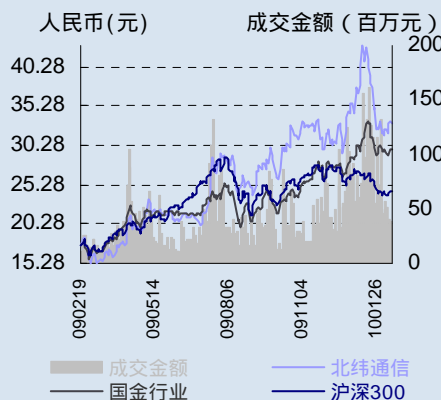


2010年02月19日

市场数据(人民币)

市价(元)	33.51
已上市流通A股(百万股)	44.98
总市值(百万元)	2,533.36
年内股价最高最低(元)	43.00/15.28
沪深300指数	3251.28
中小板指数	5643.12
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《手机游戏、阅读、动漫视频将成业绩驱动的关键业务》，2009.10.21
- 2 《手机游戏和市场横向拓展是公司业绩增长的关键》，2009.6.16

陈运红

 (8621)61038242
 chenyh@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

北纬通信 (002148.SZ)

——短期受制，长期受益于行业整顿

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.633	0.456	0.470	0.693	1.076	1.578
净利润增长率	1.26%	8.14%	2.93%	47.59%	55.18%	46.73%
先前预期每股收益(元)						
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.628	0.856	N/A
市盈率(倍)	78.06	29.68	73.46	48.35	31.15	21.23
行业优化市盈率(倍)	70.63	38.55	56.57	56.57	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	61.98	3.65	25.06	1.02	0.56	0.45
已上市流通 A 股(百万股)	12.60	44.98	44.98	44.98	44.98	44.98
总股本(百万股)	50.40	75.60	75.60	75.60	75.60	75.60

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- **2009 年报点评：业绩低于预期，主因行业整顿及费用升高。**
 - ◆ 2009 年北纬通信实现收入 1.64 亿（增速 13.26%），净利润 3550 万（增速 2.93%）。09 年四季度以来工信部及电信运营商对于移动互联网行业的整顿活动是公司收入增速低于预期的主要原因；
 - ◆ 毛利率下降和管理费用上升是公司净利润增幅落后收入增幅的主要原因：综合毛利率下降 3.4 个百分点至 49.07%，因公司加强区域营销，本地运营、内容资源等成本增长较快，以及新业务如手机游戏投入较大，毛利率较低。同时公司管理成本和研发投入增加明显，管理费用较上年增长 35.58%。
- **未来业绩驱动因素：公司新业务亮点不断，未来业绩弹性较大。长期将受益于行业整合，实现内生和外延的齐头并进。**
 - ◆ 公司业务梯队结构清晰，短期增量收入主要来自手机游戏（09 年收入 2227 万）和彩铃（09 年增速 20.2%），中长期则看手机游戏、图铃、手机阅读、动漫视频等新业务。行业整顿只能短期压抑业务需求，一旦政策重新放开，公司未来业绩弹性较大；
 - ◆ 行业环境的收缩也为北纬的收购兼并创造了有利条件，长期来看形成利好，公司拥有渠道和资本优势，将成为行业整合的受益者。
- **业绩预测和投资推荐：**
 - ◆ **业绩预测：**国内移动互联网行业的政策收缩将持续一段时间，并对行业 10 年上半年整体业绩产生负面影响，我们下调了公司 10 年的业绩预测，但对长期前景依然看好。预计公司 2010-2012 年分别实现收入 2.21

亿、3.17 亿和 4.38 亿，同比增长 34.52%、43.44%和 38.23%，实现 EPS 为 0.693 元、1.076 元和 1.578 元，同比增长 47.59%、55.18%和 46.73%。

- ◆ **投资推荐：维持买入评级。**我们给予公司 2011 年 PE33-38X，合理价格区间为 35.51-40.89 元，维持买入评级。考虑公司业务需求在政策放松后弹性较大，以及新业务推广进度的不确定性，不排除公司未来业绩大幅超出我们预期的可能性。
- ◆ **风险提示：**行业整顿和政策收缩持续时间可能超出预期，给公司及整个行业的业绩和估值带来压力。

内容目录

2009 年度公司业绩点评	4
业绩低于预期，主因行业整顿和费用升高	4
长期将受益于行业整合，未来业绩弹性较大	5
公司新业务亮点不断，业绩弹性大	5
长期将受益于行业整合，内生和外延齐头并进	6
业绩预测与投资推荐	6

图表目录

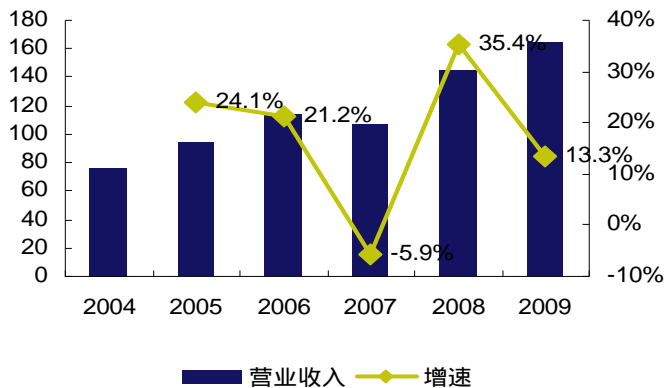
图表 1：公司营业收入分析（百万）	4
图表 2：公司净利润分析（百万）	4
图表 3：近期 SP 业务整顿主要事件	4
图表 4：2009 年公司盈利能力趋势分析-毛利率下降和管理费用上升是主因	5
图表 5：公司主要业务收入分析及预测（百万元）	5
图表 6：公司主要业务收入占比发展趋势	5
图表 7：北纬 3G 业务整体布局	6
图表 8：公司近年资本运作案例	6
图表 9：公司主营业务收入分析和预测（百万元）	7
图表 10：公司 EPS 分析和预测（元）	7
图表 11：公司财务分析	7

2009 年度公司业绩点评

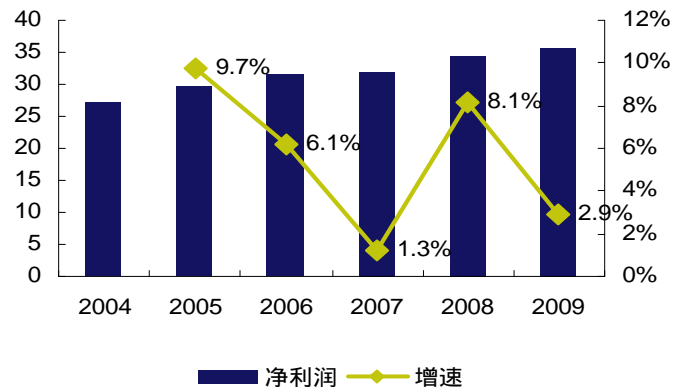
业绩低于预期，主因行业整顿和费用升高

- 公司 2009 年全年收入和净利润增幅均低于我们预期，主要原因是 09 年四季度以来电信运营商的行业整顿和业务扩张下的费用增加。公司同时宣布拟每 10 股派送现金 2.00 元（含税）：
- ◆ 2009 年北纬通信实现收入 1.64 亿（增速 13.26%），净利润 3550 万（增速 2.93%）。09 年四季度以来工信部及电信运营商对于移动互联网行业的整顿活动是公司收入增速低于预期的主要原因；

图表1：公司营业收入分析（百万）



图表2：公司净利润分析（百万）



来源：公司报告，国金证券研究所

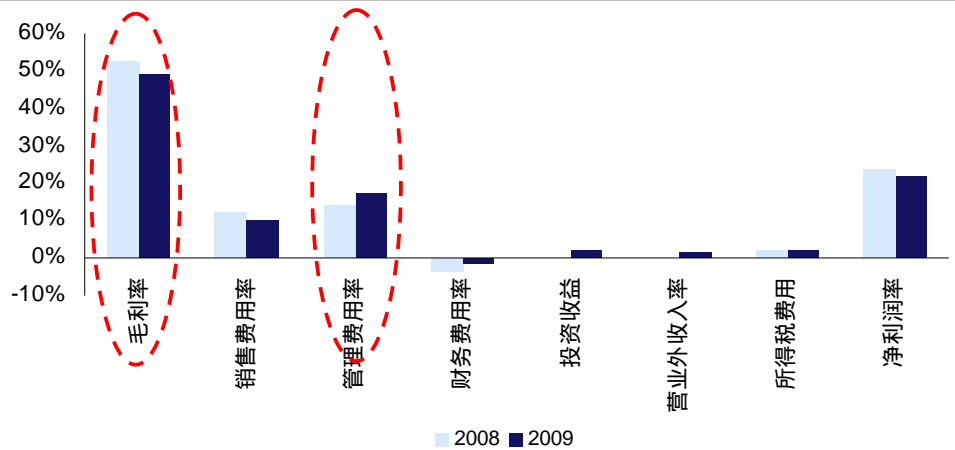
图表3：近期 SP 业务整顿主要事件

时间	事件
2009年10月	中国移动展开“扫黄打非”治理活动，所有WAP计费通道被暂停
2009年11月	中国电信对所有WAP SP服务进行屏蔽，并进行清理整理黑白名单
2009年11月	中国联通暂停除腾讯等15家已作出承诺公司以外的信息服务，进行逐项审批
2010年1月	整顿SP代收费，取消短信指令模糊匹配。这是业务方式的一次重大改变，对SP收费影响重大
2010年2月	整顿手机内置业务，要求终端内置业务在用户购买时向用户发送通知，避免糊涂消费
2010年2月	八部委整治手机涉黄和盗版网站专项活动

来源：国金证券研究所

- 毛利率的下降和管理费用的上升是公司净利润增幅落后于收入增幅的主要原因：收入同比增长 13.26%，营业成本增长 21.37%，销售费用下降 4.32%，管理费用上升 35.58%，财务收入下降 56.65%，所得税费用减少 7.71%，净利润增长 2.93%：
- ◆ 公司综合毛利率从 08 年的 52.47% 下降到 09 年的 49.07%，主要原因一是公司加强了区域营销队伍的建设，本地运营、内容资源采购等成本增长较快。二是公司新业务如手机游戏由于产品周期短，成本投入较大，毛利率较低；
- ◆ 报告期内，虽然公司销售费用率有所下降，但随着业务规模的扩大，管理成本和研发投入增加明显，管理费用比上年增长 35.58% 达到 2812 万，同时由于银行利率的下降，利息收入有所降低。总的来看，三项费用从 08 年的 22.83% 上升至 25.89%；
- ◆ 公司在报告期内实现投资收益 370 万，主要来自于占有 35% 股份的杭州掌盟，该公司主营手机应用平台和游戏开发，未来业绩有望爆发性增长，为公司继续贡献投资收益。

图表4：2009年公司盈利能力趋势分析-毛利率下降和管理费用上升是主因



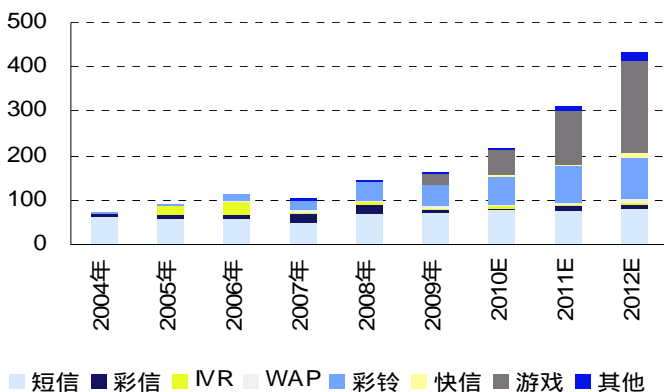
来源：公司报告，国金证券研究所

长期将受益于行业整合，未来业绩弹性较大

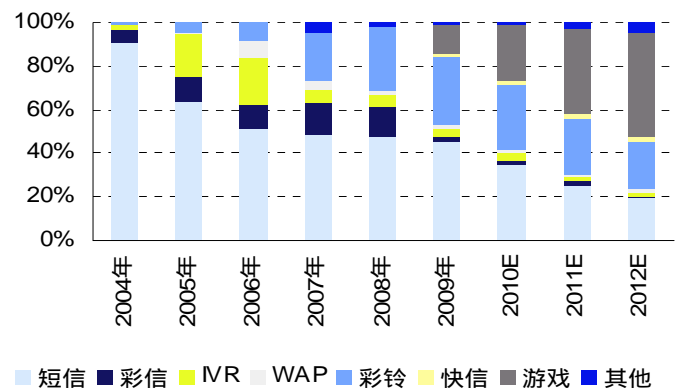
公司新业务亮点不断，业绩弹性大

- 公司业务梯队结构清晰，短期增量收入主要来自手机游戏和彩铃，中长期则看手机游戏、图铃、手机阅读、动漫视频等新业务。行业的整顿只能短期压抑移动互联网的业务需求，一旦政策重新放开，公司未来业绩弹性较大：
 - ◆ 继 08 年的彩铃之后，公司重点投入的手机游戏业务在 09 年取得爆发性增长，全年实现收入 2227 万，其中下半年月均收入达 300 万，增长速度超出市场预期；
 - ◆ 09 年 7 月，公司与央视合作取得中移动手机视频业务动漫门户的独家运营权，公司通过整合国内外动漫资源，已形成国内最大的动漫资源库。动漫业务有望成为手机游戏之后的又一业绩增长点；
 - ◆ 此外，公司还在积极培育多媒体彩铃、IVVR 以及移动社区等创新性业务，产品的战略储备和梯队结构思路逐渐清晰。

图表5：公司主要业务收入分析及预测（百万元）



图表6：公司主要业务收入占比发展趋势



来源：公司报告，国金证券研究所

图表7：北纬 3G 业务整体布局



来源：国金证券研究所

长期将受益于行业整合，内生和外延齐头并进

- 与此同时，行业政策的收缩也为北纬的收购兼并创造了有利条件，长期来看形成利好，公司拥有渠道和资本优势，将成为行业整合的受益者：
 - ◆ 公司加大投入，依靠移动 168 及快信 100 等紧密型的合作业务，加强区域营销队伍的建设，业务接入区域不断增加，在行业整顿中依靠自身的渠道优势最大可能的规避政策风险。以彩铃业务为例，公司在与中移动深入合作同时，实现了联通 13 个省、电信 14 个省的接入，2009 年收入实现 20.2% 的增长，对营收的贡献率达到 30.7%；
 - ◆ 另一方面，公司 09 年投资 3000 万成立了全资创投子公司永辉瑞金，今后将以此为平台继续整合移动互联网产业链上下游的初创型公司。政策的收缩为北纬收购优质的移动互联网企业创造了难得的机会，公司有望利用自身资本优势，实现内生和外延的齐头并进。

图表8：公司近年资本运作案例

公司	持股比例	简介
永辉瑞金	100%	注册资本3000万，对移动互联网行业内的初创型公司进行投资
杭州掌盟	35%	主营手机应用平台和游戏开发，09年净利润1035万
上海艾摩	40%	移动电子商务，B2C商城
西安袖意无限	35%	海外iPhone游戏开发外包
大连斯芬克斯	30%	国内动作类游戏开发前三
北京赛贝尔	100%	永辉瑞金全资收购，09年4月中标联通视频共享平台建设项目

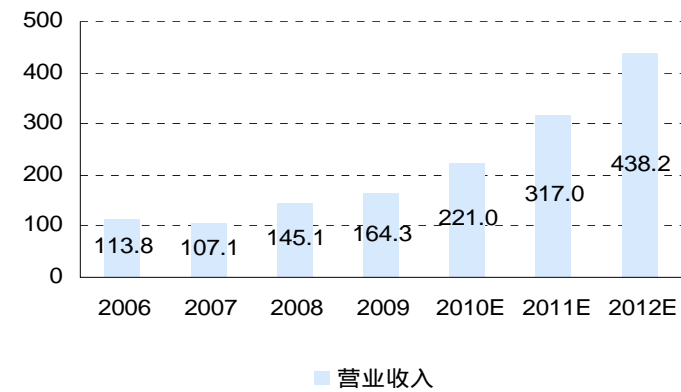
来源：国金证券研究所

业绩预测与投资推荐

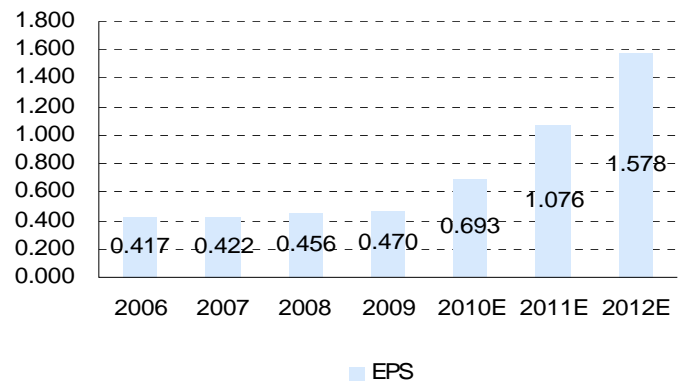
- **业绩预测：**国内移动互联网行业的政策收缩将持续一段时间，并对行业 10 年上半年整体业绩产生负面影响，我们下调了公司 10 年的业绩预测，但对长期前景依然看好。预计公司 2010-2012 年分别实现收入 2.21 亿、3.17 亿和 4.38 亿，同比增长 34.52%、43.44%和 38.23%，实现 EPS 为 0.693 元、1.076 元和 1.578 元，同比增长 47.59%、55.18%和 46.73%。
- **投资推荐：**维持买入评级。我们给予公司 2011 年 PE33-38X，合理价格区间为 35.51-40.89 元，维持买入评级。考虑公司业务需求在政策放松后弹性较大，以及新业务推广进度的不确定性，不排除公司未来业绩大幅超出我们预期的可能性。

- **风险提示：**行业整顿和政策收缩持续时间可能超出预期，给公司及整个行业的业绩和估值带来压力。

图表9：公司主营业务收入分析和预测（百万元）



图表10：公司EPS分析和预测（元）



来源：公司报告，国金证券研究所

图表11：公司财务分析

	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009	2010E	2011E
盈利能力									
净资产收益率ROE	29.09%	24.52%	9.18%	9.20%	9.28%	9.72%	9.05%	12.36%	17.19%
投入资本收益率ROIC	25.82%	21.47%	8.05%	8.64%	8.17%	9.03%	7.15%	9.96%	14.52%
资产收益率ROA	23.51%	19.99%	8.93%	8.75%	9.08%	9.46%	8.89%	11.60%	15.74%
毛利率	59.72%	62.66%	59.84%	58.83%	52.47%	58.19%	49.07%	49.13%	50.71%
EBITDA Margin	29.29%	34.26%	33.83%	31.20%	25.37%	25.90%	21.03%	24.27%	26.79%
EBIT Margin	29.29%	30.78%	30.47%	28.47%	22.94%	25.77%	18.53%	20.73%	23.57%
税前利润率	29.06%	31.32%	34.78%	30.29%	26.06%	27.74%	23.47%	25.74%	27.85%
净利率	27.75%	28.36%	29.77%	25.06%	23.78%	25.84%	21.61%	23.71%	25.65%
扣除非正常损益的净利率（含折）	27.92%	28.39%	28.14%	25.18%	23.84%	25.84%	20.23%	22.09%	24.18%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	2
买入	0	2	2	4	16
持有	0	4	4	4	11
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.67	2.67	2.60	2.43

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-06-16	买入	21.38	23.73 ~ 27.68
2 2009-10-21	买入	30.05	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。