

2010-10-21

无线电信服务

北纬通信 002148.SZ

三季度业绩符合预期，给予“增持”评级

◇ 事件：公司公布 2010 三季度报

◆前三季度收入和净利润分别增长 51%和 25%，业绩符合预期

公司公布 2010 年三季度报，报告期内累计实现营业总收入和归属于母公司所有者的净利润分别为 1.7 亿元和 3210 万元，同比分别增长 51%和 25%，折合 EPS 为 0.42 元。其中第三季度单季实现营业收入和归属于母公司所有者的净利润分别为 5748 万元和 1063 万元，同比分别增长 36%和 44%，业绩基本符合我们的预期。

◆毛利率和期间费用率有所下降

前三季度公司毛利率为 42.6%，较去年同期下滑 12 个百分点。毛利率大幅下滑一方面是由于公司大力拓展业务造成成本上升，另一方面也与市场竞争激烈有关。我们认为公司通过不断推出新的手机游戏产品，未来毛利率有望止跌。报告期内公司的三费水平也有一定程度的下降，其中销售费用率和管理费用率分别下降了 2 个百分点和 4 个百分点。

◆优化产业布局，全面发力移动互联网

2010 年上半年中国的移动互联网用户数达 2.1 亿，市场收入规模达 237 亿元，同比增长 31.7%，预计全年市场收入规模将达 633 亿元。而手机游戏有望先于其他应用，成为移动互联网应用的先锋。在这样的背景下，公司大力发展以手机游戏为主的移动互联网业务。

公司实施了有计划的并购和扩张，陆续收购杭州掌盟、大连斯托克斯、袖意无限和闪动科技，四家公司各有侧重，有望在日后形成协同效应。此外，公司通过设立全资子公司的方式，在南京建设北纬移动互联网产业园，加强与中国移动南京阅读中心、上海视频中心的合作。我们认为，公司的一系列经营举措和资本运作，有利于优化其产业布局，提升其在移动互联网应用领域的竞争力。

◆三次确认的计费模式或将拖累四季度业绩，但未来有望继续快速增长

从 2010 年 9 月份开始，中国移动开始在部分省份对 SP 定制业务采取“三次确认”的计费模式，该模式对手机游戏等新业务影响较小，但对短信、彩信等传统业务将造成一定程度的负面影响，我们预计这种影响将在公司的四季度业绩中有所体现。考虑到多次确认模式尚未在全网铺开，以及手机游戏等新业务的迅速增长将有效平滑传统业务的负面因素，我们预计公司未来两年业绩仍有望保持较高的增速。

◆公司发展前景看好，但估值亦较高，给予“增持”评级

经过我们的测算，公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.59 元、0.80 元和 1.13 元。当前股价对应 2010 和 2011 年的 PE 分别为 60 倍和 44 倍，估值水平较高。我们综合考虑公司未来业绩的成长性，以及当前的估值状况，给予“增持”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	238	340	479
营业收入增长率	35.40%	13.26%	44.73%	42.95%	40.86%
净利润（百万元）	34	36	44	61	86
净利润增长率	8.14%	2.93%	25.11%	36.98%	40.59%
EPS（元）	0.46	0.47	0.59	0.80	1.13
ROE（摊薄）	9.28%	9.05%	10.54%	12.97%	15.95%
P/E	77	75	60	44	31
P/B	7	7	6	6	5
EV/EBITDA	65	69	56	41	27

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。

上调

增持

当前价格	35.01 元
目标价格	36 元
目标期限	6 个月

分析师：周励谦

（执业证书编号：S0930209050199）

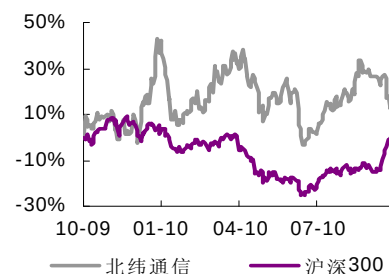
021-22169175

zhouliqian@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	76
总市值(百万元)	2,647
流通比例(%)	69.62%
12 个月最高/最低（元）	44.50/27.95
近 3 月日均成交量(百万股)	0.85
主要股东	傅乐民

股价表现（12 个月）

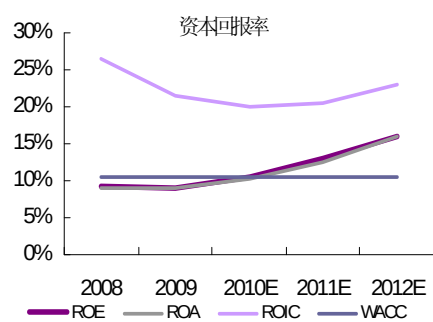
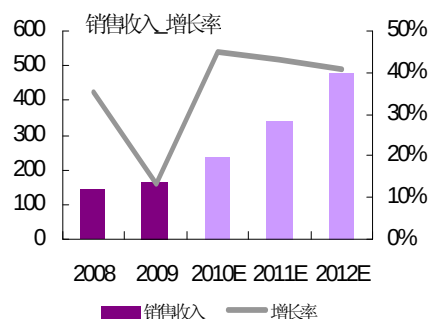
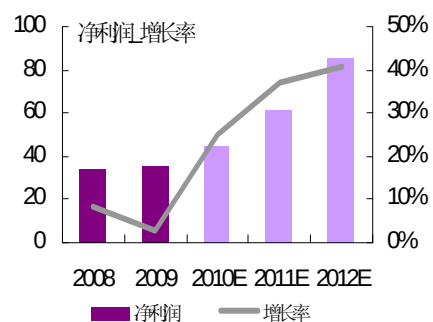
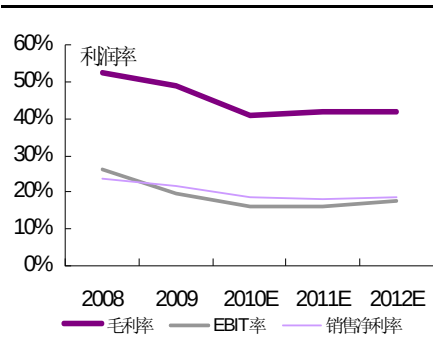


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-25.24	-12.63	16.96
绝对收益	-7.14	10.20	17.12

相关报告：

手机游戏表现出色，估值压力仍待消化
..... 2010-07-28
短期业绩增长有压力，估值仍有待消化
..... 2010-04-27

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	145	164	238	340	479
营业成本	69	84	140	197	278
折旧和摊销	4	4	4	5	5
营业税费	5	5	8	11	16
销售费用	17	17	19	26	34
管理费用	21	28	38	51	67
财务费用	-5	-2	-2	-2	-1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	6	7	9
营业利润	38	36	46	63	95
利润总额	38	39	48	66	98
少数股东损益	0	0	0	0	4
归属母公司净利润	34.49	35.50	44.42	60.84	85.54

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	380	399	431	482	558
流动资产	337	344	376	422	493
货币资金	310	297	325	347	384
交易型金融资产	0	15	0	0	0
应收帐款	19	27	40	57	80
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	6	3	3	4	5
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	15
固定资产	29	29	32	35	37
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	8	7	10	13	18
无息负债	8	7	10	13	18
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	372	392	421	469	540
股本	76	76	76	76	76
公积金	182	182	186	192	201
未分配利润	114	135	159	201	259
少数股东权益	0	0	0	0	4

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	29	26	27	36	55
净利润	34	36	44	61	86
折旧摊销	4	4	4	5	5
净营运资金增加	22	14	44	62	84
其他	-31	-27	-67	-92	-120
投资活动产生现金流	-18	-26	16	-3	-1
净资本支出	13	5	9	9	9
长期投资变化	2	12	-1	-1	-1
其他资产变化	-33	-43	7	-11	-9
融资活动现金流	-9	-14	-13	-12	-17
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	3	5
净现金流	1	-13	29	21	38

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%	44.73%	42.95%	40.86%
净利润增长率	8.14%	2.93%	25.11%	36.98%	40.59%
EBITDA 增长率	7.26%	-12.30%	25.30%	37.93%	51.17%
EBIT 增长率	8.20%	-14.95%	27.54%	41.17%	54.93%
估值指标					
PE	77	75	60	44	31
PB	7	7	6	6	5
EV/EBITDA	65	69	56	41	27
EV/EBIT	72	79	62	44	29
EV/NOPLAT	79	86	68	48	32
EV/Sales	16	15	10	7	5
EV/IC	21	18	13	10	7
盈利能力 (%)					
毛利率	52.47%	49.07%	41.00%	42.00%	42.00%
EBITDA 率	28.70%	22.22%	18.11%	17.48%	18.76%
EBIT 率	26.27%	19.73%	16.24%	16.03%	17.64%
税前净利润率	26.06%	23.47%	20.31%	19.46%	20.45%
税后净利润率 (归属母公司)	23.78%	21.61%	18.68%	17.90%	17.87%
ROA	9.08%	8.89%	10.30%	12.62%	15.97%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.28%	9.05%	10.54%	12.97%	15.95%
经营性 ROIC	26.59%	21.48%	19.92%	20.50%	23.10%
偿债能力					
流动比率	42.25	48.47	37.70	31.67	27.28
速动比率	4214.56%	4835.85%	3757.04%	3154.00%	2714.45%
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	0.59	0.80	1.13
每股红利	0.20	0.20	0.18	0.24	0.35
每股经营现金流	0.38	0.35	0.35	0.47	0.73
每股自由现金流(FCFF)	-0.01	0.18	-0.26	-0.21	-0.14
每股净资产	4.92	5.19	5.57	6.20	7.09
每股销售收入	1.92	2.17	3.15	4.50	6.33

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。1999 起就职于中兴通讯股份有限公司，先后从事产品研发、技术支持、市场策划等工作，2001 年至 2007 年历任事业部驻京首席代表，策划部部长、3G 市场总监等职。2007 年加入光大证券研究所，现主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2008 年水晶球最佳分析师第一名，新财富最佳分析师第三名。

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
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@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
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@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。