

2010-12-29

通信设备

华星创业 300025-SZ

维持

增持

收购上海鑫众，强化网优一体化布局

◇事件：公司斥资收购上海鑫众 60%股权

◆公司斥资 5814 万元，收购上海鑫众

公司发布对外投资公告，斥资 5814 万元，收购上海鑫众 60%股权，其中 4314 万元用于收购股权，1500 万元用于进一步增资。这是继公司收购明讯网络后，再度在网络优化领域实现并购。

我们认为此次收购行为表明，一方面，在竞争相对分散的网优行业，上市企业可利用募集资金优势，在业内通过收购实现外延式发展，提高市场占有率；另一方面，本次收购也符合公司管理层此前发展规划，即收购目标定位为已有成熟产品的应用型企业。

◆上海鑫众产品线合理，有望和公司形成协同效应

上海鑫众是中国移动重要的通信设备供应商之一，其产品线分为无线优化产品、天线产品、无源器件和软件四大类，涵盖各种直放站、放大器、通信天线、功分器和耦合器等。凭借在网优领域的积累，鑫众可提供小区覆盖、高铁优化、校园及大型场馆覆盖等一系列解决方案，特别在 3G 网络技术和 3G 相关设备方面有一定优势。因此，我们认为，标的公司产品线合理，有能力为运营商提供较全面的服务。

考虑到目前华星营业收入中 85% 来自技术服务，此次收购网优设备类企业，有助于整合室内覆盖优化工程和服务维护业务，为运营商提供一体化解决方案。

◆网络优化行业景气度有望延续，收购将有效增厚公司业绩

3G 网络建设完成后，运营商都在通过各种手段极力争夺或挽留高端用户，网络优化重要性愈发突出。我们判断，未来 3~5 年网络优化全行业的市场规模仍有望保持 15% 左右的复合增长，具备一体化方案提供能力的企业将有望获得高于同行业的发展速度。

上海鑫众承诺 2011-2013 年净利润不低于 1950 万元、2535 万元和 3296 万元，分别增厚公司 2011-13 年 EPS0.15 元、0.19 元和 0.25 元。

◆看好公司未来发展，维持“增持”评级

我们测算公司 2010-2012 年的业绩分别是 0.53 元、0.86 元和 1.10 元，结合当前估值情况，给予公司 2011 年 40 倍 PE，目标价 34.4 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	117	156	233	459	598
营业收入增长率	51.17%	32.94%	49.44%	97.51%	30.19%
净利润（百万元）	17	26	42	69	88
净利润增长率	26.10%	51.22%	59.28%	63.15%	28.57%
EPS（元）	0.22	0.33	0.53	0.86	1.10
ROE（归属母公司）	29.68%	10.25%	14.83%	20.29%	21.86%
P/E	113	75	47	29	22
P/B	34	8	7	6	5

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

当前价格	33.80 元
目标价格	34.40 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦（执业证书编号：S0930209050199）

021-22169175

zhouliqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	80
总市值(百万元)	1,969
流通比例(%)	47.20%
12 个月最高/最低(元)	67.50/20.93
近 3 月日均成交量(百万股)	1.86
主要股东	程小彦

股价表现(12 个月)

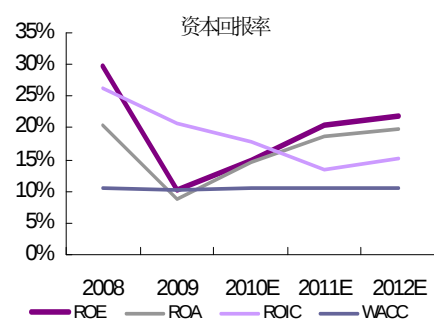
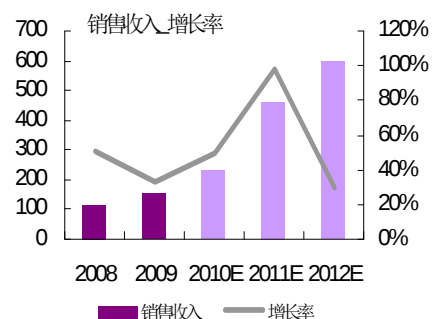
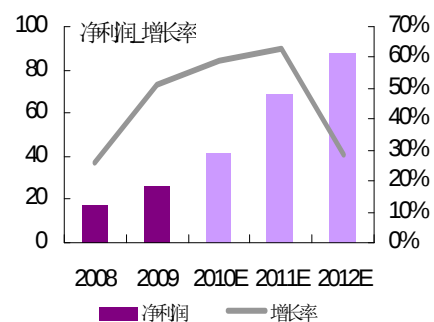
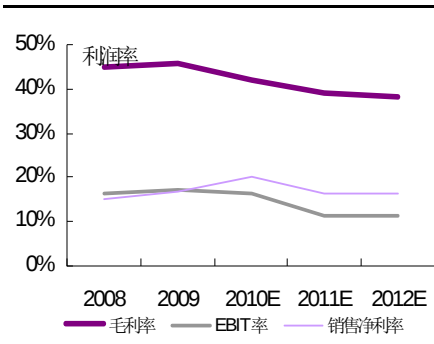


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	12.12	46.67	66.11
绝对收益	7.96	52.95	54.14

相关报告：

增长符合预期，给予“增持”评级
..... 2010-10-26

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	117	156	233	459	598
营业成本	64	85	135	279	370
折旧和摊销	2	4	3	6	7
营业税费	6	8	12	23	30
销售费用	6	8	17	34	45
管理费用	22	26	29	65	84
财务费用	0	1	-1	-1	-1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	11	28	36
营业利润	19	28	50	81	103
利润总额	20	31	54	89	114
少数股东损益	0	0	4	8	10
归属母公司净利润	17.44	26.37	42.01	68.53	88.11

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	85	304	317	405	497
流动资产	75	284	268	328	417
货币资金	31	204	160	135	195
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	39	74	99	174	198
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	3	1	3	6	7
存货	1	4	6	12	16
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	5	5	5	5
固定资产	10	14	37	60	63
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	26	46	29	55	71
无息负债	21	22	29	55	71
有息负债	5	24	0	0	0
股东权益	59	258	288	350	426
股本	30	40	80	80	80
公积金	16	186	150	158	168
未分配利润	13	32	53	100	155
少数股东权益	0	1	5	13	22

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	11	0	16	-5	55
净利润	17	26	42	69	88
折旧摊销	2	4	3	6	7
净营运资金增加	14	45	42	118	49
其他	-22	-75	-71	-197	-89
投资活动产生现金流	-5	-11	-23	-6	26
净资本支出	5	8	33	33	10
长期投资变化	0	5	0	0	0
其他资产变化	-10	-24	-56	-39	16
融资活动现金流	16	184	-39	-13	-22
股本变化	27	10	40	0	0
债务净变化	0	19	-24	0	0
无息负债变化	4	1	6	26	16
净现金流	22	174	-45	-24	59

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	51.17%	32.94%	49.44%	97.51%	30.19%
净利润增长率	26.10%	51.22%	59.28%	63.15%	28.57%
EBITDA 增长率	16.53%	42.17%	33.56%	40.27%	28.71%
EBIT 增长率	12.55%	39.35%	40.62%	37.10%	28.49%
估值指标					
PE	113	75	47	29	22
PB	34	8	7	6	5
EV/EBITDA	34	27	46	34	27
EV/EBIT	38	31	50	38	30
EV/NOPLAT	44	36	58	44	34
EV/Sales	6	5	8	4	3
EV/IC	12	7	10	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	45.17%	45.68%	42.06%	39.16%	38.12%
EBITDA 率	18.44%	19.71%	17.62%	12.51%	12.37%
EBIT 率	16.51%	17.30%	16.28%	11.30%	11.15%
税前净利润率	17.20%	19.75%	23.25%	19.28%	19.04%
税后净利润率 (归属母公司)	14.90%	16.95%	18.06%	14.92%	14.74%
ROA	20.52%	8.71%	14.67%	18.79%	19.71%
ROE (归属母公司) (摊薄)	29.68%	10.25%	14.83%	20.29%	21.86%
经营性 ROIC	26.38%	20.57%	17.66%	13.54%	15.03%
偿债能力					
流动比率	2.85	6.19	9.31	5.99	5.87
速动比率	280.18%	610.14%	911.30%	576.59%	563.85%
归属母公司权益/有息债务	11.75	10.90	-	-	-
有形资产/有息债务	16.96	12.83	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.22	0.33	0.53	0.86	1.10
每股红利	0.00	0.20	0.17	0.29	0.37
每股经营现金流	0.14	0.00	0.20	-0.07	0.69
每股自由现金流(FCFF)	0.01	-0.30	-0.47	-1.20	0.10
每股净资产	0.73	3.22	3.54	4.22	5.04
每股销售收入	1.46	1.95	2.91	5.74	7.47

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获得新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。