

华星创业 (300025)

买入/维持评级

股价: RMB33.8

分析师

关海燕
SAC 执业证书编号:s1000210010265
(0755)8212 5059
guanhy@mail.htlhsc.com.cn

联系人

孔晓明
(021)6849 8629
kongxm@mail.htlhsc.com.cn

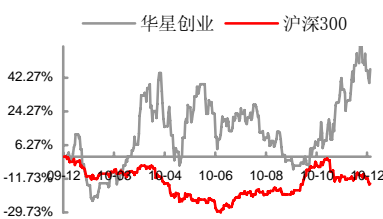
相关研究

公司研究-华星创业 (300025) 101130:
“双轮驱动” --后 3G 时代首选

基础数据

| | |
|----------------|-------|
| 总股本 (百万股) | 80 |
| 流通 A 股 (百万股) | 80 |
| 流通 B 股 (百万股) | 0 |
| 可转债 (百万元) | |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 2,704 |

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

百尺竿头, 更进一步

——华星创业收购上海鑫众点评

事件:

公司今日公告拟使用自筹资金合计 5,814 万元以收购及增资的方式取得上海鑫众的 60% 股权, 其中用 4,314 万元收购上海鑫众原股东持有的 20% 上海鑫众股权, 并对上海鑫众增资 1,500 万元, 其中 500 万元增加注册资本, 1,000 万元列为资本公积金。增资完成后, 公司占上海鑫众 60% 的股权。

点评:

- 1, 此次收购表明公司正在一步一步布局, 从网优服务提供商升级到一体化服务提供商。目标市场规模从 120 亿提升到 300 亿。
- 2, 通过此次收购, 公司成功进入 WLAN 工程服务市场。我们预测, 电信运营商将从 11 年开始大规模建设 WLAN 网络, 其市场规模 11,12 年分别为 80 和 100 亿。公司是 A 股市场最受益 WLAN 网络建设的标的。
- 3, 本次收购将增厚公司业绩 20% 以上。按照上海鑫众 2011-2013 年利润承诺, 增厚公司 11/12/13 年 EPS 分别为 0.15,0.19,0.25 元
- 4, 本次收购是公司战略和产品线布局的中间阶段, 我们认为公司继续会通过外延式扩张的方式, 进入代维和网管市场。此次收购或许是加速扩张的开始。代维和网管系统市场规模超过 200 亿。

投资建议:

公司战略布局清晰明确, 通过收购和自主研发的方式, 将不断完善现有的产品和服务。最终成为通信服务“一体化服务提供商”。我们认为公司在未来三年将是高速发展期, 我们预测 11 年 EPS 为 0.95, 同比增长 85%, 12 年增速也在 50%。我们看好公司的长期价值, 维持买入评级。

风险提示:

该交易生效尚需公司股东大会审议通过; 公司与上海鑫众约定的业绩承诺会收到市场环境变化的影响; 公司面临收购后的管理整合、人才稳定等挑战。

| 经营预测与估值 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 155.6 | 220.0 | 430.0 | 605.0 |
| (+/-%) | 32.9 | 41.4 | 95.5 | 40.7 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 26.4 | 41.0 | 76.0 | 115.0 |
| (+/-%) | 51.2 | 55.5 | 85.4 | 51.3 |
| EPS(元) | 0.33 | 0.52 | 0.95 | 1.42 |
| P/E(倍) | 102.5 | 65.4 | 35.6 | 23.5 |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

事件:

公司今日公告对外投资项目, 简要情况如下:

公司拟使用自筹资金合计 5,814 万元以收购及增资的方式取得上海鑫众的 60% 股权, 其中用 4,314 万元收购上海鑫众原股东持有的 20% 上海鑫众股权, 并对上海鑫众增资 1,500 万元, 其中 500 万元增加注册资本, 1,000 万元列为资本公积金。增资完成后, 公司占上海鑫众 60% 的股权。

股权转让款根据上海鑫众和上海鑫众原股东承诺业绩实现情况分别于①双方关于股权转让和增资的协议生效后 30 日内、②2011 年度业绩实现后、③2012 年业绩实现后, 分三期分别支付 2569.8 万元、1162.8 万元和 581.4 万元。

点评:

- 1, 公司正在一步一步布局, 从网优服务提供商升级到一体化服务提供商

公司在年内完成了第二次收购, 本次收购的标的是做室内分布系统的公司。这再次应正了我们此前的预判, 公司未来的发展是“双轮驱动”——收购与自身发展并重。公司在完成此次收购之后, 从网优服务市场进入了室内分布工程服务市场, 打开了公司未来成长的空间, 目标市场规模从此前 130 亿增长到了 300 亿。

- 2, 本次收购完成之后, 有利于公司进入 WLAN 市场

公司本身已经研发了 WLAN 网优测试仪表, 本次收购工程服务公司, 更加有利于公司逐渐整合 WLAN 产业链, 为运营商提供 WLAN 整体解决方案。随着移动互联网的发展, 用户数据流量增速远高于基站增速。此时, 第四张移动网络, WLAN 网络建设将在明年大规模启动。根据我们的预测, 11,12 年运营商 WLAN 市场规模分别为 80,100 亿。我们认为随着此次收购的完成, 公司将成为 A 股市场最受益 WLAN 网络建设的公司。

我们认为公司后续将继续朝着 WLAN 整体解决方案提供商前进 (整合 设备, 工程, 优化和代维)

- 3, 本次收购将增厚公司业绩 20% 以上

本次收购, 上海鑫众承诺 2011 年度净利润应不低于 1950 万元, 2012 年度净利润应不低于 2535 万元、2013 年度的净利润应不低于 3296 万元; 上海鑫众 2014 年、2015 年净利润应不低于 2013 年的净利润水平 (承诺的“净利润”均为经审计的扣除非经常性损益前后的净利润较低者)。

按照鑫众 2011-2013 年利润承诺, 对应现在 8000 万股本, 增厚公司 11/12/13 年 EPS 分别为 0.15,0.19,0.25 元。

今年 1-10 月鑫众的利润为 1765 万元, 全年很有可能超过 2000 万, 所以我们认为公司对于 11 年 1950 万元的业绩承诺是偏保守的。未来有很可能会超预期。

- 4, 本次收购是公司战略和产品线布局的中间阶段

公司的发展目标非常明确是成为通信服务市场的“一体化服务提供商”。从公司的布局看, 未来很有可能会进入代维, 网管系统领域。所以我们有理由相信, 此次收购只是一个中间过程, 甚至是公司加速扩张的开始。我们认为公司在未来会加快完善产业布局, 继续通过“双轮驱动”的方式进入通信设备代维及网管软件市场。

盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|---------------|------|-------|-------|-------|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 流动资产 | 284 | 240 | 334 | 462 | 营业收入 | 156 | 220 | 430 | 605 |
| 现金 | 204 | 134 | 127 | 168 | 营业成本 | 85 | 126 | 236 | 329 |
| 应收账款 | 74 | 89 | 178 | 255 | 营业税金及附加 | 8 | 11 | 21 | 30 |
| 其他应收款 | 1 | 4 | 7 | 9 | 营业费用 | 8 | 17 | 29 | 39 |
| 预付账款 | 0 | 1 | 1 | 2 | 管理费用 | 26 | 28 | 51 | 69 |
| 存货 | 4 | 10 | 19 | 26 | 财务费用 | 1 | -1 | 4 | 3 |
| 其他流动资产 | 0 | 1 | 1 | 2 | 资产减值损失 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 非流动资产 | 20 | 86 | 92 | 96 | 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 5 | 13 | 14 | 16 | 投资净收益 | 2 | 10 | 12 | 14 |
| 固定资产 | 14 | 20 | 23 | 25 | 营业利润 | 28 | 47 | 98 | 146 |
| 无形资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外收入 | 0 | 6 | 7 | 8 |
| 其他非流动资产 | 0 | 53 | 54 | 55 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 304 | 326 | 426 | 558 | 利润总额 | 31 | 52 | 104 | 154 |
| 流动负债 | 46 | 31 | 44 | 57 | 所得税 | 4 | 7 | 14 | 21 |
| 短期借款 | 24 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 26 | 45 | 90 | 133 |
| 应付账款 | 9 | 12 | 22 | 32 | 少数股东损益 | 0 | 4 | 14 | 18 |
| 其他流动负债 | 0 | 18 | 22 | 25 | 归属母公司净利 | 26 | 41 | 76 | 115 |
| 非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 29 | 50 | 109 | 158 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.33 | 0.52 | 0.95 | 1.42 |
| 其他非流动负 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 负债合计 | 46 | 31 | 44 | 57 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 1 | 4 | 18 | 36 | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股本 | 40 | 80 | 80 | 81 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 182 | 142 | 151 | 160 | 营业收入 | 32.9% | 41.7% | 94.8% | 40.8% |
| 留存收益 | 36 | 69 | 133 | 225 | 营业利润 | 48.1% | 67.9% | 108.9 | 49.4% |
| 归属母公司股 | 257 | 291 | 364 | 465 | 归属母公司净利 | 51.2% | 56.8% | 83.9% | 51.2% |
| 负债和股东权 | 304 | 326 | 426 | 558 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 0.0% | 42.6% | 45.1% | 45.5% |
| | | | | | 净利率(%) | 16.9% | 18.8% | 17.7% | 19.0% |
| | | | | | ROE(%) | 10.3% | 14.2% | 20.9% | 24.7% |
| | | | | | ROIC(%) | 8.7% | 27.2% | 36.9% | 40.7% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 15.1% | 9.5% | 10.3% | 10.2% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 151.41 | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 6.19 | 7.74 | 7.58 | 8.10 |
| | | | | | 速动比率 | 6.10 | 7.42 | 7.15 | 7.64 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.80 | 0.70 | 1.14 | 1.23 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 13.68 | 12.06 | 13.73 | 12.30 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新) | 0.33 | 0.52 | 0.95 | 1.42 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 0.00 | 0.26 | 0.01 | 0.71 |
| | | | | | 每股净资产(最 | 3.22 | 3.63 | 4.55 | 5.81 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 102.53 | 65.40 | 35.57 | 23.53 |
| | | | | | P/B | 10.49 | 9.31 | 7.44 | 5.81 |
| | | | | | EV/EBITDA | 95 | 50 | 23 | 16 |

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn