

中性 维持

北纬通信 (002148)

2010 年 5 月 20 日

公司积极创新，政策影响不容忽视

传媒及互联网行业分析师：王茹远
SAC 执业证书编号：S0850210040002
wangry@htsec.com
010-58067935

前期我们对北纬通信进行了调研，以下将我们最新的分析观点分享。综合来讲，我们非常认可公司的创新意识、管理和执行效率。但电信增值业务今年处于新（即真正无线互联网模式）旧（即传统 SP 模式）模式交替的初级阶段，政策对传统 SP 模式影响程度一波强于一波，认为目前股价不具有安全边际。

1. 近期运营商政策执行情况

中国移动先后于 09 年 11 月、10 年 2 月进行了 WAP 业务、精确指令匹配、内置资费明示等严厉整顿措施，央视的 3-15 晚会又针对 SP 存在的违规问题进行了专题曝光，北纬通信此前收到中国移动将于 2010 年 4 月 1 日起关闭全网短信普通高资费计费代码的通知，于 5 月 1 号正式开始执行。

中国移动宣布正全力准备实施两项透明消费的服务措施：一是增值业务订购主动提醒服务：当客户订购增值业务时，在目前“二次确认”的基础上，在最终扣费前再次向客户发送订购提醒短信，如客户对订购业务有任何疑问，可立即回复短信无条件取消业务，并不收取该业务的任何费用。二是“0000”业务查询和退订服务：客户编辑短信“0000”发送到 10086，即可查询到本人订购的所有增值业务，并可自由退订某项、多项或全部已订购的业务。由于这两项业务的实现需要大量的计费系统改造，因此预计这两项措施将于 2010 年 7 月 1 推出。这些政策主要影响的是包月类业务，但具体届时实施的严格程度目前还无法预知，如果严格执行，将对包月类业务造成重大负面影响。

2. 手机游戏情况

北纬通信的手机游戏内容来源有自主研发、购买、合作运营，预计分别约占手机游戏收入的 20%、60%、20%，这一比例会动态变化。

G+平台上游戏运营情况：自主研发的精品游戏从 09 年 11 月开始每个月都有游戏进入 G+平台，并且有若干款游戏进入 G+平台的“至尊包”。【备注：G+平台是中国移动推出的一个主要以精品游戏为主的手机游戏平台，“至尊包”是移动将若干款来自不同 SP 的精品游戏打包成一个包月的产品，按照每款游戏下载的次数按比例给 SP 进行结算】。

关注后续北纬能否入选 G+平台“独立包”：“独立包”评审工作可能于 5、6 月份进行【备注：“独立包”是 G+平台上提供的由各个 SP 自行打包的包月手机游戏业务，截至目前只有空中网、新浪等若干家极具实力的提供手机游戏的 SP 进入了“独立包”】，移动目前规范是每半年评选一次，上一次评选是去年 11 月。按照北纬目前手机游戏的研发实力，本次入选的可能性应该较高。根据我们了解，由于“独立包”由 SP 独立提供，SP 更有营销积极性，且作为包月业务容易积累留存用户（即每个月持续订购，而不是单次一次性下载）。如果北纬能入选“独立包”，则对后续在移动官方平台手机游戏收入的提升有很大帮助。移动官方平台的收入比依靠山寨机内置等其他营销渠道更具稳定性。

投资的手机游戏相关团队：杭州掌盟（35%股权，相对控股）、西安袖意无限（30%，专注于 iPhone 产品）、大连斯芬克斯（30%，专注于手机网游）。根据 2009 年报中披露北纬从杭州掌盟投资收益为 360 万左右，依此推算，掌盟 09 年全年利润在 1000 万左右。袖意无限、斯芬克斯的收入和利润贡献应该还较小，主要是公司布局的低成本的手游游戏研发中心。

手机游戏营销渠道以 MTK 手机内置、网盟、以及移动官方渠道等。

3. 手机阅读

浙江阅读基地今年开始商业化运营，据悉 3 月份单月已经有 3000 万左右的收入，但主要是来自话费补贴等营销措施拉动。阅读基地主要受益的内容方是盛大（旗下有起点中文、红袖添香、榕树下、潇湘书院等在线小说网站）。另一家拥有版权的公司是中文在线，主要是取得文学作品的版权。从收入贡献来讲，盛大的网络小说连载等快消类型的内容贡献绝大多数的比例。

北纬通过与央视国际联手，推出多种基于央视著名电视栏目的电子书产品。但我们预计目前该业务对公司贡献的收入还非常小。

4. 手机视频业务

我们预计，3 月份手机视频下的“动漫与游戏”频道收入约 60-70 万，北纬作为平台运营方及内容方综合分成比例在 20-25%，目前给公司贡献的收入还较少。2010 年受移动打击手机传播色情内容，视频业务推广整体受到影响。加上视频占带宽较高，目前状况下推广难度还较大。

5. 168 短信业务、彩铃业务情况

根据年报披露，09 年 168 短信业务收入约 6000 多万元，彩铃 5000 万元左右，由于这两项业务是较为成熟的业务，我们认为这两项业务正常情况下可维持公司基本的盈利。移动计划于 7 月开始的包月业务“三次确认”和“沉默用户不再计费”等措施如果严格执行，168 短信业务中也有部分包月业务，可能会对包月类业务行构成较大影响。

6. MDO 平台、MM 平台进展

移动推出的这两个平台目前都存在一些问题，MDO 目前停止了新的接入，北纬还没有正式接入，目前只有腾讯在 MDO 平台收入较高。

7. 无线门户业务

北纬的策略是打算先进军垂直领域，例如游戏业务、网站联盟、社区、阅读、视频分享等，如果各个垂直门户有所建树，再将各个门户综合为一个大的门户。

我们认为这类业务对没有产品依托的公司来说，顺利进行的难度会比较大。不像腾讯，可以借手机 QQ，在 WAP 门户、游戏平台、社区等目前也做到了遥遥领先。

总结：综合来讲，我们非常认可公司的创新意识、管理和执行效率。但认为目前股价不具有安全边际，建议观望。

短期来看，政策对行业的影响不容忽视。据我们了解，从 3 月份开始（含 3 月份）部分大 SP 的传统 SP 业务已经有接近 50% 的影响。各个 SP 对政策的“敬畏”程度不同，有的已经主动停止了不合规的业务，以避免日后可能更加严厉的惩罚可能。北纬此前已经公告的由于高资费代码被停止，预计造成 3000 万元收入影响。预计从 7 月 1 号开始实施的“三次确认”以及取消对沉默用户的收费等政策，可能也会进一步影响到包月用户。

从长期来看，2010 年看似是由政策引发的阵痛，实际上是一场由过去“赚快钱”模式的“SP 业务模式”向未来真正无线互联网模式转折的一年。这种转折下，我们认为北纬积极的进取意识是公司未来依旧能有立足之地的基础，但能否成功还取决于在产品创新、渠道营销上是否能占领优势。

受政策和较高期权费用（2010、2011 年分别约 2300 万）双重影响，公司 10、11 年连续两年业绩要取得增长难度较大。考虑股权激励的费用摊销，公司 2010-2012 年 EPS 为 0.22 元、0.28 元、0.50 元。不考虑股权激励，公司 2010-2012 年 EPS 为 0.52 元、0.57 元、0.70 元。目前的估值水平在增长前景并不明朗的情况下，股价不具有安全边际。

表 1 北纬通信利润表预测（万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	14506	16429	21489	23703	26426
减：营业成本	6894	8367	11819	13037	14006
营业税金及附加	479	549	710	783	873
销售费用	1731	1656	1934	2133	2378
管理费用	2074	2812	5621	5953	5592
财务费用	-494	-214	-400	-450	-450
资产减值损失	11	18	0	0	0
二、营业利润	3790	3611	1805	2247	4026
加：营业外收入	16	266	0	0	0
减：营业外支出	26	20	0	0	0
三、利润总额	3781	3856	1805	2247	4026
减：所得税费用	331	306	126	157	282
四、净利润					
归属于母公司所有者的净利润	3449	3550	1679	2090	3745
少数股东损益					
每股收益（元）	0.46	0.47	0.22	0.28	0.50
归属于母公司所有者的净利润（不计入股权激励）	3449	3550	3908	4319	5259
每股收益（元）（不计入股权激励）	0.46	0.47	0.52	0.57	0.70

资料来源：上市公司披露信息、海通证券研究所预测

信息披露

分析师负责的股票研究范围

王茹远：互联网行业分析师

重点研究上市公司：

生意宝（002095.SZ）、北纬通信（002148.SZ）、拓维信息（002261.SZ）、焦点科技（002315.SZ）、神州泰岳（300002）、东方财富（300059.SZ）、腾讯控股（00700.HK）、阿里巴巴（01688.HK）

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。