

上市公司调研简报

业绩尚可 手机游戏进入良性发展轨道

09 年前三季度

营业收入 1.13 亿元，同比增长 11.5%；归属上市公司股东净利润 2559 万元，同比增长 15.9%，对应 EPS0.34 元。基本符合我们预期。

简评

营业收入增速加快 业务结构变化较大

09 年 1-9 月份实现营业收入 1.13 亿元，同比增长 11.5%，较 09 上半年 8.71% 的增速有所加快。综合毛利率 54.56%，受业务结构变化影响（目前手机游戏业务毛利率水平低于综合毛利率水平），毛利率较上半年的 58.19% 有所下降。

分业务来看，由于公司处于重大业务转型期，业务结构发生较大变化，其中手机游戏业务处于高速增长期，而传统业务增速则较为平稳。

在众多业务中，正如我们前期判断，手机游戏业务在 09 年已经出现爆发性增长。据我们了解，公司 9 月份手机游戏平均月收入达到 8-9 万元，预计年底月收入有望突破 350 万元。但毛利率可能低于我们前期 50% 的预期（预计在 35-40%），其主要原因在于：1、业务处于磨合期；2、买断和分成方式的游戏收入占比较高。我们认为，随着磨合期的结束和自产游戏占比的上升，手机游戏毛利率有望大幅上升，合理水平应该在 50% 以上。我们预计，手机游戏业务 09-11 年收入将分别达到 2000 万元、8400 万元、1.98 亿元。

在投资收益方面，公司投资的手游企业杭州掌盟（占 35% 股权）发展态势良好（去年为亏损），预计 09 全年净利润将达到 1000 万元（前期我们预测是 800 万元），投资收益将达到 350 万元，但由于公司将其股权转让给公司全资子公司永辉瑞金创业投资，要一次性冲减收购溢价 100 多万元，故预计 09 年杭州掌盟将为公司带来投资收益 250 万元。

手机动漫频道带来惊喜

公司与央视联合竞标获得的中国移动手机动漫频道已经开始播（央视作为牌照方、公司作为运营主体），并于 10 月 1 日开始收费（10 天左右获得收入 6 万多元），收费时间较我们的预期大大提前。

目前的资费标准为：包月 6 元/月、浏览或下载 1 元/次，流量费全免（预计未来可能会收流量费）。对该业务进行体验后，我们发现其在 2G 网络上的播放效果非常流畅。我们认为，从资费标准和体验效果来看，该业务已经具备了大规模发展用户的条件，预计 10 年就会有大量收入产生。

北纬通信（002148）

维持

买入

戴春荣

daichunrong@csc.com.cn

10-85130981

高辉

gaohui@csc.com.cn

10-85130782

当前股价：30.46 元

目标价格 6 个月：32.00 元

调研日期：2009 年 10 月 16 日

分析日期：2009 年 10 月 21 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
8.7/6.1	16.1/23.1	293.1/239.2
12 月最高/最低价（元）		31.09/7.68
总股本（万股）		7,560
流通 A 股（万股）		5,519
总市值（亿元）		23.03
流通市值（亿元）		16.81
近 3 月日均成交量（万）		145
主要股东		
傅乐民		27.00%

股价表现



相关研究报告

09.08.21	北纬通信 09 半年报简评：手机游戏开始出现爆发性增长
09.07.29	北纬通信调研简评：前景继续看好上调盈利预测
09.07.07	北纬通信调研简评：业务向好业绩增速前低后高

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

期间费用率上升较快 全年有望低于前三季度

1-9 月产生期间费用 3124 万元，在收入中的占比为 27.70%，较去年同期的 24.20%，上升了 3.50%。其中，销售费用 1185 万元，在收入中的占比为 10.50%，较去年同期的 13.14%，下降了 2.64%；管理费用 2099 万元，在收入中的占比为 18.61%，较去年同期的 15.01%，上升了 3.60%，大幅上升的主要原因：去年同期公司根据税收、会计等法律、法规的要求，对当期损益进行了一次性调整，冲减了当期管理费用 253 万元；财务费用-160 万元，较去年同期的-400 万元，上升了 240 万元。就全年来看，随着收入规模的扩大和业务结构的调整，期间费用率有望较 1-9 月份进一步下降。

表 1：09/1-9 月与 08/1-9 月期间费用比较

	09/1-9 月	08/1-9 月	同比增长
期间费用占收入的比重	27.70%	24.20%	3.50%
销售费用占收入的比重	10.50%	13.14%	-2.64%
管理费用占收入的比重	18.61%	15.01%	3.60%
财务费用占收入的比重	-1.41%	-3.95%	2.54%

资料来源：公司公告、中信建投研发部

09 全年业绩增速将加快 手机游戏仍是关注焦点

根据最新了解情况，我们对盈利预测进行调整，09 年小幅下调 0.03 元（主要是手机游戏毛利率下调和因特殊原因导致的非经常性损益的变化），10-11 年则维持前期预测，即 09-11 年对应 EPS 为 0.57 元、0.90 元、1.54 元，维持买入评级和 32 元的目标价。另外，需要指出的是，基于谨慎原则，我们在 09-11 年的盈利预测中未考虑手机动漫频道对业绩的增厚（10 年获得大量收入的可能性较大，但经营和分成模式还未最终确定），我们会根据该业务的最新进展情况，对盈利预测和目标价进行上调。

预测和比率

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万）	145.1	168.1	252.3	400.8
主营收入增长率	35.4%	15.9%	50.0%	58.9%
净利润（百万）	34.49	42.74	67.90	116.78
净利润增长率	8.2%	23.9%	58.9%	72.0%
EPS（元）	0.46	0.57	0.90	1.54
P/E	67	54	34	20

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

戴春荣：通信、传媒行业首席分析师，10 年证券研究经历，TMT 组组长，曾获《新财富》2006 年通信行业最佳分析师第二名、2007 年传媒行业最佳分析师入围。

高 辉：传媒、通信服务行业分析师，工学、金融学复合专业背景，5 年 IT 行业和 2 年证券行业从业经验。

地址

北京 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010
朝内大街 188 号 4 楼
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部
中国 上海 200120
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8621) 6880-5588
传真：(8621) 6880-5010