

中报业绩小幅下滑，长期看好跨境通信业务

- **业绩总结:** 2015年上半年公司实现营业收入3.2亿元，同比减少8%；营业利润6465万元，同比减少9.9%；归属于上市公司股东的净利润5974万元，同比减少15.1%。
- **业绩下滑主要由于：固网语音增值业务收入下降及结算规则发生变化。** (1) 固网语音增值业务收入下降及结算规则发生变化等原因导致上半年营业收入小幅下滑，同比减少8%。(2) 收入下降的同时，公司加大了新业务投入，以及确认长期投资损失等原因，导致归母净利润同比减少15.1%。(3) 然而公司上半年主营业务毛利率同比增长5个百分点，主要得益于业务结构优化，高毛利率的企业通信业务同比增长11%，占总业务比重上升。
- **大企业集成通信业务将落地，保障业绩增长。** 公司战略性业务大企业集成通信业务，目前正处于推进和逐步落地阶段。并且随着大企业集成通信业务的推进，公司将进一步建设和完善企业云平台。未来该业务将实现平台化运营，有望呈现收入和毛利率双升态势。
- **收购香港迪讯，迈出全球移动虚拟运营业务第一步。** 目前华人出境旅游，除室内wifi，室外尚无便捷实惠的通信方式，而虚拟运营商服务的介入正好填补这一空白。如今海外华人华侨有6000多万人，每年中国出境旅游超1亿人次，华人全球虚拟通信服务是一片蓝海市场，潜在市场规模超百亿。且目前全球通信服务市场已有定位于其他国家移民的Tracfone和Lyca Mobile公司的成功先例。公司通过收购香港迪讯，从而获得香港MVNO牌照，迈出全球移动虚拟运营业务第一步。今年年初公司定增募集7.65亿元，其中4.25亿投资于全球华人移动通信服务项目。美国等地的虚拟运营商牌照申请和核心网对接工作正在逐步实施，未来公司将继续选择华人经常出境的国家和地区，推进虚拟移动通信全球布局，快速抢占市场。
- **盈利预测及评级:** 我们预计公司2015-2017年净利润将分别达到1.6亿元、2亿元和2.7亿元，对应EPS分别为0.21元、0.28元和0.38元。我们看好公司在企业通信服务领域的竞争力以及全球华人移动通信业务的市场前景，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 移动APP的发展给公司增值通信业务带来不断挑战的风险；全球移动虚拟运营业务拓展不及预期的风险。

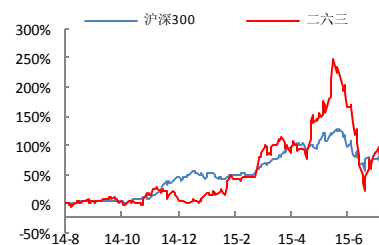
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	684.90	678.97	842.43	1102.96
增长率	-4.34%	-0.87%	24.08%	30.93%
归属母公司净利润(百万元)	147.86	155.51	204.24	271.95
增长率	7.31%	5.17%	31.33%	33.15%
每股收益EPS(元)	0.20	0.21	0.28	0.38
净资产收益率ROE	10.43%	7.03%	8.85%	11.16%
PE	68	64	49	37
PB	7.04	4.51	4.33	4.10

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 田明华
执业证号: S1250515060001
电话: 021-68415819
邮箱: tmhua@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	7.23
流通A股(亿股)	6.43
52周内股价区间(元)	8.09-32.28
总市值(亿元)	99.82
总资产(亿元)	17.41
每股净资产(元)	3.06

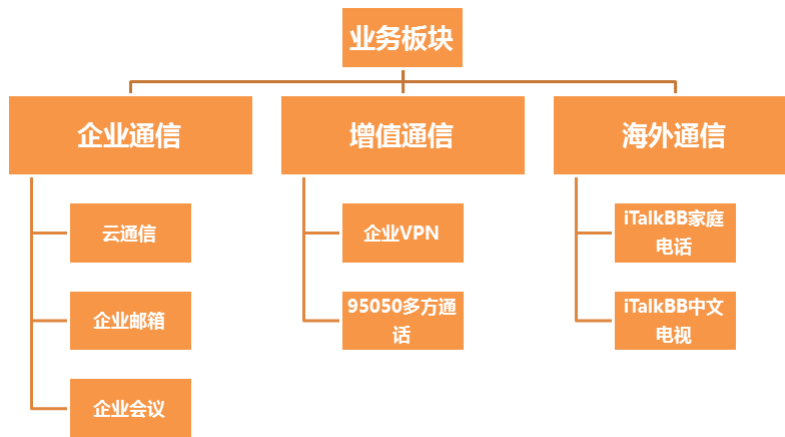
相关研究

1 投资要点

1.1 三架马车领跑“新通信”

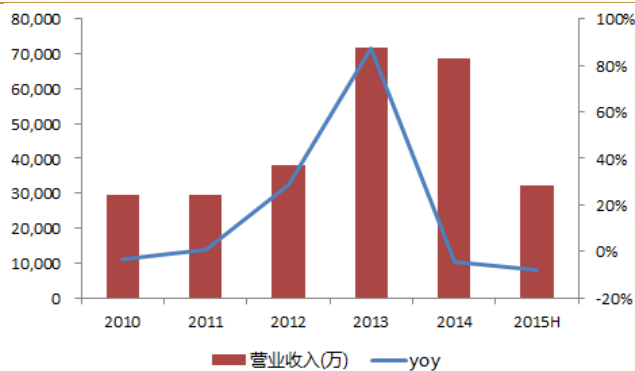
以虚拟运营商模式优势，专注于差异化服务。公司凭借虚拟运营的模式优势，仅用较低的资源成本构建虚拟网，专注于服务本身，对市场深加工，满足细分市场差异化需求。

图1：公司业务板块



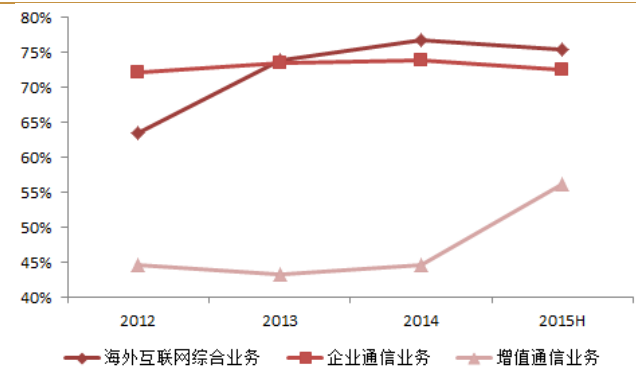
数据来源：西南证券

图2：2010-2015H 营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

图3：2012-2015H 三大业务板块毛利率稳步提升



数据来源：公司公告，西南证券

1.2 大企业集成通信逐步落地，保障业绩增长

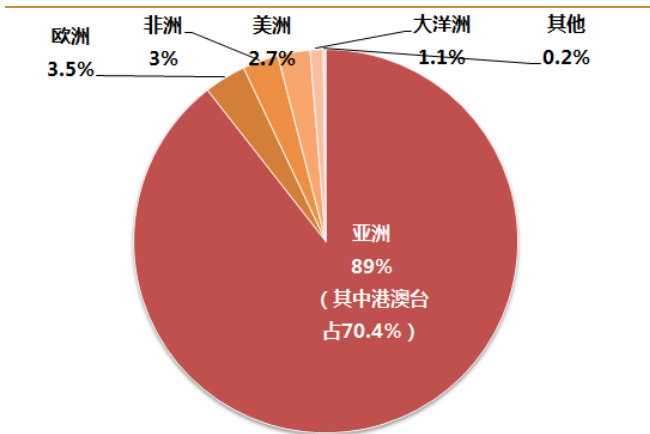
大企业集成通信业务将落地，未来有望呈现收入和毛利率双升态势。公司战略性业务大企业集成通信业务，目前正处于推进和逐步落地阶段。并且随着大企业集成通信业务的推进，公司将进一步建设和完善企业云平台。未来该业务将实现平台化运营，有望呈现收入和毛利率双升态势。

1.3 收购香港移动虚拟运营商，逐步推进全球华人移动通信业务

虚拟运营商服务在境外通信中优势明显。国外漫游通话费用昂贵，而境外运营商尚未提供语音通话和流量服务。华人出境旅游，除室内 wifi，室外尚无便捷实惠的通信方式。虚拟运营商服务的介入正好填补这一空白。

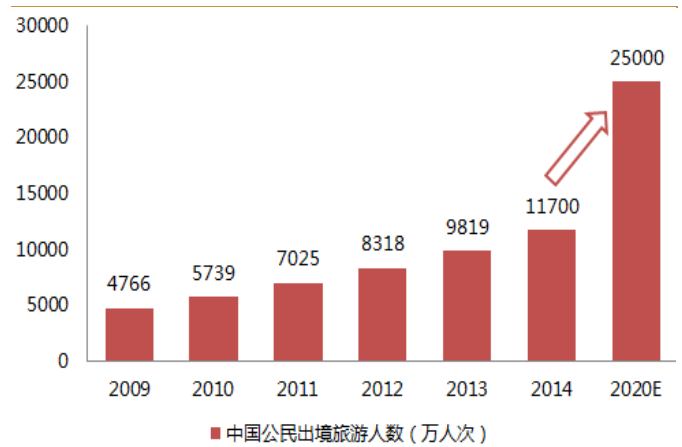
华人全球虚拟通信服务是一片蓝海市场。中国人移民、留学以及出境旅游均呈现快速增长的趋势。根据世界旅游组织预测，到 2020 年中国出境旅游人次将达到 2.2 亿人次，2014-2020 年复合增长率达 13.5%。目前海外华人华侨有 6000 多万人，主要分布在东南亚和美国。全球通信服务市场成功先例有 Tracfone（定位于拉美移民）和 Lyca Mobile 公司（定位于印度、巴基斯坦、斯里兰卡移民），目前还没有定位于华人的全球虚拟通信服务商，公司以先发优势和与国际运营商的良好合作经验，将进入一个空间巨大的蓝海。

图 4：中国内地公民出境旅游目的地分布



数据来源：国家旅游局，西南证券

图 5：中国公民出境旅游人数



数据来源：产业信息网，西南证券

收购香港迪讯，迈出全球移动虚拟运营业务第一步。今年 4 月，公司通过收购香港迪讯，从而获得香港 MVNO 牌照，搭建完成了核心网和运营支撑系统，以及一卡多号服务平台。

定增募投海外通信项目，后续布局可期。今年年初，公司定增募集 7.65 亿元，其中 4.25 亿投资于全球华人移动通信服务项目。公司已申请美国等地的虚拟运营商牌照，在美国搭建 MVNO 平台并实施与当地基础运营商的核心网对接。未来公司将继续选择华人经常出境的国家和地区，推进虚拟移动通信全球布局，快速抢占市场。

2 盈利预测

我们预计公司 2015-2017 年净利润将分别达到 1.6 亿元、2 亿元和 2.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.21 元、0.28 元和 0.38 元。我们看好公司在企业通信服务领域的竞争力以及全球华人移动通信业务的市场前景，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

(1) 大企业集成通信订单逐步落地, 未来企业互联业务三年复合增长率 15%, 且毛利率稳步提升 1~2 个百分点。

(2) 随着全球虚拟通信业务完善, 海外互联综合业务未来三年复合增长率 17%, 且毛利率稳步提升 1~2 个百分点。

表1：分业务业绩预测

	2014A	2015E	2016E	2017E
海外互联网综合业务				
收入(百万元)	354.55	347.46	434.33	564.63
成本(百万元)	82.00	79.92	95.55	118.57
毛利率(%)	76.87%	77.00%	78.00%	79.00%
企业通信业务				
收入(百万元)	170.53	191.00	238.75	322.31
成本(百万元)	44.53	49.66	59.69	77.35
毛利率(%)	73.89%	74.00%	75.00%	76.00%
增值通信业务				
收入(百万元)	141.16	112.92	129.86	155.84
成本(百万元)	78.20	45.17	45.45	54.54
毛利率(%)	44.60%	60.00%	65.00%	65.00%
数据通信服务				
收入(百万元)		7.99	15.99	31.98
成本(百万元)		2.08	4.16	8.31
毛利率(%)		74.00%	74.00%	74.00%
其他				
收入(百万元)	18.66	20.52	24.63	29.55
成本(百万元)	10.86	2.05	2.46	2.96
毛利率(%)	41.79%	90.00%	90.00%	90.00%
营业收入(百万元)	684.90	678.97	842.43	1102.96
营业成本(百万元)	215.59	178.78	207.20	261.60
毛利率	69%	74%	75%	76%
归属净利润(百万元)	147.86	155.51	204.24	271.95
EPS	0.20	0.21	0.28	0.38

数据来源: 公司公告, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	684.90	678.97	842.43	1102.96	净利润	147.86	155.51	204.24	271.95
营业成本	215.59	178.78	207.20	261.60	折旧与摊销	48.12	33.79	33.79	33.79
营业税金及附加	15.83	14.60	18.01	23.94	财务费用	-10.68	0.31	-0.58	0.11
销售费用	132.50	129.00	160.06	209.56	资产减值损失	0.83	0.00	0.00	0.00
管理费用	185.91	183.32	227.46	297.80	经营营运资本变动	178.60	3.14	33.92	56.93
财务费用	-10.68	0.31	-0.58	0.11	其他	-163.85	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.83	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	200.87	192.75	271.37	362.78
投资收益	-0.35	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	106.78	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	102.92	0.00	0.00	0.00
营业利润	144.57	172.96	230.29	309.94	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	11.50	10.00	10.00	10.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	156.07	182.96	240.29	319.94	股权融资	14.78	765.00	0.00	0.00
所得税	8.21	27.44	36.04	47.99	支付股利	-96.51	-103.56	-108.92	-143.05
净利润	147.86	155.51	204.24	271.95	其他	-1.42	-23.24	0.58	-0.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-83.14	638.20	-108.34	-143.16
归属母公司股东净利润	147.86	155.51	204.24	271.95	现金流量净额	218.22	830.95	163.03	219.62
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	510.29	1341.24	1504.27	1723.89	成长能力				
应收和预付款项	98.64	77.85	95.54	124.05	销售收入增长率	-4.34%	-0.87%	24.08%	30.93%
存货	4.84	4.01	4.65	5.87	营业利润增长率	7.22%	19.63%	33.15%	34.59%
其他流动资产	36.72	36.71	37.24	38.08	净利润增长率	6.99%	5.17%	31.33%	33.15%
长期股权投资	34.68	34.68	34.68	34.68	EBITDA 增长率	3.50%	13.76%	27.26%	30.49%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	90.71	68.01	45.32	22.62	毛利率	68.52%	73.67%	75.40%	76.28%
无形资产和开发支出	790.35	785.63	780.91	776.19	三费率	44.93%	46.04%	45.93%	46.01%
其他非流动资产	119.31	112.94	106.57	100.20	净利率	21.59%	22.90%	24.24%	24.66%
资产总计	1685.54	2461.07	2609.17	2825.58	ROE	10.43%	7.03%	8.85%	11.16%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.77%	6.32%	7.83%	9.62%
应付和预收款项	225.50	212.84	261.11	340.01	ROIC	11.71%	15.14%	20.55%	28.01%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.57%	30.49%	31.28%	31.17%
其他负债	41.81	35.98	40.48	49.10	营运能力				
负债合计	267.31	248.82	301.59	389.11	总资产周转率	0.42	0.33	0.33	0.41
股本	482.49	723.35	723.35	723.35	固定资产周转率	7.65	8.56	14.87	32.47
资本公积	349.89	874.03	874.03	874.03	应收账款周转率	14.83	15.23	18.46	18.90
留存收益	563.17	615.12	710.45	839.35	存货周转率	28.29	40.40	47.84	49.73
归属母公司股东权益	1418.23	2212.25	2307.57	2436.48	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	102.95%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1418.23	2212.25	2307.57	2436.48	资产负债率	15.86%	10.11%	11.56%	13.77%
负债和股东权益合计	1685.54	2461.07	2609.17	2825.58	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.51	6.05	5.59	4.96
					速动比率	2.49	6.04	5.57	4.94
					股利支付率	65.27%	66.59%	53.33%	52.60%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	182.00	207.05	263.49	343.84	每股收益	0.20	0.21	0.28	0.38
PE	67.51	64.19	48.87	36.71	每股净资产	1.96	3.06	3.19	3.37
PB	7.04	4.51	4.33	4.10	每股经营现金	0.28	0.00	0.00	0.00
PS	14.57	14.70	11.85	9.05	每股股利	0.13	0.14	0.15	0.20
EV/EBITDA	33.29	41.30	31.83	23.76					
股息率	0.97%	1.04%	1.09%	1.43%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn