

公司研究

最确定会成功的移动互联网公司

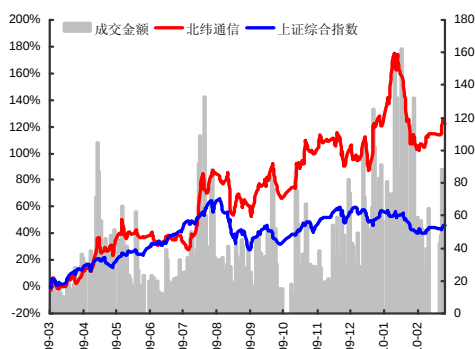
移动互联网

2010年3月2日

投资评级：推荐（首次）

合理价格：43.2元

最近52周走势：



相关研究报告：

《移动互联网，百舸争流，百花齐放》
2010/03/01

报告作者：

国联证券研究所物联网组

联系人：

熊云彩

电话：021-58766036-203

Email: xiongye@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资要点：

手机具有发展成“全媒体”的特质。与传统媒体相比，手机媒体具有众多优点，简言之，比电脑普及、比报纸互动、比电视便携和可精确定位。手机是“带着体温的媒体”，具有私属、随身的特点，每一台手机背后都对应一个固定的机主，通过用户行为分析，机主的社会角色和经济地位信息能精确统计，广告推送会更有效，真正实现“分众”传播。

手机媒体属性是抓手，LBS业务提供后续增长。公司09年通过与央视进行动漫内容合作，获得中国移动手机视频业务的动漫频道运营权。中国媒体资源极度稀缺，公司已靠上大树。而且，我们认为公司目前只是走出了移动互联网战略的第一步，后续可通过紧抓住手机精准定位特性，推出LBS（基于位置的服务，又称移动黄页）业务。

十年增值业务行业老兵，3G已完成初始布局。公司自2000年开始运营增值业务，已有十年运营经验，在过去十年间，公司已搭建完善全国性合作渠道，与三大运营商合作紧密。在2007年IPO之际，公司已布局基于3G的移动黄页(LBS)和流媒体项目，目前全部项目已达产。

稀缺性+高成长性，可享高溢价。公司是A股稀缺的、最纯正的、市值最小的移动互联网企业；与央视展开合作中移动手机动漫运营，未来可继续横向和纵向发展；2010年各项盛事有望成为公司视频业务业绩助推器——稀缺性+高成长性+业绩爆发高可能性，理应享受高溢价。

首次给予“推荐”评级，合理价格43.2元。我们预计公司2010-2012年每股收益分别为0.68元、1.08元和1.49元，以2011年EPS 1.08元计，按40倍市盈率，合理价格为43.2元，给予“推荐”评级。

单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	145.06	164.29	242.14	395.09	537.41
YOY(%)	35.4%	13.3%	66.9%	63.2%	36.0%
营业利润	37.91	36.11	60.52	96.08	132.10
归属母公司净利润	34.50	35.51	51.45	81.67	112.29
EPS(元)	0.46	0.47	0.68	1.08	1.49
ROA(%)	9.1%	8.9%	11.6%	15.9%	18.1%
ROE(%)	9.3%	9.1%	12.2%	16.2%	18.2%
P/E	75.4	73.2	50.6	31.8	23.2
P/B	7.0	6.6	6.1	5.2	4.2

“i-mode 之母”松永真理是从业 20 年的杂志总编!!

我们已在行业报告《移动互联网，百舸争流，百花齐放》中指出，培育战略合作伙伴发展大流量数据业务是运营商的不二选择，首推游戏和视频业务。本篇将重点从媒体的角度解读手机视频业务的重大意义。

1. 3G时代，以手机媒体属性为抓手，充分挖掘精准定位特性，掘金“手机生活”

手机媒体可实现“全媒体”，成为主流媒体

媒体分为两大类，一大类是大众媒体，另一大类是广告媒体。学术界将大众媒体分为了五大类，第一媒体是平面媒体（包括报纸和杂志），第二媒体是广播，第三媒体是电视，第四媒体是互联网，第五媒体是手机。

手机比电脑普及、比报纸互动、比电视便携、可精确定位。与传统媒体相比，手机媒体具有众多优点，简言之，比电脑普及、比报纸互动、比电视便携和可精确定位。各点展开如下：**第一、多媒体融合，实现“全媒体”**。手机媒体融合了报纸、杂志、电视、广播、网络等所有媒体的内容和形式，成为一种新的媒体，可望实现“全媒体”传播的新局面。**第二、可移动性和互动性强**。手机媒体可以随时随地发出和接收信息，用户既是受众，又是内容生产者，人们获得媒体内容后渴望表达自己的观点和看法。**第三、精确统计、精准定位**。手机是“带着体温的媒体”，具有私属、随身的特点，每一台手机背后都对应一个固定的机主，通过用户行为分析，机主的社会角色和经济地位信息能精确统计，广告推送会更有效，真正实现“分众”传播。

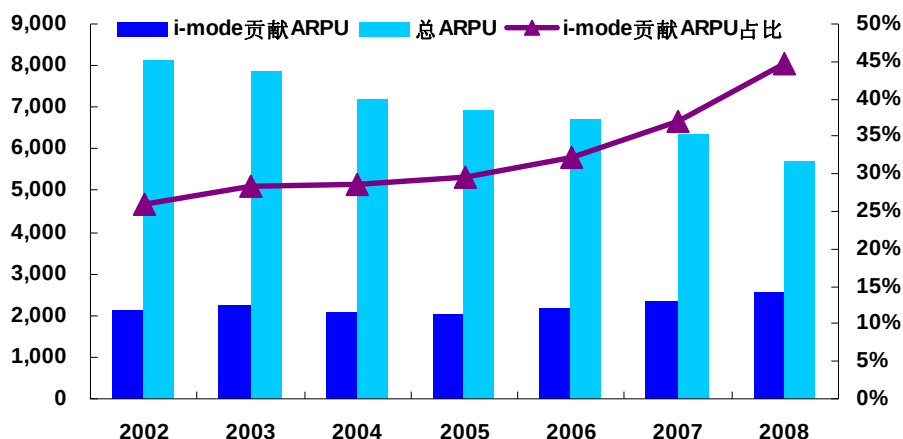
深入发展，以媒体属性为抓手，渗透入“手机生活”

畅想三五年后的生活，“手机生活”已丰富多彩。早上，由手机叫醒，首先查看今日天气，然后用手机接上音响，在音乐播放中洗漱完毕，一边收听/收看手机新闻一边享用早餐，再在手机娱乐伴随中上班，用手机支付交通费；上班时，用手机定位服务查看家里老人、小孩、宠物状态；下班后，想去尝试一下新开的一家餐馆，用手机给服务商发个信息预定，服务商发回餐厅回执并提供交通路线；用餐后，闲逛途中手机收到提示，你一直喜欢的某商品附近商城正在促销……第二天出差异地，用手机订票，服务商根据你的习惯同时提供目的地的推荐酒店、当地特产信息及当地风情……

i-mode 已成为日本流行的生活方式。i-mode 是由 NTT DoCoMo 于 1999 年 2 月推行的移动互联网业务，是目前全球应用推广最成功的移动互联网模式。

i-mode 自上市以来，已经吸引了 4800 万用户，目前可浏览逾 95,000 家网站提供的丰富多彩的内容。到 08 年底，使用 i-mode 的用户已达 4,890 万户，占 NTT DoCoMo 总用户数 87.6%，i-mode 贡献的 ARPU 已占 DoCoMo 总 ARPU 的 45%。

图表 1: i-mode 贡献的 ARPU 已占 DoCoMo 总 ARPU 的 45%



数据来源：公司公告，国联证券研究所

2. 国内媒体资源稀缺，公司已与央视合作

公司 09 年通过与央视进行动漫内容合作，获得中国移动手机视频业务的动漫频道运营权。中国媒体资源极度稀缺，公司已靠上大树。而且，我们认为公司目前只是走出了移动互联网战略的第一步，后续可通过紧抓住手机精准定位特性，推出 LBS（基于位置的服务，又称移动黄页）业务（前景参看“手机生活”畅想部分）。

与央视合作手机视频动漫频道只是公司的第一步。公司 09 年通过与央视进行动漫内容合作，运营中国移动手机视频业务的动漫频道。我们认为，此次合作只是移动、央视和公司三方深度合作的开始，市场低估了此次合作的重大意义，这是因为：第一、国内手机电视牌照是极度稀缺资源，从 2005 年上海文广获得第一张手机电视运营牌照以来，到目前为止，仅上海文广、央视国际、南方广电传媒、中国国际广播电台和中央人民广播电台获得了共五张手机电视运营牌照；第二、央视是国内最大最强的第三媒体内容提供商，手机作为第五媒体的潜在市场空间广阔，央视不会坐视；第三、借助中移动动漫频道，公司可往横向和纵向扩张，譬如横向与其他运营商合作类似频道，纵向依托渠道优势深度挖掘手机动漫行业。

公司视频业务奥运已获好评，2010 年盛事将成为井喷催化剂。北京奥运期间，

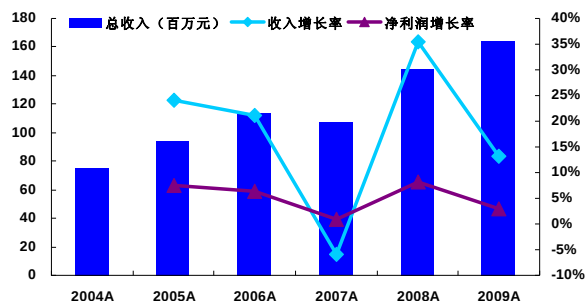
中国移动携手中国国际广播电台和北纬通信共同推出了奥运手机视频分享活动“我的主场我报道”，当时 3G 视频流媒体互动业务还未商用，但为公司与运营商的紧密合作奠定了基础。2010 年既有上海世博，又有南非世界杯和广州亚运会，公司布局的手机视频业务将很可能随之井喷。

3. 增值业务老兵，3G 布局已经完成

十年增值业务老兵，铺就最完善的全国渠道。公司于 2000 年 12 月开始从事移动增值服务，是中国移动 2000 年 10 月推出的“移动梦网创业计划”的第一批创业者，是国内从业最早的增值电信服务提供商之一，到现在已经积累了近 10 年的业务运营经验。十年时间，公司已搭建了最完善的渠道，在全国 15 个省市设立了分支机构和办事处，其它省份也均派出了业务代表，本地化运营队伍人数超过 150 人。

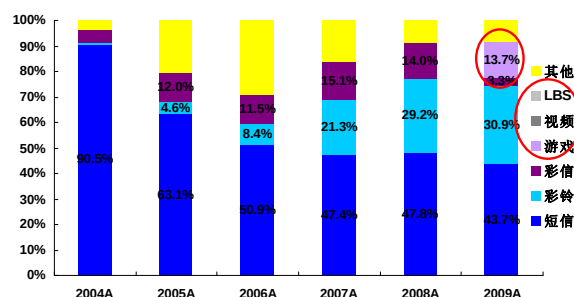
募投 3G 项目已全部完成。公司 05 年以前主要收入来源是移动 168 短信业务，随行业发展，其他业务增长明显，特别是彩铃业务，收入已占近 30%。公司在 2007 年 IPO 时即已布局 3G 增值业务，募资项目超过 40%投入 3G 项目，项目到 09 年底已全部达产。

图表 2：北纬收入与利润增长



数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 3：北纬业务收入构成紧随行业发展大势



数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 4：IPO 募投项目已在 09 年底全部达产

IPO 募资投向	预算投资额 (万元)	占比	09 年投入金额 (万元)	09 年占投资额比重	截至 09 年底投入进度
短信 168	3,790	24.0%			100.0%
全网业务项目	5,505	34.9%			100.0%
移动黄页 (LBS)	2,860	18.1%	2,714	94.9%	100.0%
3G 视频流媒体	3,616	22.9%	3,150	87.1%	100.0%

数据来源：公司公告，国联证券研究所

4. 手机游戏业务快速增长，其他业务平稳

手机游戏业务已初具规模，进入快速增长期。公司手机游戏业务自 09 年开始贡献收入，09 年下半年每月收入约为 290 万元，目前已能提供超过 200 款游戏下载。手机游戏行业仍处于快速增长期，通过依靠自身团队，加上通过资本方式整合游戏内容商，借助运营商推广平台，我们认为，公司游戏业务将快速增长。

短信、彩铃继续增长，彩信将继续萎缩。我们认为，传统业务如短信、彩铃业务不存在替代产品，将继续平稳增长，而彩信业务会被 3G 移动互联网和流媒体业务逐渐替代。

5. 行业整顿期是买入龙头良机，给予“推荐”评级

预计公司未来三年收入 CAGR 为 48.4%，净利润 CAGR 为 46.8%。我们预计公司 2010 年-2012 年收入分别为 2.42 亿元、3.95 亿元和 5.37 亿元，三年复合增长率达 48.4%，净利润分别为 0.51 亿元、0.82 亿元和 1.12 亿元，三年复合增长率为 46.8%，每股收益分别为 0.68 元、1.08 元和 1.49 元。以 2 月 26 日收盘价计，市盈率相当于 51 倍、32 倍和 23 倍。

稀缺性与媒体属性的业绩爆发可能性使公司可享一定溢价。公司在 A 股的稀缺性体现在两点：第一、最纯正的移动互联网企业；第二、与掌握稀缺媒体内容牌照的央视合作。同时，公司的视频业务存在爆发可能性大，这是因为：第一、公司有横向和纵向两个方向继续扩张；第二、媒体业务具有事件触发特性，比如重大新闻事件或重大盛会。2010 年盛事一桩接一桩：既有上海世博，又有南非世界杯和广州亚运会，公司布局的手机视频业务将很可能爆发。

给予“推荐”评级，合理价格 43.2 元。鉴于公司稀缺性、成长性和业绩爆发可能性，以 2011 年 1.08 元计，按 40 倍市盈率，合理价格为 43.2 元。给予“推荐”评级。

6. 风险提示

如果 3G 用户发展缓慢，公司的战略布局就没有广泛的用户基础，我们对行业和公司长远前景的判断也就失去基础。

关键假设

单位：元	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总收入	70,323,248	91,235,805	110,850,565	104,926,958	143,567,421	163,123,199	242,141,072	395,094,530	537,407,817
短信	63,646,601	57,538,337	56,464,427	49,784,842	68,609,194	71,265,139	74,097,929	80,025,764	86,427,825
彩铃	384,348	4,235,455	9,329,370	22,400,185	41,911,074	50,356,962	54,484,396	68,105,494	81,726,593
彩信	3,800,226	10,957,906	12,694,173	15,871,324	20,149,175	5,418,823	18,134,257	16,320,832	14,688,749
游戏						22,271,604	52,281,612	78,422,419	117,633,628
视频					6元包月，30%分成，		21,600,000	108,000,000	162,000,000
LBS					200万用户，6个月		8,000,000	30,000,000	60,000,000
其他	2,492,073	18,504,106	32,362,695	16,870,608	12,897,979	13,810,672	13,542,878	14,220,021	14,931,023
增长率		29.7%	21.5%	-5.3%	36.8%	13.6%	68.7%	63.2%	36.0%
短信		-9.6%	-1.9%	-11.8%	37.8%	3.9%	8.0%	8.0%	8.0%
彩铃		1002.0%	120.3%	140.1%	87.1%	20.2%	30.0%	25.0%	20.0%
彩信		188.3%	15.8%	25.0%	27.0%	-73.1%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
游戏								50.0%	50.0%
视频								400.0%	50.0%
LBS								275.0%	100.0%
其他		642.5%	74.9%	-47.9%	-23.5%	7.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率				60.3%	52.1%	48.8%	51.3%	50.8%	51.3%
短信					54.9%		55.0%	55.0%	55.0%
彩铃					58.2%		58.2%	58.2%	58.2%
彩信					46.3%		46.3%	46.3%	46.3%
游戏					0.0%	40.0%	50.0%	47.0%	50.0%
视频					0.0%		45.0%	50.0%	50.0%
LBS					0.0%		50.0%	50.0%	50.0%
其他					25.9%		26.0%	26.0%	26.0%

财务报表预测与财务指标						更新日期: 10-03-01					
单位: 百万											
利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	145.06	164.29	242.14	395.09	537.41	流动资产	337.28	344.35	388.64	453.97	546.92
YOY(%)	35.4%	13.3%	66.9%	63.2%	36.0%	货币资金	309.96	296.62	314.64	358.19	423.26
营业成本	68.94	83.67	117.91	194.35	261.83	交易性金融资产	0.00	15.00	15.00	15.00	15.00
营业税金及附加	4.79	5.49	8.09	13.20	17.96	应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	17.31	16.56	25.42	41.48	56.43	应收账款	19.08	27.02	48.87	62.00	88.80
占营业收入比(%)	11.9%	10.1%	10.5%	10.5%	10.5%	预付账款	0.09	0.00	0.13	0.23	0.26
管理费用	20.74	28.12	36.32	59.26	80.61	存货	0.85	0.80	1.73	2.53	3.21
占营业收入比(%)	14.3%	17.1%	15.0%	15.0%	15.0%	其它流动资产	7.30	4.91	8.27	16.02	16.39
财务费用	-4.94	-2.14	-1.13	-1.29	-1.52	非流动资产	42.44	54.86	54.89	61.30	73.31
占营业收入比(%)	-3.4%	-1.3%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	长期投资	6.02	16.48	16.48	16.48	20.00
资产减值损失	0.11	0.18	0.00	0.00	0.00	固定资产	28.75	29.16	30.74	37.15	45.64
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	7.50	8.80	7.50	7.50	7.50
投资净收益	-0.20	3.70	5.00	8.00	10.00	其他长期资产	0.17	0.42	0.17	0.17	0.17
营业利润	37.91	36.11	60.52	96.08	132.10	资产总计	379.72	399.21	443.53	515.26	620.23
营业外净收入	-0.10	2.46	0.00	0.00	0.00	流动负债	7.97	7.11	20.36	10.13	2.63
利润总额	37.81	38.57	60.52	96.08	132.10	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	3.31	3.06	9.08	14.41	19.82	应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税率(%)	8.8%	7.9%	15.0%	15.0%	15.0%	应付账款	0.25	0.10	0.24	0.57	0.53
净利润	34.50	35.51	51.45	81.67	112.29	其他流动负债	7.72	7.01	20.12	9.56	2.10
占营业收入比(%)	23.8%	21.6%	21.2%	20.7%	20.9%	非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	34.50	35.51	51.45	81.67	112.29	其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
YOY(%)	8.2%	2.9%	49.1%	58.8%	37.5%	股东权益	371.73	392.11	423.18	504.85	617.14
EPS (元)	0.46	0.47	0.68	1.08	1.49	股本	75.60	75.60	75.60	75.60	75.60
						资本公积	181.69	181.95	181.69	181.69	181.69
主要财务比率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	未分配利润	114.44	134.56	165.89	247.56	359.85
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	35.4%	13.3%	66.9%	63.2%	36.0%	母公司股东权益	371.73	392.11	423.18	504.85	617.14
营业利润	7.7%	-4.7%	59.7%	58.8%	37.5%	负债和股东权益	379.70	399.22	443.54	514.97	619.77
净利润	8.2%	2.9%	49.1%	58.8%	37.5%						
盈利能力						现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率(%)	52.5%	49.1%	51.3%	50.8%	51.3%	经营活动现金流	28.54	26.26	19.61	58.57	80.94
净利率(%)	23.8%	21.6%	21.2%	20.7%	20.9%	净利润	34.40	35.50	51.45	81.67	112.29
ROE(%)	9.3%	9.1%	12.2%	16.2%	18.2%	折旧和摊销	3.51	4.01	2.86	3.33	3.96
ROA(%)	9.1%	8.9%	11.6%	15.9%	18.1%	存货减少	-0.75	0.05	-0.88	-0.79	-0.69
偿债能力						营运资本减少	-8.99	-9.81	-27.74	-16.41	-23.16
流动比率%	42.32	48.43	19.08	44.83	208.01	其他	0.37	-3.49	-6.07	-9.23	-11.46
速动比率%	42.21	48.32	19.00	44.58	206.79	投资活动现金流	-18.45	-25.78	0.16	0.10	-0.75
资产负债率%	2.1%	1.8%	4.6%	2.0%	0.4%	资本支出	13.01	4.68	4.84	7.90	10.75
营运能力						直接支付	5.64	57.18	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	39.4%	42.2%	59.4%	82.4%	94.7%	收回投资	0.00	35.12	5.00	8.00	10.00
应收账款周转天数	42.54	51.21	51.21	51.21	51.21	投资产生的流入	0.20	0.96	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	2.54	3.60	4.00	4.00	4.00	融资活动现金流	-9.32	-13.83	-15.12	-15.12	-15.12
每股指标 (元)						发行股票	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.46	0.47	0.68	1.08	1.49	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	4.92	5.19	5.60	6.68	8.16	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率						其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E	75.4	73.2	50.6	31.8	23.2	支付股利	9.32	13.83	15.12	15.12	15.12
P/B	7.0	6.6	6.1	5.2	4.2	现金净增加额	0.77	-13.35	4.65	43.55	65.07

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。