

路测产品有望继续稳健增长， 期待差异化的网络优化服务模式

世纪鼎利（300050.SZ）

推荐 维持评级

分析师：朱劲松 电话：(8610) 83574072 邮箱：zhujingsong@chinastock.com.cn

分析师：王国平 电话：(8610) 6656 8758 邮箱：wangguoping@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130200010339

1. 事件

世纪鼎利于3月14日晚公布了公司2010年年报，此前于2月25日公布了2010年业绩快报。公司2010年实现营业收入4.64亿元，同比增长41.74%；归属母公司所有者的净利润1.89亿元，同比增长70.15%；扣除非经常性损益后归属母公司所有者的净利润1.88亿元，同比增长68.47%。

以总股本1.08亿股计算，每股EPS为1.79元（扣除非经常性损益后的EPS为1.78元），和我们此前的报告中预测一致（见：2010/12/30“世纪鼎利调研简报：向‘网络优化综合解决方案提供商’转型，受益网络优化投资加大预期”），略超过此前的市场预期；公司拟每10股派4元（含税），并以资本公积金每10股转增10股，转增后总股本将达到2.16亿股。

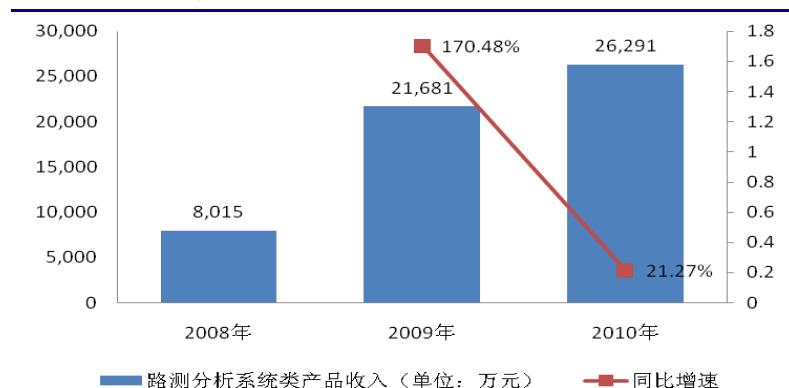
2. 我们的分析与判断

公司业务主要是针对移动通信网络优化产品的研发设计和网络优化技术服务，属于移动通信行业的子行业，和电信运营商的网络建设周期和每年的网络优化投入关系密切。

当前主要业务是提供面向移动网络空口侧的路测分析系统产品和网络优化服务；其中，网络优化服务收入在2010年有了大幅提升，同比增长73.46%，达到1.9亿，占主营业务收入的41.7%，是拉动2010年业绩增长的核心因素。

（一）、2010年路测系统类产品增长趋缓，2011年TD和WLAN路测类新产品可能推动其继续稳健增长

图1：路测系统类产品2009年爆发性增长后，2010年增势趋缓



资料来源：公司数据，中国银河证券研究部

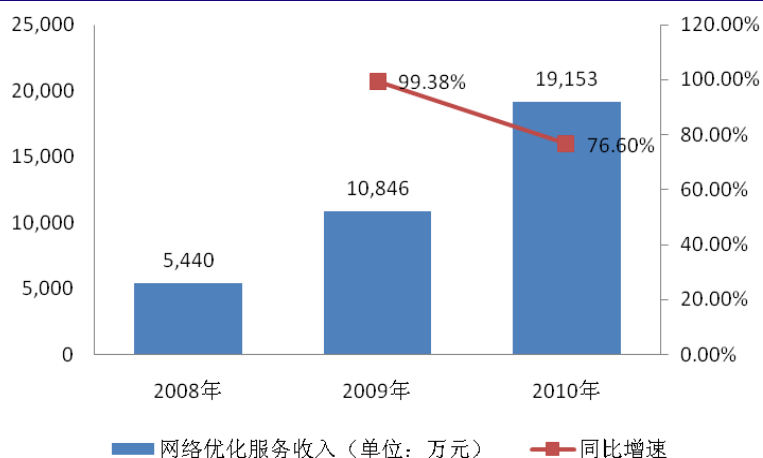
公司路测分析系统类产品在 2009 年取得了爆发性增长，成为网络优化路测分析软硬件类产品中的国内主导厂商，产品性价比也远高于罗德施瓦茨、安捷伦等国外公司。但 2010 年，该部分收入增长即大幅放缓，同比仅增长 21.27%。

路测分析系统类产品的市场空间有限，公司已居于相关市场主导地位，未来关键是继续通过“产品+服务”的模式，稳固在路测产品方面的市场地位和毛利率水平。而 2011 年公司 TD-SCDMA 增强型路测系统、TD-LTE 测试分析系统以及 WLAN 测试分析系统等新产品的商用，在 TD-LTE 试点提速和以中国移动为典型的 WLAN 大规模布点的行业背景下，我们预计仍将可能继续带动公司路测类产品保持 20%左右的稳健增长。

（二）、公司 2011 年网络优化服务业务仍可期待较为快速的增长，但可能需要进一步探索差异化的网络优化服务模式

数据业务流量爆发性增长带来的移动网络质量压力，我们预计将驱动三大运营商在 2011 年加大网络优化产品和服务投入，因此公司 2011 年网络优化服务仍将可能保持较为快速的增长。

图 2：网络优化服务收入增长快速增长（2008~2010 年）



资料来源：公司数据，中国银河证券研究部

但传统的通过路测方式进行的网络优化服务，最大的问题和难点，在于采用的是人力密集型服务模式，如果没有很好的项目周期管控能力和有效的人力成本控制，收入增长带来的毛利大部分都将为网络优化人员规模同步扩张带来的费用所吞噬，体现为相关业务的利润增长低于收入增长，难以取得类似软件产品边际成本递减甚至为零的效果。

公司过去的“产品推动服务、服务推动产品”的路测产品市场拓展模式，仍然可以进行借鉴，以探索新的差异化网络优化服务模式；向“基于 A/Abis 接口信令数据的网络优化系统产品+优化服务”的模式进行探索，我们认为即是一种必要且可行的方式。公司目前已进入中国移动“核心网三层架构信令采集平台”招标的 8 个厂家名单，让我们看到了这一可喜进步，即使公司在“最底层—信令采集层+中间层—CDR 合成处理层”难以撼动中创信测和中兴通讯既有的市场地位和技术积累，但只要在“第三层—应用层”方面有较好的市场突破，我们认为就可以给予公司更高的估值水平。

（三）、超募资金 10.6 亿，未来有望继续通过收购等方式进行外延扩张

2010 年，公司通过利用部分上市超募资金，分别收购了广州贝软科技（100%股权）、广州贝讯通信（51%股权）。自合并日至报告期末，2010 年的上述收购对公司 2010 年的业绩而言，贡献了 16% 的收入增量和 7% 的税前利润增量；预计 2011 年，上述收购不考虑其业务增长，全年并表，可贡献整体 5% 左右的营业收入增长和 3% 左右的税前利润增长。同时，经董事会决议通过，以债转股等方式，自 2010 年 7 月起的未来 5 年内，公司将逐步收购北京世源信通剩余 40% 股权（已持有其 60% 股权）。

通过上述收购，公司进一步完善和扩张了产品线，逐步形成从无线空口的路测产品和网络优化服务向接入网“A+Abis”接口的网络优化产品和服务延伸的技术能力。

截止 2010 年末，公司仍有巨额超募资金未使用，账面货币资金高达 12 亿；我们预计公司未来将可能继续通过外延性收购，整合网络优化产品和服务市场，拓宽公司产品线，完成向“网络优化综合解决方案提供商”的转型。

3. 投资建议

公司目前已进入中国移动“核心网三层架构信令采集平台”招标方案和商务谈判的 8 个厂家名单。我们预计公司难以撼动中创信测和中兴通讯在“最底部信令采集层+中间 CDR 合成处理层”的既有市场地位和技术积累，但可能在“第三层—应用层”方面有较好的市场突破，届时也将可以给予公司更高的估值水平。

基于对公司路测类产品 2011 年稳健增长、网络优化服务收入继续保持较快增长的预期，不考虑新的对外收购，我们预计公司 2011~2013 年收入增速分别为 34.0%、30.0%、25.1%，净利润增速分别为 34.6%、29.7%、25.3%；不考虑 2011 年将实行的资本公积转增股本，2011~2013 年对应 EPS 分别为 2.36 元、3.06 元、3.84 元，目前股价对应 PE 为 31 倍、24 倍、19 倍。

基于网络测试和优化行业及公司基本面均持续向好，周期性已渐不明显，给予对应 2011 年 EPS 35 倍的估值，目标价 82.6 元，维持此前“推荐”评级。

4. 风险

- 1) 网络优化服务收入增长可能低于预期，而人员扩张过于迅速，带来业绩增长大幅低于预期。
- 2) 路测类产品可能遭遇较为激烈的国内新兴厂家竞争，毛利率水平大幅下滑。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王国平，通信行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

朱劲松，通信行业证券分析师。本人正申请办理中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并已注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

A 股：中创信测（600485.SH）、烽火通信（600498.SH）、中兴通讯（000063.SZ）、三维通信（002115.SZ）、世纪鼎利（300050.SZ）、大富科技（300134.SZ）、海格通信（002465.SZ）、光讯科技（002281.SZ）、中国联通（600050）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908