

手机游戏收入增长加速，仍处在培育期

北纬通信 (002148) 评级: 增持 (维持)

股价: 33.51 元

目标价位: 30.00 元

跟踪报告

2010年02月22日 星期一

TMT 小组

康志毅

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 30.00 元

升值潜力 (%) -11%

目标价确定日期: 10.02.22

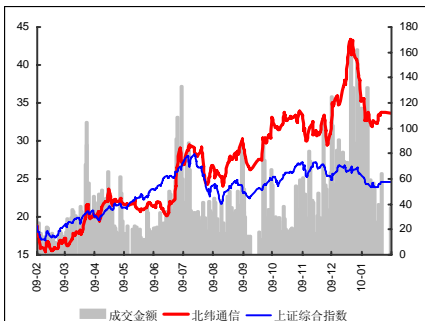
重要数据

总股本 (亿股)	0.76
流通股本 (亿股)	0.45
总市值 (亿元)	25.33
流通市值 (亿元)	15.07

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	0.26	-1.12
3 个月	4.38	14.18
6 个月	35.49	30.98

个股相对上证综指走势图



相关报告:

《营收有所好转，维持预测不变》

09.10.21

《经营状况出现波动，长期成长趋势不改》

09.08.21

投资要点

- 2009 年公司实现营业收入 1.64 亿元，同比增长 13.3%；营业利润 3,611 万元，同比减少 4.7%；归属母公司所有者的净利润 3,550 万元，同比增加 2.9%；摊薄每股收益 0.47 元，低于我们 0.54 元的预期，也低于市场的预期。第 4 季度营业收入 5,151 万元，同比增长 17.3%；归属母公司所有者的净利润 991 万元，同比减少 20.2%，摊薄每股收益 0.13 元。分配预案为每 10 股派 2 元 (含税)。
- **传统业务稳定，手机游戏贡献营收增长。**09 年公司营业收入的增长完全来自于新开展的手机游戏业务，创立了“北极无限”游戏品牌，该业务收入为 2,227 万元，超过我们的预期，预计仍将保持快速增长。传统各业务收入互有抵消，总体收入规模保持稳定：收入占比 35% 的短信业务收入仅同比增长 3.9%；收入占比 29% 的彩铃业务由于进入中国联通、中国电信市场，收入同比增长 20.2%；IVR、WAP、彩信等业务出现了不同程度的下滑，其中彩信收入减少严重，由 08 年 2,014 万元减少到 09 年 542 万元。
- **毛利率下滑，费用率上升导致净利润增长乏力。**09 年公司综合毛利率 49.1%，同比下滑 3.4 个百分点，第 4 季度单季更为历年来的新低，降至 37%，主要原因：①内容制作成本的增加；②手机游戏处于培育阶段，毛利率较低。期间费用率为 25.9%，同比上升 3.1 个百分点，主要是由于人员规模扩大和研发费用的加大导致管理费用率同比上升 2.8 个百分点：①09 年公司员工数增加 67 名至 452 名，主要为业务人员；②09 年研发费用达到 1,194 万元，同比增长 56%，研发费用率也同比上升了 2 个百分点。
- 预计 2010-2011 年每股收益分别为 0.54 元、0.70 元，较原预测分别下调 0.09 元、0.06 元，动态市盈率分别为 62x、48x，并无估值优势。SP 企业受到运营商整治的影响较大，短期业绩仍将持续低迷，公司也无法独善其身。公司手机游戏业务已步入快速增长期，同时新开展的手机视频业务也具有高成长性，暂维持对公司“增持”的投资评级。

主要财务指标

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	107.1	145.1	164.3	210.1	261.5
营业收入增长率 (%)	-5.9%	35.4%	13.3%	27.9%	24.4%
营业利润 (百万元)	35.2	37.9	36.1	42.6	55.8
营业利润增长率 (%)	5.8%	7.6%	-4.7%	17.9%	31.1%
净利润 (百万元)	31.9	34.5	35.5	40.8	53.0
净利润增长率 (%)	1.3%	8.1%	2.9%	15.0%	29.8%
营业利润率 (%)	32.9%	26.1%	22.0%	20.3%	21.3%
每股收益 (元)	0.422	0.456	0.470	0.540	0.701
每股净资产 (元)	4.59	4.92	5.19	5.73	6.43
PE (X)	79.4	73.4	71.4	62.0	47.8
PB (X)	7.3	6.8	6.5	5.9	5.2
ROE (%)	9.2%	9.3%	9.1%	9.4%	10.9%

表 1. 北纬通信 4 季度业绩对比

百万元	1-4Q2009	1-4Q2008	YoY	4Q2009	4Q2008	YoY	3Q2009	QoQ
营业收入	164.29	145.06	13.3%	51.51	43.91	17.3%	42.26	21.9%
增长率	13.3%	35.4%	-22.1%	17.3%	40.3%	-23.0%	16.5%	0.8%
毛利率	49.1%	52.5%	-3.4%	37.0%	49.5%	-12.4%	48.5%	-11.5%
营业成本	83.67	68.94	21.4%	32.43	22.18	46.2%	21.76	49.0%
营业税金及附加	5.49	4.79	14.6%	1.71	1.45	18.0%	1.45	17.8%
期间费用率	25.9%	22.8%	3.1%	21.9%	19.7%	2.3%	27.1%	-5.2%
销售费用	16.56	17.31	-4.3%	4.71	4.01	17.4%	4.15	13.5%
销售费用率	10.1%	11.9%	-1.9%	9.2%	9.1%	0.0%	9.8%	-0.7%
管理费用	28.12	20.74	35.6%	7.13	5.56	28.1%	8.16	-12.7%
管理费用率	17.1%	14.3%	2.8%	13.8%	12.7%	1.2%	19.3%	-5.5%
财务费用	(2.14)	(4.94)	-56.6%	(0.54)	(0.94)	-41.9%	(0.84)	-35.4%
财务费用率	-1.3%	-3.4%	2.1%	-1.1%	-2.1%	1.1%	-2.0%	0.9%
资产减值损失	0.18	0.11	67.9%	0.18	0.11	67.9%	0.00	NA
公允价值变动净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	0.00	NA
投资净收益	3.70	(0.20)	-1904.7%	2.79	(0.03)	-8545.1%	0.27	922.1%
营业利润	36.11	37.90	-4.7%	8.70	11.51	-24.5%	7.85	10.8%
增长率	-4.7%	7.6%	-12.4%	-24.5%	-5.1%	-19.3%	18.1%	-42.6%
营业利润率	22.0%	26.1%	-4.1%	16.9%	26.2%	-9.3%	18.6%	-1.7%
加: 营业外收入	2.66	0.16	1530.7%	2.40	0.11	2080.0%	0.26	835.1%
减: 营业外支出	0.20	0.26	-20.2%	0.05	0.06	-10.2%	0.15	-65.4%
利润总额	38.56	37.81	2.0%	11.05	11.56	-4.5%	7.96	38.8%
减: 所得税	3.06	3.31	-7.7%	1.13	(0.86)	-231.4%	0.59	92.3%
实际所得税率	7.9%	8.8%	-0.8%	10.2%	-7.4%	17.7%	7.4%	2.8%
净利润	35.50	34.49	2.9%	9.91	12.42	-20.2%	7.37	34.6%
减: 少数股东损益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	(0.00)	-200.0%
归属于母公司所有者的净利润	35.50	34.49	2.9%	9.91	12.42	-20.2%	7.37	34.6%
增长率	2.9%	8.1%	-5.2%	-20.2%	13.5%	-33.7%	26.7%	-46.9%
净利润率	21.6%	23.8%	-2.2%	19.2%	28.3%	-9.0%	17.4%	1.8%
每股收益 (元)	0.47	0.46	2.9%	0.13	0.16	-20.2%	0.10	34.6%

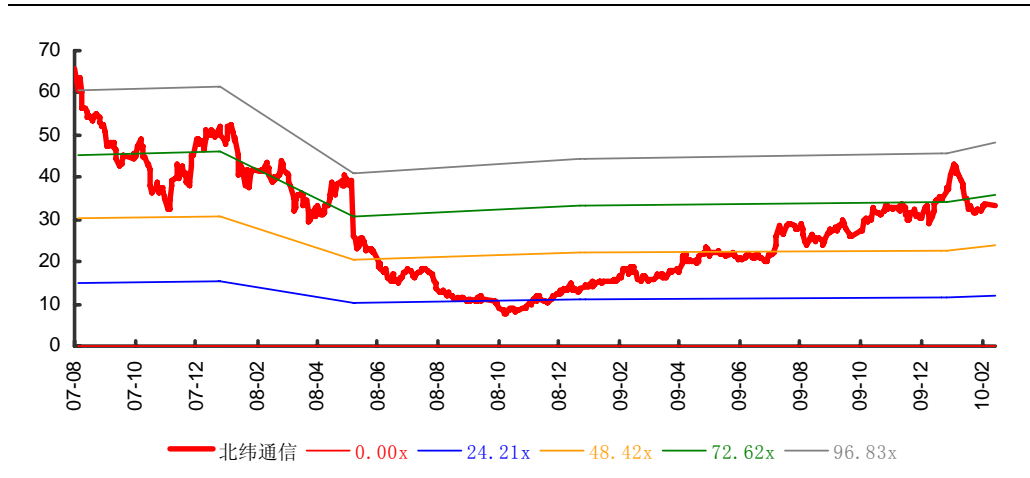
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 2. 北纬通信盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	113.8	107.1	145.1	164.3	210.1	261.5	35.4%	13.3%	27.9%	24.4%
增长率	21.2%	-5.9%	35.4%	13.3%	27.9%	24.4%	41.3%	-22.1%	14.6%	-3.5%
综合毛利率	59.7%	59.8%	52.5%	49.1%	47.3%	48.6%	-7.4%	-3.4%	-1.8%	1.3%
营业成本	45.8	43.0	68.9	83.7	110.7	134.4	60.2%	21.4%	32.3%	21.3%
营业税金及附加	3.7	3.5	4.8	5.5	7.1	8.6	37.3%	14.6%	30.0%	20.8%
期间费用率	26.7%	23.8%	22.8%	25.9%	25.3%	25.3%	-1.0%	3.1%	-0.6%	0.0%
销售费用	12.8	10.9	17.3	16.6	18.7	21.4	59.3%	-4.3%	12.9%	14.7%
销售费用率	11.2%	10.1%	11.9%	10.1%	8.9%	8.2%	1.8%	-1.9%	-1.2%	-0.7%
管理费用	18.1	17.1	20.7	28.1	36.3	46.0	21.2%	35.6%	29.3%	26.6%
管理费用率	15.9%	16.0%	14.3%	17.1%	17.3%	17.6%	-1.7%	2.8%	0.2%	0.3%
财务费用	(0.5)	(2.5)	(4.9)	(2.1)	(1.9)	(1.3)	99.7%	-56.6%	-11.7%	-30.9%
财务费用率	-0.5%	-2.3%	-3.4%	-1.3%	-0.9%	-0.5%	-1.1%	2.1%	0.4%	0.4%
资产减值损失	0.6	(0.1)	0.1	0.2	0.0	0.0	-210.7%	67.9%	-100.0%	NA
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA
投资净收益	0.0	0.0	(0.2)	3.7	3.5	3.5	NA	-1905%	-5.4%	0.0%
营业利润	33.3	35.2	37.9	36.1	42.6	55.8	7.6%	-4.7%	17.9%	31.1%
增长率	8.0%	5.8%	7.6%	-4.7%	17.9%	31.1%	1.8%	-12.4%	22.7%	13.2%
营业利润率	29.2%	32.9%	26.1%	22.0%	20.3%	21.3%	-6.7%	-4.1%	-1.7%	1.1%
加: 营业外收入	0.0	2.2	0.2	2.7	2.0	2.0	-92.5%	1530.7%	-24.8%	0.0%
减: 营业外支出	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	78.7%	-20.2%	-1.7%	0.0%
利润总额	33.1	37.3	37.8	38.6	44.4	57.6	1.5%	2.0%	15.1%	29.8%
减: 所得税	1.5	5.4	3.3	3.1	3.6	4.6	-38.2%	-7.7%	16.0%	29.8%
实际所得税率	4.5%	14.4%	8.8%	7.9%	8.0%	8.0%	-5.6%	-0.8%	0.1%	0.0%
净利润	31.6	31.9	34.5	35.5	40.8	53.0	8.1%	2.9%	15.0%	29.8%
减: 少数股东损益	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA
归属于母公司所有者的净利润	31.5	31.9	34.5	35.5	40.8	53.0	8.1%	2.9%	15.0%	29.8%
增长率	6.1%	1.3%	8.1%	2.9%	15.0%	29.8%	6.9%	-5.2%	12.1%	14.8%
净利润率	27.7%	29.8%	23.8%	21.6%	19.4%	20.3%	-6.0%	-2.2%	-2.2%	0.8%
每股收益(元)	0.42	0.42	0.46	0.47	0.54	0.70	8.1%	2.9%	15.0%	29.8%

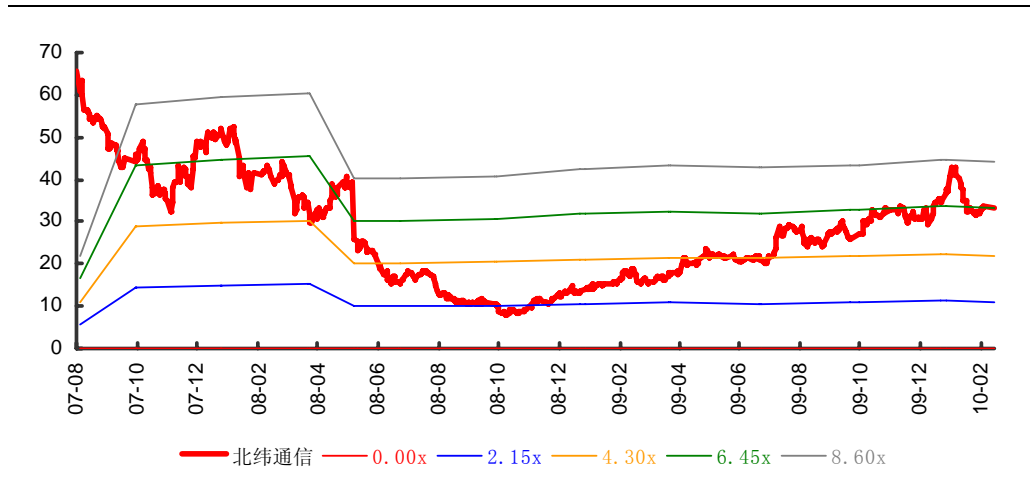
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

图1. 北纬通信 PE 曲线



资料来源：东海证券研究所

图2. 北纬通信 PB 曲线



资料来源：东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务及通信设备业、广电服务及新闻广电业研究, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2 年证券研究经验, 曾为天相投顾通信行业分析师; 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点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, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 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。本报告可能因时间和其他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。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。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。

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, 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。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122