

华星创业：服务增长稳健，产品收入滞后，看好四季度及明年增长

三季度报点评

评级：**买入-A**

上次评级：买入-A

目标价格：**20.00 元**

期限：6 个月 上次预测：24.00 元

现价（2011 年 10 月 26 日）：12.54 元

报告日期：**2011-10-27**

报告关键点：

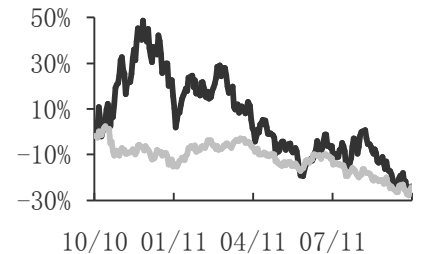
- 三季度主营收入增长强劲，产品收入滞后
- 明年是关键的一年，也将是公司利润大幅增长的一年，网优服务、新业务、大 AP、外延扩张等都是值得期待的方向

报告摘要：

- 三季度主营收入增长强劲，产品收入滞后**
 - 公司三季度实现营业收入为1.28亿元，比去年同期增长105.49%；营业利润为1665万元，比去年同期增长21.22%；归属于母公司股东的净利润为1092万元，比去年同期增长1.37%。
 - 公司今年被四项非经常性损益拖累了业绩。鼎星（测试手机）的投资收益大幅下滑约500万，政府补贴较去年减少约100多万，股权激励第一年增加管理成本670万，以及前三季度研发资本化同比增长400-500万。由此，综合来看，四项非经常性损益摊薄公司净利润约1800万左右，折合EPS约0.15元。
- 全年盈利预测微幅下调至0.48元/股，但这并不能撼动公司主业夯实的根本**
 - 公司服务增长40%左右（考虑并表因素增速超过50%），同时，公司加大了对全国的覆盖力度，诸如贵州、云南、新疆、甘肃等省与地区，在全国范围内实现了更广度的业务能力。同时，由于流程优化与内控得当，公司服务的毛利率较去年显著提升5%左右。
 - 四季度研发资本化同比劣势将不复存在，因此管理费用率将有相当比例下降，同时，自动路测订单落实，以及大AP的招标结果，都将给公司2012年预期增分。
- 投资建议**
 - 我们估计，11年、12年公司的收入增长率为69.8%，46.4%，净利润增长率为46.0%、45.6%，对应EPS分别为0.48元、0.70元，PE分别为24.8、17.1倍。同时，外延扩张是服务类型公司常用的拓展方式，不排除未来公司通过资本实现区域、业务领域的迅速突破的可能性。
 - 我们维持买入-A的投资评级，对应目标价为20元。
- 风险提示：**四季度移动合同执行过晚，收入无法体现在当期报表中。

总市值(百万元)	1,494.00
流通市值(百万元)	711.35
总股本(百万股)	120.00
流通股本(百万股)	57.14
12个月最低/最高	11.58/37.20 元
十大流通股股东(%)	41.77%
股东户数	5,596

12个月股价表现



— 华星创业 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(8.54)	(1.45)	0.41
绝对收益	(7.98)	(13.28)	(23.84)

侯利

021-68763972
执业证书编号

高级行业分析师

houli@essence.com.cn
S1450511020031

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	155.6	241.4	409.7	599.8	803.8
Growth(%)	32.9%	55.1%	69.8%	46.4%	34.0%
净利润	26.4	39.7	58.0	84.4	127.7
Growth(%)	51.2%	50.5%	46.0%	45.6%	51.3%
毛利率(%)	45.7%	42.9%	46.7%	46.0%	46.7%
净利润率(%)	16.9%	16.4%	14.1%	14.1%	15.9%
每股收益(元)	0.22	0.33	0.48	0.70	1.06
每股净资产(元)	2.14	2.41	3.13	3.69	4.54
市盈率	56.7	37.6	25.8	17.7	11.7
市净率	5.8	5.2	4.0	3.4	2.7
净资产收益率(%)	10.3%	13.8%	17.3%	20.3%	23.6%
ROIC(%)	39.8%	35.3%	30.2%	25.8%	25.7%
EV/EBITDA	52.7	50.0	18.8	13.8	9.8
股息收益率	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	1.7%

报告联系人

王学恒 010-66581621
wangxh2@essence.com.cn

前期研究成果

华星创业：服务增长喜人，产品呈一定周期性，下半年将业绩反转
2011-08-15

华星创业：发展符合预期，期待WLAN起飞
2011-05-03

华星创业：收购上海鑫众点评
2010-12-30

1. 三季度主营收入增长强劲，产品收入滞后

公司三季度实现营业收入为 1.28 亿元，比去年同期增长 105.49%；营业利润为 1665 万元，比去年同期增长 21.22%；归属于母公司股东的净利润为 1092 万元，比去年同期增长 1.37%。1-9 月公司实现营业收入为 3.1 亿元，比去年同期增长 123.01%；归属于母公司股东的净利润为 2674 万元，比去年同期增长 2.72%。

由于今年中国移动启动自动路测招标较晚，华星创业与世纪鼎利、大唐、诺优参与投标，预计标的会在 11 月公布，我们估计公司会拿到 20-25%左右的份额，然而，该部分收入无法确认到三季度，因此，造成了三季度自动路测产品收入不如去年。

然而，公司的服务收入增长相当稳健，对比去年大约增速为 40%左右，而且毛利率持续提升，预期全年服务收入的毛利率可达 38%左右。

2. 全年盈利预测微幅下调至 0.48 元/股，但这并不能撼动公司主业夯实的根本。

公司今年被四项非经常性损益拖累了业绩。鼎星（测试手机）的投资收益大幅下滑约 500 万，政府补贴较去年减少约 100 多万，股权激励第一年增加管理成本 670 万，以及前三季度研发资本化同比增长 400-500 万。由此，综合来看，四项非经常性损益摊薄公司净利润约 1800 万左右，折合 EPS 约 0.15 元。

然而，公司服务增长 40%左右（考虑并表因素增速超过 50%），同时，公司加大对于全国的覆盖力度，诸如贵州、云南、新疆、甘肃等省与地区，在全国范围内实现了更广度的业务能力。同时，由于流程优化与内控得当，公司服务的毛利率较去年显著提升 5%左右。

公司成功转型自动路测产品，并成功入围移动自动路测招标，在 WLAN 中，公司积极准备大/小 AP 的集采，这些都为公司在 2012 年的腾飞打下坚实的基础。

我们估计，四季度研发资本化同比劣势将不复存在，因此管理费用率将有相当比例下降，同时，自动路测订单落实，以及大 AP 的招标结果，都将给公司 2012 年预期增分。

我们小幅度下调对公司全年的盈利预测至 0.48 元/股。

明年公司上市满三年同时股权激励到期，将会更加积极、进取的迎接网络优化以及行业整合带来的机会。看点有如下几个方面：

A) AP 方面，移动全国大 AP 布局，每个省大约需求 1 亿元左右（5000 个大 AP，单价 2 万元），市场空间如此巨大且参与方只有小 AP 的一半，这可能让公司的弹性变得非常可观；

B) 自动测试产品方面，自动路测的部分订单将会带到 12 年 1 季度确认，同时 WLAN 测试工具，TD 测试工具公司都已具备快速形成销售的能力；

C) 服务因省份的覆盖增加继续保持平稳的增长；

D) 各项非经常性损益明年都会转正。

3. 投资建议及风险提示

我们估计，11 年、12 年公司的收入增长率为 69.8%、46.4%，净利润增长率为 46.0%、45.6%，对应 EPS 分别为 0.48 元、0.70 元，PE 分别为 24.8、17.1 倍。

同时，外延扩张是服务类型公司常用的拓展方式，不排除未来公司通过资本实现区域、业务领域的迅速突破的可能性。我们维持买入-A 的投资评级，对应目标价为 20 元。

风险提示：四季度移动合同执行过晚，收入无法体现在当期报表中。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-10-25		
财务报表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	155.6	241.4	409.7	599.8	803.8	营业收入增长率	32.9%	55.1%	69.8%	46.4%	34.0%
减: 营业成本	84.5	137.9	218.4	323.9	428.4	营业利润增长率	48.1%	68.0%	81.9%	42.8%	44.4%
营业税费	7.8	11.6	20.5	30.0	40.2	净利润增长率	51.2%	50.5%	47.6%	46.9%	51.3%
销售费用	8.4	17.5	28.7	45.0	56.3	EBITDA 增长率	50.2%	61.2%	66.5%	45.5%	44.4%
管理费用	26.0	32.6	61.9	84.0	108.5	EBIT 增长率	48.4%	60.4%	81.2%	44.0%	44.5%
财务费用	0.8	-0.9	-1.9	-1.7	-2.3	NOPLAT 增长率	51.1%	60.5%	65.9%	44.0%	44.5%
资产减值损失	2.0	3.7	-	-	-	投资资本增长率	80.6%	92.7%	67.7%	45.0%	27.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	335.4%	25.4%	31.7%	20.8%	24.7%
投资和汇兑收益	1.7	8.0	3.0	3.0	3.0						
营业利润	27.9	46.9	85.2	121.7	175.7	利润率					
加: 营业外净收支	2.8	4.2	-	-	-	毛利率	45.7%	42.9%	46.7%	46.0%	46.7%
利润总额	30.7	51.0	85.2	121.7	175.7	营业利润率	17.9%	19.4%	20.8%	20.3%	21.9%
减: 所得税	4.3	6.5	11.1	15.8	22.8	净利润率	16.9%	16.4%	14.3%	14.3%	16.2%
净利润	26.4	39.7	58.6	86.0	130.2	EBITDA/营业收入	20.8%	21.7%	21.2%	21.1%	22.7%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	18.4%	19.0%	20.3%	20.0%	21.6%
货币资金	204.5	157.6	182.9	260.0	341.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	28	27	30	40	47
应收帐款	75.1	152.7	156.0	228.4	306.1	流动营业资本周转天数	187	189	168	173	181
应收票据	-	-	3.1	4.6	6.2	流动资产周转天数	415	454	303	267	272
预付帐款	0.4	9.0	9.2	9.5	10.0	应收帐款周转天数	130	167	131	109	113
存货	4.0	5.1	13.8	20.4	27.0	存货周转天数	6	7	8	10	11
其他流动资产	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	总资产周转天数	450	535	390	351	355
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	222	270	280	294	294
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	4.7	10.1	-	-	-	ROE	10.3%	13.8%	17.4%	20.6%	23.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.7%	10.8%	13.8%	13.8%	15.7%
固定资产	13.9	21.9	45.8	86.9	122.4	ROIC	39.8%	35.3%	30.2%	25.8%	25.7%
在建工程	-	-	48.0	70.8	66.5	费用率					
无形资产	-	9.9	9.2	8.6	8.1	销售费用率	5.4%	7.3%	7.0%	7.5%	7.0%
其他非流动资产	0.9	47.5	52.8	53.2	53.6	管理费用率	16.7%	13.5%	15.1%	14.0%	13.5%
资产总额	303.7	414.1	533.3	757.3	958.6	财务费用率	0.5%	-0.4%	-0.5%	-0.3%	-0.3%
短期债务	23.6	-	33.6	144.5	194.4	三费/营业收入	22.6%	20.4%	21.6%	21.2%	20.2%
应付帐款	14.0	55.6	43.1	63.9	84.5	偿债能力					
应付票据	-	8.3	-	-	-	资产负债率	15.1%	21.9%	20.1%	32.2%	33.4%
其他流动负债	8.3	26.2	30.3	35.3	41.2	负债权益比	17.8%	28.1%	25.2%	47.5%	50.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	6.19	3.61	3.41	2.15	2.16
其他非流动负债	-	0.8	-	-	-	速动比率	6.10	3.55	3.29	2.06	2.07
负债总额	45.9	90.8	107.0	243.7	320.1	利息保障倍数	36.81	-52.31	-40.40	-65.44	-69.51
少数股东权益	0.5	34.3	49.9	69.7	92.4	分红指标					
股本	40.0	80.0	120.0	120.0	120.0	DPS(元)	0.04	0.07	0.10	0.14	0.21
留存收益	217.2	208.9	255.3	322.8	425.0	分红比率	19.3%	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	257.8	323.3	425.2	512.5	637.4	股息收益率	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	1.7%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	26.4	44.6	58.0	84.4	127.7	EPS(元)	0.22	0.33	0.48	0.70	1.06
加: 折旧和摊销	3.8	6.3	3.7	6.7	9.4	BVPS(元)	2.14	2.41	3.13	3.69	4.54
资产减值准备	2.0	3.7	6.1	9.0	12.1	PE(X)	56.7	37.6	25.8	17.7	11.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.8	5.2	4.0	3.4	2.7
财务费用	0.3	0.6	-1.1	-1.9	-1.7	P/FCF	-146.6	-15.2	-21.3	87.5	65.4
投资收益	-1.7	-8.0	-3.0	-3.0	-3.0	P/S	9.6	6.2	3.6	2.5	1.9
少数股东损益	0.1	4.9	15.6	19.8	22.7	EV/EBITDA	52.7	50.0	18.8	13.8	9.8
营运资金的变动	-34.7	-35.4	-33.1	-55.4	-60.1	CAGR(%)	58.0%	50.0%	32.3%	27.9%	13.3%
经营活动产生现金流量	0.1	10.8	45.4	59.7	106.5	PEG	1.0	0.8	0.8	0.6	0.9
投资活动产生现金流量	-10.9	-90.9	-79.0	-69.4	-39.9	ROIC/WACC	4.0	3.6	3.1	2.6	2.6
融资活动产生现金流量	184.3	-35.1	63.9	95.7	26.7	REP	3.4	3.0	1.2	1.1	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034