

股票期权费用和所得税拖累业绩

公司研究简报

◆事件:

公司发布 2011 年中期报告,上半年公司实现营业收入 1.19 亿元,同比增长 6%;整体业务收入保持平稳增长。由于期权费用的大量摊销,当期实现净利润 600 万元,同比下滑 72%,第二季度单季收入增长 7%,净利润同比下滑 79%。业绩略低于市场预期。

◆期权费用和所得税拖累净利润,收入增长乏力是业绩下滑背后主因

报告期内公司净利润显著下滑直接原因来自于两个方面:管理费用中计入了 1533 万元的期权费用,造成管理费用率同比大幅上升 14.2 个百分点至 28.9%;公司高新技术企业的资格证书到期,北京市对高新企业的复审工作尚在进行中,因此按 25%的税率计提所得税。根据我们的测算,如果剔除这两方面因素的影响,公司上半年净利润同比下滑的幅度为 16.7%。

我们认为,除了上述因素,公司业绩下滑背后的根源是业务收入增长放缓,使公司的业绩失去了“造血”的源动力。传统的短信、彩铃业务难以增长,彩信、手机视频业务虽然增速较快,但规模相对较小、难以对整体收入形成拉动。公司的发展重点手机游戏业务,2010 年同比增长速度达到 230% 以上,而 2011 年上半年同比增速仅为 6%。我们认为这说明手机游戏行业竞争愈发激烈,同时智能手机和娱乐应用的全面普及也还需要时间。

◆手机游戏、手机视频、对外投资是未来盈利增长的三条主线

随着公司位于南京的移动互联网产业园建设的推进,以及公司游戏开发团队规模的扩大及海内外合作的开展,手机游戏仍将是公司未来发展的重点和增长潜力所在。手机视频亦有望成为公司稳定的收入来源和重要利润增长点。除此以外,公司积极的资本运作,有望进一步加强与移动互联网产业链优秀创新企业的合作,在未来给公司带来源源不断的投资收益。

◆2012 年有望恢复增长,当前估值吸引力相对较小、给予“中性”评级

我们认为公司有望于 2012 年开始恢复业绩增长,2011-2012 年 EPS 分别有望达到 0.20 元、0.33 元。当前估值吸引力较小,给予“中性”评级。

◆风险提示:

手机游戏和手机视频行业竞争激烈造成公司未来业绩不达预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	164	226	244	269	305
营业收入增长率	13.26%	37.48%	8.13%	10.17%	13.21%
净利润(百万元)	36	48	23	38	48
净利润增长率	2.93%	34.15%	-52.08%	66.10%	25.37%
EPS(元)	0.31	0.42	0.20	0.33	0.42
ROE(摊薄)	9.05%	11.17%	5.23%	8.11%	9.44%
P/E	54	40	84	51	41

中性(下调)

当前价/目标价: 16.90/17.00 元

目标期限: 6 个月

分析师

周励谦 (执业证书编号: S0930510120024)

021-22169175

zhouliqian@ebsecn.com

联系人

盛震山

021-22169168

shengzs@ebsecn.com

宋嘉吉

021-22169315

songjiagi@ebsecn.com

市场数据

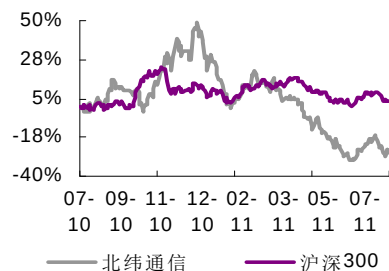
总股本(亿股): 1.13

总市值(亿元): 19.28

一年最低/最高(元): 15.14/52.20

近 3 月换手率: 59.53%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.13	-13.86	-29.37
绝对	-1.07	-20.77	-26.10

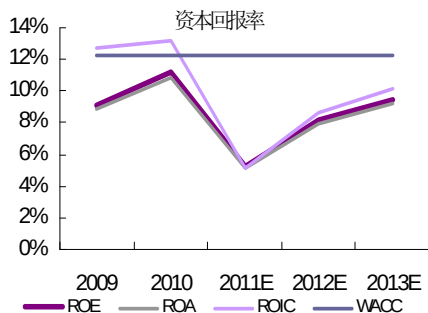
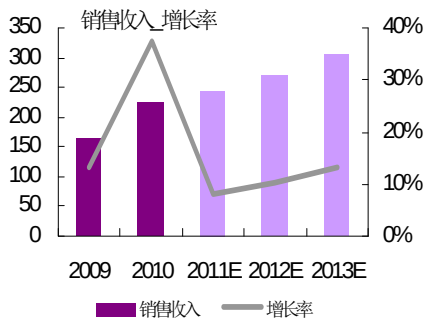
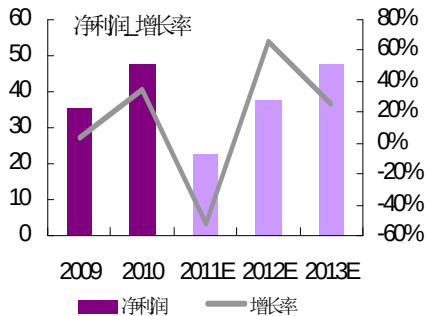
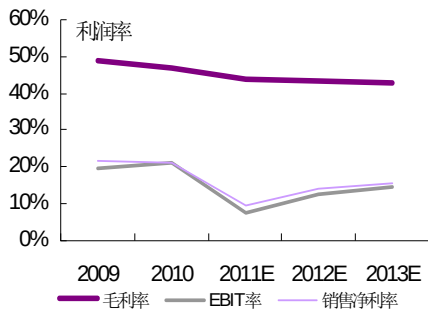
相关研报

手机游戏增长迅速,新兴业务蓄势待发

..... 2011-03-30

季报业绩符合预期,给予“增持”评级

..... 2010-10-21



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	164	226	244	269	305
营业成本	84	120	137	152	174
折旧和摊销	4	4	6	7	7
营业税费	5	7	7	8	9
销售费用	17	19	20	27	30
管理费用	28	33	61	47	46
财务费用	-2	-2	-3	-3	-3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	4	5	4	5	5
营业利润	36	53	25	42	53
利润总额	39	53	25	42	53
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	35.50	47.63	22.82	37.91	47.52

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	399	438	445	478	515
流动资产	344	351	368	399	434
货币资金	297	298	314	338	366
交易型金融资产	15	0	0	0	0
应收账款	27	37	42	46	52
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	3	14	10	11	12
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	12	25	25	25	26
固定资产	29	49	42	42	42
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	7	11	9	10	12
无息负债	7	11	9	10	12
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	392	426	436	467	504
股本	76	76	113	113	113
公积金	182	185	149	153	158
未分配利润	135	166	174	201	233
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	26	32	28	33	41
净利润	36	48	23	38	48
折旧摊销	4	4	6	7	7
净营运资金增加	25	74	21	28	41
其他	-38	-94	-23	-40	-55
投资活动产生现金流	-26	-16	-1	-5	-5
净资本支出	5	24	9	9	9
长期投资变化	12	25	0	-1	-1
其他资产变化	-43	-64	-10	-13	-13
融资活动现金流	-14	-15	-10	-4	-9
股本变化	0	0	38	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	-1	4	-2	1	1
净现金流	-13	2	16	24	28

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	13.26%	37.48%	8.13%	10.17%	13.21%
净利润增长率	2.93%	34.15%	-52.08%	66.10%	25.37%
EBITDA 增长率	-12.30%	43.99%	-49.77%	63.96%	27.00%
EBIT 增长率	-14.95%	48.80%	-59.07%	83.57%	31.07%
估值指标					
PE	54	40	84	51	41
PB	5	5	4	4	4
EV/EBITDA	32	23	72	44	35
EV/EBIT	37	26	97	53	40
EV/NOPLAT	40	28	108	59	45
EV/Sales	7	5	7	7	6
EV/IC	5	4	6	5	5
盈利能力 (%)					
毛利率	49.07%	46.70%	44.00%	43.50%	43.00%
EBITDA 率	22.22%	23.28%	10.33%	15.37%	17.25%
EBIT 率	19.73%	21.35%	7.69%	12.81%	14.84%
税前净利润率	23.47%	23.41%	10.38%	15.65%	17.34%
税后净利润率 (归属母公	21.61%	21.09%	9.34%	14.09%	15.60%
ROA	8.89%	10.88%	5.12%	7.94%	9.23%
ROE (归属母公司) (摊	9.05%	11.17%	5.23%	8.11%	9.44%
经营性 ROIC	12.66%	13.16%	5.13%	8.64%	10.14%
偿债能力					
流动比率	48.47	30.58	40.70	39.31	37.66
速动比率	48.36	30.45	40.55	39.16	37.51
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					
EPS	0.31	0.42	0.20	0.33	0.42
每股红利	0.13	0.11	0.06	0.10	0.13
每股经营现金流	0.23	0.29	0.24	0.29	0.36
每股自由现金流(FCFF)	0.03	-0.46	-0.06	0.01	-0.01
每股净资产	3.46	3.76	3.85	4.12	4.44
每股销售收入	1.45	1.99	2.15	2.37	2.69

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

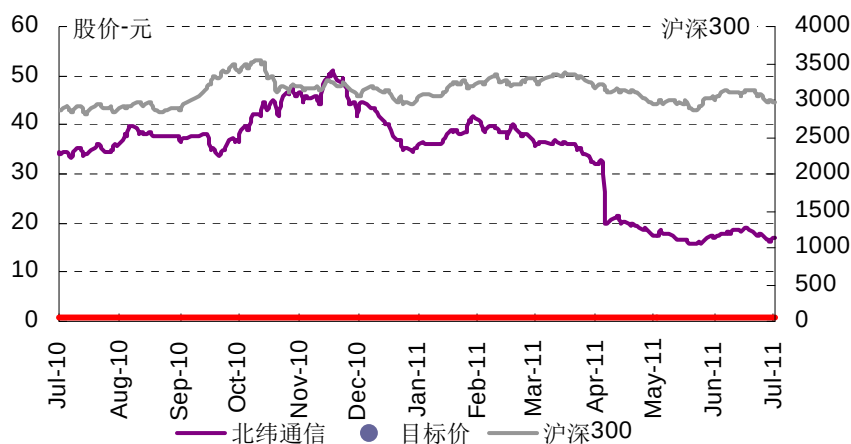
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

投资建议历史表现图

北纬通信（002148）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-06-01	35.00	40.00	增持
2010-06-09	36.41	40.00	增持
2010-07-28	33.38	30.00	中性
2010-10-22	35.01	36.00	增持
2011-01-24	35.01	40.00	增持
2011-03-31	35.93	36.00	增持
2011-04-24	35.93	36.00	增持
2011-06-13	35.93	24.00	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

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

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com