

华星创业 (300025)

公司调研/调研报告

主业受益行业高景气度 公司重组转型之志弥坚

民生精品---公司调研通信设备行业

2014年9月10日

一、事件概述

近期我们对华星创业进行了实地调研,与公司交流了业务发展,以及此前两次资产重组中止的相关情况。作为网络建设资本开支中后周期标的,公司目前人员及技术储备等各项工作进展良好,未来将显著受益于三大运营商4G建设。此外,公司在稳固优化当前主营业务的同时,继续拓展新战略方向的态度非常明确。

二、分析与判断

➤ **CAPEX有周期性,但OPEX则持续平稳增长,网优市场容量与基站总规模正相关**
 经历了2009~2012年期间3G网络建设历程之后,资本市场对电信行业周期性有了深刻体会。实际上,运营商CAPEX确实存在周期性,但其OPEX却始终始终保持平稳增长,这主要是因为随着2G/3G/4G演进及建设,运营商在网基站数量不断累积,网络规模持续扩大,其维护成本自然保持增长;另一方面也与人力成本的不断上升有着直接关系。自上市以来,公司营业收入持续增长,即便是在3G建设末期(12/13年),也保持着22~14%的增长率。在此期间,公司盈利能力出现明显下降的主要原因是:公司期望在服务之外拓展产品销售,导致研发费用大幅增加,而由于竞争激烈使得产品售价大幅下跌,毛利率快速下滑,拖累了业绩表现。未来随着运营商营改增影响的逐步深入,以及网优服务市场集中度的上升,公司主营有望保持平稳增长。

➤ **4G建设高峰期间,室分系统及主设备厂商工程优化服务订单将快速增长**

2013年公司定增收购上海鑫众剩余股权,将持股比例提高至99%。上海鑫众主要从事室分系统建设,2013年净利润3702万元,2014上半年实现净利润867万元。可以预见,随4G用户规模不断扩大,上海鑫众将显著受益于LTE室内覆盖需求的快速增长。此外,来自于华为、中兴、上海贝尔等主设备厂商的工程优化(即网络交付之前的测试、评估,和优化)服务订单亦将保持快速增长,助力公司业绩大幅改善。

➤ **主营向好之际,拓展新战略方向,进行跨电信行业之外的资产重组正当其时**

尽管此前两次资产重组均以中止结束,但是公司拓展新战略方向的态度非常明确,前期重组受挫亦将成难得经验教训,待承诺三个月期满后,继续启动重组可期。

三、盈利预测与投资建议

随着三大运营商4G建设全面展开,公司将进入业绩的复苏和爆发期。预计2014-2016年公司实现净利润分别为1.13亿元、1.59亿元和1.94亿元;每股收益分别为0.53、0.74和0.91元。给予“强烈推荐”评级,合理估值区间为20元~22元。

四、风险提示:

资产重组进程低于预期;网优覆盖行业景气推迟。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	716	967	1,257	1,572
归属母公司股东净利润(百万元)	63	113	159	194
每股收益(元)	0.29	0.53	0.74	0.91
PE	53	29	21	17
PB	4.8	4.2	3.6	3.0

资料来源:公司公告、民生证券研究院

强烈推荐

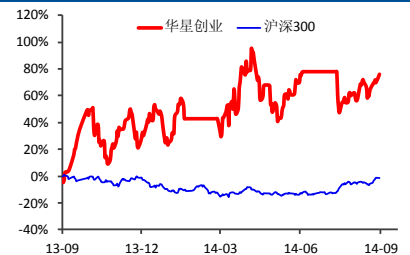
首次评级

合理估值: 20 ~ 22 元

交易数据 (2014-9-9)

收盘价(元)	15.47
近12个月最高/最低	17.49/8.26
总股本(百万股)	214.27
流通股本(百万股)	109.01
流通股比例	50.87%
总市值(亿元)	33.15
流通市值(亿元)	16.86

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师: 李勇

执业证书编号: S0100514080002

电话: (8621) 6087 6705

Email: liyong_yjs@mszq.com

相关研究

《通信行业点评报告: 电信联通获准扩大4G混合组网试验网建设进程加快》, 2014.09.01

《通信行业点评报告: 电信联通获颁FDD牌照试商用经营许可超预期》, 2014.06.28

《通信行业点评报告: 中移4G二期加速启动, 市场或将维持一期格局》, 2014.02.25

《通信行业2014年投资策略报告: 以4G建设运营为中心布局, 关注安全通信》, 2013.12.13

《通信行业深度报告: 4G基站规模或达140万台以上, 比3G多30%》, 2013.12.09

《通信行业点评报告: 发改委再释政策利好, 运营商加快4G招标建设节奏》, 2013.10.09

《通信行业点评报告: 电信4G砥砺前行, 联通或将随时启动4G招标》, 2013.09.18

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	716	967	1,257	1,572
减: 营业成本	474	639	836	1,061
营业税金及附加	9	13	17	21
销售费用	41	52	67	83
管理费用	88	97	113	138
财务费用	13	14	17	20
资产减值损失	17	18	19	18
加: 投资收益	(1)	0	0	0
二、营业利润	73	134	189	232
加: 营业外收支净额	7	8	10	12
三、利润总额	80	142	199	244
减: 所得税费用	15	26	36	44
四、净利润	65	116	163	200
归属于母公司的利润	63	113	159	194
五、基本每股收益 (元)	0.29	0.53	0.74	0.91
主要财务指标				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	33.72	19.75	14.38	11.61
成长能力:				
营业收入同比	14.28%	35.00%	30.00%	25.00%
营业利润同比	35.1%	84.1%	40.9%	22.8%
净利润同比	124.3%	80.3%	40.1%	22.4%
营运能力:				
应收账款周转率	1.10	1.17	1.27	1.32
存货周转率	7.94	8.96	7.56	7.46
总资产周转率	0.66	0.69	0.73	0.75
盈利能力与收益质量:				
毛利率	33.8%	33.9%	33.5%	32.5%
净利率	9.1%	12.0%	13.0%	12.7%
总资产净利率 ROA	6.0%	8.3%	9.5%	9.6%
净资产收益率 ROE	11.4%	15.7%	19.0%	19.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.85	1.86	1.84	1.79
资产负债率	45.6%	48.7%	51.3%	51.9%
长期借款/总负债	7.3%	10.7%	12.3%	10.1%
每股指标:				
每股收益	0.29	0.53	0.74	0.91
每股经营现金流量	0.05	0.33	0.40	0.68
每股净资产	3.23	3.69	4.34	5.13

资料来源: 民生证券研究院

资产负债表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	161	222	289	361
应收票据	0	0	0	0
应收账款	773	885	1,094	1,296
预付账款	4	6	8	11
其他应收款	13	26	40	56
存货	47	96	125	159
其他流动资产	1	9	17	27
流动资产合计	999	1,244	1,574	1,910
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	32	37	41	44
在建工程	46	50	56	65
无形资产	20	23	26	29
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	273	296	333	378
资产总计	1,273	1,540	1,908	2,288
短期借款	165	177	213	251
应付票据	2	0	0	0
应付账款	250	320	418	530
预收账款	9	15	19	24
其他应付款	16	22	28	35
应交税费	50	48	63	79
其他流动负债	23	35	50	66
流动负债合计	539	669	858	1,068
长期借款	40	80	120	120
其他非流动负债	1	1	1	1
非流动负债合计	42	81	121	121
负债合计	581	750	978	1,188
股本	214	214	214	214
资本公积	255	255	255	255
留存收益	185	281	415	580
少数股东权益	34	37	42	48
所有者权益合计	692	791	929	1,100
负债和股东权益合计	1,273	1,540	1,908	2,288
现金流量表				
项目 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	10	70	86	146
投资活动现金流量	(69)	(33)	(51)	(62)
筹资活动现金流量	62	24	32	(12)
现金及等价物净增加	4	61	67	72

分析师简介

张彤宇，通信行业分析师，南开大学管理学博士。曾任中国联通品牌经理、经济师、企业培训师，5年通信运营经验，3年证券研究经验。

研究助理简介

李勇，97年毕业于南京理工大学，长期从事无线系统设备技术支持、市场策划、产品管理工作，曾任中兴通讯移动市场策划部副部长，无线经营部GSM/UMTS规划系统部副部长等职，十五年TMT行业从业经历。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区银城中路488号太平金融大厦3903室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。