

服务做保底，产品是增量，2012 继续等待测试产品业绩释放

——2011 年报点评

报告关键点:

2011年是转型之年，营收增长快速，管理费用大幅增长，技术储备一年但无收益进账；今年预期集团产品招标将会使得公司的业绩有释放可能。

报告摘要:

- 服务是稳定的生意，去年母公司服务增长39%，我们预测今年增速大约在20-30%之间，毛利率小有提升。
 - 去年上半年，母公司的服务增速较快，毛利率尚有40%的水平，但到下半年，增速依旧保持较快增长，但净利润率明显下降至33%，这略低于我们的预期。我们依然认为，通过管理优化和订单优化，服务的毛利率可以略有提升。
 - 我们预计2012年公司的母公司服务收入增长至2.6亿左右，我们对营收确认增长的信心来自于公司提供的服务、销售的产品已覆盖全国30个省、直辖市、自治区，是行业内服务区域最广的企业之一。
- 测试产品对公司的业绩弹性起到很大作用，今年预期能够拿下移动的集团集采一定份额
 - 在去年，测试产品在全年没有招标的前提下做到了3500万元营收（主要源自各省扩容），我们预计中国移动今年至少有一次比较大型的招标，预计标的约为2-3亿元，因为全年不对某种细分市场招标是件极不正常的事件，因此，我们期待今年公司能够在集团获得合适的份额，同时有少量的省公司扩容。
 - 事实上，集团的招标主要取决于时间上有较长拖沓，原因也很简单直白，就是反腐事件对高层和中高层管理者的影响使然。
- 管理、销售费用得到相当控制，财务费用将有增长
 - 去年，公司的研发费用同比增长了177%，占到主营收入的6.9%，创历史新高。预计今年研发投入增速放缓，但由于公司应收账款增长以及修缮新大楼需要产生银行借款，财务费用将有一定幅度增长。
 - 明讯、鑫众等子公司发展正常，都完成了业绩承诺，我们估计2012年这些子公司基本能够小幅超过业绩承诺。
- 投资建议
 - 我们小幅下调了盈利预测，主要是出于对移动产品招标拖延的担心，预计2012、13年的EPS为0.52元，0.74元。维持此前买入-A评级和13元目标价。
- 风险提示
 - 移动招标拖延以及竞争导致价格的下滑；
 - 创业板系统性风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	241.4	512.2	690.3	879.9	1,121.5
Growth(%)	55.1%	112.2%	34.8%	27.5%	27.5%
净利润	39.7	37.9	62.2	88.6	124.3
Growth(%)	50.5%	-4.5%	64.1%	42.5%	40.2%
毛利率(%)	42.9%	38.8%	39.5%	40.0%	41.0%
净利润率(%)	16.4%	7.4%	9.0%	10.1%	11.1%
每股收益(元)	0.33	0.32	0.52	0.74	1.04
每股净资产(元)	2.41	2.63	3.04	3.63	4.46
市盈率	29.6	31.0	18.9	13.3	9.5
市净率	4.1	3.7	3.2	2.7	2.2
净资产收益率(%)	13.8%	12.0%	16.5%	19.0%	21.3%
ROIC(%)	28.2%	18.6%	12.9%	16.2%	17.7%
EV/EBITDA	50.9	25.0	14.8	12.0	9.4
股息收益率	0.7%	0.0%	1.1%	1.5%	2.1%

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

13.00元

期限: 3个月 上次预测: 13.00元

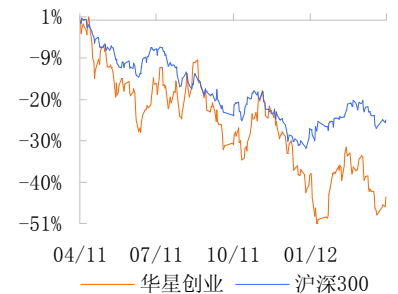
现价(2012年04月10日): 10.25元

报告日期:

2012-04-11

总市值(百万元)	1,230.00
流通市值(百万元)	585.65
总股本(百万股)	120.00
流通股本(百万股)	57.14
12个月最低/最高	8.82/28.01元
十大流通股股东(%)	39.48%
股东户数	5,758

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(8.89)	(11.61)	(19.22)
绝对收益	(14.31)	(8.65)	(44.08)

侯利

010-66581842
执业证书编号

高级行业分析师

houli@essence.com.cn
S1450511020031

报告联系人

王学恒

010-66581621

wangxh2@essence.com.cn

前期研究成果

华星创业: 盈利反转从一季度开始

2012-01-31

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

2011-10-27

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

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-04-10
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	241.4	512.2	690.3	879.9	1,121.5	成长性					
减: 营业成本	137.9	313.5	417.6	527.9	661.7	营业收入增长率	55.1%	112.2%	34.8%	27.5%	27.5%
营业税费	11.6	22.6	34.5	44.0	56.1	营业利润增长率	68.0%	18.4%	65.1%	39.0%	37.0%
销售费用	17.5	27.8	34.5	44.0	56.1	净利润增长率	50.5%	-4.5%	64.1%	42.5%	40.2%
管理费用	32.6	77.2	96.6	123.2	157.0	EBITDA 增长率	61.2%	32.6%	45.8%	31.0%	36.1%
财务费用	-0.9	2.7	6.1	0.3	-0.6	EBIT 增长率	60.4%	26.5%	67.9%	30.7%	36.3%
资产减值损失	3.7	14.9	10.4	13.2	16.8	NOPLAT 增长率	60.5%	22.2%	61.0%	29.8%	35.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	85.1%	132.9%	3.1%	24.2%	24.0%
投资和汇兑收益	8.0	2.0	1.0	-	-	净资产增长率	25.4%	30.8%	16.2%	19.1%	21.7%
营业利润	46.9	55.5	91.6	127.3	174.4	利润率					
加: 营业外净收支	4.2	5.7	5.9	6.9	8.1	毛利率	42.9%	38.8%	39.5%	40.0%	41.0%
利润总额	51.0	61.2	97.5	134.2	182.6	营业利润率	19.4%	10.8%	13.3%	14.5%	15.6%
减: 所得税	6.5	10.4	16.6	22.8	31.0	净利润率	16.4%	7.4%	9.0%	10.1%	11.1%
净利润	39.7	37.9	62.2	88.6	124.3	EBITDA/营业收入	21.7%	13.5%	14.6%	15.0%	16.1%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	19.0%	11.4%	14.1%	14.5%	15.5%
货币资金	157.6	109.8	345.2	439.9	560.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	27	16	15	18	20
应收帐款	152.7	408.3	262.9	335.1	427.1	流动营业资本周转天数	248	254	273	244	245
应收票据	-	0.2	5.3	6.7	8.6	流动资产周转天数	454	327	328	303	302
预付帐款	9.0	11.0	11.4	11.9	12.6	应收帐款周转天数	167	194	169	115	115
存货	5.1	75.4	26.3	33.3	41.7	存货周转天数	7	28	27	12	12
其他流动资产	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	总资产周转天数	535	409	410	379	371
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	329	335	353	315	307
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	10.1	11.3	13.5	16.3	19.5	ROE	13.8%	12.0%	16.5%	19.0%	21.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.8%	6.8%	9.8%	10.8%	11.8%
固定资产	21.9	23.7	34.5	53.5	73.9	ROIC	28.2%	18.6%	12.9%	16.2%	17.7%
在建工程	-	-	12.0	19.2	23.5	费用率					
无形资产	9.9	17.6	16.4	15.3	14.3	销售费用率	7.3%	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	47.5	90.7	96.6	97.7	98.9	管理费用率	13.5%	15.1%	14.0%	14.0%	14.0%
资产总额	414.1	748.7	824.7	1,029.6	1,281.6	财务费用率	-0.4%	0.5%	0.9%	0.0%	-0.1%
短期债务	-	98.0	196.5	269.2	347.7	三费/营业收入	20.4%	21.0%	19.9%	19.0%	18.9%
应付帐款	55.6	168.2	82.4	104.1	130.5	偿债能力					
应付票据	8.3	18.2	-	-	-	资产负债率	21.9%	43.5%	39.8%	42.2%	43.2%
其他流动负债	26.2	40.1	46.3	53.7	62.7	负债权益比	28.1%	77.1%	66.2%	73.1%	76.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.61	1.86	2.00	1.94	1.94
其他非流动负债	0.8	1.2	-	-	-	速动比率	3.55	1.63	1.92	1.86	1.87
负债总额	90.8	326.0	325.4	427.3	541.2	利息保障倍数	52.31	21.69	16.08	427.87	300.17
少数股东权益	34.3	107.4	126.1	148.8	176.1	分红指标					
股本	80.0	120.0	120.0	120.0	120.0	DPS(元)	0.07	-	0.10	0.15	0.21
留存收益	208.9	195.3	245.1	316.0	415.4	分红比率	20.2%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	323.3	422.7	491.2	584.8	711.5	股息收益率	0.7%	0.0%	1.1%	1.5%	2.1%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	44.6	50.7	62.2	88.6	124.3	EPS(元)	0.33	0.32	0.52	0.74	1.04
加: 折旧和摊销	6.3	11.2	3.4	4.8	6.4	BVPS(元)	2.41	2.63	3.04	3.63	4.46
资产减值准备	3.7	14.9	10.4	13.2	16.8	PE(X)	29.6	31.0	18.9	13.3	9.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.1	3.7	3.2	2.7	2.2
财务费用	0.6	-1.1	2.0	6.1	0.3	P/FCF	-10.2	-4.8	8.9	-81.6	-85.1
投资收益	-8.0	-2.0	-1.0	-	-	P/S	4.9	2.3	1.7	1.3	1.0
少数股东损益	4.9	12.8	18.7	22.7	27.3	EV/EBITDA	50.9	25.0	14.8	12.0	9.4
营运资金的变动	-35.4	-176.9	89.0	-53.0	-68.9	CAGR(%)	35.7%	44.0%	29.4%	25.5%	15.7%
经营活动产生现金流量	10.8	-97.0	188.8	76.7	105.2	PEG	0.8	0.7	0.6	0.5	0.6
投资活动产生现金流量	-90.9	27.7	-31.3	-32.7	-33.3	ROIC/WACC	3.0	2.0	1.4	1.7	1.9
融资活动产生现金流量	-35.1	79.7	80.0	54.6	54.3	REP	3.1	1.3	1.6	1.1	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，计算机行业高级分析师，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

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@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	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	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