

并购三公司，业务扩张至广东

公司并购预案点评

报告关键点:

公司将以10.7倍估值并购三家网优相关企业，并将业务线延展至广东

报告摘要:

公司并购远利网讯、明讯、鑫众，有助于业务的横向扩张

- 公司拟收购资产的预估值为28,872万元，其中，远利网讯99%股权预估值为9,801万元、鑫众通信39%股权预估值为10,374万元、明讯网络39%股权预估值为8,697万元。
- 该资产包（远利网讯99%、鑫众通信39%、明讯网络39%）的质量较好，未来三年的利润复合增速为20%，2013年的增速为25%；
- 本次并购的估值情况为，远利网讯12年PE12.4倍、明讯11.1倍、鑫众8.9倍，资产包合计10.7倍，处于合理水平。
- 公司此次并购以发行股票的目的有二，其中用于收购资产的增发为4296万股，股价为收盘前20日的平均价6.72元，另外再向10名投资者融资最多1600万股，每股不低于股价的90%，即6.05元。
- 我们认为，公司此次并购有助于全面整合明讯、鑫众资源，使其与公司的业务对接更加顺畅。此外，收购远利网讯有助于打开广东市场，使得华星创业在广东的优化、代维等业务再上台阶。

投资建议

- 我们预测公司12、13年的营收增速为28.7%、34.9%，净利润增速为-2.3%、87.5%，对应EPS分别为0.24元、0.45元。若考虑三个公司的备考效应，对应12年、13年的EPS分别为0.36元、0.45元。
- 我们维持此前买入-A的投资评级和8元的目标价。

风险提示

- 创业板、中小板的系统性风险。

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	659.3	889.2	1,094.7
Growth(%)	55.1%	112.2%	28.7%	34.9%	23.1%
净利润	39.7	37.9	37.1	69.5	93.9
Growth(%)	50.5%	-4.5%	-2.3%	87.5%	35.0%
毛利率(%)	42.9%	38.8%	39.0%	38.0%	38.5%
净利润率(%)	16.4%	7.4%	5.6%	7.8%	8.6%
每股收益(元)	0.25	0.24	0.24	0.45	0.60
每股净资产(元)	1.85	2.02	2.44	2.80	3.28
市盈率	29.0	30.4	31.1	16.6	12.3
市净率	4.0	3.7	3.0	2.6	2.3
净资产收益率(%)	13.8%	12.0%	11.5%	12.8%	15.1%
ROIC(%)	28.2%	18.6%	10.2%	12.2%	11.9%
EV/EBITDA	50.9	25.0	18.2	16.2	13.4
股息收益率	0.7%	0.7%	0.6%	1.2%	1.6%

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

8.00元

期限: 3个月 上次预测: 8.00元

现价(2012年10月29日): 7.39元

报告日期:

2012-10-30

总市值(百万元)	1,152.84
流通市值(百万元)	554.80
总股本(百万股)	156.00
流通股本(百万股)	75.08
12个月最低/最高	6.09/15.63元
十大流通股东(%)	25.40%
股东户数	7,864

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.50	19.21	(7.20)
绝对收益	0.00	14.39	(24.67)

王学恒
010-66581621
执业证书编号

高级行业分析师
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: 测试产品拖累不达预期, 四季度将环比改善

2012-10-25

华星创业: 营收增长稳健, 费用尚需控制

2012-08-14

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

1. 公司并购远利网讯、明讯、鑫众，有助于业务的横向扩张

1.1. 并购预案

本次交易华星创业向陈俊胡、黄喜城、陈喜蓬、梁晓丹发行股份购买其拥有的远利网讯 99%股权；向杨雷、陈维平、徐志华、林海发行股份购买其拥有的鑫众通信 39%股权；向自然人李海斌、李嫚、杨妙昌、杨剑雄、吴明剑、倪国华发行股份购买其拥有的明讯网络 39%股权。

交易完成后，华星创业将持有远利网讯、鑫众通信、明讯网络各 99%的股权。

此外，为补充公司流动资金，华星创业拟向不超过 10 名特定对象发行股份募集配套资金，配套资金不超过本次交易总额的 25%。

经初步预估，公司拟收购资产的预估值为 28,872 万元，其中，远利网讯 99%股权预估值为 9,801 万元、鑫众通信 39%股权预估值为 10,374 万元、明讯网络 39%股权预估值为 8,697 万元。

1.2. 对公司的影响

远利网讯、鑫众通信、明讯网络分别做出了如下的业绩承诺：

表 1：各标的资产的净利润承诺

	收购股份	2012	2013	2014	2015
远利网讯	99%	800	1100	1400	1800
明讯通信	39%	2400	2600	2800	3000
鑫众网络	39%	2500	3300	3900	4500
归属母公司利润合计		2703	3390	3999	4707
增速			25%	18%	18%

资料来源：公司公告

综合来看，该资产包（远利网讯 99%、鑫众通信 39%、明讯网络 39%）的质量较好，未来三年的复合增速为 20%，2013 年的增速为 25%；

本次并购的估值情况如下，远利网讯 12 年 PE12.4 倍、明讯 11.1 倍、鑫众 8.9 倍，资产包合计 10.7 倍，处于合理水平。

表 2：估值情况

	净利润（万元）	估值（万元）	折合 12 年 PE
远利网讯	800 万元，99%	9801	12.4
明讯通信	2400 万元，39%	10,374	11.1
鑫众网络	2500 万元，39%	8,697	8.9
合计		28,872	10.7

资料来源：公司公告

公司此次并购以发行股票的目的有二，其中用于收购资产的增发为 4296 万股，股价为收盘前 20 日的平均价 6.72 元，另外再向 10 名投资者融资最多 1600 万股，每股不低于股价的 90%，即 6.05 元。

公司发行后的总股本为 15600 万股+5896 万股，合计 21496 万股。

表 3：定增用途

	股价	股本（万股）	合计（万元）
收购资产	6.72	4,296	28872
现金融资	不低于 6.05	1,600	9624
合计		5,896	38,496

资料来源：公司公告

我们认为，公司此次并购有助于全面整合明讯、鑫众资源，使其与公司的业务对接更

加顺畅。

此外，收购远利网讯有助于打开广东市场，使得华星创业在广东的优化、代维等业务再上台阶。

2. 投资建议

我们预测公司 12、13 年的营收增速为 28.7%、34.9%，净利润增速为-2.3%、87.5%，对应 EPS 分别为 0.24 元、0.45 元。若考虑三个公司的备考效应，对应 12 年、13 年的 EPS 分别为 0.36 元、0.45 元。

我们维持此前买入-A 的投资评级和 8 元的目标价。

风险提示：创业板、中小板的系统性风险。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-10-29
						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	659.3	889.2	1,094.7	成长性					
减: 营业成本	137.9	313.5	402.2	551.3	673.2	营业收入增长率	55.1%	112.2%	28.7%	34.9%	23.1%
营业税费	11.6	22.6	33.0	44.5	54.7	营业利润增长率	68.0%	18.4%	16.5%	28.1%	36.4%
销售费用	17.5	27.8	33.0	44.5	54.7	净利润增长率	50.5%	-4.5%	-2.3%	87.5%	35.0%
管理费用	32.6	77.2	105.5	142.3	175.2	EBITDA 增长率	61.2%	32.6%	14.3%	23.9%	29.1%
财务费用	-0.9	2.7	11.2	10.6	7.6	EBIT 增长率	60.4%	26.5%	30.4%	23.1%	29.0%
资产减值损失	3.7	14.9	9.9	13.3	16.4	NOPLAT 增长率	60.5%	22.2%	27.1%	20.3%	27.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	85.1%	132.9%	0.5%	30.8%	21.2%
投资和汇兑收益	8.0	2.0	-	-	-	净资产增长率	25.4%	30.8%	20.6%	11.6%	13.9%
营业利润	46.9	55.5	64.6	82.7	112.9	利润率					
加: 营业外净收支	4.2	5.7	5.9	5.0	5.3	毛利率	42.9%	38.8%	39.0%	38.0%	38.5%
利润总额	51.0	61.2	70.5	87.7	118.1	营业利润率	19.4%	10.8%	9.8%	9.3%	10.3%
减: 所得税	6.5	10.4	12.0	14.9	20.1	净利润率	16.4%	7.4%	5.6%	7.8%	8.6%
净利润	39.7	37.9	37.1	69.5	93.9	EBITDA/营业收入	21.7%	13.5%	12.0%	11.0%	11.6%
资产负债表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
货币资金	157.6	109.8	329.6	444.6	547.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	27	16	16	18	21
应收账款	152.7	408.3	251.1	338.6	416.9	流动营业资本周转天数	248	254	279	237	248
应收票据	-	0.2	5.1	6.8	8.4	流动资产周转天数	454	327	335	296	307
预付账款	9.0	11.0	11.4	11.9	12.6	应收帐款周转天数	167	194	174	113	117
存货	5.1	75.4	25.3	34.7	42.4	存货周转天数	7	28	28	12	13
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	422	372	378
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	329	335	365	313	319
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%	11.5%	12.8%	15.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.8%	6.8%	7.4%	7.0%	7.8%
固定资产	21.9	23.7	34.5	53.5	73.9	ROIC	28.2%	18.6%	10.2%	12.2%	11.9%
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%	16.0%	16.0%	16.0%
资产总额	414.1	748.7	796.2	1,039.4	1,258.5	财务费用率	-0.4%	0.5%	1.7%	1.2%	0.7%
短期债务	-	98.0	160.5	307.9	414.8	三费/营业收入	20.4%	21.0%	22.7%	22.2%	21.7%
应付账款	55.6	168.2	79.3	108.7	132.8	偿债能力					
应付票据	8.3	18.2	-	-	-	资产负债率	21.9%	43.5%	36.0%	45.3%	48.5%
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%	56.2%	82.7%	94.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.61	1.86	2.18	1.78	1.68
其他非流动负债	0.8	1.2	-	-	-	速动比率	3.55	1.63	2.09	1.71	1.61
负债总额	90.8	326.0	286.3	470.6	610.5	利息保障倍数	52.31	21.69	6.76	8.79	15.92
少数股东权益	34.3	107.4	128.9	132.1	136.3	分红指标					
股本	80.0	120.0	156.0	156.0	156.0	DPS(元)	0.05	0.05	0.05	0.09	0.12
留存收益	208.9	195.3	225.0	280.6	355.7	分红比率	20.2%	21.1%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	323.3	422.7	509.8	568.7	648.0	股息收益率	0.7%	0.7%	0.6%	1.2%	1.6%
现金流量表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	44.6	50.7	37.1	69.5	93.9	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	6.3	11.2	3.4	4.8	6.4	EPS(元)	0.25	0.24	0.24	0.45	0.60
资产减值准备	3.7	14.9	9.9	13.3	16.4	BVPS(元)	1.85	2.02	2.44	2.80	3.28
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	29.0	30.4	31.1	16.6	12.3
财务费用	0.6	-1.1	2.0	11.2	10.6	PB(X)	4.0	3.7	3.0	2.6	2.3
投资收益	-8.0	-2.0	-	-	-	P/FCF	-10.0	-4.7	12.0	108.5	78.9
少数股东损益	4.9	12.8	21.5	3.3	4.2	P/S	4.8	2.3	1.7	1.3	1.1
营运资金的变动	-35.4	-176.9	99.0	-63.5	-56.5	EV/EBITDA	50.9	25.0	18.2	16.2	13.4
经营活动产生现金流量	10.8	-97.0	182.1	38.1	71.9	CAGR(%)	17.8%	24.6%	34.8%	40.3%	46.3%
投资活动产生现金流量	-90.9	27.7	-32.3	-32.7	-33.3	PEG	1.6	1.2	0.9	0.4	0.3
融资活动产生现金流量	-35.1	79.7	79.9	122.9	80.6	ROIC/WACC	3.0	2.0	1.1	1.3	1.3
						REP	3.1	1.3	2.0	1.4	1.3

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

张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
潘艳	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
刘凯	北京联系人	律烨	深圳联系人
	coskai2@163.com	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
沈成效	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558059	shencx@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	深圳联系人		
0755-82558044	fanhq@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