

扩张投入影响自有利润，并表业务贡献增长

华星创业
300025

业绩符合预期。2010年公司实现营业收入2.41亿元，同比增长55.1%；营业利润4,686万元，同比增长68.0%；净利润3,970万元，同比增长50.5%；摊薄每股收益0.50元，完全符合我们的预期。第4季度公司实现营业收入1.03亿元，同比增长77.6%；净利润1,366万元，同比增长28.1%；摊薄每股收益0.17元。年度分配预案为每10股转5股派1.0元（含税）。

明讯网络并表贡献大部分增长。10年3月底公司收购了浙江明讯网络，持有其60%的股权，并于5月份开始并表，期间明讯网络营业收入4,281万元，净利润1,255万元，对上市公司业绩贡献大。若扣除并表的影响，华星创业营收、净利润分别为1.98亿元、2,714万元，同比增长28%、3%，处于增收不增利的状态，主要原因是由于公司扩张投入，增加较多的新员工，并进行人员调整增加了培训和实践成本，导致技术服务毛利率下降5.1个百分点，进而导致综合毛利率下降2.6个百分点。

期间费用率同比降低2.2个百分点。销售费用率上升1.9个百分点，是由于公司开拓市场，增加办事处及人员所致；管理费用率下降3.2个百分点，主要是由于规模效应引起，但研发费用仍增长了38%，说明公司业务增长稳健；财务费用率下降0.9个百分点，是由于资金充裕，归还银行借款，利息支出减少。

关注焦点。①收购上海鑫众，向网优后端延伸，形成完整产业链，将产生协同效应。②公司修改股权激励计划，增加2013年行权条件，折算2011-2013年净利润复合增长率为28%。③公司技术服务外延式扩张值得期待，同时增加高毛利率测试系统产品的投入。

盈利预测及投资建议。考虑上海鑫众的并表收益，预计公司2011-2012年净利润复合增长率为61%，每股收益分别为0.91/1.28元，对应动态市盈率分别为33x/24x。高成长应享受高估值，2011年合理市盈率为50倍，对应目标价为45.50元，维持对公司的“买入”评级。

主要财务指标

	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入（百万元）	117.1	155.6	241.4	460.8	625.5
营业收入增长率（%）	51.2%	32.9%	55.1%	90.9%	35.7%
净利润（百万元）	17.4	26.4	39.7	72.9	102.2
净利润增长率（%）	26.1%	51.2%	50.5%	83.7%	40.1%
每股收益（元）	0.218	0.330	0.496	0.912	1.278
每股净资产（元）	0.73	3.22	3.61	4.52	5.80
PE (X)	140.2	92.7	61.6	33.5	23.9
PB (X)	41.6	9.5	8.5	6.8	5.3
ROE (%)	39.3%	16.7%	14.5%	40.3%	24.7%

维持

买入

分析师：康志毅

投资咨询执业证书编号：

S0630511010008

E-Mail:

kzy@longone.com.cn

日期

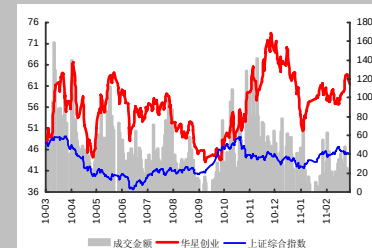
分析：2011年03月22日

价格

当前市价：30.57元

半年目标：45.50元

股价表现



相关研究报告

101229	收购上海鑫众，向网络优化后端延伸	调升买入
101207	内外兼修，稳固增长可期	维持增持

表 1 华星创业年度及四季度业绩对比

百万元	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	YoY	QoQ	1-4Q2009	1-4Q2010	YoY	点评
营业收入	57.87	30.71	45.40	62.46	102.79	77.6%	64.6%	155.62	241.36	55.1%	自有业务带来28%的增长，另外的增长来自测试网络的并表。
增长率	21.3%	54.3%	17.2%	59.6%	77.6%	56.3%	18.0%	32.9%	55.1%	22.2%	
毛利率	45.4%	43.6%	40.6%	43.7%	43.1%	-2.3%	-0.7%	45.7%	42.9%	-2.8%	公司扩招投入，增加较多的新员工，并进行人员调整增加了培训和运营成本。
营业成本	31.59	17.32	26.98	35.14	58.49	85.1%	66.5%	84.54	137.93	63.2%	
营业税金及附加	2.79	1.34	2.37	3.42	4.49	60.9%	31.4%	7.78	11.61	49.1%	
期间费用率	25.2%	17.8%	23.8%	18.6%	20.7%	-4.4%	2.1%	22.6%	20.4%	-2.2%	
销售费用	3.79	1.98	4.39	4.22	6.93	82.7%	64.3%	8.38	17.51	108.9%	
销售费用率	6.6%	6.4%	9.7%	6.8%	6.7%	0.2%	0.0%	5.4%	7.3%	1.9%	开拓市场，增加办事处及人员。
管理费用	10.55	3.93	6.50	7.55	14.60	38.4%	93.5%	26.03	32.58	25.1%	
管理费用率	18.2%	12.8%	14.3%	12.1%	14.2%	-4.0%	2.1%	16.7%	13.5%	-3.2%	规模效应引起，但研发费用仍增长了38%，说明公司业务持续稳健。
财务费用	0.22	(0.44)	(0.08)	(0.14)	(0.22)	-201.4%	63.0%	0.78	(0.88)	-212.8%	
财务费用率	0.4%	-1.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.6%	0.0%	0.5%	-0.4%	-0.9%	资金充裕，归还银行借款，利息支出减少。
资产减值损失	0.06	0.46	0.63	0.96	1.66	2464.1%	72.9%	1.96	3.71	89.4%	
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	NA	NA	0.00	0.00	NA	
投资净收益	1.91	0.66	3.60	2.42	1.28	-32.7%	-47.0%	1.75	7.96	354.8%	
营业利润	10.76	6.80	8.21	13.74	18.12	68.3%	31.9%	27.89	46.86	68.0%	
增长率	-9.3%	363.1%	9.5%	68.1%	68.3%	77.7%	0.2%	48.1%	68.0%	19.9%	
营业利润率	18.6%	22.1%	18.1%	22.0%	17.6%	-1.0%	-4.4%	17.9%	19.4%	1.5%	
加：营业外收入	1.03	3.30	0.23	0.93	0.69	-32.7%	-26.1%	3.19	5.16	61.8%	
减：营业外支出	(0.11)	0.06	0.24	0.21	0.46	-529.6%	114.9%	0.35	0.97	177.3%	
利润总额	11.89	10.04	8.20	14.46	18.35	54.3%	26.9%	30.73	51.05	66.1%	
减：所得税	1.09	1.44	0.86	2.11	2.08	91.1%	-1.8%	4.30	6.49	51.0%	
实际所得税率	9.1%	14.3%	10.5%	14.6%	11.3%	2.2%	-3.3%	14.0%	12.7%	-1.3%	
净利润	10.81	8.61	7.34	12.34	16.27	50.6%	31.8%	26.44	44.56	68.6%	
减：少数股东损益	0.14	0.00	0.67	1.58	2.61	1792.4%	65.7%	0.06	4.86	7473.2%	
归属于母公司所有者的净利润	10.67	8.60	6.66	10.77	13.66	28.1%	26.9%	26.37	39.70	50.5%	
增长率	-8.5%	219.5%	8.4%	56.9%	28.1%	36.6%	-28.8%	51.2%	50.5%	-0.7%	
净利润率	18.4%	28.0%	14.7%	17.2%	13.3%	-5.1%	-3.9%	16.9%	16.4%	-0.5%	
每股收益（元）	0.13	0.11	0.08	0.13	0.17	28.1%	26.9%	0.33	0.50	50.5%	

资料来源：东海证券研究所

表 2 华星创业盈利预测

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	53.9	77.4	117.1	155.6	241.4	460.8	625.5	51.2%	32.9%	55.1%	90.9%	35.7%
增长率		43.7%	51.2%	32.9%	55.1%	90.9%	35.7%	7.5%	-18.2%	22.2%	35.8%	-55.2%
技术服务	43.5	66.9	89.8	130.3	198.1	297.2	422.0	34.4%	45.0%	52.1%	50.0%	42.0%
系统产品	10.4	10.6	26.7	24.0	42.0	46.2	50.8	152.3%	-10.1%	75.1%	10.0%	10.0%
其他						117.5	152.7					30.0%
综合毛利率	50.5%	49.0%	45.2%	45.7%	42.9%	41.8%	41.2%	-3.9%	0.5%	-2.8%	-1.0%	-0.6%
营业成本	26.7	39.5	64.2	84.5	137.9	268.0	367.6	62.6%	31.7%	63.2%	94.3%	37.2%
营业税金及附加	2.6	4.1	5.5	7.8	11.6	22.1	31.3	35.9%	41.1%	49.1%	90.5%	41.4%
期间费用率	24.1%	19.8%	23.7%	22.6%	20.4%	17.1%	14.9%	3.9%	-1.1%	-2.2%	-3.3%	-2.2%
销售费用	4.3	5.6	5.6	8.4	17.5	27.7	31.3	0.3%	50.6%	108.9%	57.9%	13.1%
销售费用率	8.0%	7.2%	4.8%	5.4%	7.3%	6.0%	5.0%	-2.4%	0.6%	1.9%	-1.3%	-1.0%
管理费用	8.4	9.5	21.7	26.0	32.6	51.6	60.0	129.3%	19.8%	25.1%	58.4%	16.3%
管理费用率	15.7%	12.2%	18.6%	16.7%	13.5%	11.2%	9.6%	6.3%	-1.8%	-3.2%	-2.3%	-1.6%
财务费用	0.2	0.3	0.5	0.8	(0.9)	(0.5)	1.9	51.7%	58.5%	-212.8%	-47.6%	-507.2%
财务费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	-0.4%	-0.1%	0.3%	0.0%	0.1%	-0.9%	0.3%	0.4%
资产减值损失	0.0	1.7	0.7	2.0	3.7	6.9	9.4	-57%	164%	89%	86%	36%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA	NA
投资净收益	0.0	0.2	0.0	1.7	8.0	11.1	12.6	-97.4%	37798%	355%	40%	14%
营业利润	11.6	17.0	18.8	27.9	46.9	96.1	136.6	10.6%	48.1%	68.0%	105.1%	42.2%
增长率		46.6%	10.6%	48.1%	68.0%	105.1%	42.2%	-36.0%	37.5%	19.9%	37.1%	-62.9%
营业利润率	21.5%	22.0%	16.1%	17.9%	19.4%	20.9%	21.8%	-5.9%	1.8%	1.5%	1.4%	1.0%
加: 营业外收入	1.2	0.7	1.7	3.2	5.2	5.5	5.5	140.3%	89.1%	61.8%	6.6%	0.0%
减: 营业外支出	0.1	0.1	0.4	0.3	1.0	0.6	0.6	NA	NA	NA	NA	NA
利润总额	12.8	17.6	20.1	30.7	51.0	101.0	141.5	14.5%	52.7%	66.1%	97.9%	40.1%
减: 所得税	2.7	3.8	2.6	4.3	6.5	13.1	18.4	NA	NA	NA	NA	NA
实际所得税率	20.8%	21.4%	13.0%	14.0%	12.7%	13.0%	13.0%	-8.4%	1.0%	-1.3%	0.3%	0.0%
净利润	10.1	13.8	17.5	26.4	44.6	87.9	123.1	26.8%	50.9%	68.6%	97.2%	40.1%
减: 少数股东损益	0.2	(0.0)	0.1	0.1	4.9	14.9	20.9	-1254.2%	-22.2%	7473.2%	207.3%	40.1%
归属于母公司所有者的净利润	10.0	13.8	17.4	26.4	39.7	72.9	102.2	26.1%	51.2%	50.5%	83.7%	40.1%
增长率		38.7%	26.1%	51.2%	50.5%	83.7%	40.1%	-12.6%	25.1%	-0.7%	33.2%	-43.6%
净利润率	18.5%	17.9%	14.9%	16.9%	16.4%	15.8%	16.3%	-3.0%	2.0%	-0.5%	-0.6%	0.5%
每股收益(元)	0.12	0.17	0.22	0.33	0.50	0.91	1.28	26.1%	51.2%	50.5%	83.7%	40.1%

资料来源: 东海证券研究所

表 3 通信板块重点跟踪公司估值水平

公司简称	代码	投资 评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	每股收益			市盈率			CAGR	PEG	最新 市净率
						09A	10E	11E	09A	10E	11E	09/11年	10E	
电信运营														
中国联通	600050.SH	增持	1,201.8	1,201.8	5.67	0.15	0.06	0.19	38.3x	90.2x	29.8x	13.3%	6.8x	1.7x
平均值									38.3x	90.2x	29.8x	13.3%		1.7x
系统设备及相关														
中兴通讯	000063.SZ	买入	880.4	698.7	30.71	0.86	1.13	1.46	35.8x	27.1x	21.0x	30.5%	0.9x	4.1x
武汉凡谷	002194.SZ	中性	81.5	36.5	14.66	0.61	0.70	0.87	23.9x	21.0x	16.9x	18.8%	1.1x	4.1x
大富科技	300134.SZ	买入	99.8	25.0	62.38	0.87	1.57	2.12	71.5x	39.8x	29.5x	55.8%	0.7x	4.1x
盛路通信	002446.SZ	-	28.0	7.1	27.37	0.41	0.43	0.75	67.2x	64.3x	36.3x	36.2%	1.8x	4.4x
平均值									49.6x	38.0x	25.9x	35.3%	1.1x	4.2x
光通信														
烽火通信	600498.SH	买入	155.0	155.0	35.09	0.59	0.79	1.17	59.1x	44.3x	30.1x	40.2%	1.1x	4.5x
光迅科技	002281.SZ	买入	66.2	33.9	41.38	0.65	0.79	1.05	63.5x	52.2x	39.4x	27.0%	1.9x	6.5x
亨通光电	600487.SH	增持	66.6	53.4	32.14	0.89	0.79	1.24	36.2x	40.9x	25.9x	18.1%	2.3x	4.7x
中天科技	600522.SH	增持	86.1	86.1	26.83	1.04	1.26	1.55	25.7x	21.3x	17.3x	21.9%	1.0x	4.7x
通鼎光电	002491.SZ	-	50.6	12.6	18.88	0.31	0.51	0.69	60.0x	37.2x	27.5x	47.7%	0.8x	10.8x
平均值									48.9x	39.2x	28.1x	31.0%	1.4x	6.2x
配线、机柜														
日海通讯	002313.SZ	买入	50.7	12.7	50.70	0.73	1.11	1.42	69.9x	45.8x	35.7x	40.0%	1.1x	5.7x
新海宜	002089.SZ	-	54.0	33.9	22.96	0.35	0.55	0.83	65.8x	41.7x	27.6x	54.4%	0.8x	6.3x
平均值									67.8x	43.7x	31.6x	47.2%	1.0x	6.0x
网优测试														
三维通信	002115.SZ	增持	37.3	27.9	17.40	0.36	0.50	0.61	48.3x	34.7x	28.7x	29.7%	1.2x	5.4x
奥维通信	002231.SZ	-	22.1	5.6	13.75	0.15	0.16	0.22	92.5x	87.7x	63.1x	21.1%	4.2x	5.6x
三元达	002417.SZ	-	36.0	9.0	30.00	0.41	0.56	0.68	72.6x	53.3x	44.1x	28.3%	1.9x	4.5x
世纪鼎利	300050.SZ	增持	78.1	28.6	72.30	1.03	1.75	2.05	70.1x	41.2x	35.3x	41.0%	1.0x	5.3x
华星创业	300025.SZ	买入	24.5	11.5	30.57	0.33	0.50	0.91	92.7x	61.6x	33.5x	66.3%	0.9x	8.9x
中创信测	600485.SH	增持	27.6	27.6	19.88	0.19	0.34	0.52	104.6x	58.6x	38.2x	65.4%	0.9x	6.1x
国脉科技	002093.SZ	中性	70.7	54.7	16.35	0.22	0.27	0.34	75.9x	60.6x	48.7x	24.9%	2.4x	15.2x
平均值									79.5x	56.8x	41.7x	39.5%	1.4x	7.3x
通信卡														
东信和平	002017.SZ	增持	47.5	47.0	23.90	0.16	0.28	0.41	151.2x	84.2x	58.1x	61.4%	1.4x	7.1x
恒宝股份	002104.SZ	增持	75.3	47.1	17.08	0.21	0.26	0.39	80.2x	66.8x	43.9x	35.1%	1.9x	12.7x
大唐电信	600198.SH	增持	76.7	76.4	17.48	0.13	0.17	0.27	133.5x	105.0x	65.3x	42.9%	2.4x	14.4x
平均值									121.6x	85.3x	55.8x	46.5%	1.9x	11.4x
增值服务														
拓维信息	002261.SZ	买入	49.8	25.5	34.23	0.60	0.76	1.08	57.1x	45.1x	31.7x	34.1%	1.3x	7.3x
北纬通信	002148.SZ	增持	29.2	20.3	38.57	0.47	0.29	0.42	82.1x	131.8x	91.7x	-5.3%	NA	7.1x
平均值									69.6x	88.5x	61.7x	-5.3%	NA	7.2x
其他														
亿阳信通	600289.SH	-	75.1	75.1	13.33	0.15	0.21	0.29	91.1x	63.2x	45.4x	41.7%	1.5x	5.1x
动力源	600405.SH	-	26.4	25.3	12.10	0.18	0.26	0.00	66.4x	46.3x	#DIV/0!	-100.0%	NA	5.9x
键桥通讯	002316.SZ	-	26.7	14.5	17.12	0.27	0.35	0.59	62.9x	48.6x	29.0x	47.2%	1.0x	3.4x
高新兴	300098.SZ	-	23.5	5.9	34.31	0.86	1.09	1.43	39.9x	31.5x	24.0x	29.0%	1.1x	3.0x
海格通信	002465.SZ	-	122.5	31.3	36.83	0.64	0.74	0.92	57.8x	50.1x	40.2x	19.9%	2.5x	3.0x
平均值									63.6x	47.9x	#DIV/0!	7.6%	1.1x	4.1x
板块均值									68.8x	55.0x	#DIV/0!	30.6%	0.7x	6.3x

资料来源：东海证券研究所

作者简介

康志毅：高级研究员，从事电信服务、通信设备及传媒业研究；毕业于吉林大学，经济学硕士；3年证券研究经验；2009年7月加盟东海证券研究所。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

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，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897