

稳定客户为核心 移动转售创新机

——二六三（002467）深度报告

2013年08月14日

强烈推荐/维持

二六三

深度报告

报告摘要:

- **双向优势明显。**公司是通信公司中最懂互联网的，也是互联网公司中对通信了解最透彻的。企业级通信、VPN、海外互联网业务是目前公司最重要的三块业务。双向的优势在未来有望实现公司的远景的目标：成为“中国第一家民营电信运营商”的梦想。
- **稳定客户群是公司企业通信的核心。**定位中小企业用户，避免与三大运营商正面竞争。公司企业邮箱用户的续费率一直维持在94%左右的高位，用户非常稳定，忠诚度极高。这为公司推广新业务提供了极大的便利。而新业务的快速推广，也为公司ARPU值得到提升。云通信产品有望未来逐步取代邮箱成为企业通信的核心平台。
- **海外华人电信运营：服务于被忽视的需求。**iTalk公司聚焦海外华人的细分市场，2008年至2011年保持了30%以上的用户、收入复合增长率。目前是美国地区最大的华人电信与IPTV运营商。优势在于用户群联系紧密、用户一致性较高、公司品牌强势、中美联动成本较低。
- **六大优势造就“最靠谱”的虚拟运营商。**良好的合作伙伴关系、优质的分销渠道、全方位的服务、多赢的合作模式、品牌的优势、创新能力六大优势使得公司能够获得牌照并将成为“最靠谱”的虚拟运营商。
- **公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司2013年-2015年的EPS分别为0.93元、1.13元和1.43元，对应PE分别为22倍、18倍和15倍，继续给予“强烈推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	296.55	382.23	837.00	987.00	1,167.00
增长率(%)	0.93%	28.89%	118.98%	17.92%	18.24%
净利润(百万元)	71.25	267.12	223.72	271.47	343.64
增长率(%)	2.89%	272.75%	-15.80%	21.36%	26.59%
净资产收益率(%)	6.65%	20.60%	15.23%	16.10%	17.53%
每股收益(元)	0.59	1.11	0.93	1.13	1.43
PE	34.93	18.57	22.12	18.23	14.40
PB	2.31	3.84	3.37	2.94	2.52

王明德

010-66554006

wangmd@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480511100001

姚毅

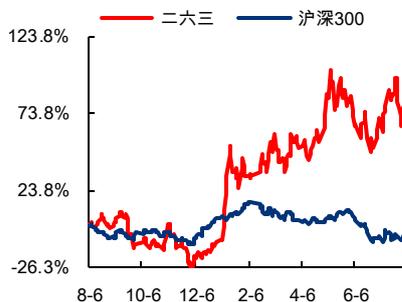
010-66555130

yaoyi@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	20.61-11.45
总市值(亿元)	49.46
流通市值(亿元)	27.24
总股本/流通A股(万股)	24000/13216
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	6.03

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《虚拟电信运营行业专题报告：夯实基础 合作共赢 从海外看国内》2013-06-28
- 2、《二六三调研快报：为企业客户提供完整移动办公服务》2012-11-05
- 3、《二六三2012年三季报点评：企业通信恢复高增速 未来业绩值得期待》2012-10-30
- 4、《二六三调研快报：沉淀于服务 蓄势而待发》2012-07-04

目 录

1. 通信企业中最懂互联网与互联网企业中最懂通信的企业	4
2. 稳定客户群是公司企业通信的核心	5
2.1 客户群目标定位清晰，与基础电信运营商分化竞争	5
2.2 稳定客户群体，推广新业务的法宝	6
2.3 全球呼叫中心：开个美国办公室很便宜	9
3. 海外华人电信运营：服务于被忽视的需求	10
4. 移动转售中公司的机会	13
4.1 虚拟运营商在行业中的价值	13
4.2 六大优势造就“最靠谱”的虚拟运营商	14
4.3 3G VPN 或称为攻坚战的桥头堡	15
5. 盈利预测和估值	15
6. 投资策略	16

表格目录

表 1: 云通信产品已实现功能以及未来将实现功能	8
表 2: 263 vs. skype 资费比拼	9
表 3: 公司收入预测表	16
表 4: 公司盈利预测表	18

插图目录

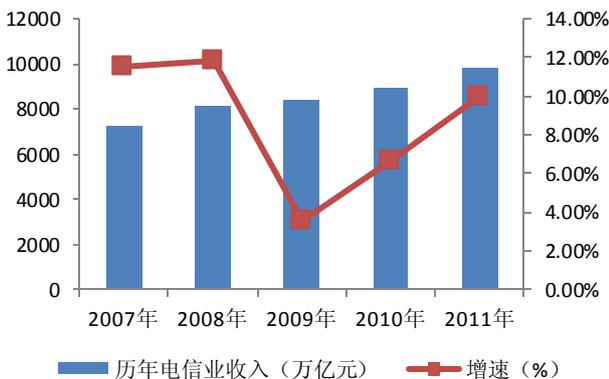
图 1 2007-2011 年电信业收入及增速	4
图 2 263 20 年长期关注	4
图 3 基础电信运营商无法很好满足中小企业客户	5
图 4 263 企业邮箱涵盖功能	5
图 5 2004-2012 年公司企业邮箱用户数	6
图 6 企业通信市场规模全球 vs. 中国	6
图 7 263 云通信 4A 核心价值	7
图 8 263 云通信—轻松办公	7
图 9 云通信系统的部分功能	7

图 10 传统智能邮箱及收费情况	8
图 11 云通信功能及收费情况.....	8
图 12: 公司全球呼叫中心	9
图 13: 虚拟号码带来的益处	9
图 14: iTalk 股权结构 (被全资收购后)	11
图 15: iTalk 2008-2011 年收入情况.....	11
图 16: iTalk 2008-2011 年用户数情况.....	11
图 17: 美国在家使用非英语的人数 (2012 年)	12
图 18 虚拟运营商的业务模式	13
图 5 虚拟运营商商业模式.....	14
图 20 全球 MVNO 价值定位	14

1. 通信企业中最懂互联网与互联网企业中最懂通信的企业

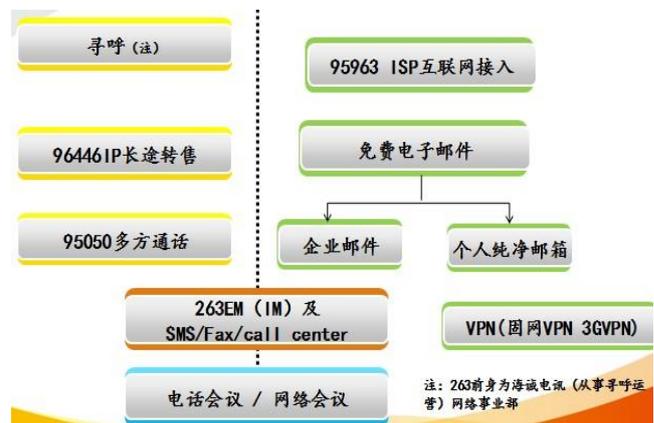
公司前身为海诚电讯（是一家从事寻呼运营的公司）的网络事业部，国内曾经最出名的@263 个人免费邮箱就出自公司的手笔。到目前有超过 20 年的通信运营经验，2012 年电信服务市场收入超过 10,000 亿元，公司定位为“大池塘中的小鱼”，同时又是细分行业中的“大鱼”。随着互联网技术深刻改变电信服务业，公司成为比电信运营商更懂互联网、比互联网服务商更懂通信的专业通信运营企业。双向的优势在未来有望实现公司的远景的目标：成为“中国第一家民营电信运营商”的梦想。

图 1 2007-2011 年电信业收入及增速



资料来源：中国通信业发展知道（2012），东兴证券研究所

图 2 263 20 年长期关注



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司初期以寻呼、固网转售、ISP 互联网接入以及免费电子邮箱为主要业务。随着行业的发展、技术的延伸，以及公司对自身的重新定位，目前公司最重要的业务是面向诸多中小企业，以收费的企业邮箱为基础，为中小企业提供一站式、一体化的通信解决方案。

与此同时，公司通过收购上海瀚平涉足 VPN（虚拟专用网络）市场，随着移动转售牌照发放在即，3G VPN 将迎来爆发式增长，也将成为公司成为虚拟电信运营商的先锋官。

2012 年公司全资收购了美国 iTalk 公司。iTalk 目前的核心业务是为海外华人特别是北美华人提供 VOIP 以及 IPTV 的业务，目前公司 VOIP 用户数量超过 20 万户，IPTV 数量 2 万户，用户和收入复合增长在 30% 以上。公司收购 iTalk 除了考虑到财务收益外，掌握 20 万户海外华人的市场资源也将为公司未来的新业务开展提供广阔的市场，另外全资控股 iTalk 也将是公司未来进入运营业的预演和准备。

移动转售牌照发放在即，我们认为公司将成为第一批获此牌照的科技类公司，并且我们认为公司也将会是最早一批在业绩上有所体现的公司。基于此原因，我们认为梳理一下公司的各项业务将有助于分析移动转售对于公司的影响，这也是此报告书写的最

初的目的。

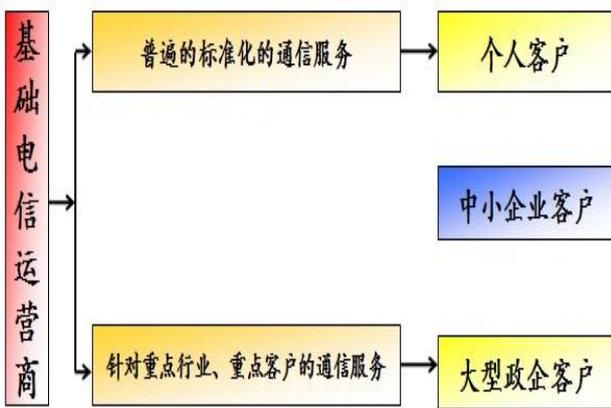
2. 稳定客户群是公司企业通信的核心

2.1 客户群目标定位清晰，与基础电信运营商分化竞争

从基础三大运营商的客户定位来看，个人用户和大型政企客户是其最为重视的客户群体。而对于广大的中小企业客户，由于数量众多，满足其个性化需求对于三大运营商来说并不具备吸引力，且耗时耗力，所以一直以来中小企业客户这一群体的个性化通信需求一直无法得到很好的满足。

目前全国中小企业数量超过 4,000 万家，公司以中小企业作为主要客户，充分发挥自身的技术优势，运用自身对于互联网和通信行业的双重理解，为其提供满足其个性化需求的通信服务。选择基础运营商不重视或者说无法做好的领域进行业务开展，避免了公司与三大运营商在用户群体上的正面冲突，这也是我们认为公司可以通过基础运营商的审核成功拿到移动转售牌照的一大逻辑。

图 3 基础电信运营商无法很好满足中小企业客户



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 4 263 企业邮箱涵盖功能



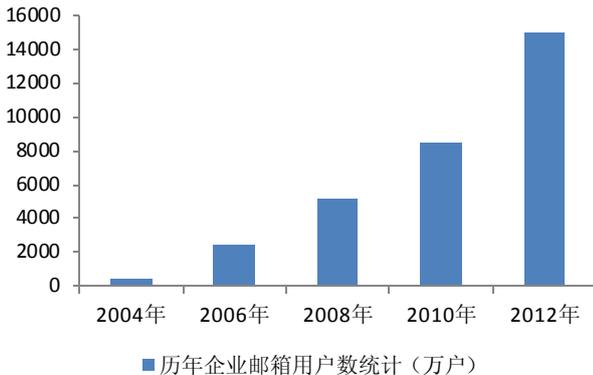
资料来源：公司网站、东兴证券研究所

公司目前中小企业用户接近 10 万家，为企业提供了超过 200 万个企业邮箱，这其中不乏长安汽车、齐鲁证券、CCTV、华泰联合和中美大都会人寿等偏大型企业。在紧盯企业的核心诉求：通信可管理的同时公司不断增添新的通信功能，目前公司的主打品牌 263EM 除提供通讯录管理、IM 即时通讯、短信、传真、呼叫中心、企业会议等服务外，还可与企业现有的 OA、CRM 等融合，为公司在企业通信领域 30% 的市场份额打下了坚实的基础。此业务每年增速在 30% 左右，且由于不断增加新的通信功能，较易提升 ARPU 以及用户粘度，未来成长较有保障。

根据统计，目前全球企业通信的市场规模达到 700 亿美元，而我国市场仅为 7 亿美元，作为全球巨大的经济体，这种市场规模显然过小。这说明我国企业通信的市场还处于刚刚起步的阶段，未来市场空间仍然巨大。公司凭借目前约 30% 的市场份额，我们有

理由相信未来公司在企业通信领域将具备巨大的提升空间。

图 5 2004-2012 年公司企业邮箱用户数



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图 6 企业通信市场规模全球 vs. 中国



资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

2.2 稳定客户群体, 推广新业务的法宝

根据公司的统计, 近年来公司企业邮箱用户的续费率一直维持在 94% 左右的高位, 这说明公司现有用户非常稳定, 忠诚度极高。稳定的客户群体, 为公司推广新业务提供了极大的便利。而新业务的快速推广, 也为公司 ARPU 值得提升提供了基础。

2012 年 9 月公司推出了“263 云通信”的全新产品。公司作为国内企业级邮箱市场份额第一的提供商, 一直以来专注于用户邮箱的使用与体验。此云通信产品对原有的 263 企业邮箱进行了智能化升级后, 构成了现在全新的智能 263 企业邮箱, 而在全新的智能 263 企业邮箱上面叠加了即时通信、短信、语音、电话会议、传真等通信功能和以后将增加的日程、网盘、考勤等办公系统就构成了完整的 263 云通信产品了。另外, 作为一个开放的企业级 SaaS 应用平台, 新产品支持大量的第三方 app 接入。

云通信这一全新的移动办公平台提出来 4A 的核心价值: Anytime、Anywhere、Anything 和 Anyway。Anytime 任何时间, 即时办公, 这是公司云计算集群提供电信运营商级别的稳定可靠的服务; Anywhere 任何地点, 移动办公, 这是云通信给移动办公带来的价值; Anything 任何事情、协同办公, 这是公司 SaaS 应用统一管理平台; Anyway 任何终端, 随心办公, 这是公司给用户提供的跨平台、跨系统的服务。

可以说 263 企业邮箱的功能是 263 云通信产品的一个子集, 公司并不是单纯推出一款新的产品, 我们认为用全新的云通信平台全面替代邮箱系统, 使得公司更加深入的成为中小企业通信服务的总体提供商才是公司这项产品的核心诉求。本文中我们将花较大的篇幅来具体介绍这一产品亦源于此。

图 7 263 云通信 4A 核心价值



资料来源：东兴证券研究所

图 8 263 云通信—轻松办公



资料来源：东兴证券研究所

这里罗列除了云通信系统的一部分功能，就像蜂窝一样，产品的系统功能从最基础的出发进行延伸和拓展，逐渐强大。

图 9 云通信系统的部分功能



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

企业对于自身通信以及移动办公的远景是“让企业办公更轻松”。企业的日常办公每轻松一分，其投入在核心业务上的精力就可以加强一分，其运营的效率就可以提升一分，其业务盈利能力就能增多一份。当然，企业办公的每一分“轻”，背后是公司这类服务商提供的运营服务的每一分“重”；企业办公的每一分“松”，都来源于公司这类服务商提供的运营服务的每一分“紧”。

即时通讯、群组通信、可管理的通信是企业级通信最基础的功能需求，而统一的 SaaS

应用管理平台则能为日后大量第三方的 app 应用接入提供完善的平台。

在本节开始处我们提到，稳定的客户资源使得公司新的增值产品在提升 ARPU 值方面效果显著。在客户从邮箱服务向云通信服务升级后，用户每年缴纳的费用也有了适当的增加，所贡献的 ARPU 值也有了 50% 左右的增长。我们认为这种模式是一种低风险、见效快的极为健康的运营模式，事实上公司的在北美的 VOIP 业务也与这种模式类似，这点我们将在后文中进行说明。

图 10 传统智能邮箱及收费情况



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

图 11 云通信功能及收费情况



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

最后我们用一个图表的方式来总体考察云通信产品目前能够提供的功能以及未来能够提供的服务。从图表中我们不难发现公司的云通信平台几乎能够完成日常办公的一切通信需求，而且公司作为最懂互联网的通信企业，同时也是最懂通信的互联网企业，公司的产品完美的将移动办公和通信通道结合起来。

表 1：云通信产品已实现功能以及未来将实现功能

	文字	图片	语音消息	视频消息	实时语音	实时视频	文件	PC	手机	群组
邮件	●	●					●	●	●	●
会话	●	●	●	●	●		●	●	●	●
电话					●			●	●	
短信	●							●	●	●
电话会议					●			●		●
传真	●	●					●	●		
日程	●		●					●	●	●
位置		●							●	●
网盘							●	●	●	●
网络会议	●	●			●	●	●	●		●

PC	●	●	●	●	●	●	●
手机	●	●	●	●	●	●	●
群组	●	●	●	●	●	●	●

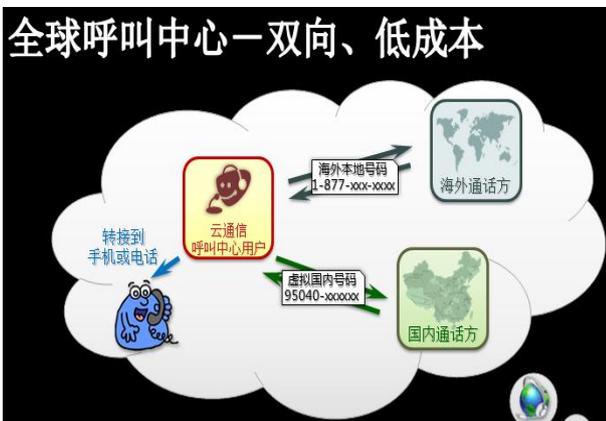
资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

截止 2012 年底, 公司云通信产品已经覆盖超过 10 万个用户账号, 我们相信云通信平台的快速推广将为公司日后新的增值服务提供完美的平台, 使得公司业务继续健康发展。

2.3 全球呼叫中心: 开个美国办公室很便宜

本节我们重点说明公司在企业级通信中的一个颇具亮点的业务: 全球呼叫中心。公司是全国少数拿到多方通话牌照的民营运营商之一, 公司也因此获得了已在全国落地的 95040 号码, 并且可以把这个号码扩展位数后提供给用户使用。同时公司全资收购了 iTalk 后, 也获得了相应的海外通信资源。因此公司能够为所有用户提供全球双向低成本的语音通信能力。

图 12: 公司全球呼叫中心



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图 13: 虚拟号码带来的益处

ABC国际贸易有限公司
元芳 外贸业务经理

广州	TEL: 008620-85565353	韩国	TEL: 0082-67854321
厦门	TEL: 0086592-85565353	新加坡	TEL: 0065-85565353
香港	TEL: 00852-85565353	澳大利亚	TEL: 0061-87654321
美国	TEL: 001-123456789		
加拿大	TEL: 001-123321456		

资料来源: 东兴证券研究所

通过公司的全球呼叫中心以及虚拟号码的运用, 客户可以在一部手机或固话上拥有多个国家及地区的电话号码, 使得在多地拥有“办公室”成为可能。

下表我们将公司国际长途资费价格与目前国际主流的 skype 的各种服务资费进行了罗列和比较。

表 2: 263 vs. skype 资费比拼

	263		Skype 欧元卡		Skype 计时通		Skype 套餐
	固话	手机	固话	手机	固话	手机	
中国	0.10		0.19		0.11		0.08
澳大利亚	0.20	1.00	0.19	1.68	-	-	-

加拿大	0.15		0.19		-	-	0.13
法国	0.15	0.80	0.19	1.69	-	-	-
德国	0.15	0.90	0.19	2.05	-	-	-
香港	0.15		0.19		0.19	0.11	0.14
印度	0.30		0.69		-	-	-
印尼	0.60	1.00	0.78	1.27	-	-	-
意大利	0.20	1.50	0.69	2.50	-	-	-
日本	0.30	2.00	0.23	1.39	0.30	1.43	1
澳门	0.40		0.55	0.75	0.66	0.66	-
马来西亚	0.15	0.40	0.19	0.51	-	-	-
新西兰	0.25	3.00	0.19	2.60	-	-	-
俄罗斯	0.20	0.60	0.43	0.69	-	-	-
新加坡	0.15		0.19		-	-	-
韩国	0.25	0.50	0.19	0.61	0.30	0.66	0.35
西班牙	0.20	1.20	0.19	2.20	-	-	-
台湾	0.15	1.20	0.19	0.82	0.14	0.66	0.75
泰国	0.40		0.95		-	-	-
英国	0.15	1.00	0.19	2.09	-	-	-
美国	0.15		0.19		0.17	0.17	0.13

资料来源: 东兴证券研究所

这里需要说明的是 skype 欧元卡每次接通需要收取 0.49-0.89 元不等的接通过费, 即便不计接通过费, 公司的资费平均低 23%, 最高低 71%; 而 skype 计时通只能拨打 7 个国家或地区, 公司的资费平均低 2%, 最高低 39%; skype 套餐需要分地区订制, 只能选 7 个国家或地区, 公司资费加上套餐优惠与其持平。

稳定的客户资源为公司增值业务的发展奠定了基础。新的增值业务在现有稳定的客户中推广要远比重新开辟新的市场便利的多, 我们非常看好公司的这种模式, 并且我们认为公司在拿到移动转售牌照后公司现有的企业客户将会成为公司运营的重要环节。

3. 海外华人电信运营: 服务于被忽视的需求

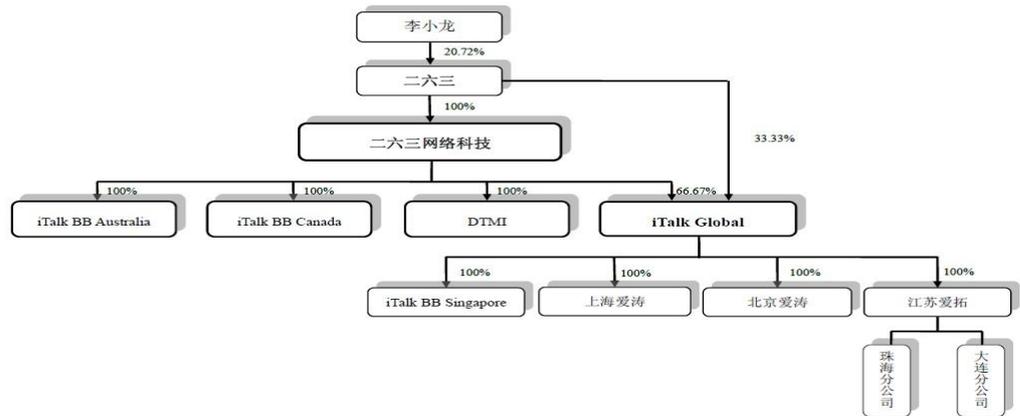
公司与 2008 年 9 月参股美国 iTalk Global Communication, INC, 并占其总股权的 1/3。2012 年, 公司出资 8000 万美元收购了 iTalk 公司剩余的 2/3 的股权, 至此 iTalk 成为公司全资子公司。

iTalk 公司是聚焦于海外, 特别是美国、加拿大、澳大利亚等地, 华人电信业务的电信运营商, 目前为客户提供 VOIP 以及 IPTV 等业务。

根据收购时 iTalk 公司做出的盈利承诺, 其净利润 2012 年度不低于 1,000 万美元, 2013 年度不低于 1,300 万美元, 2014 年度不低于 1,500 万美元。2012 年 iTalk 公司净利润为 1040.32 万美元, 这个净利润的水平与二六三公司净利润相当, 所以可以预

知，全资收购 iTalk，从业绩情况来看相当于再造了一个二六三。

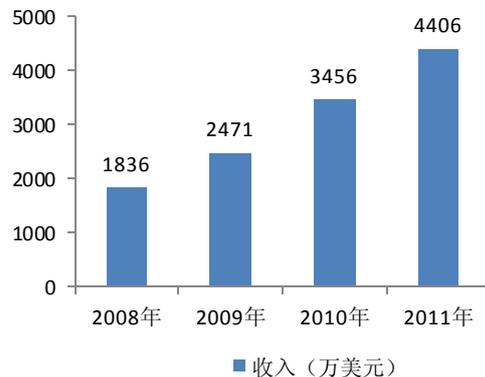
图 14: iTalk 股权结构（被全资收购后）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

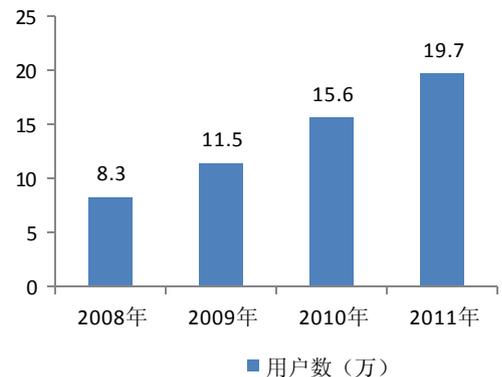
iTalk 公司聚焦海外华人的细分市场，2008 年至 2011 年保持了 30% 以上的用户、收入复合增长率。截止 2012 年底，iTalk 用户数接近 25 万户，IPTV 用户数也超过 4 万户，目前是美国地区最大的华人电信与 IPTV 运营商。

图 15: iTalk 2008-2011 年收入情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 16: iTalk 2008-2011 年用户数情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

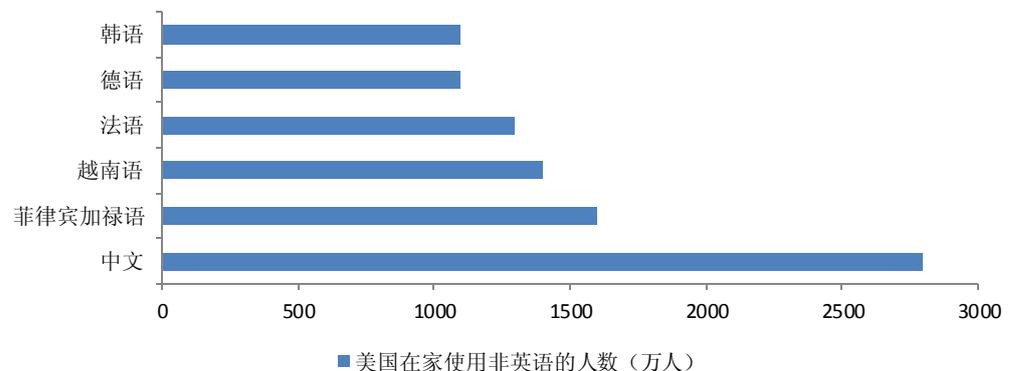
为了说明 iTalk 所处用户群体未来的发展潜力，有必要对于其最大的客户群体所在地区，也就是美国，的华人数量情况加以统计。2013 年 8 月 6 日美国政府公布的一项数据显示，在过去的 30 年中，美国的在家中不说英语的人数几乎增加了 3 倍，这一速度大大超过了美国总人口增长的速度（约为 38%）。调查显示 2011 年，在美国年龄 5 岁或以上的人中有近五分之一的人（大约 6060 万人），在家中不说英语。这一数字比 1980 年时的 2300 万人有了大幅的增加。

另外, 据路透社报道, 联邦人口统计局在一个报告中披露: 在美国, 西班牙语仍然是排在英语之后的使用人数最多的语言, 但说其它语言, 特别是那些来自南亚和非洲的语言的人数出现了飙升。

其他作为母语使用最多的语种包括中文(2900 万)、菲律宾的他加禄语(1600 万)、越南语(1400 万)、法语(1300 万)、德语(1100 万)以及韩语(1100 万)。

在西班牙语之后, 汉语是下一个在家中说的最多的语言: 2011 年有 280 万人在家中说汉语。

图 17: 美国在家使用非英语的人数 (2012 年)



资料来源: 美国联邦人口统计局、东兴证券研究所

另外根据报道显示, 在过去十年间, 中国的移民人数大幅飙升。2010 年, 海外中国人数已经达到了 4500 万, 居世界第一。2011 年胡润研究院和中国银行的另一份报告发现, 14% 的中国有钱人或者已经移民或者正在移民。此外, 46% 的有钱人正在考虑通过各种投资移民计划移居海外, 例如海外购买房地产, 外币存款和股票是主要的投资领域。美国公民及移民服务局宣布, 在 EB-5 投资移民申请中, 41% 是中国人; 而澳大利亚移民与公民事务部报告, 申请商业技术移民计划的 61.5% 是中国人。

从以上数据可以看出, 海外华人数量一直以来都处于高位, 而公司目前覆盖的用户数与总数相比远未到天花板。事实上从公司目前的用户情况来看, 除了海外华人外公司也拓展了在美和在加的韩语用户的业务。我们认为除了海外华人市场广阔外, 其他母语为非英语的用户未来均将可能成为公司的用户。

在上文中我们提到, 公司以稳定的客户群为基础, 适时地提出新的增值服务来提高用户满意度和 ARPU 值, 在我们看来, iTalk 的做法与公司不谋而合。2012 年公司收购了首都在线, 正式为海外 iTalk 用户提供华语 IPTV 服务并从今年 5 月份起正式开始收费, 目前 iTalk 已经成为美国最大的华语 IPTV 提供商。

谈论起 iTalk 的优势, 我们归结为以下几点。iTalk 拥有联系紧密的用户群, 通过为用户运营电话以及电视服务, 掌握了详尽的用户的消费习惯、消费能力, 能够在今后

有的放矢的向客户推荐新的增值服务,从而更牢固的掌握客户以及提高客户的忠诚度。另外,由于 iTalk 主要面向某一地区的外来移民,所以其用户需求一致性较高,对于企业来说其营销难度相对较低,而且外来移民通常购买能力较强,所以接受公司产品以及未来接受增值服务的可能性较大。iTalk 在北美地区华人市场属于强势品牌,2012 年更邀请姚明作为其形象代言,品牌效应以及用户之间的口口相传对于电信运营极为重要。最后,收入上市公司后,中美资源联动,降低了运营成本,使得 iTalk 未来的发展更为便利和有效。

4. 移动转售中公司的机会

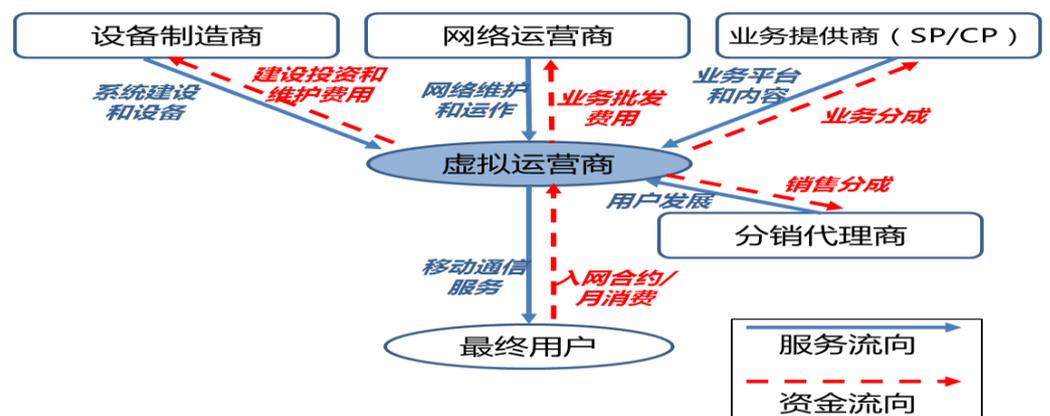
4.1 虚拟运营商在行业中的价值

在民资进入基础电信也得大背景下,今年年初工信部发布了《移动通信转手业务试点方案》(意见征求意见稿)标志着引导和鼓励民资进入电信业的窗户即将被打开,今后包括其他基础电信业在内的其他业务也有可能民资进入。这意味着电信业国营与民营双模式的时代已不再遥远。5 月 17 日“电信日”,移动转售的试点政策正式出台,标志着最少 6 家企业会在本次的试点中取得移动转售的牌照,市场热度持续升温。

事实上移动转售是电信虚拟运营的一部分,虽然此次只发放移动转售的牌照,但是对于虚拟运营商的想象将不会是虚无缥缈的。事实上欧洲、美国等地区虚拟运营已经非常成熟,而且数量众多,极大的改善了基础产业竞争不足的问题

从业务模式上看,虚拟运营将涉及虚拟运营商、网络运营商(基础运营商)、业务提供商、设备提供商、终端提供商、分销代理商和最终用户。

图 18 虚拟运营商的业务模式



资料来源: 工信部电信研究院、东兴证券研究所

国外虚拟运营发展比较早,虚拟运营的分工比较细化。从虚拟运营商的经营情况看,目前它主要由三种模式:

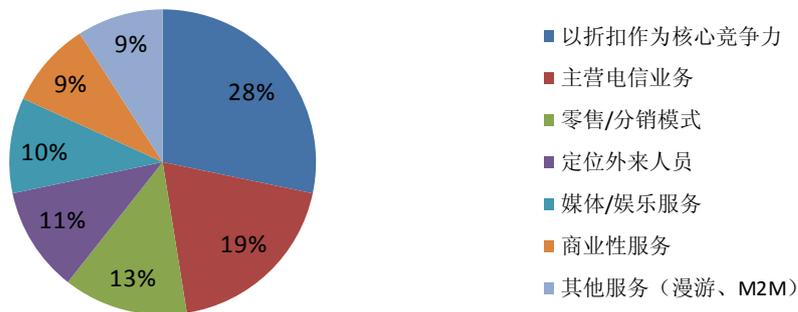
图 19 虚拟运营商商业模式



资料来源: 工信部电信研究院、东兴证券研究所

从 MVNO 的价值定位来说, 目前以折扣 (或更便宜的自费价格) 作为核心竞争力的占据了 MVNO 总数的接近 30%, 而零售/分销、定位外来人员、媒体/娱乐服务等增值性服务, 均占据 10%左右。

图 20 全球 MVNO 价值定位



资料来源: Wireless Intelligence、威普分析、东兴证券研究所

4.2 六大优势造就“最靠谱”的虚拟运营商

参见今年 6 月我们推出的《虚拟电信运营行业专题报告: 夯实基础 合作共赢 从海外看国内》, 我们从海外优秀和成功的各类虚拟电信运营商的案例中总结了六点成功要素, 用这六点要素与公司的现状一一对比, 我们认为公司具备成为优质虚拟运营商的潜质。

良好的合作伙伴关系: 公司一直以来与联通和电信都保持了良好的合作关系。从 95050 多方通话到云企业通信, 公司与基础运营商良好的关系可见一斑。

优质的分销渠道：由于客户数量众多，公司公司以代理商为主要的销售模式，降低了公司的费用。目前公司的代理商遍布全国，再加上公司目前异常稳定的客户群，公司渠道堪称优质。

全方位的服务：公司一直以来将中小企业的个性化需求作为公司的立身之本，未来有理由相信在虚拟运营中公司将延续这一优良传统。

多赢的合作模式：从公司董事长李小龙先生的履历中可以看出，李总对电信业的熟悉程度非常之高，当年 95050、96446 等固话产品就是李总设计出来的。所以我们相信在虚拟运营中公司也能设计出更为完善可行，使得多方共赢的合作模式。

品牌的优势：从最初的@263 个人邮箱，到现在国内最大的企业级通信企业，公司的品牌已经深耕在每一个使用它的用户心里。从目前二六三用户年续费率高达 94%来看，用户对于二六三品牌的认可度极高。另外海外 iTalkBB 超过 20 万的华人用户也将是公司优质客源。这对于公司在现有用户中开拓虚拟运营业务具备极大的优势。

创新能力：公司在原有的基础上通过并购提升了业务面，同时也提升了研发能力。上海瀚平公司在 VPN 市场深耕细作，iTalk 在海外市场积极创新，无不为公司未来的移动转售和虚拟运营提供了足够的创新活力。

基于对于上述六点的判断，我们认为公司是目前国内行业内最有希望在移动转售甚至是未来虚拟运营中取得成功的公司。下一节我们将对取得移动转售牌照后公司的第一步进行猜想。

4.3 3G VPN 或称为攻坚战桥头堡

2012 年公司收购了上海瀚平公司。瀚平专注于通信资源转售的业务，目前主要经营 DRA（公网资源转售）和 VPN（专网资源转售）业务。据公司介绍，转售业务最大的利润来源来自于对于资源的超买超卖，也就是对于公司运营能力的考验。例如：每个客户向公司购买 1G 的资源（月结或季结），但事实上不是每个客户都能将全部资源消耗掉，而公司与运营商则实施用多少买多少（日结）。目前公司 VPN 是公司经营的重点，2012 年底完成了 3000 站点的销售，今年预计 10000 个，2012 年实现 6300 万收入、利润 875.25 万元，客户平均合同期为 3 年。目前被市场普遍关注的 3G VPN 业务由于国内移动转售业务尚未开放，只能由插入 VPN 卡的模式解决，所以目前 3G VPN 只占了 VPN 业务的 7-8%，但需要注意的是 3G VPN 的净利润率由于超买超卖的关系将非常高，能够达到 60-70%的水平。

所以我们推测，一旦公司拿到移动转售的牌照，瀚平公司将成为公司进入移动转售业务的桥头堡，较高的利润率水平将为公司率先在业绩上得到体现。

另外据我们估计，公司现有的企业用户也将成为公司继 3G VPN 后新的战地。相较于其他可能拿到牌照的公司，我们认为公司将会是业绩最先有所体现的公司，而从长远发展来说，我们看好公司成为“最靠谱”的虚拟运营商。

5. 盈利预测和估值

我们预计公司 2013 年-2015 年营业收入分别为 8.37 亿元、9.87 亿元和 11.67 亿元，增速分别为 118.98%、17.92%和 18.24%。其中 2013 年由于 iTalk 公司业绩完全并表，所以公司收入将有超过一倍的提升。企业通信业务我们看好 263 云通信产品对现有业务的替代作用，所以我们认为企业通信业务将保持 20%以上的增速。从毛利率角度来看，随着海外互联网业务和企业通信业务占比越来越高，公司毛利率在未来几年将逐年小幅提升，另外随着 3G VPN 业务的开展，增值通信业务毛利率也将随之上升。

表 3: 公司收入预测表

	2012A	2013E	2014E	2015E
增值通信业务(百万 元)	199.20	200	240	300
增速		0.40%	20%	25%
企业通信业务(百万 元)	138.91	170	210	250
增速		22.38%	23.53%	19.05%
海外互联网综合服 务(百万元)	26.37	450	520	600
增速		1706.48%	15.56%	15.38%
其他(百万元)	17.38	17	17	17
合计(百万元)	382.22	837	987	1167
增速		118.98%	17.92%	18.24%

资料来源: 东兴证券研究所

公司作为通信和互联网融合的运营级公司，市场定位清晰明确，用户忠诚度极高。我们看好公司的运营模式，所以我们认为公司理应享受较高的估值水平。抛开目前还存在少量不确定性的移动转售牌照问题，我们认为公司 35 倍 PE 较为合理，对应公司相对估值为 32.55 元。一旦移动转售牌照如预测般顺利获得，考虑到公司将在较短时间内产生效益，届时我们认为公司估值将进一步提升。

6. 投资策略

公司是专注于细分客户市场的通信、互联网结合型企业，企业通信市场的龙头，随着 iTalk 公司完全并表，公司业绩将有较大的提升。我们看好公司以及下属子公司的市场定位和商业模式，更看好公司拿到移动转售牌照的可能性。我们预计公司 2013—2015 年营业收入分别为 8.37 亿元、9.87 亿元和 11.67 亿元，归属上市公司股东净利润分别为 2.24 亿元、2.71 亿元和 3.44 亿元，每股收益分别为 0.93 元、1.13 元和 1.43 元，对应 PE 分别为 22 倍、18 倍和 15 倍，继续给予“强烈推荐”的投资评级。

风险提示: 公司企业用户增长或维护低于预期、瀚平 3G VPN 利润率以及市场开拓不达预期、以及公司未获得移动转售牌照。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产合计	1050	648	1624	1938	2375	营业收入	297	382	837	987	1167
货币资金	1000	543	1425	1694	2079	营业成本	124	173	311	354	405
应收账款	33	47	103	122	144	营业税金及附加	8	9	13	15	18
其他应收款	2	14	30	35	41	营业费用	50	52	162	188	210
预付款项	11	29	45	62	83	管理费用	69	105	211	247	280
存货	0	14	21	24	28	财务费用	-19	-11	-10	-16	-19
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-0.02	0.24	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	139	924	201	194	155	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	80	5	28	30	0	投资净收益	9.99	209.48	70.00	70.00	70.00
固定资产	50.60	61.55	68.41	63.77	59.12	营业利润	75	264	221	270	343
无形资产	3	6	46	41	37	营业外收入	4.08	7.04	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.48	0.56	0.50	0.50	0.50
资产总计	1189	1572	1825	2131	2530	利润总额	79	270	228	277	351
流动负债合计	116	262	353	442	566	所得税	7	3	5	6	7
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	71	267	224	271	344
应付账款	4	26	43	48	55	少数股东损益	0	2	0	0	0
预收款项	95	151	235	334	450	归属母公司净利润	71	266	224	271	344
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	68	268	176	263	333
非流动负债合计	1	18	1	1	1	BPS (元)	0.59	1.11	0.93	1.13	1.43
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	117	280	354	443	567	成长能力					
少数股东权益	0	3	3	3	3	营业收入增长	0.93%	28.89%	118.98%	17.92%	18.24%
实收资本(或股	120	240	240	240	240	营业利润增长	-1.32%	251.07%	-16.25%	22.07%	27.32%
资本公积	720	603	603	603	603	归属于母公司净利	-15.80%	21.36%	-15.80%	21.36%	26.59%
未分配利润	171	383	560	774	1045	获利能力					
归属母公司股东	1072	1289	1468	1685	1960	毛利率(%)	58.33%	54.85%	62.88%	64.17%	65.33%
负债和所有者权益	1189	1572	1825	2131	2530	净利率(%)	24.03%	69.89%	26.73%	27.51%	29.45%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	99	73	157	240	335	偿债能力					
净利润	71	267	224	271	344	资产负债率(%)	10%	18%	19%	21%	
折旧摊销	12.03	15.03	0.00	9.21	8.75	流动比率	9.07	2.48	4.60	4.38	4.20
财务费用	-19	-11	-10	-16	-19	速动比率	9.07	2.42	4.54	4.32	4.15
应收账款减少	0	0	-56	-18	-22	营运能力					
预收帐款增加	0	0	84	99	117	总资产周转率	0.25	0.28	0.49	0.50	0.50
投资活动现金流	-10	-468	777	68	100	应收账款周转率	8	10	11	9	9
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	52.31	25.46	24.30	21.69	22.47
长期股权投资减	0	0	-23	-2	30	每股指标(元)					
投资收益	10	209	70	70	70	每股收益(最新摊	0.59	1.11	0.93	1.13	1.43
筹资活动现金流	-48	-61	-52	-39	-50	每股净现金流(最新	0.34	-1.90	3.68	1.12	1.60
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	8.93	5.37	6.12	7.02	8.17
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	120	0	0	0	P/E	34.93	18.57	22.12	18.23	14.40
资本公积增加	0	-117	0	0	0	P/B	2.31	3.84	3.37	2.94	2.52
现金净增加额	41	-457	882	269	385	EV/EBITDA	21.68	16.43	19.99	12.36	8.61

资料来源:东兴证券研究所

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

姚毅

加拿大渥太华大学电子工程硕士，4年通信从业经验，2011年加盟东兴证券研究所，从事通信行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。