

为中小企业提供贴身通信服务

增持 首次

目标价格：暂无

事件：

1) 公司发布 2013 年年报, 报告期内实现营业收入 7.16 亿元, 比上年同期增长 87.32%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 1.38 亿元, 比上年同期下降 48.12%。2) 发布 2014Q1 季报, 报告期内实现营业收入 1.76 亿元, 比上年同期增长 153.64%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 0.35 亿元, 比上年同期增长 65.51%。

报告摘要：

- 海外业务和 VPN 业务并表, 营收规模大幅增长。** 报告期内公司营收和各项费用同比大幅增长, 主要是并入海外互联网综合服务业务以及企业 VPN 业务。我们预计 2014 年公司海外 VoIP 业务贡献净利润约 1 亿元; 国内统一通信“云平台”国内领先, 当前市场份额约为 10%, 未来有望持续拓展重点行业客户获取持续高增长; 国内转售增值业务围绕企业用户的个性化服务, 以数据通信服务为主, 目前已经取得良好进展。
- 战略清晰, 竞争策略有效, 通过多种方式压缩费用支出, 持续提升毛利率。** 公司客户定位为中小企业提供个性化通信服务, 这些业务运营商基本不会关注, 而阿里等互联网公司也不如公司有通信行业运营的经验。市场策略聚焦在直接和客户进行服务交付的业务, 距离用户最近。海外业务已经具有入口优势, 未来可以提供新服务推销, 例如现在的 IPTV 业务。通过采用云存储等方式降低运营管理成本, 聚焦前端客户服务, 持续提升毛利率。
- 盈利预测。** 我们预测 2014/15/16 年公司营业收入分别为 8.5 亿/10.1 亿/12 亿元, 净利润分别为 1.56 亿/1.83 亿/2.18 亿元, EPS 分别为 0.65 元、0.76 元和 0.90 元。给予“增持”评级。
- 风险：** 4G 投资低于预期; mini 营业厅业务萎缩; 行业市场竞争激烈。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	382.23	715.97	850.42	1010.44	1200.95
增长率 (%)	28.89	87.32	18.78	18.82	18.85
归母净利润(百万)	265.58	137.79	155.93	182.69	218.24
增长率 (%)	89.59	-48.12	13.16	17.16	19.46
每股收益	1.11	0.57	0.65	0.76	0.90
市盈率	17.62	33.96	30.17	25.75	21.56

通信研究组

分析师：

赵国栋(S1180513050002)

电话：010-88085901

Email: zhaoguodong@hysec.com

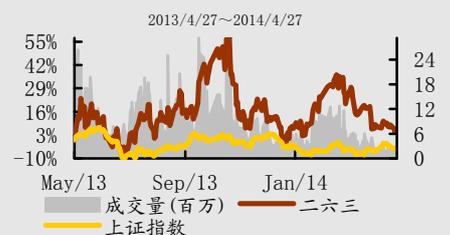
研究助理：

顾海波

电话：010-88085223

Email: guhaibo@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	19.50
总股本(百万股)	241.27
总市值(百万)	4,704.71
流通市值(百万)	4,704.71
12 个月最高价	29.45
12 个月最低价	16.70

相关研究

图 1: 财务三张表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	297	382	715.97	850.42	1,010.44	1,200.95
增长率		28.9%	87.3%	18.8%	18.8%	18.9%
主营业务成本	-124	-173	-255	-317	-377	-449
% 销售成本	41.7%	45.2%	35.6%	37.3%	37.3%	37.4%
毛利	173	210	461	534	633	752
% 销售收入	58.3%	54.8%	64.4%	62.7%	62.7%	62.6%
营业税金及附加	-8	-9	-13	-17	-20	-24
% 销售成本	2.7%	2.5%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-50	-52	-132	-153	-182	-216
% 销售成本	16.9%	13.6%	18.4%	18.0%	18.0%	18.0%
管理费用	-89	-105	-192	-221	-263	-312
% 销售成本	23.3%	27.4%	26.8%	26.0%	26.0%	26.0%
息税前利润 (EBIT)	46	44	125	142	169	200
% 销售成本	15.5%	11.4%	17.5%	16.7%	16.7%	16.6%
财务费用	19	11	2	5	5	9
% 销售成本	-6.5%	-2.8%	-0.3%	-0.6%	-0.5%	-0.8%
资产减值损失	0	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	209	7	7	7	7
% 税前利润	12.7%	77.6%	5.3%	4.6%	3.8%	3.1%
营业利润	75	264	135	154	181	216
营业利润率	25.3%	69.0%	18.8%	18.2%	17.9%	18.0%
营业外收支	4	6	4	4	5	6
税前利润	79	270	139	159	186	222
利润率	26.5%	70.7%	19.4%	18.7%	18.4%	18.5%
所得税	-7	-3	-1	-2	-3	-3
所得税率	9.4%	1.1%	0.6%	1.6%	1.6%	1.5%
净利润	71	267	138	156	183	219
少数股东损益	0	2	0	0	1	1
归属于母公司的净利润	71	266	138	156	183	218
净利润率	24.0%	69.5%	19.2%	18.3%	18.1%	18.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	71	267	138	156	183	219
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	14	18	42	25	27	30
非经营收益	-10	-209	-11	-18	-12	-13
营运资金变动	24	-3	7	59	7	8
经营活动现金流净额	99	73	176	222	205	244
资本开支	-16	-24	-37	-23	-7	-6
投资	0	-463	0	-261	-47	0
其他	6	18	-226	7	7	7
投资活动现金流净额	-10	-468	-263	-277	-47	1
股权募资	0	0	0	-41	0	0
债权募资	0	-11	0	0	1	2
其他	-48	-51	-75	-4	-2	-1
筹资活动现金流净额	-48	-62	-75	-45	-1	1
现金净流量	41	-457	-162	-100	157	245

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,000	543	292	192	349	594
应收账款	35	61	48	113	134	159
存货	0	14	10	6	7	8
其他流动资产	15	30	252	358	363	370
流动资产	1,050	648	602	668	853	1,130
% 总资产	88.3%	41.2%	37.6%	41.3%	46.5%	54.0%
长期投资	80	5	58	0	47	47
固定资产	51	73	93	88	70	52
% 总资产	4.3%	4.6%	5.8%	5.3%	3.8%	2.5%
无形资产	8	844	845	855	856	856
非流动资产	139	924	998	950	982	984
% 总资产	11.7%	58.8%	62.4%	58.7%	53.5%	46.0%
资产总计	1,189	1,572	1,600	1,618	1,834	2,095
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付账款	100	248	246	156	185	220
其他流动负债	15	31	29	28	31	71
流动负债	116	279	275	181	216	291
长期贷款	0	0	0	0	1	3
其他长期负债	1	18	0	0	0	0
负债	117	297	275	181	217	294
普通股股东权益	1,072	1,289	1,325	1,471	1,653	1,837
少数股东权益	0	3	0	0	1	2
负债股东权益合计	1,189	1,589	1,600	1,653	1,871	2,133

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.594	1.107	0.574	0.646	0.757	0.905
每股净资产	8.933	5.371	5.522	6.128	6.890	7.653
每股经营现金流	0.824	0.306	0.735	0.823	0.759	0.903
每股股利	0.000	0.150	0.000	0.000	0.000	0.130
回报率						
净资产收益率	6.65%	20.60%	10.40%	10.60%	11.05%	11.88%
总资产收益率	5.99%	16.71%	8.61%	9.44%	9.76%	10.23%
投入资本收益率	3.88%	3.35%	9.37%	9.52%	10.03%	10.69%
增长率						
主营业务收入增长率	0.93%	28.89%	87.32%	18.78%	18.82%	18.85%
EBIT增长率	-24.57%	-4.80%	185.98%	13.85%	18.48%	18.52%
净利润增长率	2.89%	272.75%	-48.12%	13.16%	17.16%	19.46%
总资产增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.3	45.1	22.4	46.0	46.0	46.0
存货周转天数	1.3	29.6	14.9	6.6	6.6	6.6
应付账款周转天数	10.9	55.7	42.9	28.4	28.4	28.4
固定资产周转天数	62.3	58.8	45.1	31.8	21.2	12.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-93.26%	-41.99%	-22.88%	-35.48%	-40.97%	-50.09%
EBIT利息保障倍数	-2.4	-4.1	-65.4	-30.0	-32.1	-21.6
资产负债率	9.84%	18.69%	17.17%	10.97%	11.58%	13.80%

资料来源: 宏源证券

作者简介:

赵国栋: 中国计算机学会会员、广东省应急产业协会专家会员、宏源证券研究所高级分析师、拥有 15 年的信息产业工作背景，曾获工信部颁发的计算机信息系统集成高级项目经理资质、国际信息系统审计协会 (ISACA) 会员。在移动互联网、云计算、大数据等新兴领域拥有深刻、独到的见解。代表作:《大数据时代的历史机遇》一书。

顾海波: 宏源证券研究所通信行业分析师，本硕博毕业于华中科技大学，计算机软件与理论博士学位；在国内 IT 领军企业神州数码工作多年，任职技术总监兼售前总监，为国内金融、电信行业客户提供 IT 系统规划、设计、项目管理咨询、系统开发等工作。中科院计算机工程类高级工程师，中科院研究生院计算与通信学院外聘导师。

机构销售团队

		姓名	手机号	手机号	邮箱
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。