

并表致使收入大增，期待规模效应逐步显现

公司研究简报

◆外延扩张致收入大幅增长，盈利增长略显滞后

公司公布 2011 年中报，上半年实现营业收入 1.8 亿元，同比大幅增长 137.4%；完成归属于母公司净利润 1583 万元，同比上升 3.6%。其中，受收购企业并表影响，公司第二季度收入增长迅速，实现收入 1.1 亿元，同比上升 148.1%，完成净利润 7057 万元，同比仅上升 5.8%。

2011 年 1-6 月份，公司技术服务收入大幅增长 80.2%，主要系收购的上海鑫众从 3 月份开始并表，并与公司原有业务产生协同效应，业务区域有所拓展；而网络测试优化产品上半年收入同比下滑 12.7%；此外，鑫众原有的网络覆盖延伸产品及解决方案上半年贡献收入达 2980 万元，占公司总收入的 16.5%。

◆毛利率有所下滑，整合尚需时日

2011 年 1-6 月，公司整体毛利率下降 1.8 个百分点至 40%，主要原因是，一方面，明讯网络新增了通信主设备代理业务，该业务毛利率仅为 8.5%，远低于各项业务的平均值；另一方面，网络评估业务因成本上升过快，致使毛利率下滑 5.2 个百分点。同时，期间费用的上升也是导致公司上半年增收不增利的原因之一，受业务拓展、研发费用上升、股权激励费用摊销的影响，公司管理费用大增 157%，而销售费用率和财务费用率控制情况良好。

◆多项业务齐头并进，规模效应值得期待

通信制式复杂程度的提高、网络规模的扩张以及运营商对用户体现的重视使得网优行业维持着较高的景气度。结合今年通信行业的投资建设热点，我们认为 2G/3G 融合优化、2G 网优、WLAN 优化等将成为主要的增长点。

公司上市后聚焦于外延扩张，先后通过投资、收购的方式设立明讯网络、鼎星众诚、上海鑫众等，积极向网优相关领域拓展。以鑫众为例，其具备 WLAN 施工资质，业务网络已覆盖多个省份，符合公司未来的发展方向。鑫众此前已是中国移动 WLAN 和系统集成工程的入围厂家，公司增资上海鑫众，有利于其参与中国移动的集采。我们认为，公司通过外延扩张形成的规模效应将在未来一段时期内体现。

◆预计下半年盈利有所好转，维持“买入”评级

我们认为，公司今年处于扩张转型期，各项费用的增加将对其盈利造成一定压力，下半年随着订单增加，公司规模效应将逐步体现。我们预测 2011-2012 年 EPS 为 0.58 元和 0.79 元，维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	156	241	516	678	872
营业收入增长率	32.94%	55.10%	113.64%	31.45%	28.59%
净利润 (百万元)	26	40	70	95	121
净利润增长率	51.22%	50.53%	76.53%	35.33%	27.29%
EPS (元)	0.22	0.33	0.58	0.79	1.01
P/E	66	44	25	18	14

买入 (维持)

当前价/目标价：14.45/17.4 元

目标期限：6 个月

分析师

周励谦 (执业证书编号：S0930510120024)

021-22169175

zhouliqian@ebsecn.com

联系人

宋嘉吉

021-22169315

songjiagi@ebsecn.com

盛震山

021-22169168

shengzs@ebsecn.com

市场数据

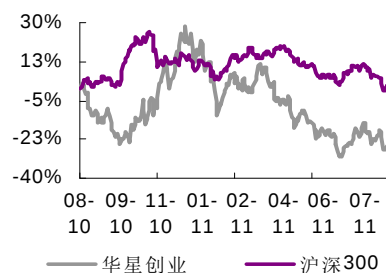
总股本(亿股)：1.20

总市值(亿元)：17.34

一年最低/最高(元)：13.03/37.20

近 3 月换手率：41.47%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.57	-2.71	-26.82
绝对	-4.86	-10.79	-26.13

相关研报

毛利率已触底、新业务增厚业绩

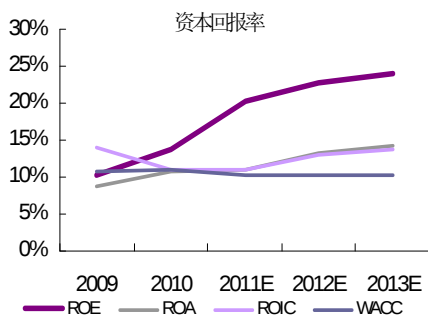
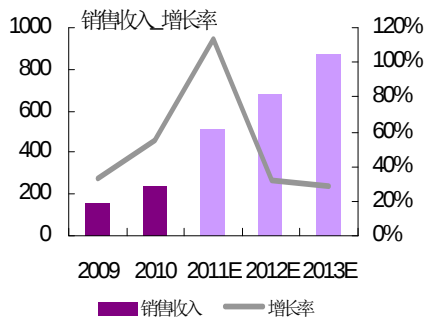
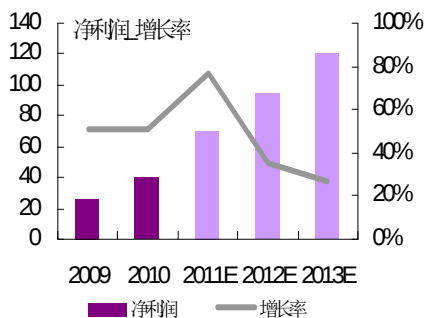
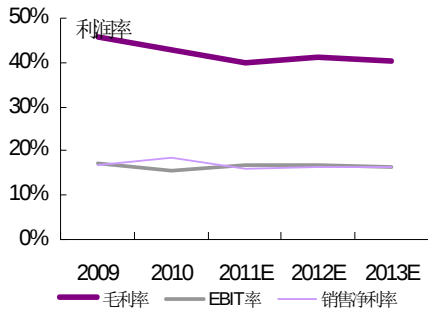
..... 2011-04-28

用精确的业务布局享受网优行业增长

..... 2011-03-22

收购上海鑫众，强化网优一体化布局

..... 2010-12-29



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	156	241	516	678	872
营业成本	85	138	309	400	519
折旧和摊销	4	6	5	7	9
营业税费	8	12	26	34	44
销售费用	8	18	36	47	61
管理费用	26	33	62	81	103
财务费用	1	-1	4	7	7
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	8	5	14	17
营业利润	28	47	88	119	152
利润总额	31	51	97	131	167
少数股东损益	0	5	12	17	21
归属母公司净利润	26.37	39.70	70.08	94.84	120.73

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	304	414	753	843	998
流动资产	284	325	637	700	855
货币资金	204	158	309	407	523
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	74	150	305	267	301
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	1	2	7	8	10
存货	4	5	14	16	19
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	5	10	10	10	10
固定资产	14	22	44	65	67
无形资产	0	10	9	9	8
总负债	46	91	360	362	409
无息负债	22	91	71	92	118
有息负债	24	0	289	270	292
股东权益	258	323	394	481	589
股本	40	80	120	120	120
公积金	186	149	116	125	137
未分配利润	32	60	111	172	247
少数股东权益	1	34	47	63	85

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	0	11	-93	167	128
净利润	26	40	70	95	121
折旧摊销	4	6	5	7	9
净营运资金增加	58	71	344	42	129
其他	-88	-106	-512	23	-130
投资活动产生现金流	-11	-91	-28	-20	7
净资本支出	8	18	33	33	10
长期投资变化	5	10	0	0	0
其他资产变化	-24	-119	-61	-53	-3
融资活动现金流	184	-35	273	-50	-19
股本变化	10	40	40	0	0
债务净变化	19	-24	289	-19	21
无息负债变化	1	69	-20	21	26
净现金流	174	-115	152	97	116

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	32.94%	55.10%	113.64%	31.45%	28.59%
净利润增长率	51.22%	50.53%	76.53%	35.33%	27.29%
EBITDA 增长率	42.17%	44.41%	106.16%	31.63%	25.15%
EBIT 增长率	39.35%	41.22%	127.67%	30.56%	25.25%
估值指标					
PE	66	44	25	18	14
PB	7	6	5	4	3
EV/EBITDA	16	27	23	18	15
EV/EBIT	18	32	24	19	15
EV/NOPLAT	21	36	29	22	18
EV/Sales	3	5	4	3	3
EV/IC	3	4	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	45.68%	42.86%	40.03%	41.03%	40.44%
EBITDA 率	19.71%	18.36%	17.71%	17.74%	17.26%
EBIT 率	17.30%	15.75%	16.79%	16.67%	16.24%
税前净利润率	19.75%	21.15%	18.81%	19.37%	19.17%
税后净利润率 (归属母公	16.95%	16.45%	13.59%	13.99%	13.85%
ROA	8.71%	10.76%	10.94%	13.24%	14.23%
ROE (归属母公司) (摊	10.25%	13.74%	20.19%	22.74%	23.94%
经营性 ROIC	13.99%	11.05%	10.94%	12.97%	13.82%
偿债能力					
流动比率	6.19	3.61	1.77	1.93	2.09
速动比率	6.10	3.55	1.73	1.89	2.04
归属母公司权益/有息债务	10.90	-	1.20	1.54	1.73
有形资产/有息债务	12.83	-	2.38	2.88	3.20
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.22	0.33	0.58	0.79	1.01
每股红利	0.20	0.10	0.21	0.28	0.36
每股经营现金流	0.00	0.09	-0.78	1.40	1.07
每股自由现金流(FCFF)	-0.31	-0.39	-2.53	0.25	-0.05
每股净资产	2.14	2.41	2.89	3.48	4.20
每股销售收入	1.30	2.01	4.30	5.65	7.26

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

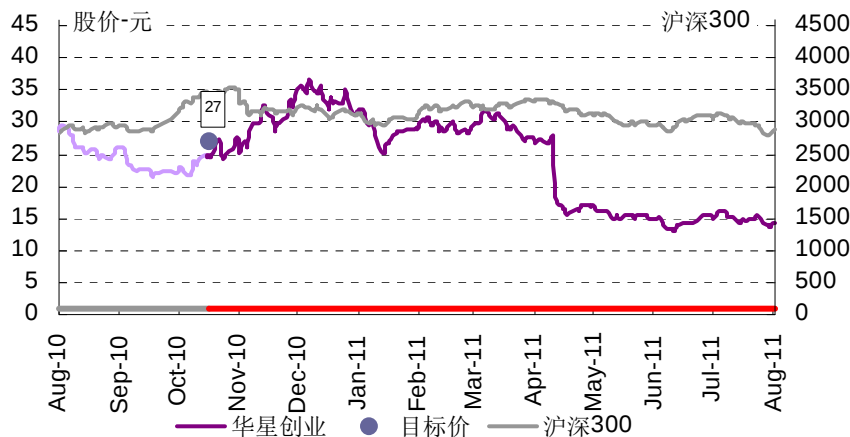
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。2010 年带领团队荣获首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名。

投资建议历史表现图

华星创业 (300025)



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2010-10-27	24.61	27.00	增持
2010-12-30	32.11	34.40	增持
2011-03-06	32.11	34.40	买入
2011-04-24	32.11	34.40	买入
2011-04-25	32.11	34.40	买入
2011-04-29	15.66	18.00	买入
2011-05-09	15.66	18.00	买入

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

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

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com