



Research and  
Development Center

# 公司进入多元化发展阶段

—— 二六三 (002467.sz) 投价报告

2012年08月16日

胡育杰  
通信行业首席分析师

## 证券研究报告

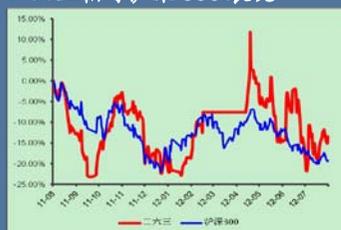
### 公司研究——投价报告

#### 二六三 (002467.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

#### 二六三相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2012-08-16)

收盘价(元)	11.80
52周内股价波动区间(元)	10.33-30.60
最近一月涨跌幅(%)	-8.00
总股本(亿股)	2.4
流通A股比例(%)	55.38
总市值(亿元)	28.37

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心  
邮编：100031

胡育杰 行业分析师  
执业编号：S1500511100001  
联系电话：+86 10 63081265  
邮箱：huyujie@cindasc.com

#### 相关研究

北斗星通 (002151)：北斗导航系统进入试运行服务阶段, 2012. 2  
通信设备(082002)：技术升级引领通信行业进入新发展周期, 2012. 2  
IPv6：技术升级将引领行业局部实现突破 2012. 2

## 公司进入多元化发展阶段

### 二六三深度报告

2012年08月16日

#### 本期内容提要：

- ◆ **十二五时期通信行业发展进入攻坚阶段。**“十二五”期间行业投资规模将大幅增长 36%，预计高达 2 万亿元，且 80% 用于宽带投资（同比增长 166%）。公司有望受益于行业快速发展。
- ◆ **公司主业电信增值业务发展潜力巨大。**公司作为电信增值业务提供商，依托运营商强大的资源，通过二次加工，提供了特色服务，这种业务从长期来说，具有极强的生命力。
- ◆ **公司业务板块重新调整和优化。**2012 年公司将按集团化体系运作，即：从原来的按业务的语音、数据属性分为数据通信和语音（及语音增值）通信两大板块，转而将公司业务按商业模式的不同重新定义划分为企业通信和增值通信两大业务板块。
- ◆ **拓展新兴业务，多元化发展促使盈利能力有望提升。**公司从长期发展着手，通过收购等方式积极开拓新兴业务，如 VPN 等，这对提高公司收入，降低总体运营成本将大有好处。
- ◆ **盈利预测与投资评级。**预计公司 2012、2013、2014 年 EPS 分别为 0.40 元、0.50 元和 0.61 元，对应 PE 分别为 30 倍、24 倍和 19 倍，对应 PB 为 2.4 倍、2.2 倍、2.0 倍。当前估值水平仍存在提升空间，且公司总市值较低，首次给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**公司面临并购带来的融合风险和客户流失的风险。

#### 公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	293.83	296.55	393.47	505.26	632.86
增长率 YoY %	-3.22%	0.93%	32.68%	28.41%	25.25%
归属母公司净利润(百万元)	69.25	71.25	96.16	119.21	146.04
增长率 YoY%	-1.55%	2.89%	34.96%	23.97%	22.51%
净资产收益率 ROE%	10.53%	6.72%	8.63%	9.90%	11.13%
EPS(元)最新股本摊薄	0.29	0.30	0.40	0.50	0.61
市场一致预期 EPS(元)	-	-	0.45	0.69	0.97
市盈率 P/E(倍)	41	40	30	24	19
市净率 P/B(倍)	1.3	1.3	2.4	2.2	2.0

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 股价截止至 2012 年 8 月 16 日

## 目录

投资聚焦.....	2
十二五期间通信行业发展进入攻坚阶段.....	2
公司成为通信服务领域内多项新业务的开拓者.....	3
公司主营业务突出，数据通信业务发展势头显著.....	4
适应行业发展趋势，优化整合业务板块.....	8
积极把握收购机会，拓展新的业务增长点.....	9
公司财务情况.....	10
盈利预测及估值.....	13
风险提示.....	14

## 图目录

图 1: 电信业务总量:当月值 (亿元).....	3
图 2: 公司业务模式 (增值电信模式).....	4
图 3: 2007-2013 年中国企业邮箱产业规模.....	5
图 4: 95050 业务使用流程图.....	6
图 5: 公司主营业务收入分布 (2011 年期末).....	8
图 6: 公司分业务毛利率 (2011 年期末).....	8
图 7: 公司营业收入、营业利润与净利润比较.....	10
图 8: 公司最近 3 年毛利率.....	10
图 9: 扣除非经常损益加权平均净资产收益率.....	10
图 10: 总资产周转率和流动资产周转率.....	11
图 11: 期间费用增长情况 (单位: 万元).....	11
图 12: 期间费用占营业收入之比.....	11
图 13: 资本结构.....	12
图 14: 实际所得税率.....	13

## 表目录

表 1: 公司 2011 年主营业务分行业经营情况 (单位: 万元).....	5
表 2: 263 企业邮箱概况.....	6
表 3: 263 个人邮箱价格.....	7
表 4: 263 企业邮箱价格.....	7
表 5: 公司业务和组织架构调整情况.....	9
表 6: iTalk Global Communications, Inc. (iTalk 公司) 概况.....	9
表 7: 应收账款账龄分析 (单位: 万元).....	12
表 8: 公司分产品盈利预测 (单位: 万元).....	13
表 9: 同类公司估值比较.....	14

## 投资聚焦

“十二五”期间通信行业投资规模将大幅增长 36%，预计高达 2 万亿元，且 80% 用于宽带投资。公司作为行业内通信服务型企业，将从政策和行业发展中受益。同时为了进一步发展公司业务，公司积极展开收购和兼并，进行多元化战略投资，与公司现有业务进行优势整合，从而降低公司成本，提升利润率。

### 投资逻辑

随着通信行业发展进入新的时期，行业运行呈现出了新的特色。运营商作为行业主导着的角色逐步淡化，CP/SP 将发挥越来越为重要的影响。公司作为电信增值业务提供商，依托运营商强大的资源，通过二次加工，提供特色服务，这种业务模式从长期来说，具有极强的生命力。

### 有别于大众的认识

公司作为通信行业服务型企业，部分业务成长性有所减缓。公司从长期发展着手，开拓新兴业务，如 VPN 等，这对提高公司收入，降低总体运营成本将大有好处。

### 股价催化剂

为了增加业务种类，提高公司整体营收能力，公司展开了一系列收购行动，这对公司长期发展打下了坚实的基础。从短期来说，对股价形成了催化。

## 十二五期间通信行业发展进入攻坚阶段

“十一五”期间通信行业总体投资规模为 1.5 万亿元左右，宽带投资约占 40%；“十二五”期间行业投资规模将大幅增长 36%，预计高达 2 万亿元，且 80% 用于宽带投资（同比增长 166%）。

2012 年第一季度，“宽带中国战略”加速推进。国家八部委于 3 月 27 日共同发布了《关于开展“宽带中国战略”研究工作的通知》，为实施“宽带中国战略”制定具体的时间表；同时为推动互联网由 IPv4 向 IPv6 的顺利过渡，国家发改委联合六部门制定了《关于下一代互联网“十二五”发展建设的意见》。

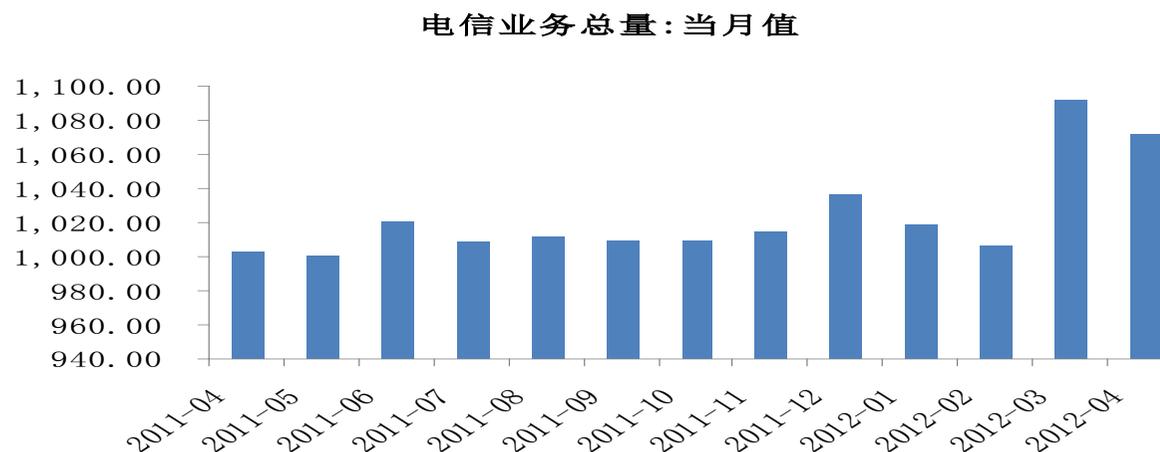
国家相关政策的支持为 2012 年 1 季度通信行业提供了良好的发展环境。2012 年 4 月，全国电话用户净增 1095.0 万户，总数达到 13.14 亿户，其中固定电话用户减少 27.9 万户，移动电话用户净增 1122.9 万户。基础电信企业互联网宽带接入用户净增 930.6 万户，达到 1.59 亿户。

数据显示，国内电信业务总量稳中保持增长，2012 年 1-4 月，全国电信业务总量累计为 4190.6 亿元，比上年同期增长 14.8%。3G 用户渗透率继续提高。3、4 月份增长明显，3 月当月电信业务总量为 1092.10 亿元，4 月份为 1071.60 亿元。

2012 年 4 月，3G 用户净增 3054.7 万户，达到 15897.1 万户。3G 新增用户渗透率达到 61.55%，已经连续 14 个月高于 50%；而 3G 用户渗透率达到 15.43%，连续 9 个月超过 10%。

2012 年第一季度，电信固定资产投资完成额为 660.1 亿元，同比增长 10.6%。

图 1: 电信业务总量:当月值(亿元)

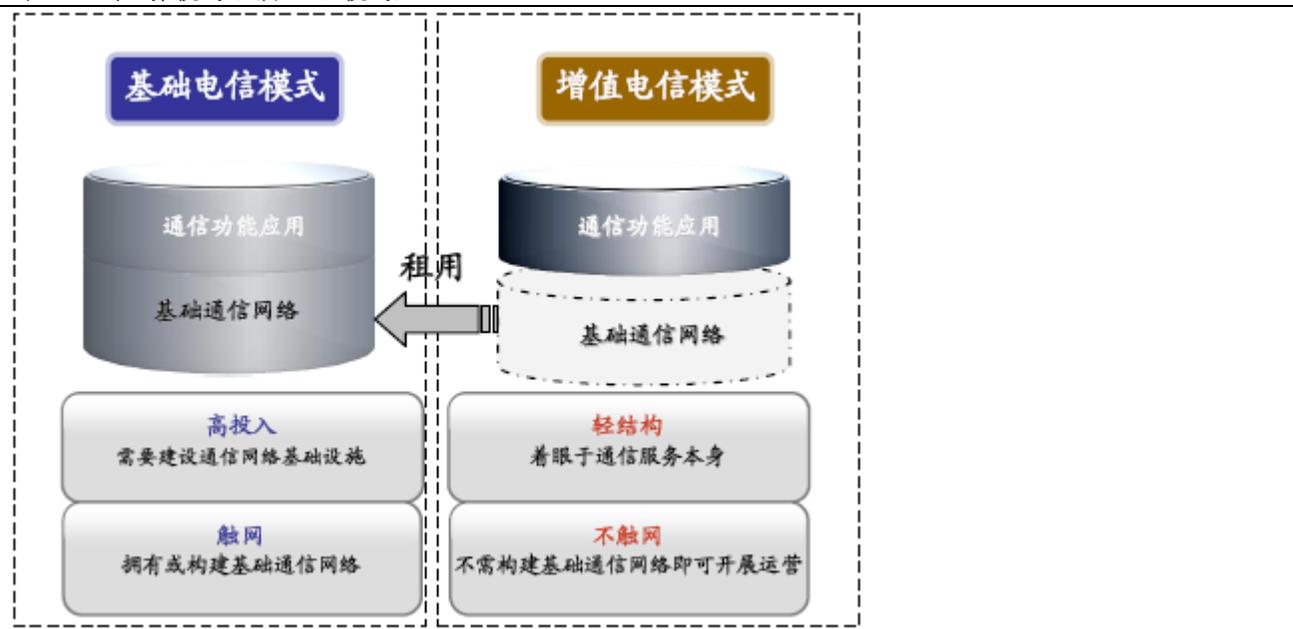


资料来源: 工信部, 信达证券研发中心

## 公司成为通信服务领域内多项新业务的开拓者

公司是一家主要面向中小企业和商务人士的综合通信服务提供商，主营业务是增值电信业务中的通信服务业务。公司以增值电信模式提供通信服务，即由公司向中国电信、中国联通等基础运营商租用线路、传输设备、网络设施等基础电信资源，批量购买带宽、通话时长等基础电信服务，再利用自身技术对这些电信服务和电信资源进行重新组合，加入特定功能形成个性化的通信服务产品，最终以二六三的自有品牌进行市场营销，通过自己的计费系统、业务平台、客户服务平台向细分市场的用户群体提供通信服务，并通过向用户收取通话费等基础通信服务费（与基础运营商分成）和增值服务费（如包月功能费、邮箱服务费）获得收益。

图 2: 公司业务模式 (增值电信模式)



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心整理

## 公司主营业务突出, 数据通信业务发展势头显著

2011年, 公司根据全年经营计划, 努力开拓市场, 积极开发新产品, 主动调整业务和收入结构, 保持了收入和利润的稳定。公司2011年度实现营业收入29,655.20万元, 较上年增加272.38万, 增长比率为0.9%; 实现利润总额7,868.37万元, 较上年同期增长66.34万元, 增幅为0.9%; 归属于上市公司股东的净利润为7,124.94万元, 较上年同期增长200.04万元, 增幅为2.9%; 基本每股收益0.59元。

### 公司的通信业务涵盖语音通信、语音增值和数据通信三大领域, 公司在各服务领域均处于领先地位:

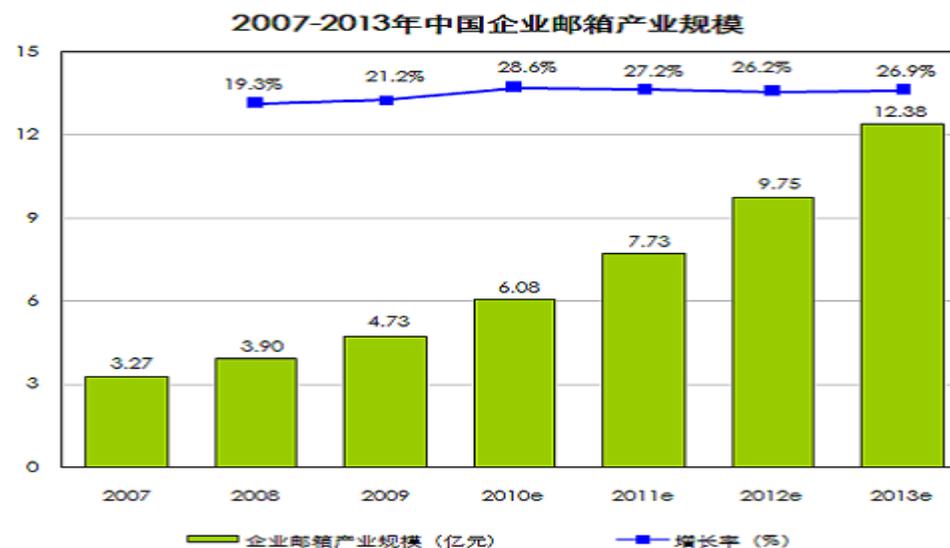
**在语音通信领域,** 公司该项业务开展多年, 一直是北京地区规模最大的IP长途电话转售商, 为公司与基础电信运营商的互惠合作奠定了坚实基础;

**在语音增值领域,** 公司提供的95050多方通话业务已在北京、上海、武汉、成都、广东全省、浙江全省、济南、青岛、烟台、威海开展。截至2010年6月拥有的多方通话月均活跃用户数达45万人, 成为国内9家多方通信商用试验许可牌照获得者中开展业务规模最大的服务提供商;

**在数据通信领域,** 目前, 公司拥有包括上汽通用五菱汽车、中联重科、安利(中国)、麦当劳(中国)、浙江日报、《财经》杂志社、东莞商业银行、中国汽车工业协会、南非大使馆、英国大使馆、慧聪国际资讯、上海电信、北京电信、中华网在内的企业邮箱用户近7.36万家(其中自有品牌营销模式的企业用户约2.94万家, 运营外包合作营销模式的企业用户约4.42万

家), 运营管理的企业邮箱数量约 113.23 万个 (其中自有品牌营销模式的企业邮箱数量约 86.13 万个, 运营外包合作营销模式的企业邮箱数量约 27.1 万个)。据英国 Netcraft 统计, 截至 2008 年 9 月, 以拥有的企业邮箱客户数量计, 公司位列国内专业电子邮件服务提供商第一名; 根据艾瑞咨询统计, 在 2009 年中国企业邮箱市场上, 公司以 21.4% 的市场营收份额排在第一位。

图 3: 2007-2013 年中国企业邮箱产业规模



资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心整理

表 1: 公司 2011 年主营业务分行业经营情况 (单位: 万元)

分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年同期增减 (%)	营业成本比上年同期增减 (%)	毛利率比上年同期增减 (%)
语音通信服务	8,047.86	4,392.48	45.42	-18.05	-22.65	3.25
语音增值服务	7,789.15	3,126.14	59.87	-0.02	-5.32	2.25
数据通信服务	11,063.79	3,233.17	70.78	31.03	30.95	0.02

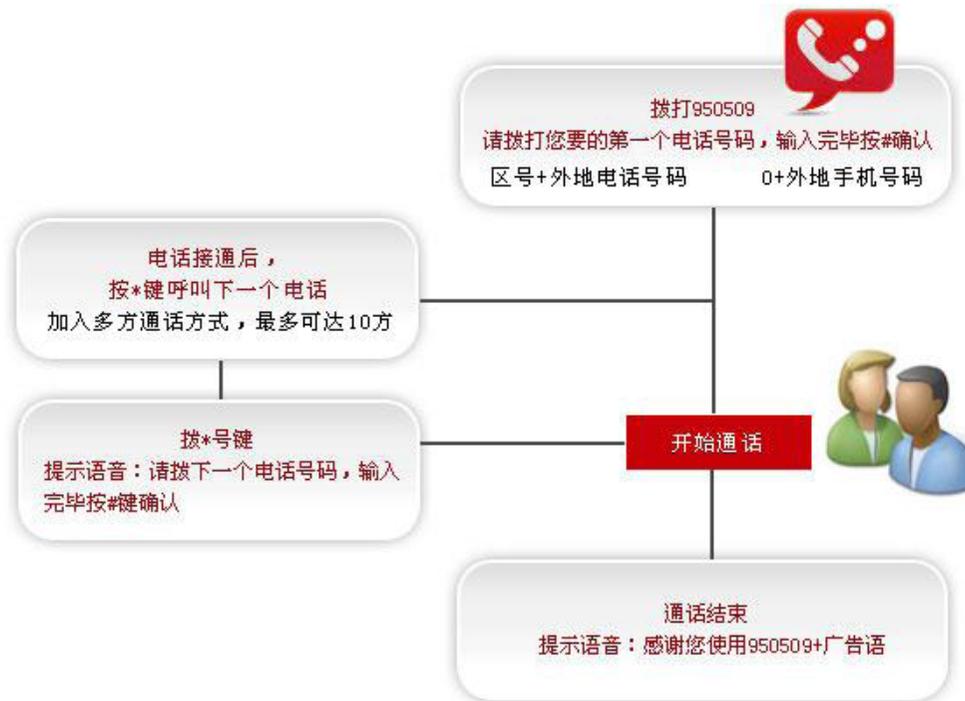
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

公司数据通信业务保持了高增长的态势。该业务在 2011 年不断推出新产品, 很好地满足了客户的需求: 263G+ 产品、企业邮件归档产品、企业邮箱短信到达通知、263EM 云通信。数据通信业务中企业 G 邮局用户数较 2010 年增长 45.0%, 使得公司在企业邮件市场的占有率继续保持第一。业务销售方面, 持续进行行业拓展, 进一步开拓金融等行业客户, 在扩大销售规模的同时, 在金融行业等高端客户领域树立了 263 品牌。

在此背景下, 公司设计并完成针对智能手机客户端用户的移动语音增值业务 (个人 95050) 产品, 按照公司长期规划, 拟

在手机用户群体和移动互联网环境下继续放大多方通话业务。公司计划构建出以 3GVPN 为代表的企业接入转售业务体系，通过在增值通信业务体系内部的延伸加快其业务推进。

图 4: 95050 业务使用流程图



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心整理

表 2: 263 企业邮箱概况

263EM	通讯录管理
	IM 即时通讯
	SMS 短信
	Fax 传真
	Call Center 呼叫中心

Conference Call 企业会议 (电话会议、网络会议、视频会议、融合会议)

网盘

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**表 3：263 个人邮箱价格**

产品名称	容量/功能	产品价格
标准型	邮箱大小 1000M	10 元/月
	网络文件柜 100M	
	超大邮件 500M	
	总容量 1600	
公务型	邮箱大小 2000M	20 元/月
	网络文件柜 200M	
	超大邮件 1000M	
	总容量 3200	
炫我型	容量同标准型	120 元/邮箱/年
	任意定制用户名	
	可设置 1-3 个用户名	
	支持自由域名	

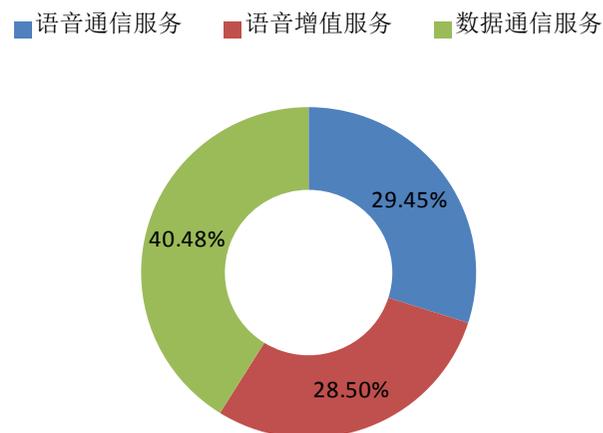
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心整理

**表 4：263 企业邮箱价格**

分类	产品规格	邮箱总容量	单个邮箱 最小容量	可发送超大附件容量	可发送普通附件容量	服务报价
标准版	5 用户版	5 × 263G	263G	600M/用户邮箱	30M/用户邮箱	900 元/年
	10 用户版	10 × 263G	263G	600M/用户邮箱	30M/用户邮箱	1600 元/年
	50 用户版	50 × 263G	263G	600M/用户邮箱	30M/用户邮箱	7000 元/年
大客户版	500 用户版	500 × 263M	263M	600M/用户邮箱	30M/用户邮箱	50000 元/年
	100 用户升级版	100 × 263M	263M	600M/用户邮箱	30M/用户邮箱	10000 元/年

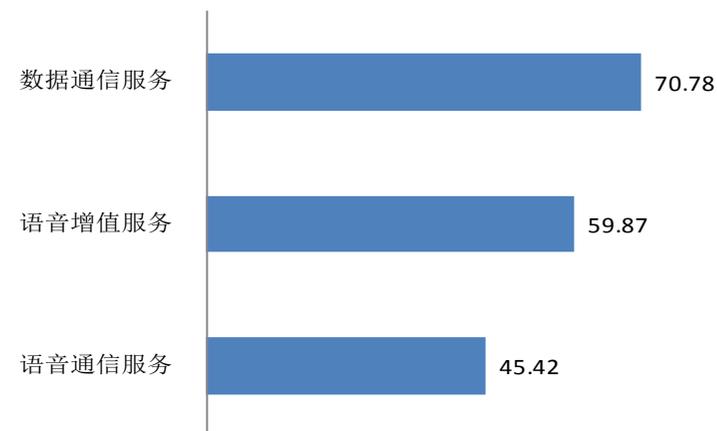
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心整理

图 5: 公司主营业务收入分布 (2011 年期末)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 6: 公司分业务毛利率 (2011 年期末)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

## 适应行业发展趋势，优化整合业务板块

为了使公司现有业务板块更加清晰，更好地适应公司战略发展需要，2011 年末公司根据各业务的属性对现有组织架构进行了进一步的梳理和调整，设立专业的分子公司，以集团化架构运作公司。2012 年公司将按集团化体系运作，即：从原来的按业务的语音、数据属性分为数据通信和语音（及语音增值）通信两大板块，转而将公司业务按商业模式的不同重新定义划分为企业通信和增值通信两大业务板块。

企业通信子公司业务定位为以企业通信平台为核心，为企业提供统一通信服务及应用系统接入服务。其中，统一通信包含数据及多媒体通信服务、通信管理以及各种通信方式的融合，不涉及信息服务；应用系统接入平台为企业提供应用系统的嵌入、集成和平台运营，不介入具体的企业应用软件服务。企业通信业务将搭建企业通信平台，以企业通讯录为基础，将 EM 系统平台化，融合企业邮箱、电话会议、短信、即时通讯以及 OA、HR 等附加功能。企业通信平台将根据企业实际管理需求增加各种实用功能，集成办公系统，实现各办公通信系统之间的“无缝连接”，并将公司针对企业客户的数据通信和语音通信业务有效融合。

**表 5: 公司业务和组织架构调整情况**

业务/职能板块	具体业务/职能	组织架构
集团管控、资本运营	对各业务板块、分子公司的管理; 行业投资并购、资本运营; 资本市场相关工作(信息披露、投资者关系管理)	集团总部
企业通信	企业融合通信(企业统一通信及应用系统接入: 企业通讯录、EM 系统、企业邮箱、电话会议、短信、即时通讯、OA 及 HR 等附加功能) 企业会议服务	企业通信子公司 企业会议事业部
增值通信	语音通信、语音增值、资源转售(96446、95050、95040、VPN 等)	北京增值通信分公司 上海分公司 广州分公司 上海翰平公司

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

## 积极把握收购机会, 拓展新的业务增长点

公司为了稳定、持续的发展, 积极拓展业务增长点, 启动了多项资本运营和收购计划。

2012 年 4 月, 公司发出公告, 拟通过全资子公司二六三网络科技以 8000 万美元(折合人民币 5.04 亿元)购买 iTalk 公司 66.67%的股权, 预计此次收购完成后, 二六三将全资控股 iTalk。

**表 6: iTalk Global Communications, Inc. (iTalk 公司) 概况**

iTalk 公司特点	
品牌知名度高	iTalk 主要针对北美地区(美国和加拿大)约 900 万华人和其他亚裔人群, 凭借有针对性的目标市场聚焦策略, 赢得了客户信赖, 树立了在北美华人的通信市场中较高的品牌知名度。
性价比好	iTalk 的网络电话服务的主打产品为 24.99 美元/月的包月服务, 用户可以不限时拨打本地电话、区内长途、中港台长途以及其他 20 个国家及地区的国际长途, 同时, iTalk 提供中国回拨号码, 从国内呼叫 iTalk 用户只需支付国内市话费。而北美地区其他大型运营商, 如 VonageBB、AT&TBB、Verizon 等提供的包月服务价格相同或更高, 但不包括无限免费拨打中港台长途、中国回拨号码以及中国拨打北美地区(美国、加拿大)免费等。
客户的体验度优	iTalk 针对用户主要为华人市场的特点, 在中国、新加坡等地建立客服平台和运维平台, 有效的解决了运营商客服所面临的各种“水土不服”的问题; 与此同时, iTalk 还在重点开拓的市场开设了实体店, 增强了客户的体验度。

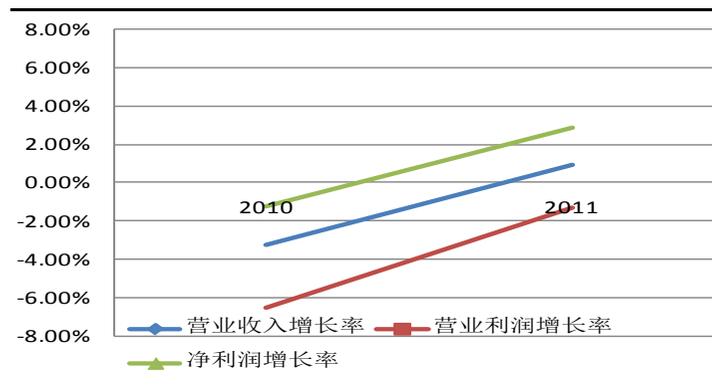
资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

## 公司财务情况

### ● 盈利能力

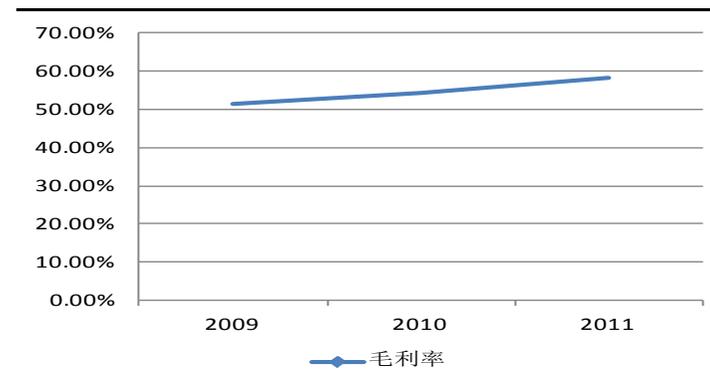
2011年，公司扭转了上一年度收入和净利润下降的态势，经营业绩有一定起色。近三年来，公司的毛利率一直保持在高于50%的水平并逐年上升。

图7：公司营业收入、营业利润与净利润比较



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

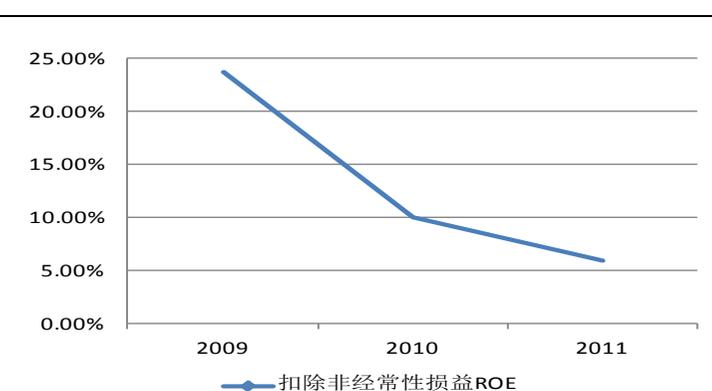
图8：公司最近3年毛利率



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

公司近三年来扣除非经常性损益加权平均净资产收益率逐年递减主要是由于所有者权益的变动。

图9：扣除非经常损益加权平均净资产收益率

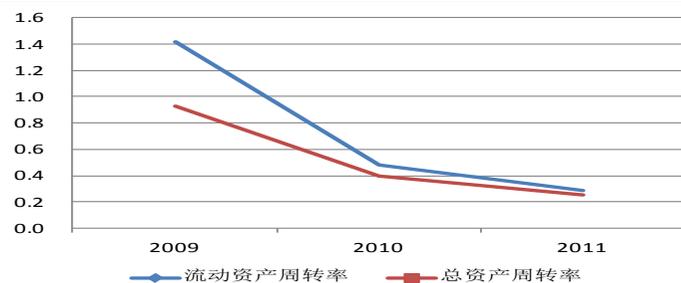


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

● 营运能力

公司的总资产周转率和流动资产周转率大幅下降主要是由 2010 公开发发行后的资金超募使得总资产和流动资产数额大幅增加所致。

图 10: 总资产周转率和流动资产周转率



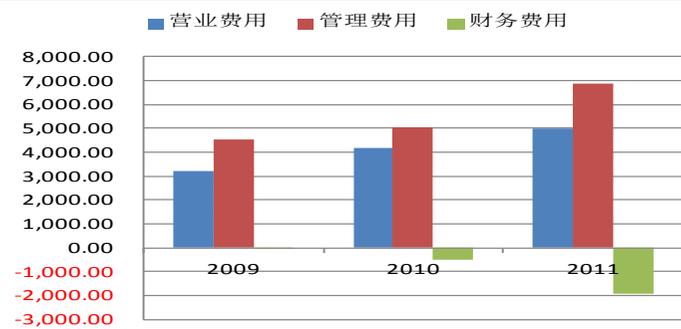
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

● 结构分析

近三年来, 公司的期间费用占收入的比重逐年上升。公司的营业费用逐年增加, 主要原因是销售人员增加导致销售费用增加。管理费用的增加归因于管理人员和研发人员增加导致费用增加。值得注意的是研发投入, 公司注重研发技术投入, 着力提高产品创新能力, 保持业内竞争优势, 2011 年加大研发投入, 使研发投入达到 2819.23 万元, 在营业收入中的占比提高到 9.51%, 较上年度提高了 2.77 个百分点。

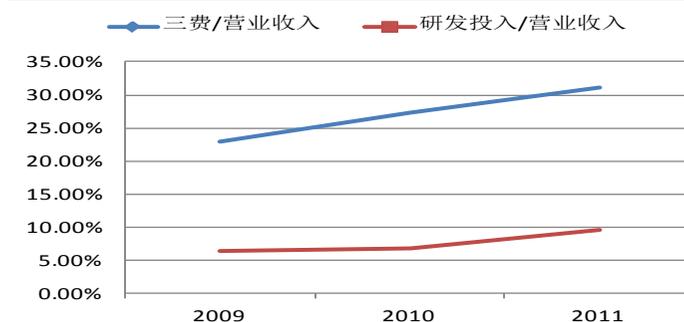
2010 和 2011 年公司的财务费用为负, 是由于募集资金的存款增加导致利息收入增加, 而利息支出、汇兑损益、手续费等数额非常小。

图 11: 期间费用增长情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

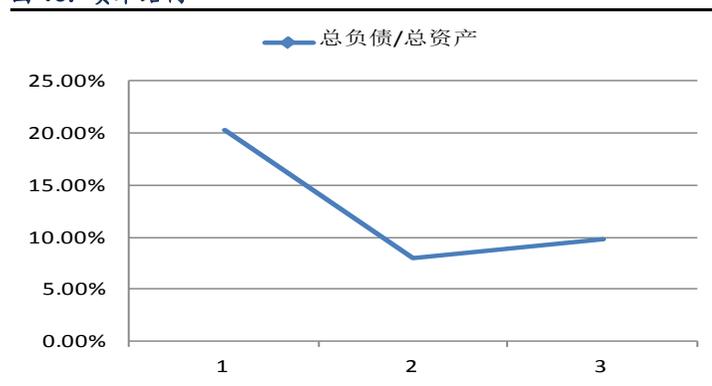
图 12: 期间费用占营业收入之比



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

公开发行后公司的负债率有所降低，目前的负债率低于 10%，有利于以后为业务扩张而进行的债务融资。

图 13: 资本结构



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

公司一年以内的应收账款占 99.46%，三年以上应收账款占 0%，坏账准备率 2.02%，前五名应收账款金额占 71.50%。

表 7: 应收账款账龄分析 (单位: 万元)

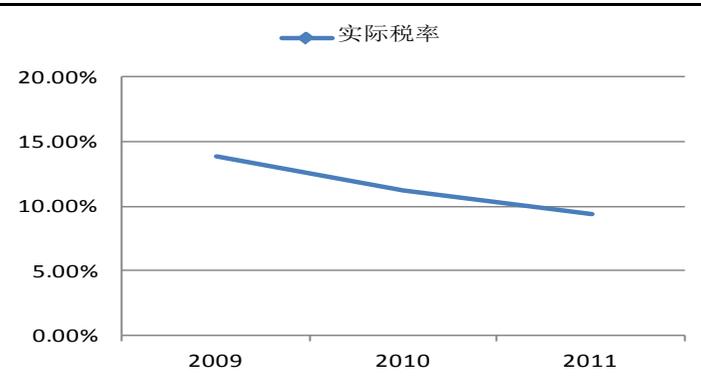
账龄	账面余额	比例	坏账准备	坏账准备率
1 年以内	3,321.94	99.46%	66.44	2.00%
1-2 年	18.11	0.54%	0.91	5.00%
2-3 年	0.03	0	0.01	30.00%
3-4 年	0.20	0.00%	0.10	50.00%
4-5 年	0.00		0.00	50.00%
5 年以上	0.00		0.00	100.00%
合计	3,340.28	100.00%	67.45	2.02%

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

2011 年 9 月 14 日，公司换领了北京市科学技术委员会、北京市财政局、北京市国家税务局、北京市地方税务局共同核发的编号为 GR2011111000228 的高新技术企业证书，证书有效期三年。根据新企业所得税法的相关优惠政策的规定，公司属国家需要重点扶持的高新技术企业，减按 15% 的税率征收企业所得税。

2011 年 2 月 24 日，公司入选由国家发展改革委、工业和信息化部、商务部、国家税务总局联合发布的《2010 年度国家规划布局内重点软件企业认定名单》，规定，国家规划布局内重点软件企业当年未享受低于 10% 的税率优惠的，减按 10% 的税率征收企业所得。2011 年 5 月 9 日，获税务机关批准，2010 年企业所得税减按 10% 汇算清缴，与预申报时 15% 的差异，未调整年初未分配利润，直接冲减本年所得税费用。公司将继续申请 2011 年度国家重点软件企业。

图 14: 实际所得税率



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

## 盈利预测及估值

预计公司 2012、2013、2014 年 EPS 分别为 0.40 元、0.50 元和 0.61 元, 对应 PE 分别为 30 倍、24 倍和 19 倍, 对应 PB 为 2.4 倍、2.2 倍、2.0 倍。和同类通信行业公司尤其是服务类型公司比较, 二六三公司市盈率处在中下游。考虑到公司正处于扩充规模、高增长阶段, 且市值偏低, 当前估值水平仍存在提升空间, 因此给予“增持”评级。

表 8: 公司分产品盈利预测 (单位: 万元)

2012E	营业收入	营业收入增长率
语音通信服务	9657.44	20.00%
语音增值服务	10125.90	30.00%
数据通信服务	16595.69	50.00%
上网接入服务	641.19	50.00%
合计	39347.15	32.68%
2013E	营业收入	营业收入增长率
语音通信服务	11106.05	15.00%
语音增值服务	12961.15	28.00%
数据通信服务	23233.96	40.00%
上网接入服务	897.67	40.00%
合计	50525.77	28.41%
2014E	营业收入	营业收入增长率
语音通信服务	12438.78	12.00%

语音增值服务	15942.22	23.00%
数据通信服务	31365.85	35.00%
上网接入服务	1211.85	35.00%
合计	63285.63	25.25%

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**表 9：同类公司估值比较**

代码	股票名称	股价(元)	EPS			PE		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
002093	国脉科技	4.5	0.13	0.21	0.32	35	21	14
002148	北纬通信	17.32	0.1	0.40	0.50	173	43	35
300288	朗玛信息	59.24	1.45	1.44	2.03	41	41	29
600050	中国联通	3.64	0.07	0.12	0.22	52	30	17
600498	烽火通信	23.1	1.00	1.26	1.60	23	18	14

资料来源：wind，价格为 2012 年 8 月 16 日收盘价。

## 风险提示

### ● 并购公司的融合风险

二六三近年来以收购的方式实现业务扩张，母公司与子公司如果不能在运作方式、管理规范、人力资源能方面完成良好的整合和协调，则有可能削弱公司整体的运营效率和持续发展的潜力。

### ● 客户流失的风险

由于服务的可替代性和客户的流动性，二六三收购的美国公司 iTalk 面临客户流失的风险。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,010.56	1,049.87	1,131.91	1,264.08	1,427.91
现金	958.77	999.69	1,065.02	1,179.94	1,324.07
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	39.45	32.73	48.13	61.80	77.41
预付账款	7.94	10.86	12.07	15.49	19.41
存货	0.41	0.45	0.55	0.71	0.89
其他	3.99	6.14	6.14	6.14	6.14
非流动资产	129.68	138.98	132.95	126.78	120.46
长期投资	76.13	79.87	79.87	79.87	79.87
固定资产	45.79	50.60	43.75	37.77	31.62
无形资产	3.12	3.32	3.09	2.86	2.67
其他	4.64	5.20	6.25	6.27	6.31
资产总计	1,140.23	1,188.85	1,264.86	1,390.86	1,548.37
流动负债	89.68	115.73	107.57	138.37	173.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	7.65	3.69	7.13	9.16	11.47
其他	82.04	112.03	100.44	129.21	162.36
非流动负债	1.78	1.23	1.23	1.23	1.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.78	1.23	1.23	1.23	1.23
负债合计	91.47	116.95	108.80	139.59	175.07
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1,048.77	1,071.90	1,156.06	1,251.27	1,373.31
负债和股东权益	1140.23	1188.85	1264.86	1390.86	1548.37

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	293.83	296.55	393.47	505.26	632.86
同比	-3.22%	0.93%	32.68%	28.41%	25.25%
归属母公司净利润	69.25	71.25	96.16	119.21	146.04
同比	-1.55%	2.89%	34.96%	23.97%	22.51%
毛利率	54.45%	58.33%	58.33%	58.33%	58.33%
ROE	10.53%	6.72%	8.63%	9.90%	11.13%
每股收益(元)	0.58	0.59	0.40	0.50	0.61
P/E	40	39	30	24	19
P/B	1.3	1.3	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	15.67	15.13	22.24	18.26	15.12

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	293.83	296.55	393.47	505.26	632.86
营业成本	133.83	123.58	163.97	210.56	263.73
营业税金及附加	6.93	7.92	9.73	12.49	15.65
营业费用	41.77	50.13	54.80	70.37	88.15
管理费用	50.43	69.01	72.63	93.26	116.82
财务费用	-4.75	-19.16	-13.98	-14.88	-16.48
资产减值损失	0.09	-0.02	0.03	0.04	0.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.56	9.99	5.00	5.00	5.00
营业利润	76.10	75.09	111.29	138.40	169.97
营业外收入	2.34	4.08	2.14	2.14	2.14
营业外支出	0.41	0.48	0.30	0.30	0.30
利润总额	78.02	78.68	113.13	140.24	171.81
所得税	8.77	7.43	16.97	21.04	25.77
净利润	69.25	71.25	96.16	119.21	146.04
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	69.25	71.25	96.16	119.21	146.04
EBITDA	89.24	92.41	125.73	153.08	184.93
EPS (摊薄)	0.58	0.59	0.40	0.50	0.61

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	90.03	99.25	79.07	140.74	170.09
净利润	69.25	71.25	96.16	119.21	146.04
折旧摊销	11.22	13.73	12.60	12.84	13.11
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	-10.56	-9.99	-5.00	-5.00	-5.00
营运资金变动	19.60	23.67	-24.88	13.49	15.76
其它	0.52	0.60	0.19	0.20	0.18
投资活动现金流	-17.77	-10.33	-1.73	-1.82	-1.96
资本支出	-21.05	-16.46	-6.73	-6.82	-6.96
长期投资	3.28	6.13	5.00	5.00	5.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	715.69	-48.00	-12.00	-24.00	-24.00
吸收投资	756.10	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	36.00	48.00	12.00	24.00	24.00
现金净增加额	787.95	40.92	65.33	114.92	144.13

## 分析师简介

**胡育杰**，通信行业高级研究员。武汉大学博士。现任职信达证券研究发展中心通信行业首席研究员。曾任职于信息产业部电信研究院，从事通信行业宏观产业研究、政策研究、技术研究等，为信息产业部和其他相关机构提供了大量行业数据和多份高质量研究报告。曾任职宏源证券研究所，从事通信行业研究。

## 通信行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
中国联通	600050	中兴通讯	000063	中创信测	600485	天音控股	000829
烽火通信	600498	亨通光电	600487	合众思壮	002383	新海宜	002089
光迅科技	002281	辉煌科技	002296	北斗星通	002151	武汉凡谷	002194
华星创业	300025	世纪鼎利	300050	三元达	002417	中国卫星	600118

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

### 股票投资评级

**买入：** 股价相对强于基准 20% 以上；

**增持：** 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

**持有：** 股价相对基准波动在  $\pm 5\%$  之间；

**卖出：** 股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**看好：** 行业指数超越基准；

**中性：** 行业指数与基准基本持平；

**看淡：** 行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。