

新股深度报告

信息技术

通信

二六三

合理价位: 18.40-26.20 元 发行价: 元

2010年10月11日

投资价值分析

国内唯一具备综合运营能力的民营通信服务商

分析师: 严平

电话: 021-60875165

E-mail: yanping@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209070368

联系人: 程锋

电话: 021-60933167

E-mail: chengfeng@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

●此报告是6月IPO投资价值分析报告, 根据要求确定发行价40天后再行发送。

●公司简介: 国内唯一具备综合运营能力的民营通信服务提供商

二六三是一家面向中小企业和商务人士的综合通信服务提供商, 是国内唯一具备提供跨网络、跨终端通信服务能力的民营企业, 运营模式独特, 牌照资源稀缺, 通过产品创新和资费优势获取细分市场成长机会。09年收入3.04亿元, 增长0.9%, 净利润7034万元, 增长0.3%。本次计划发行3000万股, 占发行后总股本的25%。

●增值电信中的通信服务子行业: 受牌照管制, 门槛较高

公司身处增值电信行业中的通信服务子行业。该子行业受牌照管制, 门槛较高, 竞争对手较少。公司业已积累起创新、运营服务、与基础运营商合作、客户和牌照资源等优势, 是国内唯一具备提供跨网络、跨终端通信服务能力的民营企业。

●公司增长驱动: 企业通信平台、增值语音、iTalk

公司未来主要通过发展跨网络、跨平台、跨终端的融合通信业务, 促成现有产品的升级转型: 对企业邮箱将主推263EM通信平台, 丰富邮箱功能, 增强用户黏性; 对增值语音产品将加大95050市场营销, 逐步推广95040虚拟呼叫中心业务, 并借道iTalk拓展海外网络电话业务; 发展融合通信业务。

●募集资金投向: 夯实主营业务, 延伸产品线

公司此次计划募集资金2.57亿元投向四个项目。项目主要是对原有产品线的延伸和强化, 重点在于扩大电子邮件及多方通话业务的现有规模及产品升级。同时, 公司还计划投入3500万元开展虚拟呼叫中心业务。

●合理价值区间为18.40-26.20元

我们预计二六三2010-2012按发行后股本摊薄的EPS为0.63、0.83、0.97元。综合绝对估值法、相对估值法, 我们认为其合理价值区间为18.40-26.20元/股。对应PE35.0-50.0x(09年扣除非经常性损益), 29.2-41.6x(10年)。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	304	314	343	382	435
(+/-%)	0.9%	3.4%	9.4%	11.2%	13.9%
净利润(百万元)	70	76	100	117	139
(+/-%)	0.3%	7.7%	32.2%	16.7%	18.5%
每股收益(元)	0.59	0.63	0.83	0.97	1.15
EBIT Margin	23.5%	23.8%	27.1%	29.2%	30.9%
净资产收益率(ROE)	26.4%	7.9%	9.7%	10.4%	11.3%

数据来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所预测

内容目录

内容目录	2
图目录	3
表目录	3
合理价值区间：18.40 - 26.20 元/股	4
绝对估值法：20.20 - 24.90 元/股	4
相对估值法：18.90 - 26.20 元/股	4
合理价值区间为 18.40 - 26.20 元/股	5
国内唯一具备综合运营能力的民营通信服务商	6
首次发行 3000 万股	6
公司主营增值通信服务，定位中小企业及商务人士	6
电子邮件、多方通话是未来主要增长点	8
增值电信中的通信服务子行业：受牌照管制，门槛较高	9
行业为三网融合交汇点，细分市场空间大，模式技术是关键	9
增值语音模式成熟，虚拟运营前景广阔	11
企业邮箱持续增长，专业厂商品质制胜	11
公司增长驱动：企业通信平台、增值语音、iTalk	13
丰富企业邮箱应用，力推 263EM 通信平台	13
深耕多方通话业务，推出虚拟呼叫中心	14
收购 iTalk 试水 VOIP，主攻海外华人市场	15
募集资金投向：夯实主营业务，延伸产品线	16
电子邮件业务拓展	16
虚拟呼叫中心建设	17
95050 多方通话业务拓展项目	17
数据中心建设项目	17
盈利预测	17
预计 10、11、12 年 EPS0.63 元、0.83 元、0.97 元	17
关键假设（收入、毛利率、费用率、所得税率）	18
2010-2012 年分项收入及损益表预测	18
投资风险	19
附表 1：财务预测与估值	20
国信证券投资评级	21
免责声明	21

图目录

图 1: 96446IP 长途转售业务收入回落, 但毛利率稳定	7
图 2: 95050 多方通话能为客户提供便捷、便宜的服务	7
图 3: 公司将整合并升级旗下产品, 实现向融合业务的演进	8
图 4: 公司近年收入增长较缓, 2009 年收入 3.04 亿元	8
图 5: 2009 年净利润为 7034 万元, 净利润率 23.2%	8
图 6: 多方通话、电子邮件是主要增长点	9
图 7: 近三年公司综合毛利率逐年小幅提升	9
图 8: 移动增值服务和互联网信息服务是行业主流应用	10
图 9: 行业内民营企业居多, 竞争较为充分	10
图 10: 未来三年企业邮箱市场增速在 20%以上	12
图 11: 目前企业邮箱市场以专业收费邮箱厂商为主	12
图 12: 公司语音增值业务不断推陈出新, 竞争力得以维持	15
图 13: iTalk 活跃用户数近年来快速增长	16
图 14: 2009 年 iTalk 已实现扭亏为盈	16

表目录

表 1: 绝对估值的基本假设条件	4
表 2: DCF 绝对估值法显示公司合理价值区间为 20.20 - 24.90 元/股	4
表 3: 通信行业内可比公司估值	4
表 4: 合理价值区间为 18.40-26.20 元/股, 对应 PE35.0-50.0x (09 年扣除非经常性损益), 29.2-41.6x (10 年)	5
表 5: 公司本次计划发行 3000 万股, 占发行后总股本的 25.0%	6
表 6: 公司主营增值通信服务	6
表 7: 公司企业电子邮箱产品资费标准	7
表 8: 增值电信业务细分种类极多, 长尾效应突出	10
表 9: 目前国内只有 10 家企业获准开展多方通话业务, 实际运营的为 4 家	11
表 10: 收费邮箱厂商具备专业化、稳定性优势, 二六三技术领先	12
表 11: 公司邮箱产品在安全性、稳定性、融合功能上具备优势	13
表 12: 公司企业邮箱产品稳定快速增长, 外包企业用户数增长迅速	14
表 13: 多方通话业务因其便利性和资费低等优点, 仍有较大市场空间	14
表 14: iTalk 在市场定位、资费水平及运营成本上均具优势	15
表 15: 公司募集资金项目主要为电子邮件、虚拟呼叫中心等	16
表 16: 虚拟呼叫中心在资费上相较传统呼叫中心更具优势	17
表 17: 2010-2012 年二六三分项收入预测明细	18
表 18: 2010-2012 年二六三损益表预测	19

合理价值区间：18.40 – 26.20 元/股

绝对估值法：20.20 – 24.90 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现，得到公司合理价值区间为 20.20 – 24.90 元/股。

主要假设：（1）2010 年为公司新项目投入期，业务交替尚未完成，2011 年后收入增长开始提速；（2）假定无风险利率为 2.5%，风险溢价为 7.0%，有效税率为 13.9%，行业无杠杆 Beta 为 1.03，得到公司 WACC 为 9.5%。

表 1: 绝对估值的基本假设条件

行业平均 Beta	1.03	Kd	6.00%
无风险利率	2.50%	有效税率	13.90%
风险溢价	7.00%	E/(D+E)	80.00%
Ke	9.50%	WACC	9.46%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: DCF 绝对估值法显示公司合理价值区间为 20.20 – 24.90 元/股

g/Wacc	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%
3.0%	28.54	26.16	24.16	22.46	20.99
2.5%	26.99	24.91	23.13	21.60	20.28
2.0%	25.69	23.83	22.24	20.86	19.64
1.5%	24.57	22.90	21.46	20.20	19.08
1.0%	23.60	22.09	20.77	19.61	18.58

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：18.90 – 26.20 元/股

我们采用相对估值法，对公司价值进行估值，得到公司合理价值区间为：18.90 – 26.20 元/股。

二六三是偏重“软产品”的综合通信服务提供商，我们选取通信行业内的增值服务提供商拓维信息、北纬通信，以及近期上市的通信及计算机行业中小型上市公司作为其估值参照。上述公司 2010 年平均 PE 为 47.0 倍。二六三业务转型已经完成，多项新业务前景广阔，预计主业增长将进入加速通道。考虑其是国内唯一具备综合运营服务能力的民营通信服务提供商，标的较为稀缺，我们给予其 10 年 29-42 倍动态市盈率，对应的价值区间为 18.90 – 26.20 元。

表 3: 通信行业内可比公司估值

公司	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB	PS	PEG
			09A	10E	11E	09A	10E	11E			
拓维信息	28.39	41.27	0.6	0.79	1.04	47.3	35.9	27.3	6.7	13.4	1.5
北纬通信	35.66	26.96	0.47	0.61	0.75	75.9	58.5	47.5	7.0	16.4	2.9
华平股份	69.60	27.84	1.10	1.50	2.10	63.3	46.5	33.2	3.6	27.4	1.7
三五互联	41.80	22.36	0.64	0.89	1.20	65.3	46.8	34.8	4.6	17.6	1.8
神州泰岳	64.30	203.19	0.86	1.31	1.80	74.9	49.1	35.8	8.9	28.1	1.7
平均值						65.3	47.4	35.7	6.2	20.6	1.9

资料来源：WIND，国信证券经济研究所。收盘价为 2010 年 6 月 25 日，PEG 根据 09-12 三年复合增长率计算。

合理价值区间为 18.40 – 26.20 元/股

综合绝对估值法、相对估值法，我们认为二六三的合理价值区间为 18.40 – 26.20 元/股。对应 PE35.0 – 50.0x(2009 年扣除非经常性损益)，29.2 – 41.6x(2010 年净利润)。

表4: 合理价值区间为18.40-26.20元/股，对应PE35.0-50.0x（09年扣除非经常性损益），29.2-41.6x（10年）

二六三合理价值区间		EPS			PE		
		09A	10E	11E	09A	10E	11E
下限	18.40	0.52（扣非）	0.63	0.83	35.0	29.2	22.2
上限	26.20				50.0	41.6	31.6

资料来源：国信证券经济研究所

国内唯一具备综合运营能力的民营通信服务商

首次发行 3000 万股

二六三网络通信股份有限公司前身为北京首都在线科技发展有限公司（首都在线），成立于 1999 年。2003 年公司整体变更设立为股份有限公司，注册资本 9000 万元。2004 年，公司更名为“二六三网络通信股份有限公司”。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，主营业务为增值电信业务中的通信服务业务。

公司实际控制人为董事长李小龙先生。李小龙先生持有公司发行前 27.6% 的股权，本次上市后直接持股比例为 20.7%。公司上市前总股本为 9000 万股，本次计划发行 3000 万股，占发行后总股本的 25.0%。

表5：公司本次计划发行3000万股，占发行后总股本的25.0%

股东类别	发行前		发行后		限售期
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）	
一、前十大股东					
李小龙	2486.67	27.63%	2486.67	20.72%	36 个月
张彤	810.78	9.01%	810.78	6.76%	36 个月
陈晨	807.01	8.97%	807.01	6.73%	36 个月
北京利平科技开发有限公司	637.13	7.08%	637.13	5.31%	12 个月
宗明杰	486.99	5.41%	486.99	4.06%	12 个月
胡维新	475.37	5.28%	475.37	3.96%	36 个月
黄明生	469.26	5.21%	469.26	3.91%	12 个月
北京兆均创富技术有限公司	448.67	4.99%	448.67	3.74%	12 个月
武汉星彦信息技术有限公司	336.40	3.74%	336.40	2.80%	12 个月
蔡明君	331.72	3.69%	331.72	2.76%	12 个月
二、其他股东	1710.00	18.99%	1710.00	14.25%	
三、本次发行股份			3000.00	25.00%	
合计	9000.00	100.00%	12000.00	100%	

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

公司主营增值通信服务，定位中小企业及商务人士

公司以增值电信模式提供通信服务，目前主要产品为长途转售、多方通话及企业邮箱。增值电信是由公司向中国电信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，再利用自身技术对这些电信资源重新组合，加入特定功能形成个性化服务和产品并以自有品牌进行营销。公司通过自己的计费系统、业务平台、客服平台向客户提供服务，在基础通信服务费上同运营商分成获益，在增值服务费上采用包月功能费、邮箱服务费等获益。

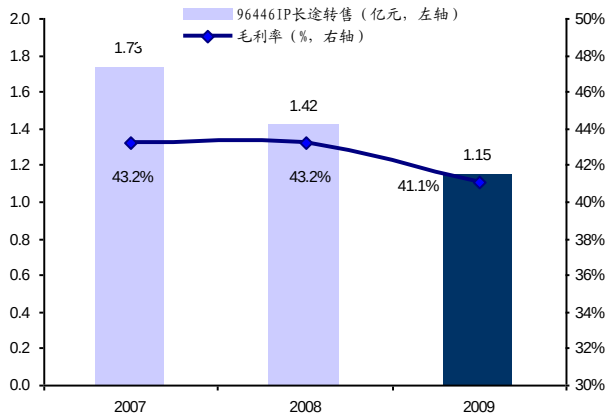
表6：公司主营增值通信服务

主营业务	已开展的通信服务	初步开展的通信服务	计划开展的通信服务
语音通信业务	96446IP 长途转售服务	iTalkBB 网络电话服务(参股投资)	网络电话服务（境外）
语音增值业务	95050 多方通话服务	主叫绑定式 Web 自助电话会议服务 账户充值式 Web 自助电话会议服务	虚拟呼叫中心服务
数据通信业务	专业电子邮件服务	企业 EM 统一通信平台 传真邮件服务 Push Mail 手机邮件	反垃圾邮件运营服务

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

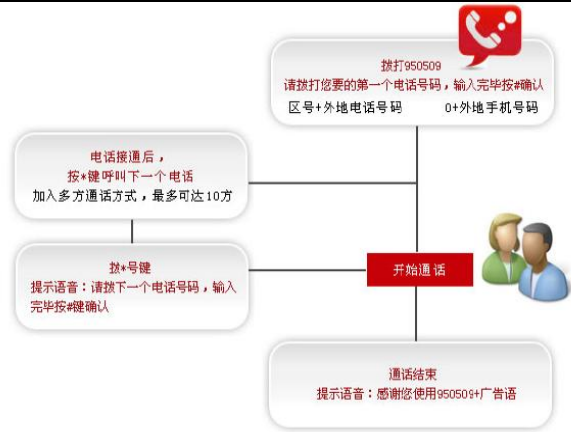
(1) 95050 多方通话：可以满足固定电话用户（发起方）实现两方以上本地或国内异地的即时多方通话需要，迎合了商务电话沟通中存在的偶发多方通话需求。业务的被叫方可以是本地固定电话或移动电话，也可以是国内异地固定电话或移动电话。收取的资费分为两部分：功能费和通话费。该业务 08、09 年分别增长 4.6%、12.2%。该业务为政策严格管制业务，公司已拿到全国牌照，潜力极大。

图 1：96446IP 长途转售业务收入回落，但毛利率稳定



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

图 2：95050 多方通话能为客户提供便捷、便宜的服务



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

(2) 企业邮箱：2003 年之前公司是国内最大的免费电子邮件服务提供商，随后逐步聚焦于企业邮箱市场。目前公司有针对性针对个人用户的“个人纯净邮箱”和面向企业用户的“企业 G 邮局”两大类产品。公司企业邮箱产品在可靠性、安全性、反垃圾、防病毒等功能上具备较高品质，其知名度、市占率均居国内前列，该业务 08、09 年分别增长 38.9%、48.6%。公司计划将其作为主要发展方向之一，以此作为基础搭建企业通信平台业务。

表 7：公司企业电子邮箱产品资费标准

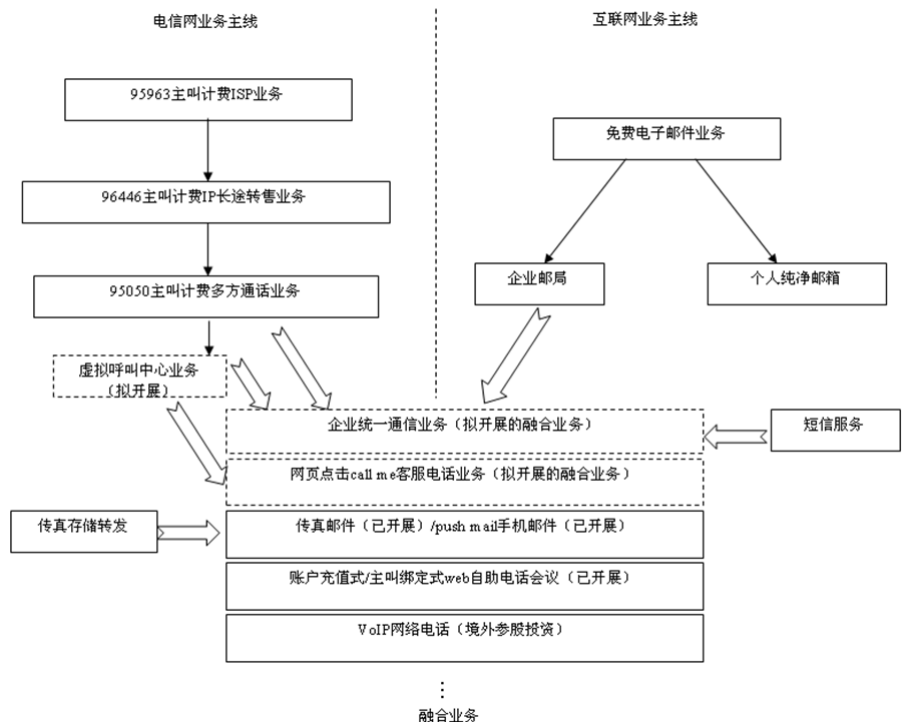
分类	产品规格	邮局总容量	单个邮箱最小容量	可发送超大附件容量	可发送普通附件容量	服务报价
标准版	5 用户版	5×263G	263G	600M/用户邮箱	30M/用户邮箱	900 元/年
	10 用户版	10×263G	263G	600M/用户邮箱	30M/用户邮箱	1600 元/年
	50 用户版	50×263G	263G	600M/用户邮箱	30M/用户邮箱	7000 元/年
大客户版	500 用户版	500×263M	263M	600M/用户邮箱	30M/用户邮箱	50000 元/年
	100 用户升级版	100×263M	263M	600M/用户邮箱	30M/用户邮箱	10000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

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

(3) 96446IP 长途转售：是利用公司自建的智能交换系统，通过与运营商合作推出的主叫式 IP 长途服务业务，主要在北京地区开展。公司凭借自身营销优势、品牌效应完成产品推广，凭借自身平台运营管理完成通话服务与计费，从话务转售中获取合作收益，运营商获得增加的话务量及话务收入。该业务已步入衰退期，08、09 年分别下降 18.1%、19.3%。公司将其定位为现金牛业务，未来不做继续投入。

公司主要定位于中小企业和商务人士市场，旨在通过产品创新和资费优势获取细分市场的成长机会。中小企业及商务人士对信息交流的依赖程度大，对于多功能的高品质通信服务有较强需求，愿意付费来获取个性化的通信服务。同时，公司力求通过“更便宜”、“更便捷”来塑造旗下产品的竞争力。未来公司将顺应三网融合的大趋势，整合并升级主要产品，推动产品线向融合业务的演进。

图 3: 公司将整合并升级旗下产品, 实现向融合业务的演进

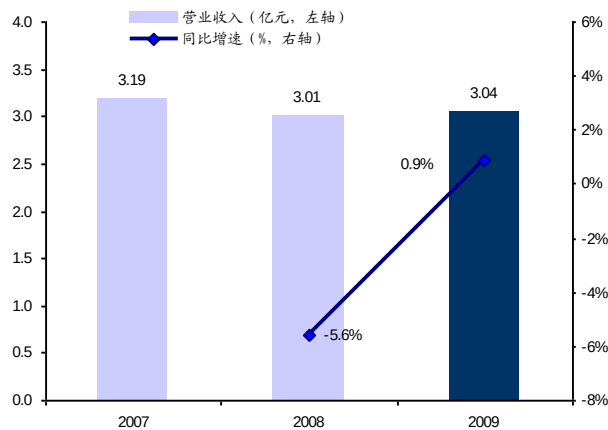


资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所

电子邮件、多方通话是未来主要增长点

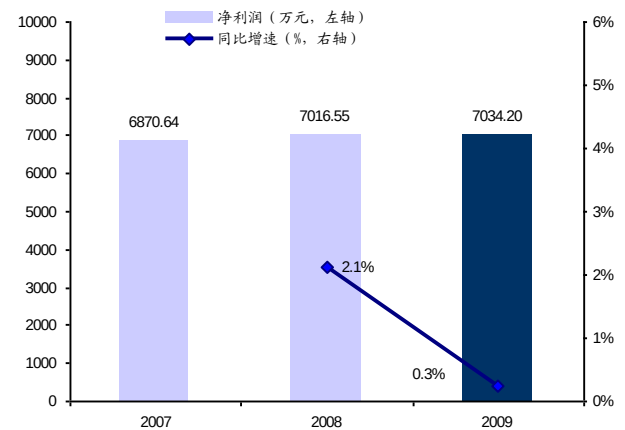
近年来, 随着公司业务布局的完善, 收入结构不断优化, 促进 2009 年营业收入企稳回升, 并为未来进一步持续增长奠定坚实基础。2009 年, 公司收入为 3.04 亿元, 同比增长 0.9%。当期实现净利润 7034 万元, 同比增长 0.3%, 净利率为 23.2%。

图 4: 公司近年收入增长较缓, 2009 年收入 3.04 亿元



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所

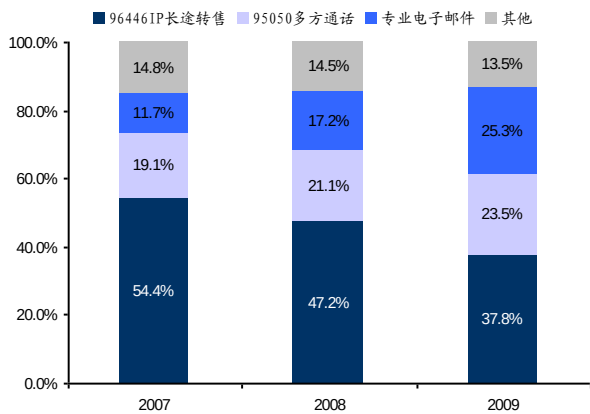
图 5: 2009 年净利润为 7034 万元, 净利率 23.2%



资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所

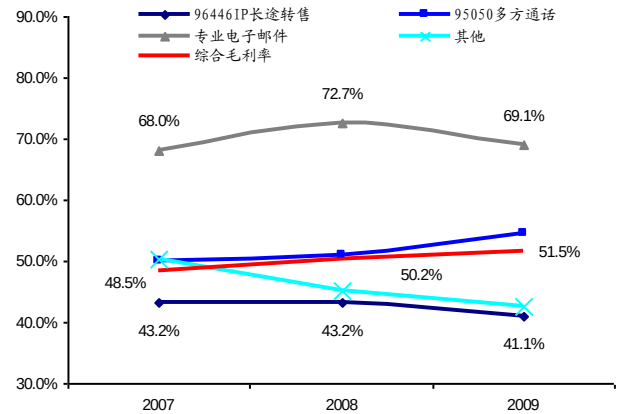
从收入结构来看，长途转售业务近年来收入占比逐步下降，多方通话、电子邮件成为主要增长点。2009 年，长途转售业务收入占比降至 37.8%，多方通话和电子邮件各上升至 25.3%、23.5%，已超半壁。公司电子邮件业务毛利率在 70%左右，其他业务毛利率均高于 40%，近年来毛利率小幅略升，2009 年为 51.5%。总体来看，公司毛利率较高，现金流较好，无负债和大额应收账款，抗周期性良好。

图 6：多方通话、电子邮件是主要增长点



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

图 7：近三年公司综合毛利率逐年小幅提升



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

增值电信中的通信服务子行业：受牌照管制，门槛较高

增值电信行业分为信息服务（彩信等）、应用服务（电子商务等）和通信服务三个子行业。绝大多数增值电信企业都是前两类子行业，管制松，门槛低，竞争者众。而通信服务子行业受牌照管制，门槛高，竞争对手少，公司身处增值电信行业中的通信服务子行业。

行业为三网融合交汇点，细分市场空间大，模式技术是关键

增值电信行业高度细分，创新产品层出不穷，是典型的长尾市场。根据原信息产业部在 1993 年推出的电信行业业务分类，增值电信包括 VPN 专网、IDC、电子邮件、呼叫中心等细分项目。在上一波互联网热潮中，电子邮件、网络游戏、即时通信等产品率先崛起，成长规模可观的新兴行业。近年来，随着电信网与互联网融合程度的不断加深，移动增值服务和互联网信息服务已成为行业增长引擎。08 年行业规模约 2470 亿元，同比增长 15%。

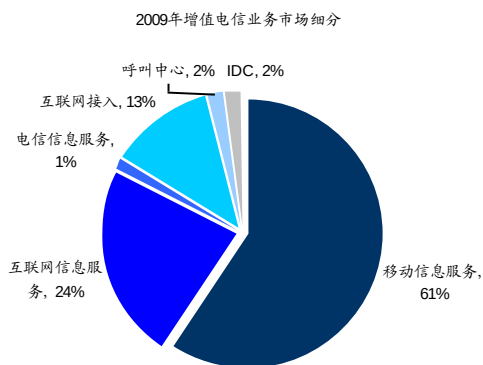
表8：增值电信业务细分种类极多，长尾效应突出

增值电信业务分类		主要业务形式
第一类增值电信业务	在线数据处理与交易处理业务	办理银行业务、股票买卖、票务买卖、数据传送等
	多方通信服务业务	多方电话、可视电话会议、图像服务业务有
	因特网虚拟专用网业务（IP-VPN）	利用自有的或租用公用因特网网络资源，采用 TCP/IP 协议，为国内用户定制因特网闭合用户群网络的服务
	因特网数据中心业务（IDC）	利用机房设施，以外包出租的方式为用户的服务器等因特网或其他网络的相关设备提供放置、代理维护、系统配置及管理服务等，以及提供数据库系统或服务器等设备出租及其存储空间出租、通信线路和出口带宽的代理租用和其它应用服务
第二类增值电信业务	存储转发类业务	语音信箱、X400 电子邮件业务、传真存储转发业务
	呼叫中心业务	利用与公用电话网或因特网连接的呼叫中心系统和数据库技术，经过信息采集、加工、存储等建立信息库，通过固定网、移动网或因特网等公众通信网络向用户提供有关该企事业单位的业务咨询、信息咨询和数据查询等服务
	因特网接入服务业务	利用接入服务器和相应的软硬件资源建立业务节点，并利用公用电信基础设施将业务节点与因特网骨干网相连接，为各类用户提供接入因特网的服务
	信息服务业务	包括内容服务、娱乐/游戏、商业信息和定位信息等服务

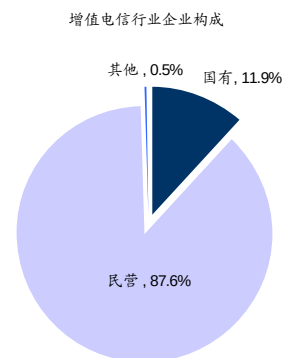
资料来源：工信部，国信证券经济研究所

增值电信行业处于三网融合交汇点，产业格局正处深刻变革阶段，优势企业存在改变或塑造细分行业的可能性。目前我国电信行业正在从以电路交换为主的网络向以 IP 交换为主的下一代网络（NGN、3G）过渡，三网融合是长期趋势，跨网络、跨平台、跨终端的融合业务将成主流。随着技术和网络的互联互通、割裂市场的互相进入，优势企业有望扩大市场空间、新增客户群体、复制产品模式，进而重塑行业格局。移动搜索、位置服务、手机邮箱等新业务就是这一融合趋势下的产物。

监管政策是影响增值电信发展前景和竞争格局的重要因素。增值电信业务需要主管部门批准，获得《增值电信业务经营许可证》。1993 年国务院发布 55 号文件，开放无线寻呼等 9 项业务，这是我国增值电信业务发展的开端。2000 年，我国又开放了电子邮件、语音信箱、互联网接入服务等 9 种增值电信业务，目前开放种类已超 30 种。例如，二六三所经营的多方通话在业务开展区域上需要获得行业监管部门的经营许可，而 VOIP 等新兴语音增值业务也主要受制于监管政策的松紧。

图 8：移动增值服务和互联网信息服务是行业主流应用


资料来源：国信证券经济研究所

图 9：行业内民营企业居多，竞争较为充分


资料来源：国信证券经济研究所

由于增值电信行业技术变革速度极快，企业能否获得领先优势主要取决于新技术和新模式的开发应用。国内增值电信企业超过 22000 家，其中跨地区企业约 1600 多家，以民营企业为主。目前，行业主要细分为通信服务业务（如增值语音、企业邮箱）、信息服务业务（例如彩信）、应用服务（例如电子商务），其中二六三所处的通信服务细分行业监管门槛较高，参与企业较少，行业前景向好。

增值语音模式成熟，虚拟运营前景广阔

随着技术进步及竞争加剧，长途转售等传统语音业务增长趋缓，多方通话等增值语音业务成为增长主力。移动通信的普及使得固话及固话长途 IP 业务话务量和话务收入持续减少。同时，因行业管制放松、竞争加剧，电信资费水平持续下降，2003-2007 年间电信资费水平共下降 53%，IP 长途转售业务因而受到挤压。与此同时，多方通话等增值业务因牌照稀缺、应用广泛，仍有较大发展和升级的空间。

表9：目前国内只有10家企业获准开展多方通话业务，实际运营的为4家

获得商用试验许可的企业	获批号码及业务开展状况
中企网络通信技术有限公司	95053，未开展实质性业务
中信网络有限公司	95058，由全资子公司北京驿烽方舟网络科技有限公司使用，已开展通过软终端呼叫电话的多方通话业务，0.3 元/分钟·方，充值卡预付费
二六三	95050，已在北京、广州、深圳、武汉、济南等 14 地开展 95050 多方通话业务，计划进一步扩展地域；按发起方主叫计费，功能费 10 元/月，通话费按 IP 长途和市话费率
北京鸿联九五信息产业有限公司	95052，已在北京开展电话会议业务，预付费，会议费 0.5 元/分钟·方，通话费另计
首创网络有限公司	未开展，该公司已注销
深圳市润讯网络通信服务有限公司	95056，已在北京、广州、深圳开通预付费卡多方电话会议业务和电话彩 Q（聊天）业务，费用构成为预定费+会议费+通信费
北京国安创想通信技术有限公司	95057，已开展预约式企业电话会议业务
万向通信有限公司	95055，已开展预约式企业电话会议业务
北京森泰克数据通信技术有限公司	95063，未开展，主业为 GPS 导航
北京亿阳增值业务通信股份有限公司	95061，未开展实质性业务

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

在互联网和移动网对固话语音业务的冲击之下，增值语音服务提供商均在努力寻找新的增长模式，“虚拟运营商”是二六三等增值电信服务商下一步的转型方向。随着电信尤其是 IP 技术的发展，电信服务与承载业务的基础网络逐渐分离成为可能，新兴通信服务商可以利用互联网开展网络电话等基础电信业务，拥有合法的电信业务资质，这类电信服务商通常被称为虚拟运营商。

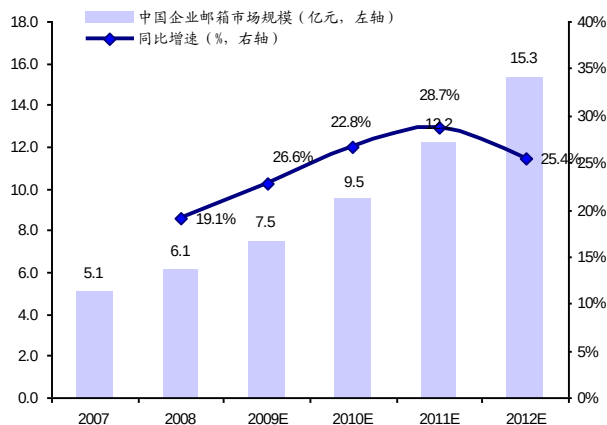
虚拟运营商同传统运营商在业务定位上存在差异，双方为互补互利关系。虚拟运营商更加专注于向细分市场——如中小企业或商务人士群体提供个性化、差异化的基础或增值电信服务，基础运营商则专注于建设网络设施，提供宽带和 3G 等普遍性业务。目前，国内开展虚拟运营电信业务仍旧存在一定障碍，主要因管制政策尚未明确开放。但是，网络电话等业务在北美、欧洲、日本等地区的蓬勃发展表明，技术进步最终将促成行业管制放松，提前布局的企业有望赢得先发优势。公司投资参股的 iTalk 公司业务发展迅速，已提前布局，成为语音通信板块内对 96446 业务的有力承继。

企业邮箱持续增长，专业厂商品质制胜

中小企业是付费邮箱的主要需求对象，企业信息化水平提升将促进企业邮箱市场需求稳步增长。目前我国企业数量约为 4000-5000 万，拥有企业邮箱的约 200 万，渗透率不足 5%（发达国家约 60%）。2008 年企业邮箱市场规模为 6.1 亿元，预计 2012 年将达到 15.3 亿元，复合增长率为 26.9%，发展潜力依然可观。

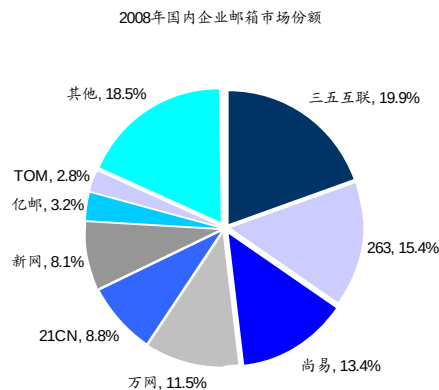
近年来，随着移动互联网、即时通讯的兴起，电子邮件服务逐步与上述功能逐步走向融合，门户网、运营商等市场主体因而纷纷介入企业邮箱市场，表明了各类竞争主体对市场增长前景的一致认同。中国移动等运营商因具备移动网优势，已将企业邮箱作为重点推广的数据业务。因完善旗下产品布局的需要，门户网亦纷纷进入企业邮箱市场：2010 年 3 月，网易宣布推出企业邮箱产品；5 月，腾讯开始进行企业邮箱产品的小范围内测。但二六三、35 互联等专业厂商仍占据主导地位，09 年二六三企业邮箱业务收入规模更是超越 35 互联，成为业内第一品牌。

图 10: 未来三年企业邮箱市场增速在 20%以上



资料来源: 国信证券经济研究所

图 11: 目前企业邮箱市场以专业收费邮箱厂商为主



资料来源: 国信证券经济研究所

综合性、专属性、移动性是企业邮箱的发展趋势，专业厂商在技术和市场上更为聚焦，能够凭借差异化策略维持稳定的市场份额，保持良好成长性。专业邮件厂商已经把重点转移到 Pushmail 手机邮件，捆绑即时通讯上来。而针对企业的邮件备份，归档，数据的平稳迁移也成为各家厂商争夺企业邮箱市场的焦点所在。

表 10: 收费邮箱厂商具备专业化、稳定性优势，二六三技术领先

	功能	二六三	35 互联	网易	尚易	21CN	新浪
基础功能	企业自主域名	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	海外邮件转发	✓	✓	×	✓	✓	✓
	Pushmail	✓	×	×	×	✓	×
	超大附件	✓	×	×	×	×	×
	归档文件夹	✓	✓	×	×	×	×
	备份文件夹	✓	×	×	×	×	×
	不明邮件提醒	✓	×	×	×	×	×
	网络文件柜	✓	✓	✓	✓	✓	✓
管理功能	反垃圾/防病毒	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	企业通讯录管理	✓	✓	✓	×	×	×
	管理员分级管理	✓	✓	×	×	×	×
	外域邮件收发控制	✓	×	×	×	×	×
	域级黑白名单设置	✓	×	×	×	×	×
	欢迎信设置	✓	×	×	×	×	×
	系统日志查询	✓	✓	✓	×	✓	✓
	业务邮件跟踪	✓	✓	✓	×	✓	×
增值产品	邮件列表管理	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	企业邮件搬家	✓	×	×	×	×	×
	即时通讯工具	✓	✓	×	×	×	×
	企业通讯录客户端插件	✓	×	×	×	×	×
	传真邮件	✓	×	×	✓	×	✓

资料来源: 国信证券经济研究所

公司增长驱动：企业通信平台、增值语音、iTalk

公司未来将主要通过发展跨网络、跨平台、跨终端的融合通信业务，促成传统业务的升级转型，实现业绩的持续增长。对于 96646IP 长途转售，资费下降及移动替代使该业务增长有限，公司将不继续进行投入，而是促成用户向 95050 多方通话转移。对于企业邮箱，公司将致力于搭建有效的企业通信平台，丰富产品性能，增强用户黏性。对于增值语音产品，公司将加大 95050 市场营销，推广虚拟呼叫中心产品，并借道 iTalk 开拓海外网络电话业务。

丰富企业邮箱应用，力推 263EM 通信平台

公司是第一家向用户提供服务品质承诺的专业电子邮件服务商，已建立起完善的营销渠道、系统平台和市场品牌，在服务的稳定性和安全性等方面处于领先地位。公司目前企业邮箱用户近 8.88 万家（其中自有品牌企业用户约 2.52 万家，运营外包的企业用户约 6.36 万家），运营管理的企业邮箱数量约 99.01 万个（其中自有品牌的企业邮箱数量约 72.92 万个，运营外包的企业邮箱数量约 26.09 万个）。

表11：公司邮箱产品在安全性、稳定性、融合功能上具备优势

类别	主要特点	说明
功能	企业 EM 统一通信平台	企业邮箱与即时通信等服务融合，有效解决企业管理和实现企业内部通信的需求
	传真邮件功能	每个邮箱免费配备一个虚拟传真接收机，可随时随地用邮箱收取传真，加强传真的保密和安全性
	超大附件功能	可发送 500-1000MB 的大型文件，无论接收方邮箱大小均可接收，支持上传和下载的断点续传。
	智能多语言支持	支持简体中文，繁体中文，英文，日文，韩文五种语言，并可以扩充其他语言的版本。
	多用户名功能	邮箱可设置三个用户名，除申请用户名外还可自定义“昵称用户名”、“手机用户名”
	手机邮件功能	邮件到达时通过手机短信获得及时通知，并可以通过手机读取邮件内容
性能	专属邮局	企业用户和个人用户均可使用自有域名构建专属邮局
	速度保障	2GB 邮件专用带宽，保障稳定高速运行，网通和电信独立带宽出口，采用智能路由分流技术
	海外互通保障	架设多台海外邮件转发服务器，是国际认可运营商级邮件服务商，拥有 IP 地址解冻绿色通道
安全	系统稳定保障	邮件专用电信级 IDC 机房，保证网络联速率、系统可用率和空调电力的可靠
	防病毒服务	先进防病毒引擎，24 小时病毒样本实时更新、病毒平均查杀率达到 99.9%
	反垃圾邮件服务	采用 TAP 网关、贝叶斯算法，三重过滤、五重净化，垃圾邮件过滤率>96%、误判率几乎为“零”
	系统安全保障	千兆防火墙；监控系统定期安全扫描；系统数据独立备份及异地灾难数据备份；系统采用多种安全认证手段和 SSL 加密技术，具有很强的抗击能力与对恶意邮件免疫能力。

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

公司正以 263EM 企业通信平台为切入点，通过提升邮箱业务的渗透率和附加值，为企业提供通信平台的整体解决方案。未来邮箱业务增长将主要来自于：（1）促进使用免费电子邮件和自建电子邮箱的企业转入专业电邮平台；（2）介入自建电子邮箱的企业用户市场，为其提供反垃圾邮件的专项外包服务；（3）以邮件服务为依托，集成即时通讯、财务管理、人力资源管理、客户关系管理、内部公文管理等个性化定制服务，进入以邮箱服务为基本功能的多功能的 SaaS 应用领域。

263EM 是公司自主研发的企业统一通信产品，它通过实现企业通信的统一认证、统一管理服务，同时覆盖电脑和手机两种客户端，使得企业即时通讯变得可控、有序、安全。它提供了清晰的企业部门组织结构，与企业邮箱的通讯录同步更新，提供了企业第三方软件应用的扩展，实现与 SaaS 在线服务应用、企业网站、企业论坛等的互联互通，提供企业文件柜、电话会议等企业通讯工具应用，籍此提高企业通信效率。

表12: 公司企业邮箱产品稳定快速增长, 外包企业用户数增长迅速

项目	2007.12.31	2008.12.31	2009.12.31
个人用户邮箱数(个)	149,993	156,947	152,702
个人用户单个邮箱月 ARPU (元)	4.85	5.31	5.29
“企业 G 邮局”用户数(家)	13,348	19,297	25,227
“企业 G 邮局”邮箱总数(个)	309,280	502,524	729,167
“企业 G 邮局”单个邮箱月 ARPU (元)	6.55	6.78	6.1
运营外包合作模式企业用户数(家)		53,173	63,636
运营外包合作模式企业用户邮箱总数(个)		213,751	260,909

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所

公司已在此领域投入大量资源, 上市后有望加快业务的推进速度。09 年公司推出了融合企业邮箱、即时通讯、电话会议、第三企业软件应用等服务的 263EM 统一通信平台, 现已初步推出融合 3G 与互联网的手机 push mail 业务。

深耕多方通话业务, 推出虚拟呼叫中心

国内多方通话业务目前属于试验开放的增值电信业务, 除基础电信运营商外, 只有包括二六三在内的十家企业于 2003 年 10 月获得原信息产业部的业务许可。截至目前, 只有二六三、鸿联九五、润讯网络及国安创想实际开展业务, 具有较高的准入门槛, 公司具备先发优势。

受益于中小企业信息化需求增长, 95050 多方通话业务与未来增长空间依旧可观。我国现有近 4000 万家中小企业, 假定 1%的企业每周使用四方(多方一般为三至五方, 取中位数四方)通话的平均时间为 25 分钟, 每分钟话费 0.9 元, 单家企业 ARPU 值为 90 元, 全年贡献 1080 元, 则市场空间约 4.3 亿元。相对于差旅费、市内交通费、场地租用费, 对中小企业而言这一成本价格足够低廉, 且能够快速、便利地即时发起, 具备较强的市场竞争力。

表13: 多方通话业务因其便利性和资费低等优点, 仍有较大市场空间

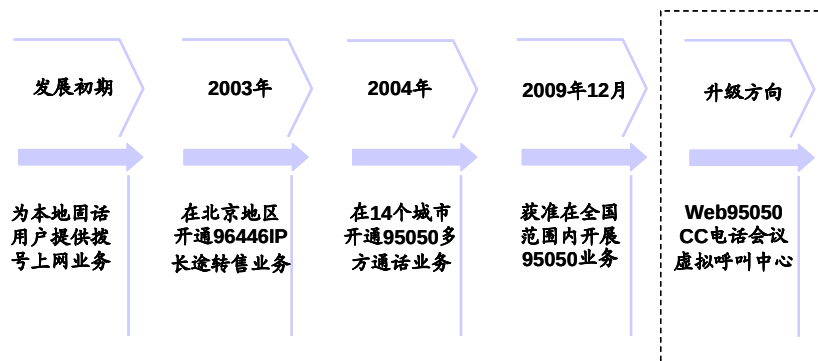
	预约式电话会议产品	95050 多方通话产品
使用便捷性	固定电话会议产品往往为预约呼入式, 不但要受到时间地点局限, 需要会议多方提前预约好固定时间, 固定场所; 还需要企业提前办理申请手续, 预付部分功能费之后才能开通	可随时随地发起, 迎合了目前商务电话沟通中存在的大量潜在偶发多方通话需求。发起方无需事先申请开通, 无需购置额外设备, 直接使用固定电话拨打业务接入号码“950509”, 听到提示音后拨打被叫方的号码, 并可在通话过程中随时按“*”号键+被叫方的号码添加新的被叫方, 实现多方通话。业务的被叫方可以是本地固定电话或移动电话, 也可以是国内异地固定电话或移动电话
资费水平	呼入式电话会议成本普遍比较高, 除了要购买专用的设备、缴纳数百元的接入费之外, 每方每分钟的通话单价也高于一般固定电话的通话费	呼入平台时按市话标准收取每分钟 0.11 元; 通过平台外呼时, 原则上每方通话无论长途还是市话均按标准 IP 资费计, 多方通话按照多个成功通话累加计算
对潜在市场的开发	较少挖掘存在于广大电话用户之中的、潜在的即时性多方通话需求	采取直销模式, 以自有品牌面向业务开通城市目标用户进行推广

资料来源: 国信证券经济研究所

上市后, 95050 多方通话业务将实施全国性扩张, 具备快速增长潜力。09 年 12 月公司获得工信部《关于同意二六三网络通信股份有限公司扩大国内多方通信服务业务商用试验区域范围的批复》, 未来公司将不再局限于原牌照所限 34 个城市, 能够在全国范围内开展 95050 业务, 在更多地区复制既有业务模式和营销经验是 95050 业务后续扩展的主线。

公司正通过升级原技术、开发新功能、延伸产品线以提升增值语音业务的附加值和用户黏性。09 年公司已初步推出主叫绑定式 Web 自助电话会议服务（推广名称：web95050）、账户充值式 Web 自助电话会议服务（推广名称：CC 电话会议）两种新的业务模式。用户不仅可以使⽤固定电话，还可以通过网页管理和发起主叫会议；而在缴费方式上，用户既可以选择绑定固定电话，也可以通过网上账户充值的方式缴费。本次部分募集资金还将投向虚拟呼叫中心业务，未来“虚拟呼叫中心”将同“95050 多方通话”有效互补，形成“呼入”（虚拟呼叫中心）和“呼出”（多方通话）相结合的完善产品线。

图 12：公司语音增值业务不断推陈出新，竞争力得以维持



资料来源：国信证券经济研究所

收购 iTalk 试水 VOIP，主攻海外华人市场

公司通过参股 iTalk 进入海外网络电话市场，有望借此开启新的业绩增长点。iTalk 是北美华裔市场第一大网络电话服务商，开展美国、加拿大、新加坡和澳大利亚四地的包月网络电话业务，至 09 年底拥有装机用户 11.5 万，实现收入 2471.4 万美元，净利润 57.7 万美元，开始进入盈利阶段。二六三在 2008 年出资 750 万美元获得 iTalk 33.3% 股权，进入北美华裔市场以积累网络电话运营经验。

iTalk 聚焦于海外华人这一细分市场，在客户定位、资费水平及客服运维上均具备独特优势。目前，美加新澳四地华人超过 1000 万人，公司产品渗透率仍有较大提升空间。公司采用 24.99 美元/月的不限时包月资费策略，价格相对其他运营商更具竞争力。同时，公司在中国和新加坡已建立客服和运维平台，本土化服务更加充分。考虑到网络电话企业规模效应显著，公司现阶段对 iTalk 以增加装机用户数为发展取向，持续投入不菲的营销推广费用，故对当期利润有所削弱，后续不排除提价的可能性。未来公司还将在 iTalk 基础上开展 IPTV 等业务，拓展增长空间。

表14：iTalk在市场定位、资费水平及运营成本上均具优势

iTalk 产品	主要优势
市场定位	北美地区约 900 万华人和其他亚裔人群，上述四地华人超过 1000 万人，超过约 300 万户华人家庭
运营模式	iTalk 通过与本地运营商合作获得码号资源、来电转接以及落话呼出服务，基于 VoIP 技术构建语音通信平台，免费提供 IP 转接盒，向网络电话用户提供基于宽带互联网的固定电话包月服务
资费优势	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。北美地区其他大型运营商，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免费等
成本优势	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

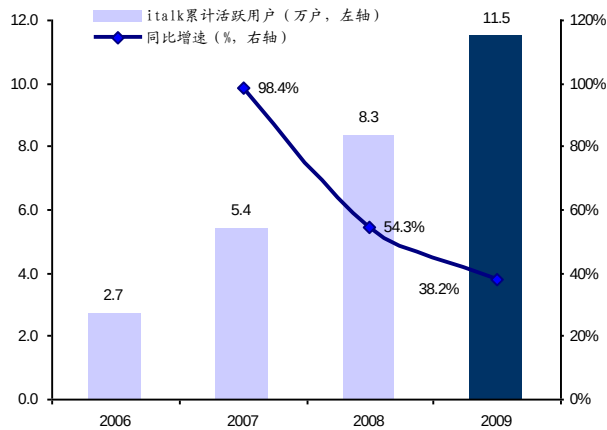
资料来源：国信证券经济研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

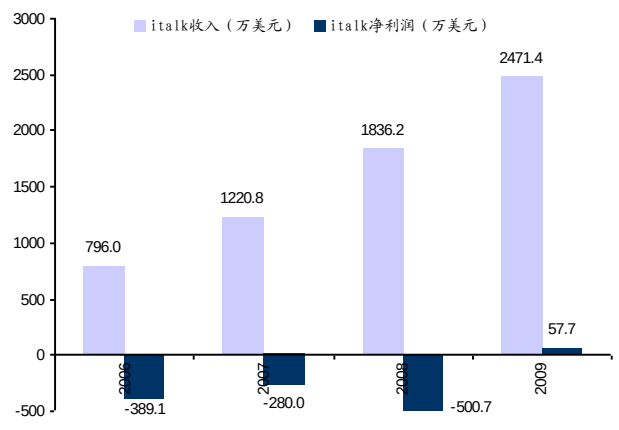
根据收购协议，公司拥有增持 iTalk 股份至 50%以及 100%的认股权。在 2011 年 12 月 31 日之前，公司享有以 750 万美元增持持股 iTalk 股权至 50%的权利。若公司行使了该增持权，将在行权后三年内享有按双方协商行权价增持 iTalk 股份至 100%的认股权。随着公司上市后资本实力增强，公司有望增持 iTalk 股权，加大对其业务的推进力度，以培育新的业绩增长点。

图 13: iTalk 活跃用户数近年来快速增长



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

图 14: 2009 年 iTalk 已实现扭亏为盈



资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

募集资金投向：夯实主营业务，延伸产品线

公司此次拟发行 3000 万股，募集资金拟投向四个项目。项目主要围绕原有主业展开，是对原有产品线的延伸和强化，重点在于扩大电子邮件及多方通话业务规模。同时，公司还计划投入 3500 万元开展虚拟呼叫中心业务。预计项目盈利将在未来五年逐步体现，开始两年贡献相对较低。

表 15: 公司募集资金项目主要为电子邮件、虚拟呼叫中心等

项目名称	第一年投资额 (万元)	第二年投资额 (万元)	项目投资总额 (万元)	预计未来 5 年利润 (万元)
电子邮件业务拓展项目	5585	6616	12200	19553
虚拟呼叫中心业务建设项目	1860	1640	3500	4069
95050 多方通话业务拓展项目	2500	500	3000	3564
数据中心建设项目	7000	0	7000	-4129

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

电子邮件业务拓展

该项目继续专注于企业邮箱市场，旨在巩固原有优势。实施要点为：（1）系统功能升级。升级现有系统，以支持更多用户数量、更完善的功能、更丰富的增值功能。（2）邮件平台扩容。建立分布式中心，对现有系统进行扩容，并加强海外中转服务器的部署。（3）建立营销服务体系。新拟建立的营销服务体系以北京、上海、广州三个一级营销中心和武汉、重庆、南京、济南、成都等七个二级邮件营销中心，在全国范围进行销售和支持。（4）市场品牌推广。达产后专业电子邮件最大支撑能力将提高 300 万个收费邮箱，并为未来扩充单邮箱容量和增加功能预留空间。

虚拟呼叫中心建设

目前，中小企业不论是自建呼叫中心或采取服务外包形式，投资额度均难以承受，市场对低价呼叫中心的需求较大。虚拟呼叫中心是解决方案之一，它无需企业投资建设呼叫中心系统，也无需租用第三方昂贵的座席和服务，只要指定企业内部的固定座席或某些工作人员的移动电话、固定电话作为虚拟座席和远程虚拟座席，由虚拟呼叫中心平台系统负责用户呼叫的自动排队分配和转接，同样可以获得呼叫中心的全部功能，并且还能支持灵活的定制的增值功能。

市场现有呼叫中心业务主要由基础运营商提供，分 800 和 400 两类，公司拟开展的 95040 虚拟呼叫中心与之相比无需固定投入、资费便宜、使用便捷。现有 800 及 400 呼叫中心业务在投入和资费上并非一般企业所能承受，虚拟呼叫中心对于中小企业具有极大吸引力，竞争优势非常明显。随着中小企业对该类业务的需求增长，公司将因先发优势获取有利地位。

表16：虚拟呼叫中心在资费上相较传统呼叫中心更具优势

呼叫中心类型	特点	资费细则
800 呼叫中心	被叫付费，主叫方话费全部由被叫方企业承担	如呼叫为本地市话，费率为 0.15 元/分钟；如呼叫为长途电话，费率为 0.70 元/分钟
400 呼叫中心	主被叫分摊付费，主叫方只支付本地市话费，被叫方企业根据呼叫的来话类型支付通话费用	如果呼叫来自本地固话，被叫方只需支付市话费 0.1 元/分钟；如果呼叫来自于长途固话，被叫方按 0.6 元/分钟支付长途话费；如果呼叫来自于手机，被叫方按 0.6 元/分钟支付
95040 虚拟呼叫中心	（1）资费便宜；（2）开通周期短，规模设定灵活。一般可在数日内开通，座席数量可从几个到几十个随意设定；（3）企业无需投入维护成本及配备专业技术人员；（4）企业具有统一接入号，不随地理位置变化而改变；（5）企业自由指定虚拟座席指向：固定座席或移动电话；（6）具备客户排队等待、路由选择等基本功能；（7）可以支持 CTI 平台上的增值扩展功能	长途通话费一律按国内 IP 长途电话资费 0.3 元/分钟结算；所产生的本地通话费按市话费标准结算；对外呼长途电话话费量，可以与本地运营商进行收入分成

资料来源：国信证券经济研究所

95050 多方通话业务拓展项目

公司将在南京、长沙、天津、沈阳、重庆五地各新建 960 线的中继平台，即 32 套 E1。根据本公司运营经验每增加 1 套 E1，将能增加服务 1600 个月度活跃用户。项目实施后，五个城市每地将能最大支撑 5.12 万个月度活跃用户。

数据中心建设项目

可分为机房大楼土建、机房环境建设、数据中心网络建设三大部分。包括新建 4000 平米的数据中心机房大楼、机房装修、动力配电系统、机房空调与新风系统、消防监控与气体灭火系统、防雷与接地系统、机房综合布线、安防统一监控系统、设备机柜以及网络系统。

盈利预测

预计 10、11、12 年 EPS0.63 元、0.83 元、0.97 元

预计二六三 2010、2011 和 2012 年分别实现主营业务收入 3.14、3.43、和 3.82 亿元，同比分别增长 3.4%、9.4%、11.2%。净利润分别为 0.76、1.00、1.17 亿元，同比分别增长 7.7%、32.2%、16.7%，对应 EPS 分别为 0.63、0.83 和 0.97 元。

关键假设（收入、毛利率、费用率、所得税率）

（1）未来三年收入增速将逐步提升。公司业务转型已经完成，95050 多方通话和企业邮箱等业务将保持快速增长，从而抵消 IP 长途转售及其他业务的下滑，驱动整体业绩稳步向上。预计未来三年收入增速达 3.4%、9.4%、11.2%。

（2）因业务结构优化，整体毛利率小幅提升。因资费与成本能同步下调，公司语音通话及语音增值业务毛利率下降压力较小，预计将保持平稳。企业邮箱业务因竞争优势明显，预计毛利率亦能保持平稳。随着高毛利率业务占比提升，公司 2010 - 2012 年综合毛利率小幅上升，分别为 53.1%、55.0%、56.2%。

（3）费用率逐步下降。公司 2010 年将扩大投入，开拓市场，当年销售和管理费用率预计将有一定上升，随后将逐步下降，同时融资后财务费用率有所下降。2010 - 2012 年费用率分别为 26.4%、24.8%、23.8%。

（4）公司目前所得税率为 15%，2010 年开始 iTalk 投资收益不计算所得税，简单计算的所得税率为 13.9%。

2010-2012 年分项收入及损益表预测

表 17：2010-2012 年二六三分项收入预测明细

	2009	2010E	2011E	2012E	10VS09	11VS10	12VS11
语音增值							
销售收入	71.3	90.5	112.3	131.4	27.0%	24.0%	17.0%
毛利率（%）	54.4%	54.4%	54.0%	53.5%	0.0%	-0.4%	-0.5%
语音通信							
销售收入（百万）	114.6	100.9	88.8	78.1	-12.0%	-12.0%	-12.0%
毛利率（%）	41.1%	41.0%	41.0%	40.5%	-0.1%	0.0%	-0.5%
数据通信							
销售收入（百万）	76.8	90.6	117.8	154.3	18.0%	30.0%	31.0%
毛利率（%）	69.1%	69.0%	69.0%	68.0%	-0.1%	0.0%	-1.0%
其他服务							
销售收入（百万）	40.9	31.9	24.6	18.2	-22.0%	-23.0%	-26.0%
毛利率（%）	42.6%	43.0%	43.0%	42.0%	0.4%	0.0%	-1.0%
合计							
销售收入（百万）	303.6	313.9	343.4	381.9	3.4%	9.4%	11.2%
毛利率（%）	51.5%	53.1%	55.0%	56.2%	1.7%	1.8%	1.2%

资料来源：国信证券经济研究所

表 18: 2010-2012 年二六三损益表预测

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E	10VS09	11VS10	12VS11
主营业务收入	303.6	313.9	343.4	381.9	3.4%	9.4%	11.2%
主营业务成本	147.3	147.1	154.5	167.5	-0.1%	5.1%	8.4%
毛利率 (%)	51.5%	53.1%	55.0%	56.2%	1.7%	1.8%	1.2%
营业税金及附加	7.3	7.5	8.2	9.1	3.5%	9.4%	11.2%
费用率 (%)	25.3%	26.4%	24.8%	23.8%	1.1%	-1.6%	-1.0%
销售费用	32.4	35.2	36.7	39.0	8.6%	4.5%	6.0%
销售费用率 (%)	10.7%	11.2%	10.7%	10.2%	0.5%	-0.5%	-0.5%
管理费用	45.1	49.3	50.8	54.6	9.3%	3.1%	7.5%
管理费用率 (%)	14.9%	15.7%	14.8%	14.3%	0.8%	-0.9%	-0.5%
财务费用	-0.6	-1.5	-2.5	-2.7	145.1%	61.6%	7.8%
财务费用率 (%)	-0.2%	-0.5%	-0.7%	-0.7%	-0.3%	-0.2%	0.0%
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	-100.0%	NA	NA
投资净收益	9.5	11.4	20.5	21.0	19.8%	80.1%	2.7%
营业外收支	0.0	0.0	0.0	0.0	-100.0%	NA	NA
非经常性损益	9.5	11.4	20.5	21.0	19.9%	80.1%	2.7%
利润总额	81.4	87.7	116.0	135.4	7.7%	32.2%	16.7%
税前利润率 (%)	26.8%	27.9%	33.8%	35.4%	1.1%	5.8%	1.7%
所得税	11.3	12.2	16.1	18.8	7.9%	32.2%	16.7%
有效税率 (%)	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	70.1	75.8	100.2	116.9	7.7%	32.2%	16.7%
归属于母公司净利润	70.3	75.8	100.2	116.9	7.7%	32.2%	16.7%
少数股东损益	-0.2	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA
净利润率 (%)	23.2%	24.1%	29.2%	30.6%	1.0%	5.0%	1.4%
每股收益 (元)	0.59	0.63	0.83	0.97	7.7%	32.2%	16.7%

资料来源: 国信证券经济研究所

投资风险

(1) 同类产品竞争风险。在增值语音服务领域, 运营商的多方通话业务可能同公司 95050 多方通话产品构成一定竞争。

(2) 新进入者风险。目前门户网站及基础运营商均在加大力度进入企业邮箱市场, 可能导致市场竞争加剧, 削弱专业厂商的既有优势。

(3) 新业务拓展风险。公司未来将开拓虚拟呼叫中心、263EM 等新产品, 产品的市场推广、盈利模式尚待探索, 可能给业绩增长带来不确定性。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	171	687	699	795	营业收入	304	314	343	382
应收款项	42	47	52	57	营业成本	161	165	184	206
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	7	8	8	9
其他流动资产	7	7	8	9	销售费用	32	35	37	39
流动资产合计	220	742	759	861	管理费用	45	49	51	55
固定资产	40	209	276	267	财务费用	(1)	(2)	(2)	(3)
无形资产及其他	3	3	3	3	投资收益	10	11	20	21
投资性房地产	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(0)	0	0	0
长期股权投资	69	69	69	69	其他收入	14	18	30	38
资产总计	334	1025	1108	1201	营业利润	81	88	116	135
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	8	10	11	11	利润总额	81	88	116	135
其他流动负债	59	58	61	65	所得税费用	11	12	16	19
流动负债合计	68	68	71	77	少数股东损益	(0)	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	70	76	100	117
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0					
负债合计	68	68	71	77					
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)					
股东权益	266	957	1037	1125					
负债和股东权益总计	334	1025	1108	1201					

现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	70	76	100	117
资产减值准备	1	(1)	0	0
折旧摊销	7	10	22	29
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	(1)	(2)	(2)	(3)
营运资本变动	12	(6)	(2)	(1)
其它	(1)	1	(0)	(0)
经营活动现金流	89	80	120	145
资本开支	(7)	(179)	(88)	(20)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(8)	(179)	(88)	(20)
权益性融资	0	630	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(68)	(15)	(20)	(29)
其它融资现金流	63	0	0	0
融资活动现金流	(72)	615	(20)	(29)
现金净变动	9	516	12	96
货币资金的期初余额	161	171	687	699
货币资金的期末余额	171	687	699	795
企业自由现金流	81	(110)	12	104
权益自由现金流	144	(109)	14	107

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.59	0.63	0.83	0.97
每股红利	0.56	0.13	0.17	0.24
每股净资产	2.22	7.97	8.64	9.37
ROIC	25%	19%	16%	17%
ROE	26%	8%	10%	10%
毛利率	51%	53%	55%	56%
EBIT Margin	23%	24%	27%	29%
EBITDA Margin	26%	27%	33%	37%
收入增长	1%	3%	9%	11%
净利润增长率	0%	8%	32%	17%
资产负债率	20%	7%	6%	6%
息率	NA	NA	NA	NA
P/E	NA	NA	NA	NA
P/B	NA	NA	NA	NA
EV/EBITDA	NA	NA	NA	NA

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		新兴产业	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339
高 宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337
张 旭	010-66026340	阳 瑾	0755-82133538	刘 洋	
蔺晚熠	021-60933146	周 琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑 云	021-60875163				
毛 甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	