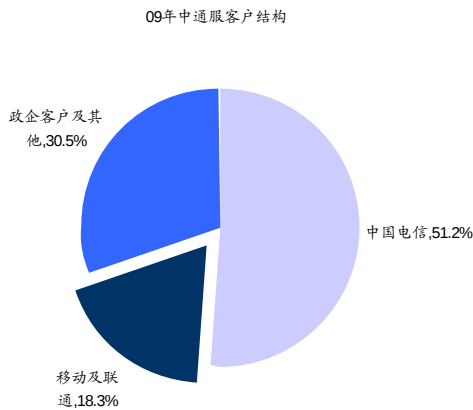
图 16: 业内厂商由“硬件”向“服务”转型趋势明确



资料来源: 国信证券经济研究所

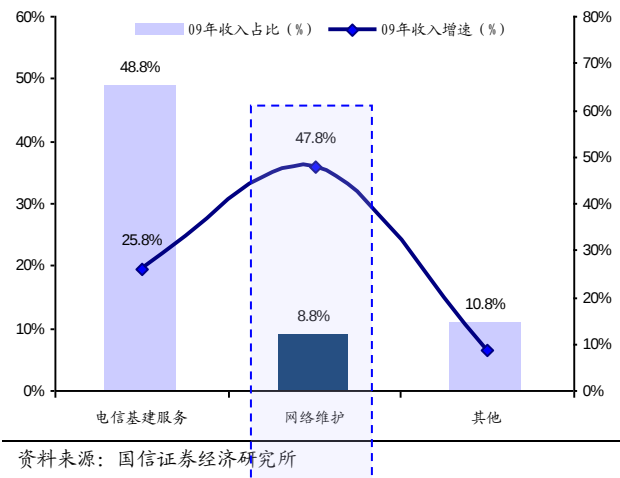
因运营商门槛逐步提高, 具备规模及技术服务一体化的厂商有望成为行业整合者。以中通服为例, 尽管其 09 年网络维护收入的增速高达 47.8%, 但该项业务收入规模也仅为 34.8 亿元, 占比仅 8.8%。由其代维的基站数达 17.5 万个, 虽同比增长一倍以上, 但占全国基站总数的比例亦不足 20%。未来, 运营商将更倾向于同规模较大, 技术领先的第三方服务商建立长期合作。

图 17: 中通服同中国电信合作紧密, 移动联通份额较小



资料来源: 国信证券经济研究所

图 18: 中通服 2009 年网络维护收入增速达 47.8%



资料来源: 国信证券经济研究所

优化服务的市场集中度将进一步提升, 具备产品及规模一体化优势的厂商将有望扮演行业整合者角色。

公司：双主业发展思路清晰，二次高速增长起点

网优测试产品：进军核心网及终端自动化测试等新兴领域

未来几年，因投资热点转换及自身研发跟进，预计公司来自于核心网及其他领域测试产品的收入占比将逐步提升。公司原有的路测软件及系统业务占比较高，并连续几年实现快速增长，随着 3G 建设进入常规增长期，该业务增速预计将有所放缓。11/12 年，公司计划重点培育核心网及其他测试产品：

(1) **A 接口、Abis 接口等核心网监测产品。**无线网络监测涉及端到端产品，公司目前从事的仅是路测一端，未来将向 A 接口、Abis 接口及业务感知监测等领域拓展，市场空间比原有业务更大。以摩托罗拉为例，其中国区每年在该业务上的收入便达 3000-5000 万美元。新业务涉及到大量的核心网数据采集，未来在数据挖掘上也可有所作为。该领域目前由运营省市公司分散进行，中移动存在建立全国统一监测平台的规划，预计各省市公司将根据其自身需要和应用场景试点建设。

公司从事该业务的载体主要为子公司世源信通。在分工上，鼎利主要集中于手机与基站无线子系统之间的无线接口、基站无线子系统内部的 Abis 接口等的信令采集，而世源信通主要从事基站无线子系统与交换网络子系统之间的 A 接口分析系统研发，在相关技术与经验上有较为丰富的积累。我们预计 2011 年该业务收入有望达到数千万元。

(2) **设立北京鼎元丰和，开发终端自动化测试技术。**公司 1 月公告拟与黄华等三名自然人共同出资 1000 万元设立“北京鼎元丰和科技有限公司”，主要从事智能终端的移动数据业务性能自动化测试技术，是针对移动互联网应用的测试解决方案。项目达产后，未来 3 年的效益指标预测为：年实现销售收入 1500 万元以上，年新增净利润 400 万元以上，同时相关研发成果可与鼎利共享。

移动互联网业务的爆发式增长将使得该业务需求迅速体现。由于网络（多种 3G 制式）、终端（操作系统、计算能力、硬件配置各异）、应用（各类软件及服务）的多样性，解决用户体验的可靠性和一致性将成为移动互联网业务开发中的重要环节，针对智能终端的数据业务性能测试存在广泛需求（电信运营商、设备制造商、手机厂家、以及应用开发商是主要需求者。例如，一款应用软件从开发到上线，需要针对不同网络及终端进行体验测试并予以调整），国内尚无针对此的成熟产品，

(3) **公司通过与华星创业合资设立鼎星众诚，将在测试终端产品上实现较快增长。**TD-SCDMA 测试手机是 TD-SCDMA 测试分析软件的主要配套设备，目前公司一般根据产品销售情况或客户订单外购测试手机。公司与华星创业合资设立鼎星众诚开发测试手机，有助于公司降低产品、服务成本，提高产品和服务的市场竞争力。同时，测试终端还可向运营商、系统设备供应商及第三方服务商供应。

网优服务业务：内生增长和外延扩张并举

预计 11/12 年公司将通过内生增长和外延扩张实现快速增长。我们预计公司 2010 年网优服务收入增长超过 50% 至 1.5 亿元，增长来自于原有业务的发展及 10 年收购的广州贝迅。公司上市后资本实力雄厚，可能会通过收购快速获取客户关系和区域市场份额，突破网优服务行业扩张的最大障碍。预计 11 年该业务将实现 2.5 亿元收入。

表6：公司于10年收购广州贝讯扩张服务业务规模

收购标的	09 年收入	09 年净利润	总资产	净资产	收购对价和方式
广州贝讯	2506.6	493.2	1958.0	1046.1	收购总额不超过 8000 万获得 51%股权：（1）股权转让：通过股权转让方式共支付 2474.5 万元股权转让款获得贝讯 50.5%的股权。转让款分四期支付，基于原股东 2010-2012 扣非后净利润不低于 1250 万元的承诺。（2）股权转让后，鼎利向贝讯增资 500 万元。（3）若贝讯 10-12 净利润高于承诺，鼎利将按年分别向原股东给予补偿，补偿金额=（贝讯当年净利润-1250 万）× 51%
广州贝软	263.6	53.9	150.7	106.3	收购金额 560 万元。2009 年 12 月 31 日的未分配利润为贝软科技原股东享有。2010 年 1 月 1 日之后的未分配利润由世纪鼎利享有。考虑到 50.6 万元由本次投资前老股东享有，100%股权对应的权益为 55.6 万元

资料来源：国信证券经济研究所

网优服务行业有走向整合的趋势，公司将因“全业务链”优势获取有利地位。公司是业内少数既从事测评优化服务，又开发测试优化系统的企业之一，软件开发能力使其测评优化业务在产品成本、服务效率上相交单纯的第三方服务商更均竞争优势。服务业务市场分散，整合难度较高，但随着运营商逐步提高门槛，企业规模和技术实力的重要性将会凸显，三维、鼎利等厂商最有可能实现规模上的突破。

盈利预测：预计 11/12 年净利润增速 41%/28%

预计 11/12 年 EPS 2.47/3.16 元

我们预计世纪鼎利 2011- 2013 年分别实现主营业务收入 6.94/9.18/11.83 亿元，同比分别增长 49.5%/32.3%/28.9%。净利润分别为 2.66/3.41/4.21 亿元，增长 40.5%/28.0%/23.5%，对应 EPS 分别为 2.47/3.16/3.90 元。关键假设为：

（1）原路测软件及系统因市场进入平稳增长阶段，且 10 年基数较高，增幅将至 20%左右。服务业务通过内生增长和外延扩张 11 年实现 2.5 亿元收入。核心网监测产品和 WLAN 路测产品 11 年逐步上量，新业务共实现收入约 7000 万元。

（2）现有软件及服务业务的毛利率小幅下降。主要因软件集采比例较低，多数通过公司自有渠道销售，因此价格竞争的风险相对较小。此外，核心网监测产品毛利率预计为 68%，同原有软件产品大致相同。

（3）公司享有国家重点软件企业的退税优惠，预计这一优惠能够持续。另上市超募资金额度较大，未来通过收购及参股能够实现投资收益的稳步提升。

2011-2013 年分项收入及损益表预测

表 7: 2011-2013 年世纪鼎利分项收入预测明细

	2010E	2011E	2012E	2013E	11VS10	12VS11	13VS12
路测分析系统							
销售收入 (百万)	233.8	280.6	336.7	417.5	20.0%	20.0%	24.0%
毛利率 (%)	74.0%	73.0%	72.0%	71.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
便携式测试分析系统							
销售收入 (百万)	39.8	47.7	57.3	71.6	20.0%	20.0%	25.0%
毛利率 (%)	78.0%	77.0%	76.0%	75.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
自动测试分析系统							
销售收入 (百万)	38.0	45.5	56.9	68.3	20.0%	25.0%	20.0%
毛利率 (%)	73.0%	72.0%	71.0%	70.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
网络优化服务							
销售收入 (百万)	149.7	254.4	368.9	498.1	70.0%	45.0%	35.0%
毛利率 (%)	43.0%	42.0%	42.0%	42.0%	-1.0%	0.0%	0.0%
其他 (含核心网测试产品及 WLAN 测试产品等新业务)							
销售收入 (百万)	2.8	65.5	98.2	127.7	2200.0%	50.0%	30.0%
毛利率 (%)	50.0%	68.0%	68.0%	67.0%	18.0%	0.0%	-1.0%
合计							
销售收入 (百万)	464.1	693.8	918.1	1183.2	49.5%	32.3%	28.9%
毛利率 (%)	64.1%	61.4%	59.7%	58.5%	-2.7%	-1.7%	-1.2%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 8: 2011-2013 年世纪鼎利损益表预测

单位: 百万元	2010E	2011E	2012E	2013E	11VS10	12VS11	13VS12
主营业务收入	464.1	693.8	918.1	1183.2	49.5%	32.3%	28.9%
主营业务成本	166.5	268.0	370.0	490.5	60.9%	38.0%	32.6%
毛利率 (%)	64.1%	61.4%	59.7%	58.5%	-2.7%	-1.7%	-1.2%
营业税金及附加	12.1	18.0	23.9	30.8	49.5%	32.3%	28.9%
费用率 (%)	24.8%	23.0%	21.9%	21.4%	-1.8%	-1.1%	-0.6%
销售费用	33.4	45.1	55.1	71.0	35.0%	22.1%	28.9%
销售费用率 (%)	7.2%	6.5%	6.0%	6.0%	-0.7%	-0.5%	0.0%
管理费用	81.2	114.5	146.9	183.4	41.0%	28.3%	24.8%
管理费用率 (%)	17.5%	16.5%	16.0%	15.5%	-1.0%	-0.5%	-0.5%
财务费用	0.4	0.0	-0.5	-1.4	-93.2%	-1933.8%	171.0%
财务费用率 (%)	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA
投资净收益	15.4	25.0	30.0	35.0	62.3%	20.0%	16.7%
营业外收支	30.0	30.0	35.0	35.0	0.0%	16.7%	0.0%
非经常性损益	45.4	55.0	65.0	70.0	21.1%	18.2%	7.7%
利润总额	215.3	302.7	387.3	478.5	40.5%	28.0%	23.5%
税前利润率 (%)	46.4%	43.6%	42.2%	40.4%	-2.8%	-1.4%	-1.7%
所得税	25.8	36.3	46.5	57.4	40.5%	28.0%	23.5%
有效税率 (%)	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	189.5	266.3	340.9	421.1	40.5%	28.0%	23.5%
归属于母公司净利润	189.5	266.3	340.8	421.0	40.5%	28.0%	23.5%
少数股东损益	0.0	0.1	0.1	0.1	40.5%	28.0%	23.5%
净利润率 (%)	40.8%	38.4%	37.1%	35.6%	-2.4%	-1.3%	-1.5%
每股收益 (元)	1.75	2.47	3.16	3.90	40.5%	28.0%	23.5%

资料来源: 国信证券经济研究所

投资风险

（1）新业务突破慢于预期的风险。公司在路测软件衍生产品之外，将逐步进入核心网监测等新领域。主要的风险来自于打入新市场的不确定性，以及运营商推广全国性监测平台的进度和力度。

（2）竞争加剧导致盈利能力低于预期的风险。目前公司的净利润率处于很高的水平，若后续在收入扩大过程中面临客户压价、竞争加剧，可能导致盈利能力低于预期。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	86	215	307	528	营业收入	327	464	694	918
应收款项	101	162	243	321	营业成本	136	185	298	413
存货净额	32	47	75	104	营业税金及附加	9	12	18	24
其他流动资产	11	0	1	1	销售费用	25	33	45	55
流动资产合计	229	424	626	954	管理费用	61	82	115	147
固定资产	46	90	178	199	财务费用	1	0	0	(1)
无形资产及其他	15	14	14	13	投资收益	1	15	25	30
投资性房地产	5	5	5	5	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	4	4	14	24	其他收入	13	19	30	43
资产总计	298	538	837	1195	营业利润	108	185	273	352
短期借款及交易性金融负债	19	19	19	19	营业外净收支	19	30	30	35
应付款项	24	91	148	205	利润总额	127	215	303	387
其他流动负债	35	56	86	114	所得税费用	15	26	36	46
流动负债合计	79	166	252	338	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	111	189	266	341
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0					
负债合计	79	167	252	338					
少数股东权益	3	3	3	3					
股东权益	217	368	581	854					
负债和股东权益总计	298	538	837	1195					

现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	111	189	266	341
资产减值准备	(1)	(1)	0	0
折旧摊销	6	7	13	20
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	1	0	0	(1)
营运资本变动	(39)	21	(23)	(21)
其它	1	1	0	0
经营活动现金流	79	217	256	339
资本开支	(32)	(50)	(100)	(40)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(36)	(50)	(110)	(50)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(11)	(38)	(53)	(68)
其它融资现金流	9	0	0	0
融资活动现金流	(13)	(38)	(53)	(68)
现金净变动	30	129	92	221
货币资金的期初余额	56	86	215	307
货币资金的期末余额	86	215	307	528
企业自由现金流	40	127	107	241
权益自由现金流	49	127	107	242

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	