

世纪鼎利(300050)

——年报靓丽，中小企业成长性的最佳诠释

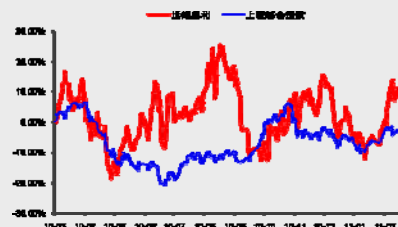
强烈推荐（维持）

现价：74 元

主要数据

行业	通信行业
公司网址	www.dinglicom.com
大股东/持股	叶滨/45%
实际控制人/持股	叶滨/45%
总股本(百万股)	108
流通 A 股(百万股)	28
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	79.29
流通 A 股市值(亿元)	29.07
每股净资产(元)	14.22
资产负债率(%)	5.77

行情走势图



相关研究报告

涉足移动终端自动化测试新领域点评
(2011.1.31)

2010年业绩预增公告点评
(2011.1.14)

2010年三季报点评
(2010.10.27)

2010年半年报点评
(2010.8.26)

坚持主业，稳步发展——调研简报
(2010.7.29)

研究员

李忠智 S1060209070151
0755-22627806
Lizhongzhi001@pingan.com.cn

投资要点

公司 2010 年实现收入 4.64 亿元，同比增长 41.74%；归属上市公司股东净利润 1.89 亿元，同比增长 70.15%；每股收益 1.79 元。公司同时公布 2010 年利润分配方案，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股并派发现金红利 4 元。

■ 网优服务增长最快，路测设备仍有较大增长潜力

2010 年收入及利润增长均符合预期。增幅最大的是网优服务，同比增长 73.46% 达 1.91 亿；网优产品增长 21.2%，达 2.63 亿。收入结构上，网络优化服务占比继续攀升，达 41.2%。网优产品中的便携式及自动式测试分析系统增长低于预期，主要原因在于运营商推迟了产品采购，预计 2011 年需求将会爆发。

■ 产品、服务毛利率回复正常水平

网优产品毛利率提升 6.15 个百分点至 78.15%，我们认为主要原因在于产品销售结构回复正常状态；网优服务毛利率增长 6 个百分点至 48.9%，相比于其他网优服务公司，公司自产网优设备具备较好的成本优势。高毛利率也充分显现了公司产品、服务一体化所带来的竞争优势。

■ 网优行业持续景气，2011 年高速增长继续维持

预计 2011 年全年利润将实现 40% 以上增长，主要原因包括：1) 路测产品新品推出加速，运营商需求充分释放，网优产品增长动力十足；2) 全国性服务网点完善，超募资金兼并收购将促网优服务翻倍式增长；3) 端到端网优从产品线到实际销售已初具规模，前景乐观。

■ 维持“强烈推荐”评级

预计 2011 ~ 2013 年 EPS 分别为 2.7、3.7、5 元，对应最新股价 74 元，PE 分别为 27 倍、20 倍、14.8 倍。维持“强烈推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入(百万)	327	464	692	1030	1436
YoY(%)	140%	42%	49%	49%	39%
净利润(百万)	111	189	294	407	545
YoY(%)	186%	70%	55%	38%	34%
毛利率(%)	62.2%	65.43	63.9%	61.3%	61%
ROE(%)	51.4%	12.2%	15.9%	18%	19%
EPS(摊薄/	1.03	1.79	2.73	3.7	5
P/E(倍)	70	41	27	20	14

一、业绩符合预期，优化服务增长较快，产品仍有潜力可挖

公司 2010 年实现收入 4.64 亿元，同比增长 41.74%；利润总额 2.1 亿，同比增长 66.54%；归属于上市公司股东的净利润 1.89 亿，同比增长 70.15%；每股收益 1.79 元。分业务看，增长最快的是网络优化服务，实现收入 1.92 亿，同比增长 73.46%；路测产品实现收入 2.63 亿，同比增长 21.26%；主营业务收入中新增“U-You 用户感知系统”收入 473 万元。

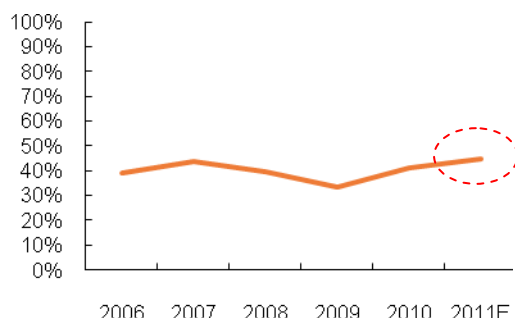
图表1 服务收入增长强劲，产品收入仍有较大增长潜力

产品	营业收入	同比增长
路测分析系统	202.95	25.84%
便携式系统	29.89	4.46%
自动式系统	30.06	11.7%
产品合计	262.89	21.2%
U-You用户感知系统	4.73	/
网络优化服务	191.53	73.46%
其他	4.85	122%
总收入	464.03	41.74%

资料来源：公司年报、平安证券研究所

公司 2010 年收入呈现二大特点：1) 网络优化服务保持高速增长,收入占比开始回升；2) 路测产品总体增长符合预期，但便携式、自动测增长略低于预期；3) 新增“U-You 用户感知系统”收入。网优服务高速增长反应了行业的整体景气，以及公司在全国范围网优服务建设的初步成效，预计 2011 年将维持高速增长；便携式及自动式测试分析系统增长略低于预期，主要原因在于中移动 TD 投入力度减缓及联通、电信采购推迟，我们预计此二项产品的需求将在 2011 年充分释放，带动收入强劲增长；U-You 用户感知系统是公司面向运营商新推的测试分析系统，该系统在外形上与传统路测系统类似，但工作模式完全不同，具有实时性、可还原的特点，预计该套系统在未来 2-3 年内将有较好的市场前景。

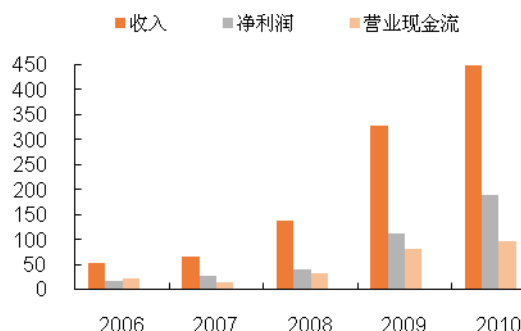
图表2 预计网优服务收入占比将会攀升至45%



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表3 核心财务指标健康

单位：百万元



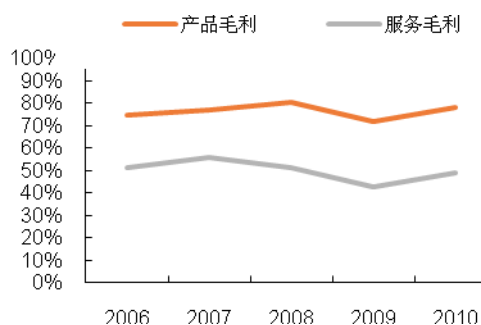
资料来源：wind、平安证券研究所

二、毛利率小幅上升，未来有望维持高位

三项网优产品的毛利率全线提高，其中路测分析系统提高 7 个百分点至 78%；便携式测试分析系统提高 1.42 个百分点至 78.45%；自动测试分析系统提高 6.12 个百分点至 78.86%；**网优产品的综合毛利率提升 6.15 个百分点至 78.15%**。毛利率的提升完全在我们预料之中，2009 年产品毛利率下滑的原因在于运营商大规模采购，导致硬件比例较高；2010 年毛利率上升属于回复正常水平，预计未来将在当前水平维持稳定。市场对路测产品竞争加剧导致的毛利率下滑存在担忧，我们再次强调原有观点：软件产品不是硬件产品，仿制难度大，公司多年培育的产品竞争力将在相当长的时间内维持。

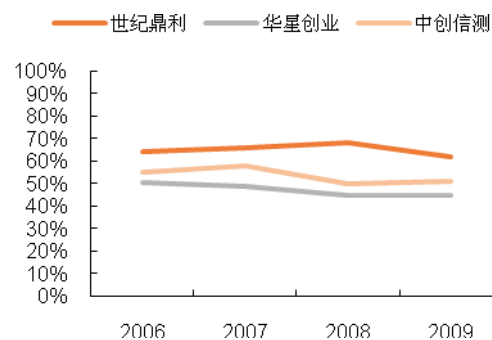
网络优化服务毛利率提升 6 个百分点至 48.9%，相比与华星创业、中创信测等竞争对手，世纪鼎利具备自有测试产品及服务网络完善的优势，网优服务毛利率一直维持较高水平。

图表4 产品及服务毛利率回升



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表2 公司综合毛利率较高



资料来源：公司年报、平安证券研究所

三、期间费用率稳中有降，研发投入加大

报告期内销售费用 1152.14 万元，增长 45.22%，销售费用率 7.97%，与去年基本持平；管理费用 2512.79 万元，增长 40.88%，管理费用率 18.66%与去年基本持平。最近 5 年销售费用率保持稳定，维持在 7%与 9%之间；管理费用率则呈现稳步下降趋势。

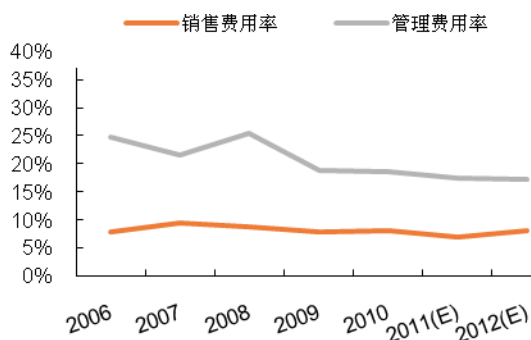
研发投入加大，新产品推出明显加速。2010 年研发投入 3961 万，研发费用率达 8.5%。近年公司研发费用率一直维持 10%左右。较高的研发投入确保了原有产品的技术升级以及新技术研发。根据公司研发项目进展，2011 年将完成 8 款产品的试商用或商用，数量是 2010 年的一倍，新产品的推出将有效促进优化产品的销售。

图表5 2011年推出的新产品数量将是2010年的一倍以上

产品	试商用或商用时间
TD-SCDMA 增强型路测系统	2011
CMMB 便携式测试仪	2011
CMMB 室外监测系统	2011
Tanspector 载波隐性故障检测系统	2011
SmartPacket 数据业务透视系统	2011
Android 终端的CDMA/GSM 便携式测试系统	2011
路测数据统一管理平台	2011
WiMax 测试分析系	2011
LTE 网络测试系统的基础技术研究	2011
TD 便携式测试系统	2010
CMMB 路测分析软件	2010
用户服务质量智能感知系统	2010
WLAN 测试分析系	2010

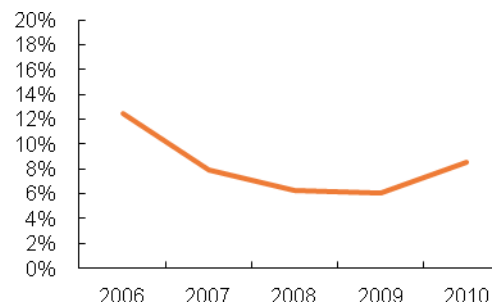
资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表6 销售及管理费用率有望稳步下降



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表7 研发费用率维持高位



资料来源：公司年报、平安证券研究所

四、 2011 年高速增长有保障，维持“强烈推荐”评级

2011 年公司将继续高速增长，预计全年利润将实现 40%以上增长，主要原因包括：

1) 网优产品增长二大动力：路测产品新品推出，运营商需求充分释放。随着 3G 的发展，制式演进加快，业务形式呈现多元化特点，网优测试分析系统升级、更新显著加快，预计 2011 年推出的数款新品将有效促进销售。此外，从 2010 年行业情况看，运营商对网优设备采购的需求并没有充分释放，我们预计自动测试分析系统、便携式测试分析系统仍将有较好的市场机会。

2) 全国性服务网点完善，超募资金兼并收购将促网优服务翻倍式增长。本地化是网优服务行业的一大特点，随着公司全国性网优服务区域支持中心的建设完成，公司有望加强在全国范围内开展网优服务的竞争力；其次根据公司对超募资金的使用规划，收购网优服务类公司是其重要战略方向之一，我们预计 2011

年公司在此方向上将继续有所行动。

图表8 7大区域支持中心，覆盖全国范围

区域	支持中心所在城市	覆盖省份
全国	珠海	公司总部，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

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

3) 端到端网优前景乐观。从公司年报披露分析，端到端网优业务正在逐步展开。从事 A、Abis 口产品研发的贝软电子与世源信通 2010 年收入分别达 211.6 万与 808.4 万，合计收入已超千万。此外，U-You 用户感知系统已经初具规模，收入达 473 万，该系统虽然不是完整的端到端优化解决方案，但已具备端到端网优中的实时、用户级优化能力。随着运营商对端到端网优认识的深入，今后 2-3 年必将迎来高速发展阶段。

预计2011~2012年EPS分别为2.7、3.7、5元，对应最新股价74元，PE分别为27倍、20、14倍。维持“强烈推荐”评级。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
流动资产	229	1515	1798	2181					
现金	86	1201	1501	1726					
应收账款	72	195	184	289					
其他应收款	1	1	2	3					
预付账款	11	3.3	21	33					
存货	32	40	30	46					
其他流动资产	28	40	59	85					
非流动资产	70	137	200	229					
长期投资	4	9	15	20					
固定资产	46	72	176	204					
无形资产	15	14	15	15					
其他非流动资产	5	5	9	11					
资产总计	298	1653	1998	2410					
流动负债	79	87	40	54					
短期借款	19	0	0	0					
应付账款	24	26	20	30					
其他流动负债	35	16	20	24					
非流动负债	79	95	100	100					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	79	95	140	154					
少数股东 权益	3	22	30	40					
股本	40	108	108	108					
资本公积	18	1123	1175	1175					
留存收益	158	348	572	970					
归属母公司股东权益	217	1536	1855	2253					
负债和股东权益	298	1653	1998	2410					

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	81	97	200	217
净利润	111	189	294	407
折旧摊销	7	5	9	10
财务费用	1	-22	-36	-41
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-38	-112	-68	-165
其他经营现金流	1	5	2	7
投资活动现金流	-38	-101	-39	-39
资本支出	35	110	40	40
长期投资	-3	-4	0	0
其他投资现金流	-6	2	1	1
筹资活动现金流	-13	1118	-34	41
短期借款	5	-19	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	68	0	0
资本公积增加	0	1156	0	0
其他筹资现金流	-18	26	-34	41
现金净增加额	30	1114	127	219

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
营业收入	327	464	692	1030					
营业成本	124	160	250	398					
营业税金及附加	9	14	19	29					
营业费用	25	37	55	82					
管理费用	61	86	90	124					
财务费用	1	-22	-36	-41					
资产减值损失	1	6	1	1					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	1	7	15	30					
营业利润	108	189	313	438					
营业外收入	20	23	14	15					
营业外支出	1	1	1	1					
利润总额	127	211	327	452					
所得税	15	18	33	45					
净利润	111	192	294	407					
少数股东损益	0	2.8	2.8	2.8					
归属母公司净利润	111	189	294	407					
EBITDA	115	177	286	407					
EPS (元)	2.78	1.79	2.73	3.77					

主要财务比率					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E					
成长能力									
营业收入(%)	139.6%	41.7%	48.6%	48.8%					
营业利润(%)	177.4%	75.4%	58.3%	39.7%					
归属母公司股东权益(%)	185.6%	70.2%	55.3%	38.2%					
获利能力									
毛利率(%)	62.2%	65.4%	63.9%	61.3%					
净利率(%)	34%	41.4%	42.5%	39.5%					
ROE(%)	51.4%	12.34%	15.9%	18.0%					
ROIC(%)	63.0%	42.6%	54.2%	55.0%					
偿债能力									
资产负债率(%)	26.4%	5.7%	70%	6.4%					
净负债比率(%)	24.15%	77.40%	71.65%	64.05%					
流动比率	2.91	17.45	45.43	39.04					
速动比率	2.51	17	44.67	38.19					
营运能力									
总资产周转率	1.42	0.48	0.37	0.47					
应收账款周转率	5	3	4	4					
应付账款周转率	6.71	8.58	15.26	15.36					
每股指标(元)									
每股收益	1.03	1.79	2.73	3.77					
每股经营现金流	0.75	0.56	1.85	2.01					
每股净资产	2.01	7.1	7.1	7.1					
估值比率									
P/E	70.81	41.59	26.78	19.38					
P/B	36.39	4.84	4.25	3.49					
EV/EBITDA	68	44	27	19					

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