

世纪鼎利 (300050.SZ)

其它技术服务行业

评级: 买入 上调评级

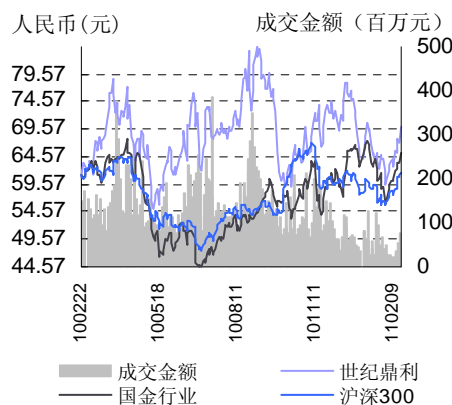
公司研究

市价(人民币): 70.02元
目标(人民币): 93.10-106.70元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	38.88
总市值(百万元)	7,562.16
年内股价最高最低(元)	84.56/55.09
沪深300指数	3248.53



相关报告

1. 《宣布超募资金投资计划,业绩增厚有限》, 2010.7.12
2. 《寻找最有可能成功的网优企业》, 2010.7.8

陈运红 分析师 SAC 执业编号: S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

短期受益于网络覆盖, 长期受益于业务流量

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.975	2.784	1.650	2.328	3.049
每股净资产(元)	2.88	5.42	13.65	14.92	16.66
每股经营性现金流(元)	0.80	2.03	1.20	1.82	2.53
市盈率(倍)	N/A	N/A	40.88	30.08	22.97
行业优化市盈率(倍)	44.34	77.86	77.86	77.86	77.86
净利润增长率(%)	47.50%	185.60%	60.03%	41.07%	30.98%
净资产收益率(%)	33.82%	51.40%	12.04%	14.81%	16.52%
总股本(百万股)	40.00	40.00	108.00	108.00	108.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **2011年网优行业仍处于景气度高峰期:** 2011年运营商移动网络投资预计增长20%左右, 增长点来自于中国移动GSM网络大扩容和TD项目延迟效应(2010年只完成计划70%, 另外2011年新增TD投资200亿), 2012年-2014年我们认为国内无线网络资本开支仍将保持略增长态势, 预计2015年4G正式商用, 运营商将面临一轮资本开支高峰。
- **公司是网络优化测试设备市场龙头, 具备核心竞争优势:** 公司是网络优化测试设备这一细分行业内的公认龙头, 拥有行业标准及资质、产业链、市场网络和技术等核心优势。尤其是公司拥有运营商集团指定行业标准产品和第三方评估厂商资质, 在无线网优市场中同时扮演裁判员和运动员的角色, 极大的推动了公司设备和服务在运营商地方公司的市场销售;
- **公司业务增长动力短期来自于中移动对GSM和WLAN的新增投资带来网络优化测试设备增长, 以及运营商的网络扩容和补盲带来网络运维服务增长, 中长期看网络优化服务比例上升和新应用拓展,** 特别是基于信令分析的网络负载均衡以及业务行为分析的衍生价值面临广阔的空间。
- **值得一提的是: 公司是WLAN投资领域内实质性受益的股票。** 公司是WLAN网络优化测试设备的龙头企业, 行业集中度高, 毛利率高达80%以上, 净利率可达50% (WLAN主设备净利率通常10%)。根据我们统计, 2011年国内WLAN总体规模预计在100亿元, 主设备预计在50亿元, 测试设备预计占比2-3%之间, 市场份额将呈现高度集中, 公司拿大份额是大概率事件。

业绩预测

- 不考虑收购因素, 我们预计公司10-12年实现营业收入4.71亿、6.43亿和8.19亿, 同比增长43.83%、36.61%和27.24%, 实现EPS分别为1.650元、2.328元和3.049元, 分别同比增长60.03%、41.07%和30.98%。

投资建议

- **上调为“买入”评级:** 我们给予公司股票估值水平在11PE40x-12PE35x之间, 对应股价为93.10-106.70元; 我们认为目前公司股价存在明显低估, 建议投资者坚定买入, 具备长期投资价值。

内容目录

2011 年网络优化行业将仍维持景气高峰，路测设备面临机会	4
网优行业仍处于景气度高峰期	4
网优行业仍面临诸多挑战，路测设备机会相对确定	5
公司是路测设备市场龙头，具备核心竞争优势	6
公司业务简介	6
核心实力确保公司细分市场龙头地位	10
公司业务的长期发展路径：实现从网络层面向业务层面的渗透	15
短期受益于中移动面临带宽不足的瓶颈	15
中长期受益于运营商移动业务流量的爆发性增长	15
业绩预测及投资建议	16
投资建议	17
附录：三张报表预测摘要	19

图表目录

图表 1：三大运营商资本开支计划（亿元）	4
图表 2：三大运营商无线网资本开支计划（亿元）	4
图表 3：Andrew 无线覆盖业务与运营商无线 CAPEX 相关性（百万美元）	4
图表 4：无线网优覆盖设备市场规模预测（亿元）	5
图表 5：运营商运维支出（亿元）	5
图表 6：运营商外包代维及优化服务	5
图表 7：世纪鼎利业务定位	6
图表 8：上市前股权结构	7
图表 9：公司两大类业务收入贡献率	7
图表 10：公司两大类业务毛利贡献率	7
图表 11：公司网优测试分析系统具体分类	8
图表 12：传统路测设备	9
图表 13：自动路测设备 RCU	9
图表 14：便携式路测设备	9
图表 15：无线网络优化分析后台系统	9
图表 16：公司不同路测系统应用场景说明	10
图表 17：移动网优测试分析系统收入情况（万元）	10
图表 18：移动网优测试分析系统毛利率状况	10
图表 19：公司收入按客户分类（万元）	11
图表 20：公司收入来源占比	11
图表 21：世源信通资产状况（万元）	12

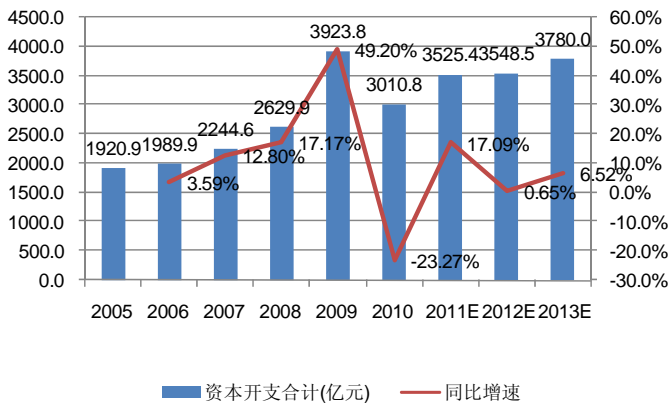
图表 22: 鼎星众诚资产状况 (万元)	12
图表 23: 公司已有销售网络及覆盖范围	13
图表 24: 公司各地域收入占比	13
图表 25: 公司各地域 09 年收入增速	13
图表 26: 公司人员构成 (共 491 人)	14
图表 27: 公司研发投入 (万元)	14
图表 28: 公司研发结构	14
图表 29: 公司研发流程	14
图表 30: 无线接口信号测试和核心网信令测试系统将逐渐结合	15
图表 31: 公司业务收入预测	16
图表 32: 公司三项费用率走势	17
图表 33: 公司收入预测 (亿元)	17
图表 34: 公司 EPS 预测 (元)	17
图表 35: APV 方法估值: 每股价值为 92.91 元	18

2011 年网络优化行业将仍维持景气高峰，路测设备面临机会

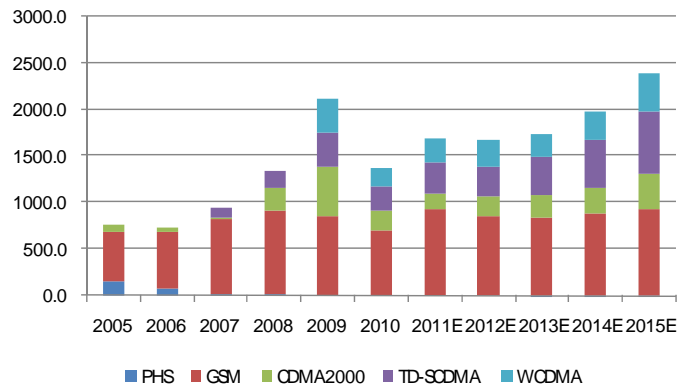
网优行业仍处于景气度高峰期

- 2011 年移动网络投资预计增长 20%:** 2011 年运营商资本开支预计将出现 17% 的增长，增长主要动力来自于中国移动新增 300 亿 GSM 网络投资以及中国电信和联通的宽带投资增长所致；从移动网络来看，2011 年运营商移动网络投资预计增长 20% 左右，增长点来自于中国移动 GSM 网络和 TD 项目延迟效应（2010 年只完成计划 70%，另外 2011 年新增 TD 投资 200 亿），2012 年-2014 年我们认为国内无线网络资本开支仍将保持略增长态势，预计 2015 年 4G 正式商用，运营商将面临一轮资本开支高峰。

图表1: 三大运营商资本开支计划 (亿元)



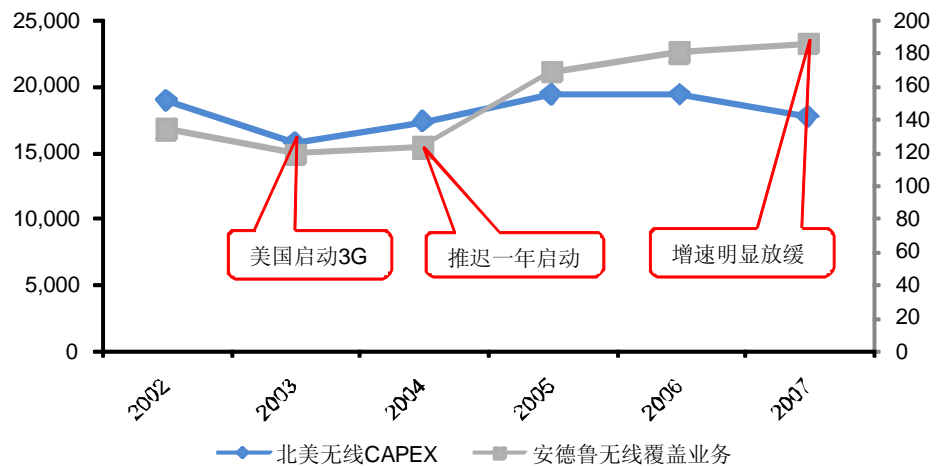
图表2: 三大运营商无线网资本开支计划 (亿元)



来源: 运营商年报, 国金证券研究所

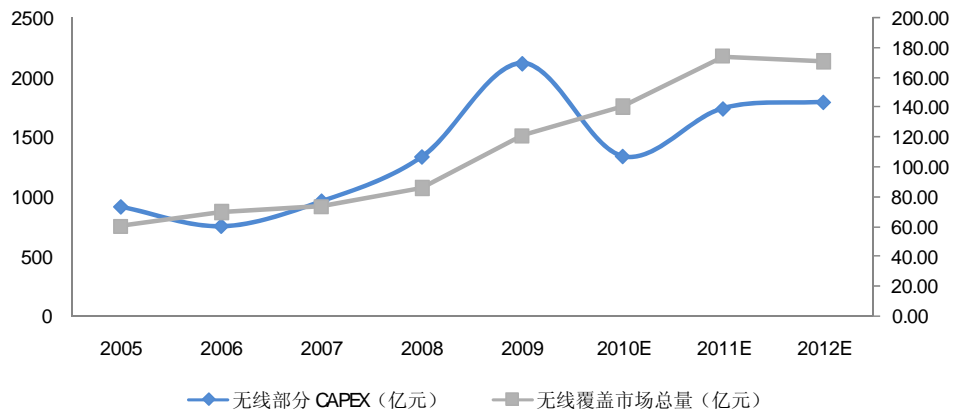
- 2011 年网优行业仍维持景气度高位:** 通过我们对国际 Andrew 公司的案例及国内网优覆盖设备行业的历史分析，我们可以清楚的看到网优行业，尤其是设备投资与运营商无线资本开支滞后一年的正向关系。结合国内 CAPEX 计划，我们认为 11 年网优行业仍将维持景气高峰，之后将逐步趋稳定增长。

图表3: Andrew 无线覆盖业务与运营商无线 CAPEX 相关性 (百万美元)



来源: 公司年报, Jefferies & Company, Inc, 国金证券研究所

图表4: 无线网优覆盖设备市场规模预测 (亿元)

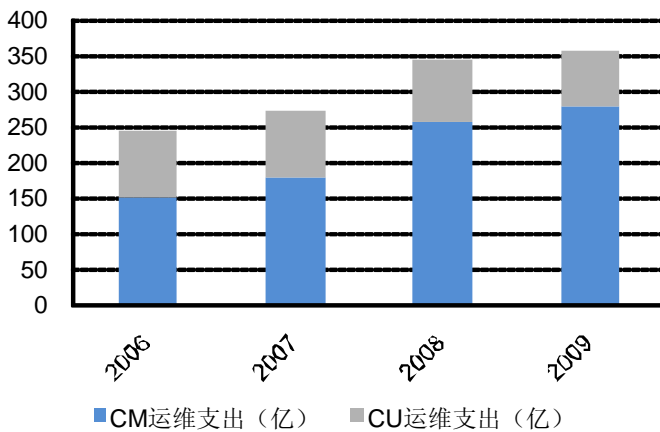


来源: 各公司年报, 国金证券研究所

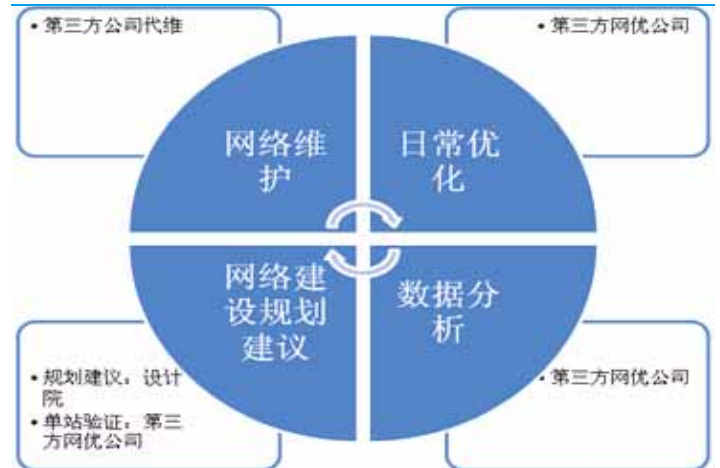
网优行业仍面临诸多挑战, 路测设备机会相对确定

- 在无线网优服务领域, 尽管长期来看行业整体市场容量将呈现上升趋势, 但凡大负面因素也将对现有第三方公司形成冲击: 1) 网优服务支出属运营商 OPEX 计划, 在近年运营商业绩考核压力下, 开支将被压缩; 2) 中国移动今年将在各省网络部下成立网优中心, 提出加大自主网优力度; 3) 主设备商也适时提出增加服务收入, 未来可能承包网优服务再分包给现有第三方; 4) 网优服务基本按照人头外包, 行业集中度非常低, 各地厂商关系营销成分较高, 市场门槛低, 未来价格竞争将渐趋激烈。

图表5: 运营商运维支出 (亿元)



图表6: 运营商外包代维及优化服务

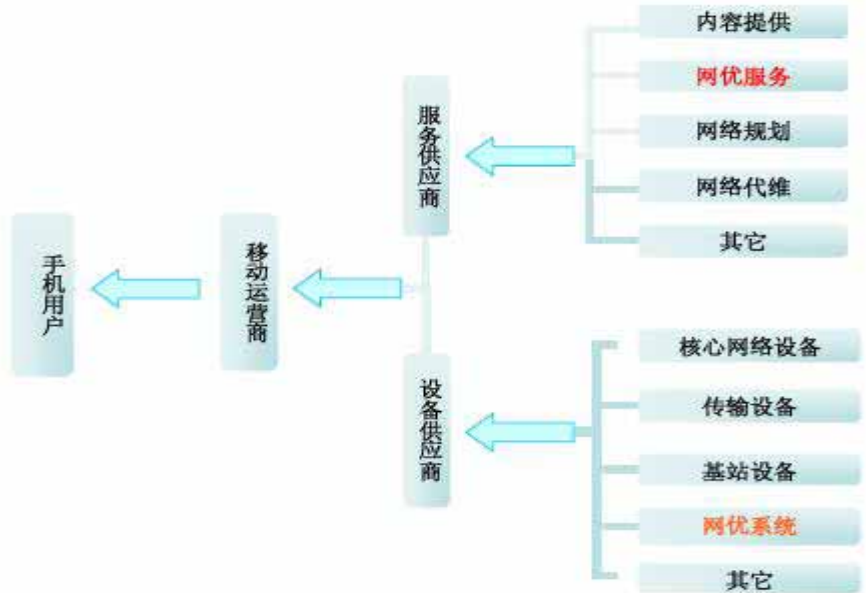


来源: 运营商年报, 国金证券研究所

- 相比之下, 世纪鼎利主营的空口路测设备市场较为细分、规模较小, 主设备商关注较少, 而运营商对于网络测试和优化也存在切实需求, 这一领域与其他细分市场相比受挤压较少, 行业环境相对宽松:
 - 首先, 第三方网络优化公司在价格和客观公正性上较设备厂家具有优势, 对于运营商来说具有存在的客观需要;
 - 其次, 这一行业中原有的国际厂商如安捷伦和 TEMS 等公司, 由于网络制式跟进不足, 及成本价格原因, 在 3G 的增量市场份额较少, 基本已退出路测设备这一块的竞争;

- 另一方面，现有的运营商对于路测设备的集团采购已经有入围名单，未来全国采购都很有可能采取这一形式甚至是集中采购。这将导致市场未来的竞争将主要在已经占据市场地位的少数国内厂商间展开，后来者将面临较高的进入门槛。

图表7: 世纪鼎利业务定位



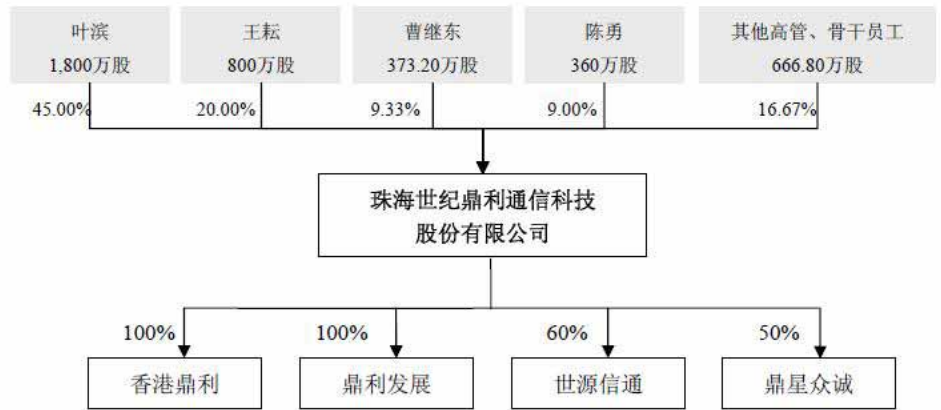
来源：招股说明书，国金证券研究所

公司是路测设备市场龙头，具备核心竞争优势

公司业务简介

- 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无线网络优化测试分析系统，同时亦为电信运营商提供“一站式”的网络优化服务：
- 公司 2001 年成立，叶滨、王耘、曹继东和陈勇四人为公司共同创始人，其中叶滨是控股股东和实际控制人，持有 1800 万股，占发行后股本的 33.3%，此外还有其他高管及骨干员工 15 人持有公司股份；

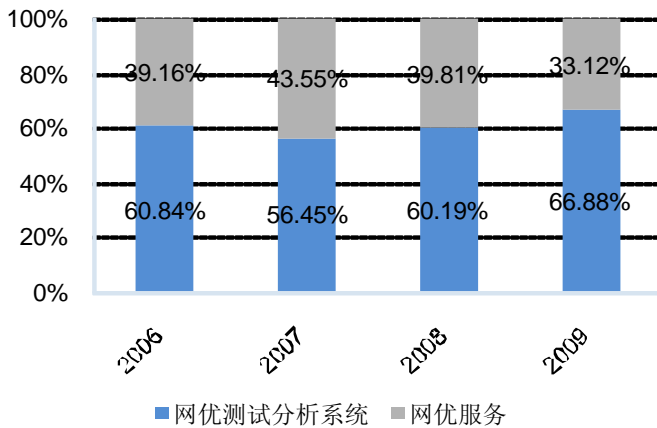
图表8: 上市前股权结构



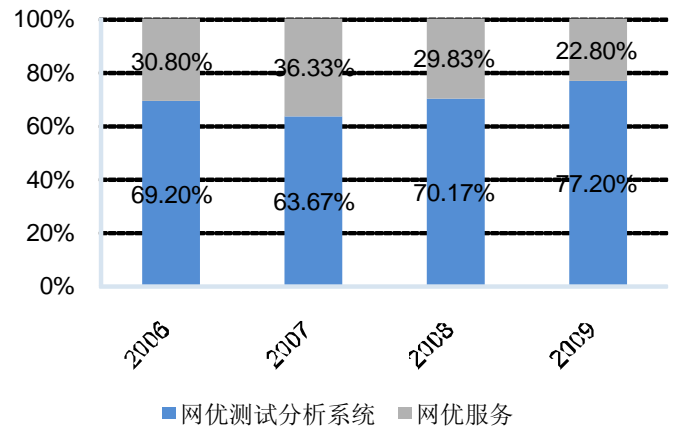
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- 公司业务主要分为网优测试分析系统（主要即指路测设备）和服务两大类，其中 09 年网优测试分析系统贡献了公司业务收入的 66.88% 和 77.20% 的毛利。毛利贡献率高于收入贡献率的原因是公司测试分析系统重点是软件系统，毛利率较高，达到 70% 以上，远高于服务类 40% 左右的毛利率。

图表9: 公司两大类业务收入贡献率



图表10: 公司两大类业务毛利贡献率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 在设备和服务两类业务中，网优测试分析系统是公司的发展基础和主要利润来源，其中主要包含了传统路测、自动路测和便携式等三大类路测系统，应用在无线网络测试的不同阶段和场景下，三类系统的组合基本为运营商和设备厂商的无线网络测试提供了全面的解决方案：

图表11: 公司网优测试分析系统具体分类



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 传统路测系统：**在公司业务描述中也被直接称为路测分析系统，即驾驶测试车辆装载由笔记本和测试手机组成的测试系统，由工程师现场操作的方式。这一传统路测系统适应无线网络测试中的绝大部分场景和网络发展过程中的所有阶段，是最常见的路测手段；
- 自动路测系统：**是指不需要人工干预，主要布置在活动的大巴或者轨道交通上，全日制自动采集海量数据，并可通过网络远程控制并传递数据的测试方式。产品外貌是集成了软硬件的工控机，并配备无线网络功能，由于不需要人工操作，没有了传统路测下的电脑屏幕。自动路测主要应用于网络建设完成后的自动网络质量监控；
- 便携式路测：**是集成了主要路测功能的智能手机，这类设备具有体积小、携带及使用方便等特点，主要针对体积较大的传统路测设备不太方便进入的场所，支持在建筑物内、隧道、机场候机厅、电梯内和楼梯间进行无线信号分布测试和质量评估测试，同时也可使用连接 GPS 实现室外 DT 路测。便携式设备最主要的应用还是室内覆盖测试；
- 后台分析系统：**在销售各类路测设备的同时，公司也配套提供后台的网络优化分析系统，后台系统内置了强大的数据呈现、统计和分析模块，并集成自主 GIS 平台，以实现详细深入的数据分析和网络优化功能。

图表12: 传统路测设备



来源: 公司网站, 国金证券研究所

图表13: 自动路测设备RCU

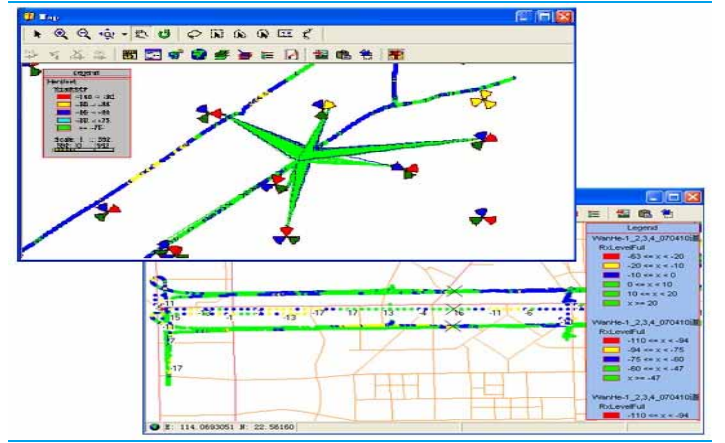


图表14: 便携式路测设备



来源: 公司网站, 国金证券研究所

图表15: 无线网络优化分析后台系统



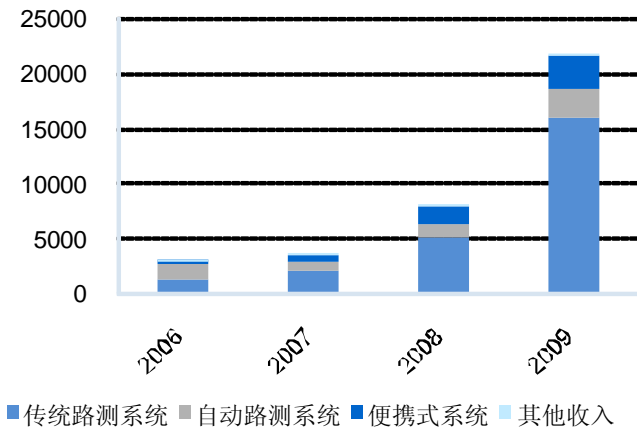
图表16: 公司不同路测系统应用场景说明



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

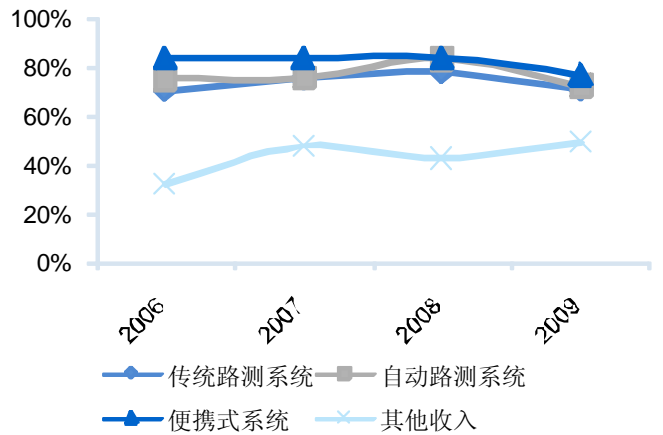
- 公司三类路测系统中, 传统路测系统由于应用最为广泛, 是收入主力, 09 年收入 1.61 亿, 贡献了设备类收入的 74%和公司整体收入的 49%, 自动路测和便携式路测收入则分别达到 2692 万和 2862 万。由于系统以软件为核心, 三项业务毛利率水平皆达到 70%以上, 其中传统路测为 70.98%, 另两项由于业务较新毛利率略高, 分别为 72.74%和 77.03%。

图表17: 移动网优测试分析系统收入情况 (万元)



来源: 公司报告, 国金证券研究所

图表18: 移动网优测试分析系统毛利率状况

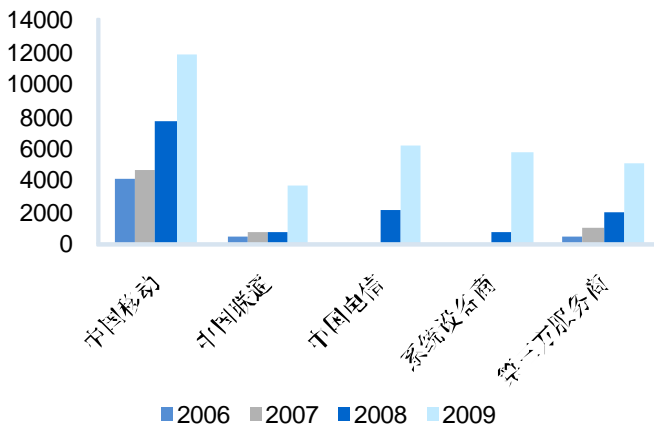


核心实力确保公司细分市场龙头地位

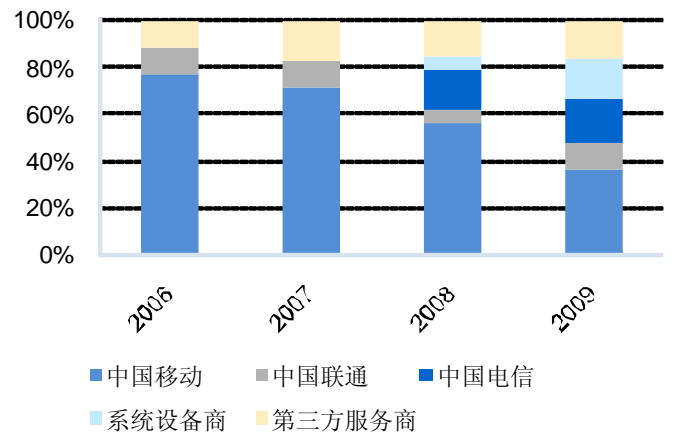
- 行业标准和资质优势:** 公司从创建以来一直专注于路测系统领域, 主要路测系统产品皆成为三大运营商指定的唯一标准产品, 同时公司也是运营商集团指定第三方评估的少数几家厂商之一。拥有行业标准产品和第三方评估厂商资质优势, 公司在移动网络测试优化市场中同时扮演裁判员和运动员的角色, 极大的方便了公司设备和服务在运营商各省公司的市场销售。尽管由于所在子行业规模较小, 缺乏公开数据, 但公司事实上已经是业内公认的市场第一:

- **集团指定资质极具指导意义：**目前网络优化测试设备市场仍以各省自主采购为主，而集团由于每年需要检查和评估地方网络也会进行一定量采购，同时评估指定检查所使用的测试设备（一般是独家）及第三方评估厂商（一般 3-4 家）。集团采购量尽管不大，但指定标准产品和评估厂商资质，对于入围公司产品在各省的销售活动显然具有极大的指导和促进作用；
- **公司标准设备数量第一：**公司 TD-SCDMA 室内和室外测试分析系统、CDMA 路测分析系统以及便携式路测系统是中国移动集团全国第三方网络评估测试唯一选定产品，即集团年检的指定标准设备；而 CDMA 和 GSM 路测分析系统则是中国电信、中国联通全国第三方网络评估测试选定产品。公司主要竞争对手北京日讯主要在电信占据一部分，华星创业为移动提供一款 GSM 的 MOS 语音测试产品，标准产品的量远不如世纪鼎利。这类产品标准一经选定，一般不会变化，产品标准将成为公司较长时间的领先优势；
- **三家运营商的指定评估厂商：**同时，自 2003 年以来，公司一直为中国移动指定的第三方网络质量评估厂商；自 2001 年以来，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 年以来，公司一直为中国电信指定的第三方网络质量评估厂商。这类资质入围一般仅有 3-4 家，这无疑为后来厂商，尤其是试图拓展集团和全国市场，设置了很高的进入门槛；
- **3G 启动阶段一举奠定行业地位：**公司自 2004 年就开始进行 3G 网络路测工具的研发，先后推出了 CDMAEvDo、WCDMA 和 TD-SCDMA 制式系统。长期积累带来最终回报，公司在 07-08 年的 3G 启动阶段获得了国内三大运营商招标中的较大份额，如电信招标公司份额就达到 70%，从而一举奠定了公司在路测设备行业的优势地位。

图表19：公司收入按客户分类（万元）



图表20：公司收入来源占比



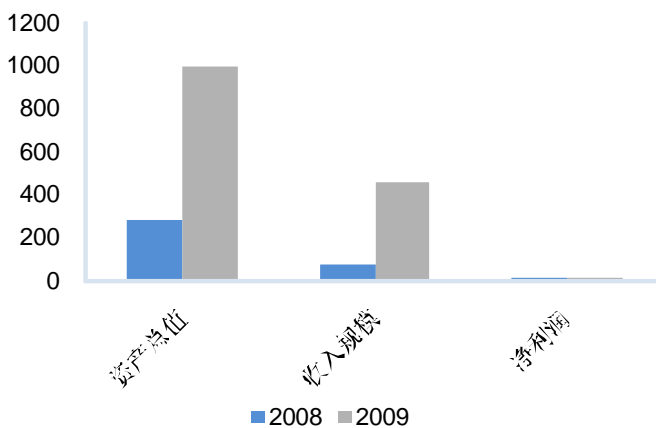
来源：公司报告，国金证券研究所

- **产业链综合优势：**公司不仅提供支持所有 2G/3G 网络、适应各种场景的路测系统，同时也提供网优服务，近年还加大力度拓展测试终端及核心网网优系统，产业链的综合布局不仅能够帮助公司的产品和服务形成合力，符合运营商要求“一站式”服务的发展趋势，同时大大降低了运营商投资下降给公司业绩造成的风险系数；
- **公司专注路测系统，长期跟踪准备运营商网络发展趋势，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。与之相比，国际厂商如安捷伦和 TEMS 由于其背景和投入的问题，对 TD 等制式跟进不足，在 3G 时代运营商要求统一兼容测试平台的情况下已经基本退出增量市场竞争，而国内中小厂商由于研发投入受限，也很难做到网络制式的全面覆盖；**

- 在路测系统上的品牌地位，对于公司网优服务的市场推广存在明显的促进作用，公司 09 年网优服务收入增长 99.38% 达到 1.08 亿。据不完全统计，公司至少有 20-30% 的服务收入是直接来自于系统带服务形式的合同；
- 公司 09 年 2 月增资 468 万收购从事核心网网优系统开发的世源信通 60% 股权，意图开拓核心网网优系统市场并与公司现有空口网优系统形成合力，我们将在后面章节详细介绍公司的此项计划；
- 09 年 5 月公司出资 300 万与行业另一领先厂商华星创业合资成立鼎星众诚，专业生产 TD 手持路测设备。鼎星众诚的成立，对于公司控制测试终端硬件生产环节，形成产业链条优势和降低业务成本具有积极意义。

图表21: 世源信通资产状况 (万元)

图表22: 鼎星众诚资产状况 (万元)



来源: 公司报告, 国金证券研究所

- **市场网络优势:** 网优行业市场集中度较低，绝大部分公司都是地方性企业，依靠当地关系资源展开业务。而公司业务和网点覆盖全国，是少数具有全国服务能力的厂商之一：
 - 在网优服务市场，服务厂商大致分为两类：第一类是系统设备厂商如华为、中兴等。他们主要负责网络建设和扩容过程中的网优服务，以提供“交钥匙”工程；第二类则是第三方网络优化服务提供商，按服务区域可分为全国性网络优化服务提供商和区域性网络优化服务提供商。前者规模和服务区域相对较大，典型的代表包括世纪鼎利、华星创业、北京日讯等；后者规模一般较小，服务区域一般局限于某些省份或地区，这类企业数量众多；
 - 公司业务遍布全国的绝大部分省市，同时已经在上海、北京、广州、沈阳、成都、西安、武汉建立七个点，覆盖全国各个地区。公司 IPO 募投的“无线网络运维服务项目”将加速建设一个全国性的业务支撑体系，对于公司拓展全国业务和加大对小厂商的营销网络优势具有积极作用；

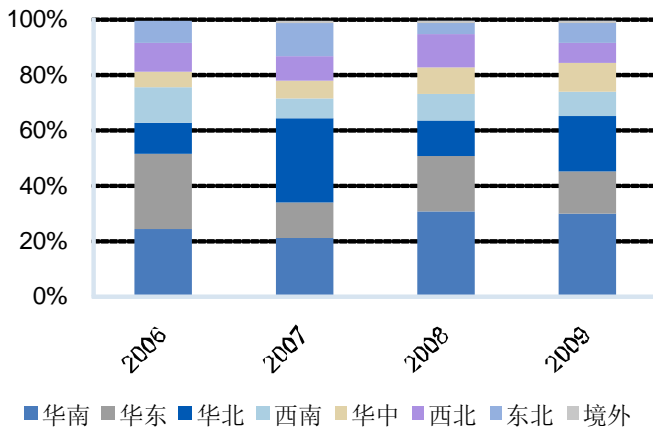
图表23: 公司已有销售网络及覆盖范围

区域	支持中心	覆盖省份
全国	珠海	总部, 对各中心提供技术人员设备支持
华南	广州	广东、广西、海南、福建
华北	北京	北京、天津、河北、内蒙古、山西、山东
华东	上海	上海、江苏、浙江、安徽
东北	沈阳	辽宁、吉林、黑龙江
华中	武汉	湖北、湖南、江西、河南
西南	成都	四川、重庆、云南、贵州、西藏
西北	西安	陕西、新疆、甘肃、宁夏、青海

来源: 国金证券研究所

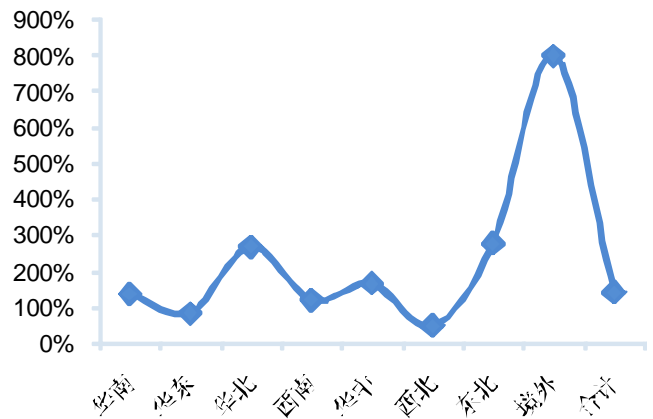
- 从地域上来看华南、华东、华北是公司收入主力, 同时 09 年在华中和东北开辟不错。公司的计划是加强西南、华中、东北等地区的营销力度, 将上述区域打造为公司未来收入增长的潜力地区。

图表24: 公司各地域收入占比



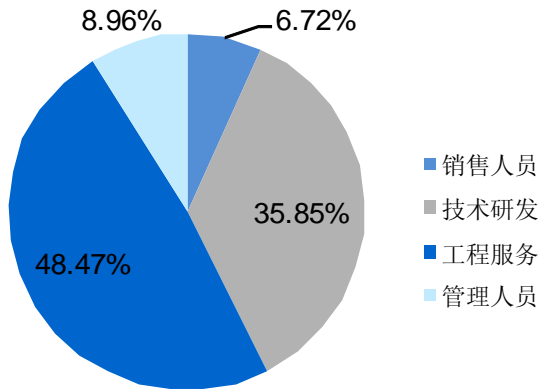
来源: 公司报告, 国金证券研究所

图表25: 公司各地域 09 年收入增速

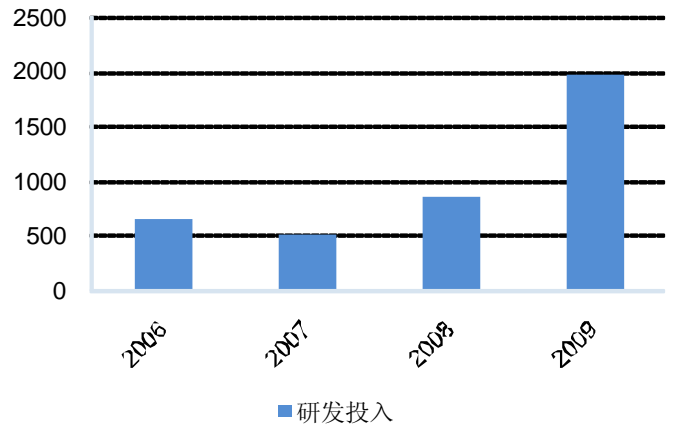


- 技术优势:** 公司以技术研发驱动模式推动业务发展, 紧跟移动通信网络技术发展大力投入网络优化新技术和新产品的研发, 一直专注于开发拥有自主知识产权的移动通信网络优化测试分析系统, 是国内最早开发无线网络测试产品的供应商。截至目前已经在团队、技术储备和研发体系上树立了行业内的技术优势:
 - 公司一直积极准备 3G 技术的跟踪和产品研发。以 CDMA2000 产品为例, 公司早在 2004 年就开始技术跟踪, 在国内尚未有 CDMA2000 网络的情况下, 公司与相关科研院所合作、到港澳及国外地区实地考察等多种方式进行技术储备。这些前瞻性的技术储备和产品开发, 为公司抢占 3G 市场先机、快速满足用户需求提供了坚实的基础;
 - 公司核心团队在移动通信行业均拥有十年左右的从业经历, 主要管理人员在公司服务时间均超过七年。公司同时拥有一批经验丰富的软件研发工程师和无线网络方面的专家, 现有研发技术人员 176 人, 其中资深和高级软硬件工程师 36 人;

图表26: 公司人员构成 (共 491 人)



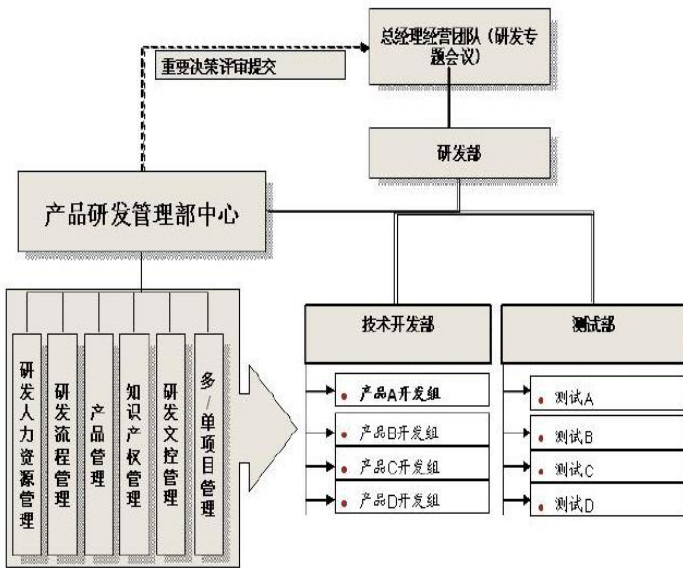
图表27: 公司研发投入 (万元)



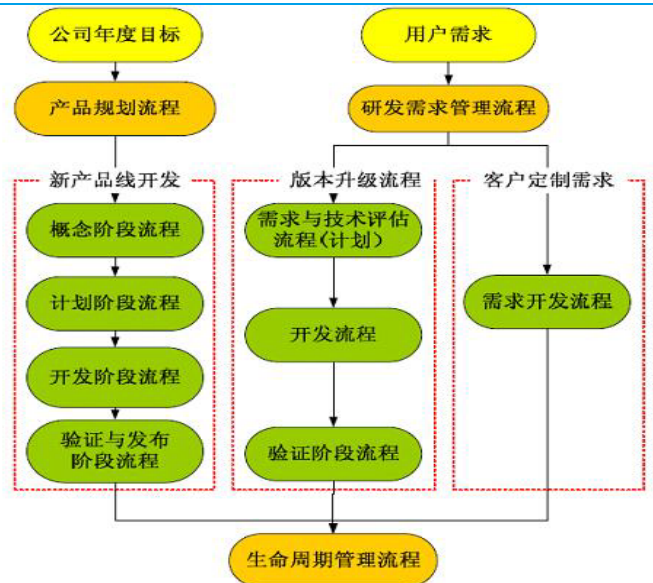
来源: 公司报告, 国金证券研究所; 注: 07 年研发费用下降因资本化处理

- 公司研发管理采用 IPD 模式, 整个研发流程分成三个部分: 新产品线开发 (一类项目)、版本升级 (二类项目) 和客户定制需求部分 (三类项目), 在保持系统不断升级更新和满足运营商个性需求的基础上, 将新产品开发作为一类项目, 力求确保公司的技术领先优势。

图表28: 公司研发结构



图表29: 公司研发流程



来源: 国金证券研究所

公司业务的长期发展路径：实现从网络层面向业务层面的渗透

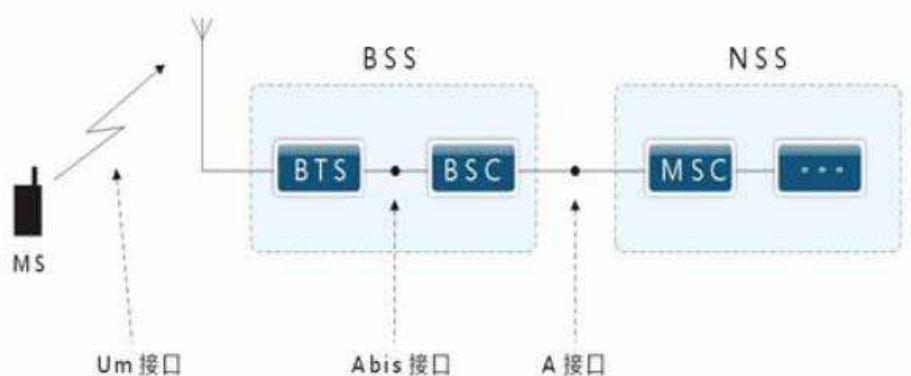
短期受益于中移动面临带宽不足的瓶颈

- 从需求上看，目前三家运营商 3G 网络基本完成了 80% 的乡镇级覆盖，未来 1-2 年国内网络优化的增量主要来自于移动对 GSM 和 WLAN 的新增投资，以及电信和联通的网络扩容和补盲；2 年后增量主要来自于移动对 TD 网络的重视程度，当前移动已经认识到了 GSM 载频的负荷率太高而增值业务增长的空间被压缩了，需要发展 WLAN 和 TD-LTE 来解决瓶颈问题。

中长期受益于运营商移动业务流量的爆发性增长

- 中长期来看，单纯路测设备的市场规模有限，公司需要不断将现有的成功复制到新的产品和新的领域，以创造更大的成长空间。公司正在进行的研发项目除了现有系统的不断升级以外，新产品及应用项目主要有核心网节点自动测试和信令分析系统、多接口数据分析优化及管理系统、3G 及其增强技术测试系统、TD-LTE、WiMax 测试、CMMB 测试以及 TD 测试芯片开发等，后 3G 时代网络制式的不断升级和更多数据业务的展开将为路测系统带来更多新的需求增量。
- **端到端网优服务能力是发展重点：**在这些新业务中，核心网节点自动测试和信令分析系统、多接口数据分析优化及管理系统无疑是公司最重要的投入方向，一方面进入核心网网优领域将为公司带来新的业务增量，更重要的是在网优行业“端到端”服务趋势萌芽阶段，此方面的及早投入将帮助公司引领行业应用发展，抢占市场先发优势：
 - 现有网络监测和优化系统格局下，IT 系统、核心网信令以及无线空中接口三块业务分别由不同厂商提供，不同部分之间网优工作缺乏沟通，很多时候难以挖掘出通信问题之后的真正原因，对于运营商来说这种分而治之的模式显然难以满足日益复杂的网优需求；
 - 3G 时代的优化将从纯技术性的无线优化转为模拟最广泛用户应用的全方位优化，包括无线、有线和核心网在内的多接口的综合优化评估，以避免某一接口的瓶颈造成用户应用感受的降低。集成不同接口数据，尤其是核心网和空口这两块用户体验最直接的部分，提供从运营商管理人员到最终用户之间“端到端”网优服务已逐步成为行业共识，从运营商到网优厂商各方面的有益尝试也已逐步展开；

图表30：无线接口信号测试和核心网信令测试系统将逐渐结合



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司是空口，即基站与手机终端之间无线接口信号测试（在 GSM 系统中为 Um 接口，即通常所说的路测）的领先企业。而公司 2009 年 2 月增资收购世源信通 60% 股份，正式进入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 接口等信令采集及分析系统研发，目前已经在 7-8 个省份展开应用，预计明年能够逐步形成规模，增厚公司业绩；

- 在发展 A+Abis 网优系统的同时，公司利用募投资金积极研发多接口统一优化平台，力图在“端到端”集成平台的萌芽阶段积极拓展相关应用，影响和引领行业发展方向，为公司未来在新的产业架构中建立领先的市场地位。由于公司的平台能够收集到核心网信令和空中接口两部分的海量数据，公司在协同数据分析、综合网优以及未来的用户行为分析领域具有独到优势。

业绩预测及投资建议

图表31：公司业务收入预测

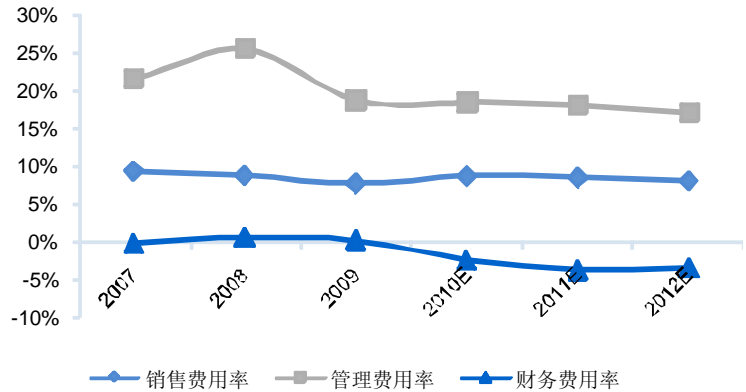
项 目	2006	2007	2008	1H09	2009	1H10	2010E	2011E	2012E	2013E
路测分析系统										
销售收入(百万元)	13.11	21.47	52.93	70.76	161.27	85.91	274.16	356.40	409.86	471.34
增长率(YOY)	#DIV/0!	63.75%	146.53%	#DIV/0!	204.66%	21.40%	70.00%	30.00%	15.00%	15.00%
毛利率	70.51%	75.54%	78.18%	71.02%	70.98%	78.67%	77.00%	77.00%	77.00%	77.00%
销售成本(百万元)	3.87	5.25	11.55	20.51	46.80	18.32	63.06	81.97	94.27	108.41
增长率(YOY)	#DIV/0!	35.82%	119.92%	#DIV/0!	305.20%	-10.65%	34.73%	30.00%	15.00%	15.00%
毛利(百万元)	9.25	16.22	41.38	50.26	114.47	67.58	211.10	274.43	315.59	362.93
增长率(YOY)	#DIV/0!	75.43%	155.14%	#DIV/0!	176.61%	34.48%	84.42%	30.00%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	24.36%	32.20%	38.73%	62.52%	49.25%	50.44%	50.03%	47.29%	43.62%	42.60%
占主营业务利润比重	26.51%	36.34%	44.57%	87.90%	56.22%	58.61%	60.45%	57.41%	52.19%	51.18%
自动路测系统										
销售收入(百万元)	14.90	8.67	12.30	8.53	26.92	12.85	35.36	49.50	66.83	83.53
增长率(YOY)	#DIV/0!	-41.84%	41.91%	#DIV/0!	118.86%	50.71%	31.34%	40.00%	35.00%	25.00%
毛利率	75.67%	76.03%	83.93%	81.12%	72.74%	80.42%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%
销售成本(百万元)	3.63	2.08	1.98	1.61	7.34	2.52	8.84	12.38	16.71	20.88
增长率(YOY)	#DIV/0!	-42.70%	-4.86%	#DIV/0!	271.25%	56.30%	20.45%	40.00%	35.00%	25.00%
毛利(百万元)	11.28	6.59	10.32	6.92	19.58	10.33	26.52	37.13	50.12	62.65
增长率(YOY)	#DIV/0!	-41.56%	56.65%	#DIV/0!	89.68%	49.41%	35.42%	40.00%	35.00%	25.00%
占总销售额比重	27.68%	13.00%	9.00%	7.53%	8.22%	7.54%	6.45%	6.57%	7.11%	7.55%
占主营业务利润比重	32.34%	14.77%	11.12%	12.10%	9.62%	8.96%	7.59%	7.77%	8.29%	8.83%
便携式测试系统										
销售收入(百万元)	4.04	5.58	14.92	7.37	28.62	13.59	40.45	58.65	79.18	91.06
增长率(YOY)	#DIV/0!	38.21%	167.39%	#DIV/0!	91.79%	84.28%	41.34%	45.00%	35.00%	15.00%
毛利率	83.80%	84.00%	84.13%	0.00%	77.03%	85.49%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
销售成本(百万元)	0.65	0.89	2.37	7.37	6.57	1.97	8.09	11.73	15.84	18.21
增长率(YOY)	#DIV/0!	36.50%	165.21%	#DIV/0!	177.59%	-73.26%	23.07%	45.00%	35.00%	15.00%
毛利(百万元)	3.38	4.69	12.55	0.00	22.04	11.61	32.36	46.92	63.34	72.84
增长率(YOY)	#DIV/0!	38.54%	167.80%	#DIV/0!	75.60%	#DIV/0!	46.79%	45.00%	35.00%	15.00%
占总销售额比重	7.50%	8.37%	10.92%	6.51%	8.74%	7.98%	7.38%	7.78%	8.43%	8.23%
占主营业务利润比重	9.70%	10.50%	13.52%	0.00%	10.83%	10.07%	9.27%	9.82%	10.48%	10.27%
其他销售收入										
销售收入(百万元)	0.70	1.92	2.10	0.00	2.19	1.68	19.68	39.35	59.03	70.84
增长率(YOY)	#DIV/0!	174.39%	9.72%	#DIV/0!	3.94%	377.52%	800.00%	100.00%	50.00%	20.00%
毛利率	32.24%	47.91%	42.62%	0.00%	49.43%	9.89%	40.00%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本(百万元)	0.47	1.00	1.21	0.00	1.11	1.52	11.81	19.68	29.51	35.42
增长率(YOY)	#DIV/0!	110.93%	20.86%	#DIV/0!	-8.38%	#DIV/0!	967.83%	66.67%	50.00%	20.00%
毛利(百万元)	0.23	0.92	0.90	0.00	1.08	0.17	7.87	19.68	29.51	35.42
增长率(YOY)	#DIV/0!	307.80%	-2.38%	#DIV/0!	20.54%	#DIV/0!	628.30%	150.00%	50.00%	20.00%
占总销售额比重	1.30%	2.87%	1.54%	0.00%	0.67%	0.99%	3.59%	5.22%	6.28%	6.40%
占主营业务利润比重	0.65%	2.06%	0.97%	0.00%	0.53%	0.14%	2.25%	4.12%	4.88%	4.99%
网优服务										
销售收入(百万元)	21.08	29.04	54.40	26.53	108.46	56.30	178.37	249.71	324.63	389.55
增长率(YOY)	#DIV/0!	37.77%	87.32%	#DIV/0!	99.38%	112.21%	64.46%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率	50.96%	55.84%	50.92%	0.00%	42.81%	45.50%	40.00%	40.00%	45.00%	45.00%
销售成本(百万元)	10.34	12.82	26.70	26.53	62.03	30.69	107.02	149.83	178.54	214.25
增长率(YOY)	#DIV/0!	24.06%	108.19%	#DIV/0!	132.33%	15.65%	72.54%	40.00%	19.17%	20.00%
毛利(百万元)	10.74	16.22	27.70	0.00	46.43	25.62	71.35	99.88	146.08	175.30
增长率(YOY)	#DIV/0!	50.97%	70.81%	#DIV/0!	67.63%	#DIV/0!	53.66%	40.00%	46.25%	20.00%
占总销售额比重	71445.30%	92268.86%	182986.18%	#DIV/0!	33.12%	33.06%	32.55%	33.14%	34.55%	35.21%
占主营业务利润比重	277.54%	259.47%	230.02%	#DIV/0!	22.80%	22.22%	20.43%	20.89%	24.16%	24.72%
销售总收入(百万元)	53.83	66.68	136.65	113.19	327.45	170.33	548.00	753.62	939.52	1106.32
销售总成本(百万元)	18.96	22.04	43.80	56.02	123.84	55.01	198.81	275.58	334.87	397.17
毛利(百万元)	34.87	44.63	92.86	57.17	203.60	115.32	349.19	478.04	604.65	709.14
平均毛利率	64.78%	66.94%	67.95%	50.51%	62.18%	67.70%	63.72%	63.43%	64.36%	64.10%

来源：国金证券研究所

- 费用率预测：公司主要客户是运营商及主设备厂商，随着收入规模的不断扩大销售费用率将保持下降趋势，而管理费用由于公司人员有所扩张，费

用率下降幅度较小，此外由于上市后超募资金较多，公司利息收入将大幅增加。

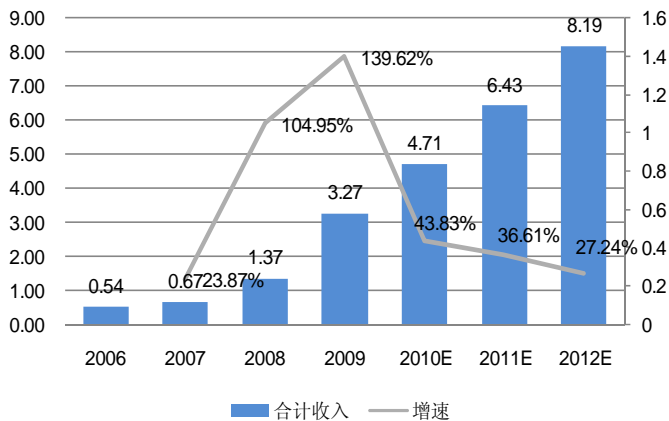
图表32: 公司三项费用率走势



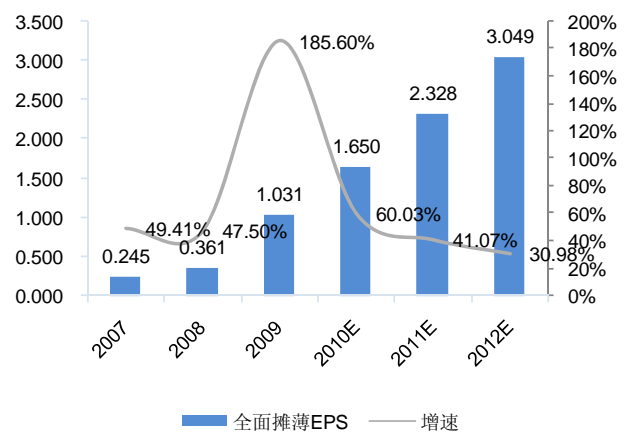
来源: 国金证券研究所

- **业绩预测:** 不考虑外延收购因素，我们预计公司 2010-2012 年分别实现营业收入 4.71 亿、6.43 亿和 8.19 亿，同比增长 43.83%、36.61%和 27.24%，实现 EPS 分别为 1.650 元、2.328 元和 3.049 元，分别同比增长 60.03%、41.07%和 30.98%。

图表33: 公司收入预测 (亿元)



图表34: 公司 EPS 预测 (元)



来源: 国金证券研究所

投资建议

- **绝对估值:** 采用 APV 估值，假设 2019 年后公司净利润后续增长率为 3%，资金成本 10.72%，对应公司每股价值为 92.91 元。
- **相对估值:** 我们预计 2011-2012 年公司 EPS 分别为 2.328 元和 3.049 元，兼顾行业景气度和公司在网络优化的龙头地位，我们给予公司股票估值水平在 11PE40x-12PE35x 的之间，对应股价为 93.10-106.70 元。
- **上调为“买入”评级:** 我们上调了公司未来几年业绩增长，我们认为目前公司股价存在低估，建议投资者坚定买入，具备长期投资价值。

图表35: APV 方法估值: 每股价值为 92.91 元

每股价值	92.91												
企业值	3,738.62												
股票价值	3,716.41												
会计年度截止日: 12/31													
	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计	
FCF	74.35	113.91	177.24	229.44	274.49	311.10	350.29	393.38	440.85	493.25	6,583.68	9,441.98	
ITS	0.09	0.00	0.01	0.02	0.05	0.08	0.13	0.19	0.25	0.33	4.44	5.59	
PV(FCF)	67.16	92.93	130.59	152.69	164.99	168.90	171.76	174.22	113.63	116.96	2,378.66	3,732.49	
PV(ITS)	0.08	0.00	0.00	0.01	0.03	0.05	0.06	0.08	0.00	0.00	1.60	1.93	

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	67	137	327	471	643	819
增长率		105.0%	139.6%	43.8%	36.6%	27.2%
主营业务成本	-22	-44	-124	-172	-236	-290
%销售收入	33.1%	32.0%	37.8%	36.4%	36.6%	35.5%
毛利	45	93	204	299	408	528
%销售收入	66.9%	68.0%	62.2%	63.6%	63.4%	64.5%
营业税金及附加	-2	-4	-9	-12	-17	-22
%销售收入	3.1%	3.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
营业费用	-6	-12	-25	-36	-49	-59
%销售收入	9.4%	8.8%	7.8%	7.7%	7.5%	7.2%
管理费用	-14	-35	-61	-87	-117	-141
%销售收入	21.6%	25.6%	18.8%	18.5%	18.1%	17.2%
息税前利润 (EBIT)	22	42	108	164	225	307
%销售收入	32.8%	30.6%	33.0%	34.7%	35.0%	37.5%
财务费用	0	-1	-1	21	43	48
%销售收入	-0.1%	0.6%	0.2%	-4.4%	-6.6%	-5.8%
资产减值损失	-1	-2	-1	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	6	7	9
%税前利润	1.7%	0.0%	1.0%	2.8%	2.4%	2.2%
营业利润	22	39	108	189	275	363
营业利润率	32.7%	28.4%	32.9%	40.2%	42.8%	44.3%
营业外收支	6	7	19	23	24	29
税前利润	28	46	127	212	299	392
利润率	41.6%	33.4%	38.7%	45.0%	46.5%	47.8%
所得税	-1	-7	-15	-32	-45	-59
所得税率	4.8%	14.6%	12.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	26	39	111	180	254	333
少数股东损益	0	0	0	2	3	4
归属于母公司的净利润	26	39	111	178	251	329
净利率	39.6%	28.5%	34.0%	37.8%	39.1%	40.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	26	39	111	180	254	333
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	6	8	9	12	16
非经营收益	-1	2	0	-29	-31	-37
营运资金变动	-15	-14	-38	-10	-35	-35
经营活动现金净流	13	32	81	151	201	277
资本开支	-4	-9	-35	-44	-30	-36
投资	0	-8	-3	-1	0	0
其他	7	0	0	6	7	9
投资活动现金净流	3	-17	-38	-39	-23	-28
股权募资	0	0	0	1,171	0	0
债权募资	10	4	5	-19	0	1
其他	-8	-1	-18	-1	-38	-49
筹资活动现金净流	2	3	-13	1,151	-38	-48
现金净流量	18	18	30	1,264	140	201

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	38	56	86	1,349	1,489	1,690
应收款项	36	58	101	124	170	217
存货	6	16	32	31	43	53
其他流动资产	5	6	11	19	26	31
流动资产	86	135	229	1,523	1,728	1,991
%总资产	82.7%	83.7%	76.6%	92.2%	91.0%	90.1%
长期投资	0	0	4	5	4	4
固定资产	10	16	46	101	142	190
%总资产	9.9%	9.7%	15.3%	6.1%	7.5%	8.6%
无形资产	7	10	19	20	22	24
非流动资产	18	26	70	129	171	219
%总资产	17.3%	16.3%	23.4%	7.8%	9.0%	9.9%
资产总计	104	162	298	1,652	1,899	2,211
短期借款	10	14	19	0	0	0
应付款项	11	16	30	39	53	65
其他流动负债	7	17	30	81	108	130
流动负债	27	46	79	119	161	195
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	27	46	79	119	161	196
普通股股东权益	76	115	217	1,528	1,730	2,003
少数股东权益	0	0	3	5	8	12
负债股东权益合计	104	162	298	1,652	1,899	2,211

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.661	0.975	2.784	1.650	2.328	3.049
每股净资产	1.907	2.882	5.416	14.147	16.019	18.545
每股经营现金净流	0.327	0.803	2.033	1.401	1.857	2.564
每股股利	0.000	0.000	0.650	0.350	0.455	0.523
回报率						
净资产收益率	34.64%	33.82%	51.40%	11.66%	14.53%	16.44%
总资产收益率	25.51%	24.13%	37.30%	10.79%	13.24%	14.89%
投入资本收益率	24.11%	27.62%	39.77%	9.07%	11.02%	12.94%
增长率						
主营业务收入增长率	23.87%	104.95%	139.62%	43.83%	36.61%	27.24%
EBIT增长率	35.60%	91.33%	158.24%	51.45%	37.84%	36.13%
净利润增长率	49.41%	47.50%	185.60%	60.03%	41.07%	30.98%
总资产增长率	59.12%	55.97%	84.75%	453.48%	14.94%	16.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	157.0	120.3	71.1	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	76.2	94.2	70.9	65.0	67.0	67.0
应付账款周转天数	37.0	65.5	54.4	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	56.1	41.9	51.0	77.9	80.2	79.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.68%	-36.11%	-30.38%	-88.02%	-85.67%	-83.85%
EBIT利息保障倍数	-218.9	47.5	132.3	-7.8	-5.3	-6.4
资产负债率	26.35%	28.65%	26.35%	7.21%	8.46%	8.87%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	6	10	10	14
买入	0	1	2	2	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.11	1.14	1.15	1.16

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-07-08	持有	72.94	108.50 ~ 108.50
2 2010-07-12	持有	72.78	N/A

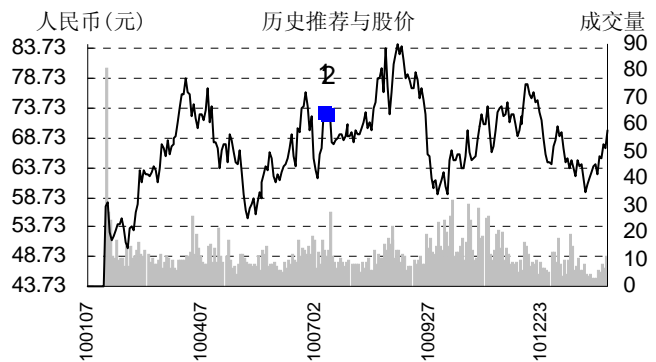
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室