

二六三 (002467)

原联通部门副总加盟二六三如虎添翼

--二六三任命新的副总裁点评

	宋嘉吉 (分析师)	周明 (研究助理)
	021-38674943	0755-23976212
	songjiagi@gtjas.com	zhouming@gtjas.com
证书编号	S0880514020001	S0880113080001

本报告导读:

我们认为原联通部门副总加盟二六三有助于二六三加强和联通的移动转售合作关系和推出更多的企业和个人的定制化业务,上调目标价至 23.1 元,维持“增持”评级

投资要点:

上调目标价至 23.1 元,维持“增持”评级: 二六三 11 月 26 日晚上公告,公司第四届董事会第二十五次会议于 11 月 26 日召开,同意聘任梁京先生担任公司副总裁。梁京先生,1965 年生,有 28 年丰富的电信行业工作经验,加入二六三之前任中国联通国际业务部副总经理。本次任命超出市场预期,我们认为原联通部门副总加盟二六三将有助于二六三加强和联通的移动转售合作关系,维持 2014-2016 年 EPS 分别为 0.32/0.42/0.58 元,给予 2015 年 55 倍估值,目标价上调至 23.1 元,维持“增持”评级。

原联通部门副总加盟有望强化二六三和联通的合作: 市场有些人认为国内的虚拟运营市场将很难有起色,因为之前已经拿到移动转售牌照的虚拟运营商没有找到有效的商业模式,但我们重申二六三的面粉变面包模式将有望非常成功,原联通部门副总的加盟将加速面粉变面包的过程。理由:如果把基础电信运营商比作垄断面粉经营的馒头公司,那么很多虚拟运营商只是赚取馒头的批发和零售的差价,只有二六三向运营商批发来面粉,自己加工成各种口味的面包和蛋糕以适配不同群体的差异化需求。

满足差异化需求是二六三的强项: 二六三耕耘差异化电信增值服务 10 多年,有着其他虚拟运营商无法比拟的市场经验和技術,二六三有望帮助大企业降低通信费用和实现通信 IT 深度集成,向特定消费人群提供定制化套餐,满足消费者的低价和个性化需求。

催化剂: 大企业客户订单公告;面向消费人群的套餐公告。

核心风险: 大企业迟迟无法接受外包模式;免费软件体验超过 263 的套餐

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	382	716	722	830	1,037
(+/-)%	28.9%	87.3%	0.8%	15.0%	25.0%
经营利润 (EBIT)	210	442	476	581	768
(+/-)%	21.2%	110.7%	7.8%	22.0%	32.1%
净利润	266	138	154	201	280
(+/-)%	272.7%	-47.9%	11.3%	30.8%	39.2%
每股净收益 (元)	0.55	0.29	0.32	0.42	0.58
每股股利 (元)	0.21	0.25	0.14	0.18	0.25

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	11.4%	17.2%	21.5%	24.0%	28.0%
净资产收益率 (%)	20.6%	10.1%	10.6%	12.8%	16.2%
投入资本回报率 (%)	3.9%	9.4%	11.0%	13.9%	20.5%
EV/EBITDA	45.8	21.0	33.4	26.1	18.1
市盈率	10.3	19.9	35.9	27.4	19.7
股息率 (%)	1.8%	2.2%	1.2%	1.6%	2.2%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **23.10**

上次预测: 18.90

当前价格: 16.04

2014.11.27

交易数据

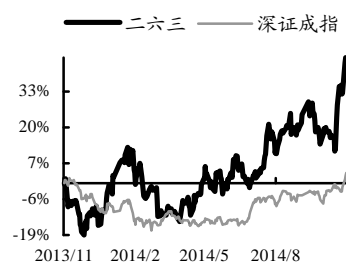
52 周内股价区间 (元)	10.62-25.90
总市值 (百万元)	7,739
总股本/流通 A 股 (百万股)	482/393
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	81%
日均成交量 (百万股)	16.95
日均成交值 (百万元)	239.63

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,361
每股净资产	2.82
市净率	5.7
净负债率	-38.74%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.08	0.07
Q2	0.05	0.07
Q3	0.09	0.10
Q4	0.07	0.08
全年	0.29	0.32

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	26%	30%	44%
相对指数	15%	18%	40%

相关报告

《移动转售牌照让二六三走上快车道》
2014.11.20

《有望受益于在线教育和企业视频培训营销》
2014.11.15

《静待差异化通信新模式落地》 2014.10.29

《差异化通信服务将成为新的业绩增长点》
2014.08.28

《二六三将领跑国内差异化通信市场》

模型更新时间: 2014.11.27

股票研究

信息技术
电信运营

二六三 (002467)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 23.10

上次预测: 18.90

当前价格: 16.04

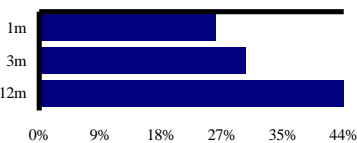
公司网址

www.net263.com

公司简介

公司是一家国内领先的主要面向中小企业和商务人士的综合通信服务提供商,专注于增值电信行业中的通信服务业务,致力于为用户提供功能丰富、成本低廉的商务级通信交流服务。公司的通信业务涵盖语音通信、语音增值和数据通信三大领域均处于领先地位,成为通信服务领域内多项新业务的开拓者。

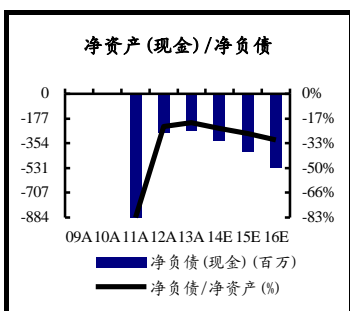
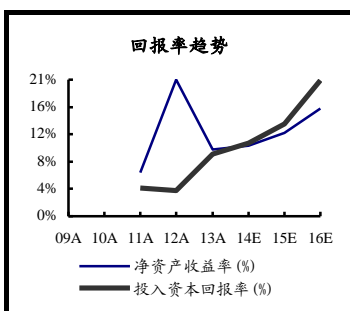
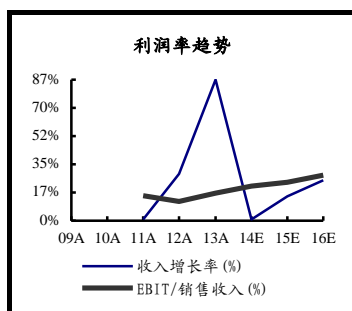
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 10.62-25.90
市值 (百万) 7,739

财务预测 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表								
营业收入			296.6	382.2	716.0	721.6	829.8	1,037.3
营业成本			172.6	274.2	245.3	248.9	269.7	1,037.3
税金及附加			7.9	9.4	17.6	17.7	20.4	25.5
营业费用			50.1	51.9	118.1	119.1	149.4	186.7
管理费用			68.6	103.4	182.6	184.0	211.6	264.5
EBIT			45.9	43.7	123.4	155.3	199.4	290.8
公允价值变动收益			0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
投资收益			10.0	209.5	12.0	13.2	14.5	14.5
财务费用			0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
营业利润			173.0	209.6	441.8	476.2	580.9	767.6
所得税			7.4	3.0	1.6	15.9	22.2	31.5
少数股东损益			0.0	-1.5	-1.3	-7.0	1.0	-3.0
净利润			71.2	265.6	138.2	153.8	201.2	280.1
资产负债表								
货币资金、交易性金融资产			999.7	542.5	639.6	699.0	810.3	1,002.8
其他流动资产			15.0	30.4	46.5	52.1	56.9	71.2
长期投资			79.9	4.8	8.5	12.2	15.9	19.6
固定资产合计			50.6	73.1	96.0	116.4	134.6	150.6
无形及其他资产			3.3	6.2	6.1	6.0	5.8	5.7
资产合计			1,188.9	1,571.8	1,774.6	1,861.9	2,017.2	2,256.9
流动负债			115.7	261.7	377.1	365.0	398.5	469.4
长期负债			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益			1,071.9	1,289.1	1,367.6	1,454.9	1,569.1	1,728.2
投入资本(IC)			992.0	1,287.2	1,263.6	1,292.8	1,292.5	1,257.0
现金流量表								
NOPLAT			41.9	44.5	120.2	140.6	179.6	261.8
折旧与摊销			12.0	15.0	7.2	9.6	11.8	13.8
流动资金增量			16.0	-209.1	44.2	-7.9	19.3	51.5
资本支出			-5.8	692.4	-10.6	41.5	14.2	-18.0
自由现金流			56.2	-175.0	132.3	111.4	180.5	297.0
经营现金流			99.3	72.7	190.6	159.7	231.9	347.3
投资现金流			-10.3	-468.2	-33.7	-33.8	-33.7	-33.7
融资现金流			-48.0	-61.7	-59.8	-66.5	-87.0	-121.1
现金流净增加额			40.9	-457.2	97.1	59.4	111.2	192.6
财务指标								
成长性								
收入增长率			0.9%	28.9%	87.3%	0.8%	15.0%	25.0%
EBIT 增长率			-24.2%	-2.9%	174.8%	25.9%	28.3%	45.8%
净利润增长率			2.9%	272.7%	-47.9%	11.3%	30.8%	39.2%
利润率								
毛利率			58.3%	54.8%	61.7%	66.0%	70.0%	74.0%
EBIT 率			15.6%	11.8%	17.2%	21.5%	24.0%	28.0%
净利率			24.0%	69.5%	19.3%	21.3%	24.2%	27.0%
收益率								
净资产收益率(ROE)			6.6%	20.6%	10.1%	10.6%	12.8%	16.2%
总资产收益率(ROA)			6.0%	16.9%	7.8%	8.3%	10.0%	12.4%
投入资本回报率(ROIC)			4.3%	3.9%	9.4%	11.0%	13.9%	20.5%
运营能力								
存货周转天数			1	30	30	30	30	2
应收账款周转天数			43	58	58	58	58	58
总资产周转天数			91	89	147	141	150	168
净利润现金含量			0.72	3.65	0.73	0.96	0.87	0.81
资本支出/收入			-2%	181%	-1%	6%	2%	-2%
偿债能力								
资产负债率			9.8%	17.8%	22.7%	21.4%	21.9%	23.0%
净负债率			-82.5%	-21.8%	-19.2%	-23.0%	-26.2%	-30.9%
估值比率								
PE			19.3	10.3	19.9	35.9	27.4	19.7
PB			1.3	2.1	2.0	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA			23.5	45.8	21.0	33.4	26.1	18.1
P/S			4.63	7.18	3.83	7.65	6.65	5.32
股息率			3.5%	1.8%	2.2%	1.2%	1.6%	2.2%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		