

华星创业(300025.sz)

行业需求广阔，下游客户拓展利于公司成长

惠毓伦 研究员
 电话: 020-87555888-323
 eMail: hyl6@gf.com.cn

亢辰 研究助理
 电话: 020-87555888-391
 eMail: qc2@gf.com.cn

测试系统需求空间较大，产品收入将有增长

未来几年测试系统需求空间仍较大，我们综合考虑 3G 采购及 2G 更新需求，总需求将超过 50 亿元。按照 5 年将国内布设完成，每年市场规模在 10 亿元左右。公司与 30 个省的服务合作关系在后期各省独立采购中非常有利，公司募集项目丰富产品线及下游客户的拓展，建立鼎星众诚降低成本都利于未来公司测试系统产品收入的增长。

网络优化服务空间广阔，公司服务优势明显

随着网络存量市场增加和网络容量迅速增加，测试及相关网络优化市场需求也将明显放大。随着运营商 2G、3G 业务并行推广，发展新用户、完善业务、提高用户感知度将成为主要业务，网络建设及优化的外包化趋势越来越明显，未来每年测试优化服务市场规模将超过 30 亿元。公司服务优势明显，在国内第三方网络测评优化服务领域排名前三。公司与中国移动合作关系未来将持续，公司将直接受益于中国移动网络优化市场的放大。另外公司加大电信、联通及主设备商服务市场的开拓，公司遍布全国的服务网络覆盖和技术资源将非常有利于上述客户开拓，相关收入将保持较快增速。

另外公司控股浙江明讯（近 90% 收入来自中国移动以外）60% 股份，非常利于公司进军联通、电信及主设备商市场，明讯管理层有明确业绩承诺，未来 3 年净利润增速均不低于 30%，将增厚公司业绩。

盈利预测与投资评级

我们预计 2010-2012 年收入分别为 2.05 亿元、2.65 亿元、3.34 亿元，归属母公司净利润分别为 3571 万元、4425 万元、5501 万元，对应 EPS 分别为 0.446、0.553 元、0.688 元。考虑明讯网络 2010-2012 年增厚公司 EPS0.107 元、0.14 元、0.181 元，总体来看，2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.553、0.693、0.869 元。我们给予公司 12 个月目标价格为 28.36 元，对应 2010-2012PE 分别为 51.28、40.92、32.63 倍。现在价格基本合理，给予公司持有评级。

风险提示

行业竞争较为激烈，地方性小企业居多，随着公司市场开拓，业务区域逐步扩展，将直接面临与小企业竞争的局面，如果竞争加剧，将导致公司毛利率出现下滑，影响公司业务增长。

公司评级

持有

当前价格(元)	28.30
目标价格(元)	28.36
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	45.50%	39.04%	42.59%
沪深 300	1.63%	-15.73%	-8.36%

股票数据

总股本(万股)	8,000.00
流通 A 股(万股)	2,000.00
主要股东:	
	程小彦
主要股东持股比例	11.10%
流通 A 股比例	25.00%

财务比率

ROE	10.25%
ROA	16.20%
资产负债率	15.12%
每股净资产(元)	6.43

2009 年报数据。

投资亮点与逻辑

未来几年测试系统需求空间仍较大，我们综合考虑3G采购及2G更新需求，总需求将超过50亿元。按照5年将国内布设完成，每年市场规模在10亿元左右。公司与30个省的服务合作关系在后期各省独立采购中非常有利，公司募集项目丰富产品线及下游客户的拓展，建立鼎星众诚降低成本都利于未来公司测试系统产品收入的增长。

随着网络存量市场的增加和网络容量的迅速增加(2008-2010都是3G建网高峰期)，测试及相关网络优化市场的市场需求也将明显放大。随着运营商2G、3G业务并行推广，发展新用户、完善业务、提高用户感知度将成为其主要业务，网络建设及优化外包化趋势越来越明显，预计每年测试优化服务市场规模将超过30亿元。公司服务优势明显，在国内第三方移动网络测评优化服务领域排名前三。公司与中国移动合作关系未来将持续，公司将直接受益于中国移动2G、3G两网网络优化市场的放大。另外公司加大电信、联通及主设备商服务市场的开拓，公司遍布全国的人力覆盖和技术资源将非常有利于上述客户的开拓，相关收入将保持较快增速。

另外公司控股浙江明讯（近90%收入来自中国移动以外）60%股份，非常利于公司进军联通、电信及主设备商市场，明讯管理层有明确业绩承诺，未来3年净利润增速均不低于30%，将增厚公司业绩。

业务迅速增长，服务收入比例很大

公司主要业务是无线网络测试设备系统及测试相关优化服务，是国内规模较为领先的网络测试优化服务商。受益于3G网络建设及网络覆盖复杂性的日益增加，公司近几年业务迅速增长，2007-2009年收入复合增长率达到42%，2009年收入规模1.56亿，接近2006年0.54亿元的3倍，净利润从2006年997万增长至2009年的2637万元。2010年1季度公司收入及净利润分别增长54.35%、219.53%。

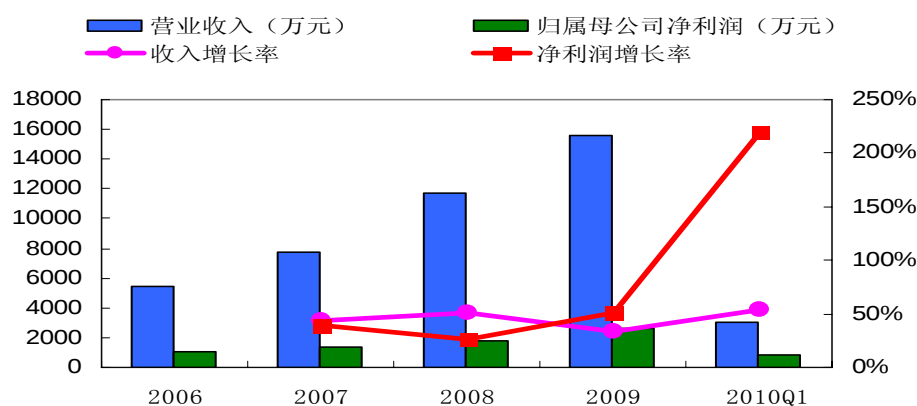
表 1 公司近几年收入及构成

	2006	2007	2008	2009
营业收入				
技术服务(万元)	4351.64	6685.48	8982.16	13028.38
系统产品(万元)	1038.09	1057.71	2668.85	2397.99
收入构成				
技术服务	80.74%	86.34%	76.73%	83.72%
系统产品	19.26%	13.66%	22.80%	15.41%

数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

从收入构成来看，公司主要收入来自于网络测试相关技术服务，近几年收入占比均在80%左右，相关产品销售收入占比20%左右。2009年业务数据来看，服务收入增速较快，增速超过40%，而系统产品收入同比下滑10.15%，我们认为系统产品收入下降是由于竞争所致。

图1: 公司近几年收入净利润及增长率



数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

测试系统需求空间较大，产品收入将有增长

2008年底随着3G放号，3G网络建设开始推行，运营商相关测试设备采购已经开展，我们认为2008年以来，各运营商已经进行了部分采购，我们认为除了集团采购外，各省运营商都会根据需求分别进行采购，中国运营商以省为独立运作公司，由于各省3G建设进度不同，2009年发达省份采购已经基本完成，但对于大部分省份而言，仍有相当规模的设备需要采购。我们首先计算单种测试设备全国需求量。

1、运营商及第三方服务商

由于运营商外包趋势越来越明显，运营商测试设备采购将可能与第三方共同完成区域测试及评估，我们可以按照区域计算出运营商及第三方总需求的测试设备数量。我们将利用两种方法进行计算。

(1) 按照地区进行计算：截止到2008年底，我国地级市数量达333个，县级区数量为2859个，从总量计算，我们以每个县级区使用测试设备3套（2套使用，1套备用），按照3家运营商来计算，共需要数量 $2859 \times 3 \times 3 = 25731$ 套。

表 2: 三元达拟采购测试仪表及系统需求情况表 (单位: 万元)

	GSM/CDMA 路测系统	PDA 路测	GSM 测试手机	CDMA 测试手机	WCDMA 路测	TD 测试系统	TD 路测系统	WLAN 测试仪	WLAN 路测
数量	8	4	60	60	6	3	6	1	5
单价	3.59	8.5	0.12	0.15	16	4.5	19	34.2	10

合计	28.72	34	7.2	9	96	13.5	114	34.2	50	386.62
----	-------	----	-----	---	----	------	-----	------	----	--------

数据来源：三元达招股说明书

(2) 对于测试系统而言，城区里有效覆盖面积5平方公里左右，我国城市建设用地面积3.9万平方公里左右，按照3家运营商计算该部分需求数量为23400。对于城市建设用地面积外的城区面积14.90万平方公里，覆盖面积为200平方公里，需求数量为 $745 \times 3 = 2235$ 套，其余适合人类居住的为265万平方公里，我们按照1000平方公里覆盖范围计算，为 $2478 \times 3 = 7314$ 套，总需求为32949套。

谨慎起见，我们二者取其低，国内运营商新的采购需求总量在2.57万套左右。考虑到部分临近区域借调使用，我们按照80%计算，需求在2.06万套左右。

2、主设备商

主设备商作为交钥匙工程，主设备商在设备安装后，需要进行网络性能测试，完成后才将整体工程交付给运营商使用，我们认为主设备商在建网阶段需要购买大量测试仪表，由于主设备商网络安装可以进行仪表调度，我们安装一个地级市三种仪表各两套计算，仅按中兴、华为两家进行保守计算，共需要 $333 \times 2 \times 3 \times 2 = 3996$ 套，随着运营商采购国产仪器比例上升，国外主设备商可能也采购部分国内设备。我们认为主设备商整体需求将达到5000套左右。

总体来说，我们认为单种测试设备国内市场总的新增需求在2.56万套左右。考虑到现在测试设备中，路测、自动测试、便携式测试需求均是独立的，那么各自需求都在2.56万套左右，我们按照路测系统6.7万元/套、自动测试系统8.7万元/套、便携式测试系统4.3万元/套计算，总体规模在50.43亿元。如果考虑GSM测试系统的更新需求，总需求肯定超过50亿元。按照5年将国内布设完成，未来每年市场规模在10亿元左右。另外随着未来LTE、WLAN的试商用逐步开始，将会带来新产品的市场需求。

从采购进程来看，我们得出如下结论，一般运营商集中招标确定选型，设备商和第三方服务商将跟进采购，而对于型号而言，设备商和第三方服务商将沿袭运营商采购品牌，便于相关测试结果的一致性，从时间来看，设备商和运营商基本同时，第三方服务商可能略滞后。

从中国移动采购网站上可以获知，一般运营商采购仪表等设备时间将滞后于主设备集采时间4-5个月，从采购规模来看，测试仪表采购规模基本与主设备采购量成正比。6月初中国移动TD四期招标开始，基站数量达到10.2万个，是三期招标的2.5倍，预计今年年底前中国移动将有一次更大规模的测试仪表招标。而电信、联通方面由于主设备采购量下降，其相关需求将主要来自第三方服务商采购。

表 3: 中国移动 TD 相关招标情况

时间	主设备招标	城市数量	基站数量 (万个)	载扇数量 (万个)
2008.09.11	TD 二期	28	2.3	16
2009.03.09	TD 三期	200	3.9	26
2010.06	TD 四期	238+101	10.2	--

	路测招标	路测软件 (台)	测试终端 (台)	HSDPA 专用测试卡
2009.01.06	TD 二期	176	352	194
2009.08.27	TD 三期	489	978	-

数据来源: 中国移动网站、广发证券发展研究中心

尽管 2009 年行业需求出现较大幅度增长, 而公司测试系统收入出现一定下滑, 我们认为由于运营商大规模建网初期, 运营商总部集采对整体实力、规模等各方面要求较高, 公司生产规模较小且公司以服务见长, 在集采中受到一定限制。我们认为未来公司产品收入将可以保持一定增长, 主要原因有以下三点:

1、由于随着网络建设的不断开展, 后期各省将分布独立进行采购, 公司在全国 30 个省份运营商提供服务合作, 与各省具有较好的合作关系, 各省独立采购对公司非常有利。

2、公司产品线已经丰富至多种 3G 制式、WLAN 测试、2G\3G 互操作网优平台等全系列产品线, 丰富的产品利于公司下游客户拓展, 公司下游客户非中国移动客户占比明显提升, 中国移动以外运营商业务的拓展将带来公司测试产品收入的增长。

3、公司与世纪鼎利共同建立鼎星众诚公司, 各自持股 50%, 鼎星众诚主要开发和销售 TD 测试手机。通过鼎星开发购买, 可以有效的降低采购成本, 单台测试手机采购可以下降 30% 左右。成本的降低在未来运营商采购中将给公司带来更大的价格调节空间和竞争优势, 利于公司未来系统产品收入增长。

网络优化服务空间广阔, 公司服务优势明显

随着网络存量市场的增加和网络容量的迅速增加(2008-2010 都是 3G 建网高峰期), 测试及相关网络优化市场的市场需求也将明显放大, 3G 新建网络虽已基本搭建完毕, 但用户量仍不到 2G 总用户的 1/30, 随着后期用户的规模增加, 相关网络质量、容量优化服务需求将有较大增长空间。

随着运营商 2G、3G 业务并行推广, 发展新用户、完善业务、提高用户感知度将成为其主要业务, 网络建设及优化外包化趋势越来越明显, 无线网络测试、评估和优化建议将逐步采用外包方式进行。从技术角度来看, 3G 数据应用的明显增加, 而且需要 2G、3G 综合测试, 这将带来相关测试、优化、维护的技术难度、反应时间及其他参数更加繁多和复杂, 第三方专

业服务商相比于运营商更具有优势主要体现在第三方服务商专注于该部分业务，具有专家特质，能够系统而且完备的完成相关服务，另一方面第三方多为小型民企，人力和运作成本较低。将测试或优化服务打包交给第三方将成为趋势，对于大多数第三方服务商而言，网络测试公司对于测试相关的服务具有更高的专业性，未来测试相关网络优化服务中，无线测试设备生产公司将具有先天优势。

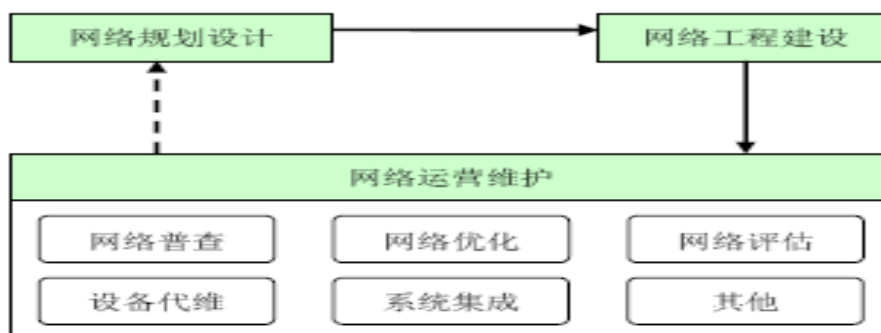
市场规模测算：从华星创业招股说明书中了解到，公司与南京移动、成都移动（日常网络优化服务）一年优化服务合同规模分别为390万元、643万元，我们认为后期日常网络优化服务合同将成为主要合同，我们按照每个地级市300万元（省会城市的一半）每年，三家运营商，333个地级市计算，每年网络优化服务市场规模将达到30亿元，

网络评估技术服务合同：与湖南移动签订，合同总价465万元，网络评估一般每年都会做，且一般以省为单位进行，我们按照每个省400万元，三家运营商计算，每年市场规模约为3.6亿元。总体来看，相关服务市场规模每年将达到33.6亿元，远大于设备销售规模。

对于行业2009年测试系统需求规模的迅速放大，我们认为2010年行业增长点将主要来自服务市场的增加。

公司服务优势明显，目前公司提供的服务已覆盖全国30个省、直辖市、自治区，是行业内服务区域最广的企业之一，其中在国内第三方移动网络测评优化服务领域排名前三。根据中研博峰的《行业报告》，公司在行业内的份额呈上升趋势。2008年公司测评优化服务和测试优化系统的市场占有率分别达到3.25%和8.11%，居于行业前列。公司有自己完整的产品系列和完整的服务体系，从测试产品、网络普查、网络优化、网络评估等一系列网络优化服务环节。公司规模属于行业前列，业务范围遍及全国，业务类型全面，这有利于公司在电信运营商的招投标中胜出。同时，规模优势也使公司在部分原材料采购、质量保障等方面具有一定的优势。

图2：网络运营维护在通信网络建设产业链中的地位



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

公司与中国移动建立了良好的合作关系，已经为中国移动及其设计院、近30个省公司进行了服务。其中网络普查、网络评估及第三方网络优化服务在中国移动的市场份额中分别占40%、20%和10%左右。我们认为公司技术演进和服务的迅速跟进，未来这种合作关系仍将能保持，公司将直接受益于中国移动2G、3G两网网络优化市场的放大。

另外公司已经加大电信、联通的市场开拓，公司现有全国人员网络资源和技术资源未来在新运营商开拓中具有明显优势，从2009年公司收入中非中国移动收入占比明显上升（中国移动收入占比由2008年94%下降到79%），我们认为未来中国电信、中国联通业务的开拓将带来业绩的增长。

除了电信运营商，从2009年开始公司先后与华为、中兴签署了为其进行无线网络优化的合作协议，公司业务范围从运营商顺利拓展到主设备商。由于在网络测评中，首先主设备商要对网络进行自己测评，合格后交由运营商或者第三方测评验收，如果公司能进入华为合作体系，一方面说明公司测评收到主设备商的信任，另一方面验证了测评向第三方转移的趋势将逐步开始。华为2009年在公司中的收入贡献超过7%，未来主设备商转包的相关业务收入仍有一定空间。

控股浙江明讯60%股份，利于下游客户拓展

公司利于超募资金和部分自有资金共计6600万元投资浙江明讯网络，控股明讯60%股份。明讯网络主要业务为移动通讯技术服务和应用软件开发，和公司同处于第三方移动网络测评优化服务行业。

1、明讯与公司下游客户互补明显，利于下游客户拓展

公司收购明讯网络一方面是扩充公司技术服务团队，另一方面利于下游客户的拓展，从明讯网络2009年收入构成可以看出，通信主设备商、中国电信、中国联通、中国移动占比分别为49.28%、10.51%、27.96%、12.25%。与华星创业客户有很好的互补性（华星创业2008年前中移动收入占比超过90%，2009年中移动收入占比达到79%），利于下游客户的拓展。从华星创业战略来看，下游客户多元化也是公司发展的重要方向，2009年中移动收入占比下降明显体现了公司战略布局。控股明讯后将有利于下游客户的布局。尽管明讯网络收入规模较华星创业小，但收购后公司可以将先进的优化经验带入明讯，利于明讯快速成长。

2、明讯管理层业绩承诺

对于未来业绩明讯管理层有明确的业绩承诺，2010年到2012年净利润复合增长率达到30%，2010-2012年净利润将分别不低于1430、1869、2417万元，如果业绩达不到有明确补偿措施，具体如下：

（1）若明讯网络2010 年度净利润高于880 万元但低于1430 万元，

或2011年度净利润高于1144 万元但低于1859 万元，或2012 年度净利润高于1487 万元但低于2417 万元的，明讯网络老股东各方应向华星创业给予补偿。补偿金额计算方式为：补偿金额=（1-实际完成净利润/承诺净利润）×华星创业股权转让投资额（即4600 万元）

（2）若明讯网络2010 年度净利润低于880 万元，或2011 年度净利润低于1144 万元，或2012 年度净利润低于1487 万元，则华星创业有权要求明讯网络老股东按照华星创业本次投资总额（增资款和股权转让款的总额）加上每年10%复合增长的溢价，减去华星创业已经获得的投资分红收益，回购华星创业本次投资取得的明讯网络股权。

通过上述分析可以看到，如果低于承诺额（61.5%＜实际净利润/承诺额＜100%），公司将获不足部分的3.2倍作为补偿；而如果低于61.5%，则按照每年10%溢价收回公司总投资额。上述补偿协议较为严格，我们认为通信服务外包将成为趋势，而明讯规模有较小，上述增长完全可以实现。按照能够实现承诺计算，合并报表后，明讯2010-2012年可以给公司贡献净利润858万元、1121.4万元、1450.2万元，增厚公司EPS0.107、0.14、0.181元。

图3：明讯2009年下游客户构成

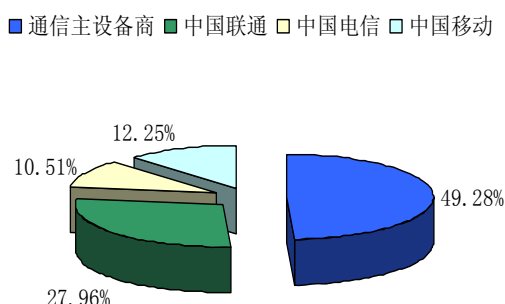
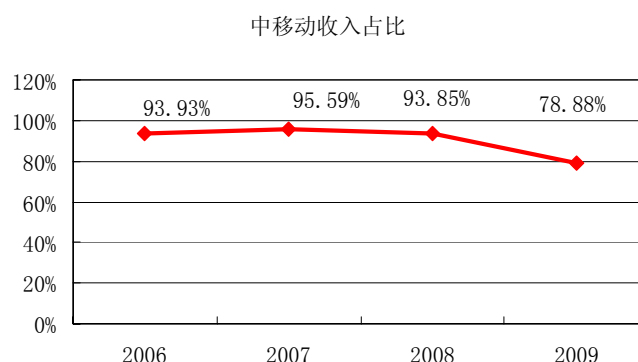


图4：近几年中国移动在华星创业中收入占比



数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

表 4：明讯未来净利润及对上市公司利润贡献

年份	2009	2010	2011	2012
净利润（万元）	1100.21	1430	1869	2417
净利润增长率		29.98%	30.70%	29.32%
对上市公司利润贡献（万元）		858	1121.4	1450.2
股本数量（万股）		8000	8000	8000
增厚 EPS（元）		0.107	0.140	0.181

数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

公司盈利预测及估值

对于公司未来几年业务增长，我们在做盈利预测中未将明讯网络收入、净利润合并，而将明讯网络按照管理层承诺业绩折合成对上市公司EPS增厚计算。依次我们预计2010-2012年公司收入分别为2.05亿元、2.65亿元、3.34亿元，增长率分别为32%、29%、26%，归属母公司净利润分别为3571万元、4425万元、5501万元，净利润增长率分别为35%、24%、24%，对应EPS分别为0.446、0.553元、0.688元。根据报告前文对明讯网络分析，2010-2012年将增厚公司EPS0.107元、0.14元、0.181元，总体来看，2010-2012年公司EPS分别为0.553、0.693、0.869元。

我们分别选取通信设备行业几家以产品及服务为主要业务的上市公司及创业板做测试仪表类的公司作为可比对象。其中前一类公司2010年平均市盈率为41.41倍；后一类上市公司2010年平均PE为51.28倍。综合上述因素我们给予公司12个月目标价格为28.36元，对应2010-2012PE分别为51.28、40.92、32.63倍。现在价格已经基本合理，投资评级为持有。

表 5：公司各子业务收入（单位：万元）及毛利率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入					
技术服务	8982.16	13028.38	17718.60	23565.73	30164.14
系统产品	2668.85	2397.99	2802.29	2942.41	3236.65
其他业务收入	54.71				
合计	11705.72	15426.37	20520.89	26508.14	33400.79
毛利率					
技术服务	37.24%	43.47%	43%	42.5%	42.5%
系统产品	70.87%	55.01%	54%	54%	54%
其他业务收入	91.59%				
综合毛利率	45.16%	45.26%	44.50%	43.78%	43.61%

数据来源：广发证券发展研究中心

表 6：公司相关公司估值对比

	简称	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
002115	三维通信	14.05	0.63	0.52	0.68	0.86	22.44	27.11	20.55	16.29
002231	奥维通信	11.66	0.22	0.18	0.20	0.00	52.29	66.29	58.24	-
002417	三元达	23.30	0.55	0.53	0.68	0.86	42.36	43.56	34.46	27.02
002093	国脉科技	13.86	0.35	0.34	0.48	0.64	39.74	40.43	28.80	21.74
600485	中创信测	14.06	0.19	0.47	0.62	1.08	72.85	29.66	22.82	12.97
							45.93	41.41	32.97	19.50
300050	世纪鼎利	148.14	2.06	3.02	4.21	5.38	71.91	49.03	35.21	27.54
300045	华力创通	36.13	0.74	0.72	0.97	0.00	67.92	49.99	37.25	-

300007	汉威电子	25.26	0.84	0.46	0.59	0.82	80.77	54.81	42.68	30.96
							73.53	51.28	38.38	29.25
300025	华星创业	28.30	0.33	0.57	0.76	0.95	85.76	49.76	37.08	29.87

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

风险提示

竞争加剧风险

公司所处行业竞争较为激烈，地方性小企业居多，随着公司市场开拓，业务区域逐步扩展，将直接面临与小企业竞争的局面。如果竞争加剧，将导致公司毛利率出现下滑，影响公司业务增长。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	204.46	174.01	119.84	151.39	
应收账款	73.65	44.98	91.78	94.43	
预付款项	0.38	0.44	-0.16	0.01	
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应收款	1.45	1.91	2.47	3.11	
存货	4.02	29.64	22.94	39.00	
流动资产合计	284.09	251.15	237.11	288.26	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	13.92	44.86	62.78	60.50	
在建工程	0.00	8.80	6.16	1.23	
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	14.82	54.57	69.85	62.64	
资产总计	303.66	310.47	311.71	355.64	
短期借款	23.60	0.00	0.00	0.00	
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付账款	8.52	23.40	22.72	33.70	
预收款项	2.04	2.76	3.33	4.27	
应付职工薪酬	1.25	20.00	20.00	20.00	
应交税费	5.00	14.00	14.00	14.00	
应付利息	0.04	0.00	0.00	0.00	
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他应付款	5.45	0.00	0.00	0.00	
流动负债合计	45.90	60.16	60.05	71.97	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	0.00	0.15	0.15	0.15	
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	
负债合计	45.90	60.30	60.19	72.12	
股本	40.00	80.00	80.00	80.00	
资本公积	181.53	101.80	63.33	45.83	
盈余公积	4.03	7.60	12.02	17.53	
未分配利润	31.68	60.25	95.65	139.65	
少数股东权益	0.52	0.52	0.52	0.52	
负债股东权益总计	303.66	310.47	311.71	355.64	
每股净资产(元)	6.43	3.12	3.14	3.54	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	155.62	205.21	265.08	334.01	
营业成本	84.54	113.89	149.04	188.33	
营业税金及附加	7.78	10.06	12.99	16.37	
销售费用	8.38	11.29	14.58	18.37	
管理费用	26.03	33.86	43.74	55.11	
财务费用	0.78	-2.50	-2.57	-2.37	
资产减值损失	1.96	1.00	1.00	1.00	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	1.75	0.00	0.00	0.00	
营业利润	27.89	37.62	46.31	57.20	
营业外收入	3.19	4.14	5.39	7.00	
营业外支出	0.35	0.24	0.24	0.24	
利润总额	30.73	41.53	51.45	63.96	
所得税费用	4.30	5.81	7.20	8.95	
净利润	26.44	35.71	44.25	55.01	
归属于母公司净利润	26.37	35.71	44.25	55.01	
少数股东损益	0.06	0.00	0.00	0.00	
每股收益	0.659	0.446	0.553	0.688	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	96.04	77.95	8.16	52.18	
投资活动现金流量	-74.73	-44.00	-22.00	0.00	
筹资活动现金流量	478.46	-64.40	-40.32	-20.63	
现金及现金等价物净增加额	499.77	-30.45	-54.16	31.55	
期末现金余额	630.65	174.01	119.84	151.39	
每股经营活动现金流(元)	2.40	0.97	0.10	0.65	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	32.94%	31.87%	29.18%	26.00%	
营业利润增长率	33.68%	28.38%	26.81%	25.48%	
毛利率	45.68%	44.50%	43.78%	43.61%	
营业利润率	40.68%	39.60%	38.88%	38.71%	
净利率	16.99%	17.40%	16.69%	16.47%	
净资产收益率	16.73%	14.09%	17.68%	20.60%	
总资产收益率	13.59%	11.63%	14.22%	16.48%	
流动比率	6.19	4.17	3.95	4.01	
资产负债率	15.12%	19.42%	19.31%	20.28%	
所得税税率	13.98%	14.00%	14.00%	14.00%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

华星创业(300025)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。