

北纬通信 (002148.SZ) 软件行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

陈运红

分析师 SAC 执业编号: S1130208030230
(8621)61038242
chenyh@gjzq.com.cn

业绩略微低于预期，静待行业爆发

事件

北纬通信 2 月 25 日公告: 2010 年度公司实现营业收入 2.26 亿元 (增长 37.48%)，实现净利润 4668 万元 (增长 31.47%)，实现 EPS0.62 元 (增长 31.91%)；同时，披露 2010 年度利润分配预案每 10 股转增 5 股派 2 元。

评论

业绩点评: 业绩略低于预期。公司期权激励 2010 年度的考核目标为扣除非经常性损益后净利润增长 30%，公司实际净利润增长 31.47%，我们判断公司可以达到行权条件。2010 年公司收入增长 37.48% (我们的预期为 41.42%)，实现 EPS0.62 元 (我们预期 0.65 元)，均略低于我们的预期。收入低于预期的主要因素来自于受中国移动去年下半年加大对 SP 厂商管理力度的考核标准，导致行业发展进程整体后延。

移动互联网板块预计将在 2011 年下半年爆发，主要逻辑如下:

第一，中国移动从去年以来对互联网从紧的根本目的是: 其一，是想整合资源，借机垄断内容; 其二，移动带宽不足的瓶颈也是阻碍其大规模推动移动互联网业务发展的决心。中国移动走的是“先网络，后内容”的道路。当务之急中国移动需要把无线宽带网络建好，根据网络的可用程度逐渐放松对业务和内容上的控制。随着今年中国移动加大对 TD、GSM 和 WLAN 的投入，网络状况将得到快速改善，我们认为，公司从自身业务发展角度，对 CP/SP 的扶持态度和鼓励导向仍然值得期待。

第二，中国电信和中国联通对于移动互联网的较开放的态度，将给中国移动封闭模式带来了巨大的竞争压力。随着中国电信和中国联通在 3G 用户上的继续高速发展，中国移动的压力会进一步加大，这很可能促进中国移动积极推动移动互联网业务发展的步伐，我们预计时间点在下半年。

第三，国家对移动互联网鼓励政策预计在下半年重启，被政策压制接近 1 年时间的移动互联网行业面临井喷的可能。过去几年，移动互联网加速洗牌，市场集中度进一步向优势企业集中，具备资源、技术等综合优势厂商最终面临长达 5 年的发展机遇。

第四，目前三大运营商 3G 用户总数超过 5000 万，到今年底预计达到 1.5 亿。这么庞大的 3G 用户数量，对移动互联网内容的需求是巨大的、刚性的，这将进一步推动移动互联网内容提供商的发展。

北纬通信亮点突出，业绩弹性大: 公司业务种类较多，主要亮点在手机游戏，同时也接入动漫、视频、阅读、音乐、彩铃、图铃等多种业务，亮点二在于运营商省级渠道、手机合作渠道广; 其次，公司股本小、业绩基数低，业绩弹性大。

投资建议

维持“买入”评级: 我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 11 年 0.81 元 (增 30.65%; 若不考虑激励费用 EPS 为 1.25 元)，12 年 1.23 元 (增 51.85%; 若不考虑激励费用 EPS 为 1.66 元)，给予 2012 年 40×PE，对应目标价为 49.2 元，较当前价格有 18% 上涨空间，重申其“买入”评级。

图表1: 三项报表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	107	145	164	226	301	420
增长率		35.4%	13.3%	37.5%	33.3%	39.7%
主营业务成本	-43	-69	-84	-124	-164	-219
%销售收入	40.2%	47.5%	50.9%	55.1%	54.6%	52.2%
毛利	64	76	81	101	137	201
%销售收入	59.8%	52.5%	49.1%	44.9%	45.4%	47.8%
营业税金及附加	-3	-5	-5	-8	-10	-14
%销售收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
营业费用	-11	-17	-17	-20	-27	-36
%销售收入	10.1%	11.9%	10.1%	9.0%	8.8%	8.6%
管理费用	-17	-21	-28	-35	-48	-67
%销售收入	16.0%	14.3%	17.1%	15.7%	16.0%	16.0%
息税前利润 (EBIT)	33	33	30	38	52	83
%销售收入	30.5%	22.9%	18.5%	16.9%	17.3%	19.8%
财务费用	2	5	2	3	3	4
%销售收入	-2.3%	-3.4%	-1.3%	-1.4%	-1.1%	-0.9%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	4	7	8	9
%税前利润	0.0%	n.a	9.6%	12.8%	11.7%	9.3%
营业利润	35	38	36	48	63	96
营业利润率	32.9%	26.1%	22.0%	21.1%	21.0%	22.9%
营业外收支	2	0	2	3	4	4
税前利润	37	38	39	51	67	101
利润率	34.8%	26.1%	23.5%	22.4%	22.2%	23.9%
所得税	-5	-3	-3	-4	-5	-8
所得税率	14.4%	8.8%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
净利润	32	34	36	47	61	93
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	32	34	36	47	61	93
净利率	29.8%	23.8%	21.6%	20.7%	20.4%	22.0%

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	32	34	36	47	61	93
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	4	4	4	7	9
非经营收益	0	0	-4	-11	-11	-14
营运资金变动	-3	-10	-10	-1	-8	-14
经营活动现金净流	33	29	26	39	48	74
资本开支	-2	-13	-5	-34	-18	-18
投资	-2	-6	-21	-5	-5	-5
其他	2	0	0	7	8	9
投资活动现金净流	-2	-18	-26	-32	-16	-14
股权募资	227	0	0	11	0	0
债权募资	-15	0	0	0	0	1
其他	-20	-9	-14	0	-18	-24
筹资活动现金净流	192	-9	-14	11	-18	-23
现金净流量	223	1	-13	18	14	38

来源: 国金证券研究所

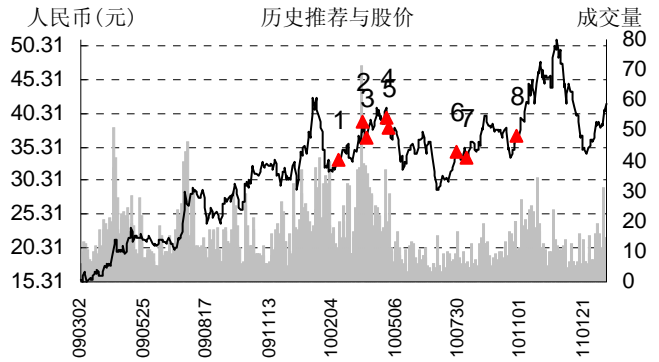
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	309	310	297	314	329	366
应收款项	22	25	30	34	45	63
存货	0	1	1	1	1	2
其他流动资产	0	1	17	15	15	15
流动资产	331	337	344	364	390	446
%总资产	92.8%	88.8%	86.3%	81.3%	78.9%	78.5%
长期投资	6	6	16	21	26	31
固定资产	19	29	29	36	44	51
%总资产	5.2%	7.6%	7.3%	8.1%	8.9%	8.9%
无形资产	0	7	9	25	33	39
非流动资产	26	42	55	84	104	122
%总资产	7.2%	11.2%	13.7%	18.7%	21.1%	21.5%
资产总计	357	380	399	448	494	568
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1	1	1	2	3	4
其他流动负债	9	7	6	26	35	51
流动负债	10	8	7	28	37	55
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	10	8	7	28	37	56
普通股股东权益	347	372	392	420	457	512
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	357	380	399	448	494	568

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.633	0.456	0.470	0.617	0.813	1.225
每股净资产	6.891	4.917	5.187	5.551	6.042	6.776
每股经营现金净流	0.648	0.377	0.348	0.518	0.640	0.984
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.244	0.322	0.492
回报率						
净资产收益率	9.18%	9.28%	9.05%	11.12%	13.45%	18.09%
总资产收益率	8.93%	9.08%	8.89%	10.42%	12.43%	16.31%
投入资本收益率	8.05%	8.17%	7.15%	8.39%	10.48%	14.96%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.86%	35.40%	13.26%	37.49%	33.26%	39.66%
EBIT增长率	-2.08%	1.92%	-8.50%	25.58%	35.99%	60.40%
净利润增长率	1.26%	8.14%	2.93%	31.45%	31.64%	50.80%
总资产增长率	166.43%	6.36%	5.14%	12.24%	10.31%	14.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.7	42.5	51.2	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	8.0	2.5	3.6	3.0	3.0	3.0
应付账款周转天数	#DIV/0!	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
固定资产周转天数	63.7	72.3	64.8	42.7	41.3	35.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-89.02%	-83.38%	-79.47%	-78.47%	-75.23%	-74.21%
EBIT利息保障倍数	-13.2	-6.7	-14.2	-11.7	-15.1	-22.4
资产负债率	2.72%	2.10%	1.78%	6.34%	7.58%	9.85%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-02-21	买入	33.36	35.51 ~ 40.89
2	2010-03-22	买入	39.17	N/A
3	2010-03-29	买入	36.81	N/A
4	2010-04-25	买入	39.74	N/A
5	2010-04-27	买入	38.08	N/A
6	2010-07-28	买入	34.48	N/A
7	2010-08-10	买入	33.70	N/A
8	2010-10-25	买入	37.10	N/A

来源：国金证券研究所



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。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室