

通信行业

强烈推荐（维持）

李忠智

S1060209070151
0755-22621434
Lizhongzhi001@pingan.com.cn

世纪鼎利(300050)

产品进军全球市场

事项:

2011年5月10日公司公告使用超募资金等值于港币7800万元的人民币现金对香港全资子公司“香港鼎利”进行增资,其中港币6000万元用于海外市场销售网络建设及海外市场开拓,港币1800万元收购股权和增资的方式对瑞典AmanziTel AB公司进行投资。

平安观点:

- 二项超募资金使用计划均涉及海外业务,显示公司业务已向全球市场延伸。
- 海外市场拓展有望在3-5年内使路测设备收入翻番;而短期的费用影响,预计2011年净支出在1300万元以内,2012年有望收窄到500万元以内。
- 收购AmanziTelAB亮点在技术、产品而非财务。AmanziTelAB产品将提高综合网优平台研发速度,提升海量数据处理能力。
- 市场担忧海外市场高投入将对2011年业绩形成较大压力,对此,我们观点如下:
1)费用客观存在;2)研发、市场开拓费用增加有别于因成本上升、管理效率下降引起的费用增加;前者有望增加未来现金流入,提升企业价值;3)市场已经反应预期,公司估值目前已处于低位。
- 风险提示:海外市场拓展进度低于预期
- 维持“强烈推荐”评级。预计2011~2013年EPS分别为1.25、1.8、2.5元,对应最新股价27元,PE分别为21倍、15倍、10倍。

项目一：海外市场销售网络建设及市场开拓

- 海外开拓对公司净利润的影响，第一年预计在 1300 万元以内；第二年有望缩窄到 500 万元以内

人员投入方面以销售人员为主，收入与业绩挂钩，且部分销售人员将在下半年到岗，第一年人员费用预计不足 1000 万人民币，总支出预计在 1600 万以内。考虑到销售型项目边建设边销售的特点，对公司全年净利润的影响预计在 1300 万以内，以 2010 年净利 1.89 亿计，占比约在 5%，预计影响 2011 年 eps 在 0.05 元左右。

图表1 海外市场销售网络投资方案

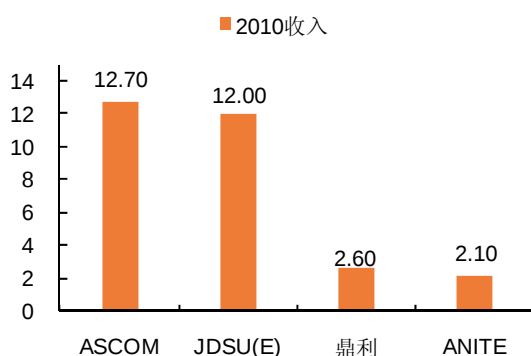
投资项目	投资额（港币：万元）	建设内容
人员投入	4085	聘请具有海外经验或渠道资源的销售人员、技术支持、管理人员
市场开拓	1500	差旅、海外参展、市场宣传 技术商务交流
场地租赁	250	● 香港总部 ● 东南亚（马来西亚） ● 中东及非洲（地点待定） ● 欧洲（拟设瑞典） ● 美国（拟设美国）
其他	165	设备、办公用品
合计	6000	二年建设期

资料来源：公司公告，平安证券

- 开拓海外市场坚决，力争在 3-5 年内海外销售达到与国内相当的规模

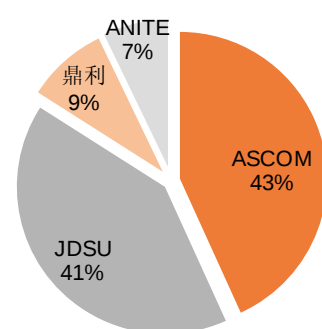
当前全球路测设备规模在 40 亿人民币左右，鼎利市场份额在 6% 左右，规模尚小。ASCOM 在 2010 年销售额 1.68 亿瑞士法郎（折合人民币约 12.7 亿元）；JDSU 在 2009 年收购安捷伦网络通信测试业务部，此业务部 2009 年前 10 个月收入在 1.62 亿美元（折合人民币约 10.5 亿元）；ANITE 在 2006 年收购了路测设备厂商 NEMO，2010 年收入 2000 万英镑（折合人民币约 2.13 亿）。从市场份额看，估计 ASCOM 与 JDSU 各占 30% 左右，鼎利在 6% 左右，ANITE 在 5% 左右。鼎利的规模尚小，与前二名差距较大。

图表2 Ascom、JDSU领先优势明显



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表3 鼎利市场份额较小，发展空间大

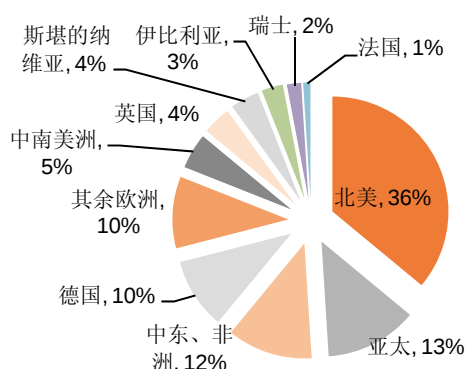


资料来源：公司年报、平安证券研究所

预计至 2015 年，全球路测设备市场规模达 60 亿人民币以上，若公司海外、国内销售规模相当，则全球市场份额需达 10%-15% 左右。预计随着 3G 在全球的大规模普及，以及 LTE 的建设，未来 3-5 年路测设备有望维持 5% 以上增长。以此推断，实现海外市场目标，公司需抢占 10-15% 的市场份额。

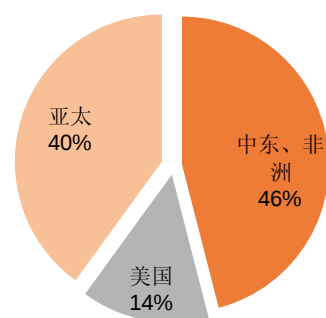
亚太、中东、非洲、东欧市场规模中上，抢占这些市场即有望实现公司目标。亚太、中东、非洲、东欧均市场在各厂商中占举足轻重地位。ASCOM 在此四个市场收入占其总销售额的 25-30%；ANITE 这一比例高达 80% 以上；四块地区市场容量预计超 10 亿元，且未来亚太、非洲市场具备较大增长潜力。因此世纪鼎利将这四块市场作为突破点较易成功。

图表4 Ascom收入地域构成



资料来源：Ascom 年报，平安证券研究所

图表5 ANITE收入地域构成



资料来源：ANITE 年报，平安证券研究所

Ascom 将是主要竞争对手。Ascom 在 2009 年并购了原爱立信的天网业务，并在 2009 年顺利完成部门整合，2010 年收入增长达 26%，预计未来仍能保持 5%-10% 的增长，增长势头迅猛。ASCOM 技术及客户关系基础好，将是鼎利在全球市场的主要竞争对手，而 ANITE 及其他小厂商的市场份额会被挤占。

项目二：投资瑞典 AmanziTel AB 公司

收购目的：提高公司海量数据处理能力，为研发端到端综合网优平台产品提供支持。

AmanziTel 成立于 2008 年 12 月，主要从事移动通信网络测试数据的存储、管理和应用技术及产品的研究及开发。2010 年公司亏损 24.8 万元人民币，尚处于业务起步阶段。

■ 收购及增资不超过 150 万欧元

- 其中 75 万欧元收购股权。分 52.5 万欧元与 22.5 万欧元二期支付。第二期支付条件为 2011、2012 年税后平均净利润不低于 20 万欧元。若不达目标，则差额在收购款中扣除。
- 其余 75 万欧元作增资扩股。

本次收购 51% 股权对应净资产人民币 396.23 万元，投资总额人民币 1443.2 万元，溢价 3.6 倍。

图表6 股权转让

对象	转让前股权比例(%)	转让后股权比例(%)
香港鼎利	0	51%
Craig Taverner	55.47	27.18%
Ian Dela Cruz	43.36	21.25%
Gareth Taverner	1.16	0.57%

资料来源：公司公告，平安证券

■ 业绩承诺

AmanziTel 2011 年及 2012 年度经审计后的税后净利润之和应不低于 40 万欧元。

■ 剩余 49% 股份处置

- 在 2013 年，若审计的 2012 年 AmanziTel 净利润超 100 万欧元，鼎利有权收购剩余 49% 股权，收购价格为 2012 年净利的 8 倍 PE。
- 在 2014 年，不管业绩如何，鼎利都有权收购剩余 49% 股权。若 2012 年净利超 100 万欧元，则收购价格为 2013 年净利的 8 倍 PE；若 2012 年净利不足 100 万欧元，则收购价格为 2013 年净利的 6 倍 PE。
- 在 2014 年，若审计的 2013 年净利润超 100 万欧元，AmanziTel 原股东有权利将剩余股份出售给鼎利，价格按条款 2。

■ 收购将对综合网优平台建设带来技术、产品支持

此次收购目的在于通过 AmanziTel 技术优势，增强公司在海量数据处理方面的能力。公司现有“端到端”网优方案特点体现为：

- 产品多：涉及无线、接入、核心网等多个网络接口的优化产品；

- 涉及业务多：包括传统的网络优化业务，以及新涉及的网管及上层应用；
- 数据量大，实时网络、信令监控将产生海量数据

在这样的情况下，网络优化海量数据的存储、管理与应用成关键技术。AmanziTel 在海量数据管理和应用、云计算技术等方面的技术能够较好得粘合公司的各条线产品，实现产品综合竞争力的提升。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257