

2010-02-12

无线电信服务

北纬通信 002148.SZ

经历过渡期和监管的阵痛，成长前景美好

◇ 事件：公司公布 2009 年报

◆业务过渡以及行业监管导致公司增速放缓

公司发布 2009 年年报，实现主营业务收入 1.64 亿元，较上年同期增长 13.3%，归属于母公司的净利润为 3550 万，同比增长 2.9%。09 年公司业务发展处于过渡期，之前主要依靠的短信、彩信和彩铃三大业务受用户渗透率提高以及行业内竞争的作用，增速逐年递减，尤其 09 年彩信业务收入大幅下滑 70%。手机游戏和手机视频两大 3G 业务虽然增长迅猛，但由于基数的原因还无法承担起推动公司业绩大幅增长的重任。此外受行业监管的影响，公司 WAP 业务于 09 年四季度暂停计费，虽然 WAP 业务在公司收入中占比不高，但行业监管力度加大影响了公司其他业务的拓展。

◆认知、套餐、终端三大因素将提振行业景气度，公司未来前景看好

2009 年国内还处于 3G 导入期，用户规模小使得 3G 业务的增长潜力无法充分表现。2010 年随着 3G 概念深入人心，3G 套餐种类日益增多以及终端款式和价格不断的降低，预计 3G 用户将能实现较快发展，这将大大提振移动增值行业的景气度。未来随着三网融合的推进，增值服务业的市场规模还将进一步扩大。

我们认为在增值行业景气度不断上升的大背景下，公司今年加大力度拓展手机游戏和手机视频两大业务，将帮助公司尽快消除 2G 向 3G 转型的阵痛，重上快速增长的轨道。此外，我们预计 2010 年上半年行业整顿将暂时告一段落，市场环境的净化有利于公司这一类优质服务供应商获取更多市场份额，我们看好公司的发展前景。

◆未来通过并购将有利于公司加速 3G 布局

截止 2009 年底，公司拥有账面现金近 3 亿元，占总资产 73.4%，利用账面现金进行并购不仅有利于公司业务战略布局，还能大大替高公司资金利用的效率，对公司未来业绩的增长是双重利好。此外，2009 年 7 月公司投资 3000 万成立全资子公司致力于移动互联网行业初创型企业的投资，我们认为公司很有可能加大注资力度，加快收购步伐，这将直接增厚公司当年的 EPS。

◆估值压力需要时间消化，给予“中性”评级

我们预计公司未来三年 EPS 分别为 0.64 元、0.89 元和 1.11 元，当前股价对应 2010 年的 PE 接近 52 倍，估值依然存在较大压力。当前股价暂不具备吸引力，我们给予公司“中性”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	145	164	262	397	504
营业收入增长率	35.40%	13.26%	59.35%	51.63%	27.00%
净利润（百万元）	34	36	48	67	84
净利润增长率	8.14%	2.93%	36.14%	38.80%	25.58%
EPS（元）	0.46	0.47	0.64	0.89	1.11
ROE	9.28%	9.05%	10.97%	13.61%	15.15%
P/E	73	71	52	37	30
P/B	7	6	6	5	5
EV/EBITDA	63	70	49	33	25

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

调降

中性

当前价格	33.11 元
目标价格	32.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦

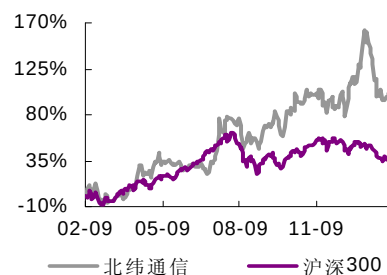
021-22169175

zhouliqian@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	76
总市值(百万元)	2,503
流通比例(%)	59.50%
12 个月最高/最低(元)	44.50/15.00
近 3 月日均成交量(百万股)	1.86
主要股东	傅乐民

股价表现(12 个月)

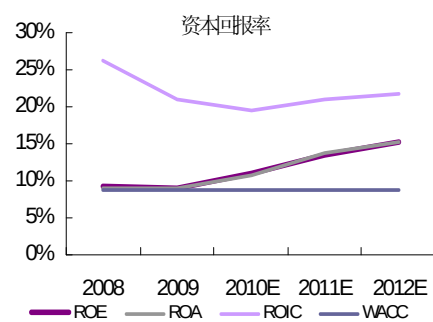
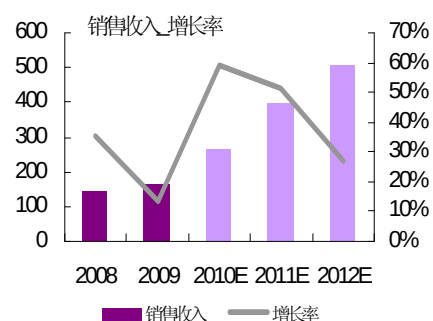
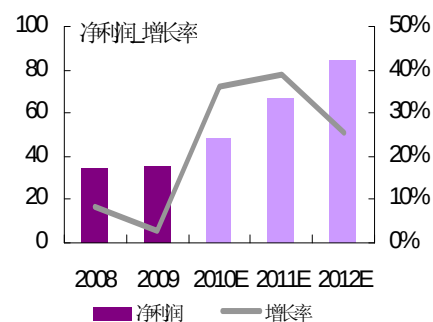
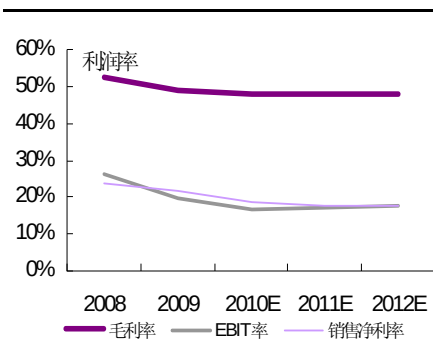


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-15.50	9.43	64.22
绝对收益	-23.01	1.55	102.37

相关报告：

20091020-业绩符合预期，3G 新业务蓄势待发
..... 2009-10-21

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	145	164	262	397	504
营业成本	69	84	136	206	262
折旧和摊销	3	2	2	2	3
营业税费	5	5	9	13	17
销售费用	17	17	31	47	58
管理费用	21	28	41	62	78
财务费用	-5	-2	-2	-2	-2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	6	7	7
营业利润	38	36	52	77	99
利润总额	38	39	54	79	101
少数股东损益	0	0	0	4	4
归属母公司净利润	34.49	35.50	48.33	67.09	84.25

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	380	399	451	511	582
流动资产	337	344	393	446	510
货币资金	310	297	334	357	396
交易型金融资产	0	15	0	0	0
应收帐款	19	27	44	67	85
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	6	3	5	5	4
存货	1	1	1	2	2
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2	12	13	14	14
固定资产	29	29	34	39	44
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	8	7	10	14	18
无息负债	8	7	10	14	18
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	372	392	440	497	564
股本	76	76	76	76	76
公积金	182	182	189	200	213
未分配利润	114	135	176	218	267
少数股东权益	0	0	0	4	8

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	29	26	27	44	68
净利润	34	36	48	67	84
折旧摊销	3	2	2	2	3
净营运资金增加	22	14	62	81	64
其他	-31	-25	-85	-106	-83
投资活动产生现金流	-18	-26	10	-10	-10
净资本支出	-7	-8	9	9	9
长期投资变化	2	12	-1	-1	-1
其他资产变化	-13	-30	1	-18	-18
融资活动现金流	-9	-14	2	-13	-19
股本变化	25	0	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	-2	-1	3	4	3
净现金流	1	-13	38	22	40

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	35.40%	13.26%	59.35%	51.63%	27.00%
净利润增长率	8.14%	2.93%	36.14%	38.80%	25.58%
EBITDA 增长率	-18.95%	-16.03%	43.39%	53.30%	30.27%
EBIT 增长率	8.20%	-14.95%	45.51%	55.25%	30.90%
估值指标					
PE	73	71	52	37	30
PB	7	6	6	5	5
EV/EBITDA	63	70	49	33	25
EV/EBIT	68	75	52	34	26
EV/NOPLAT	75	83	59	39	30
EV/Sales	16	14	9	6	5
EV/IC	20	18	11	8	7
盈利能力 (%)					
毛利率	52.47%	49.07%	48.00%	48.00%	48.00%
EBITDA 率	28.22%	20.92%	17.66%	17.85%	18.31%
EBIT 率	26.27%	19.73%	16.82%	17.22%	17.75%
税前净利润率	26.06%	23.47%	20.51%	19.99%	19.99%
税后净利润率 (归属母公司)	23.78%	21.61%	18.46%	16.90%	16.71%
ROA	9.08%	8.89%	10.73%	13.82%	15.24%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.28%	9.05%	10.97%	13.61%	15.15%
经营性 ROIC	26.23%	21.12%	19.61%	20.97%	21.84%
偿债能力					
流动比率	42.25	48.47	38.47	30.88	28.65
速动比率	4214.56%	4835.85%	3835.50%	3075.06%	2851.66%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.46	0.47	0.64	0.89	1.11
每股红利	0.20	0.00	0.19	0.28	0.35
每股经营现金流	0.38	0.35	0.35	0.59	0.90
每股自由现金流(FCFF)	0.04	0.27	-0.39	-0.36	0.10
每股净资产	4.92	5.19	5.83	6.52	7.36
每股销售收入	1.92	2.17	3.46	5.25	6.67

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。