

华星创业(300025)

外延式扩张驱动，三季度如期扭亏

强烈推荐 (维持)

现价：10.89 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)	23.33
流通 A 股市值(亿元)	10.13
每股净资产(元)	2.7
资产负债率(%)	43

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（2013-9-26）
具备安全边际的4G服务商龙头
(2013.10.16)

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

公司 2013 年第三季度实现收入 1.33 亿元，同比下滑 11.4%；归属上市公司股东净利润 378 万元，同比下滑 21%；摊薄每股收益 0.02 元。

■ 业绩符合预期，单季度已实现扭亏

第三季度收入下滑 11.4%，延续了第一、第二季度小幅下滑的态势；母公司收入 5201 万元，同比下滑 26.8%。第三季度净利润 378 万元，对比上半年亏损 724 万元，第三季度实现扭亏。其中，母公司亏损 474 万元，子公司盈利 850 万元。三季度业绩表现符合预期，母公司今年仍将是调整年，收入小幅下滑，净利润略有亏损；三家新并购公司并表将是今年利润主要驱动力。

■ 毛利率同比下滑 5 个百分点，长期仍承压

综合毛利率同比下滑约 5 个百分点至 29.7%，母公司、子公司毛利率均有所下滑，虽然 2014 年的行业供需状态预计有所改善，但长期看行业毛利率下行压力不改：1) 电信业增速放缓，运营商向上游供应商要效益成为行业常态，今年多地运营商下调运维、优化合同价格；2) 运维优化行业仍较分散，在产品服务同质化严重的情况下，价格成为主要竞争手段；3) 人力成本上升压力。

■ 费用率小幅上升，未来轻装上阵

三项费用率同比上升约 3 个百分点至 26.6%。其中销售、管理费用率各上升 1.5 个百分点，分别为 7.1%，16.8%。费用率情况符合我们的判断，即今年各项费用将有小幅上升，一方面今年“去产能”仍在进行中；另一方面预计今年的各项计提将更为彻底，未来业绩复苏将更有保证。

■ 维持“强烈推荐”评级

推荐逻辑：1) 行业景气复苏，预计无线通信 2014 年继续景气上行；2) 母公司“去产能”彻底，明年轻装上阵，业绩反弹明确；3) 外延式扩张积极，锁定利润的同时亦蕴含新的并购预期。预计 2013~2015 年 EPS 为 0.17 元、0.52 元、0.69 元，对应最新股价 10.89 元，PE 为 65 倍、21 倍、16 倍，维持“强烈推荐”评级。

■ 风险提示：资本开支低于预期。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(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)	61.4	83.2	65.5	21.1	15.7
P/B(倍)	7.4	6.8	5.4	4.3	3.4

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	

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	
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 (%)	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	83.2	65.5	21.1	15.7	
P/B	6.8	5.4	4.3	3.4	
EV/EBITDA	31.26	28.14	16.00	12.23	

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 $\pm 10\%$ 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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

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。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