

北纬通信 (002148): 行业步入正常发展, 3G 拓宽成长空间

增持 (上调)

通信行业

当前股价: 16.31 元

报告日期: 2009 年 3 月 25 日

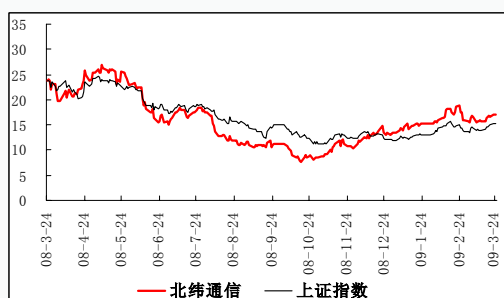
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	107	145	191	238
(+/-)	-5.9%	35.4%	31.8%	24.6%
营业利润	35	38	50	61
(+/-)	5.8%	7.6%	32.3%	21.3%
归属于母公司的净利润	32	34	43	52
(+/-)	1.3%	8.1%	23.6%	21.3%
每股收益 (元)	0.42	0.46	0.56	0.68
市盈率 (倍)	40	37	30	25

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/非限售流通股 (万股)	7,560/4,498
非限售流通市值 (亿元)	7.33
每股净资产 (元)	4.92
资产负债率 (%)	2.10

股价表现 (最近一年)



联系人—姜军 组长—邹高
021-58824282-882 jiangj@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年报显示, 公司全年实现营业收入 1.45 亿元, 同比增长 35.40%; 营业利润 3,790 万元, 同比增长 7.64%; 净利润 3,449 万元, 同比增长 8.14%; 摊薄 EPS 0.46 元, 与我们的预期完全一致。分配预案每 10 股派发现金红利 2.00 元。
- 营业收入增长的主要原因:** (1) 短信业务恢复增长。08 年短信业务收入 6,861 万元, 同比增长 37.81%, 收入占比 47.80%。在经历了前几年的下滑后, 公司的短信业务收入回升到了 04 年的高点, 我们认为这主要是由于经过工信部和运营商的强力整顿, 移动增值服务市场秩序得到规范, 大量的小型增值服务提供商逐步退出市场, 而操作规范、产品具有竞争力的大中型增值服务厂商得以正常发展。(2) 彩铃业务继续维持高速增长。08 年公司彩铃业务收入 4,191 万元, 同比增长 87.10%, 收入占比 29.20%。我们认为近两年公司彩铃业务高速增长一方面得益于与运营商合作省份的增加 (08 年新增 10 个中国移动和中电信的合作省份, 在中移动共实现了 18 个省的彩铃接入), 另一方面也得益于公司强有力的市场推广。(3) 彩信业务稳定增长。08 年公司彩信业务收入 2,015 万元, 同比增长 26.96%, 收入占比 14.04%。公司的彩信业务一直维持稳定增长, 我们认为这主要由于高品质内容彩信容易形成手机用户的使用习惯, 消费粘性有助于保持稳定的用户群体。
- 净利润增速小于收入增速的主要原因:** (1) 综合毛利率下滑。08 年公司综合毛利率为 52.47%, 较 07 年下滑 7.37 个百分点, 主要原因是报告期内公司的营销成本、信息资源采购和制作成本增长较快。(2) 期间费用增加。08 年公司三项费用合计 3,311 万元, 同比增长 29.84%, 其中销售费用 1,731 万元, 同比增长 59.39%, 管理费用 2,074 万元, 同比增长 21.22%。由于财务费用为正收益 494 万元, 因此整体的期间费用率为 22.83%, 较 07 年下降约 1 个百分点。我们认为随着公司营销渠道建设的逐步完成以及移动增值服务市场集中度进一步提高, 09、10 年公司的综合毛利率有望稳定在 53% 左右。
- 未来两年成长前景乐观: 09 年上半年三大电信运营商将正式推出 3G 业务, 移动增值服务提供商面临重大发展机遇。一方面电信运营商之间竞争激烈, 优惠的资费将带来移动用户增长, 移动增值服务的潜在用户增加; 另一方面, 相比 2G 网络,

3G网络的数据传输速率大幅提高，所能够支持的移动增值业务更加广泛，增值服务提供商的盈利点增加。从公司所从事的各项业务来看，我们认为09年3G网络处于推广初期，因此业绩增长点仍在传统的2G和2.5G现金牛业务如短信、彩铃和彩信，而10年由于3G网络逐步成熟，视频流媒体和手机游戏等创新业务有可能会成为业绩亮点。

- **盈利预测与投资评级：**我们认为经过近两年工信部和运营商的治理规范，移动增值服务行业步入了良性发展轨道，运营商重组和3G业务推出更是带来了广阔的市场增长前景。公司的经营稳健，资金实力雄厚（截止08年底货币资金有3.1亿，资产负债率仅为2.1%），因此有望在行业发展和整合过程中稳步扩大市场份额。我们认为公司09、10年的收入将保持30%左右的增速，而净利润将摆脱前几年低速增长态势，达到20%左右的稳定增速。我们预计公司09、10年EPS分别为0.56元、0.68元，按3月25日收盘价16.95元计算，对应09、10年的动态PE为30倍和25倍，估值合理，但考虑到运营商重组和3G业务快速开展扩大了移动增值服务业的增长空间，并且公司具有资金、技术和市场资源优势，我们看好公司未来的发展，将评级由“中性”上调为“增持”。
- **风险提示：**（1）电信运营商控制着增值服务产业链，未来增值业务收入分成比率的变化可能带来增值服务提供商收入下滑的风险。（2）内容提供商向增值服务扩张，有可能增加增值服务提供商的信息获取成本并带来毛利率下滑风险。

图表 北纬通信（002148）盈利预测（万元）

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	9,390	11,381	10,713	14,506	19,123	23,821
增长率	24.13%	21.20%	-5.86%	35.40%	31.83%	24.57%
减：营业成本	3,480	4,585	4,303	6,894	8,988	11,196
毛利率	62.94%	59.72%	59.84%	52.47%	53.00%	53.00%
营业税金及附加	311	372	349	479	631	786
资产减值损失	58	59	-10	10	0	0
销售费用	950	1,275	1,086	1,731	2,295	2,859
管理费用	1,539	1,815	1,711	2,074	2,869	3,573
财务费用	-28	-53	-247	-494	-675	-675
费用合计	2,460	3,037	2,550	3,311	4,488	5,757
费用率	26.20%	26.69%	23.80%	22.83%	23.47%	24.17%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-	-	-20	0	0
二、营业利润	3,081	3,328	3,521	3,790	5,016	6,082
营业利润率	32.81%	29.24%	32.87%	26.13%	26.23%	25.53%
加：营业外收入	33	-	219	16	0	0
减：营业外支出	27	20	14	26	0	0
其中：非流动资产处置净损失	14	1	0	0	0	0
三、利润总额	3,087	3,307	3,726	3,781	5,016	6,082
减：所得税	114	150	536	331	752	912
四、净利润	2,973	3,158	3,190	3,449	4,264	5,170
归属于母公司所有者的净利润	2,967	3,150	3,190	3,449	4,264	5,170
增长率	9.74%	6.15%	1.26%	8.13%	23.62%	21.26%
净利润率	31.60%	27.68%	29.77%	23.78%	22.30%	21.70%
少数股东损益	6	8	-	0	0	0
EPS(全面摊薄/元)	0.39	0.42	0.42	0.46	0.56	0.68

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002