

国内领先的新型通信服务提供商

增持 维持

目标价格：暂无

事件：

- 发布 2014 年半年报：营业总收入 3.52 亿元，较上年同期增长 4%；实现归属上市公司净利润为 7034.54 万元，较上年同期上升 10.76%

报告摘要：

- **启动移动转售试点，有望成为长期业绩贡献点。** 2014 年 6 月，公司与中国联通签署移动通信转售业务试点合作协议，有望进入国内虚拟运营商市场。工信部预计 2015 年我国电信业务收入将达 1.39 万亿，按照国外虚拟运营商市场平均 3% 市场渗透率计算，1-2 年内国内虚拟运营商市场将超 300 亿元，市场前景广阔。而公司十多年来在企业细分市场的增值服务经验和综合业务品牌优势，将是公司进入市场后的核心竞争力。
- **布局云统一通信市场，受益 4G 或迎高速增长。** 公司参股易美云（北京）信息技术有限公司，拓展企业云通信领域，进入云统一通信市场。推出的 263 云通信平台，融合了企业邮件、EM、电话会议、企业网盘等服务，目前已经有超过 100,000 家企业投入使用。受 4G 用户高速增长的刺激，云统一通信市场或迎来高速增长。
- **海外互联网业务已具优势，拓展新业务增加用户黏性。** 目前公司海外互联网综合服务已成为主要的营业务收入来源，公司将在巩固现有市场份额的基础上，继续培育和推广 IPTV、海外华人广告及分类市场信息业务，进一步提升市场份额。
- **盈利预测。** 我们预测 2014/15/16 年公司营业收入分别为 8.53 亿/10.20 亿/12.23 亿元，净利润分别为 1.60 亿/1.85 亿/2.21 亿元，EPS 分别为 0.33 元、0.38 元和 0.46 元。
- **风险。** 移动转售业务获批延迟；云统一通信市场空间低于预期；公司竞争力不达预期。

通信研究组

分析师：

易欢欢(S1180513040001)

电话：010-88085952

Email: yihuanhuan@hysec.com

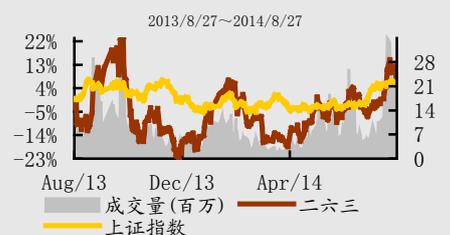
研究助理：

顾海波

电话：010-88085223

Email: guhaibo@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	12.34
总股本(百万股)	482.49
总市值(百万)	5,953.97
流通市值(百万)	5,953.97
12 个月最高价	29.45
12 个月最低价	10.68

相关研究

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	382.23	715.97	852.80	1,019.88	1,222.59
增长率 (%)	28.89	87.32	19.11	19.59	19.88
归母净利润(百万)	265.58	137.79	160.37	184.64	220.90
增长率 (%)	89.59	-48.12	16.39	15.13	19.64
每股收益	1.11	0.57	0.33	0.38	0.46
市盈率	11.15	21.49	37.13	32.25	26.95

目录

一、投资概述	4
(一) 二六三：国内领先的新型通信运营服务商	4
(二) 投资亮点	4
1、启动移动转售试点，有望成为长期业绩贡献点。	4
2、布局云统一通信市场，受益 4G 或迎高速增长。	4
3、海外互联网业务利润稳定，拓展新业务增加用户黏性。	4
(三) 盈利预测	5
(四) 风险提示	5
二、公司简介	6
三、移动转售试点启动，有望成为长期业绩贡献点	8
(一) 移动转售业务概述	8
(二) 国内电信服务市场规模可观	8
(三) 公司竞争力：细分市场客户资源+综合业务品牌优势	9
四、进军国内云统一通信市场，打开更大发展空间	10
(一) 4G 用户快速增长刺激云通信市场	10
(二) 企业会议业务是今年业务重点	11
五、继续巩固海外互联网通信市场，坚实营收保障	11

插图

图 1: 财务三张表预测.....	5
图 2: 主营收入(百万)增长及营业利润占比情况.....	6
图 3: 公司主要盈利指标.....	7
图 4: 2010-2015 年电信业务收入增长情况.....	9
图 5: 2013-2014 年移动宽带用户当月净增数和总数占比情况.....	10
图 6: 中国 ICT 市场规模.....	11
图 7: 公司企业通信业务毛利率.....	11
图 8: 公司营业收入和综合毛利率.....	12
图 9: 海外互联网综合业务营收与毛利率.....	12

表格

表 1: 公司业务分类.....	6
表 2: 主营业务情况(分产品).....	6
表 3: 虚拟运营商与增值服务提供商对比.....	8
表 4: 国内已获批虚拟运营商牌照.....	9

一、投资概述

（一）二六三：国内领先的新型通信运营服务商

公司是一家新型通信运营服务商。公司以国内企业和商务人士、海外华人家庭为主要服务对象，利用互联网或租借通信网构建虚拟运营能力，满足每个细分用户群体的差异化需求，形成了做为新型通信运营服务商独特的优势和能力。

目前拥有企业通信、增值通信、海外互联网综合通信三大业务版块，分别为国内企业提供综合通信服务、企业虚拟专网和商务语音服务、海外华人家庭基础语音通信及中文电视服务。公司主要营业收入来源是海外互联网综合通信板块，2013 占公司主营收入的 47.57%，企业通信和增值通信分别占到 21.83% 和 27.98%。

近年来公司通过外延收购的方式拓展新业务市场。在企业通信业务领域，公司参股易美云（北京）信息技术有限公司，易美云致力于为各企业提供云存储服务，通过参股易美云，拓展企业云通信领域，进入云统一通信市场；在增值通信板块，2012 年收购上海翰平网络技术有限公司 100% 股权，拓展企业 VPN 业务（含 3G VPN）；而在海外互联网综合服务领域，2012 年完成对 iTalk Global、iTalkBB Australia Pty Ltd、北京首都在线网络技术有限公司的全资收购，iTalk 是美国的一家互联网综合服务提供商，主要面向海外华人提供 VoIP（网络电话）业务及 IPTV（网络电视）代理业务，通过此次收购，公司形成了海外互联网综合通信板块的战略布局。

2014 年公司围绕“虚拟运营、细分市场、差异化需求、通信运营”四个方面，进一步加强内部建设，积极探索新的业务领域。今年公司与联通签订移动转售协议，并继续推广云通信平台，开拓国内统一云通信市场，虚拟运营商市场和云统一通信市场将是公司业绩增长的新看点。

（二）投资亮点

1、启动移动转售试点，有望成为长期业绩贡献点。

2014 年 6 月，公司与中国联通签署附生效条件的《移动通信转售业务试点合作协议》；根据协议内容，中国联通为公司提供基于 3G 网络的移动通信业务批发，公司可在双方商定范围内向用户提供移动通信转售业务，未来有望进入规模高达千万级的国内电信服务市场。

根据工信部数据显示，2014 年我国电信业务收入预计将达 1.27 万亿元，2015 年将达 1.39 万亿元。按照国外成熟市场的虚拟运营商平均用户占有率 3% 估算，未来 1-2 年内国内虚拟运营商市场规模将达 300 亿元。而公司凭借其在中小企业细分市场的资源优势 and 多年的综合业务品牌优势，有望成为虚拟运营商市场强有力的竞争者。

2、布局云统一通信市场，受益 4G 或迎高速增长。

根据工信部发布的 2014 年 7 月份通信业经济运行情况的数据显示，7 月份全国 4G 移动电话用户突破 2000 万，1-7 月份 3G 和 4G 移动用户分别净增 7529.2、2062.5 万户，一半以上新增用户由 2G 用户直接升级到 3G 或 4G 用户。国内统一云通信市场有望在 4G 的刺激下迎来高速增长。

公司通过参股易美云（北京）信息技术有限公司，拓展企业云通信领域，进入云统一通信市场。推出的 263 云通信平台目前已经有超过 100,000 家企业投入使用，它是依托二六三云计算架构的新一代统一通信平台，融合了企业邮件（市场占有率第一）、EM（企业即时通信）、电话会议、企业网盘、呼叫中心、企业短信、网络传真等服务，公司原有企业通信服务的客户资源和技术和云计算技术的结合将形成协同效应。

3、海外互联网业务利润稳定，拓展新业务增加用户黏性。

公司收购 iTalk Communications, Inc. 后承诺 2012 年至 2014 年每年实际净利润不低于 1000 万美元、1300 万美元和

1500 万美元，2012 年子公司实现净利润 1040.32 万美元，超出承诺净利润 4.03%，2013 年度子公司实现净利润 1397.55 万美元，较承诺净利润超出 7.50%，预计 2014 年也将顺利完成承诺条款，作为公司营业收入占比最大的业务板块，稳定的盈利能力将是公司业绩的重要保障。

另一方面，公司将在确保海外互联网综合业务稳健经营与可持续发展的同时，继续培育该板块的 IPTV 业务，进一步提升和巩固该业务在海外华人市场的份额，今后还将开展电子商务等业务，该业务板块也将在近几年成为公司营业收入的重要保障

(三) 盈利预测

我们预测 2014/15/16 年公司营业收入分别为 8.53 亿/10.20 亿/12.23 亿元，净利润分别为 1.60 亿/1.85 亿/2.21 亿元，EPS 分别为 0.33 元、0.38 元和 0.46 元。

图 1: 财务三张表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	297	382	716	852.80	1,019.88	1,222.59	货币资金	1,000	543	292	701	487	710
增长率		28.9%	87.3%	19.1%	19.6%	19.9%	应收款项	35	61	48	87	95	118
主营业务成本	-124	-173	-255	-312	-377	-447	存货	0	14	10	14	17	20
% 销售收入	41.7%	45.2%	35.6%	36.6%	37.0%	36.5%	其他流动资产	14	30	252	40	45	51
毛利	173	210	461	540	643	776	流动资产	1,049	648	602	842	645	900
% 销售收入	58.3%	54.8%	64.4%	63.4%	63.0%	63.5%	% 总资产	88.3%	41.2%	37.2%	46.9%	39.2%	47.2%
营业税金及附加	-8	-9	-13	-17	-20	-24	长期投资	80	5	58	0	58	58
% 销售收入	2.7%	2.5%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	固定资产	51	73	93	86	69	72
营业费用	-50	-52	-132	-154	-184	-220	% 总资产	4.3%	4.6%	5.7%	4.8%	4.2%	3.8%
% 销售收入	16.9%	13.6%	18.4%	18.0%	18.0%	18.0%	无形资产	8	844	845	868	872	876
管理费用	-69	-105	-192	-223	-270	-322	非流动资产	139	924	1,015	954	999	1,006
% 销售收入	23.3%	27.4%	26.8%	26.2%	26.5%	26.3%	% 总资产	11.7%	58.8%	62.8%	53.1%	60.8%	52.8%
息税前利润 (EBIT)	46	44	125	146	169	209	资产总计	1,188	1,572	1,617	1,797	1,644	1,906
% 销售收入	15.5%	11.4%	17.5%	17.2%	16.6%	17.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	19	11	2	12	14	10	应付款项	100	248	246	289	346	414
% 销售收入	-6.5%	-2.8%	-0.3%	-1.4%	-1.4%	-0.8%	其他流动负债	15	31	29	98	130	205
资产减值损失	0	0	1	1	0	0	流动负债	116	279	275	387	476	618
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	1	3
投资收益	10	209	7	0	0	0	其他长期负债	1	18	0	275	0	0
% 税前利润	12.7%	77.6%	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	117	297	275	662	477	621
营业利润	75	264	135	160	183	219	普通股股东权益	1,072	1,289	1,325	1,587	1,772	1,930
营业利润率	25.3%	69.0%	18.8%	18.7%	18.0%	17.9%	少数股东权益	0	3	0	0	0	0
营业外收支	4	6	4	10	12	15	负债股东权益合计	1,189	1,589	1,600	2,249	2,248	2,551
税前利润	79	270	139	170	196	234	比率分析						
利润率	26.5%	70.7%	19.4%	19.9%	19.2%	19.1%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-7	-3	-1	-10	-11	-13	每股指标						
所得税率	9.4%	1.1%	0.6%	5.6%	5.6%	5.6%	每股收益	0.594	1.107	0.574	0.332	0.383	0.458
净利润	71	267	138	160	185	221	每股净资产	8.933	5.371	5.522	3.289	3.672	4.000
少数股东损益	0	2	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.824	0.304	0.735	0.382	0.523	0.545
归属于母公司的净利	71	266	138	160	185	221	每股股利	0.000	0.150	0.000	0.000	0.000	0.130
净利率	24.0%	69.5%	19.2%	18.8%	18.1%	18.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.65%	20.60%	10.40%	10.11%	10.42%	11.45%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	5.99%	16.71%	8.61%	7.13%	8.21%	8.66%
净利润	71	267	138	160	185	221	投入资本收益率	3.88%	3.35%	9.37%	8.71%	8.99%	10.23%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	14	18	42	5	7	9	主营业务收入增长率	0.93%	28.89%	87.32%	63.50%	19.59%	19.88%
非经营收益	-10	-209	-11	-10	-12	-15	EBIT 增长率	-24.57%	-4.80%	185.98%	33.16%	15.35%	23.99%
营运资金变动	24	-3	7	30	73	48	净利润增长率	2.89%	272.75%	-48.12%	16.39%	15.13%	19.64%
经营活动现金净流	99	73	176	185	253	263	总资产增长率		32.36%	2.89%	11.09%	-8.52%	15.94%
资本开支	-16	-24	-37	5	18	-1	资产管理能力						
投资	0	-463	0	20	-58	0	应收账款周转天数	40.3	45.1	22.4	29.7	27.9	28.6
其他	6	18	-226	0	0	0	存货周转天数	1.3	29.6	14.9	16.3	16.3	16.3
投资活动现金净流	-10	-468	-263	25	-40	-1	应付账款周转天数	10.9	55.7	42.9	45.5	45.5	45.5
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	62.3	58.8	45.1	32.5	20.7	18.2
债权募资	0	-11	0	200	-274	2	偿债能力						
其他	-48	-51	-75	0	-2	-1	净负债/股东权益	-93.26%	-41.99%	-22.88%	-44.91%	-28.09%	-37.24%
筹资活动现金净流	-48	-62	-75	200	-276	1	EBIT 利息保障倍数	-2.4	-4.1	-65.4	-12.1	-11.7	-21.1
现金净流量	41	-457	-162	409	-64	262	资产负债率	9.84%	18.69%	17.17%	29.43%	21.20%	24.36%

资料来源: 宏源证券

(四) 风险提示

移动转售业务获批延迟; 云统一通信市场空间低于预期; 公司竞争力不达预期。

二、公司简介

二六三网络通信股份有限公司是一家新型通信运营服务商。公司成立于 1999 年，成立之后一直专注于增值电信业务行业中的通信服务业务，在语音通信、语音增值和数据通信三大领域均处于国内领先地位。公司目标客户群是国内企业用户、商务人士以及海外华人。目前公司拥有企业通信、增值通信、海外互联网综合通信三大业务板块，分别为国内企业提供综合通信服务、企业虚拟专网和商务语音服务、为海外华人家庭提供基础语音通信和中文电视服务。

表 1: 公司业务分类

业务板块	目标市场	业务产品/职能
企业通信	企业通信市场	263 云通信、企业会议服务
增值通信	增值/转售市场	企业 VPN (有线 VPN、3GVPN) 96446IP 长途转售、95050 多方通话、第二号码
海外互联网综合服务	海外华人市场	iTalkBB VOIP、iTalkTV IPTV

资料来源: 公司年报, 宏源证券

公司在战略上一直坚持差异化竞争的策略, 在竞争激烈的通信服务运营行业坚持将目标客户群定位在国内企业客户和海外华人家庭用户这两个细分市场, 通过虚拟运营的方式满足这两个细分市场用户的个性化通信需求。从公司的主营业务收入来看, 海外互联网综合服务占比持续增长, 到 2013 年占主营业务收入的 47.57%, 增值通信收入占比下降较快, 从 2011、2012 年的 50% 以上下降到 2013 年的 27.98%, 企业通信 2013 年占比则为 21.83%。而海外互联网综合服务业务营收增长达 1174%, 公司在海外互联网综合通信模块布局成效显著。

表 2: 主营业务情况 (分产品)

主营收入 (百万)	2011		2012		2013	
	营业收入	比例	营业收入	比例	营业收入	比例
企业通信	110.64	37.31%	138.91	36.34%	156.27	21.83%
增值通信	158.37	53.40%	199.2	52.12%	200.35	27.98%
海外互联网综合服务	4.27	1.44%	26.73	6.99%	340.61	47.57%
其他	23.27	7.85%	17.38	4.55%	18.76	2.62%
合计	296.55	100.00%	382.22	100.00%	697.23	100.00%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

从主营业务及营业利润率上, 公司主营业务呈加速增长态势, 2011 年、2012 年、2013 年主营业务收入增长率分别为 0.93%, 28.98%, 87.32%, 在营业利润率方面, 公司平均营业利润率约为 34%。

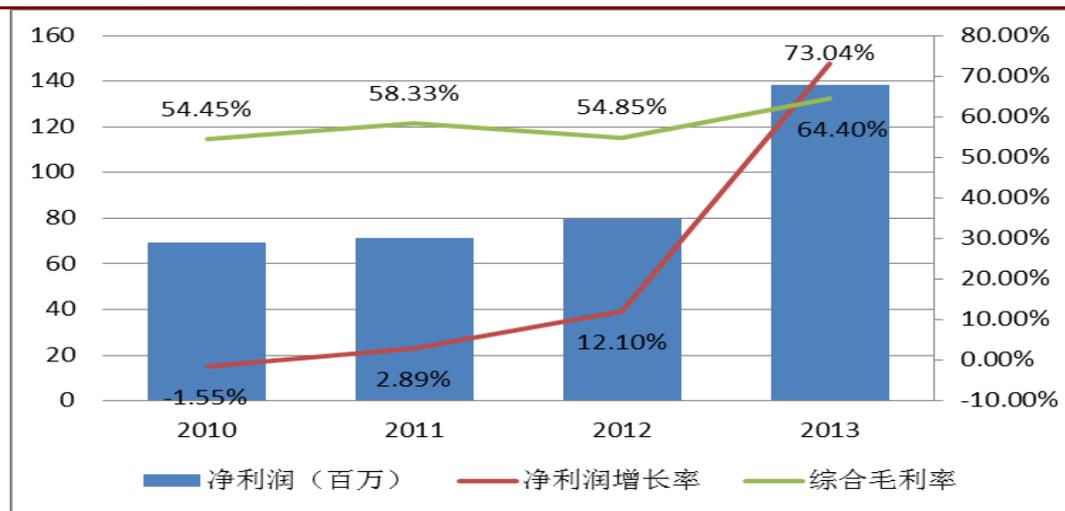
图 2: 主营收入 (百万) 增长及营业利润占比情况



资料来源：公司年报 宏源证券

公司 2012 年净利润中有 70% 是长期投资估值调整带来的投资收益，不具有可比性，剔除次部分收益后，从利润来看，公司近 3 年都处于增长态势，2013 年增长较快，增长率达 73.04%。公司毛利率平稳，均保持在 54% 至 64% 之间，说明企业产品盈利能力较强，具有较大利润空间。

图 3: 公司主要盈利指标



资料来源：公司年报，宏源证券

公司通过参股多家公司，积极探索新的业务领域。在企业通信业务领域，公司参股易美云易美云（北京）信息技术有限公司，易美云致力于为各企业提供云存储服务，通过参股易美云，拓展企业云通信领域，进入云统一通信市场，而该市场将在 4G 刺激下高速增长；参股展视互动科技（北京）有限公司，借助展动科技在网络视频直播业务上的技术经验发力企业会议业务。

在增值通信板块，2012 年收购上海翰平网络技术有限公司 100% 股权，拓展企业 VPN 业务（含 3G VPN）；而在海外互联网综合服务领域，2012 年完成对 iTalk Global、iTalkBB Australia Pty Ltd、北京首都在线网络技术有限公司的全资收购，iTalk 是美国的一家互联网综合服务提供商，主要面向海外华人提供 VoIP（网络电话）业务及 IPTV（网络电视）代理业务，其网络电话服务（iTalkBB）已是北美华裔市场最有影响力的网络电话品牌。而北京首都在线网络技术公司则拥有丰富的北美华人 IPTV 市场运营经验，通过此次收购，公司形成了海外互联网综合通信板块的战略布局。

2014 年，公司将在企业通信业务板块着力推动企业会议产品，拓展云统一通信市场；在增值通信板块，与中国

联通签署《移动通信转售业务试点合作协议》，启动移动转售业务；继续提升和巩固海外互联网通信服务的市场份额，这几方面将成为今后公司业绩增长看点。

三、移动转售试点启动，有望成为长期业绩贡献点

2014年6月，二六三与中国联通签署附生效条件的《移动通信转售业务试点合作协议》；根据协议内容，中国联通为公司提供基于3G网络的移动通信业务批发，公司可在双方商定范围内向用户提供移动通信转售业务。凭借公司优良的通信产品设计和细分市场多年的运营经验，未来有望进入规模高达千万级的国内电信服务市场。

（一）移动转售业务概述

2013年工信部出台的《移动通信转售业务试点方案》将移动转售业务及企业描述为：是指从拥有移动网络的基础电信业务经营者购买移动通信服务，重新包装成自由品牌并销售给最终用户的移动通信服务。移动转售企业不自建无线网、核心网、传输网等移动通信网络基础设施；必须建立客服系统，可依需建立业务管理平台，计费、营帐等业务支撑系统。因此，参与移动转售的企业即可定义为移动虚拟网络运营商（MVNO）。与增值服务提供商相比，虚拟运营商的最大区别在于它以自己的品牌面向最终用户提供服务，拥有自己的计费系统、客服号、营销和管理体系。因此品牌和差异化的创新服务能力是成为成功的虚拟运营商的关键因素。

表3：虚拟运营商与增值服务提供商对比

	虚拟运营商	增值服务提供商
与基础运营商的关系	合作和竞争，合作是主要的	依附于基础运营商提供增值服务
服务内容	向终端客户提供包括语音、短信，甚至数据业务等各类通信基础服务	为运营商提供偏媒体内容属性的增值业务设计、推广和运营
基本运营模式	以自有品牌向最终用户提供服务，可拥有独立的计费、客服、营销体系	通过基础运营商品牌向最终用户提供服务，分成模式获得收益

资料来源：宏源证券

目前，全球共有大概1200多家移动虚拟运营商，其中大部分位于欧洲地区。根据Informa Telecoms & Media数据显示，预计到2015年，全球虚拟运营商的移动用户数将达到1.86亿，占全球移动电话用户数的2.6%。从全球来看，由于市场成熟度、开放度的差异，欧美地区MVNO市场目前已步入寻求新价值增长的稳定期，根据国际电信联盟的数据显示，欧洲虚拟运营商用户数约5000万，占欧洲移动通信用户数的12%，北美约3000万，占北美移动通信用户数的9%，而亚太地区将成为全球MVNO发展的亮点区域。

（二）国内电信服务市场规模可观

工信部数据显示，近3年我国电信业务收入符合增长率为9.1%，2013年电信业务收入实现11689.1亿元，同比增长8.6%，比上年回落0.2个百分点，连续三年高于同期GDP增速。电信业务总量实现13954亿元，同比增长7.5%，比上年回落3.2个百分点。以9%的平均增速估计，2014年我国电信业务收入预计将达1.27万亿元，2015年将达1.39万亿元。而工信部在《通信业“十二五”发展规划》中提出，到2015年，预计电信业务收入可超过1.5万亿元。国内电信市场规模十分可观，为虚拟运营商提供了广阔的市场空间。

图 4：2010-2015 年电信业务收入增长情况



资料来源：工信部，宏源证券

在估计国内虚拟运营商市场规模方面，我们参考国外成熟虚拟运营商市场的发展路径。以美国虚拟运营商市场为例，美国虚拟运营商正式启动于 1999 年，经过三年的发展用户渗透率达到了 0.8%，随后迎来高速发展期，通过四年时间从 1.5% 提升到了 5.7%，之后进入相对成熟的时期，渗透率缓慢上升，稳定在 7% 左右。以此估算未来 1-2 年国内虚拟运营商市场将超过百亿，成熟市场规模将达 800 亿。而根据博思咨询数据显示，国外虚拟运营商平均用户占有率约为 3%，以 3% 的市场渗透率计算，未来 1-2 年内国内虚拟运营商市场规模将达 300 亿元。工业和信息化部电信研究院副院长刘多更是表示，预计到 2015 年，移动转售业务年收入将超过 1.3 亿元，虚拟运营商的用户规模将达 5000 万人，占移动通信行业用户总量的 3%。虚拟运营商仍有广阔的市场前景。

（三）公司竞争力：细分市场客户资源+综合业务品牌优势

截止目前，获得虚拟运营商牌照的企业总数累计达 25 家，从所涉及行业来看，包含了渠道商、电商、终端、金融、互联网等多个派系。大批的虚拟运营商同时进入市场，将使虚拟运营商初期的竞争异常激烈。另一方面，基础运营商提供的批发业务价格普遍偏高，这就要求虚拟运营商必须实现虚拟运营业务与传统优势业务的有机协同，避免单纯依靠低价进行竞争。

虚拟运营商想要在激烈竞争中取得成功，需要利用其既有的品牌影响力、独特的内容资源，通过跨界融合的方式，在品牌、套餐和增值服务方面实现差异化，同时挖掘细分市场的个性化需求，寻找市场空隙，实现小众化和定制化，只有和传统运营商真正区别开来，虚拟运营商才能找到差异化生存空间。

表 4：国内已获批虚拟运营商牌照

虚拟运营商	获批时间
第一批 天音通信、连连科技、乐语世纪、华翔联 信、京东、北纬通信、万网志成、迪信通、 分享在线、巴士在线、话机世界	2013 年 12 月 26 日
第二批 爱施德、三五互联、蜗牛数字、国美电器、 苏宁云商、中期集团、长江时代通信、远 特通信	2014 年 1 月 29 日
第三批 朗玛信息、中兴视通、用友移动、中邮世 纪、世纪互联、银盛电子	2014 年 8 月 25 日

资料来源：宏源证券

公司是国内最早进入通信转售领域的厂商，在增值服务板块的目标客户一直是国内中小型企业，公司一直秉持着

“对现有资源及细分市场进行深加工，来深度满足细分市场用户的差异化通信服务需求”的发展战略。中小企业市场一直是三大运营商较难触碰的市场，因为中小企业需求散碎、变化快同时不满足大运营商的规模需求，是用户 ARPU 值较高并且公司极具竞争力的细分市场。而另一方面，公司综合业务品牌优势明显，在语音通信领域，公司一直是北京地区规模最大的 IP 长途电话转售商；在语音增值领域，2010 年，公司的多方通话业务已在北京、上海等 14 个城市开通，拥有月均活跃用户数达 37 万人，是国内 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；而在企业邮箱业务方面，连续 15 年市场占有率第一。我们认为，细分市场的客户资源外加综合业务的品牌优势将使公司在未来虚拟运营商的发展中充分受益。

四、进军国内云统一通信市场，打开更大发展空间

在企业通信业务领域，公司参股易美云（北京）信息技术有限公司，拓展企业云通信领域，进入云统一通信市场。公司推出了 263 云通信平台，它是依托二六三云计算架构的新一代统一通信平台，融合了企业邮件（市场占有率第一）、EM（企业即时通信）、电话会议、企业网盘、呼叫中心、企业短信、网络传真等服务，让企业几乎可以随时随地使用任何设备通过任何方式进行沟通和协作，目前已经有超过 100,000 家企业投入使用。

（一）4G 用户快速增长刺激云通信市场

根据工信部发布的 2014 年 7 月份通信业经济运行情况的数据显示，7 月份全国 4G 移动电话用户突破 2000 万，1-7 月份 3G 和 4G 移动用户分别净增 7529.2、2062.5 万户，一半以上新增用户由 2G 用户直接升级到 3G 或 4G 用户。移动宽带用户（3G 和 4G）总数达到 4.98 亿户，对移动电话用户的渗透率达到 39.4%。公司的统一云通信市场有望在 4G 的刺激下迎来高速增长。

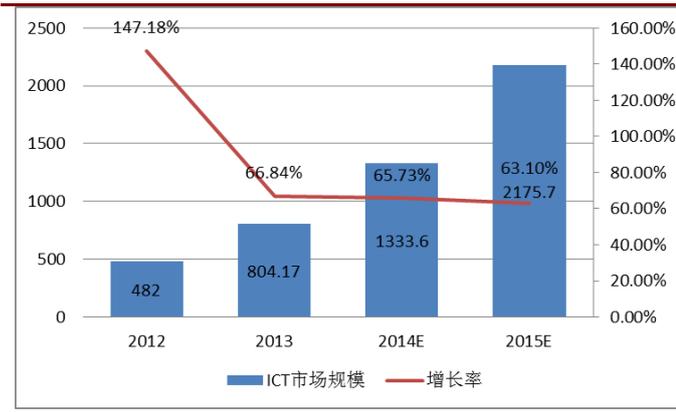
图 5：2013-2014 年移动宽带用户当月净增数和总数占比情况



资料来源：工信部，宏源证券

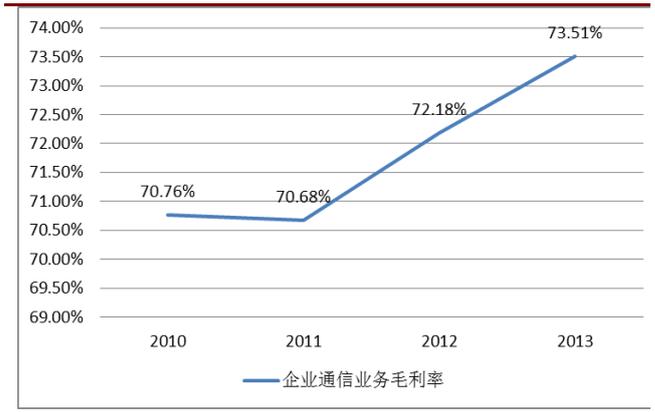
公司云统一通信属于企业 ICT 市场，国内 ICT 市场今年来高速发展，IDC 发布的数据显示，2012 年我国 ICT 市场规模达 482 亿，2013 年为 804.17 亿，预计 2014 年、2015 年将达到 1333.6 亿和 2175.7 亿元，平均增长率在 60% 以上，公司企业通信领域提供定制化的服务，其在通信技术、企业办公和云计算方面的复合技术和经验将成为公司的核心竞争力。而公司在云通信商采用 SaaS 产品的模式，无硬件成本，使得该业务在公司的主营业务板块中具有较高的毛利率，具有较强的盈利能力。

图 6: 中国 ICT 市场规模



资料来源: IDC, 宏源证券

图 7: 公司企业通信业务毛利率



资料来源: 公司年报, 宏源证券

(二) 企业会议业务是今年业务重点

公司 2014 年在企业通信领域将企业会议作为业务重点, 公司 2013 年参股展动科技(北京)有限公司, 展动科技是国内领先的多媒体互动直播技术服务提供商, 公司参股展动后双方将就企业通信平台等领域展开深度合作, 展视互动的互动直播和虚拟教室技术产品将与 263 “云通信” 服务做产品和战略的双向整合。

根据某行业分析报告显示, 近年来, 我国视频会议系统市场规模逐年扩大, 2009 年行业市场规模达 51.7 亿元, 较 2008 年的 42.3 亿元增长 22.22%; 2010 年市场规模达 66.3 亿元, 同比增长 28.24%, 为近年来最大增幅。结合主要企业的增长情况, 2011 年行业的增长速度约为 19%, 2012 年约为 10% 左右, 市场规模十分广阔。而我国中小企业由于存在资金资源少、专业技术人员匮乏、会议频繁程度不高的特点, 因此不可能在购买视频会议设备上投入大量资金, 托管租赁模式将是中小企业视频会议市场的主要运营模式。对公司来说, 中小企业市场的潜力巨大, 公司利用现有的客户资源有望分享市场高速成长的红利。

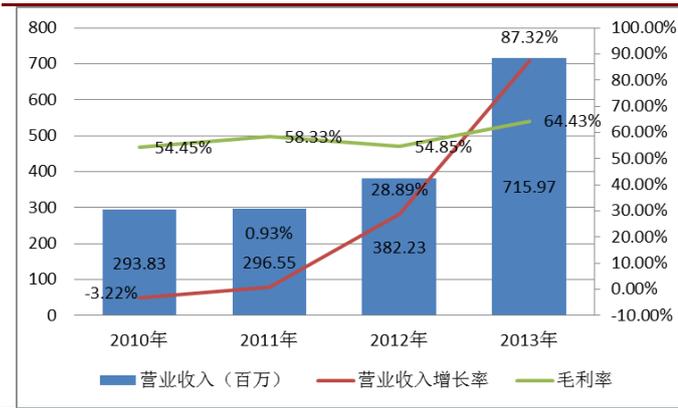
五、继续巩固海外互联网通信市场, 坚实营收保障

2008 年, 公司入资美国 VoIP 运营商 iTalk Global Communications 公司, 签署战略合作协议, 着手构建海外互联网综合通信板块。iTalk Global 是一家面向海外华人和其他亚裔族群, 以网络电话为基础的互联网综合服务提供商, 截至 2011 年年底, iTalk Global 拥有近 20 万个稳定用户, 并保持年均 30% 的增长率, iTalk Global 的网络电话服务 iTalkBB 已成为北美华裔市场最具影响力的网络电话品牌, 另外 iTalk Global 还经验 IPTV 业务。iTalkBB 与二六三相似处在于其同样致力于在细分市场为目标客户提供量身定制的通信服务, 其选取的目标群体为海外华裔家庭用户。

2012 年, 公司完成了对 iTalk Global Communications 以及 iTalkBB Canada Inc、iTalkBB Australia Pty Inc、北京首都在线网络技术有限公司的全资收购。公司正是看到了国内随着三网融合和电信管制政策的放开, 互联网综合服务拥有广阔的市场空间, 所以通过全资收购上述公司进行提前海外布局, 利用海外业务经验, 完善产品、技术和运营体系, 为将来在国内迅速进入新业务领域并快速扩张业务规模做战略布局。

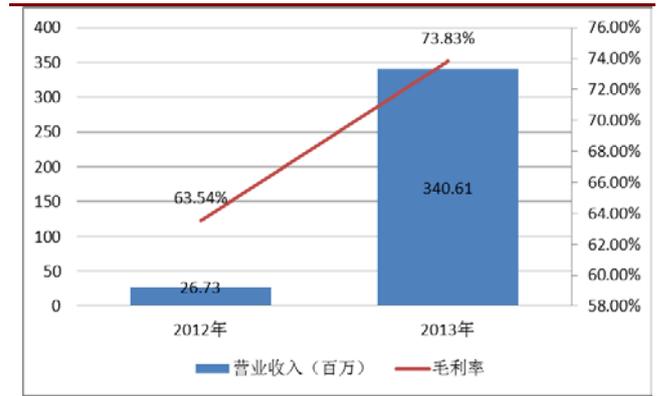
海外业务并表后, 依靠海外互联网业务的快速增长和高毛利率, 公司在营收规模和毛利率上都有显著提升。营业收入由 2012 年的 3.82 亿增长至 2013 年的 7.16 亿, 增长率高达 87.32%, 毛利也由 2012 年的 54.85% 增长至 2013 年的 64.43%。

图 8: 公司营业收入和综合毛利率



资料来源: 公司年报, 宏源证券

图 9: 海外互联网综合业务营收与毛利率



资料来源: 公司年报, 宏源证券

2014 年, 公司将在确保海外互联网综合业务稳健经营与可持续发展的同时, 继续培育该板块的 IPTV 业务, 进一步提升和巩固该业务在海外华人市场的份额, 今后还将开展电子商务等业务, 该业务板块也将在近几年成为公司营业收入的重要保障。

作者简介:

易欢欢: 宏源证券研究所副所长, 战略新兴产业首席分析师。毕业于北京大学通信与信息系统硕士, 应用数学学士, 2011年水晶球、新财富最佳分析师第一名, 2012年水晶球最佳分析师非公募第一名, 新财富最佳分析师第二名, 2013年新财富最佳分析师第二名。代表作: 大数据时代系列报告、云计算系列报告、北斗地理信息、智能交通系列报告。个股: 挖掘易华录、广联达、捷成股份、北信源、中海达、太极股份等。

顾海波: 宏源证券研究所通信行业分析师, 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

类别	姓名	手机号1	手机号2	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
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@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	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

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。