

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告（首次）

北纬通信 (002148)

推荐 (首次)

3G 商用确立公司发展新时代

2009 年 01 月 16 日

现价 14.76 元

刘 军 通讯设备高级研究员

86-755-22623795

liujun@pasc.com.cn

独到见解

虽然估值水平是投资的重要考察因素之一，但我们认为公司未来长期的前景也是决定公司价值的重要因素。本报告中，我们从 3G 的角度考察公司的未来前景，并认为，在 3G 时代，北纬通信值得关注。

投资要点

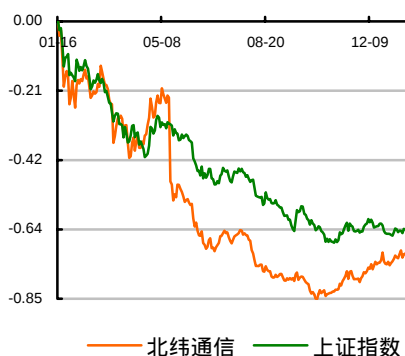
- 1、中国移动通信用户数继续保持稳健的增长，移动增值业务收入也保持同样的稳定增长。
- 2、短信仍然是收入规模最大的移动增值业务，但增速低于增值业务总体增速。彩铃、WAP、彩信、IVR 等增速更高。
- 3、3G 商用将直接推动 WAP 和彩信的发展，其中 WAP 将是 3G 时代最具吸引力的应用。我们对 WAP 的使用情况及未来进行了初步分析，认为 WAP 业务前景广阔，其中在线视频的表现值得关注。
- 4、公司未来 2G 业绩增长前景明确，3G 项目储备则已经抢占了一定的优势地位。
- 5、我们预测公司 2008 ~ 2010 年每股收益分别为 0.46、0.62、0.84 元，虽然动态市盈率水平较高，但考虑到公司未来存在爆发性增长的机会，我们首次给予其“推荐”的投资评级。

主要数据

行业	通信服务业
公司代码	002148
公司网址	www.bisp.com
总股本(万股)	7560.00
流通股(万股)	4498.20
流通市值(百万)	663.93
每股净资产(元)	4.75
净资产收益率(%)	6.14
总资产负债率(%)	4.63

相关研究报告

行情走势图



风险提示

3G 商用进程以及用户发展规模严重低于预期。

12 月 31 日	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万)	93.90	113.81	107.13	128.56	167.13	217.27
净利润(百万)	29.67	31.50	31.90	34.64	47.16	63.16
净利润增长率(%)	9.74	6.15	1.26	8.57	36.15	33.92
每股盈利(元)	-	0.42	0.42	0.46	0.62	0.84
市盈率(倍)	0.00	35.4	35.0	32.2	23.7	17.7
股息(元)	-	-	-	-	-	-
股息率(%)	-	-	0.40	-	-	-

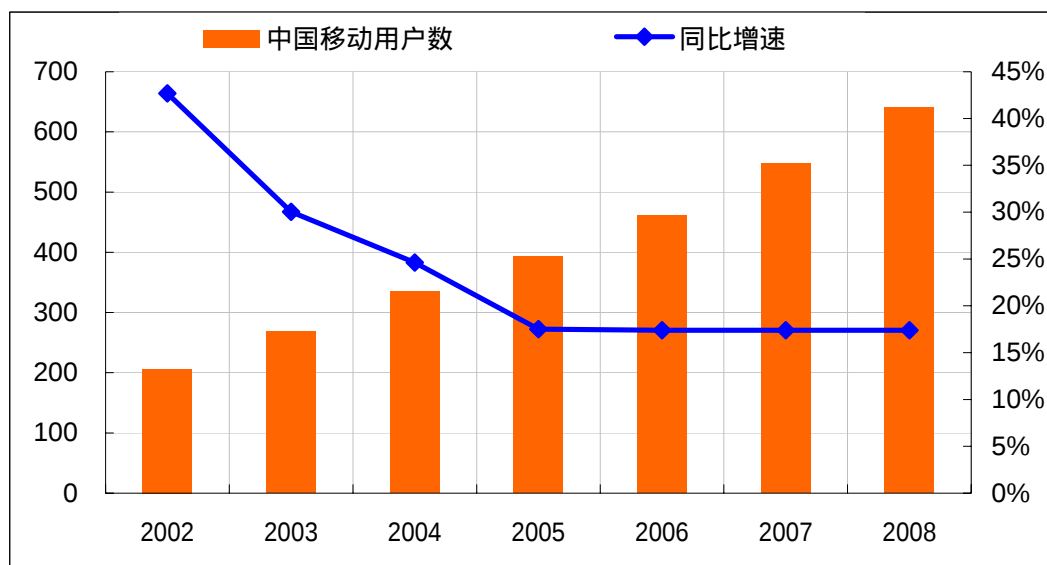
请务必参阅文后免责条款

公司是登陆A股的第一支增值服务提供商（SP），主营移动增值业务。最近国家给重组完成的3家运营商发放3G牌照标志着中国正式进入3G时代。而对于移动增值服务商来说，3G的宽带将把SP带入一个全新的时代，其对SP的影响是深远的。

一、移动增值行业发展状况

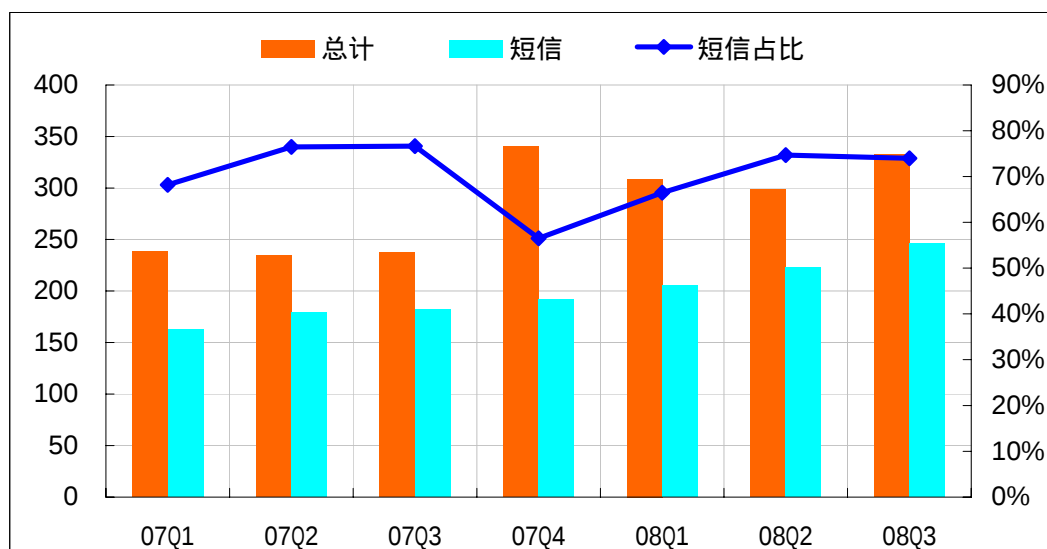
持续增长的移动通信用户群体给移动增值行业的发展奠定了基础。图表1的中国移动通信用户数据 displays，虽然2008年我国移动用户总数已经超过了6亿户，并且全球面临金融危机的背景，但当年中国移动通信仍然维持了保持3年的超过17%的同比增速，估计截至2008年末，中国已经拥有6.4亿移动用户。

图表1 中国移动通信用户数及增长情况 单位：百万户，%



资料来源：工业和信息化部，2008年数据根据截至11月份数据估算

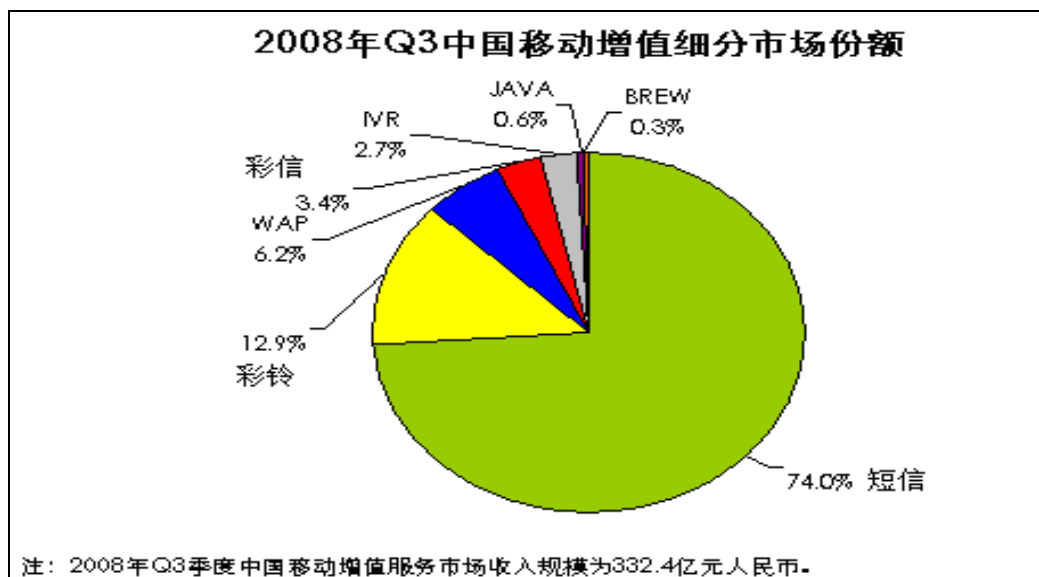
图表2 中国移动增值业务收入总计和短信收入情况 单位：亿元，%



资料来源：艾瑞咨询，总计数据包括移动增值业务中运营商、SP、CP等所有市场参与者的收入，也即移动用户为增值业务支付的所有费用

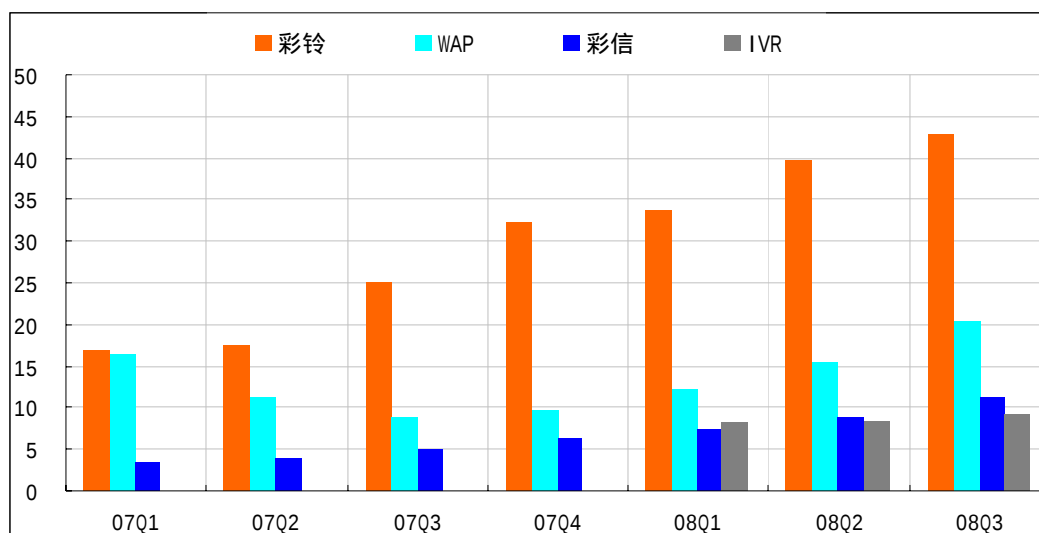
用户增长的同时，增值业务也保持着稳定的增长。虽然移动增值业务的增速已经趋缓，但从过去几个季度的情况来看，移动增值业务仍然保持明显的增长。图表2数据显示，07年前3个季度移动增值业务总量基本维持在230~240亿元的水平，但08年同期则都达到300亿元以上的水平，08年前三季度移动增值业务总收入同比增长达到32.4%的水平。短信仍然保持第一大移动增值业务的地位，其占移动增值业务总收入的比例继续在70%左右波动。不过就增速而言，短信的增速已经低于总体收入增速，2008年前三季度的短信总收入同比增速为28.8%。这说明移动增值业务中的其他增值业务取得了更高的增长。

图表3 2008年第三季度中国移动增值细分市场份额



资料来源：艾瑞咨询

图表4 彩铃、WAP等增值业务收入情况 单位：亿元，%



资料来源：艾瑞咨询

图表3的移动增值业务结构显示，彩铃是目前的第二大增值业务，占有大约13%的市场份额，WAP则以6.2%的市场份额占有第三大的位置。其次彩信和IVR都有一定的市场份额，分别占据第四、第五的位置，而JAVA和BREW所拥有的份额都还很小。

图表4是除短信外的四大移动增值业务从07Q1到08Q3的发展情况。从这些数据可以看到，过去的2年彩铃仍然保持相当高的增长速度，这7个季度中环比增速高达17%，如果看08年前三季度的同比增速，则高达95.5%，这一速度较之移动增值业务总体32.4%的增速要高出许多。

WAP业务的发展则没有那么顺利，期间经历了07Q2、07Q3的连续2个季度下降，估计与当时中国移动取消WAP包月费和执行的一些WAP政策有关。不过经过那段时间的下降之后，WAP仍然“坚强”地走上了增长的道路。彩信的规模虽然较小，但增长之路倒是较为平稳。

二、3G对移动增值业务的影响初探

3G对于移动增值业务而言意味着从窄带时代进入宽带时代，我们相信这种影响是深远的，就像互联网从窄带时代进入宽带时代我们看到的那样，不知不觉中互联网已经完全改变了我们的通信方式和我们的生活。

对于主要的移动增值业务而言，实际上短信、彩铃和IVR与3G本身并没有直接的联系，而真正与3G有关联的是WAP和彩信业务。当然，由于上网速度的提升，JAVA和BREW的应用都会大幅提升，但由于规模尚小，我们暂时不讨论它们。

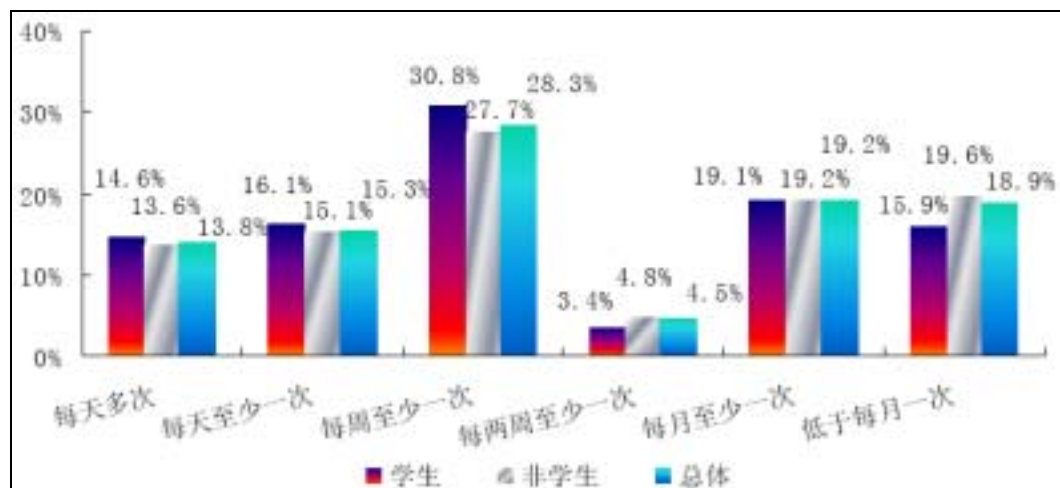
由于3G提升了彩信的下载速度，我们相信在3G时代收发彩信会像我们在2G时代收发短信一样方便、快捷，因此彩信在3G时代变得更为普及应该是预料之中的事情。而且随着时间的推移，我们将会看到越来越多的类似彩信杂志、彩信广告、彩信点播之类的应用。彩信在3G时代的生命力是显而易见的。

而WAP则无疑是3G时代最具吸引力的应用，所谓的无线互联网（或者移动互联网）指的就是通过手机上网，而所谓的上网在手机上恰恰就是指WAP应用。事实上WAP（Wireless Application Protocol）是一种向移动终端手机提供互联网内容和先进增值服务的全球统一的开放式协议标准，是无线互联网协议。目前在中国使用手机上网主要通过WAP方式接入。

据2009年1月中国互联网络信息中心（CNNIC）发布的《第23次中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至2008年末，我国手机上网的网民达到1.176亿人，较之2007年末的5040万人增长了133%；以当年末估计的6.4亿移动用户估算，大约有18.4%的移动用户成为WAP的活跃用户或者手机网民（指最近半年内使用手机通过WAP上网并进行浏览网页等活动的人）。若以当年2.98亿的上网网民来计算，大约有40%的网民使用过手机上网。

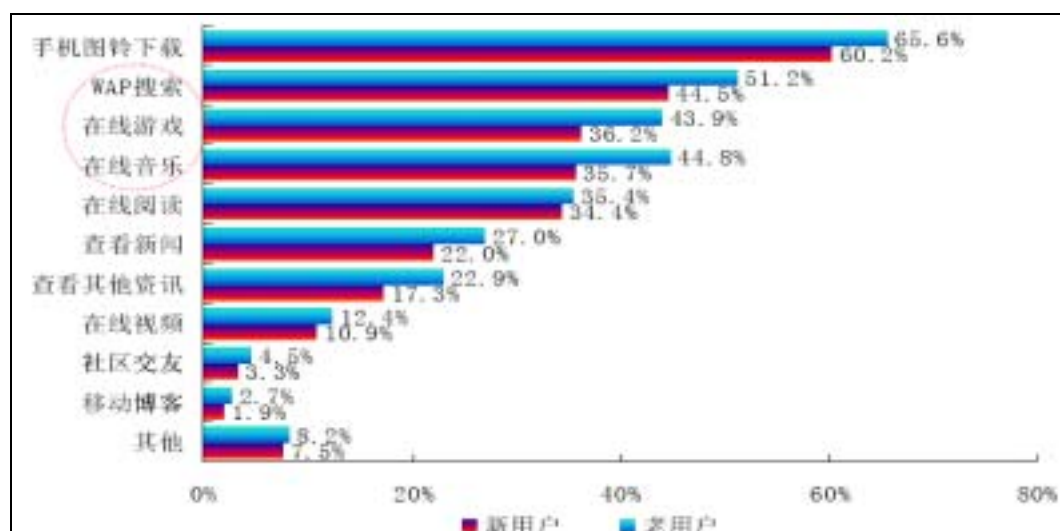
据2007年5月CNNIC发布的《2007年中国WAP发展状况调查报告》显示，6成的用户使用WAP的频率不低于每周一次，平均每次使用WAP的时间以10~30分钟最多，重度用户占有所有用户的40.4%。在这些用户中平均每次使用10~30分钟的用户占31.8%，使用30~60分钟的用户也占到16.2%，说明手机网民使用WAP的频率和时长都不低。而据统计，绝大多数手机上网是在移动状态下进行的，也有相当部分是在比较无聊的时候用以打发时间，或者在一些突发情况下需要上网只能使用WAP的时候。

图表5 WAP用户使用频率分布



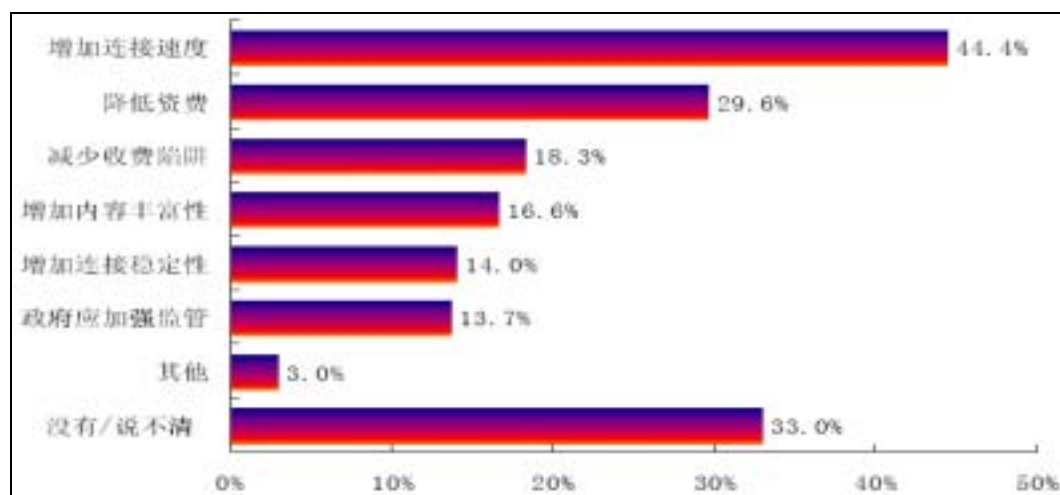
资料来源：CNNIC，《2007年中国WAP发展状况调查报告》

图表6 WAP用户使用频率分布



资料来源：CNNIC，《2007年中国WAP发展状况调查报告》

图表7 手机网民对上网服务的建议



资料来源：CNNIC，《2007年中国WAP发展状况调查报告》

从用户使用WAP的目的来看，手机图铃下载、WAP搜索、在线游戏、在线音乐和在线阅读等的使用频率比较高，使用过这些服务的用户都超过手机网民的30%以上。而从上网网民反应的意见情况来看，认为WAP速度太慢的网民达到44.4%，认为WAP资费太高的网民则达到29.6%。这种结论无疑是3G的喜讯，因为3G能够解决的恰恰正是这两个问题，3G不但将WAP从窄带带入了宽带时代，也由于通路的升级使得流量的平均成本成倍地下降。

另外一项值得注意的是在线视频应用。图表6数据显示当时还只有10%~12%的手机网民使用过在线视频。不过随着3G的到来和宽带的应用，在线视频显然将成为手机上网的重要应用之一，从互联网的发展历史中我们不难得出这样的启示。艾瑞咨询的一项调查显示UGC类视频片段（用户自创类）、音乐视频、搞笑视频等成为手机视频浏览的主要视频内容。

图表8 2008年8月美国手机视频浏览情况

视频类型	观看人数(万人)	人数比例 (%)
UGC类视频片段	134.6	37.90%
音乐视频	122.4	34.50%
搞笑视频	117.9	33.20%
电影预告片	107.4	30.20%
完整的电视剧/电影	72.7	20.50%
国内外新闻	64.5	18.10%
娱乐新闻	62.9	17.70%
体育新闻	60.3	17.00%
电视剧精彩剪辑	59.8	16.80%
天气信息	58.1	16.40%
Source: comScore M: Metrics 2008.8		

资料来源：艾瑞咨询

三、公司主营业务分析

图表9显示了公司近年来主营业务收入的构成情况。从各项增值业务收入的变化来看，短信目前仍然是公司主要的收入来源，虽然短信业务收入近年停滞不前甚至略有下降，但据我们了解这种情况主要是受到了近年来持续多次的行业整顿的影响，随着行业整顿的完成，公司作为优质的增值服务上市公司，未来发展获得了更佳的行业环境，短信收入下降的状况有望改善。

彩铃和彩信过去几年保持了稳定的增长，并逐步成为公司的重要收入来源。WAP收入目前规模还不小，并且与全国的WAP发展一样经历了波折，但正如我们前文所分析的那样，进入3G之后，WAP有望出现高速增长，为公司未来的增长奠定基础。

2008年公司推出了一些新的增值业务，例如移动168的升级业务、基于USSD的“快信100”，由于其有交互式的优势，受到了中国移动各主要业务省的欢迎，截至中报已经实现了包括广东在内的6省接入并进入业务启动期，另外还有5个省公司实现平台接入。

图表9 公司业务收入构成情况 单位：百万元

	2004	2005	2006	2007
短信	63.6	57.5	56.5	49.8
彩铃	0.4	4.2	9.3	22.4
彩信	3.8	11.0	12.7	15.9
IVR	2.2	17.6	23.9	5.5
WAP	0.1	0.7	8.3	4.7
手机杂志	-	-	-	2.9
新华社新闻业务	-	-	-	1.4
其他	0.2	0.2	0.2	0.6
系统集成业务	4.6	1.9	2.1	1.7

资料来源：公司招股说明书、年报

3G方面虽然我们很难期望2009年新业务便为公司贡献较大的收入（因为3G用户规模有限），但作为一种预期，我们认为公司已经在位置服务、流媒体领域抢占了优势地位，为未来的3G时代奠定了发展基础。位置服务方面公司已经与陕西、北京两省的12580业务合作进行一些位置服务的探索，而奥运会期间公司提供平台接入的“我的主场我报道”有可能是中国最早的3G视频共享（也就是UGC）应用，公司成为中国移动在该领域的唯一合作伙伴。

四、公司业绩预测与投资建议

综合前述分析，我们认为公司未来几年可以保持至少30%的收入增长，我们预测公司2008~2010年每股收益分别为0.46、0.62、0.84元，净利润增长率分别为8.6%、36.2%和33.9%。

以2009年1月15日收盘价14.76来计算，动态市盈率分别为32.2、23.7和17.7倍，应该说这在当前的A股市场上估值水平已经偏高。但是我们需要考虑2009是通信行业的3G元年，也是移动增值业务跨入新时代的元年，未来公司的增值业务有可能会获得爆发性的增长机遇，我们给予其“推荐”的投资评级。

附：财务报表

利润表和利润分配表

单位：百万元

	2006 A	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	113.81	107.13	128.56	167.13	217.27
二、营业总成本	80.53	71.92	88.45	112.48	144.05
营业成本	45.85	43.03	51.42	66.85	86.91
营业税金及附加	3.72	3.49	4.24	5.52	7.17
销售费用	12.75	10.86	13.50	15.88	20.64
管理费用	18.15	17.11	20.57	25.07	30.42
财务费用	-0.53	-2.47	-1.29	-0.84	-1.09
资产减值损失	0.59	-0.10	0.00	0.00	0.00
加：投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	33.29	35.23	40.11	54.65	73.22
加：营业外收入	0.00	2.19	0.64	0.84	1.09
减：营业外支出	0.20	0.14	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	33.09	37.27	40.75	55.49	74.30
减：所得税	1.50	5.36	6.11	8.32	11.15
六、净利润	31.59	31.91	34.64	47.16	63.16
减：少数股东损益	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	31.51	31.91	34.64	47.16	63.16
七、每股收益（元）：					
（一）基本每股收益	0.42	0.42	0.46	0.62	0.84

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257