

营收增长稳健，费用尚需控制

华星创业中报点评

报告关键点:

收入增长稳健但研发投入较大，下半年费用控制与移动集团自动路测产品招标是关键。

报告摘要:

- 营收增长稳健，服务增长、WLAN放量是两个主要因素。
 - 公司营业收入同比增长43.7%，上半年网络覆盖延伸产品即WLAN的收入接近2800万（去年同期为零），按照此数据测算，公司最为基本的网络优化服务收入同比增长27-28%，表现稳定。
 - 区域表现上，公司在传统优势地区增长稳健，在东北、华南取得了400%、170%增长的喜人成绩，说明服务市场依旧有广阔的市场空间尚待挖掘。
 - 服务的毛利率基本稳定，网络优化产品由于上半年未完成招标，主要是销售自动路测产品相关模块业务，毛利率有较大幅度的下降。此外，由于WLAN产品的毛利率约为25-28%，拉低了网络覆盖延伸产品及解决方案的毛利率。
- 下半年看资源整合，费用控制与移动集团招标。
 - 上半年管理费用比去年同期有1000万的增长，预计源自600万的研发增加投入尚未转化销售，管理费用的增长也是公司收入大幅增长而利润未体现出来的主要原因。此外，财务费用较去年同期有较大增长，我们估计财务费用全年大约在700万左右，较去年268万有一定数量的增长压力。公司的两个子公司，杭州博鸿（厂商维护）与华创（A+Abis测试软件服务），今年的经营稳健，预计全年能够取得合计1000万左右的利润，用来弥补财务费用与投资收益（测试手机）的同比下滑。
 - WLAN在辽宁有较为重大突破，预计下半年会有1-2个新省的进入，我们对全年WLAN的收入预期为5000万，贡献约500万的净利润。
 - 由于公司在三季度初开始已经注意研发费用的控制，因此我们估计全年管理费用率大约和去年持平，应该说，下半年研发成本节流，业务方向的优化，在移动招标时点、结果不明朗的背景下，始终是相当关键的任务。
- 投资建议
 - 我们下调了公司的盈利预期，主要源于历史上对于移动招标的预期相对乐观，回顾来看，公司赖以稳定发展的基础是网络服务，而测试工具与产品的特点是周期性，取决于中国移动招标的时间和结果。
 - 我们预计，12年、13年的收入增速为37%、27%，利润增速为40%、54%，对应的EPS分别为0.34元、0.53元。考虑到目前估值处在20倍以下的水平，且下半年存在产品订单释放的可能性，维持买入-A的投资评级，目标价8元。
- 风险提示:
 - 移动测试产品招标的时点拖延导致收入无法确认在今年；

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	703.6	896.3	1,141.7
Growth(%)	55.1%	112.2%	37.4%	27.4%	27.4%
净利润	39.7	37.9	53.0	82.2	119.9
Growth(%)	50.5%	-4.5%	39.8%	54.9%	45.9%
毛利率(%)	42.9%	38.8%	39.5%	40.0%	41.0%
净利润率(%)	16.4%	7.4%	7.5%	9.2%	10.5%
每股收益(元)	0.25	0.24	0.34	0.53	0.77
每股净资产(元)	1.85	2.02	2.52	2.95	3.56
市盈率	25.2	26.4	18.9	12.2	8.4
市净率	3.5	3.2	2.5	2.2	1.8
净资产收益率(%)	13.8%	12.0%	14.3%	17.8%	20.6%
ROIC(%)	28.2%	18.6%	12.1%	16.0%	17.8%
EV/EBITDA	50.9	25.0	13.9	10.6	8.2
股息收益率	0.8%	0.8%	1.1%	1.6%	2.4%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

8.00元

期限: 6个月 上次预测: 13.00元

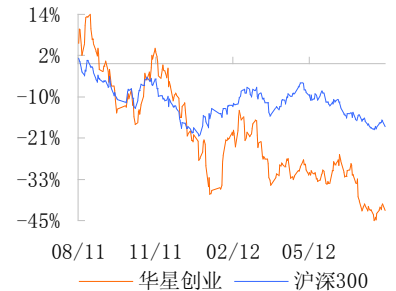
现价(2012年08月14日): 6.56元

报告日期:

2012-08-14

总市值(百万元)	1,001.52
流通市值(百万元)	481.98
总股本(百万股)	156.00
流通股本(百万股)	75.08
12个月最低/最高	6.09/16.80元
十大流通股股东(%)	25.57%
股东户数	7,644

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.44)	(5.13)	(24.07)
绝对收益	(4.47)	(15.21)	(42.27)

王学恒

010-66581621
执业证书编号

行业分析师

wangxh2@essence.com.cn
S1450512080002

报告联系人

柳士威

010-66581666
liusw@essence.com.cn

前期研究成果

华星创业: 一季报收入增长强劲, 净利润尚未释放, 等待产品放量

2012-04-23

服务做保底, 产品是增量, 2012继续等待测试产品业绩释放

2012-04-11

华星创业: 盈利反转从一季度开始

2012-01-31

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			
						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	703.6	896.3	1,141.7	成长性					
减: 营业成本	137.9	313.5	425.7	537.8	673.6	营业收入增长率	55.1%	112.2%	37.4%	27.4%	27.4%
营业税费	11.6	22.6	35.2	44.8	57.1	营业利润增长率	68.0%	18.4%	51.8%	48.6%	41.0%
销售费用	17.5	27.8	35.2	44.8	57.1	净利润增长率	50.5%	-4.5%	39.8%	54.9%	45.9%
管理费用	32.6	77.2	106.0	126.1	154.9	EBITDA 增长率	61.2%	32.6%	36.2%	42.1%	40.3%
财务费用	-0.9	2.7	6.8	4.3	5.5	EBIT 增长率	60.4%	26.5%	56.5%	42.2%	40.6%
资产减值损失	3.7	14.9	10.6	13.4	17.1	NOPLAT 增长率	60.5%	22.2%	50.7%	40.6%	39.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	85.1%	132.9%	5.9%	25.2%	24.8%
投资和汇兑收益	8.0	2.0	-	-	-	净资产增长率	25.4%	30.8%	23.7%	17.8%	21.0%
营业利润	46.9	55.5	84.2	125.1	176.4	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	90.1	132.0	184.6	营业利润率	19.4%	10.8%	12.0%	14.0%	15.5%
减: 所得税	6.5	10.4	15.3	22.4	31.4	净利润率	16.4%	7.4%	7.5%	9.2%	10.5%
净利润	39.7	37.9	53.0	82.2	119.9	EBITDA/营业收入	21.7%	13.5%	13.4%	15.0%	16.5%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	19.0%	11.4%	12.9%	14.4%	15.9%
货币资金	157.6	109.8	351.8	448.1	570.9	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	267.9	341.3	434.8	流动营业资本周转天数	248	254	271	244	245
应收票据	-	0.2	5.4	6.9	8.8	流动资产周转天数	454	327	325	303	302
预付帐款	9.0	11.0	11.4	12.0	12.6	应收帐款周转天数	167	194	167	115	115
存货	5.1	75.4	26.8	33.9	42.4	存货周转天数	7	28	26	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	406	378	370
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	329	335	351	320	314
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%	14.3%	17.8%	20.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.8%	6.8%	8.9%	10.5%	11.8%
固定资产	21.9	23.7	34.5	53.5	73.9	ROIC	28.2%	18.6%	12.1%	16.0%	17.8%
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%	15.1%	14.1%	13.6%
资产总额	414.1	748.7	837.0	1,044.8	1,300.4	财务费用率	-0.4%	0.5%	1.0%	0.5%	0.5%
短期债务	-	98.0	183.6	268.7	359.3	三费/营业收入	20.4%	21.0%	21.0%	19.5%	19.0%
应付帐款	55.6	168.2	84.0	106.1	132.9	偿债能力					
应付票据	8.3	18.2	-	-	-	资产负债率	21.9%	43.5%	37.5%	41.0%	42.7%
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%	60.1%	69.6%	74.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.61	1.86	2.11	1.97	1.93
其他非流动负债	0.8	1.2	-	-	-	速动比率	3.55	1.63	2.03	1.89	1.85
负债总额	90.8	326.0	314.1	428.8	555.1	利息保障倍数	52.31	21.69	13.41	30.35	33.12
少数股东权益	34.3	107.4	129.2	156.6	189.9	分红指标					
股本	80.0	120.0	156.0	156.0	156.0	DPS(元)	0.05	0.05	0.07	0.11	0.15
留存收益	208.9	195.3	237.7	303.5	399.4	分红比率	20.2%	21.1%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	323.3	422.7	522.9	616.1	745.3	股息收益率	0.8%	0.8%	1.1%	1.6%	2.4%
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	53.0	82.2	119.9	EPS(元)	0.25	0.24	0.34	0.53	0.77
加: 折旧和摊销	6.3	11.2	3.4	4.8	6.4	BVPS(元)	1.85	2.02	2.52	2.95	3.56
资产减值准备	3.7	14.9	10.6	13.4	17.1	PE(X)	25.2	26.4	18.9	12.2	8.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.5	3.2	2.5	2.2	1.8
财务费用	0.6	-1.1	2.0	6.8	4.3	P/FCF	-8.7	-4.1	10.1	-91.4	-107.0
投资收益	-8.0	-2.0	-	-	-	P/S	4.1	2.0	1.4	1.1	0.9
少数股东损益	4.9	12.8	21.8	27.4	33.3	EV/EBITDA	50.9	25.0	13.9	10.6	8.2
营运资金的变动	-35.4	-176.9	84.9	-54.0	-70.1	CAGR(%)	35.0%	44.6%	33.5%	27.5%	16.3%
经营活动产生现金流量	10.8	-97.0	180.5	78.1	112.0	PEG	0.7	0.6	0.6	0.4	0.5
投资活动产生现金流量	-90.9	27.7	-32.3	-32.7	-33.3	ROIC/WACC	3.1	2.0	1.3	1.7	1.9
融资活动产生现金流量	-35.1	79.7	104.2	64.4	61.1	REP	3.0	1.3	1.4	0.9	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

王学恒，通信、互联网行业分析师，谢菲尔德大学 MBA，早年曾服务于华为技术有限公司，上海贝尔阿尔卡特，后联合创立了百纳电信咨询、亚华科技，在通信业务咨询、互联网运营领域积累了丰富的产业经验，2010年7月加盟安信证券。

分析师声明

王学恒声明，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

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@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