

收入增长良好，测试产品回报有限

■业绩快报：2012年实现收入同比增长22.4%，利润下滑25%

2012年公司实现收入6.26亿元，初步具备进军十亿元营收的潜质，但利润下滑25%。我们预测，去年公司服务收入同比增长21%，但测试产品下滑70%。无线测试产品表现出的强周期性出乎我们意料：2年内没有任何招标，但公司投入了大量的研发在2G、3G、4G、WLAN等各类测试设备上，我们认为这是最近一年多公司业绩低于预期的主要原因。

■2013年受益中国移动资本开支大幅增加和并购

公司的主营收入80%来自中国移动，2013年中国移动的无线资本开支增长44%，这将大幅拉动公司的收入，而且尽管2年未有产品招标，我们依然相信LTE建设初期将伴随大量的测试工具投资，届时公司前期研发将会取得相当的回报。

此外，公司计划并购的三家公司，也将增厚3460万元净利润（此处采用备考计算）。

■投资建议：由于公司前期研发将在2013年集中获得回报，且产品研发基本完成因此管理费用还有压缩空间，同时并购的三家公司均有业绩承诺保障，因此2013年、2014年的高增长确定。我们预计公司2012年-2014年的收入增速分别为22.4%、39.0%、23.0%，净利润增速分别为-24.9%、193.5%、25.8%（2013年、14年业绩均为全年备考测算，便于对比）；维持买入-A的投资评级，6个月目标价为8.00元，相当于2013年20倍的动态市盈率（摊薄后）。

■风险提示：

并购进度低于市场预期，路测产品竞争过于激烈导致毛利率下滑。

摘要(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	241.4	512.2	626.9	871.4	1,071.9
净利润	39.7	37.9	28.5	83.7	105.2
每股收益(元)	0.25	0.24	0.18	0.54	0.67
每股净资产(元)	1.85	2.02	2.40	2.83	3.37
盈利和估值	2010	2011	2012E	2013E	2014E
市盈率(倍)	26.6	27.9	37.1	12.6	10.1
市净率(倍)	3.7	3.4	2.8	2.4	2.0
净利润率	16.4%	7.4%	4.5%	9.6%	9.8%
净资产收益率	13.8%	12.0%	9.4%	15.1%	16.5%
股息收益率	0.8%	0.8%	0.5%	1.6%	2.0%
ROIC	28.2%	18.6%	8.4%	14.7%	13.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

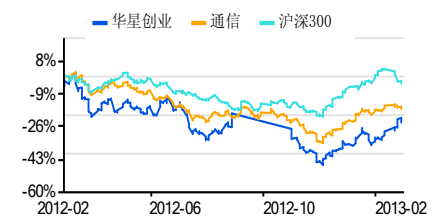
6个月目标价 **8.00元**

股价(2013-02-27) **6.78元**

交易数据

总市值(百万元)	1,057.68
流通市值(百万元)	648.62
总股本(百万股)	156.00
流通股本(百万股)	95.67
12个月价格区间	4.93/12.24元
十大股东(%)	60.55%

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	12.87	9.99	-42.28
绝对收益	13.76	30.64	-44.61

王学恒

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080002
wangxh2@essence.com.cn
010-66581621

报告联系人

柳士威

010-66581666

liusw@essence.com.cn

相关报告

- 华星创业：并购三公司，业务扩张至广东：公司并购预案点评 2012-10-30
- 华星创业：测试产品拖累不达预期，四季度将环比改善：三季报点评 2012-10-25
- 华星创业：营收增长稳健，费用尚需控制：华星创业中报点评 2012-08-14

财务报表预测和估值数据汇总(2013年02月27日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E	(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	241.4	512.2	626.9	871.4	1,071.9	成长性					
减:营业成本	137.9	313.5	386.8	531.5	653.9	营业收入增长率	55.1%	112.2%	22.4%	39.0%	23.0%
营业税费	11.6	22.6	31.3	43.6	53.6	营业利润增长率	68.0%	18.4%	-9.0%	94.8%	26.9%
销售费用	17.5	27.8	31.3	43.6	53.6	净利润增长率	50.5%	-4.5%	-24.9%	193.5%	25.8%
管理费用	32.6	77.2	106.6	130.7	162.9	EBITDA 增长率	61.2%	32.6%	-6.4%	75.3%	21.5%
财务费用	-0.9	2.7	11.0	10.6	7.1	EBIT 增长率	60.4%	26.5%	5.7%	77.3%	21.0%
资产减值损失	3.7	14.9	9.4	13.1	16.1	NOPLAT 增长率	60.5%	22.2%	4.7%	69.7%	20.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	85.1%	132.9%	-3.5%	34.2%	21.0%
投资和汇兑收益	8.0	2.0	-	-	-	净资产增长率	25.4%	30.8%	18.2%	13.9%	15.3%
营业利润	46.9	55.5	50.5	98.3	124.8	利润率					
加:营业外净收支	4.2	5.7	5.9	5.4	5.7	毛利率	42.9%	38.8%	38.3%	39.0%	39.0%
利润总额	51.0	61.2	56.4	103.7	130.5	营业利润率	19.4%	10.8%	8.1%	11.3%	11.6%
减:所得税	6.5	10.4	9.6	17.6	22.2	净利润率	16.4%	7.4%	4.5%	9.6%	9.8%
净利润	39.7	37.9	28.5	83.7	105.2	EBITDA/营业收入	21.7%	13.5%	10.3%	13.1%	12.9%
						EBIT/营业收入	19.0%	11.4%	9.8%	12.5%	12.3%
资产负债表						运营效率					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E	固定资产周转天数	27	16	17	18	21
货币资金	157.6	109.8	313.4	435.7	536.0	流动营业资本周转天数	248	254	286	234	248
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	454	327	344	292	307
应收帐款	152.7	408.3	238.7	331.8	408.2	应收帐款周转天数	167	194	180	111	117
应收票据	-	0.2	4.8	6.7	8.2	存货周转天数	7	28	29	12	13
预付帐款	9.0	11.0	11.4	11.9	12.6	总资产周转天数	535	409	435	369	379
存货	5.1	75.4	24.4	33.5	41.2	投资资本周转天数	329	335	376	311	320
其他流动资产	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.8%	12.0%	9.4%	15.1%	16.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.8%	6.8%	6.1%	8.4%	8.8%
长期股权投资	10.1	11.3	13.5	16.3	19.5	ROIC	28.2%	18.6%	8.4%	14.7%	13.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	21.9	23.7	34.5	53.5	73.9	销售费用率	7.3%	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
在建工程	-	-	12.0	19.2	23.5	管理费用率	13.5%	15.1%	17.0%	15.0%	15.2%
无形资产	9.9	17.6	16.4	15.3	14.3	财务费用率	-0.4%	0.5%	1.7%	1.2%	0.7%
其他非流动资产	47.5	90.7	96.6	97.7	98.9	三费/营业收入	20.4%	21.0%	23.7%	21.2%	20.9%
资产总额	414.1	748.7	766.4	1,022.3	1,237.0	偿债能力					
短期债务	-	98.0	143.8	294.2	388.6	资产负债率	21.9%	43.5%	34.8%	44.3%	46.9%
应付帐款	55.6	168.2	76.3	104.9	129.0	负债权益比	28.1%	77.1%	53.3%	79.6%	88.4%
应付票据	8.3	18.2	-	-	-	流动比率	3.61	1.86	2.23	1.81	1.73
其他流动负债	26.2	40.1	46.3	53.7	62.7	速动比率	3.55	1.63	2.13	1.74	1.66
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-52.31	21.69	5.60	10.28	18.61
其他非流动负债	0.8	1.2	-	-	-	分红指标					
负债总额	90.8	326.0	266.6	453.1	580.5	DPS(元)	0.05	0.05	0.04	0.11	0.13
少数股东权益	34.3	107.4	125.7	128.2	131.2	分红比率	20.2%	21.1%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	80.0	120.0	156.0	156.0	156.0	股息收益率	0.8%	0.8%	0.5%	1.6%	2.0%
留存收益	208.9	195.3	218.1	285.1	369.2						
股东权益	323.3	422.7	499.8	569.2	656.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	44.6	50.7	28.5	83.7	105.2	EPS(元)	0.25	0.24	0.18	0.54	0.67
加:折旧和摊销	6.3	11.2	3.4	4.8	6.4	BVPS(元)	1.85	2.02	2.40	2.83	3.37
资产减值准备	3.7	14.9	9.4	13.1	16.1	PE(X)	26.6	27.9	37.1	12.6	10.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	3.4	2.8	2.4	2.0
财务费用	0.6	-1.1	2.0	11.0	10.6	P/FCF	-9.2	-4.3	10.8	74.0	58.9
投资损失	-8.0	-2.0	-	-	-	P/S	4.4	2.1	1.7	1.2	1.0
少数股东损益	4.9	12.8	18.3	2.4	3.1	EV/EBITDA	50.9	25.0	20.5	13.0	11.4
营运资金的变动	-35.4	-176.9	109.5	-69.7	-54.5	CAGR(%)	24.6%	28.8%	47.0%	31.4%	37.3%
经营活动产生现金流量	10.8	-97.0	180.2	44.9	83.3	PEG	1.1	1.0	0.8	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-90.9	27.7	-32.3	-32.7	-33.3	ROIC/WACC	3.0	2.0	0.9	1.6	1.4
融资活动产生现金流量	-35.1	79.7	65.1	123.1	66.3	REP	3.1	1.3	2.3	1.1	1.1

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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;

■ 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。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：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

北京市

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

