

华星创业 (300025)

具备安全边际的4G服务商龙头

强烈推荐（维持）

现价：13.27 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

行业周期反转，公司爆发式增长在即-华星创业深度报告 2012-9-26

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。

投资要点

■ 试商用、频谱划分热点频现，4G 牌照发放渐近

技术成熟度是 4G 牌照发放的重要考量条件。近日，中移动在多个城市开展 4G 试商用，同时，频谱划分方案可能已经落定，越来越多的信息显示 4G 技术方案已走向成熟，牌照发放临近。

10 月 12 日工信部批复同意中国移动在北京等全国 326 个城市开展 4G(TD-LTE) 扩大规模试验。同时，中国移动山东、广东部分城市已开展 4G 试商用，青岛成为北方地区首个试商用城市；广州、深圳移动用户 10 月 13 日起可申请 4G 业务。

近日，媒体广泛报道了中国 4G 频谱划分的预测结果。从媒体报道的划分方案看，4G 运行在高频段无疑，其网络建设难度将比 2G、3G 网络更大。未来热点覆盖或是 4G 网络的主要建设模式，室内分布、网络优化将成为工作重点。

■ 业绩增长确定性高

我们梳理了公司未来两年的盈利预测，公司业绩增长的高确定性来自于三因素：1) 外延式扩张锁定盈利，三家并购公司对未来业绩作出最低承诺；2) 行业投资增长拉动收入增长；3) “去产能”充分，大幅精减研发项目下，费用将得到有效控制。

■ 股价安全边际充足

公司当前股价对应 2014 年动态 PE25 倍，我们判断当前股价安全边际充足：1) 行业投资处景气上行周期，设备商估值有上行空间；2) 对并购公司的盈利预测取承诺业绩下限，整体盈利预测偏谨慎；3) 通信服务业市场分散，作为行业龙头的华星创业并购预期强烈，而我们的盈利预测中并未包含这一预期。

■ 维持“强烈推荐”评级

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 13.27 元，PE 为 79 倍、25 倍、19 倍，维持“强烈推荐”评级。

■ 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。

	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入 (百万元)	627	665	957	1,143
YoY(%)	22.4	6.1	43.8	19.5
净利润 (百万元)	28	36	110	148
YoY(%)	-26.1	26.9	210.3	34.6
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
EPS(摊薄/元)	0.13	0.17	0.52	0.69
P/E(倍)	100.6	79.3	25.5	19.0
P/B(倍)	8.2	6.5	5.2	4.1

一、行业：4G 牌照发放更近一步

4G 牌照发放愈发临近，一方面，行动最为积极的中移动已经在部分城市推出 4G 试商用，开放办理 4G 套餐及终端；另一方面，媒体近期广泛报道 4G 频谱划分或已落定，频谱划分的落定将是 4G 牌照发放的重要前提。

中国移动的网络建设及 4G 试商用正稳步推进。

10 月 12 日工业和信息化部批复同意中国移动在北京等全国 326 个城市开展 4G (TD-LTE) 扩大规模试验。扩大规模试验工程共建设基站 20.6 万个，在 100 个重点城市实现主城区的连续覆盖和一般城区的数据业务热点区域覆盖。

4G 商用方面，山东、广东部分城市已开通试商用。中国移动青岛 4G 网络于 10 月 11 日正式开放，套餐明确为 50 元、80 元、120 元三档，对应每月 2GB、4GB、8GB 流量。

广州、深圳移动用户 10 月 13 日起可申请 4G 业务，全球通、动感地带和神州行用户可不换号升级 4G 套餐，同时推出三款支持 4G 的终端。广州、深圳 4G 套餐分三大类。一类是话费及流量组合套餐，分 138 元、238 元、338 元三档，分别包含 600M、1G、2G 流量，国内主叫通话 500 分钟、1000 分钟、2000 分钟；第二类是 4G 手机上网流量包，分每月 50 元、70 元、100 元三档，分别包含国内 600M、1G、2G 流量，省内 400M、1G、1G 流量；第三类是使用 MiFi 终端的用户，与流量包套餐基本一致。

广深地区的 4G 套餐，相比同等级的全球通上网套餐，不仅话费及国内综合（2G/3G/4G）流量价格更优惠，更额外增加省内 4G 流量包，如果有重量级的终端推出（如 iPhone 5s），全球通用户向 4G 转化将没有障碍。

图表1 广州、深圳4G资费套餐

套餐	国内数据流量 (2G/3G/4G)	省内数据流量 (4G)	国内主叫分钟	被叫免费范围	功能
4G 统一组合套餐					
138	600M	400M	500	全国	来电显示
238	1G	1G	1000		
338	2G	1G	1000		
4G 手机上网流量包					
50	600M	400M	/		
70	1G	1G	/		
100	2G	1G	/		
MIFI 上网流量资费套餐					
50	600M	400M	/		
70	1G	1G	/		
100	2G	1G	/		
130	3G	1G	/		

资料来源：中国移动，平安证券研究所

图表2 中国移动全球通套餐

套餐	国内数据流量	国内主叫分钟	被叫免费范围	功能
全球通上网套餐				
58	200M	50		
88	300M	200		
128	400M	420		
158	450M	510		
188	500M	600	全国	来电显示
288	750M	1000		
388	1000M	1400		
588	2000M	2200		
888	3000M	3600		

资料来源：中国移动，平安证券研究所

近日，媒体广泛报道中国 4G 频谱划分已尘埃落定。在媒体报道的频谱划分方案中，1.8GHz 频段将用于电信的 FDD-LTE 网络建设，2.1GHz 频段将用于联通的 FDD-LTE 网络建设，2.6GHz 频段将用于 TDD-LTE 网络。如果上述频谱划分方案最终落实，三家运营商在 4G 频谱的博弈中可谓各取所需。

中国电信如果取得 1.8GHz 频段，则将获得 4G 频段中最低最主流的频段，网络覆盖效果好，支持终端种类多；中国联通如果取得 2.1GHz 频段，将会在该频段上形成至少 40M*2 的大频宽资源；2.6GHz 频段用于 TDD-LTE，虽然频段较高，网络覆盖难度较大，但由于拥有 190M 的宽广频段资源，在人口密集地区部署有优势。

上述频段划分对应的 4G 牌照发放方案为，电信、联通可能同时获得 FDD-LTE、TDD-LTE 双牌照，移动获得 TDD-LTE 单牌照。

频段的划分将是 4G 牌照发放的前提。无论最后的方案如何，4G 网络运行在高频段已毫无疑问，因此相对于 2G、3G 网络来说建设难度更大。由此也决定了热点覆盖或是 4G 网络建设的重要模式，室内分布、网络优化的难度将加大，4G 投资的重点也将在此。

二、公司：业绩确定性高，股价安全边际充足

我们对公司 2014 年的业绩进行梳理，业绩的高确定性来自三个因素：

1) 外延式扩张锁定盈利

2014 年起，公司将全资控股远利网讯、鑫众通信、明讯网络三公司（其中，持有鑫众、明讯 99% 的股份）。根据业绩承诺，2014、2015 年，三家公司贡献净利 8263、9499 万元。

图表3 并购公司利润承诺 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
YOY	/	19%	15%
明讯网络	2638.7	2861.8	3069.0
YOY	/	8%	7%
合计	7107.7	8263.7	9499.1
YOY	/	16%	15%

资料来源：WIND，平安证券研究所

2) 行业投资增长

我们预计 2014 年中国运营商无线投资将有 20%左右增长，由此将拉动华星创业的收入增长。

3) “去产能”充分，费用大幅下降

2010-2013 年，公司收入虽然持续增长，但受制于费用率高企，净利润出现大幅衰退。费用削减将是利润增长的另一动力。

自上市以来，传统以测试、优化服务为主业的华星创业上马了一系列测试、优化系统的研发及产业化项目，研发费用也随之增长。但是，运营商在 2010-2013 年间对网络测试系统、自动路测系统等产品的需求大幅下滑；同时信令优化平台等新项目迟迟未能规模化部署，公司巨额的研发投入并未带来相应的回报。

图表4 华星创业多个在研项目

项目	用途及性能	进展阶段
四网同测网络测试系统	适应于各种移动网络的测试优化平台	实现对四网同测及 2/3/4G 的支持，成功入围中国移动研究院和中国电信研究院集采测试
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	完成对 wLan 无线网络测试仪重大功能升级，实现跨平台的开发，支持 windows, unix, 安卓操作系统；实现了协议抓包，协议分析，锁定 AP 等测试功能。
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	体积更加轻量化，支持 11 模块(增加了 LTE 和 WLAN 测试模块)，通过泰尔实验室测试；内置陀螺仪
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	完成了针对数据业务的新产品开发并投入商用，原有针对语音业务的产品进行了升级并形成了销售。完成了基于 Gb/luPS/Gn 接口的数据业务信令监测分析平台的开发及产业化；A+Abis 信令监测分析平台体系架构进行了重大升级，并且在适用性和专题优化功能方面提升明显
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 GSM,CDMA,TD-scdma,wcdma 网络的智能手机测试设备基础上，实现传统路测的所有功能、基于 Android 框架实现界面、基于 STE、展讯两类主流 TDS 芯片的智能手机平台、具备支持 GoogleEarth 功能。

资料来源：公司年报，平安证券研究所

2012 年，公司的研发投入资金已接近 2010 年的 4 倍，但测试类产品始终未能形成规模化收入。

图表5 华星创业研发投入资金 单位：万元

	2010A	2011A	2012A
研发投入资金	1274	3533	4644
占收比	5.3%	6.9%	7.4%

资料来源：公司年报，平安证券研究所

2012、2013 年，包括中兴通讯、世纪鼎利、华星创业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，精减冗余人员等。我们预计华星创业亦将对研发项目进行精减，严格控制研发费用，预计费用率将逐步恢复至扩张前正常水平。

图表6 母公司利润预测 单位：百万元

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收入	195.7	247.8	294.8	265.3	318.4
YoY(%)	28.8	26.7	18.9	-10	20
毛利率(%)	38.8	37.3	30.7	25	27
营业费用	14.3	17.9	18.1	17.5	18
营业费用率(%)	7.3	7.2	6.1	6.6	5.6
管理费用	25.8	43.2	51.5	49.7	32.9
管理费用率(%)	13.2	17.4	17.4	18.7	10.3
财务费用	-81.7	1.2	8.3	9	10
营业利润	33.0	15.1	-1.2	-10	25
营业利润率(%)	16.8	6.1	/	/	7.8
归属母公司净利润	32.6	16.8	1.1	-8.4	27.4
净利润率(%)	16.7	6.8	0.4	/	8.6
YOY	22.8	-48.4	-93.2	/	/

资料来源：WIND，平安证券研究所

在不考虑新的外延式扩张前提下，预计公司 2014 年实现 1.1 亿元净利润，对应当前股价动态 PE25 倍。近年来，通信业投资波动加大，通信设备商的业绩出现明显的周期性波动，对企业的合理估计判定难度亦在加大。在对华星创业的估值考量中，我们认为需要考虑三个因素

- 1) 行业投资仍处于周期上行阶段，设备商估值有上行空间
- 2) 我们对于并购公司的盈利预测基于最低业绩承诺，对于母公司的盈利预测也基于历史盈利波动区间的中间值，整体盈利预测偏谨慎
- 3) 通信服务业是一个极度分散的子行业，华星创业作为细分行业龙头未来存在大量兼并收购机会，而我们的盈利预测并未包含这一预期

我们判断当前股价对应 2014 年 25 倍 PE 仍有安全边际，股价上涨空间充足。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E					
流动资产	766	745	969	1088					
现金	147	147	147	147					
应收账款	532	495	667	744					
其他应收款	8	9	13	16					
预付账款	1	1	6	14					
存货	73	76	113	141					
其他流动资产	4	17	23	27					
非流动资产	146	146	146	146					
长期投资	7	7	7	7					
固定资产	24	31	37	41					
无形资产	21	16	11	6					
其他非流动资产	95	92	92	92					
资产总计	913	892	1115	1234					
流动负债	445	327	433	393					
短期借款	192	74	126	35					
应付账款	164	169	238	281					
其他流动负债	89	84	69	77					
非流动负债	9	0	1	1					
长期借款	9	1	1	1					
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					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E					
营业收入	627	665	957	1143					
营业成本	392	422	595	703					
营业税金及附加	24	8	12	15					
营业费用	33	37	53	62					
管理费用	99	106	134	149					
财务费用	13	22	8	6					
资产减值损失	11	10	15	20					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	-1	0	0	0					
营业利润	54	59	140	190					
营业外收入	5	4	4	4					
营业外支出	1	0	0	0					
利润总额	58	62	143	193					
所得税	11	11	26	35					
净利润	47	51	117	158					
少数股东损益	19	16	7	10					
归属母公司净利润	28	36	110	148					
EBITDA	80	89	156	204					
摊薄后EPS (元)	0.18	0.17	0.52	0.69					

主要财务比率					单位:百万元				
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%					
归属母公司股东净利润	-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	10.9%	9.9%	9.7%	4.5%					
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	100.6	79.3	25.6	19.0					
P/B	8.2	6.5	5.2	4.1					
EV/EBITDA	37	34	19	15					

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