

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(研究支持):

周明巍

Tel: 021-68634510-8022

E-Mail: zmw3061@xcsc.com

股本

总股数	12000 万股
无限售股份	5664 万股

主要股东 占总股本

程小彦	22.2%
屈振胜	9.6%
陈劲光	9.6%
李华	7.8%

财务比率 (2010)

ROE(摊薄)	16.81%	11
ROA(摊薄)	11.79%	
资产负债率	29.87%	
每股净资产	2.34 元	

相关报告:

“华星创业:上半年 TD 测试手机和明讯网络成为利润增长点” 2010.08.16

“华星创业:继续走在收购扩容的大道上, 2012 年前业绩快速增长有保障” 2011.01.06

“华星创业:业绩基本符合预期, 股权激励确保核心竞争力” 2011.03.10

事件:

近期我们参加了公司的联合调研。就公司业绩以及未来发展思路, 与公司总经理, 董秘以及管理层进行了交流。

点评:

- **第一, 今年将加大系统产品研发与开拓。**2010 年利润上涨主要依靠的是收购兼并等外延式的扩展。今年将通过加强网络测试优化系统的研发与相应市场开拓。发展逐步从“服务+产品”转型成“产品+服务”的发展模式。从而获得一定的内生式增长。
- **第二, 网优服务毛利率将有所回升。**2010 年的技术服务毛利率下降了 5%, 其中一个主要原因在于人员培训投入费用较高。今年公司力争通过 3 个方面的工作提高服务的毛利率, 1. 调整激励体系, 中层, 区域经理的考核和毛利率挂钩。2. 引入 ERP 系统, 增强管理效率。3. 通过更多的自动化软件产品应用取代人工操作。
- **第三, 引入 Wlan 产品, 与外方合作智能 AP, 扩大相关市场份额。**2011 年国内 3 家电信运营商均把发展 Wlan 作为其工作的一个重心。公司表示通过与海外厂商合作推广 Wlan 的智能 AP, 以期在相关市场获得突破, 并在 Wlan 的网络优化服务市场中取得协同效应。
- **第四, Lightradio 技术升级短期影响不大, 长期利多网优行业。**无线核心设备商阿朗在 2010 年提出了 LightRadio 技术作为未来蜂窝移动通信的演进方向。其全面部署还需要一定时间, 但长期看将扩大优化服务的行业规模。
- **第五, 存再融资预期。**华星在上市以后利用超募资金, 成功进行了几次收购兼并。并由此使公司规模获得了快速增长。不过如果按照目前资金的使用速度, 公司存在比较明显的再融资预期。
- **结论:** 预计 2011-2013 年公司 EPS 0.51, 0.85, 1.16, 对应 PE 为 33.7, 20.3, 14.9 倍。维持“增持”评级为。

基本指标

	2010	2011	2012	2013
营业收入(百万元)	241.36	403.39	588.63	781.48
收入同比 (%)	55.10%	67.13%	45.92%	32.76%
归属母公司净利润	39.70	61.49	102.03	139.50
净利润同比 (%)	50.53%	54.90%	65.93%	36.73%
EPS	0.331	0.512	0.850	1.163
BVPS	3.61	4.27	5.35	6.83
PE	45.34	29.27	17.64	12.90
PEG	0.87	0.56	0.34	0.25
PB	4.15	3.52	2.80	2.20
ROE	13.74%	18.02%	23.84%	25.53%

目录

一、 发展战略：今年将加大系统产品研发与开拓	3
二、 工作重心：注重提升服务毛利率	3
三、 引入 WLAN 产品：与外方合作智能 AP，力图扩大相关市场份额	4
四、 LIGHTRADIO 技术短期影响不大，长期利多网优行业	8
五、 再融资预期加强	9
结论：	10
风险提示	10
分析师声明：	12
湘财证券投资评级体系	12
重要声明	12

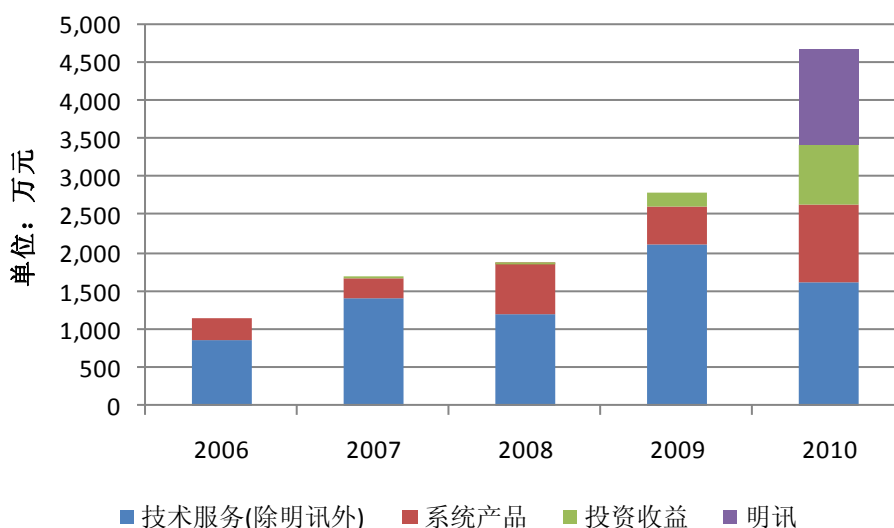
图表目录

图 1 华星净利润分布	3
图 2 华星分业务毛利率情况	4
图 3 全球无线数据业务流量与输入收入增长	5
图 4 中国 WLAN 市场各类设备收入比例	6
图 5 2009 年中国移动 WLAN 集采	6
图 6 海外厂商 RUCKUS 的 WLAN 智能天线阵	7
图 7 RUCKUS 智能 AP 与传统思科 AP 覆盖比较	7
图 8 LIGHTRADIO 架构	8
图 9 LIGHTRADIO CUBE	8
图 10 华星现金占资产比重	9

一、发展战略：今年将加大系统产品研发与开拓

公司上市后，2010 年利润上涨主要依靠的是收购兼并等外延式的扩展，如果去掉明讯网络以及鼎星的测试手机业务(投资收益)，主营利润基本与去年持平。

图 1 华星净利润分布



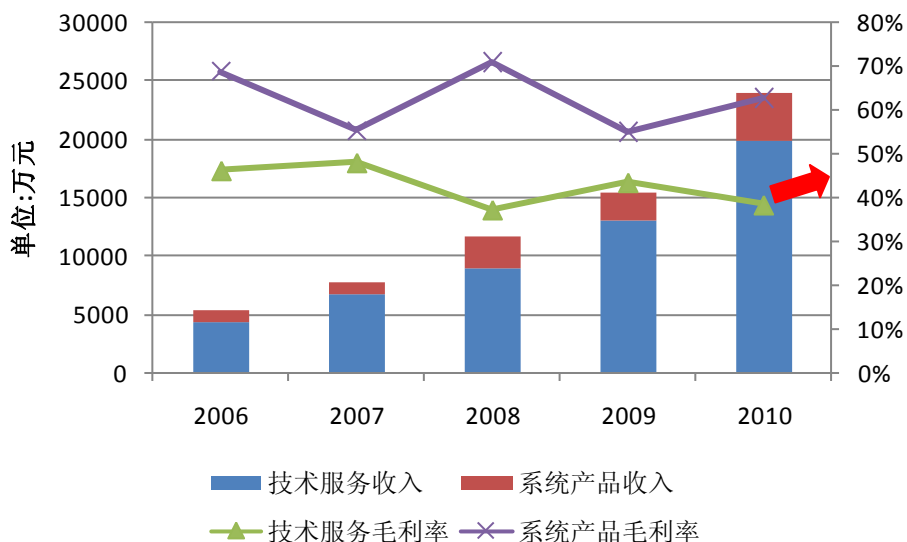
资料来源：公司年报 湘财证券研究所整理

公司表示在继续做好网优服务的同时，将加强网络测试优化系统的研发与相应市场开拓。发展逐步从“服务+产品”转型成“产品+服务”的发展模式，将相关测试产品，智能终端，车载自动化测试，wlan 测试仪表等产品形成系列化，并期待由此带动在今年会有一定的内生式增长。

二、工作重心：注重提升服务毛利率

2010 年的技术服务毛利率下降了 5%，公司方面表示，其中一个主要原因在于人员培训投入费用较高，由此导致了毛利率下降。除了本公司员工以外，另有 300 多的人的外服团队也增加了相关费用。

图 2 华星分业务毛利率情况



资料来源：公司年报

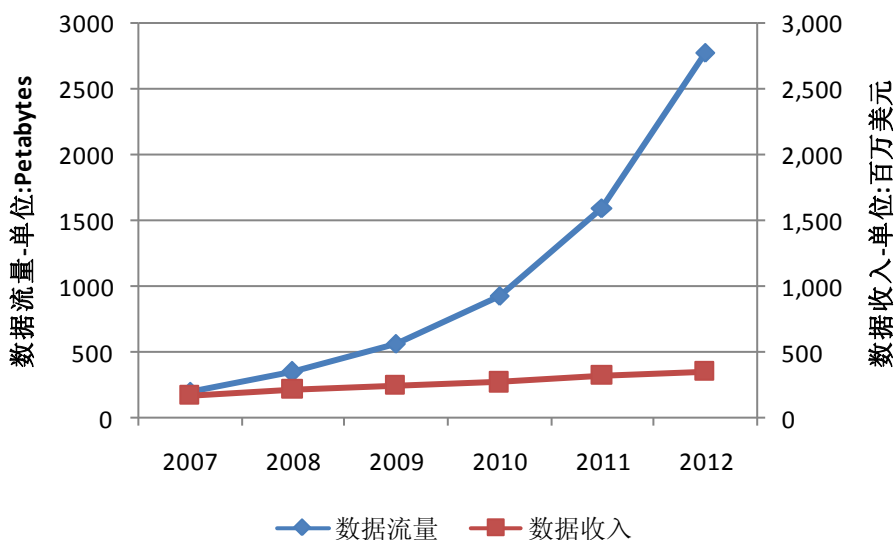
今年公司把提高服务毛利率作为工作的一个重点，将通过 3 个方面的工作致力于提高服务的毛利率：

1. 调整激励体系，中层，区域经理的考核和毛利率挂钩。
2. 引入 ERP 系统，增强管理效率。
3. 通过更多的自动化软件产品应用取代人工操作。

三、引入 Wlan 产品：与外方合作智能 AP，力图扩大相关市场份额

由于智能手机终端的各种应用快速普及，以及笔记本移动上网需求的增长，全球无线数据流量增速远快于运营商数据业务收入的增长，如何避免沦为管道，这就对无线运营商的运营提出了进一步的挑战：

图 3 全球无线数据业务流量与输入收入增长

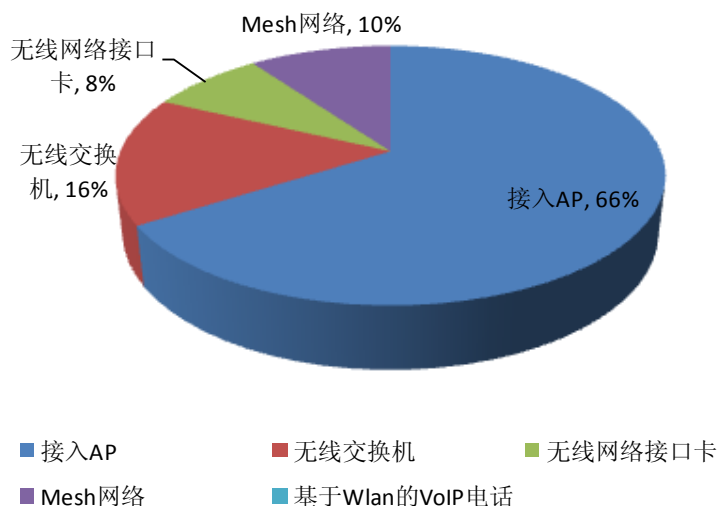


资料来源: Informa Media & Telecom

由于我国 3 家运营商的移动数据业务同样上升都非常快, 普通 GSM/EDGE 的扩容速度已经无法满足未来新兴业务的要求。而 3G 载频的容量也决定了按目前的基站密度, 其也无法应对尤其是室内数据流量大幅上升的形势。所以中移动, 中电信, 中国联通 3 家都有较强的意愿寻找一个分担 2G 数据业务的新平台。

而 WLAN 正越来越被各家运营商基于厚望。其中由于 TD 分担 2G 数据流量的进展有限, 所以发展 Wlan 意愿最为强烈的, 就是资金实力最为强大的中国移动。2011 年国内 3 家电信运营商均把发展 Wlan 作为其工作的一个重心, 尤其是中国移动, 提出在现有 12 万个热点的基础上, 要在未来 3 年内建设 100 万个无线热点。2010 年 10 月中联通启动 20 万台 Wlan 设备招标, 中移动 38 万台, 中国电信也在近期启动了 802.11n 的设备集采招标。

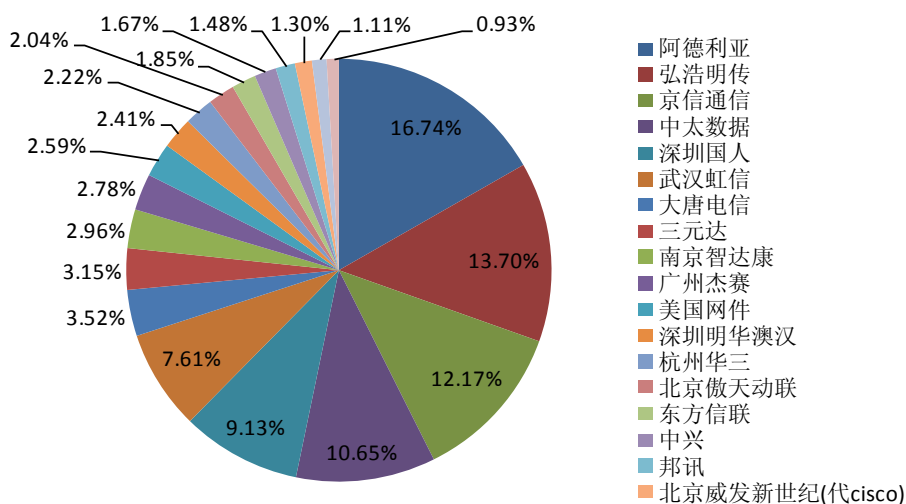
图 4 中国 Wlan 市场各类设备收入比例



资料来源：IDC

由于 Wlan 的 AP 有芯片套片可以使用(如 Atheros 和 Boardcom 的产品)，所以 Wlan 产品的技术门槛相对并不高，技术比拼各家的性能指标也比较接近。所以在运营商之前几轮的 Wlan 设备集采中，传统大厂商如中兴，华为，H3C 等从中标结果看，并不占优。如采购量最大的室内分布型 500mw 瘦 AP 的采购，各家中标占比都非常分散。

图 5 2009 年中国移动 Wlan 集采



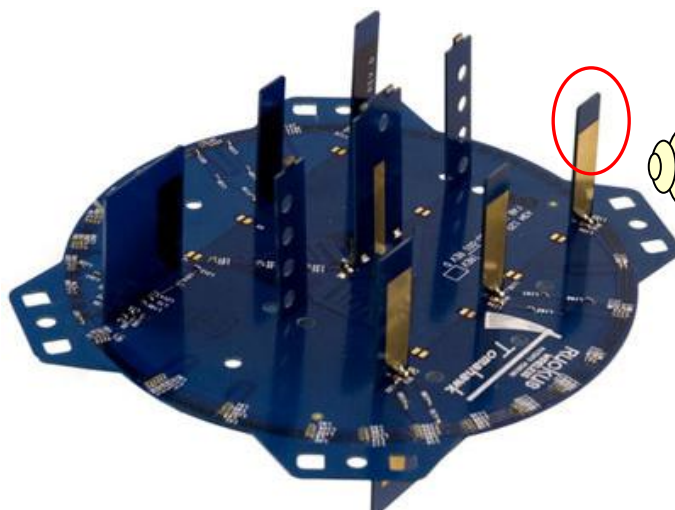
资料来源：中国移动

在这个大背景下，公司方面表示，今年将通过与海外设备商在 Wlan 智能

AP 上进行合作，通过引入具备波束赋形功能的智能天线，进一步拓展 Wlan 产品与服务市场。

Wlan 的智能天线与 TD 的智能天线类似，利用多天线间相位的动态调节达到实时改变天线波束，从而实现在较低部署成本的前提下，实现高速通讯的覆盖。

图 6 海外厂商 Ruckus 的 Wlan 智能天线阵

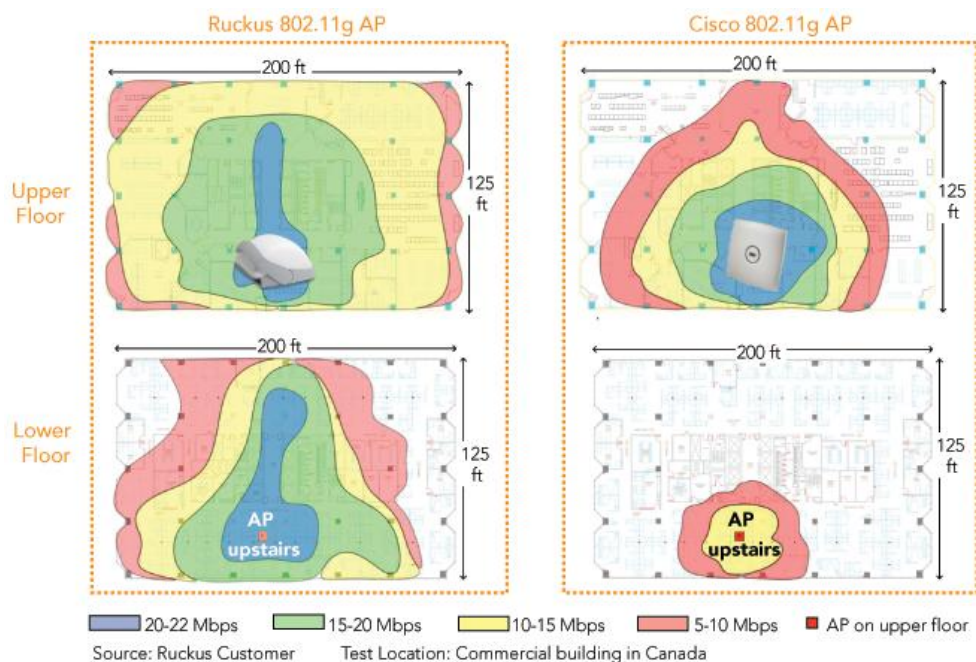


通过各天线阵元的实时相位调节，实现智能天线波束跟踪

资料来源：Internet

与传统 AP 比较，智能天线 AP 在降低空间电磁辐射的同时，大大拓展了 Wlan 网络的覆盖。为运营商快速布网提供了更多的选择。

图 7 Ruckus 智能 AP 与传统思科 AP 覆盖比较

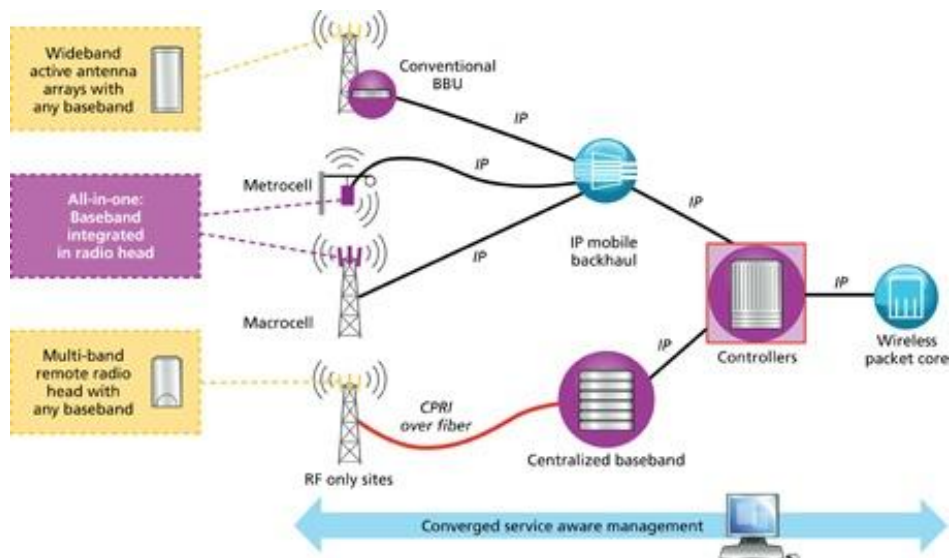


资料来源：Ruckus

四、Lightradio 技术短期影响不大，长期利多网优行业

无线核心设备商阿朗在 2010 年提出了 LightRadio 技术作为未来蜂窝移动通信的演进方向，通过将传统基站分解为多个部件，把功能模块分布在天线和云架构网络中。

图 8 LightRadio 架构



资料来源：阿朗

此外，该系统还将各种蜂窝站塔天线整合凝缩为单一的，体积更小、功能更强大的多频、多标准（2G、3G、LTE）的有源天线矩阵设备，而矩阵上的每个结点即 LightRadio Cube 是一种可安装在电线杆上、建筑物旁或其他任何可供电的地方的“超微型”基站。

图 9 LightRadio Cube



资料来源：阿朗

基于目前行业内如射频器件技术水平，信号处理单元等技术演化，

我们认为 Light Radio 的产品要成熟并达到运营商的要求还需要一定的时间，但因为 LightRadio 可以帮助运营商大幅降低运营成本，提高接入能力，所以对运营商存在吸引力。

长期而言，如果阿朗的 light Radio，以及诺西推出的类似的 Liquid Radio 产品开始大规模商用，将对基站的勘察，规划，设计包括网络优化将产生较多的需求。这对华星和无线网络优化行业的长期发展而言是有利的。

五、再融资预期加强

华星在上市以后利用超募资金，成功进行了几次收购兼并。并由此使公司规模获得了快速增长。

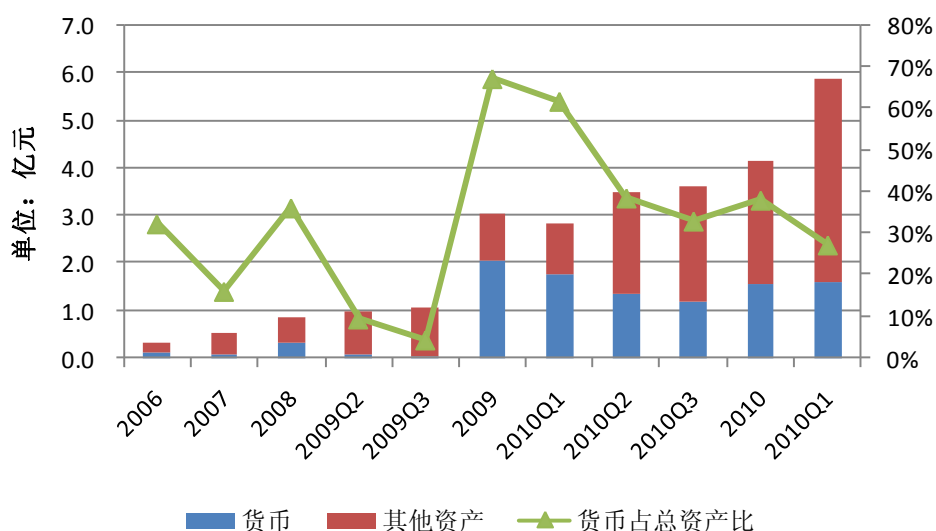
表格 1 华星上市以来的收购

收购公司	公司性质	收购金额(万元)	收购份额	收购 PE
明讯网络	网优服务公司	6600	60%	10(静态)/7.69(动态)
上海鑫众	网优服务公司	5814	60%	7.62(静态)/4.6(动态)

资料来源：公司公告

按照目前资金的使用速度，公司将存在比较明确的再融资预期。由于目前创业板方案尚在制定中，如果短期内无法实施，将在一定程度上制约公司的快速发展。

图 10 华星现金占资产比重



资料来源：公司公告

结论:

维持各网优上市公司近年的业绩将快速增长的判断。预计 2011-2013 年公司 EPS 0.51, 0.85, 1.16, 对应 PE 为 29, 18, 13 倍。维持“增持”评级。

风险提示

1. 公司网络优化产品市场开拓低于预期
2. Wlan 市场开拓进展低于预期

财务报表预测
利润表（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	241	403	589	781
营业成本	138	223	328	436
毛利	103	180	261	345
% 营业收入	42.9%	44.6%	44.3%	44.2%
营业税金及附加	12	19	28	38
% 营业收入	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
销售费用	18	26	32	39
% 营业收入	7.3%	6.5%	5.5%	5.0%
管理费用	33	53	77	102
% 营业收入	13.5%	13.2%	13.0%	13.0%
财务费用	-1	-1	-1	-1
% 营业收入	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	4	12	6	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	8	5	6	7
营业利润	47	74	125	171
% 营业收入	19.4%	18.4%	21.2%	21.9%
营业外收支	4	4	4	5
利润总额	51	79	129	176
% 营业收入	21.1%	19.5%	21.9%	22.5%
所得税费用	6	10	17	23
净利润	45	68	112	153
归属于母公司所有者的净利润	39.7	61.5	102.0	139.5
少数股东损益	5	7	10	13
EPS（元/股）	0.33	0.51	0.85	1.16

现金流量表（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	11	125	199	249
取得投资收益收回现金	4	0	0	0
长期股权投资	-18	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-18	-144	-106	-108
其他	-55	0	0	0
投资活动现金流净额	-91	-144	-106	-108
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-26	0	0	0
筹资成本	8	-9	-15	-20
其他	-18	0	0	0
筹资活动现金流净额	-35	-9	-15	-20
现金净流量	-115	-27	79	121

资产负债表（百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	158	130	209	330
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	153	213	310	414
存货	5	11	16	21
预付账款	9	1	1	2
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	325	355	538	768
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	10	15	21	28
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	730	719	656	578
无形资产	10	9	9	8
商誉	46	46	46	46
递延所得税资产	1	2	1	0
其他非流动资产	-708	-708	-708	-708
资产总计	414	439	562	721
短期贷款	0	0	0	0
应付款项	29	22	33	44
预收账款	6	4	6	8
应付职工薪酬	13	3	5	7
应交税费	8	12	18	25
其他流动负债	35	14	20	27
流动负债合计	90	56	83	110
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	91	56	83	110
归属于母公司所有者权益	289	341	428	547
少数股东权益	34	41	51	65
股东权益	323	382	479	611
负债及股东权益	414	439	562	721
基本指标				
EPS	0.331	0.512	0.850	1.163
BVPS	3.61	4.27	5.35	6.83
PE	45.34	29.27	17.64	12.90
PEG	0.87	0.56	0.34	0.25
PB	4.15	3.52	2.80	2.20
EV/EBITDA	31.43	7.30	5.41	4.13
ROE	13.7%	18.0%	23.8%	25.5%

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。