

2010年6月18日

优异

最近 52 周走势

相关研究报告：

报告作者：

国联证券研究所物联网小组

组长：韩星南

执业证书编号：S0590210020001

联系人：

熊云彩

电话：021-38991500-791

Email: xiongyu@glsc.com.cn

吴昊

电话：0510-82833337

Email: wuh@glsc.com.cn

独立性声明：

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。

互联网、移动互联网 2010 年中期策略报告

投资要点：

➤ 人类对信息需求的变化促使互联网不断快速发展。人们需要解决信息源匮乏和信息传播速度的问题，互联网诞生了；互联网使信息匮乏迅速走向信息爆炸，搜索引擎诞生了；再后来，人们不满足于简单的获取，而上升为互动，希望互联网更接近于现实社会。网络社区就是在这种大前提下产生的最接近当前需求的互联网模式。传统互联网是开放的系统，但缺乏移动性，无法随时随地地接入互联网，移动互联网来了！

➤ 网络社区，撬动互联网价值的终极利器。人们对互联网的需求从最初的信息获取演进到互动参与，角色从单向接受转变为自编、自导、自演和自评，社区化即是需求演进的产物。盈利模式上，一方面，社区精确定位用户需求，提升用户黏性和营销效率，这使得社区的后向收费高于传统网站，另一方面，社区提供的虚拟化身份打通了前向收费的通道。

➤ 移动互联网，更大的空间，更快的速度，成就下一个十年传说。数据业务终将要替代正在或将要衰退的语音业务，移动互联网正是重任担当者。更重要的是，多样化的移动互联网使得运营商话语权降低，行业政策的影响将逐渐减小。邻国日本的三大移动互联网企业五年复合增长率均在 70% 以上给我们提供了成就传说的速度样本。

➤ 推荐东方财富、生意宝、北纬通信和拓维信息。我们看好东方财富股吧带来的高人气和公司创始人的证券与互联网跨界背景；生意宝“一横到边，一纵到底”的战略布局，尤其是新平台“农村中国”搭建了农村上网第一站，为公司长期发展打下基础；

北纬通信移动互联网多业务布局，特别是游戏和动漫视频业务；

拓维信息立足手机动漫，搭建大动漫社区的设想。

北纬通信和拓维信息的股权激励同时为公司业绩增长和股价提供了一定的安全边际。

目 录

1. 互联网与移动互联网融合，同往社区化.....	4
2. 网络社区，撬动互联网价值终极利器.....	5
2.1 社区化是互联网从人机交互往人人交互的演进.....	5
2.2 网络社区提高用户黏性，精准定位用户信息.....	6
2.3 社区后向收费高于WEB1.0，且可前向收费.....	7
2.4 看好垂直类社区网站.....	8
3. 移动互联网，更大的空间，更快的速度，成就下一个十年传说.....	9
3.1 移动互联网是运营商的下一个重心业务.....	9
3.2 正在融合，意在泛在的网络.....	10
3.3 Gree、DeNA和Mixi在日本演绎传说.....	11
3.4 看好媒体类业务，看好前向收费模式.....	12
4. 个股评级.....	14
4.1 东方财富：插上“网络社区”翅膀起飞.....	15
4.2 生意宝：B2B一横到边一纵到底，“农村中国”搭建农村互联网第一站.....	16
4.3 北纬通信：游戏与视频成业绩高增长双引擎.....	17
4.4 拓维信息：动漫大社区，大作为.....	18
图表 1：网络社区化的演进与马斯洛需求层次理论.....	4
图表 2：互联网与移动互联网融合趋势.....	4
图表 3：信息传播的趋势，从人机交互进化到人与人的交互.....	5
图表 4：2009 年网络社区用户停留时间.....	6
图表 5：2009 年网络社区用户发帖统计.....	6
图表 6：2010 年 1 季度美国单位用户访问时间最长的八大公司情况.....	7
图表 7：微软、雅虎和Facebook 2010 年 1 季度对比.....	7
图表 8：腾讯 2003-2009 年收入ARPU值情况.....	8
图表 9：腾讯各业务收入占比.....	8
图表 10：腾讯，百度，新浪 2008 年收入构成.....	8
图表 11：中国电信行业语音业务接近衰退，但仍为主要收入来源.....	9
图表 12：语音业务是正在融化的冰块，移动互联网是燎原之火.....	9
图表 13：互联网发展趋势.....	10
图表 14：移动互联网产业链构成.....	11
图表 15：Mixi、DeNA和Mixi各至少连续高增长三年（单位：百万日元）.....	11
图表 16：Mixi、DeNA和Mixi收入与市值（2010-6-9 止）.....	12
图表 17：Gree用户数已接近 2000 万.....	12
图表 18：Mixi用户数超过 2500 万.....	12
图表 19：日本 2005 年 3G用户数约 5000 万户（含CDMA）.....	12
图表 20：手机上网用户的网络应用（%）.....	13
图表 21：Gree盈利模式既有后向的广告，又有前向的道具收入.....	14
图表 22：常青树DeNA业务宽泛.....	14
图表 23：互联网、移动互联网相关个股评级.....	14

腾讯未来的成功将是即时通讯社区化。腾讯所做的，就是通过各种产品与服务，为这个社区内的关系增加黏性，并最终为持续增长的网民提供符合用户价值的一站式在线生活平台或社区。

——马化腾

在不久的将来，移动互联网会全面超越桌面互联网。首先，手机上网的速度在过去的八年时间里增长了375倍；其次，手机屏幕、分辨率和像素较原来增加了24倍。人们通过手机访问互联网的体验越来越好；再次，3G在全世界的普及，为移动互联网的发展铺平了道路。

——孙正义

Q：互联网社区的用户发展看起来很美，但收入很难出来？

A：腾讯已经是个非常成功的例子了。社区一方面增加了用户黏性和页面停留时间，增加了广告收入，另一方面还打通了前向收费的可能性。

Q：业界一片倒地看好移动互联网，当前行业环境并不算好，个股估值也不低，为什么认为现在可能是个合适的时点？

A：我们研究日本的成功经验，日本移动互联网企业在3G用户数超过5000万后，注册用户数和收入均开始快速增长。而中国的3G用户数到今年年底超过5000万是确定的，具备了移动互联网的培育土壤。预见监管政策很困难，但我们坚定地认为运营商会采取开放、合作的态度来发展移动互联网，国内外发展过程中的经验和教训均验证了这一点（详见我们移动互联网专题报告《百舸争流，百花齐放》）。估值方面，我们认为应该作个新老划断，即对2009及以前的业绩“视而不见”，因为移动互联网时代的产业环境（主要是运营商话语权）完全不同，移动互联网一旦成燎原之势，业绩增长将会异常迅速（日本经验是5年复合增长率超过70%），所以可以暂时忘却估值的压力。

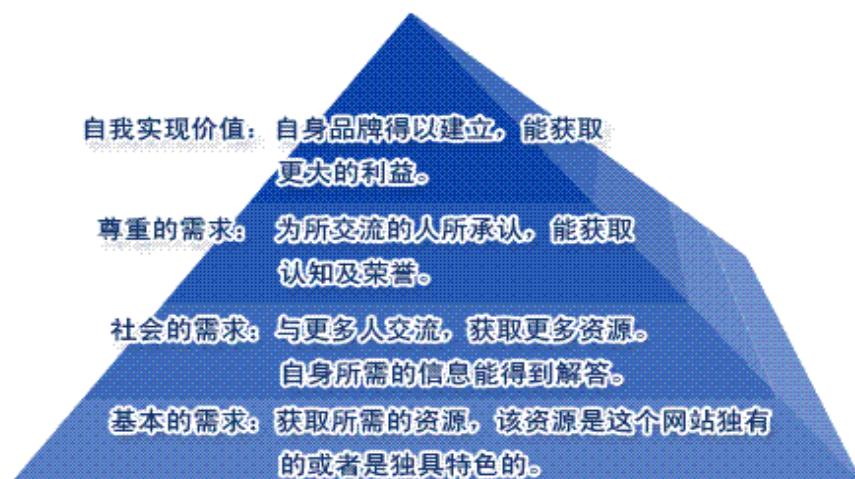
Q：怎样才能做到既享受到投资新兴产业的收益，又避免“在二级市场做风投”？

A：首先，我们很看好创新类的互联网和移动互联网应用，历史已经告诉我们收益相当可观，我们需要对新生事物保持开放的心态。其次，风险控制方面，我们建议投资者一要关注公司的历史和行业经验，二要密切关注公司创新业务的收益情况。要做到“仰望星空，脚踏实地”。

1. 互联网与移动互联网融合，同往社区化

人类对信息需求的变化促使互联网不断快速发展。人们需要解决信息源匮乏和信息传播速度的问题，互联网诞生了；互联网使信息匮乏迅速走向信息爆炸，搜索引擎诞生了；再后来，人们不满足于简单的获取，而上升为互动，希望互联网更接近于现实社会。网络社区就是在这种大前提下产生的最接近当前需求的互联网模式。

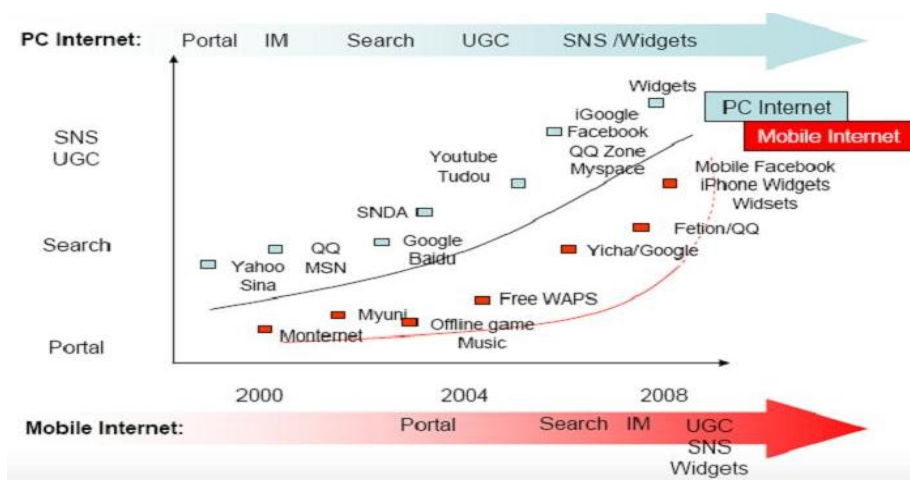
图表 1：网络社区化的演进与马斯洛需求层次理论



数据来源：国联证券研究所

人类的“贪念”又催生了移动互联网。传统互联网是开放的系统，但缺乏移动性，无法随时随地地接入互联网；传统的移动通信是封闭的系统，用户仅与通信运营商接触。移动互联网巧妙地将互联网的共享性、开放性和互动性，与移动通信的可移动性与能精确定位的优势融合。

图表 2：互联网与移动互联网融合趋势



数据来源：In-Stat，国联证券研究所

2. 网络社区，撬动互联网价值终极利器

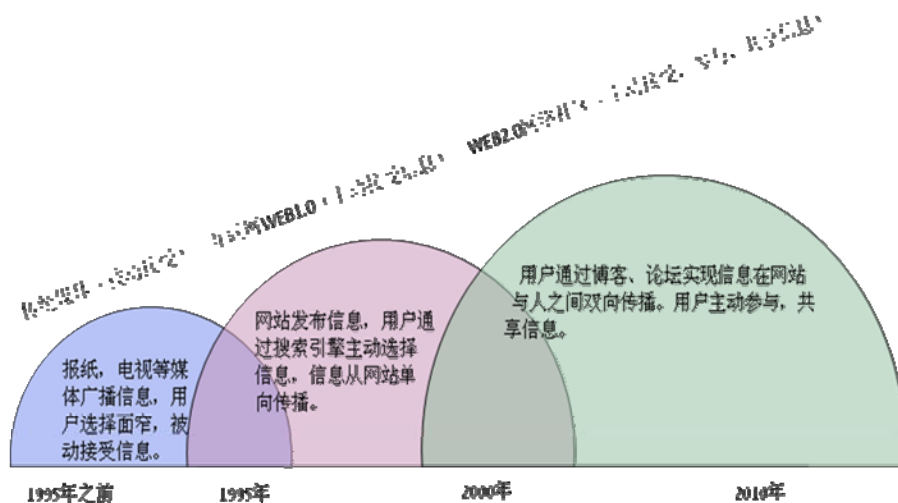
人们对互联网的需求从最初的信息获取演进到互动参与，角色从单向接受转变为自编、自导、自演和自评，社区化即是需求演进的产物。盈利模式上，一方面，社区精确定位用户需求，提升用户黏性和营销效率，这使得社区的后向收费高于传统网站，另一方面，社区提供的虚拟化身份打通了前向收费的通道。（名词解释：后向收费即向合作方收费，比如广告费；前向收费即向用户直接收费。）

2.1 社区化是互联网从人机交互往人人交互的演进

WEB1.0时代重点在信息获取，人机交互。WEB1.0是将以前没有放在网上的知识，通过商业的力量，放到网上去，实现共享，而WEB1.0时代的网站盈利模式是以流量取胜，靠点击率和由点击率衍生的增值服务为基础盈利，即所谓的“眼球经济”。WEB1.0的主角是网站，网站通过编辑新闻、提供资料下载吸引用户，核心是关键字，用户参与度较低。

WEB2.0时代重在交互，人人交互。WEB2.0是将互联网上已经实现共享的知识，通过每个用户的浏览求知的力量，协同工作，把知识有机的组织起来，在这个过程中继续将知识深化，并产生新的思想火花。现有的博客、播客、个人门户、网络互动杂志、互动搜索等等应用都已经体现了这种趋势。腾讯Qzone, Facebook和开心网即是WEB2.0时代的成功范例。WEB2.0的主角从网站变成了用户，用户从单纯的接受变得可以互动，增加了用户的参与度和归属感。

图表 3：信息传播的趋势，从人机交互进化到人与人的交互



数据来源：国联证券研究所

2.2 网络社区提高用户黏性，精准定位用户信息

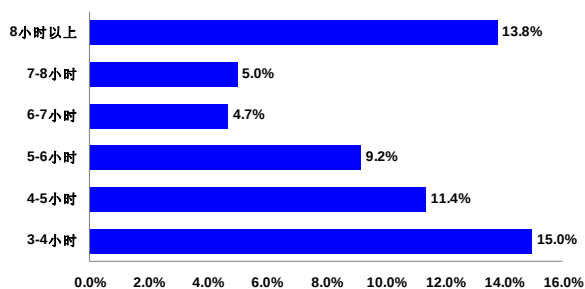
通过掌握的用户人口统计和行为信息，充分利用用户的参与和互动，研究用户的兴趣点以及用户之间互动的连接点，是社交网站创新盈利的重点所在。

网络社区在流量及黏性两方面，均可体现出优良的媒体价值。

网络社区用户拥有极高的黏性，用户停留时间远超WEB1.0网站。艾瑞咨询数据显示，累计近六成的用户日均花费时间在4小时以上，13.8%的网络社区用户日均花费在网络社区上的时间超过了8小时，该类人群将一天中1/3的时间用于浏览使用网络社区，对网络社区表现出极强的依赖性。同时，网络社区用户发帖积极性非常高：67.6%的用户每天都会参与发帖，九成以上的网络社区用户购买商品后会在社区中发表评论。Facebook作为全球最成功的网络社区，平均用户的访问时间早已超过第二名Yahoo 2倍。

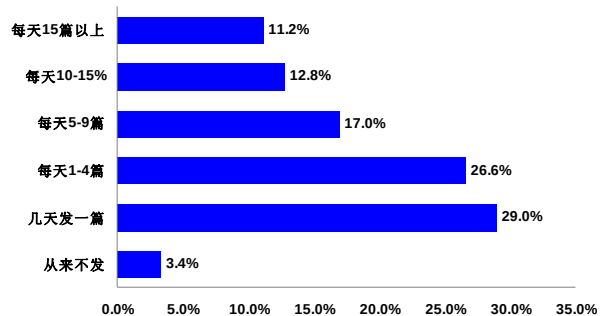
网络社区精准定位用户信息。网络社区使大量能反映用户行为习惯的信息集中体现在单一的帐户上，可以提高分析用户行为信息、行为特点、需求偏好的精准程度。未来主流全服务网络应用中，网络社区将起到对用户行为特点、需求偏好进行精准细分定位的作用，可以从用户的使用行为中分析得出兴趣、经历、偏好、朋友圈、购物记录，这为高精度营销活动作好了积累。

图表 4：2009 年网络社区用户停留时间



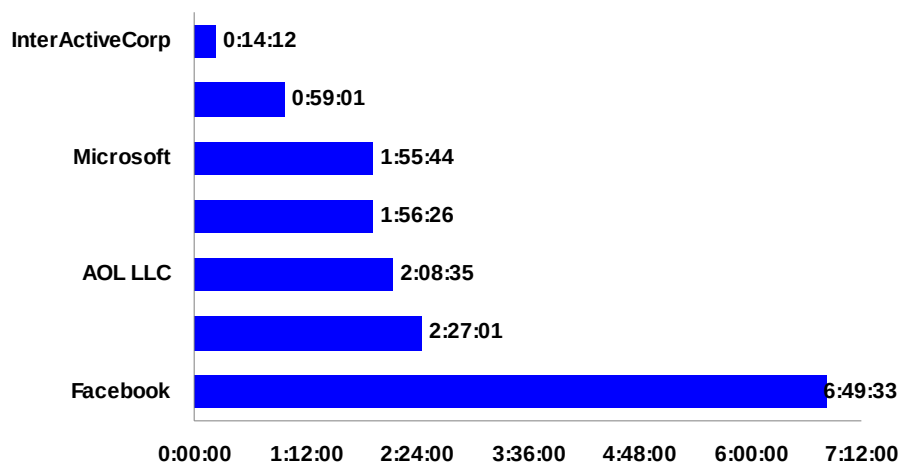
数据来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

图表 5：2009 年网络社区用户发帖统计



数据来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

图表 6: 2010 年 1 季度美国单位用户访问时间最长的八大公司情况

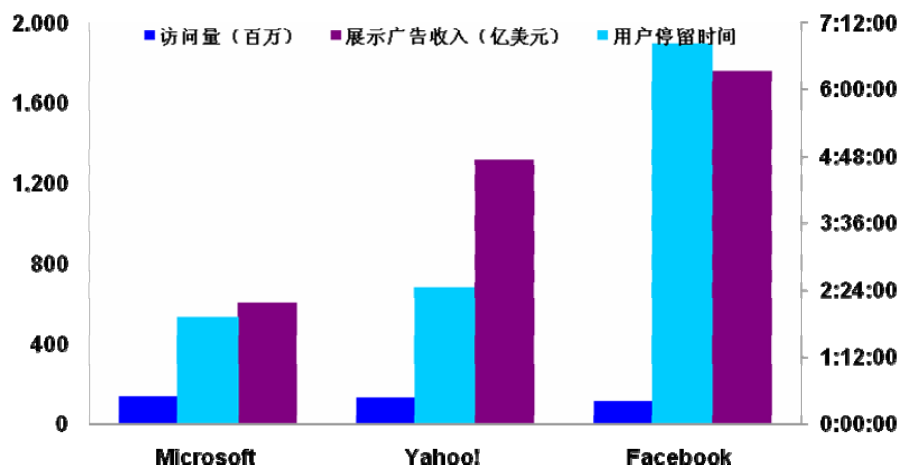


数据来源: The Nielsen Company, 国联证券研究所

2.3 社区后向收费高于WEB1.0，且可前向收费

社区网站网络广告收入高于WEB1.0网站。网络社区的“精准”和“互动”提高了广告传播的有效性，从而吸引更多的广告主投放广告。从美国网络公司2010年1季度的情况来看，Facebook尽管在访问人数上略低于微软和雅虎，但用户停留时间却是两者之和还多，因此在第一季度的展示广告收入上Facebook大幅度超越微软和雅虎。

图表 7: 微软、雅虎和 Facebook 2010 年 1 季度对比

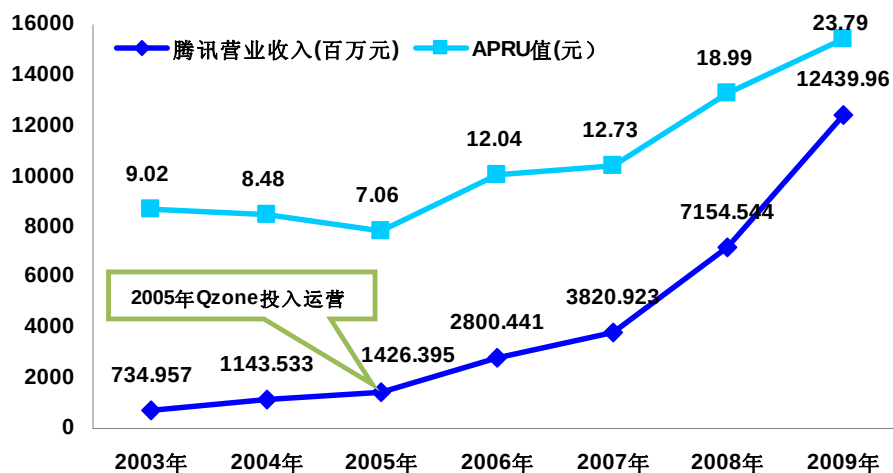


数据来源: The Nielsen Company, 国联证券研究所

腾讯提供了成功的向用户收费运营经验。腾讯在QQ基础上开发网络社区服务Qzone，直观的反映用户的年龄结构，喜爱偏好等特征。腾讯根据用户的特点制定和提供不同的广告策略和互联网增值业务。2005年Qzone上线以后，腾

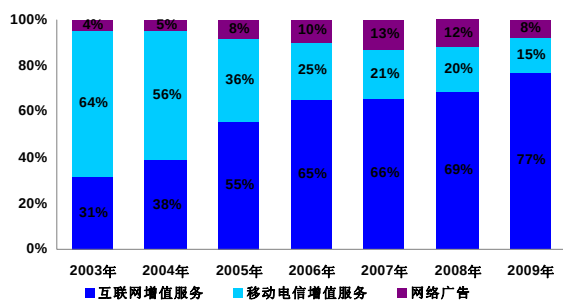
讯的活跃用户数量上升速度加快，APRU值由跌转升。同比国内几大领先的网络公司：以百度和新浪为代表的传统搜索引擎和综合网站的收入来源仍然以广告为主。腾讯通过出售Q币，人物形象等虚拟物品赚得可观的用户增值服务收入，截止2008年，已占公司占总收入的88.3%。

图表 8: 腾讯 2003-2009 年收入 ARPU 值情况



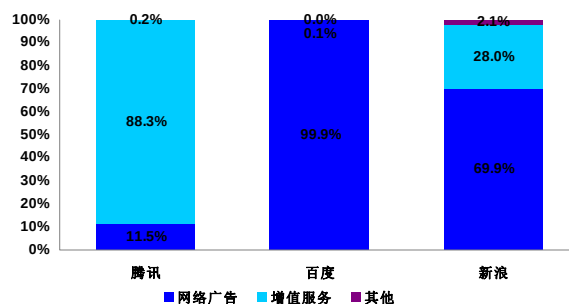
数据来源：腾讯年报，国联证券研究所

图表 9: 腾讯各业务收入占比



数据来源：中证登，国联证券研究所

图表 10: 腾讯，百度，新浪 2008 年收入构成



数据来源：各公司年报，国联证券研究所

2.4 看好垂直类社区网站

垂直网站的用户黏性更强，参与度更高，用户体验更高——更有商业价值。综合型网络社区盈利模式仍然以精准的用户定位发布广告为主，但由于用户对增值服务需求过于分散和多元化，至今仍然面临无法直接将用户转化为收入的问题。相较综合型网络社区，垂直网络社区拥有三大优势：

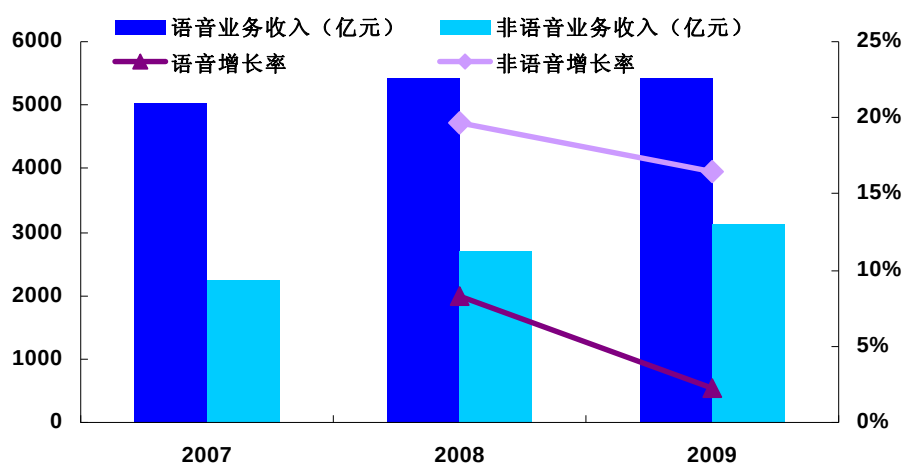
- ✧ 服务专业化：专注于自己服务的领域，提供更加全面和深入的专业服务。
- ✧ 运作专业化：资源相对集中，一旦投入就很可能形成规模效应。
- ✧ 业务垂直化：深入价值链的环节，成为厂商和网友对话的平台和渠道。

3. 移动互联网，更大的空间，更快的速度，成就下一个十年传说

3.1 移动互联网是运营商的下一个重心业务

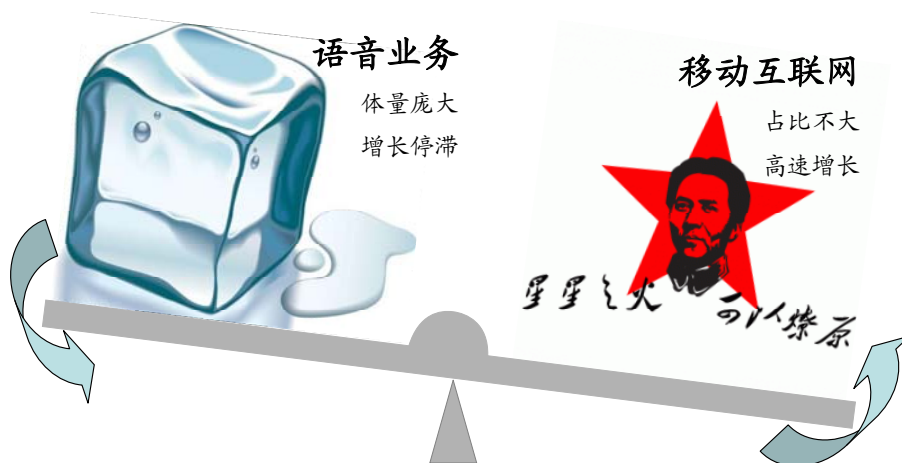
语音业务已接近衰退，长期趋势是接近免费。由于技术发展，基于 IP 包交换的技术逐渐替代基于电路交换的传统技术，以时长为主要计费基础的技术背景式微，以流量为计费基础的方式将成为主流。三五年之后，语音业务或将变得非常廉价，甚至接近免费。然而，语音收入仍是电信行业当前主要收入来源。

图表 11：中国电信行业语音业务接近衰退，但仍为主要收入来源



数据来源：工信部，国联证券研究所

图表 12：语音业务是正在融化的冰块，移动互联网是燎原之火



数据来源：国联证券研究所

3.2 正在融合，意在泛在的网络

移动互联网是移动通信与互联网的融合。传统的移动通信是封闭的系统，用户仅与通信运营商接触；传统互联网是开放的系统，但缺乏移动性，无法随时随地的接入互联网。移动互联网是将互联网的共享性、开放性和互动性，与移动通信的可移动性及能精确定位的优势融合。

图表 13: 互联网发展趋势

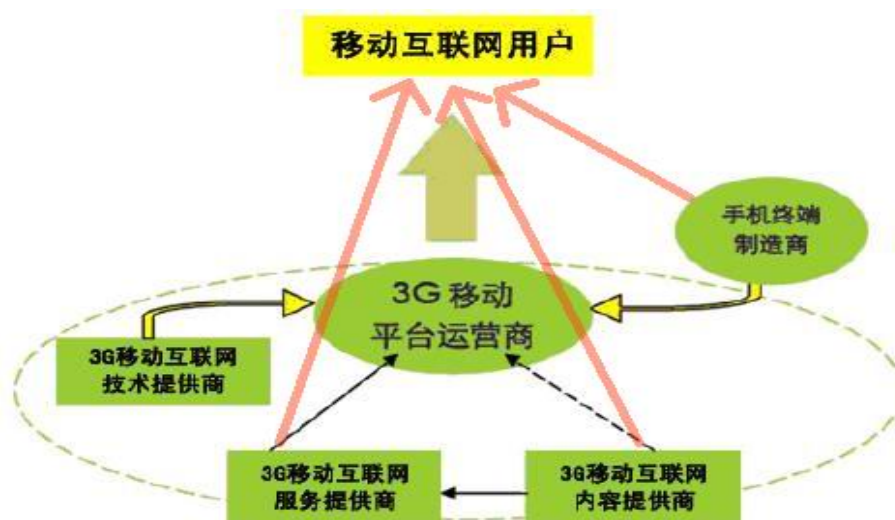


数据来源：思锐致信，国联证券研究所

现在处于融合初期，趋势是泛在的网络。移动互联网发展初期，WAP 是较为典型的应用，但因为是封闭系统，发展较为缓慢，随着技术发展，无线接入资费下降，通道与应用开始分离，移动通信与互联网开始融合。最后，无线网络泛在，基于移动互联网的应用蓬勃，逐步过渡到泛在的物联网。

产业链主要环节参与方与 2G 时相仿，但模式有别。3G 之前是封闭的系统，3G/B3G 是开放的系统，造就移动互联网与之前的移动通信模式有别。无论是 2G 时代还是 3G/B3G 时代，产业链都是以用户为中心，运营商提供平台，各合作方共同参与。由于 2G 业务标准化，是封闭系统，运营商处于主导地位。然而，移动互联网是开放式的，通道和应用可能会发生分离，业务发展日新月异，以前运营商强势地位可能会弱化。

图表 14: 移动互联网产业链构成



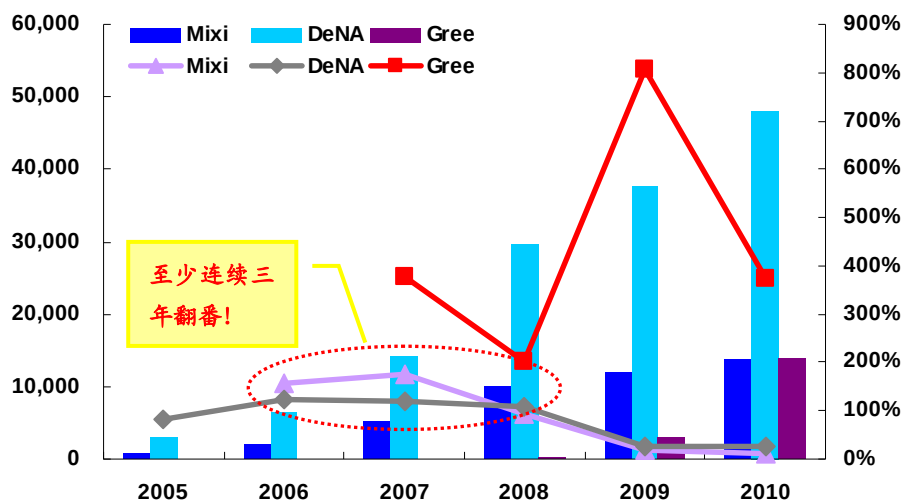
数据来源：国联证券研究所

3.3 Gree、DeNA和Mixi在日本演绎传说

高速发展期至少连续 3 年收入翻番。DeNA2004 年以来收入增长一直在 60% 以上，其中 2006-2008 年是黄金三年，每年增长超过 100%。Mixi 同样经历了 2006-2008 年的黄金三年，三年 CAGR 接近 140%。Gree 于 2008 年 12 月上市，其收入增长更是创纪录，自 2007 年起，年均增长超过 200%。日本三大 SNS 公司收入增长共同演绎了移动互联网传说——速度与空间——五年 CAGR 超过 70%，前三强收入规模合计可超过 56 亿人民币，总市值可以超过 600 亿元人民币。

图表 15: Mixi、DeNA 和 Mixi 各至少连续高增长三年（单位：百万日元）

DeNA
2005-2010 CAGR=79.0%
Mixi
2005-2010 CAGR=75.7%
Gree
2006-2010 CAGR=399.2%!



数据来源：公司公告，国联证券研究所

Mixi 与 Gree 收入相仿，但市值相差 5 倍，主要因为：

第一、Gree 移动用户占比远高于 Mixi；

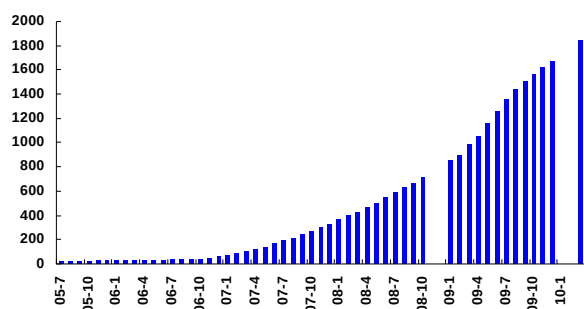
第二、Mixi 仍以广告收入为主，而 Gree 以道具收入为主。

图表 16: Mixi、DeNA 和 Mixi 收入与市值（2010-6-9 止）

公司名	代码	成立时间	上市时间	2010 财年收入 (百万日元)	2010 财年收入 (折合人民币, 百万)	市值 (十亿日元)	市值 (折合人民币, 亿)
DeNA	2432	1999	2005.2	48,105.65	3,588.68	411.74	307.16
Mixi	2121	2004.2	2006.9	13,600.00	1,014.56	59.5	44.39
Gree	3632	2004.12	2008.12	13,945.36	1,040.32	301.16	224.67

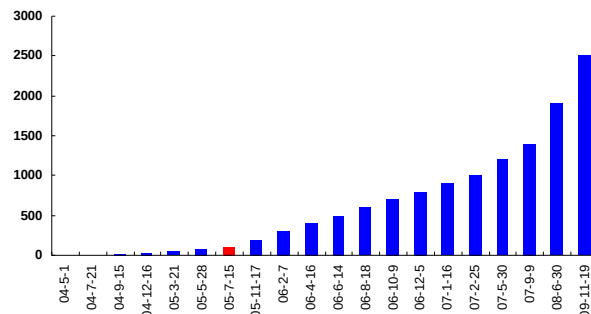
数据来源：公司公告，Google Finance，国联证券研究所

图表 17: Gree 用户数已接近 2000 万



数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 18: Mixi 用户数超过 2500 万



数据来源：公司公告，国联证券研究所

2005 年 3G 用户数 4800 万，SNS 业务收入 2.7 亿人民币；

2006 年 3G 用户数 7000 万，SNS 业务收入 6.2 亿人民币；

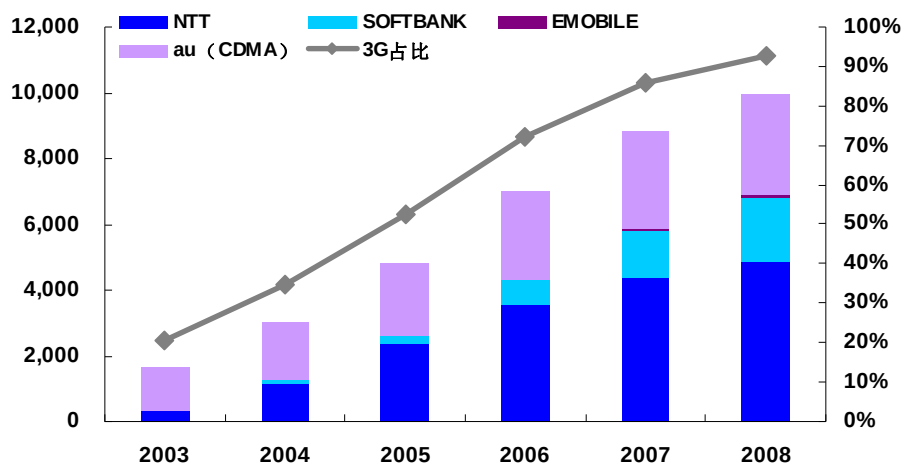
2007 年 3G 用户数 8800 万，SNS 业务收入 14.6 亿人民币；

2008 年 3G 用户数 1 亿，SNS 业务收入 30 亿人民币。

....

5000 万的用户基数很重要，而中国已经有了！

图表 19: 日本 2005 年 3G 用户数约 5000 万户（含 CDMA）



数据来源：TCA，国联证券研究所

3.4 看好媒体类业务，看好前向收费模式

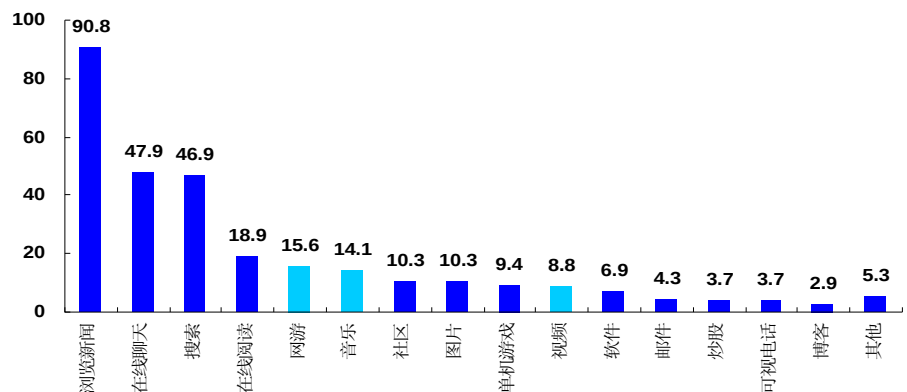
手机是带着体温的全媒体，是用户的第二身份。人们几乎把手机当成自己的第二身份（化身、马甲、阿凡达……），无论工作和生活都与手机密切接触。手机已不仅仅是用来打电话发短信的，而越来越明显地成为一个媒介，这也是为什么没有键盘的智能手机广受用户欢迎。从数据流量上来看，大流量视频业务是媒体的最主要表现形式；从业务属性来看，娱乐是最受欢迎的业务

种类；从业务模式上来说，社交类业务是当前最受欢迎的业务模式。从盈利模式上看，前向收费将具有更广阔的市场空间。

- ✧ 流量类数据业务：视频、在线游戏、音乐、下载、体育、新闻、地图等
- ✧ 娱乐类业务：游戏、音乐、图片等
- ✧ 社交业务：SNS、IM 等
- ✧ 电子商务：LBS、购物、支付等
- ✧ 前向收费模式：道具、内容提供等

成长速度是投资移动互联网第一关注点，相对宽泛的业务布局是安全垫，关注类 Gree 的高成长企业，投资类 DeNA 的宽业务企业。首先，移动互联网在全球才刚刚兴起，新业务的应用将层出不穷，当前业务的暂时匮乏不能反映未来的成长，需要开放的心态看待新业务布局；其次，新业务的开拓风险很高，从谨慎的角度出发，建议关注行业经验相对丰富、业务相对也较为宽泛的公司。日本 Gree 成了迅速成长的标杆，DeNA 在业务宽泛上又树立了另一个标杆。

图表 20：手机上网用户的网络应用（%）



数据来源：CNNIC，CR-Nielsen，国联证券研究所

从流量上看：

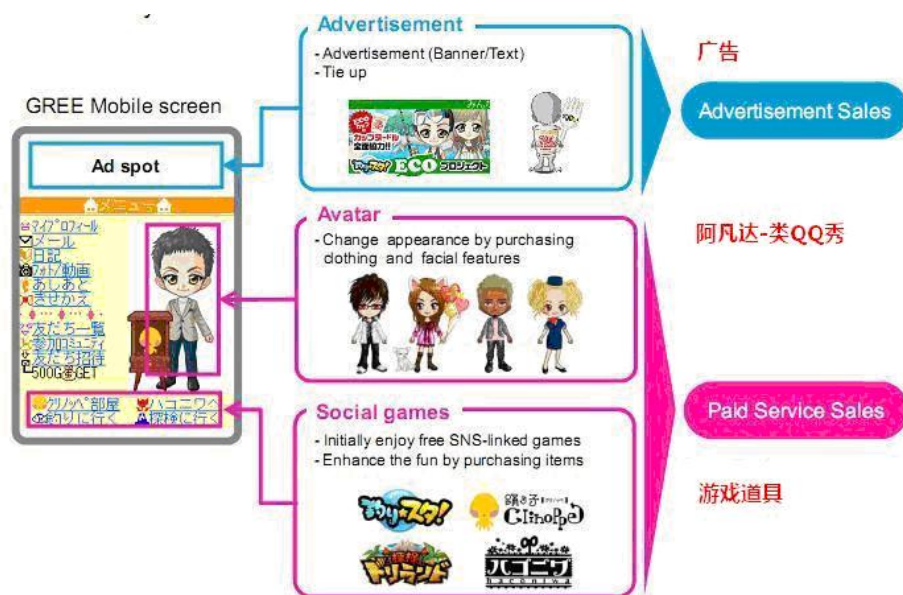
网游、音乐和视频需求分别排
用户应用第 5、6 和第 10 位；

从应用看：

新闻、IM、搜索和阅读位居前
四。

图表 21: Gree 盈利模式既有后向的广告, 又有前向的道具收入

日本 Gree 的成长是一个传说, 且与 Mixi 相比, 收入相当, 但 Gree 市值是 Mixi 的 5 倍, 主要区别之一是 Gree 的前向收费收入占比更高。
DeNA2010 财年收入为 35.9 亿人民币, 五年 CAGR 为 79%。



数据来源: Gree, 国联证券研究所

图表 22: 常青树 DeNA 业务宽泛

DeNA 手机游戏、SNS 道具等收入占比约为 60%, 电子商务收入占比约为 30%。



数据来源: DeNA, 国联证券研究所

4. 个股评级

图表 23: 互联网、移动互联网相关个股评级

代码	公司名	评级	收入同比(E)			EPS(E)			PE(E)		
			10	11	12	10	11	12	10	11	12
300059	东方财富	推荐	51.5%	47.8%	47.7%	0.74	1.12	1.62	95.5	63.4	43.7
002095	生意宝	推荐	47.6%	47.5%	48.4%	0.46	0.69	1.06	56.8	37.7	24.4
002148	北纬通信	推荐	47.7%	64.8%	36.6%	0.70	1.11	1.53	52.7	33.2	24.1
002261	拓维信息	推荐	33.4%	25.8%	24.3%	0.78	1.00	1.27	39.5	31.0	24.4

数据来源: 国联证券研究所

4.1 东方财富：插上“网络社区”翅膀起飞

SNS是东方财富商业模式的本质，是其长期增长的基础。SNS是最为发达的互联网生态形式，东方财富的“股吧”是SNS的代表，它是公司长期增长的基础。SNS改变互联网信息传播模式，既可提高用户黏性，也可精准定位用户，精准传播信息，提高营销效率。

互联网经济特性和公司地位确保业绩快速增长。互联网将变得越来越普及，且投资者对信息需求越来越迫切，两者共同促进行业快速增长。同时，龙头公司一家独大是互联网经济的一大特性，公司现已是财经类网站第一。行业特性与公司地位确保公司业绩快速增长。

公司创始人证券和互联网跨界经验是公司成长的关键。公司创始人原为证券资深人士，正是因为其对公司客户的深入理解，方能带领公司四年铸成行业龙头地位。公司聚集了巨大的用户访问量和较为稳定的用户黏性，为公司开支广告和金融数据业务打下基础。销售方式上，公司采取直销模式，提高了议价能力，确保高利润率。

拟新进入移动互联网领域。公司IPO募投项目中，其中一项为开发手机端的财经信息服务，将成为公司新的利润增长点。随着3G的快速发展和智能手机的普及趋势，移动互联网正在形成一个新的更大的市场，手机项目投产将使公司迅速切入移动互联网领域，加速拉开与竞争者的差距，巩固市场龙头地位。另外，公司持续加大对网站基础设备投入，提高用户体验，巩固行业地位。

行业龙头，稀缺性，成长性可享高溢价。公司是财经类网站龙头，A股中唯一的财经门户网站，所处的金融和互联网行业发展前景广阔，增长速度迅速。考虑互联网公司具有急速膨胀和一家独大特质，且公司拥有清晰的盈利模式，可享受较高溢价。

长期给予“推荐”评级。预计公司2010-2012年每股收益分别为0.74元、1.12元和1.62元，相对于目前的股价，对应的市盈率分别为96倍、63倍和44倍，给予公司2011年80倍PE，2012年60倍PE，对应股价区间为89.2元-97.0元，长期给予“推荐”评级。

4.2 生意宝：B2B一横到边一纵到底，“农村中国” 搭建农村互联网第一站

生意宝采取“一纵到底的专业化服务”和“一横到边的综合化服务”的发展战略，为国内的中小企业提供全面的、深入的一揽子电子商务解决方案。纵向上，公司提供“行业展会”、“欧洲REACH认证”、“金融融资中介”等多项增值服务；横向上，公司有望打造多个像中国化工网一样成功的专业网站。另外，公司依托“农村中国”进军农村市场。

华丽转身，生意宝由垂直类成功转型综合性B2B网站。公司2007建设的中小企业B2B综合交易平台生意宝，采用“小门户+联盟”的策略，将数千个子行业垂直网站集合在生意宝门户网站下，在2009年正式贡献收入，标志公司由垂直类B2B网站向综合性B2B网站转型的成功。2009年，生意宝贡献收入1477万元，约占总收入的11%。我们预计，生意宝网站注册用户数和付费用户数将在2009年迅速的发展，增速将达到新兴B2B网站增速。

“农村中国”大家农村互联网第一站，新增长点，新价值。“农村中国”是由浙江组织部牵头，联合中国电信浙江分公司和生意宝打造的乡镇级门户联盟。网站以乡镇为单位，主体分为政务，商务和服务三大类，有重点的介绍各个乡镇的政策服务，商务特点，旅游信息等情况。“农村中国”计划以浙江省为试点，再以中国电信为渠道向全国铺开。预计2010年将覆盖浙江省全部近千个乡镇。“农村中国”的建成无形中将生意宝的品牌渗透进广大农村当中去，这将大大增加公司的知名度，并且，大量的中小企业存在于农村地区，尤其是江浙地区的农村。我们认为，“农村中国”不仅仅在未来能够给公司带来新的利润增长点，更会给公司带来巨大的营销价值。

参股公司中国服装网有望三年内创业板上市。中国服装网是国内服装产业电子商务综合服务商，已启动三年“创业板上市计划”，公司2010年第一季度减持中国服装网20%的股权后，持有中国服装网19.62%的股份。

长期“推荐”评级。预计公司2010-2012年每股收益为0.46、0.69和1.06元，对于目前的股价，对应的市盈率分别为58倍、38倍和24倍。给予公司2010年65倍PE，2011年50倍PE，对应股价区间为29.6-34.4元，鉴于公司拥有“农村中国”规划和分拆上市概念和A股互联网公司的稀缺性，长期给予推荐评级。

4.3 北纬通信：游戏与视频成业绩高增长双引擎

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。

移动互联网时代运营商必须持开放的、合作的态度方能提升自身业绩。与2G时代业务标准化程度比较高不同，移动互联网业务具有多样性的特点，运营商自身特质决定其不可能凭一己之力发展移动互联网，国外运营商发展经历和国内运营商在互联网时代的发展经历均证实这一点。

游戏与视频成移动互联网时代业绩高增长双引擎。公司手机游戏从2009年下半年开始贡献收入以来，一直处于高速增长阶段。09年底以来，虽然行业环境较为复杂，但公司游戏业务依然保持较高增长。视频业务方面，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。

LBS、手机阅读等多业务完善3G业务布局。公司成立十多年来，公司已搭建完善全国性合作渠道，与三大运营商合作紧密。3G业务布局方面，公司不仅有增长可见性高的游戏和视频，还储备了LBS和手机阅读等新业务，已初步搭建完善3G业务。

超过25%员工获股权激励，全面调动员工积极性。公司股权激励草案拟授予115名员工450万份期权，激励对象人数占公司2009年底总人数的25.4%。与市场多数股权激励仅授予高管不同，公司拟激励对象还包含中层、核心技术人员和核心业务人员。假设激励对象在2011年全部行权，公司将变成类全员持股企业，极大地调动员工自主性。

维持“推荐”评级，合理价格44.4元。我们预计公司2010-2012年每股收益分别为0.70元、1.11元和1.53元，以2011年EPS 1.11元计，按40倍市盈率，合理价格为44.4元，维持“推荐”评级。

4.4 拓维信息：动漫大社区，大作为

移动互联网市场正在快速成长，大动漫有大作为。从日本经验来看，3G用户数超过5000万户后移动互联网用户开始快速成长，今年中国3G用户超过5000万基本确定，移动互联网市场土壤正在形成。同时，公司以动漫为主要立足点，志在动漫大社区平台的搭建，近两年内收入高增长确定性高。

加大研发投入，业务人员翻番拓市场。公司09年研发投入3083万元，占总收入9.99%，研发投入较08年增长近千万元。在加大研发投入的同时，公司业务推广力度开始加大，业务人员从08年底的176人增长到09年底的317人，几乎翻番（员工总数从754人增长到958名，增204人，业务人员增141，70%新增员工为业务人员）。公司至今为止主要业务区域仍在湖南省，业务人员翻番将助公司拓展全国范围市场。

动漫平台日益完善，拓展手机动漫游戏领域。公司已连续承办四届中国原创手机动漫大赛，影响力覆盖到全国范围的高校和企业。同时，公司通过动漫业务的平台，逐渐开始增加手机游戏新业务。

股权激励留住优秀人才，确保公司中长期发展。公司已公告股权激励计划，股权激励对象覆盖了高级管理人员、技术骨干和业务骨干，覆盖范围较广，有利于公司留住核心优秀人才，确保中长期发展。另一方面，股权激励的行权条件确保了公司未来两三年的增长底线。公司股权激励行权价28.19元，行权对业绩要求以09年净利润为基准，2010-2012净利润增长分别为30%、60%和90%。

维持“推荐”评级，合理价格35.0-40.0元。我们看好公司以动漫为基础向移动互联网全面转型的策略，公司在全国范围内的市场拓展将促业绩稳定快速增长。预计2010-2012公司每股收益分别为0.78元、1.00元和1.26元。按2011年35-40倍PE计，合理价格35.0-40.0元，维持“推荐”评级。

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

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

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%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	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

免责条款:

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。