

华星创业 (300025)

行业周期反转, 公司爆发式增长在即

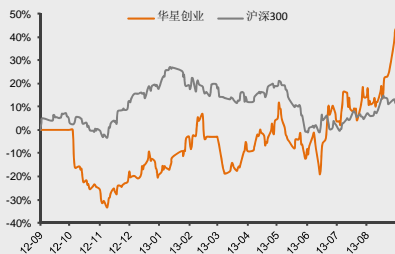
强烈推荐 (首次)

现价: 10.6 元

主要数据

行业	通信行业
公司网址	www.hxcy.com
大股东/持股	程小彦/16.2%
实际控制人/持股	程小彦/16.2%
总股本(百万股)	214
流通 A 股(百万股)	93
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	22.73
流通 A 股市值(亿元)	9.86
每股净资产(元)	2.1
资产负债率(%)	50

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

冯明远

投资咨询资格编号: S1060512080003
0755-22621434
fengmingyuan132@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ 民营通信技术服务龙头

华星创业是国内民营通信技术服务龙头企业, 业务涵盖移动通信技术服务、测试优化产品、网络覆盖产品及方案。公司提供的移动通信技术服务包括移动通信网络设计、施工、优化; 测试优化产品包括自动、便携式等测试产品; 网络覆盖类业务包括室内覆盖优化产品、服务。公司业务覆盖国内三大运营商、主要设备厂商, 特别在中国移动市场中占据优势地位; 同时, 公司业务地域覆盖完善, 在全国 30 个省、直辖市、自治区开展业务。

■ 充分受益于运营商投资周期反转

4G 网络建设意味着运营商投资周期反转拉开序幕。中国运营商无线投资在 2010-2012 年经历三年低谷期, 投资额相比高峰时滑落 40%, 设备商业绩大幅下滑。4G 网络建设将拉动运营商新一轮投资增长, 运营商网络竞争将加剧, 预计投资额将从低位徘徊重回两位数高速增长。华星创业将充分受益于行业投资周期反转, 一方面其产业链完善, 覆盖通信网络建设服务的三大链环节, 投资增长受益充分; 另一方面, 华星在 4G 重点投资的室内分布、优化方向上极具竞争力, 确保重点市场份额。

■ 外延式扩张再造一个新华星

2013 年, 华星完成对远利网讯、鑫众通信、明讯网络的收购, 实现服务全产业链布局。华星以原有网络测试、优化市场为基础, 以外延式扩展方式完成网络设计规划、施工、代维的通信技术服务全产业链布局, 竞争力大幅加强。外延式扩展同时亦带来利润规模的翻倍增长, 根据三公司的业绩承诺, 2014 年三公司贡献净利润规模将与华星母公司利润相当, 即再造一个新华星。

■ 业绩爆发式增长, 首次给予“强烈推荐”评级

行业投资周期反转、外延式扩张将驱动华星创业实现爆发式增长, 我们预计 2014 年华星创业的业绩将实现 200% 以上的增长, 预计 2013~2015 年 EPS 为 0.17 元、0.52 元、0.69 元, 对应最新股价 10.6 元, PE 为 63 倍、20 倍、15 倍, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

■ 风险提示

营商的实际投资额受政策、宏观经济等多方面因素影响, 具有较大不确定性, 由此将影响下游设备商的业绩表现。因此, 类似华星的通信行业公司普遍存在运营商投资低于预期的行业性风险。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入 (百万元)	512	627	665	957	1,143
YoY(%)	112.2	22.4	6.1	43.8	19.5
净利润 (百万元)	38	28	36	110	148
YoY(%)	-4.5	-26.1	26.9	210.3	34.6
毛利率(%)	38.8	37.4	36.5	37.8	38.5
净利率(%)	7.4	4.5	5.3	11.5	13.0
ROE(%)	12.0	8.2	8.2	20.3	21.4
EPS(摊薄/元)	0.18	0.13	0.17	0.52	0.69
P/E(倍)	59.5	80.5	63.4	20.4	15.2
P/B(倍)	7.2	6.6	5.2	4.1	3.3

正文目录

一、 网络优化服务龙头	4
二、 华星将受益于运营商投资周期反转	5
2.1 运营商投资的周期属性强于成长属性.....	5
2.2 4G 建设启动为标志，运营商投资迎来周期反转.....	8
2.3 产业链完善，4G 重点市场竞争力强.....	9
三、 外延式扩张再造一个新华星	11
3.1 外延式扩张打造民营通信服务龙头	11
3.2 利润规模急速扩张	11
3.3 股东利益高度一致	12
四、 盈利预测与	13
4.1 盈利预测	13
4.2 估值	14
六、 风险提示	15

图表目录

图表 1 公司三大类业务	4
图表 2 华星创业 2012 年收入构成	4
图表 3 华星创业 2012 年毛利构成	4
图表 4 华星创业收入规模位列民营通信技术服务企业前列 单位：百万元	5
图表 5 2012 年华星创业核心客户	5
图表 6 以电信行业收入增速划分发展三阶段 单位：亿元	6
图表 7 电信市场分类	6
图表 8 中国移动用户渗透率远超 65%	7
图表 9 中国宽带渗透率居发展中国家前列	7
图表 10 三大运营商无线资本开支 单位：亿元	7
图表 11 三大运营商年新建基站数量 单位：万个	7
图表 12 中国运营商资本开支曾经持续增长 单位：亿元	8
图表 13 运营商 4G 网络建设进度规划	8
图表 14 无线投资有望重回两位数增长 单位：亿元	9
图表 15 典型通信工程业务流程	10
图表 16 运营商话务量 70%来自室内	10
图表 17 室内话务量细分	10
图表 18 华星创业将完全控股三公司	11
图表 19 收购将补强华星在全产业链上的竞争力	11
图表 20 华星创业并购公司业绩承诺 单位：万元	11
图表 21 华星创业管理层持股比例高 单位：万元	12
图表 22 增发股份锁定期一年	12
图表 23 华星创业利润表 单位：百万元	13
图表 24 技术开发费增幅最大 单位：万元	13
图表 25 华星创业利润表 单位：百万元	14
图表 26 通信行业重点公司估值	14

一、网络优化服务龙头

华星创业是一家提供移动通信技术服务、测试优化产品、网络覆盖产品及方案的通信企业。公司提供的移动通信技术服务包括移动通信网络的规划设计、施工、优化；测试优化产品包括自动、便携式等各类测试产品；网络覆盖类业务则包括覆盖优化工程、维护等。

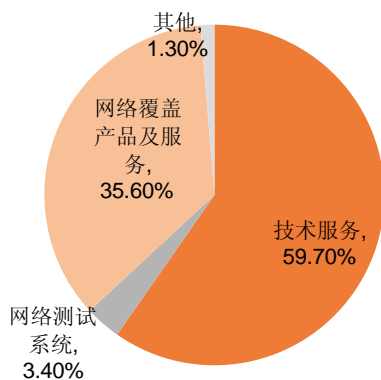
图表1 公司三大类业务

类别	主要服务及产品
技术服务	网络规划设计、施工、优化代维
网络测试系统	自动路测系统、便携式测试系统、四网同测系统
网络覆盖产品及方案	覆盖优化工程、维护、系统集成

资料来源：公司年报，平安证券研究所

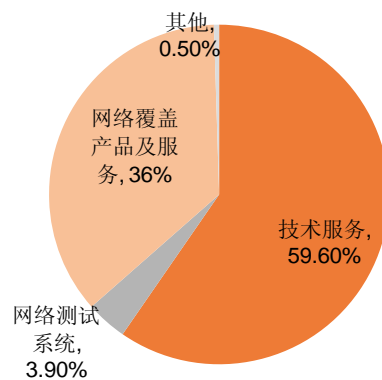
网络技术服务是公司的第一大业务，收入及毛利占比 60%；2010 年前后，通过对明讯网络、鑫众通信的并购，公司拓展了网络覆盖产品及方案，相关收入及毛利占比超过 35%。技术服务及网络覆盖业务成为华星的两项支柱业务。

图表2 华星创业2012年收入构成



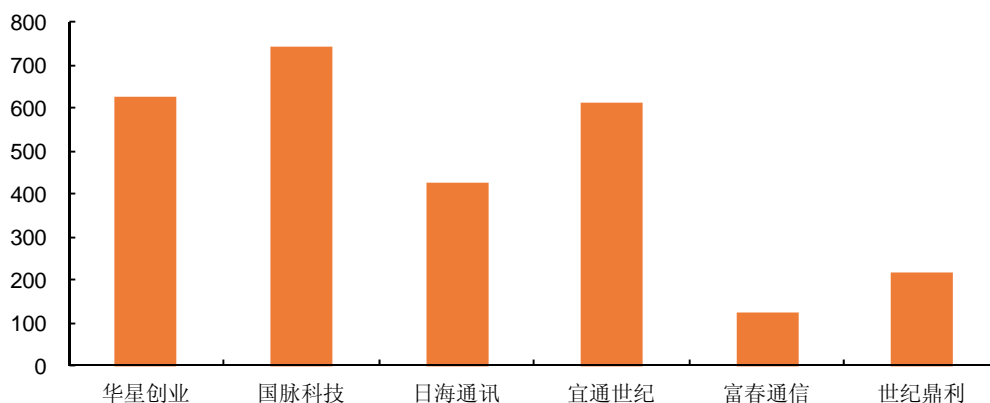
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表3 华星创业2012年毛利构成



资料来源：公司年报，平安证券研究所

公司收入规模在民营通信技术服务企业中名列前茅，业务覆盖全国 30 个省、直辖市、自治区，是行业内服务区域最广的企业之一。根据咨询机构提供的数据，公司的网络优化服务在中移动的市场份额中占约 10%左右。

图表4 华星创业收入规模位列民营通信技术服务企业前列 单位: 百万元

资料来源: WIND, 平安证券研究所

中国移动是公司的核心客户, 2012年、2011年、2010年, 公司对中国移动及其下属分、子公司的销售收入分别占当期营业收入的 66.23%、62.98%、68.64%。除中国移动外, 公司的大客户以诺基亚、华为、中兴等通信设备商为主。

图表5 2012年华星创业核心客户

客户	营业收入占比
中国移动	66.2%
诺基亚西门子	5.9%
华为	5.7%
中兴通讯	3.8%

资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

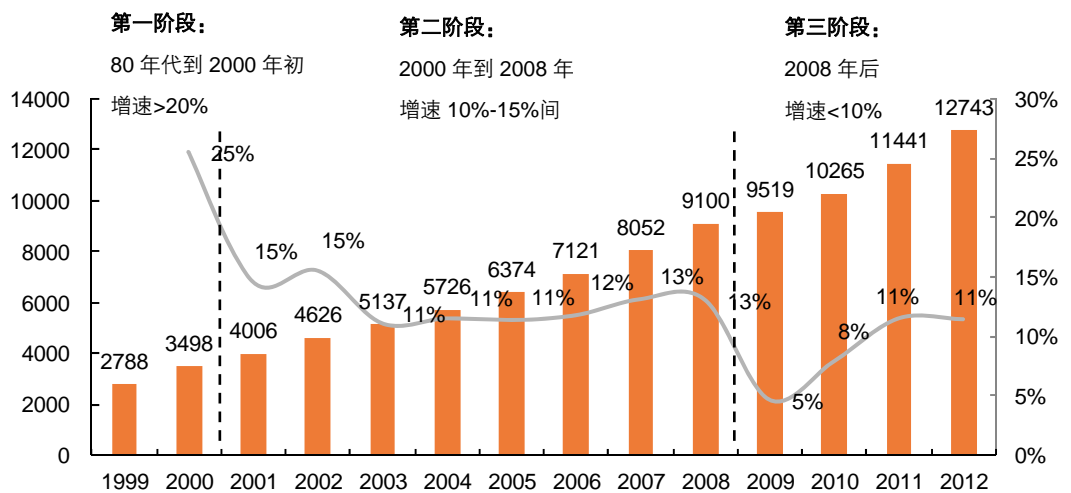
二、华星将受益于运营商投资周期反转

2.1 运营商投资的周期属性强于成长属性

- 中国通信业告别成长, 进入成熟期

行业增速是判断行业所处阶段的关键指标, 不断降低的增速显示中国通信业已告别高增长阶段。中国通信业收入增速自 2008 年以后显著放缓, 仅维持在 10%左右; 行业增速曾经在 2000 年前达到 25%以上的高速状态; 2000 年至 2008 年间则维持在 10-15%之间。

图表6 以电信行业收入增速划分发展三阶段 单位：亿元



资料来源：工信部，平安证券研究所

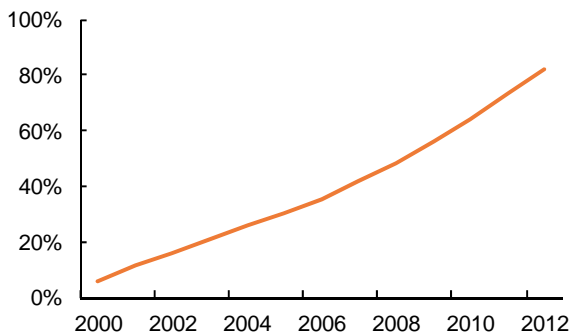
渗透率是另一个关键指标，中国的移动用户渗透率显示，电信业已进入成熟阶段。至2012年，中国的移动电话用户渗透率达82%，远超65%的成熟阶段标志；宽带用户渗透率11%，低于发达国家20%以上的渗透率，但考虑到国土辽阔，实际东部地区的宽带渗透率已超20%。

图表7 电信市场分类

市场类型	判定标准	典型代表
垄断经营	独家垄断，政企不分	朝鲜、缅甸
引入竞争	开始引入竞争 移动渗透率在15%以下 移动运营商数量<3	巴基斯坦、越南、肯尼亚
充分竞争	充分竞争，高速发展 移动渗透率在15%以上 移动运营商数量>3 本地运营商考虑扩张	菲律宾、阿根廷、哈萨克、埃及、土耳其
成熟阶段	<u>移动渗透率65%以上</u> <u>固网渗透率较高</u> 开始考虑电信转型	西欧各国、日本、美国

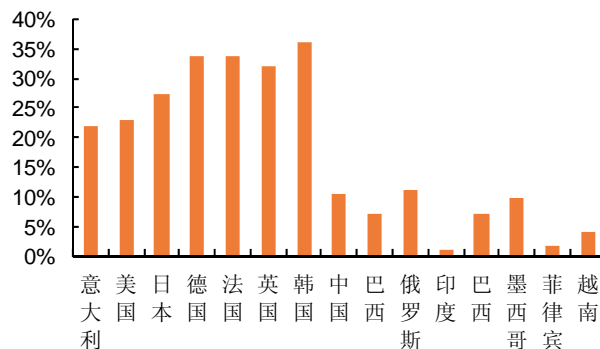
资料来源：平安证券研究所

图表8 中国移动用户渗透率远超65%



资料来源：平安证券研究所

图表9 中国宽带渗透率居发展中国家前列



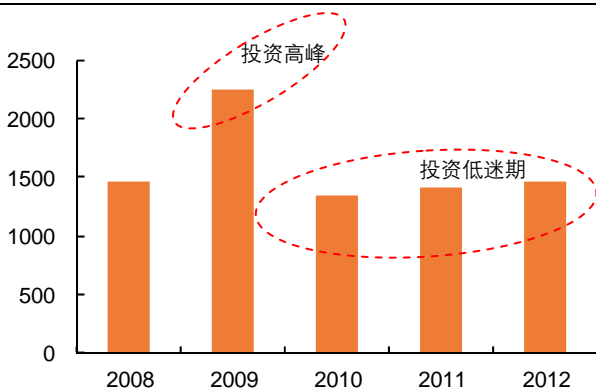
资料来源：平安证券研究所

■ 运营商投资显示出周期性

以 3G 牌照发放为标志，运营商无线投资在 2009 年迎来了一波高潮，当年实现无线资本开支 2254 亿元，同比 2008 年增长 54%。

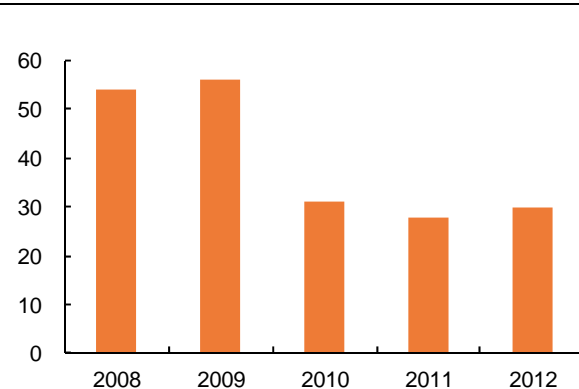
而在完成 3G 网络建设后，运营商无线投资在 2010 年迅速回落，当年实现无线资本开支 1350 亿元，同比下滑 40%，此后的 2011、2012 年，无线资本开支在 1400 亿左右低位徘徊。

图表10 三大运营商无线资本开支 单位：亿元



资料来源：运营商年报，平安证券研究所

图表11 三大运营商年新建基站数量 单位：万个



资料来源：运营商年报，媒体公开信息，平安证券研究所

这样的巨幅波动在过去的通信行业中是不可想象的。在 2003-2007 年运营商资本开支历史中，资本开支保持持续正增长，2006、2007 年达到 20% 以上。

图表12 中国运营商资本开支曾经持续增长 单位: 亿元

公司	2003	2004	2005	2006	2007
中国移动					
资本开支	597	647	715	870	1051
YOY		8.3%	10.5%	22%	20.8%
中国联通					
资本开支	198	193	174	215	260
YOY		-2.1%	-10%	23.5%	20.9%
合计资本开支	795	840	889	1085	1311
YOY		5.6%	5.8%	22%	20.8%

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

对电信业关键指标, 以及近四年资本开支巨幅波动的分析, 使我们相信运营商投资已不再是过去的持续成长模式, 取而代之的是周期波动模式, 即通信网络技术的更新换代, 将决定运营商投资的繁荣与衰退。

2.2 4G 建设启动为标志, 运营商投资迎来周期反转

网络技术的更新换代成为决定运营商投资的关键因素, 4G 建设启动有望带来新一轮的投资高峰。

■ 4G 牌照发放已没有悬念

7 月 12 日, 国务院常务会议研究部署加快发展节能环保产业, 促进信息消费, 拉动国内有效需求, 推动经济转型升级。会议明确指出“推动年内发放 4G 牌照”。

9 月 24 日, 工信部部长苗圩在中国国际通信展上表示“4G 牌照将于今年年底前正式发放”。

■ 4G 建设有望拉动运营商投资重回两位数增长

运营商 4G 建设的态度明朗化。中国移动 4G 建设的积极性最为明确; 曾经态度模糊的中国电信已向工信部提交 4G 建设计划, 明确进入 4G 阵营; 在上述两家加快 4G 建设进度的情况下, 联通将很难无视 4G 网络的硬件竞赛。

图表13 运营商4G网络建设进度规划

公司	2013	2014
中国移动	建设20万个4G基站	20万个基站建设任务部分在2014年完成, 同时继续新建15-20万个4G基站
中国电信	试验网	全力以赴建设FDD/TDD LTE网络
中国联通	试验网	HSPA+升级, 4G建设态度仍不明朗

资料来源: 平安证券研究所

4G 建设拉动下, 我们预计运营商投资将在 2014 年终结低位徘徊, 重新实现两位数的增长。

图表14 无线投资有望重回两位数增长 单位: 亿元

	2010	2011	2012	2013E	2014E
中国移动无线投资	847	948	871	1049	1000
中国电信无线投资	270	230	188	200	500
中国联通无线投资	157	195	409	300	350
合计	1349	1407	1468	1577	1870
YOY	/	5.6%	5.8%	7%	20%

资料来源: 运营商年报, 平安证券研究所

■ 投资额超预期因素依然很多

中移动版 iPhone: 我们认为中移动版 iPhone 推出的可能性在不断加大。如果支持 TDL/TDS 的 iPhone 推出, 高端用户的争夺将更加激烈, 随着联通、电信的终端优势被削弱, 网络竞赛的重要性将被运营商认识。

此外, 日前已有四部支持 TD-LTE/FDD/TDS/GSM 四种模式的手机获得入网许可, 分别是来自三星、索尼、中兴和华为的三星 GT-N7108D (GALAXY Note II)、索尼 M35T (Xperia SP LTE)、中兴 U9815 (Grand Memo LTE)、华为 D2-6070 (Ascend D2 LTE)。4G 终端的快速推出将加剧运营商间的网络竞赛。

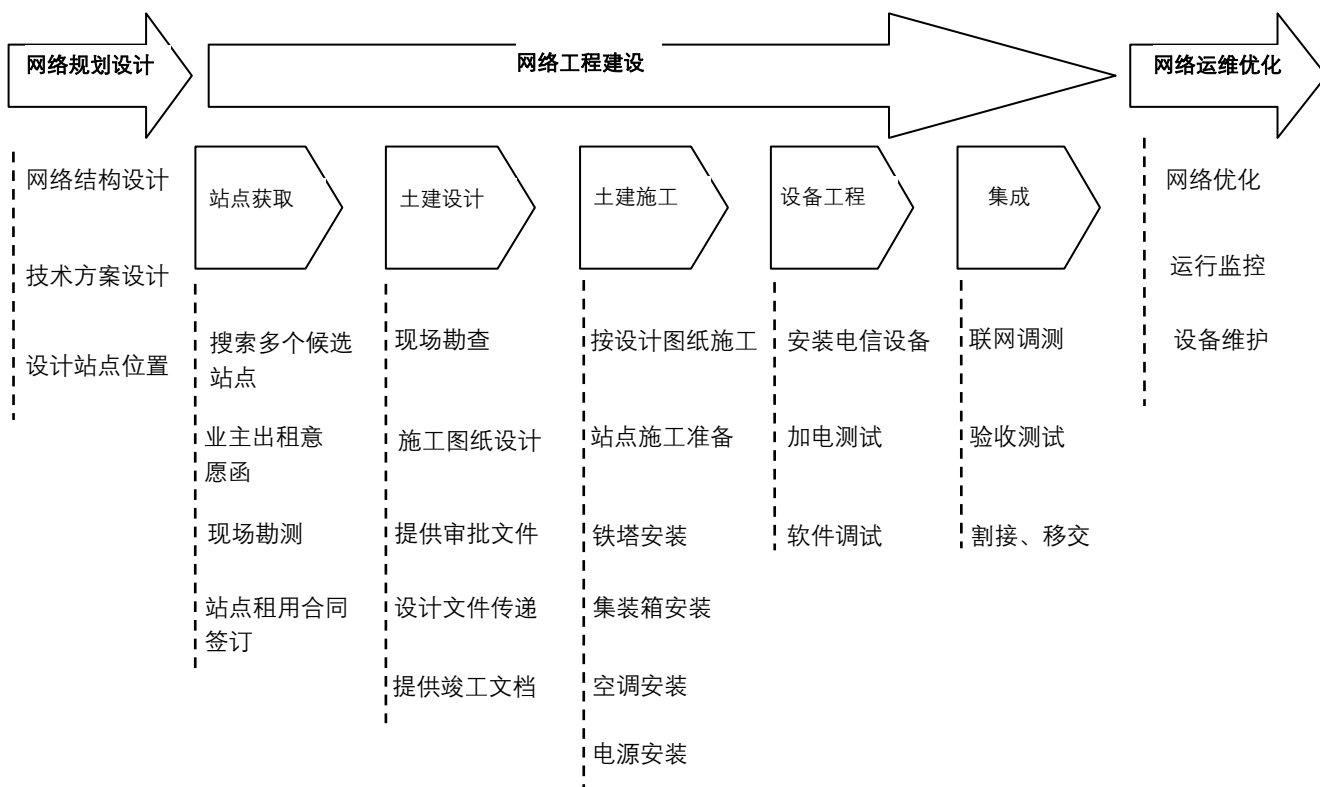
中国电信 4G 建设计划的确认: 公开信息报道中国电信 4G 计划仍在调整中, TD-LTE 建设比例或是调整的关键内容。一旦中国电信确认建设计划, 其投资额也将相应确定。我们认为 CDMA 运营商加速向 LTE 转移是全球趋势, 中国电信的 4G 投资计划可能会相当激进。在中国移动、中国电信积极的 4G 建设计划下, 网络竞赛氛围浓厚, 中国联通加入 4G 网络竞赛的可能性将加大。

2.3 产业链完善, 4G 重点市场竞争力强

■ 产业链整体受益于行业投资增长

通信网络的建设包括三个阶段: 网络规划设计、网络工程建设、网络运维优化。华星创业的通信技术服务业务已覆盖全部三个环节。运营商投资规模的增长, 产业链的三个环节均会受益, 华星受益充分。

图表15 典型通信工程业务流程



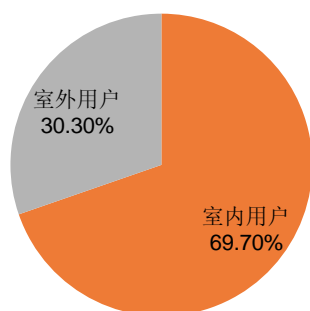
资料来源：华为技术，平安证券研究所

■ 华星创业的室内分布、优化业务是 4G 的建设重点

数据业务是 4G 的核心业务，而数据业务通常发生在室内，NTT DOCOMO 的调研显示，话务量 70% 来自室内，数据业务量更是 90% 来自室内。因此室内无线网络覆盖建设、优化是 4G 建设的重点。

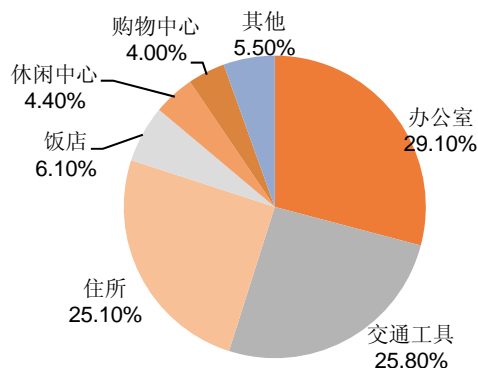
华星创业在室内分布建设、优化上已有完善的布局。通过收购鑫众通信，具备室内分布产品生产及技术服务能力；明讯网络则具备室分的规划设计能力；加之华星自身较强的优化服务能力，华星将有能力在 4G 室分市场中获取足够的市场份额。

图表16 运营商话务量70%来自室内



资料来源：NTT DoCoMo，平安证券研究所

图表17 室内话务量细分



资料来源：NTT DoCoMo，平安证券研究所

三、外延式扩张再造一个新华星

3.1 外延式扩张打造民营通信服务龙头

2013年公司通过增发股份向远利网讯、鑫众通信、明讯网络购买股权。交易后，华星创业将持有远利网讯99%的股权；获得鑫众通信剩余39%股权，获得明讯网络剩余39%股权。

图表18 华星创业将完全控股三公司

公司	交易前华星持股	交易后华星持股
远利网讯	0%	99%
鑫众通信	60%	99%
明讯网络	60%	99%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

通过收购，华星创业的市场广度、产业链完整度得到加强，公司巩固了民营通信服务商龙头位置。

市场广度方面，借助远利网讯在广东市场的优势，华星完成全国重点省份布局；此外新并购公司在电信、联通市场拥有份额，补强了华星在中移动以外运营商市场的竞争力。

产业链完整度方面，明讯具备规划设计能力，远利网讯具备施工、集成、维护能力。并购后，华星创业已从只从事网络优化扩张为具备设计、施工、优化维护全产业链能力的通信技术服务企业。

图表19 收购将补强华星在全产业链上的竞争力

公司	从事业务	特色
远利网讯	网络建设、网络维护	业务在广东省内有竞争力；具有传输线路建设经验；具有网络维护经验
鑫众通信	室内分布系统工程、室内分布系统产品、网络维护优化	聚焦室内分布市场
明讯网络	网络优化、设计咨询	在三家运营商均有业务；具备规划设计能力

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 利润规模急速扩张

华星创业并购三家公司未来三年的业绩承诺如下：

图表20 华星创业并购公司业绩承诺 单位：万元

公司	2013E	2014E	2015E
远利网讯	1147.8	1449.9	1882.0
YOY	/	26%	30%
鑫众通信	3321.2	3952.0	4548.1
新增股权	39%	39%	39%
实际贡献净利	1295.3	1541.3	1773.7
YOY	/	19%	15%
明讯网络	2638.7	2861.8	3069.0

公司	2013E	2014E	2015E
新增股权	39%	39%	39%
实际贡献净利	1029.1	1116.1	1196.9
YOY	/	8%	7%
合计	3472.2	4107.3	4852.6
YOY	/	16%	15%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

三家公司均从事于通信技术服务行业, 受益于未来两年运营商无线网络投资景气向上, 预计将顺利实现业绩考核目标。

外延式扩张将帮助华星实现收入及利润的快速扩张。华星创业 2011、2012 年实现净利润分别为 3793 万元、2802 万元, 三家并购公司预计在 2014 年提供 4100 万元的并表利润, 其体量已与华星母公司相当, 相当于再造一个新华星。

3.3 股东利益高度一致

目前公司股权结构以高管为核心, 除董事长程小彦控股 17.4% 外, 前十大股东中高管占据 7 席。公司高管持股比例高、人数多, 对经营有较大的激励。

增发收购后, 三家并购公司原大股东分别持有华星创业 4.2%、3.8%、2.8% 的股份, 锁定期一年。增发收购形式有利于调动被并购方的积极性, 具有较好的激励效果。我们预计未来一年在各方目标一致的情况下, 公司将理顺经营管理, 迎来新的业绩高峰。

图表21 华星创业管理层持股比例高 单位: 万元

原公司	姓名	股份 (万股)	占比
华星	程小彦 (董事长)	3463	17.4%
华星	屈振胜	1275	6.4%
华星	陈劲光	1125	5.6%
华星	李华	1058	5.3%
远利网讯	陈俊胡	848	4.2%
鑫众通信	杨雷	753	3.8%
明讯网络	李海斌	562	2.8%
远利网讯	黄喜城	438	2.2%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表22 增发股份锁定期一年

公司	人员	解禁比例		
		第一年	第二年	第三年
远利网讯	陈俊胡、黄喜城、陈喜蓬、梁晓丹	25%	32%	43%
鑫众通信	杨雷、陈维平、徐志华、林海	28%	33%	39%
明讯网络	李海斌、李嫚、杨妙昌、杨剑雄、倪国华、吴明剑	30%	33%	37%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

华星创业在过去三年的收入及毛利维持较快的增长。但将营业利润及净利润并未随收入同步增长, 近两年净利出现下滑。

图表23 华星创业利润表 单位: 百万元

	2009A	2010A	2011A	2012A
收入	155.6	241.3	512.1	626.9
YOY	32.9	55.1	112.2	22.4
毛利	69.88	102.40	197.84	234.78
YOY	/	46.5	93.2	18.7
销售费用	8.38	17.51	27.79	33.41
管理费用	26.03	32.58	77.16	99.43
管理费用率	16.7	13.5	15.0	15.8
YOY	19.8	25.1	136.8	28.8
财务费用	0.78	-0.88	2.68	12.54
营业利润	27.89	46.86	55.46	53.88
YOY	48.1	67.9	18.3	-2.8
归属母公司所有者净利	26.37	39.70	37.93	28.02
YOY	51.2	50.5	-4.4	-26.1

资料来源: WIND, 平安证券研究所

利润、收入不同步增长的原因在于费用高企。其中, 管理费用增长最为明显, 管理费用中技术开发费增长最大, 2011年净增加2300万元, 2012年净增加1100万元。技术开发费源于公司在2011年前后开始的自主研发、生产测试优化产品, 实际测试产品并未形成大规模销售, 公司的研发、市场投入并未取得相应回报。

费用高企反映了华星创业在行业高峰期的过度扩张, 同样的问题亦出现在同行业的世纪鼎利、大富科技等公司中。

图表24 技术开发费增幅最大 单位: 万元

	2010A	2011A	2012A
职工薪酬	696.7	1401	2165
股份支付	/	287.5	18.5
差旅费	94.7	146.9	160.9
业务招待费	155.7	309.6	475.1
办公费	449.4	729.2	1110.5
折旧摊销	149.6	284.5	317.1
技术开发费	1223.3	3532.8	4643.5
租赁费	306.7	655.1	540.2
中介机构费	75.3	159.8	219.8
税金	39.4	28.5	50.8
其他	66.9	181.2	241.7
合计	3257.9	7716.2	9943.1

资料来源: WIND, 平安证券研究所

2012、2013年，包括中兴通讯、华星创业、世纪鼎利等在内的公司都进行大幅的“去产能”，即停止亏损项目，减缓市场扩张，精减富余人员等。我们预计华星的费用率情况将逐步恢复到扩张前正常水平。

我们的对华星的营收预测如下：

- 1) 公司体量仍小，预计公司收入增长将略快于整体行业资本开支增长
- 2) 随着行业需求的好转，毛利下滑的状态将得到遏制，供需逆转背景下，预计将会有小幅上升
- 3) “削减”产能背景下，预计华星将精减亏损研发项目，管理费用率将恢复到扩张前水平
- 4) 并购公司以承诺业绩完成并表

图表25 华星创业利润表 单位：百万元

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入	241.4	512.2	626.9	665.1	956.6	1143.3
YOY (%)	55.1	112.2	22.4	6.1	43.8	19.5
毛利	102.4	197.8	234.8	242.8	361.5	440.7
YOY	46.5	93.2	18.7	3.4	48.9	21.9
销售费用	17.5	27.8	33.4	36.6	52.6	61.7
管理费用	32.5	77.2	99.4	106.4	133.9	148.6
管理费用率	13.5	15.1	15.8	16.0	14.0	13.0
YOY	25.1	136.8	28.8	7.0	25.8	10.9
财务费用	-0.8	2.6	12.5	13.2	13.8	19.8
营业利润	46.8	55.4	53.8	51.9	110.7	148.2
YOY	67.9	18.4	-2.8	-3.5	112.9	33.8
归属母公司净利	39.70	37.93	28.02	31.58	92.20	122.61
YOY	50.5	-4.4	-26.1	12.7	191.9	32.9

资料来源：WIND，平安证券研究所

4.2 估值

我们采用相对估值法进行估值。选取通信板块的代表性公司中兴通讯、烽火通信；以及与华星创业同属于网优、代维、室分板块的富春通信、宜通世纪、世纪鼎利、三维通信、奥为通信、邦讯技术六家公司。八家可比公司的2014年的平均PE市盈率为49倍。根据我们预测，华星创业2014年的EPS为0.52元，据此计算，华星创业的合理价格在25元。鉴于公司股价有较大的上行空间，我们首次给予华星创业“强烈推荐”评级。

图表26 通信行业重点公司估值

公司名称	代码	股价	市值	EPS			PE		
		2013.9.24	百万	12A	13E	14E	12A	13E	14E
中兴通讯	600050	17.05	58,610	-0.83	0.61	0.86	/	53.6	38.1
烽火通信	002049	19.03	18,377	1.07	0.65	0.82	30.5	50.3	39.7
富春通信	300299	17.72	2,137	0.31	0.29	0.45	105.5	112.0	73.4
宜通世纪	300310	13.66	2,404	0.41	0.50	0.65	79.7	64.9	50.3
世纪鼎利	300050	13.89	3,000	0.06	0.16	0.41	545.1	207.5	80.5
三维通信	002049	13.58	6,043	0.40	0.50	0.60	33.9	27.4	22.6
奥维通信	300302	26.31	1,578	0.52	0.58	0.73	50.6	45.1	35.8

公司名称	代码	股价	市值	EPS			PE		
		2013.9.24	百万	12A	13E	14E	12A	13E	14E
邦讯技术	300312	14.60	2,336	0.75	0.39	0.58	43.5	84.2	56.3
平均								81	49

资料来源：wind，平安证券研究所

六、风险提示

运营商的实际投资额受政策、宏观经济等多方面因素影响，具有较大不确定性，由此将影响下游设备商的业绩表现。因此，类似华星的通信行业公司普遍存在运营商投资低于预期的行业性风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	766	745	969	1088	营业收入	627	665	957	1143
现金	147	147	147	147	营业成本	392	422	595	703
应收账款	532	495	667	744	营业税金及附加	24	8	12	15
其他应收款	8	9	13	16	营业费用	33	37	53	62
预付账款	1	1	6	14	管理费用	99	106	134	149
存货	73	76	113	141	财务费用	13	22	8	6
其他流动资产	4	17	23	27	资产减值损失	11	10	15	20
非流动资产	146	146	146	146	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	7	7	7	7	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	24	31	37	41	营业利润	54	59	140	190
无形资产	21	16	11	6	营业外收入	5	4	4	4
其他非流动资产	95	92	92	92	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	913	892	1115	1234	利润总额	58	62	143	193
流动负债	445	327	433	393	所得税	11	11	26	35
短期借款	192	74	126	35	净利润	47	51	117	158
应付账款	164	169	238	281	少数股东损益	19	16	7	10
其他流动负债	89	84	69	77	归属母公司净利润	28	36	110	148
非流动负债	9	0	1	1	EBITDA	80	89	156	204
长期借款	9	1	1	1	EPS (元)	0.18	0.17	0.52	0.69
其他非流动负债	1	-0	0	0					
负债合计	455	327	434	394					
少数股东 权益	115	130	137	147					
股本	156	214	214	214					
资本公积	62	62	62	62					
留存收益	125	158	268	417					
归属母公司股东权益	344	434	544	693					
负债和股东权益	913	892	1115	1234					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-5	111	-36	105
净利润	47	51	117	158
折旧摊销	13	7	8	8
财务费用	13	22	8	6
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	-88	33	-183	-74
其他经营现金流	10	-3	13	6
投资活动现金流	-32	-8	-8	-8
资本支出	22	8	8	8
长期投资	-15	0	0	0
其他投资现金流	-25	0	0	0
筹资活动现金流	81	-103	44	-97
短期借款	94	-118	52	-91
长期借款	9	-8	0	0
普通股增加	36	58	0	0
资本公积增加	-36	0	0	0
其他筹资现金流	-21	-35	-8	-6
现金净增加额	45	0	0	0

主要财务指标				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入 (%)	22.4	6.1	43.8	19.5
营业利润 (%)	-2.9	9.5	137.7	35.3
归属母公司股东权益 (%)	-26.1	26.9	210.3	34.6
获利能力				
毛利率 (%)	37.4	36.5	37.8	38.5
净利率 (%)	4.5	5.3	11.5	13.0
ROE (%)	8.2	8.2	20.3	21.4
ROIC (%)	10.7	13.9	18.7	22.4
偿债能力				
资产负债率 (%)	49.8	36.7	38.9	31.9
净负债比率 (%)	44.76	22.69	29.15	9.12
流动比率	1.72	2.28	2.24	2.77
速动比率	1.56	2.05	1.98	2.41
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.74	0.95	0.97
应收账款周转率	1	1	2	2
应付账款周转率	2.76	2.54	2.92	2.71
每股指标 (元)				
每股收益	0.13	0.17	0.52	0.69
每股经营现金流	-0.02	0.52	-0.17	0.49
每股净资产	1.61	2.03	2.54	3.24
估值比率				
P/E	80.5	63.4	20.5	15.2
P/B	6.6	5.2	4.1	3.3
EV/EBITDA	30	27	16	12

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257