

湘财证券研究所

TMT 行业研究小组

刘飞烨 分析师

执业编号: S0500210070006

联系人:

周明巍

Tel: 021-68634510-8022

E-Mail: zmw3061@xcsc.com

事件:

华星创业于近日发布公告，宣布公司以收购及增资的方式投入 5814 万元，投资上海鑫众通信技术有限公司，并由此获得上海鑫众 60%的股权。

点评:

- **第一，收购价格基本合理。**鑫众公司 2009 年净利润 1271 万，2010 年前 10 月盈利 1765 万。对应 2010 年动态市盈率 4.6 倍，相当于做了 ROE 为 21.7% 的投资。如果考虑到网优行业在年尾 2 月通常为全年收入和盈利确认的高峰期，那么这个数字理应还能够表现的更好看些。
- **第二，鑫众业绩承诺符合预期。**上海鑫众与原股东承诺 2011-2013 年度净利润应不低于 1950 万元，2535 万元和 3296 万元； 2014-2015 年净利润不低于 2013 年的净利润水平。按照净资产收益率 30%，留存收益投入再生产估算，在 2011-2013 年每年获得 30% 的增长是合理的。
- **第三，本次收购在扩大公司收入规模的同时，也可为原有业务带来协同效应。**由于鑫众从事的业务除了提供网优运维服务以外，还进行相关网优设备的研发，提供 GSM/CDMA/PHS/3G 同频、移频、光纤直放站、基站放大器、塔顶放大器、干线放大器、POI、无源器件及天线等产品。而这些都是华星目前所没有的。而我们认为，通过对这些产品的掌握，对于公司进一步巩固其在行业内的地位，提升其自身运营效率都将有所帮助。

图 1 网优细分行业



资料来源：湘财证券研究所

注： ●， ■ 分别表示华星已经进入，通过收购兼并进入的网优细分行业

□ 第四，华星通过上市融资，近 2 年将维持收入和盈利的快速增长。正如我们在 2011 年度策略报告中提示的，网优行业百余家网规网优公司，2000 多家运维公司，行业竞争激烈，集中度低。电信运营商和行业本身都存在提高行业整合程度的需求。华星利用上市公司的平台所获得的资本优势使其将在这场整合大潮中占据有利位置，仅今年即收购了明讯和鑫众。对公司而言，关键要看 2012 年高速成长期过后，ROE 能恢复到什么水平。这将真正反映了公司在做大规模以后的运营能力，也将决定其经历行业整合期后在业内的地位。而从目前的状况看，华星创业，世纪鼎利，国脉科技等公司在这场整合大潮中均具备一定的竞争优势。

图 2 国脉科技上市后 2-3 年快速 ROE 恢复

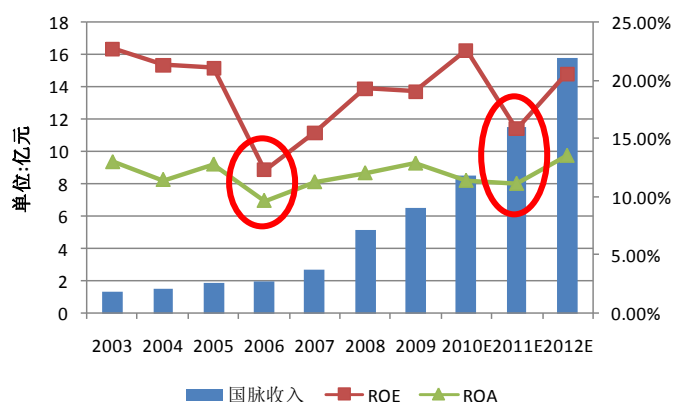
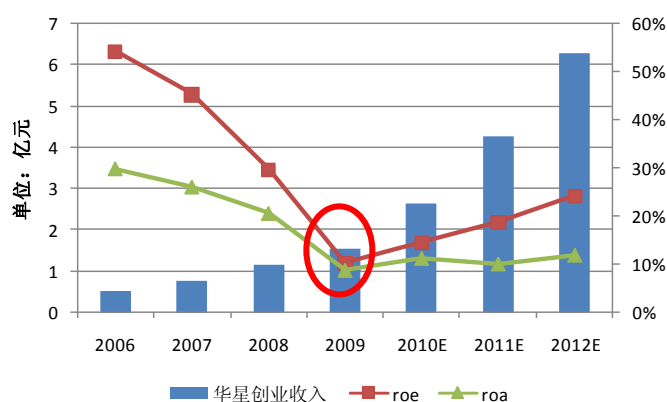


图 3 华星创业在上市融资后将经历快速成长期



资料来源：湘财证券研究所“国脉科技深度报告”

资料来源：公司公告 湘财证券研究所整理

结论：继续看好各网优上市公司近年的业绩快速增长，包括华星创业，世纪鼎利以及增发获得通过的国脉科技和公布增发预案的三维通信等。他们利用上市后的资金优势和知名度的提升，可以获得网优服务行业市场份额的持续扩张。

就估值而言，华星在 2012 年之前仍将处于扩张期。给予 2012 年 25-30 倍市盈率，则对应合理股价为 32.5-39.7 元，考虑目前股价 34.99 元，给予“中性”评级。

基本指标	2009	2010	2011	2012
营业收入(百万元)	155.62	265.81	428.74	629.93
收入同比 (%)	32.94%	70.81%	61.29%	46.93%
归属母公司净利润	26.37	46.76	71.60	104.55
净利润同比 (%)	51.22%	77.29%	53.15%	46.01%
EPS	0.330	0.584	0.895	1.307
BVPS	6.43	7.42	8.95	11.17
PE	100.96	56.94	37.18	25.47
PEG	1.73	0.98	0.64	0.44
PB	5.17	4.48	3.72	2.98
ROE	10.25%	15.74%	20.01%	23.40%

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	156	266	429	630
营业成本	85	148	241	355
毛利	71	117	188	275
% 营业收入	45.7%	44.2%	43.8%	43.6%
营业税金及附加	8	13	21	32
% 营业收入	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
销售费用	8	13	20	30
% 营业收入	5.4%	5.0%	4.7%	4.7%
管理费用	26	40	60	85
% 营业收入	16.7%	15.0%	14.0%	13.5%
财务费用	1	2	8	14
% 营业收入	0.5%	0.8%	2.0%	2.2%
资产减值损失	2	3	5	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	2	5	6	7
营业利润	28	51	79	117
% 营业收入	17.9%	19.2%	18.5%	18.6%
营业外收支	3	4	4	5
利润总额	31	54	83	122
% 营业收入	19.7%	20.5%	19.5%	19.3%
所得税费用	4	8	12	17
净利润	26	47	72	105
归属于母公司所有者的净利润	26.4	46.8	71.6	104.6
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.33	0.58	0.90	1.31

现金流量表 (百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流净额	0	173	231	306
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	-3	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-8	-403	-404	-306
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-11	-403	-404	-306
债券融资	0	0	0	0
股权融资	185	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	19	61	209	51
筹资成本	11	-9	-19	-30
其他	-30	0	0	0
筹资活动现金流净额	184	52	190	21
现金净流量	174	-178	16	20

资产负债表 (百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	204	27	43	63
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	75	126	204	301
存货	4	7	11	17
预付账款	0	1	1	2
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	284	161	260	384
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	5	10	15	22
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	730	964	1152	1190
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	1	0	1	1
其他非流动资产	-716	-716	-716	-716
资产总计	304	420	713	881
短期贷款	24	85	294	344
应付款项	9	15	24	35
预收账款	2	3	4	6
应付职工薪酬	1	2	4	6
应交税费	5	9	14	20
其他流动负债	5	9	15	22
流动负债合计	46	122	354	433
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	46	122	354	433
归属于母公司所有者权益	257	297	358	447
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益	258	298	359	448
负债及股东权益	304	420	713	881
基本指标				
EPS	0.330	0.584	0.895	1.307
BVPS	6.43	7.42	8.95	11.17
PE	100.96	56.94	37.18	25.47
PEG	1.73	0.98	0.64	0.44
PB	5.17	4.48	3.72	2.98
EV/EBITDA	76.52	12.31	9.57	7.36
ROE	10.3%	15.7%	20.0%	23.4%

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。