

评级：强烈推荐（首次评级）
通信
公司深度报告

证券研究报告

分析师 郭强 S1080510120010

联系人 张轶乾 S1080111080060

电话：0755-82485047

邮件：zhangyiqian@fcsc.cn

华星创业(300025)

---今明两年业绩稳定高增长，控股子公司实现业绩承诺是大概率事件

摘要：

- **无线投资复苏态势已经确立，“网优蛋糕”将越来越大。**三大运营商将陆续启动第二轮 3G 建设，中移动明年将新建 20 万个 TD-LTE 基站，无线投资加大带动网优行业整体变暖，运营商流量经营和智能管道战略将扩展网优业务深度。网优公司将是移动通信产业中景气程度不断上升、未来最有前途的投资标的。
- **公司去年净利润下降，主要是由于公司因新产品研发导致研发费用大幅增加。**而这些新产品、新技术研发的投入，将为公司未来的发展打下坚实的基础，会使公司在今明两年的市场竞争和相关招标中处于更有利的地位，获得更好的业绩回报。
- **母公司收入将继续保持稳定增长，新业务将开始贡献收入。**空口测试设备业务，将扭转下降趋势而开始复苏，收入同比将大幅增长，有望超过 5 千万；来自中移动的网优技术服务收入将继续保持稳定增长，有望增长 30% 以上；WLAN 开始贡献收入，A+Abis 口信令分析平台将成为公司未来重要的收入新增长点。
- **并购的控股子公司有望完成业绩承诺、实现高增长，将为公司今明两年业绩增长增加较大确定性。**占合并收入一半左右的两个子公司在并购之时，都签订了每年增长 30% 以上的三年业绩承诺，随着国内的无线投资整体环境逐渐转暖，我们认为，明讯网络和鑫众通信今明两年实现业绩承诺是大概率事件。
- **给予公司“强烈推荐”投资评级。**预计 2012 年、2013 年的 EPS 分别为 0.33 元、0.44 元，对应股价，PE 分别为 24.1、18.2，考虑公司今后几年业绩稳定增长的确定性，予以“强烈推荐”。
- **风险提示：**1) 回款状况不能较好改善，导致现金流紧张、财务费用大增；2) 新产品研发和子公司市场扩展费用居高不下。

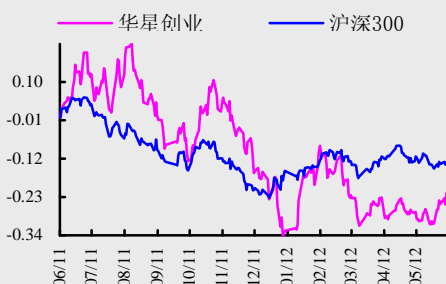
交易数据

上一日交易日股价（元）	8.02
总市值（百万元）	1,251
流通股本（百万股）	75
流通股比率（%）	48.13

资产负债表摘要（03/12）

股东权益（百万元）	325
每股净资产（元）	2.71
市净率（倍）	2.96
资产负债率（%）	44.63

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

- 1、第一创业-行业研究-通信行业 2012 年策略-通信行业的转型出路与价值思考-20111222
- 2、第一创业-行业研究-移动通信行业投资前瞻-不是 4G，是 3G 第二场，谈无线提前复苏与网络服务兴起-20120328
- 3、第一创业-深度公司研究-世纪鼎利 (300050)，业绩反转拐点渐现，中长期高成长之门已打开-20120624



目 录

投资逻辑	3
1 公司介绍	4
1.1 网优技术服务和测试优化设备领域的专业厂商	4
1.2 新业务拓展加并购，使公司业绩增长将更加稳定	4
1.3 去年母公司新产品研发费用过高，但为未来发展打下坚实基础	7
2 母公司收入将继续保持稳定增长，新业务将开始贡献收入	8
2.1 网优行业整体转暖，“网优蛋糕”将越来越大	8
2.2 网优空口测试设备收入，今年将开始复苏	9
2.3 来自中移动的网优技术服务收入稳定增长	10
2.4 WLAN 和 A+ABIS 口信令分析平台业务，今年将开始贡献收入	10
3 并购的控股子公司有望实现业绩承诺，将为公司今明两年业绩增长增加较大确定性	11
3.1 并购明讯网络，开拓网优技术服务市场除中移动以外的其他客户	11
3.2 并购鑫众通信，为运营商提供优化服务、工程维护一体化解决方案	13
4 盈利预测与评级	15
4.1 盈利预测	15
4.2 推荐评级	15
4.3 风险提示	16



投资逻辑

投资华星创业，有三个主要问题需要解答：1）所在细分行业景气度问题；2）公司今明两年业绩的确定性问题；3）公司未来成长性问题。

所在细分行业景气度问题。我们在今年3月份开始提示今年无线的投资机会，我们认为下半年尤其值得重视，因为2012年开始，由于过去两年的3G用户和移动互联网的超预期发展，三大运营商将重启面向LTE的3G网络建设，将带来无线通信行业整体增长转暖。

移动互联网时代，电信运营商如何化被动为主动，提升用户体验、流量经营和智能管道这些战略，需要落地，都离不开网优手段的支撑，从传统的路测到全自动的用户感知体验，从无线空口的信号测试到A+Abis口的信令分析与应用等等，都是一些具体的实践。

近年来网优开支增长并不快，但网优技术和网优产品却飞速发展，在我们看来，网络优化工作（包括第三方网优测评设备和网优技术服务），在运营商工作安排中，目前正在从“重要但不紧急”象限向“重要且紧急”象限转移，随着网优细分行业范围的不断扩大，该行业的景气度也在快速上升，无疑将是无线通信行业中最有前途的细分行业之一。

公司今明两年业绩的确定性问题。公司去年业绩看似不好，其实不尽然，比如，11年公司净利润3800万，但因为新产品研发导致研发支出高达3500万，同比增长175%，且出于谨慎原则，全部费用化。我们认为，公司今明两年整体的高增长还是比较确定的，今年三大运营商将陆续启动第二轮的3G建设，中移动明年将新建20万个TD-LTE基站，国内无线投资加大带动网优行业整体变暖；两个控股子公司的业绩承诺，加上母公司技术服务收入的稳定增长，将可以保证这点，即使网优测试产品收入今年起不来，也不会怎么影响整体业绩，网优测试产品的收入比重去年已经下降到7%不到。

公司未来成长性问题。我们认为，公司这两年的以下布局已经能说明问题，能够在即将到来的“网优盛宴”中获得不菲的业绩回报：1）这两年暂时牺牲短期业绩的新产品新技术研发投入，已经使公司在网优细分行业树立了牢固的竞争地位；2）母公司成立时即采取以中国移动为主、其他电信运营商为辅的市场策略，经过多年努力，已与中国移动及其设计院、省级子公司、市级分公司形成了牢固的相互信任的、良好的长期合作关系；3）并购明讯网络，成功开拓了网优技术服务市场除中移动以外的中国联通、中国电信、通信主设备供应商等客户，中国联通、中国电信未来将跟随中移动的策略，加大网优专项资金投入；4）并购鑫众通信，进入到工程服务领域，具备了为运营商提供优化服务、工程维护一体化解决方案的能力，符合运营商未来整合网优和代维、实现一体化外包的长期思路。



1 公司介绍

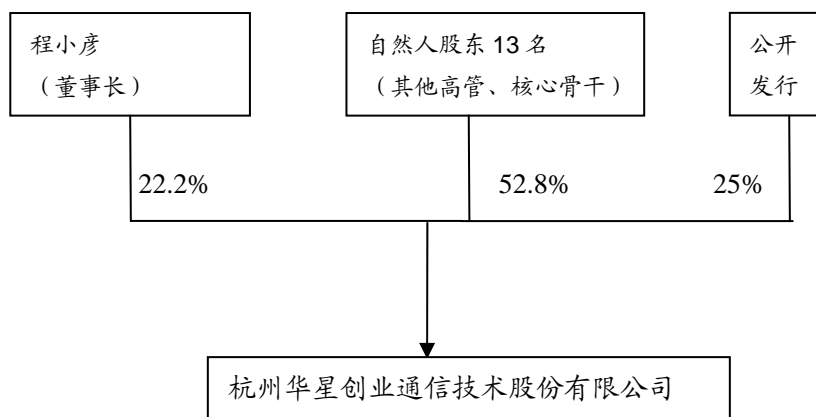
1.1 网优技术服务和测试优化设备领域的专业厂商

公司成立于 2003 年，是专业提供移动通信技术服务及移动通信网络测试优化系统的高新技术企业，目前公司提供的服务、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，其中在国内第三方移动网络测评优化服务领域排名前三。

华星创业提供的移动通信技术服务主要包括移动通信网络的普查、评估、优化；产品包括华星 FlyWireless 测试优化系统、华星 Fly Spire/Guide 测试优化系统、华星 WLAN 测试仪表、华星 2G/3G 网优平台等。

2009 年，公司成功在创业板上市，上市后获得了比上市前更多的资源和竞争优势，公司各项业务都获得了快速发展。

图 1：华星创业上市时的股权结构



数据来源：上市公司，第一创业证券研究所

1.2 新业务拓展加并购，使公司业绩增长将更加稳定

公司上市之初研发的主要业务是移动通信网络无线空口性能指标的测试优化服务和测试设备，上市之后公司积极拓展新业务，并通过一系列的资本并购，使公司未来业绩增长更加稳定。

从母公司来讲，无线空口性能指标的测试优化服务和测试设备的研发，就从原来的 2G、3G 扩展到 WLAN、LTE，形成了 2G、3G、WLAN、LTE 四网同测的网络测试平台，并紧跟趋势和运营商步伐，积极开展基于信令监测的网络优化系统产品及服务的研发，努力抓



住新的收入增长点。同时，公司还成立了 WLAN 事业部和新业务中心，为公司的长远发展，开展 WLAN 和其他新业务。

2010 年 3 月，公司投资 6,600 万元，以收购股权及增资的方式投资浙江明讯网络技术有限公司，完成 60% 的控股权，积极开拓了中国移动以外的中国联通、中国电信、通信主设备供应商等客户，快速提升了公司的市场占有率。

2011 年初，公司投资 5,814 万元，以收购股权及增资的方式投资上海鑫众通信技术有限公司，完成 60% 的控股权，快速整合了室内覆盖优化工程、服务维护业务，具备了为用户提供优化服务、工程维护一体化解决方案的能力，进一步提高公司的市场竞争力和盈利能力。

另外，公司从吸引人才、拓展业务、更好地建立约束、激励机制考虑，还先后成立了华星博鸿、开闻信息、华创信通等子公司。公司并积极进行与各子公司之间的业务协作和管控路径研究，打造资源共享平台，提高业务协作效率和整体规范运作水平，打造以移动通信网络技术服务为主营提供网络优化服务、优化工具（软件系统产品）、工程维护一体化解决方案的核心能力和市场形象。

2011 年年报显示，明讯网络和鑫众通信两个子公司业绩表现出色，顺利完成收购时的业绩承诺，2011 年两大子公司收入之和已经占到上市公司合并报表总收入的 48%、归属上市公司的净利润之和占到上市公司总净利润的 50% 以上，而两大子公司，在业务和市场两个方面，与母公司的互补性，将使公司未来的业绩增长更加稳定。

表 1：华星创业旗下的子公司

子公司	成立时间	控股比例	主要业务	2011 年净利润
智聚科技	2006 年 4 月	100%	主要从事测试优化软件的研发及技术服务	141.40 万元
鸿宇数字	2000 年 9 月	60%	主要从事技术开发服务	9.953 万元
明讯网络	2004 年 3 月	60%	主要从事技术服务及测试优化软件研发	1912.23 万元
鑫众通信	2005 年 10 月	60%	主要从事提供室内覆盖优化工程、服务维护业务，为用户提供优化服务、工程维护一体化解决方案	2063.01 万元
开闻信息	2011 年 3 月	60%	主要从事移动通信网络测试系统产品的研发	-170.61 万元
华星博鸿	2011 年 3 月	68%	主要从事移动通信网络设备供应商的服务外包业务	41.01 万元
星东信息	2011 年 5 月	70%	主要从事移动通信网络测试系统产品的研发	-12.13 万元
华创信通	2011 年 11 月	70%	主要从事移动通信网络测试系统产品的研发	-154.50 万元
鼎星科技	2009 年 5 月	50%	主要从事 TD 通信测试手机的研发、生产和销售	380.15 万元

数据来源：上市公司，第一创业证券研究所



图 2: 公司 2011 年各业务收入结构

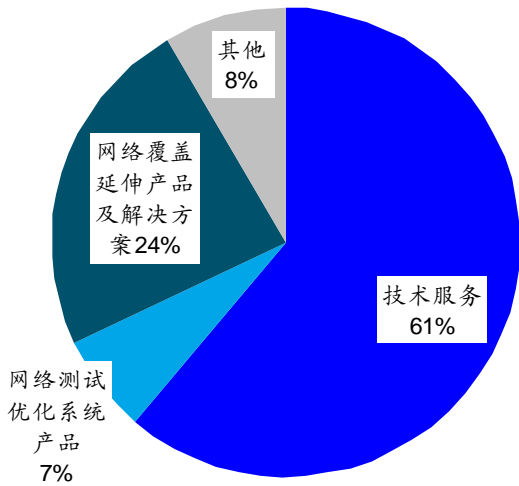
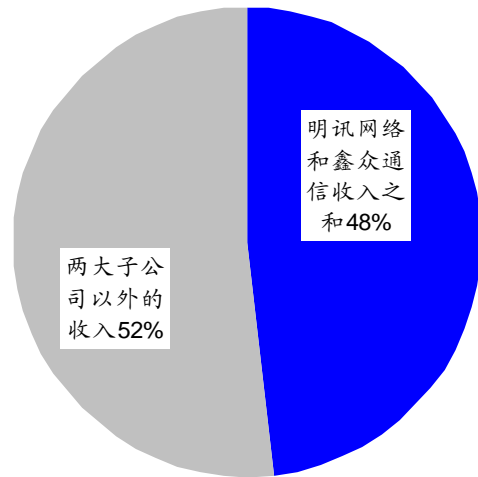
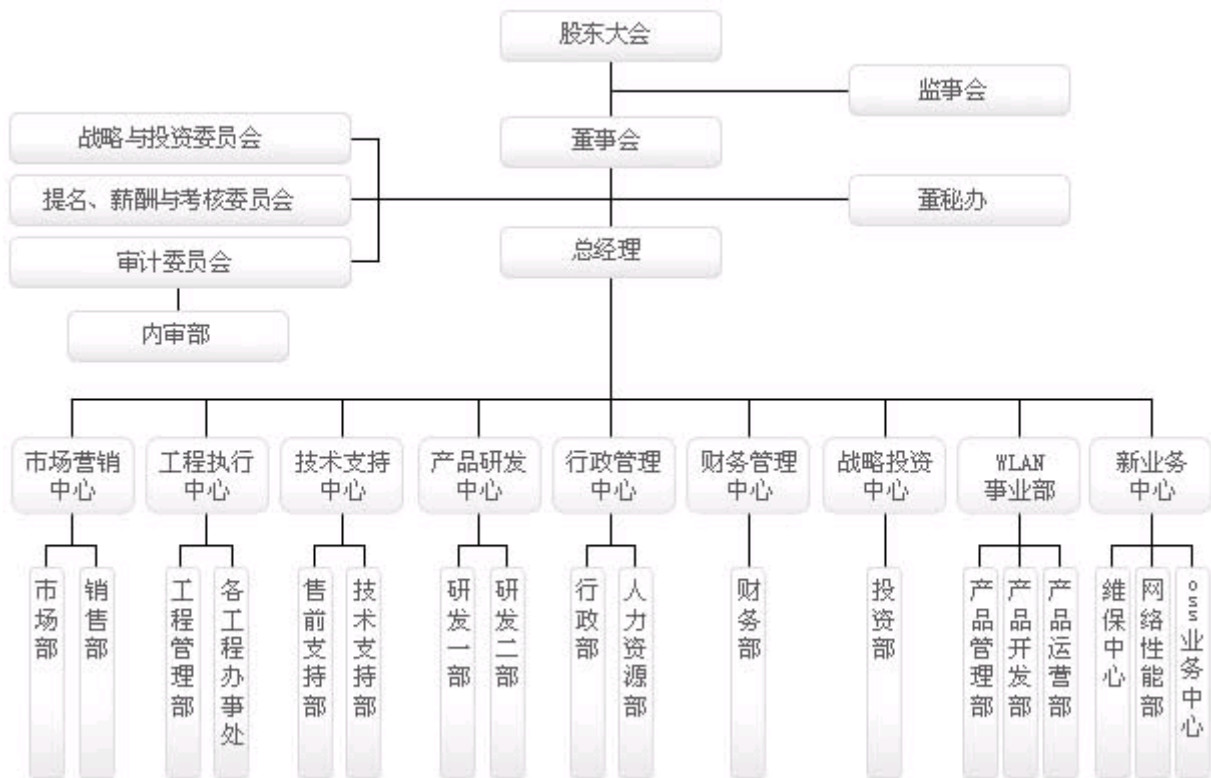


图 3: 公司 2011 年两个主要子公司收入占比



数据来源: 上市公司, 第一创业证券研究所

表 2: 母公司组织架构图



数据来源: 上市公司, 第一创业证券研究所



1.3 母公司去年新产品研发费用过高，但为未来发展打下坚实基础

2011年，归属于上市公司股东的净利润为3800万，较上年同期下降4.45%，主要原因就是——公司加强新服务、新产品的技术研发，研发费用较上年同期增加2258.98万元，达到3532万元，而且公司根据谨慎性原则，这些研发费用全部计入当年费用，没有进行资本化。

尽管由于中国移动TD网优测评设备的相关投资停滞以及A+Abis口信令分析平台还处于个别试点中，所以这些新产品、新技术在报告期内对业绩的贡献较少，但这些研发的投入，将为公司未来的发展打下坚实的基础，并随着市场的逐渐变暖和运营商相关投资的加大，会使公司在今明两年的市场竞争和相关招标中处于更有利的地位，获得更好的业绩回报。

表3：华星创业近几年的研发支出情况

单位：万元

项 目	2011年	2010年	同比增减	2009年
研发费用投入金额	3,532.84	1,273.86	177.33%	922.01
营业收入	51,216.65	24,136.45	112.20%	15,561.99
占营业收入比重	6.90%	5.28%	1.62%	5.92%

数据来源：上市公司，第一创业证券研究所



表 4: 华星创业主要研发项目进展情况

序号	产品名称	用途及性能	进展阶段
1	华星四网同测无线网络测试系统	适应于各个移动网络的测试优化平台	已实现对四网同测的支持,并已在市场销售。报告期内完成了重大升级,主要体现在 2 个方面:1、加强了 TD 网络的优化模块功能开发。2、开发了 LTE 网络的测试优化模块。
2	新一代无线宽带数据业务测试系统	适用于运营商无线宽带网络的测试分析	在华星已有数据业务测试系统的基础上,报告期完成了对 wLan 无线网络测试仪表软件测试项目和统计功能进行增强的升级开发以及 wlan 便携式测试系统、WLAN 自动 SQT 系统的开发。上述产品均实现了市场应用。
3	自动路测系统	减少工作人员手工操作量,提高网络普查、优化的效率并降低成本	一、报告期内实现了重大版本升级,主要体现在 2 方面:1,硬件方面:体积更加轻量化,并且把原有的 6 模块升级到 8 模块,并且通过了泰尔实验室的测试。2,软件功能方面:主要增加了 TD 网络的重要功能测试,以及移动用户数据业务的模拟测试,完成了 LTE 网络的预研。 二、开发了室内版本的自动路测,更加丰富了该产品的应用场景。至年底已经完成了大部分开发工作。
4	基于信令监测的网络优化平台	通过采集和分析移动通信网络各接口的信令,进行网络质量分析及优化	进行了基于信令监测的网络优化研究和实践,完成了 A+Abis 信令监测分析平台的开发,目前在各省积极部署试用
5	2G、3G、4G 测试终端类仪表	通过便携式终端仪表测试无线网络的覆盖和质量	完成了 GSM, CDMA, TD-scdma, wcdma 网络的智能手机测试设备,正在各省积极推广试用。

数据来源:上市公司,第一创业证券研究所

2 母公司收入将继续保持稳定增长,新业务将开始贡献收入

2.1 网优行业整体转暖,“网优蛋糕”将越来越大

我们在《移动通信行业投资前瞻-不是 4G,是 3G 第二场,谈无线提前复苏与网络服务兴起》里提到——2012 开始,因为过去两年的 3G 用户和移动互联网的超预期发展,三大运营商将重启面向 LTE 的 3G 网络建设,将带来无线网络建设提前复苏,通信行业增长转暖。

- 2012 年中国联通率先启动第二轮的 3G 投资,2012 年计划开支为约 355 亿,比 2011 年增长 65.9%,接近 2009



年 364 亿的 3G 实际支出水平；

- 1.9GHz F 频段获准为 TD-LTE 使用，成为 TD 产业发展契机，TD-SCDMA 和 TD-LTE 未来统一部署原则变为清晰，中移计划 13 年新增基站将超过 20 万个，TD-LTE 建设计划就是 TD-SCDMA/TD-LTE 双模网络计划；
- 随着 2012 年中国电信引入苹果公司 IPHONE 并加大“超千元智能机”补贴后，如果后续 3G 用户数进一步获得较大发展、数据流量进一步加大，我们预测中国电信在 2013 年也极有可能加大 CDMA 网络的投资开支。

因此，在三大运营商陆续重新启动的面向 LTE 的第二轮 3G 网络建设计划中，新网络的建设和新制式、新技术的应用与升级，无疑将使华星创业所处的外部环境变暖，直接催生大量的网络优化测试设备和服务需求，而从全球来讲，未来五年伴随着 3G 网络规模不断加大以及 4G 网络建设的逐步展开，世界范围内网络优化产品及服务市场的规模将保持持续增长。

而对比以往来就，无线网络优化与服务行业也表现出一些新的特点，对无线网优行业的广度和深度不断扩充，未来的“网优蛋糕”将越来越大。

- 第一，网络优化由粗放式向集约式转变。室内网络优化、乡镇与农村的网络优化、WLAN 网络优化、大数据量的数据采集与分析等，将成为 3G4G 时代的优化重点；
- 第二，网络优化的地位将进一步提升。为了在激烈的市场竞争中取得差异化，电信运营商对网络覆盖、网络优化工作更加重视，同时开始关注数据采集与分析、用户感知等新领域和方向，这为行业提供了更广泛的产品和服务需求；
- 第三，网优、代维等门槛逐渐提高。从以往地市层面自主决策向以省公司为中心的分省决策转变，可以预见，品牌、服务、技术、规模将成为网络优化与服务提供商在未来几年构筑核心竞争力的基础。
- 中移动积极推进网优投资，每年有一定的网优专项资金投入到第三方网优公司，来采购网优测试设备和网优服务，并积极探索用网优手段来提升端到端的网络质量和用户体验改善，中国联通和中电信未来也将积极跟随，加大投资。

2.2 网优空口测试设备收入，今年将开始复苏

近两年受中国移动 TD 测试设备投资停滞的影响，公司空口测试设备的收入在总收入的比重逐渐下降。

但公司已经具备了较强的竞争实力，去年成功入围中国移动自动路测设备的集团集采招标，占到 25% 以上的市场份额。



2012年，以室内为主的网络覆盖与优化是中国移动网络工作的重点之一，因此，对应的室内测试设备与工具的需求量将会较以往有较大幅度的增长；同时，2012年，中国移动加快了TD和WLAN的网络建设，进而对TD和WLAN建设方案、测试工具与服务的需求也将保持相对旺盛的状态。

如1.3节所述，公司的四网同测系统、自动路测系统都已经完成了重大升级，不但加强了TD网络的优化模块功能开发，还开发了LTE网络的测试优化模块；另外公司的四网的便携式终端测试设备研发已经完成，可以通过智能手机来测试无线网络的覆盖和质量，目前正在各省积极推广试用。

我们预测，公司的空口测试设备业务，有望扭转去年下降的趋势，今年开始快速复苏，由于基数较小，今年有望增长80%左右，达到6千万元左右收入水平。

2.3 来自中移动的网优技术服务收入稳定增长

2011年，网络评估、网络优化与服务需求稳中有升，中国移动对全国的GSM网络进行了大规模补网。2012年，中国移动将继续对扩容网络、盲区进行覆盖及信号优化，同时由于中移动TD-SCDMA/TD-LTE的双模网络发展计划已经确定，今年开始将加快TD网络的建设，TD-SCDMA和TD-LTE网络有望新建成七八万个基站，2012年计划新建20万个TD-LTE基站，将催生大量TD网络测评优化服务的需求。

我们预测，母公司来自中国移动的网优技术服务收入将继续保持稳定增长，今年有望增长30%以上。

2.4 WLAN和A+Abis口信令分析平台业务，今年将

开始贡献收入

WLAN开始贡献收入

2012年，中国移动加快了WLAN的网络建设，根据其开支计划，2012年中计划支出112亿，同比增长近100%。而公司很早就积极开展WLAN产品研发，并在2011年4月成立了专门的WLAN事业部来拓展WLAN的产品业务收入。

目前公司在WLAN方面有比较完善的解决方案，随着有关省份的大AP招标启动，今年WLAN设备业务将开始贡献收入，有望达到千万元级的规模。

A+Abis口信令分析平台将成为公司未来重要的收入增长点

移动互联网的到来，宣告以运营商网络投资驱动通信产业链获得快速发展的黄金时代已经渐行渐远。面对互联网厂商的竞争，电



信运营商从重视网络建设、重点在 CAPEX 支出,转向重视用户体验、提升网络使用效率,加大网络优化和维护,加大 OPEX 支出,已经是大势所趋;如何从“傻管道”向“智能管道”转型,如何来进行流量经营,主动提升用户体验,基于大数据分析和应用之上的用户行为分析,实现精准化营销和精细化运营,也都是在摸索中。

移动运营商在网络优化方面借助移动通信网络接口信令采集分析系统产品的需求逐渐清晰,市场应用前景广阔。2012 年,中国移动加大了 A+Abis 监测系统试点力度,要求在北上广深等 10 个城市试点,9 月底以前建设 A+Abis 监测系统,试点建设由集团来指导,各省自己开展,目前各地进展不一,多处于边测试、边修改的阶段。

公司产品目前已经在贵州等地进行试点,我们预测, A+Abis 接口信令分析平台业务,今年开始将为公司贡献收入,有望达到千万元以上的规模,并成为未来重要的收入增长点。

3 并购的控股子公司有望实现业绩承诺,将为公司今明两年业绩增长增加较大确定性

公司并购控股的明讯网络和鑫众通信两个子公司,2011 年业绩表现出众,收入之和已经占到上市公司合并报表总收入的 48%,在 2011 年上市公司由于新产品研发、股权激励摊销导致管理费用大增的背景下,两大子公司归属上市公司的净利润之和更是占到了上市公司总净利润的 57%,贡献颇大。

由于这两个子公司在并购之时,都签订了每年增长 30%以上的三年业绩承诺,随着今年开始国内三大运营商将陆续启动第二轮的 3G 建设,国内的无线投资整体环境将逐渐转暖,我们预测,明讯网络和鑫众通信今明两年实现业绩承诺是大概率事件,这因为公司的业绩增长增加了很大的确定性。

3.1 并购明讯网络,开拓网优技术服务市场除中国移动以外的其他客户

浙江明讯网络技术有限公司成立于 2004 年 3 月,是一家以移动通信技术服务和通信应用软件开发为主营业务的高新技术企业,2004 年通过了 ISO9001 质量体系认证,目前主要提供网络规划、网络优化、网络评估、网络维护、室内覆盖验收、基站设备搬迁开通等服务。

2010 年 3 月,公司投资 6600 万元,以收购股权及增资的方式投资浙江明讯网络技术有限公司,完成了明讯网络 60%的控股权,积极开拓了中国移动以外的中国联通、中国电信、通信主设备供应



商等客户，快速提升了公司的市场占有率。

具体方案为：华星创业通过股权转让方式共支付 4600 万元股权转让款从明讯网络原有股东手中获得 20% 的股权，股权转让后，华星创业将向明讯网络增资 2000 万元，其中 500 万元增加明讯网络的注册资本，超过认缴新增注册资本部分的溢价即人民币 1500 万元，计入明讯网络的资本公积金，由增资后的明讯网络全体股东按照股权比例共同分享。

业绩承诺：明讯网络、明讯网络老股东向华星创业共同连带承诺和保证——明讯网络 2010 年度净利润应不低于 1430 万元，2011 年度净利润应不低于 1859 万元、2012 年度的净利润应不低于 2417 万元，年同比增长率为 30%；明讯网络 2013 年、2014 年净利润应不低于 2012 年的净利润水平（承诺的“净利润”均为经审计的扣除非经常性损益前后的净利润较低者），若未实现承诺的业绩，明讯网络老股东各方将根据条款向华星创业给予补偿或股份回购。

公司并购明讯网络，主要是目的是想开拓除中国移动以外的其他客户以及增强公司的技术服务力量，进行收购可以使两公司的管理和技术将得到共享、共同促进和提高，有利于提升公司的市场竞争能力，巩固和提升在移动通信技术服务市场中的行业地位，从而促进公司实现健康、持续、快速增长的目标。

- ▶ 公司的主要客户以中国移动为主、其他电信运营商为辅，2009 年度，公司对中国移动的销售收入占公司营业收入的比例为 78.89%。
- ▶ 明讯网络的主要客户为通信主设备供应商（占 2009 年营业收入的比例为 49.28%），其次是中国联通（占 2009 年营业收入的比例为 27.96%），中国电信的收入也占到 2009 年度营业收入的 10.51%。
- ▶ 明讯网络长期从事移动通信技术服务，技术服务人员已接近两百人，且经验丰富。由于明讯网络业务范围遍及三大电信运营商及华为、中兴等通信主设备供应商，因此，其技术服务人员的跨厂家设备能力较强。
- ▶ 明讯网络的核心管理和技术人员均持有明讯网络的股份，公司治理规范、决策效率高、管理水平较高

事实上，2010 年和 2011 年两年，明讯网络业绩都表现出色，实现了业绩承诺，其中 2010 年实现主营业务收入 4280.64 万元，主营业务利润 2217.04 万元，净利润为 1472.28 万元，扣除非经常性损益后的净利润为 1469.22 万元。2011 年实现主营业务收入 12507.36 万元，净利润 1912.23 万元，扣除非经常性损益后的净利润为 1897.12 万元。

2012 年，中国联通 3G 投资将加大，整个无线投资环境变暖，我们预计，明讯网络实现业绩承诺的概率非常大。



表 5: 明讯网络并购前的股权结构

股东名称	出资比例 (%)
李海斌	45.00
李嫚	21.00
杨剑雄	10.00
杨妙昌	10.00
吴明剑	9.00
倪国华	5.00
合 计	100.00

表 6: 明讯网络并购后的股权结构

序号	股东名称	股权比例
1	杭州华星创业通信技术股份有限公司	60%
2	李海斌	18%
3	李嫚	8.4%
4	杨剑雄	4%
5	杨妙昌	4%
6	吴明剑	3.6%
7	倪国华	2%
	合计	100%

数据来源: 上市公司, 第一创业证券研究所

3.2 并购鑫众通信, 为运营商提供优化服务、工程维护一体化解决方案

上海鑫众通信成立于 2005 年 10 月, 专业从事各种移动通信网络覆盖解决方案、2G/3G 覆盖系统产品、网络优化规划服务以及室内分布、高铁专网等代维服务。拥有国家高新技术企业资质、通信信息网络系统集成企业乙级资质, ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证, 主营产品电信设备进网许可证、无线电发射设备型号核准证, 以及塔顶低噪声放大器等七项实用新型发明专利, 目前公司在上海、浙江、江苏、福建、河南、黑龙江等多个省市设有分支机构, 已建立起覆盖全国市场的服务网络。

2011 年初, 公司投资 5814 万元, 以收购股权及增资的方式投资上海鑫众通信技术有限公司, 完成 60% 的控股权, 快速整合了室内覆盖优化工程、服务维护业务, 具备了为用户提供优化服务、工程维护一体化解决方案的能力, 进一步提高公司的市场竞争力和盈利能力。

具体方案为: 华星创业通过股权转让方式共支付 4314 万元股权转让款从鑫众通信原有股东手中获得 20% 的股权, 股权转让款根据鑫众通信和鑫众通信原股东承诺业绩实现情况分别于 1) 双方关于股权转让和增资的协议生效后 30 日内、2) 2011 年度业绩实现后、3) 2012 年业绩实现后, 分三期分别支付 2569.8 万元、1162.8 万元和 581.4 万元。股权转让后, 华星创业将向鑫众通信增资 1500 万元, 其中 500 万元增加鑫众通信的注册资本, 超过认缴新增注册资本部分的溢价即人民币 1000 万元, 计入鑫众通信的资本公积金, 由增资后的鑫众通信全体股东按照股权比例共同分



享。

业绩承诺：鑫众通信、鑫众通信原股东向华星创业共同连带承诺和保证如下：鑫众通信 2011 年度净利润应不低于 1950 万元，2012 年度净利润应不低于 2535 万元、2013 年度的净利润应不低于 3296 万元；鑫众通信 2014 年、2015 年净利润应不低于 2013 年的净利润水平（承诺的“净利润”均为经审计的扣除非经常性损益前后的净利润较低者）。若未实现承诺的业绩，鑫众通信老股东各方将根据条款向华星创业给予补偿或股份回购。

公司并购上海鑫众通信，主要是目的是公司希望快速整合室内覆盖优化工程、服务维护业务，为用户提供优化服务、工程维护一体化解决方案。

- 鑫众通信主要是做覆盖产品，包括直放站及室内分布系统等，主要客户是中国移动，业务方面与母公司互补，运营商去年有些省公司提大优化维护的概念，公司希望加强这方面一体化的优势。
- 并购后，双方可以在市场、技术、管理及人力资源等方面进行有效互补，有利于提升公司的市场竞争能力和盈利能力，促进公司实现健康、持续、快速增长的目标。

事实上，2011 年，鑫众通信业绩都表现出色，实现了业绩承诺，鑫众通信实现主营业务收入 1.2 亿元，净利润 2063.01 万元，扣除非经常性损益后的净利润为 2013.86 万元。

2012 年，中国移动重点加强室内分布系统的整改，同时 WLAN 投资大幅增加，我们预计，鑫众通信继续实现业绩承诺的概率非常大。

表 7：鑫众通信并购前后的股权结构

投资前			投资后		
股东名称	出资 (万元)	出资比例 (%)	股东名称	出资 (万元)	出资比例 (%)
华星创业	0	0	华星创业	600.00	60.00
杨雷	225.00	50.00	杨雷	200.00	20.00
陈维平	112.50	22.50	陈维平	90.00	9.00
徐志华	95.00	19.00	徐志华	76.00	7.60
林海	42.50	8.50	林海	34.00	3.40
合计	500.00	100.00	合计	1,000.00	100.00

数据来源：上市公司，第一创业证券研究所



4 盈利预测与评级

4.1 盈利预测

营业收入方面，基于前面各章节的分析和假设，我们预计公司收入在 2012 年、2013 年同比增长为 39%、34%，净利润同比增长 37%和 32%。

毛利率方面，我们预计公司整体毛利率在 2012 年能够会继续有所下降，但下降程度不会太大，主要是受相关子公司的影响。

费用方面，由于新产品研发和并购子公司的市场扩张，仍然会对公司的管理费用和营业费用造成较大的压力，上半年尤为明显，下半年费用率有望下降，全年来讲仍将维持和去年相当或略降的比例。

财务费用方面，因为 2011 年应收账款和存货大幅增加，公司现金流较为紧张，已经公告了向银行申请不超过 2.3 亿的融资额度，目前已短融为主，因此我们预计公司今年财务费用将大幅提升，压力较大。

表 8: 公司盈利预测

数据来源：公司公告，第一创业证券研究所预测

4.2 推荐评级

我们认为，公司今明两年整体的增长还是会不错，两个子公司的业绩承诺加母公司技术服务的增长将保证这点，即使网优测试产品收入今年起不来，也不会怎么影响整体业绩。

我们预计 2012 年、2013 年的 EPS 分别为 0.33 元、0.44 元，对应股价，PE 分别为 24.1、18.2，考虑公司今后几年业绩的持续稳定增长，给予“强烈推荐”评级。



4.3 风险提示

- 1) 或因回款状况不能较好改善, 导致现金流紧张、财务费用大增, 从而限制业务发展、拖累业绩的增速;
- 2) 或因新产品研发和子公司市场扩展费用居高不下而影响净利润提升幅度。



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	605	683	818	1015	营业收入	512	710	950	1215
现金	110	126	120	122	营业成本	314	444	598	777
应收账款	401	532	665	850	营业税金及附加	23	32	43	55
其他应收款	8	11	15	19	营业费用	28	35	47	58
预付账款	11	13	18	23	管理费用	77	106	141	174
存货	75	0	0	0	财务费用	3	5	5	6
其他流动资产	1	0	0	0	资产减值损失	15	15	18	20
非流动资产	143	35	29	22	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	11	0	0	0	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	24	17	11	5	营业利润	55	75	100	127
无形资产	18	18	18	18	营业外收入	6	7	8	9
其他非流动资产	91	0	0	-0	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	749	718	847	1038	利润总额	61	81	107	136
流动负债	325	226	264	340	所得税	10	12	16	20
短期借款	98	226	264	340	净利润	51	69	91	115
应付账款	120	0	0	0	少数股东损益	13	17	22	28
其他流动负债	107	0	0	0	归属母公司净利润	38	52	69	87
非流动负债	1	0	0	0	EBITDA	69	85	111	140
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.32	0.33	0.44	0.56
其他非流动负债	1	0	0	0					
负债合计	326	226	264	340	主要财务比率				
少数股东权益	107	124	147	175	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	120	156	156	156	成长能力				
资本公积	98	62	62	62	营业收入	112.2%	38.5%	33.9%	27.9%
留存收益	97	149	218	305	营业利润	18.4%	34.5%	33.7%	27.6%
归属母公司股东权益	315	367	436	523	归属于母公司净利润	-4.5%	37.0%	32.3%	26.6%
负债和股东权益	749	718	847	1038	获利能力				
					毛利率(%)	38.8%	37.5%	37.0%	36.0%
					净利率(%)	7.4%	7.3%	7.2%	7.2%
					ROE(%)	12.0%	14.1%	15.8%	16.6%
					ROIC(%)	12.2%	11.4%	12.3%	12.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	43.5%	31.5%	31.2%	32.7%
					净负债比率(%)	30.06%	100.00%	100.00%	100.00%
					流动比率	1.86	3.02	3.10	2.99
					速动比率	1.63	3.02	3.10	2.99
					营运能力				
					总资产周转率	0.88	0.97	1.21	1.29
					应收账款周转率	2	1	2	2
					应付账款周转率	4.48	7.40	-	-
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.24	0.33	0.44	0.56
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.62	-1.33	-0.26	-0.45
					每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.35	2.79	3.35
					估值比率				
					P/E	32.98	24.08	18.20	14.38
					P/B	3.97	3.41	2.87	2.39
					EV/EBITDA	19	16	12	10

数据来源:公司公告,第一创业证券研究所预测

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135