

“博士”论道云管端，价值投资新主线

——鹏博士（600804）深度报告

2016年05月30日

强烈推荐/首次

鹏博士

深度报告

报告摘要：

鹏博士是国内第一大民营宽带运营商，最具实力的第三方 IDC 服务商。公司现金流充裕，业绩快速增长，“云管端”战略持续推进，有望成“宽带中国”战略、“互联网+”行动及“民营资本进宽带”最佳受益标的。

◆ **公司净利润增长呈加速态势，现金流充裕，业绩成长有保障。**得益于宽带用户持续增长，ARPU 相对稳定，2015 年公司归母净利润增长 34.1%，增速较上年提高 1.6pct，今年一季度增速再次提高 9.7pct。由于采用“预收费制”，且超过 80%的宽带用户合约期不少于 12 个月，因此公司现金流充裕。2015 年经营现金净流入 46.6 亿元，增长 21.6%，既保证了公司未来的发展，也反映出公司的增长空间。

◆ **公司 2013 年起布局“云管端”战略，目前已取得显著成效，“云”已具规模，“管”非常茁壮，“端”快速发展，未来的推进值得期待。**

◇ **云：**公司拥有国内最大规模中立 IDC 集群，机房集中在北京、上海、深圳，位置优越，机架数列国内第三方 IDC 前 2 位，云服务也快速推进。我们预计未来 3 年“云”收入增速将保持 20%+；

◇ **管：**受益“宽带中国”，公司抢得三大发展先机：合作运营全光纤骨干网“奔腾网”；网络覆盖近 1 亿家庭，用户破千万；“超宽带”速度领先、价格低廉。预计未来 3 年宽带用户可维持 20%增长；

◇ **端：**客厅经济爆发在即，2016 年市场规模将达 1400 亿元。公司已推出大麦系列智能硬件，销量超 300 万，并搭建了“鹏云教育”、“鹏云游戏”等智慧家庭应用平台，发展势头良好。预计公司将通过“智能硬件+平台服务”分羹千亿级的客厅经济。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.68 元、0.84 元和 0.96 元，对应 PE 分别为 26.5 倍、21.5 倍和 18.6 倍。预计 2016 年 PEG 为 0.82<1。按照 PEG=1 估值，对应 PE 为 32.2 倍，给予公司 6 个月目标价 21.89 元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6,962.71	7,925.94	9,565.34	11,310.2	13,094.0
增长率(%)	19.67%	13.83%	20.68%	18.24%	15.77%
净利润(百万元)	533.79	717.72	949.12	1,171.53	1,351.16
增长率(%)	30.97%	34.46%	32.24%	23.43%	15.33%
净资产收益率(%)	10.89%	13.04%	15.28%	16.95%	17.50%
每股收益(元)	0.39	0.51	0.68	0.84	0.96
PE	45.97	35.04	26.51	21.47	18.61
PB	5.08	4.57	4.05	3.64	3.26

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

阎贵成

010-66554039

yangc@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480116040051

张志峰

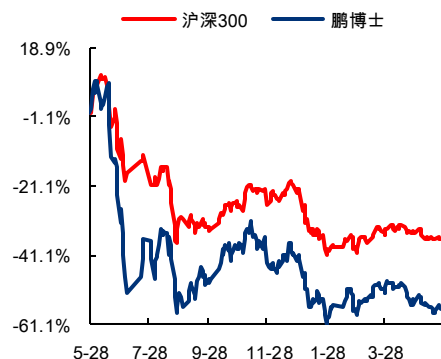
010-66554067

zhangzf@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	16.04-45.10
总市值(亿元)	249
流通市值(亿元)	242
总股本/流通 A 股(万股)	140045/136112
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	2.54

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 民营宽带运营商龙头，业绩快速增长	4
1.1 三次转型成就特钢冶炼商到民营宽带龙头的华丽蜕变	4
1.2 业绩保持较快增长，经营现金流充足，未来发展有保障	5
2. 战略布局“云管端”，三轮驱动加速业绩释放	7
2.1 云：携国内最大中立数据中心集群优势，持续发力 IDC 和云平台	8
2.2 管：受益“宽带中国”，抢得三大发展先机，用户有望快速增长	13
2.3 端：推出智能终端，打造智慧家庭应用平台，分类“客厅经济”	18
3. 布局海外华人市场，打造全球融合通信与 OTT 平台	24
4. 盈利预测及估值	26
5. 风险提示	26

表格目录

表 1: IDC 服务商分类及其核心优势与发展方向	10
表 2: 国内主要的第三方 IDC 服务商当前拥有的机柜/机架数量	10
表 3: “宽带中国”发展目标及其时间表	13
表 4: 我国有关民营资本进入宽带接入市场的支持政策	15
表 5: 北京市场公司与三大基础电信运营商的宽带价格比较（单位：元）	18
表 6: 公司盈利预测表	27

插图目录

图 1: 公司三次转型成就民营宽带龙头	4
图 2: 公司的控股股东	5
图 3: 公司获得工信部颁发的增值电信业务经营许可证	5
图 4: 公司在网宽带用户数（单位：万户）	6
图 5: 公司 2015 年营业收入构成	6
图 6: 公司历年营业收入情况（单位：亿元）	6

图 7: 公司历年归母净利润情况 (单位: 亿元)	6
图 8: 公司历年现金收款情况 (单位: 亿元)	7
图 9: 公司历年经营现金净流入情况 (单位: 亿元)	7
图 10: 鹏博士“云管端”战略布局	7
图 11: IDC 与云计算的关系示意图	8
图 12: 我国 IDC 市场规模预测 (单位: 亿元)	9
图 13: 我国公有云市场规模预测 (单位: 亿元)	9
图 14: 公司 IDC 机房主要分布在互联网企业集中的城市	11
图 15: 公司在北京拥有七大 IDC 机房	11
图 16: 公司北京酒仙桥数据中心的地理位置	11
图 17: 公司北京酒仙桥数据中心的基础设施	11
图 18: 公司的“鹏云视讯”云服务解决方案	12
图 19: 我国的固定宽带用户数及家庭普及率预测 (单位: 亿户)	14
图 20: 奔腾网全国光缆路由图	16
图 21: 奔腾网拓扑图	16
图 22: 公司网络覆盖用户数 (单位: 万户)	17
图 23: 全国性运营商云加速下载峰值速度比较	17
图 24: 全国部分运营商云加速下载峰值速度比较	17
图 25: 公司在网宽带用户数预测 (单位: 万户)	18
图 26: 中国客厅经济市场规模预测 (单位: 亿元)	19
图 27: 电视用户平均使用时长变化情况	19
图 28: 智能电视用户的消费意愿	19
图 29: 客厅经济全景图	20
图 30: 以智能硬件为代表的客厅经济盈利模式	20
图 31: 客厅经济的主要应用场景	20
图 32: 我国近 3 年均有 50% 以上的电影不能在电影院公映	21
图 33: 客厅经济中增值应用服务的市场规模预测	21
图 34: 银河电视的内容资源	22
图 35: 大麦分体电视	23
图 36: 大麦盒子	23
图 37: 鹏云课堂早教内容资源	24
图 38: 程序化购买示意图	24

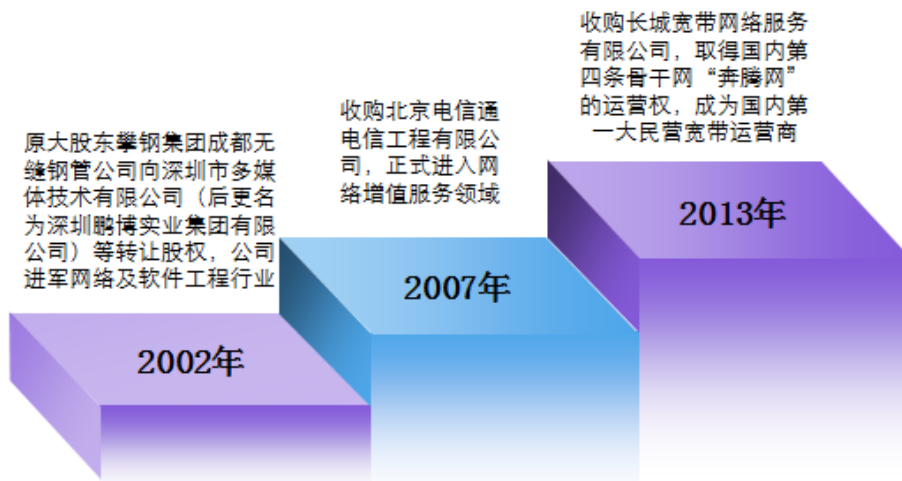
1. 民营宽带运营商龙头，业绩快速增长

1.1 三次转型成就特钢冶炼商到民营宽带龙头的华丽蜕变

鹏博士电信传媒集团股份有限公司（以下简称“公司”）成立于1985年1月17日，上市初期主营特钢冶炼业务，经过三次转型成为了国内民营宽带运营商龙头。

- ◆ 2002年，公司逐步向网络及软件工程行业转型；
- ◆ 2007年，公司收购“北京电信通电信工程有限公司”，剥离特钢冶炼和钢材贸易等与钢铁业务相关的盈利能力较弱的业务，正式进入网络增值服务领域；
- ◆ 2013年，公司收购中信集团“长城宽带网络服务有限公司”，间接获得属于中信集团的国内第四条骨干网“奔腾网”的合作运营权，使得**公司成为了国内第一大民营宽带运营商、第四大宽带运营商**（中国电信、中国联通和中国移动列前三位）。

图 1：公司三次转型成就民营宽带龙头

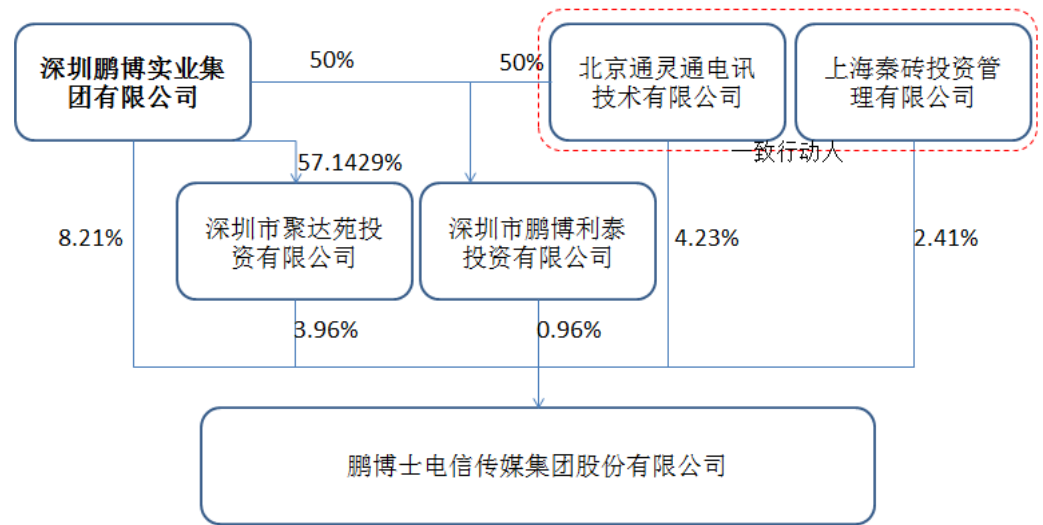


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司控股股东为深圳鹏博实业集团有限公司，直接和间接持股比例为12.65%。深圳鹏博实业集团有限公司直接持股8.21%，通过控股子公司深圳市聚达苑投资有限公司持有公司3.96%股份，通过持股50%的子公司深圳市鹏博利泰投资有限公司持有公司0.96%股份，因此深圳鹏博实业集团有限公司直接及间接持有公司12.65%股份。

此外，北京通灵通讯技术有限公司和上海秦砖投资管理有限公司为一致行动人，分别直接持有公司4.23%和2.41%的股份，累计直接持股比例为6.64%。

图 2: 公司的控股股东



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司系全国范围牌照的全业务运营商, 可经营因特网接入服务、因特网虚拟专用网、固定网国内数据传送业务、网络托管业务、因特网数据中心业务、移动通信转售业务等。截至 2016 年 3 月底, 公司网络覆盖范围已超过 150 个经济发达地区的大中城市, 网络覆盖用户达到 9200 万户家庭, 在网用户 1050 万。其中, 在北上广深、天津、青岛等城市, 公司的宽带接入市场份额除三大基础电信运营商外, 排名第一。

图 3: 公司获得工信部颁发的增值电信业务经营许可证



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

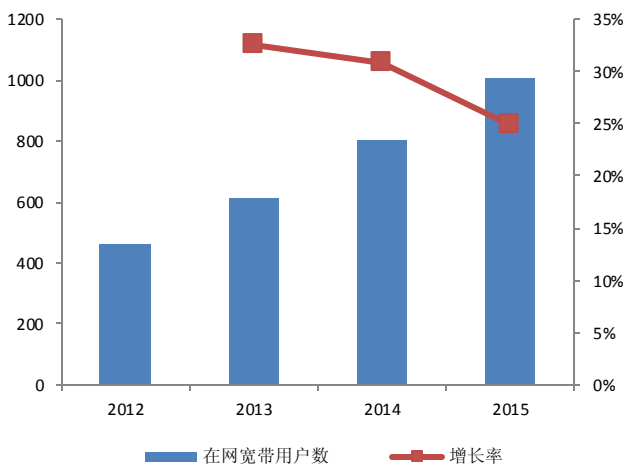
1.2 业绩保持较快增长, 经营现金流充足, 未来发展有保障

公司依托超宽带云管端平台, 以互联网宽带接入、数据中心集群、企业营销以及相关的互联网增值服务为主要业务, 向用户提供全球化电信传媒服务。

宽带用户快速增长, 互联网接入业务成公司主要收入来源。2015 年, 公司的宽带用户保持快速增长势头, 净增 200 万, 在网用户突破 1000 万, 增长率 25%, 截至 2016

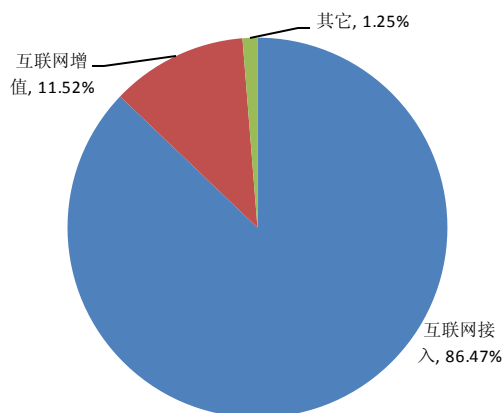
年3月底, 宽带在网用户达1050万, 同比增长25%。2015年, 公司的互联网接入业务实现收入68.53亿元, 较2014年增长14.42%, 占比公司营业收入86.47%。

图4: 公司在网宽带用户数 (单位: 万户)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

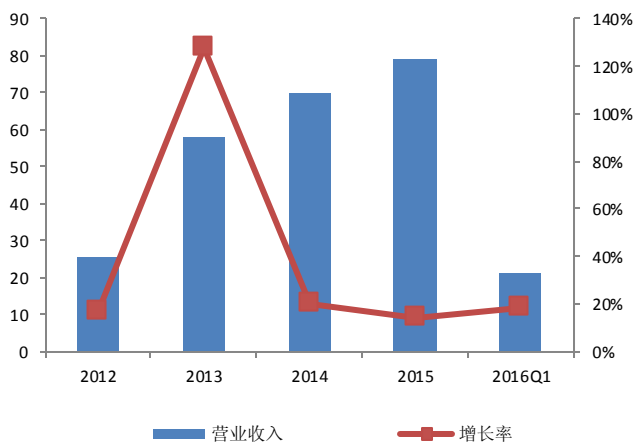
图5: 公司2015年营业收入构成



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

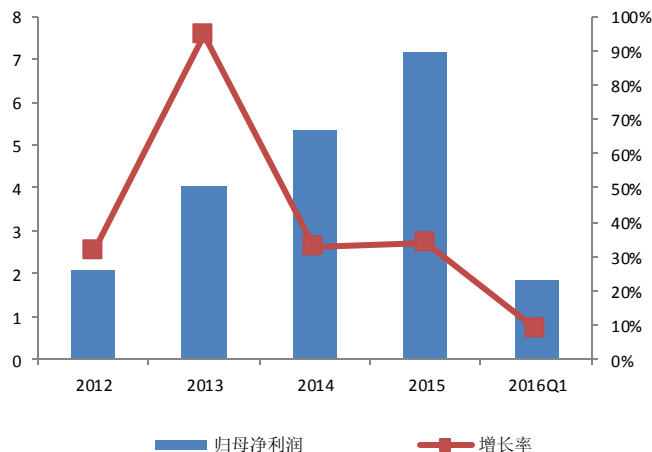
公司业绩保持较快增长, 净利润增速呈现加速态势。2015年, 公司实现营业收入79.26亿元, 同比增长13.83%; 归母净利润7.17亿元, 同比增长34.14%, 较2014年的32.53%高1.61个百分点; 2016年第一季度, 公司实现营业收入21.30亿元, 同比增长18.00%, 归母净利润1.86亿元, 同比增长8.96%, 较去年同期的-0.69%高9.65个百分点。

图6: 公司历年营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

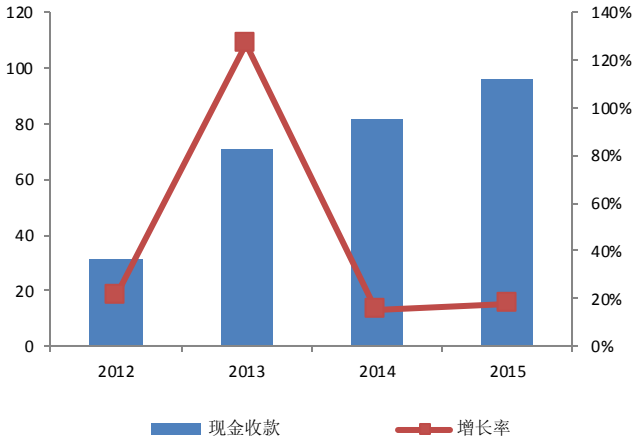
图7: 公司历年归母净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

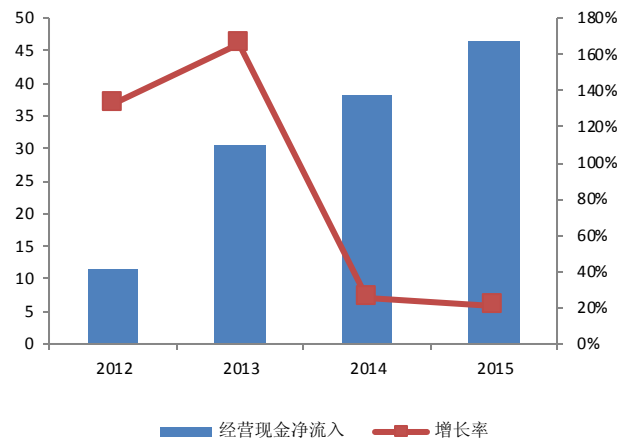
公司超过80%的宽带用户合约期不少于12个月, 由于采用“预收费制”, 现金流充足。2015年, 公司现金收款96.32亿元, 增长18.02%, 经营现金净流入46.58亿元, 增长21.60%。这既保证了公司未来的发展, 也反映出公司的增长空间。

图 8: 公司历年现金收款情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 9: 公司历年经营现金净流入情况 (单位: 亿元)

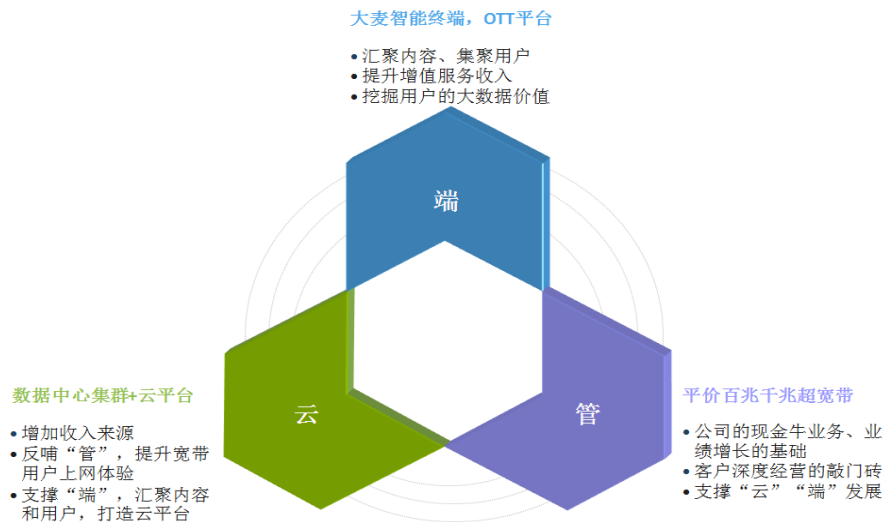


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 战略布局“云管端”，三轮驱动加速业绩释放

公司在“云管端”一体化战略的指导下，通过布局云端（IDC 数据中心集群、云平台）、管道（超宽带网络）和智能终端（大麦系列智能硬件、智慧家庭 OTT 平台），将内容管道终端整合起来，协同发展，积极构建以视频交互为中心的平台型产业链。

图 10: 鹏博士“云管端”战略布局



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们认为，“云管端”的本质是纵向一体化，即以“管”为基础，前向“云”，后向“端”。

- ◆ “管”：公司的传统主业、核心竞争力，是“云”和“端”的基础，也是公司落实国家“宽带中国”战略和“互联网+”行动计划的抓手；

- ◆ “云”：属于电信增值业务，因此对于宽带运营商而言，发展“云”是顺势延伸。鉴于数据中心（IDC）的发展有赖于带宽资源，公司作为民营宽带运营商龙头，IDC发展如虎添翼。同时众多互联网内容提供商入驻公司IDC后，公司宽带用户访问相应资源时将在本网完成，既能提升访问速度，还可降低网间结算成本；
- ◆ “端”：公司现有业务的全新延伸，虽然不是公司的传统优势，但可以深耕1000万多的宽带在网用户。同时，“端”代表了未来的发展方向，可以通过汇聚内容来集聚用户，进而挖掘用户在增值服务及大数据方面的价值，提升ARPU。

公司的“云管端”战略已见成效：“云”已具规模、“管”非常茁壮、“端”快速发展。2015年，“中国互联网企业100强”排行榜中，公司位列第11位、国内A股上市公司第1位，成为了“互联网+”战略指引下的互联网与产业融合发展的代表。

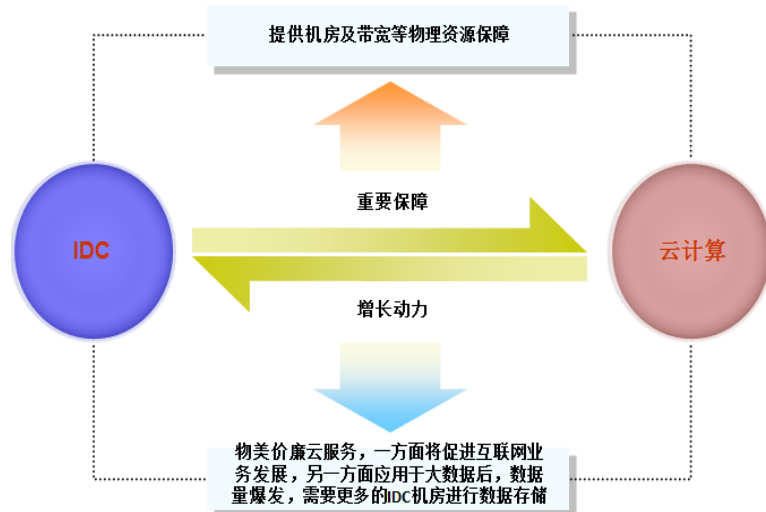
2.1 云：携国内最大中立数据中心集群优势，持续发力 IDC 和云平台

互联网数据中心（Internet Data Center）简称IDC，是基于互联网通信线路、带宽资源等建立的标准化的专业级机房环境，可以为互联网内容提供商（ICP）、政府、企业和各类网站等提供专业化的服务器托管、空间租用以及相关增值业务。

云计算（Cloud Computing）是一种基于互联网的计算方式，通过信息网络将分散的计算、存储等软硬件资源乃至数据进行集中动态管理调度，使信息技术能力如同水电一样按需供给，并让用户体验超高运算能力。大数据实际就是云计算的典型应用。

IDC与云计算互相依赖、相互促进：一方面IDC提供了云计算发展所需的机房和带宽资源，是云计算发展的重要保障；另一方面云计算大发展成为IDC的增长动力。云计算凭借廉价存储和超高计算能力快速发展，将会进一步激发对IDC机房和带宽的需求，尤其是云计算应用于大数据，数据量大爆发必然需要更多的IDC来进行存储。

图 11：IDC 与云计算的关系示意图

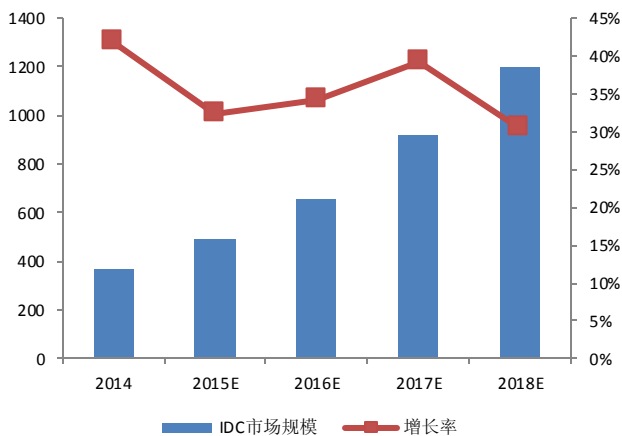


资料来源：中国IDC圈，互联网，东兴证券研究所

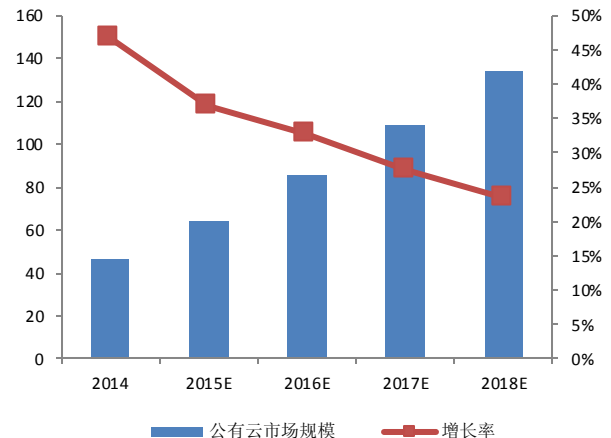
近年来，我国的IDC和云计算保持较快增长。一方面随着移动互联网的发展，互联网

企业、政府、银行等行业客户由于自身业务发展的需要, 对 IDC 需求保持旺盛。例如得益于智能手机以及 4G 的快速普及, 手机流量、手机视频、手机游戏等应用爆发式增长, 而这些流量和应用最终需要 IDC 机房承载。另一方面, “互联网+”时代, 我国政府高度重视云计算, 国务院于 2015 年 3 月发布了《关于促进云计算创新发展 培育信息产业新业态的意见》, 全面推进云计算在国家信息化发展中的深入应用, 促进了云计算快速发展, 反过来随着云服务的快速增长, 也激发了对 IDC 的需求。

中国 IDC 圈数据显示: 2015 年-2017 年, 我国的 IDC 市场增速将均保持在 30% 以上, 预计到 2017 年, 中国 IDC 市场规模将超过 900 亿元, 增速将接近 40%。IDC 认为: 中国的公有云从 2013 年开始进入实质性的落地阶段, 近年来保持高速增长, 预计到 2017 年, 我国的公有云市场规模将突破 100 亿大关, 达到 109 亿元。

图 12: 我国 IDC 市场规模预测 (单位: 亿元)


资料来源: 中国 IDC 圈, 东兴证券研究所

图 13: 我国公有云市场规模预测 (单位: 亿元)


资料来源: IDC, 东兴证券研究所

依据资源归属和运营模式的不同, 行业内一般将 IDC 服务商分为三类, 包括: 基础电信运营商、第三方 IDC 服务商和专业云服务提供商。

- 基础电信运营商:** 国内主要指中国电信、中国联通和中国移动三家。他们独立拥有大量的基础设施资源, 尤其在骨干网络带宽资源和互联网国际出口带宽方面具有垄断性优势, 因此客户包括政企行业客户以及第三方 IDC 服务商、专业云服务提供商。目前, 基础电信运营商均基于自有 IDC 资源优势, 向云服务方向延伸。
- 第三方 IDC 服务商:** 国内主要包括世纪互联、鹏博士、光环新网等。按机房属性可划分为自有机房的第三方 IDC 服务商和租用机房的第三方 IDC 服务商, 前者普遍拥有较强实力。第三方 IDC 服务商为客户提供主机托管、服务器租赁和机房运维等服务。第三方 IDC 服务商也纷纷向云服务转型, 提供云主机、云存储等服务。
- 专业云服务提供商:** 包括阿里云、腾讯云、百度云、UCloud 等。他们专注于云服务, 可以为客户提供云主机、云存储和特定行业解决方案等服务。

表 1：IDC 服务商分类及其核心优势与发展方向

类型	主要服务商	核心优势	发展方向
基础电信运营商	中国电信、中国联通、中国移动	自有骨干网络带宽资源	深耕 IDC，向云服务方向延伸和转型
第三方 IDC 服务商	世纪互联、鹏博士、光环新网等	机房资源和专业团队	深耕 IDC，向云服务方向延伸和转型
专业云服务提供商	阿里云、腾讯云、百度云、UCloud 等	领先技术和市场先发	深耕云服务，向 SaaS 延伸

资料来源：中国 IDC 圈，东兴证券研究所

公司作为第三方 IDC 服务商，拥有全国最大规模的分布式中立数据中心集群，在全国 250 多个大中城市拥有分布式 IDC，并搭建了分发、存储、计算、安全的云平台。

公司建设运营的数据中心总面积超过 20 万平方米，总机架数超过 2 万架，在国内第三方 IDC 服务商中，机架数量列前 2 位。在国内 A 股第三方 IDC 上市公司中，公司当前拥有的机架数量排名第 1，我们预计公司机架数未来几年仍会继续增长。

表 2：国内主要的第三方 IDC 服务商当前拥有的机柜/机架数量（单位：架）

公司	机柜/机架数	主要分布地点	A 股上市	备注
世纪互联	23000+	北京、上海、广州、深圳	否	中国最大的电信中立互联网基础设施服务商
鹏博士	20000+	北京、上海、深圳、武汉	是	拥有全国最大规模的分布式中立数据中心集群
高升控股	9500+	北京	是	与华嬉云游合作，获得了 8034 个机柜运营权
宝信软件	8000+	上海	是	与电信运营商及阿里巴巴合作宝之云 IDC 项目
光环新网	6000+	北京	是	拟收购中金云网，收购后将获约 8790 架机柜、5000 架扩容空间
北京互联互通	5000+	北京、无锡	否	国内专业的第三方 IDC 服务商
广东榕泰	2400+	北京	是	收购森华易腾，现在运营 2400 多个机柜
科华恒盛	2000+	上海	是	与上海臣翊设立合资公司，上海臣翊现拥有 2000 多个机柜

资料来源：相关上市公司公告，互联网，东兴证券研究所

公司 IDC 机房所处的地理位置十分优越，主要分布在北京、上海、广州、深圳、武汉、成都等经济发达、互联网企业相对集中的城市或者区域中心城市。其中，公司在北京拥有的 IDC 机房最为丰富，包括酒仙桥数据中心、三元桥数据中心、中关村数据中心、亦庄国际机房、雍和宫数据中心等，合计拥有机架数量超过 10000 架。

图 14: 公司 IDC 机房主要分布在互联网企业集中的城市



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

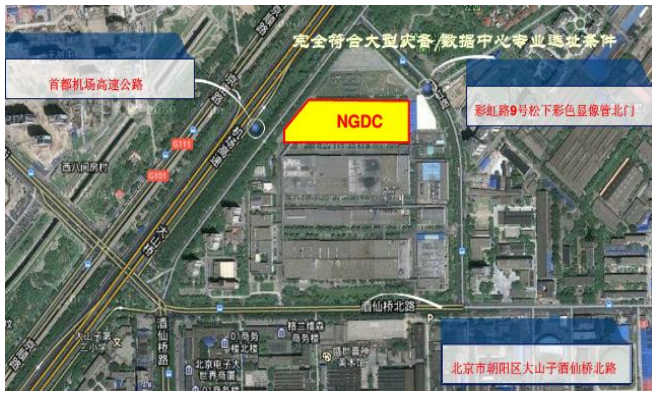
图 15: 公司在北京拥有七大 IDC 机房



资料来源: 鹏博士数据网站, 东兴证券研究所

公司新建数据中心遵循绿色节能设计理念, 达到美国 ANSI TIA-942-Tier 3+/4 标准, 具备高标准、高安全、高可靠等特点。例如, 北京酒仙桥数据中心建筑面积 3 万平方米, 6500 个机柜, 达到国际 T4 标准, 是新一代绿色环保节能示范数据中心。

图 16: 公司北京酒仙桥数据中心的地理位置



资料来源: 公司网站, 互联网, 东兴证券研究所

图 17: 公司北京酒仙桥数据中心的基础设施



资料来源: 公司网站, 互联网, 东兴证券研究所

近两年, 公司开始发力云计算市场, 在全球范围内部署数据中心集群。

一方面, 公司顺应国家“一带一路”战略, 先后与韩国 KT 公司签署《战略合作备忘录》, 与美国相关公司达成合作意向, 目标是在韩国首尔、美国旧金山、洛杉矶、纽约和休斯顿建立 IDC 互联网数据中心, 打通中美欧节点, 打造全球数据中心集群, 为客户提供包括云计算业务在内的视频、语音和宽带等综合服务;

另一方面, 公司注重信息安全防护, 不断扩展产品线, 向客户提供全球范围内的计算、存储、网络、系统平台、应用服务等完整的云计算解决方案, 打造一个包括金融、移动互联网、物联网、游戏动漫、企业、政府等行业的云应用和服务体系, 大幅提升数据中心单位面积的产值, 实现从资源提供商向平台及应用服务提供商的战略转变。

公司自主开发的自动化云计算平台发布了 DRCloud2.0 版本，实现了秒级计算、分布式存储、SDN（软件定义网络），突破了多数据中心模式和分布式集群的大规模部署技术，可实现将无线商业的传统集成模式成功转至云服务模式、为商业客户提供经济高效的无线网络增值服务，技术领先，具有创新优势。

公司推出了视频云服务产品“鹏云视讯”，可为政府、教育、医疗、金融等各行业用户提供平台+应用+服务一体化的、分布式高清、实时交互统一的视频云服务解决方案。今年4月，“鹏云视讯”成功承办了国家科技部主持召开的“G20 创新行动计划”视频会议服务。该视频会议有来自美洲，欧洲，非洲，东南亚等28个国家及地区的政府部门和国际组织，参会环境、各参会方所处的网络环境各异，鹏云视讯云平台在不改变参会方现有安全策略的情况下，圆满保障了视频会议通讯高清、流畅的进行，完成了高质量的双向视频通讯及跨平台、跨终端的互联互通，赢得普遍赞誉。

图 18：公司的“鹏云视讯”云服务解决方案



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

公司在 IDC 及云计算方面的发展得到行业认可。在国内，公司荣获第九届中国 IDC 产业大典“数据中心优质服务商奖”和“最具影响力企业奖”；在国际上，2015 年，公司获得全球云计算大会设立的“云鼎奖”核心大奖“2013-2014 年度中国领先品牌奖”。2016 年，公司蝉联荣获“云鼎奖”之“2014-2015 年度中国领先品牌奖”。

近年来，公司为改善宽带用户的上网体验，降低网间结算成本，采取向内容与应用服务商开放网络资源、以优惠或免费的方式向内容与应用服务商提供数据中心和网络端口方式，积极开展“TOP10000 内容与应用服务商引入工作”。

原因在于，公司宽带用户上网，有时需访问基础电信运营商的网内资源，此时就要向基础电信运营商支付高昂的网间结算费用。以中国移动为例，由于其 IDC 业务发展较晚，本网内的互联网资源相对较少，其用户上网就需要访问中国电信或中国联通的网内资源，此时中国移动就需要向中国电信和中国联通支付网间结算费用，结算标准一般为 60 万元/GB/月。2015 年，中国移动网间互联支出共计 271 亿元。

通过开展“TOP10000 内容与应用服务商引入工作”，目前公司用户上网时，有 87% 的资源可以在本网完成，极大地提高了上网速度体验，也降低了网间结算成本。

由于引入 TOP10000 内容与应用服务商时，公司采用免费或优惠方式，因此近年来 IDC 业务未能随国内 IDC 市场的高速发展而快速增长。2015 年，公司数据中心业务收入 8.82 亿，增幅 11.79%。考虑到“TOP10000 内容与应用服务商引入工作”已基本完成，我们预计未来 3 年，公司的 IDC 及云业务将实现 20% 以上的高速增长。

2.2 管：受益“宽带中国”，抢得三大发展先机，用户有望快速增长

2013 年，我国提出“宽带中国”战略。对此，国务院印发的《“宽带中国”战略及实施方案》明确要求：到 2020 年，要基本建成覆盖城乡、服务便捷、高速畅通、技术先进的宽带网络基础设施。固定宽带用户要达到 4 亿户，家庭普及率达到 70%。城市和农村家庭宽带接入能力分别要达到 50Mbps 和 12Mbps，50% 的城市家庭用户要达到 100Mbps，发达城市部分家庭用户宽带速率可达 1Gbps。

表 3：“宽带中国”发展目标及其时间表

指标	单位	2013 年	2015 年	2020 年
1. 宽带用户规模				
固定宽带接入用户	亿户	2.1	2.7	4
其中：光纤到户	亿户	0.3	0.7	--
其中：城市宽带用户	亿户	1.6	2	--
农村宽带用户	亿户	0.5	0.7	--
3G/LTE 用户	亿户	3.3	4.5	12
2. 宽带普及水平				
固定宽带家庭普及率	%	40	50	70
其中：城市家庭普及率	%	55	65	--
农村家庭普及率	%	20	30	--
3G/LTE 用户普及率	%	25	32.5	85
3. 宽带网络能力				
城市宽带接入能力	Mbps	20 (80% 用户)	20	50
其中：发达城市	Mbps	--	100 (部分城市)	1000 (部分用户)
农村宽带接入能力	Mbps	4 (85% 用户)	4	12
大型企事业单位接入带宽	Mbps	--	大于 100	大于 1000
互联网国际出口带宽	Gbps	2500	6500	--
FTTH 覆盖家庭	亿个	1.3	2	3
3G/LTE 基站规模	万个	95	120	--
行政村通宽带比例	%	90	95	>98

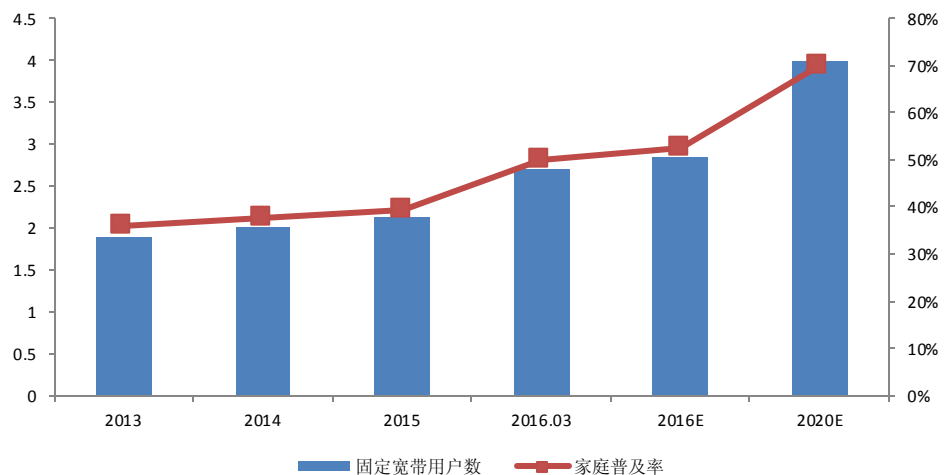
全国有线电视网络互联互通平台覆盖有线电视网络用户比例	%	60	80	>95
4.宽带信息应用				
网民数量	亿人	7	8.5	11
其中: 农村网民	亿人	1.8	2	--
互联网数据量 (网页总字节)	太字节	7800	15000	--
电子商务交易额	万亿元	10	18	--

资料来源: 国务院, 东兴证券研究所

我们认为,《“宽带中国”战略及实施方案》至少明确了未来宽带接入发展的两大信号: 一是固定宽带市场发展空间巨大, 未来几年用户数将保持快速增长; 二是宽带提速已成必然趋势, 尤其对于城市家庭而言, 50M 算起步, 100M 算正常, 1G 也将常见。

工信部数据显示, 截至 2016 年 3 月底, 我国互联网宽带接入用户达 2.7 亿户, 较“宽带中国”提出的 2020 年达到 4 亿户的目标仍有 1.3 亿户的差距。如果按照《“宽带中国”战略及实施方案》中“固定宽带用户 4 亿户、家庭普及率 70%”的口径计算, 预计到 2020 年我国将有 5.7 亿家庭, 宽带市场的天花板还很高, 空间巨大。

图 19: 我国的固定宽带用户数及家庭普及率预测 (单位: 亿户)



资料来源: 工信部, 国务院, 东兴证券研究所

为有效推进“宽带中国”战略, 我国宽带接入市场开始向民营资本开放。

2014 年 12 月, 工信部下发《宽带接入网业务开放试点方案》, 允许民营企业自建基础设施并以自有品牌为用户提供宽带上网服务, 首批试点城市共 16 个, 包括太原、沈阳、哈尔滨、上海、南京、杭州、宁波、厦门、青岛、郑州、武汉、长沙、广州、深圳、重庆、成都, 试点时间为三年, 2015 年 3 月 1 日起正式实施。

2015 年 5 月, 《国务院办公厅关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见

见》发布, 文件指出, 将有序开放电信市场, 充分发挥民间资本的创新活力, 推动形成多种主体相互竞争、优势互补、共同发展的市场格局。根据指导意见, 宽带接入业务开放试点企业 2015 年底前超过 100 家, 带动民间资本投资超过 100 亿元, 试点城市由 16 个增加到 30 个以上, 2017 年试点城市范围扩大到全国各地。

2016 年 4 月, 国务院新闻发布会上, 工信部相关领导答记者问时提到, 截至 2016 年 2 月底, 民营企业宽带接入网业务试点城市已扩大到 61 个, 向 148 家 (次) 民营企业发放了试点批文, 民间资本在宽带领域投资超过百亿元。2016 年, 工信部将继续加大开放措施, 不论是在数量上还是地域上, 鼓励更多的民营资本进入这个领域, 形成竞争态势。同时, 工信部将加强跟踪分析和监管, 促进公平竞争。

我们认为: 公司作为民营资本进入宽带接入市场的首批试点企业之一, 将受益政策, 既可以名正言顺开展业务, 减少公司在投资、转售方向的阻碍, 减轻成本负担, 还可以充分发挥自身作为民营宽带龙头的规模效应, 将业务覆盖范围进一步扩大。

表 4: 我国有关民营资本进入宽带接入市场的支持政策

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2016 年 4 月	工信部	民营资本进入宽带市场	鼓励更多民营资本进入宽带接入领域, 开放更多区域, 促进公平竞争
2016 年 3 月	全国两会	《十三五规划纲要》	推进宽带网络提速降费, 开放民间资本进入基础电信领域竞争性业务, 形成基础设施共建共享、业务服务相互竞争的市场格局。
2015 年 5 月	国务院	《关于加快高速宽带网络建设推进网络提速降费的指导意见》	宽带接入业务开放试点企业 2015 年底前超过 100 家, 带动民间资本投资超过 100 亿元, 试点城市由 16 个增加到 30 个以上, 2017 年试点城市范围扩大到全国各地
2014 年 12 月	工信部	《宽带接入网业务开放试点方案》	2015 年 3 月 1 日起正式启动民营资本进入宽带接入市场, 首批试点城市共 16 个, 试点时间为三年
2001 年 6 月	信产部	《关于开放宽带用户驻地网运营市场的框架意见》	在北京、上海、重庆、广州、深圳等 13 个城市开放宽带用户驻地网运营, 允许非基础电信运营企业进入宽带用户驻地网运营市场, 最后一公里由此向民资打开大门

资料来源: 工信部, 互联网, 东兴证券研究所

公司作为民营宽带龙头, 已经抢得三大发展先机: 一是合作运营全光纤骨干网“奔腾网”, 二是网络覆盖优势, 三是百兆、千兆“超宽带”先发优势+平民价格。

◆ 合作运营全光纤骨干网“奔腾网”

2013 年 12 月, 公司与中信集团、中信网络签署了《关于转让中信网络股权及合作经营奔腾网络相关事宜的意向协议》。中信集团拟以不低于 3 亿元的对价且不低于转让股权的评估价格 (以两者中较高的价格为准), 向公司转让中信网络 10% 股权, 公司与

中信网络将合作经营奔腾网络，以满足各自的经营需求及经济目的。

奔腾网系高速光纤骨干网，全程约 3.2 万公里，通达除拉萨外的所有省会城市，覆盖全国 167 个地级市，可以为用户提供覆盖全国的省际和省内的干线路由。

图 20：奔腾网全国光缆路由图



资料来源：中信网络，东兴证券研究所

图 21：奔腾网拓扑图



资料来源：中信网络，长城宽带，东兴证券研究所

根据中信网络公开信息，奔腾网在干线光纤上采用先进的 OTN 智能光网络技术搭建底层承载网，容量可达 3.2T，骨干带宽可快速平滑升级，灵活调度。目前已开通北京、上海、广州、深圳、福州、南京、武汉、天津、郑州、长沙、济南、合肥、西安、成都、重庆等约 30 个节点。奔腾网在底层 OTN 网络之上构建了宽带 IP 网及 SDH 数字电路传输网，在长途线路上拥有丰富的带宽资源，能为语音、数据、视频等多种业务提供稳定、安全的传输服务。奔腾网各地机房分别与中国电信、中国联通、中国移动实现了光纤互通，可为用户提供高性价比、多类型的出口。

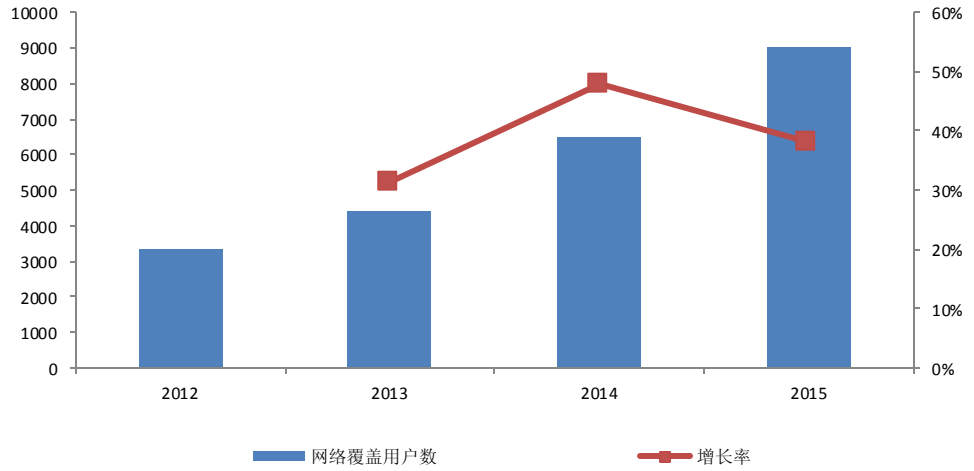
合作运营“奔腾网”，可降低公司对基础电信运营商的依赖，也可大幅降低流量成本。这也是公司能够提供低价、高速“超宽带”业务的基础，可以让公司在市场竞争中，尤其是在与其它民营宽带企业的竞争中获得优势。

◆ 网络覆盖优势

2014 年起，公司为了在民营资本进入宽带市场后占据主动，加快网络覆盖跑马圈地。截至 2015 年底，公司网络覆盖超过 150 个经济发达地区的大中城市，较 2014 年增加 73 个，增幅 94.81%，覆盖家庭用户 9000 万，较 2014 年增长 38.19%。截至 2016 年 3 月底，公司网络累计覆盖用户 9200 万，预计到 2017 年，覆盖用户将达 1.3 亿。

我们认为，网络覆盖是发展用户的前提和基础。在其它民营资本刚刚进入宽带接入市场时，公司的网络覆盖用户已接近 1 亿户家庭，不仅为用户的快速增长打下了坚实基础，还通过提前布局，跑马圈地，获得了非常明显的先发优势。

图 22: 公司网络覆盖用户数 (单位: 万户)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

◆ 百兆、千兆“超宽带”先发优势+平民价格

基于全光纤网络, 公司在全国率先主推平价百兆大带宽产品, 并继百兆宽带后, 公司又相继推出百兆以上超宽带产品, 包括 200 兆、500 兆、800 兆、1000 兆等。

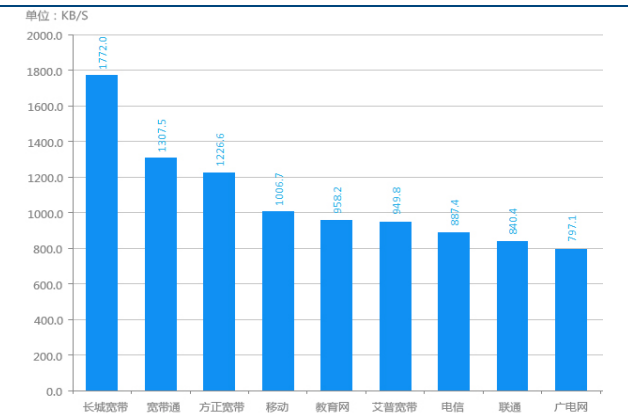
2015 年, 公司 50M 以上宽带用户占比已突破 50%, 较 2014 年提升 10 个百分点。因此, 公司在宽带接入速率方面处于行业领先地位。据 2015 年 Q1 中国云加速下载速度榜统计, 公司旗下长城宽带下载峰值速度名列第一, 宽带通排名第二。

图 23: 全国性运营商云加速下载峰值速度比较



资料来源: 迅雷, 东兴证券研究所

图 24: 全国部分运营商云加速下载峰值速度比较



资料来源: 迅雷, 东兴证券研究所

在价格方面, 公司的优势也比较明显。以北京市场为例, 公司旗下的长城宽带 100 兆 12 个月的价格为 1280 元, 而电信和联通分别为 1610 元和 1980 元。虽然中国移动的价格与公司持平, 但考虑到中国移动网内资源相对欠缺, 网速体验一般, 且中国移动在北京的网络覆盖情况也不太好, 因此公司在整体上仍具有一定优势。

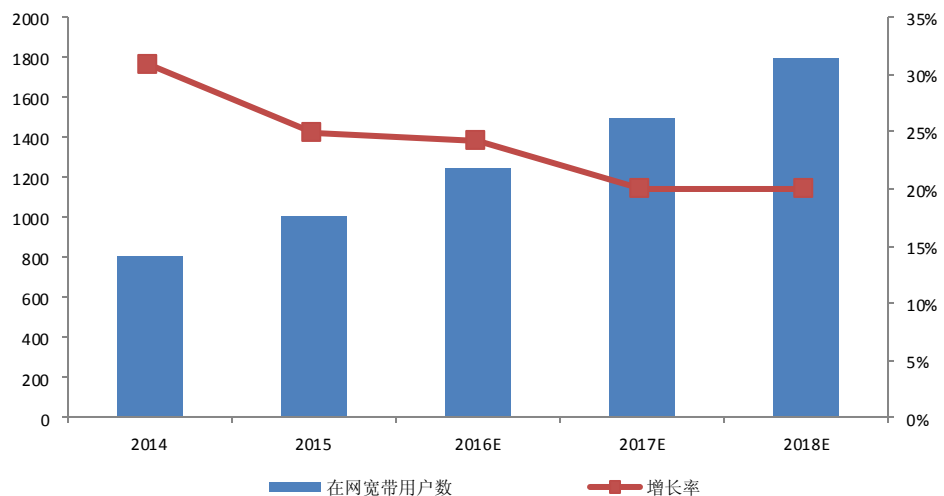
表 5：公司与三大基础电信运营商在北京市场的宽带价格比较（单位：元）

公司	100M 合约期 12 个月价格	月均	高于鹏博士的幅度
鹏博士-长城宽带	1280	106.7	-
中国电信	1610	134.2	25.78%
中国联通	1980	165	54.69%
中国移动	1280	106.7	0%

资料来源：长城宽带，中国电信，中国联通，中国移动，东兴证券研究所

我们认为，基于上述三大优势，公司的宽带用户有望持续增长，ARPU 维持相对稳定。预计 2016 年，公司的在网宽带用户数将达到 1250 万户，2017 年将达到 1500 万户。同时，考虑到公司宽带业务目前的价格优势仍比较明显，80%以上的客户合约期不低于 12 个月，且越来越多的客户会逐渐向 50M 及以上大带宽迁移，基本可以保证公司宽带用户未来 3 年的 ARPU 稳定在 60 元/月以上。此外，公司积极布局智慧家庭，通过提供在线教育、影视游戏等增值服务，客户的总体 ARPU 可能会有提升。

图 25：公司在网宽带用户数预测（单位：万户）

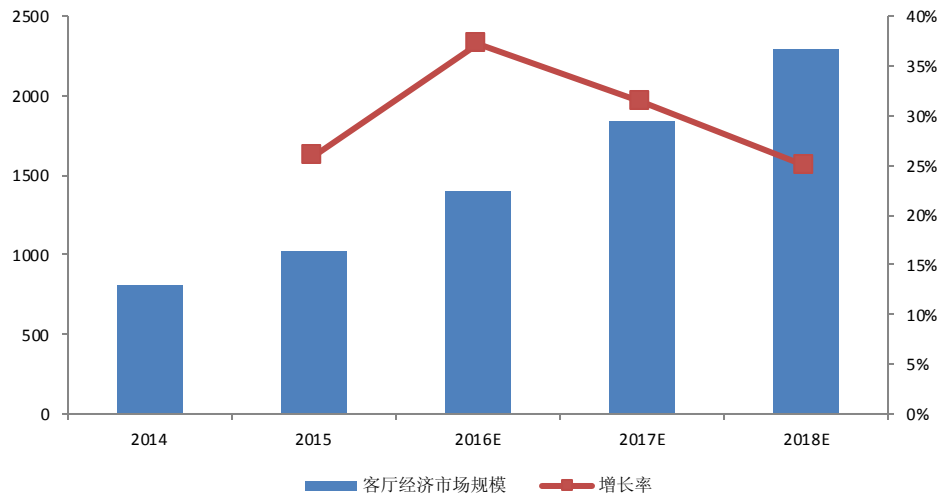


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.3 端：推出智能终端，打造智慧家庭应用平台，分羹“客厅经济”

以智能家居硬件为载体的新型“客厅经济”，即将跨越导入期进入成长期。易观智库认为，得益于市场上不断增多的家庭智能硬件产品，尤其是智能电视产品在消费市场中的日渐普及，中国客厅经济市场规模（智能家庭硬件+增值应用）在 2016 年将出现明显增长，预计将达 1400 亿元。预计到 2018 年，随着用户对智能电视内容、应用、服务的付费意愿提升，中国的客厅经济市场规模将达到 2300 亿元。

图 26: 中国客厅经济市场规模预测 (单位: 亿元)

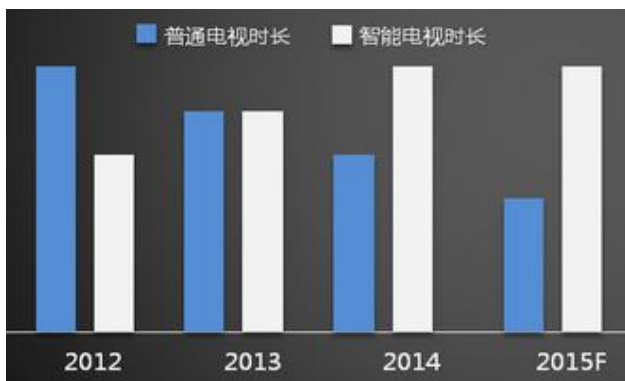


资料来源: 易观智库, 东兴证券研究所

互联网电视 (OTT TV) 分流 PC 视频用户, 电视屏回暖, 成为客厅经济的首选载体。由于智能电视具有超清、大屏、全家互动、海量资源等特点, 观赏体验更佳, 用户正在回归电视屏。因此, 智能电视成为继个人电脑、智能手机、平板电脑之后的客厅第四块智能屏幕, 已经逐渐成为客厅的核心媒介形式。

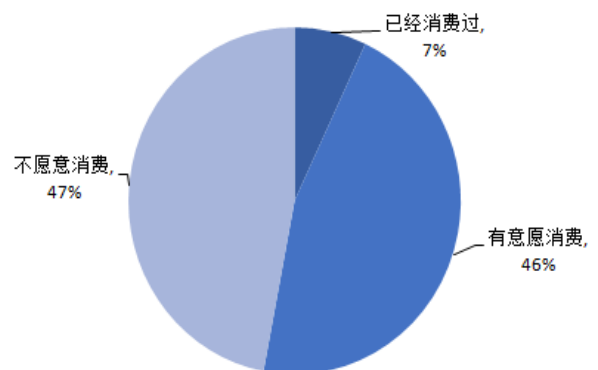
奥维云网 2015 年数据显示: 用户购买智能电视后, 35% 的以 PC 和移动端为主的用户重回电视屏, 80% 的用户看电视时长增加。此外, 用户使用智能电视的平均时长也在逐年上升, 2015 年达到 3.5 小时。此外, AC 尼尔森统计数据显示: 53% 的智能电视用户有意愿在智能电视上消费, 其中 7% 的用户已经消费过。我们认为, 随着智能电视用户规模及活跃度的不断提升, 客户的付费习惯也逐渐养成, 智能电视承载的内容、应用、服务具有巨大的盈利空间, 围绕智能电视构建的客厅经济生态日益成型。

图 27: 电视用户平均使用时长变化情况



资料来源: 奥维云网, 海信, 东兴证券研究所

图 28: 智能电视用户的消费意愿

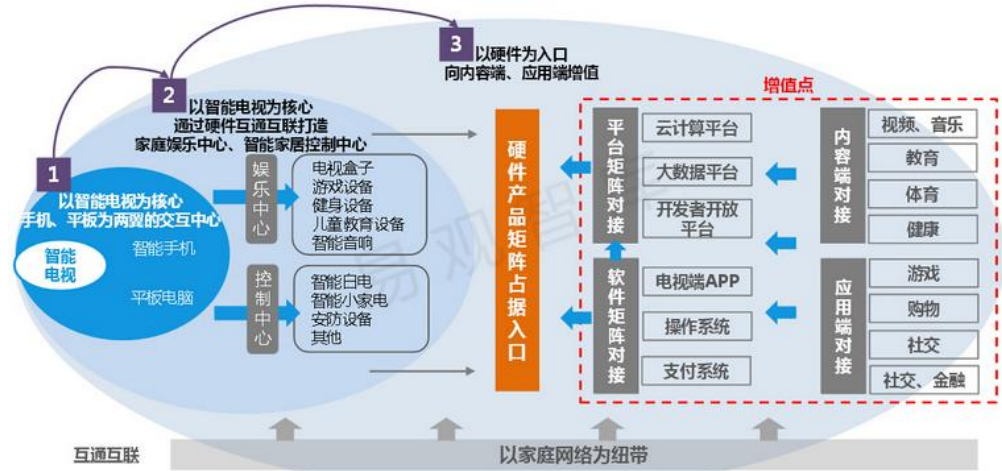


资料来源: AC 尼尔森, 东兴证券研究所

未来的客厅经济场景, 将以智能电视为入口, 以互联网宽带接入为纽带, 结合其它客

厅智能硬件, 通过多人互动、轻松休闲、智能便捷的功能, 来满足多成员、多年龄段的影音娱乐、教育培训、健康医疗、安全防护等需求。

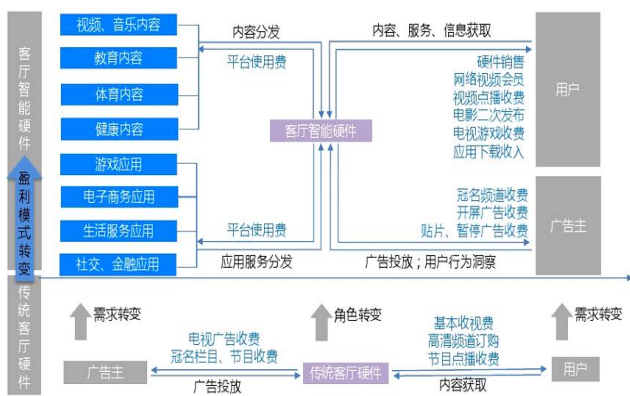
图 29: 客厅经济全景图



资料来源: 易观智库, 东兴证券研究所

我们认为, 经过近几年的市场培育, 客厅经济已进入快速变现通道, 智能电视的入口争夺战将愈发激烈, 而基于智能电视平台的主要商业模式将向内容、应用和服务方向增值, 包括影音点播、在线教育, 游戏应用、家庭健康、电视购物等。

图 30: 以智能硬件为代表的客厅经济盈利模式



资料来源: 易观智库, 东兴证券研究所

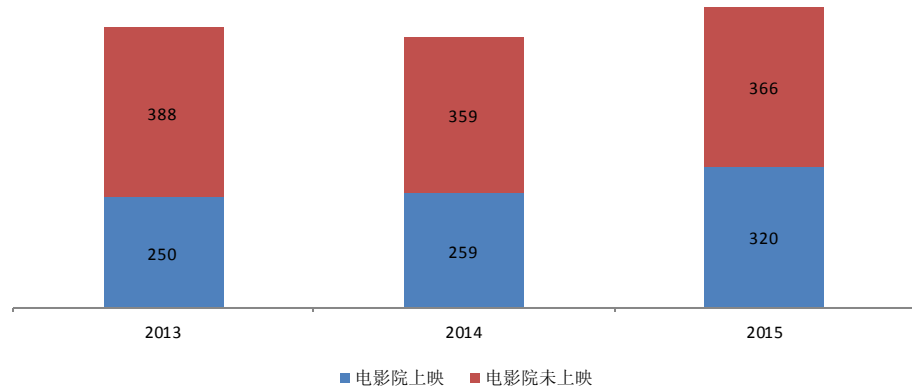
图 31: 客厅经济的主要应用场景



资料来源: 易观智库, 东兴证券研究所

以“家庭影音点播”应用为例。目前, 我国的电影大荧幕仍主要集中于二线城市, 且电影院的有效覆盖距离一般在 3-4 公里, 因此大多数中国消费者并不能很便利地获得观影服务。同时, 我国每年有超过一半的电影无法在电影院公映。《2016 中国电影产业研究报告》显示, 2015 年, 中国生产故事片 686 部, 其中未能在院线上映的 366 部, 占比 53.55%。随着智能电视影音技术的不断提升, 电影发行渠道的逐步放开, 用户将可以在客厅中体验影院效果, 届时将为那些不能在电影院公映的影片提供新的发行渠道, 既可让制片方收回成本, 也可以促进客厅经济的繁荣。

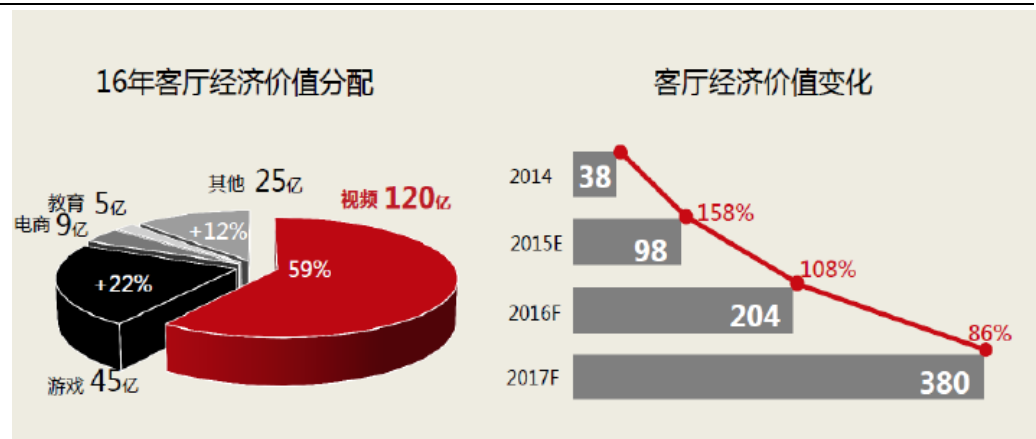
图 32: 我国近 3 年均有 50% 以上的电影不能在电影院公映



资料来源: 中国电影家协会, 东兴证券研究所

因此, 奥维云网认为: 2016 年, 基于智能电视的视频生态将会率先成熟, 市场规模有望达 120 亿元, 之后成熟的将会是游戏生态, 然后再是电商、在线教育等。奥维云网数据显示: 2016 年, 围绕视频、游戏、电商、教育等家庭增值应用服务的客厅经济规模有望达到 204 亿元, 较 2015 年实现翻倍的增长, 增长率为 108%。

图 33: 客厅经济中增值应用服务的市场规模预测



资料来源: 奥维云网, 东兴证券研究所

客厅经济爆发, 智能电视将作为首选入口和平台, 互联网宽带接入将是基础和纽带, 因此公司基于千万级宽带用户规模, 发力智能终端及智慧家庭应用, 发展值得期待。

我们认为, 公司在“端”方面的布局主要包括三方面: 一是通过入股互联网电视集成播控牌照方, 丰富自有 OTT 平台的内容资源; 二是打造自有品牌的客厅智能硬件, 争夺客厅经济的终端入口; 三是搭建智能电视应用平台, 分享增值服务收益。

◆ 入股互联网电视集成播控牌照方, 丰富自有 OTT 平台内容资源

2013 年 10 月, 公司与银河互联网电视有限公司 (以下简称“银河电视”) 签署了《互

联网电视业务战略合作协议》。银河电视是由中央人民广播电台、江苏广播电视台和北京爱奇艺科技有限公司共同发起成立的互联网电视有限公司。银河电视是国内仅有的 7 张互联网电视业务（OTT TV）牌照的运营单位，也是唯一同时运营两张内容牌照（央广 TV、江苏互联网电视）的服务商，提供 24 万小时以上的精选内容，其中电影 4300 余部、电视剧 1600 余部、综艺 1700 余个专辑、动漫 2000 余个专辑，为用户提供最新、最丰富的视频内容，为用户提供一站式、无缝的视频观看体验。

图 34：银河电视的内容资源



资料来源：银河电视，东兴证券研究所

2014 年 8 月，公司进一步与银河电视三方股东签署《银河互联网电视有限公司增资协议书》，公司出资 3000 万元以增资入股形式获得银河电视 9.09% 股权。

因此，公司打造的大麦 OTT 成功接入银河互联网电视集成播控平台，拥有央广 TV、江苏网络电视台等内容服务平台的优质资源，可提供超过 14 万小时免费的海量高清正版内容，包括 4300 多部影片、44000 集电视剧、91000 集综艺节目、57000 集动漫等海量内容，同时还可提供大量的高清视频和 4K 极清视频。

◆ 打造自有品牌的客厅智能硬件，争夺客厅经济的终端入口

目前，公司的客厅智能硬件主要包括，大麦电视、大麦盒子、大麦路由器。截至 2015 年底，公司大麦系列智能终端累计销量已突破 300 万台，客户激活率约 93%。

2015 年，公司持续加快电视机联网的业务推进工作，通过智能终端的研发推广、社区云的部署，利用互联网把电视机进行联网。2015 年 2 月，公司发布高端互联网智能电视——大麦电视，引发了互联网及家电领域的热议与关注。大麦电视借助公司旗下的大麦 OTT 平台所搭载的 Domy UI 系统，使得大麦电视得以突破传统智能电视系统的常规逻辑，更多地为大屏和遥控器操作进行了全面优化。整体 UI 给人感觉精致而流畅，可以称之为使用体验最好的智能电视系统之一。

大麦电视采用分体设计，通过云主机的不断升级，使电视永不过时；通过银河互联网

电视集成播控平台, 为互联网智能电视用户提供更多的优质内容与家庭娱乐体验。大麦电视结合公司推出的 100-1000M 的各种超级宽带产品, 互联网电视与高速超级宽带相得益彰, 打造行业最快、体验最佳的互联网家庭娱乐电视。

图 35: 大麦分体电视


资料来源: 大麦商城, 东兴证券研究所

图 36: 大麦盒子


资料来源: 大麦商城, 东兴证券研究所

◆ 搭建智能电视增值应用平台, 分享增值服务收益

目前, 公司正以 OTT 平台为突破口, 建设以智能电视为基础的家庭智慧中心, 主推 OTT 家庭娱乐与教育, 包括打造“鹏云课堂”、“鹏云游戏”等智能电视应用服务平台, 并利用云技术降低服务成本, 形成基于 4K 极清的智能电视传媒生态系统。据了解, **公司智能电视增值应用平台的客户规模已达 2000 多万, 分成收益具有想象空间。**

以 O2O 智慧教育平台“鹏云课堂”为例。公司致力于创新 O2O 教育新模式, 通过整合全球优质的教育资源, 让学生成为学习的中心, 让教师成为创业者。

对此, 公司积极引入合作伙伴及内容。2014 年, 公司与巨人教育集团签约, 宣布在教育培训领域展开战略合作, 将巨人教育的教学内容搭载到公司的“云管端”战略中。目前, “鹏云课堂”平台内容包括学前教育、K12 教育、职业技能教育、语言学习、高等教育等多种内容, 利用全国各地分子公司 3000 多个营业厅开辟社区云课堂, 创建社区学习体验中心, 同时利用大麦盒子将教室搬进客厅, 客户通过家里的电视就能实现传统的在线教育。“鹏云课堂”全程互动传播课堂气氛, 直播教室与远程教室之间, 老师和学生之间不是割裂的关系, 而是实时高清视频互动, 学生参与感强。极清直播保障用户体验, 全程全高清直播, 远程教室真人大屏呈现, 沉浸感强。

据了解, “鹏云课堂”主要有四大特点: 一是主播教室: 名师用多媒体进行的教学全程同步到云端提供实时高清直播; 二是 O2O 教室: 在远程教室的学生不但能通过 OTT 盒子实时收看主讲教室的极清直播, 还能随时与主讲老师进行实时互动; 三是私塾一对一: 学生与老师可以一对一视频交互, 满足个人辅导、答疑等需求; 四是多屏网校: 通过电脑、手机、平板、电视均可以随时随地收看实时直播或历史课程点播。

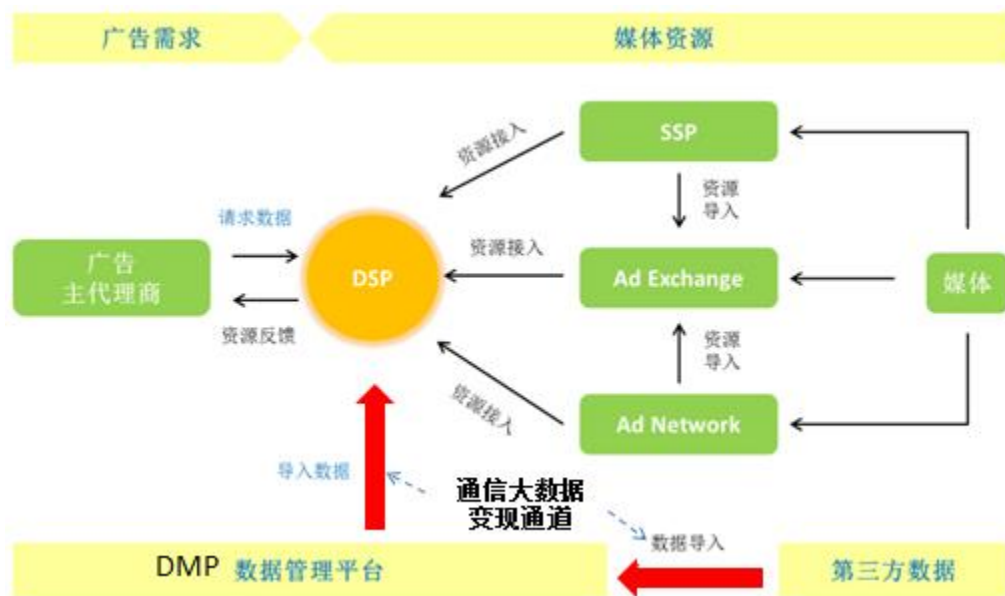
图 37: 鹏云课堂早幼教内容资源



资料来源: 鹏云课堂网站, 东兴证券研究所

我们认为, 公司在“端”方面的三大布局, 符合客厅经济发展趋势, 将有望分享客厅经济千亿级的市场蛋糕。此外, 公司基于千万级宽带用户规模, 通过整合衣食住行娱等智慧家庭应用, 有望进一步通过分析用户消费信息和偏好, 研判用户需求, 挖掘用户后续消费能力, 提升用户活跃度, 为用户提供长期多频次服务, 进行会员营销和经营, 让终端更有价值。同时, 还可以打造基于大数据的精准营销平台, 开展 DSP 程序化广告购买业务, 最终实现公司互联网增值业务的快速发展。

图 38: 程序化购买示意图



资料来源: 易观智库, 东兴证券研究所

3. 布局海外华人市场, 打造全球融合通信与 OTT 平台

2015 年起, 公司加快了北美市场的布局, 旨在拓展当地华人市场和我国商旅国际市

场，将公司“云管端”发展战略延伸至海外，通过搭建全球 OTT 平台，率先在美国市场面向华人居住较多的地区提供 OTT 互联网电视及融合通信服务。

目前，公司在北美市场的布局进展积极，已经迈出三大关键步伐：

一是与美国最大智能电视厂商 VIZIO 合作，将大麦 OTT 平台和应用在其终端上分发。

- ◆ 2015 年 3 月，公司美国子公司长城移动有限公司与 VIZIO 签署《战略合作框架协议》，将公司大麦 OTT 平台和应用等整合在 VIZIO 智能电视上。VIZIO 是美国最大的智能电视厂商和服务商，被 Inc. 500 杂志排名计算机与电子产品类私人企业第 1 名。
- ◆ 我们认为，双方的合作将有助于公司建立世界领先的 OTT 交付平台，推动公司成为国际市场主流的 OTT 服务提供商之一，并为打开北美华人市场奠定良好基础。

二是收购美国亚裔龙头电信运营商——Vertex（擎天电讯）及关联公司。

- ◆ 2015 年 4 月，公司通过美国全资子公司鹏博士投资控股有限公司以 900 万美元收购了美国擎天电讯及关联公司 100% 的股权。擎天电讯成立于 1996 年，总部设在美国加州，是美国亚裔龙头电信运营商，拥有美国联邦通信委员会 FCC214 执照、加州公用事业监管委员会（CPUC）执照、加州固网执照（CLEC）、香港电信管理局公共非专利电讯服务 HK PNETs（1502）、中国系统集成、多家美国电信运营商的合作协议等特许经营许可，主要服务于华人家庭和中小企业互联网及通信服务。
- ◆ 我们认为，擎天电讯与公司发展战略吻合，收购后有利于公司快速获得相关业务资源和合作资源，快速打开北美华人市场。

三是收购美国 Giggle Fiber（古歌宽带），获光纤节点、有线电视执照、转售资质等。

- ◆ 2016 年 3 月，公司全资孙公司擎天电讯以 1500 万美元收购了美国古歌宽带 100% 的股权。古歌宽带成立于 2014 年 4 月，是一家在洛杉矶地区从事互联网接入和电话视频服务业务的运营商，拥有光纤线缆 249.8 英里，光纤节点 65 个，覆盖用户约 3 万户，在网用户约 6000 户，拥有加州有线电视执照和加州长途业务执照，并与 AT&T 和 Verizon 签有转售业务协议和互联互通协议，与 AT&T、Verizon、洛杉矶水利与电力公司、南加州爱迪生电力公司签有路权协议，可租用其线杆资源。
- ◆ 我们认为，古歌宽带是美国视频、语音及宽带接入方面的本地运营商，处于美国华人聚居区，收购完成后，将有助于公司在美国搭建云数据中心平台，通过云 CDN、云传输、网真等技术承载全球 OTT 平台，提升客户体验。

总体来看，公司在海外市场的布局具有三大战略意义：一是提升品牌的国际知名度，吸引更多的合作伙伴将其内容资源放在公司的 OTT 平台上，助力“端”；二是打通海外节点，打造全球数据中心集群，提升公司“云”和“管”的业务体验及竞争力；三是为公司的可持续发展提供储备，虽然海外市场在短期内不太可能大规模盈利，但从中长期来看，拓展海外市场是大势所趋，提前布局利于业绩提升。

4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 95.65 亿元、113.10 亿元和 130.94 亿元，归母净利润分别为 9.47 亿元、11.70 亿元和 13.49 亿元，EPS 分别为 0.68 元、0.84 元和 0.96 元，对应 PE 分别为 26.5 倍、21.5 倍和 18.6 倍。

考虑到 A 股上市公司中，可比公司较少，因此采用 PEG 估值法。我们预计公司 2016 年 PEG 为 0.82，小于 1。考虑到公司作为民营宽带龙头，拥有国内最大规模的中立数据中心（IDC）集群，且“云管端”战略持续推进，公司有望受益“宽带中国”战略保持快速发展，公司的 PEG 应该不低于 1。不考虑溢价，当 PEG=1 时，对应 PE 为 32.2 倍，给予公司 6 个月目标价 21.89 元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

宽带接入市场竞争加剧，公司宽带用户增速放缓、ARPU 快速下降；
公司“云管端”战略发展不及预期。

表 6: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3216	4187	7029	11281	15990	营业收入	6963	7926	9565	11310	13094
货币资金	1903	2719	5151	8951	13186	营业成本	2831	3236	3804	4464	5212
应收账款	275	230	288	341	395	营业税金及附加	131	37	143	170	196
其他应收款	272	260	314	371	430	营业费用	2100	2704	3252	3845	4517
预付款项	441	487	544	611	689	管理费用	990	1147	1387	1640	1833
存货	61	78	89	98	111	财务费用	89	70	-39	-71	-111
其他流动资产	245	383	629	891	1159	资产减值损失	171.51	36.39	35.00	35.00	35.00
非流动资产合计	12131	14402	13181	11912	10643	公允价值变动收益	-0.22	-8.70	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	422	480	480	480	480	投资净收益	7.14	64.26	41.44	37.61	47.77
固定资产	8197.51	10217.33	9258.32	8075.31	6829.35	营业利润	657	751	1024	1265	1458
无形资产	66	125	112	100	87	营业外收入	19.04	56.74	29.30	35.03	40.36
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	4.55	8.71	6.19	6.48	7.13
资产总计	15347	18590	20210	23193	26633	利润总额	671	799	1048	1293	1491
流动负债合计	8772	11335	12271	14551	17179	所得税	138	81	98	122	140
短期借款	1	0	0	0	0	净利润	534	718	949	1172	1351
应付账款	2168	3010	2710	3180	3713	少数股东损益	0	1	2	2	2
预收款项	5360	6624	8155	9964	12060	归属母公司净利润	534	717	947	1170	1349
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	1971	2415	2245	2463	2617
非流动负债合计	1623	1704	1673	1673	1673	BPS (元)	0.39	0.51	0.68	0.84	0.96
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	1391	1395	1395	1395	1395		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	10395	13039	13944	16223	18852	成长能力					
少数股东权益	47	54	56	58	60	营业收入增长	19.67%	13.83%	20.68%	18.24%	15.77%
实收资本 (或股	1391	1400	1400	1400	1400	营业利润增长	25.91%	14.36%	36.39%	23.43%	15.31%
资本公积	1825	1990	1990	1990	1990	归属于母公司净利	32.53%	34.14%	32.17%	23.48%	15.36%
未分配利润	1524	2028	2312	2663	3067	获利能力					
归属母公司股东	4905	5497	6198	6900	7710	毛利率 (%)	59.35%	59.17%	60.23%	60.53%	60.19%
负债和所有者权	15347	18590	20198	23182	26622	净利率 (%)	7.67%	9.06%	9.92%	10.36%	10.32%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
单位: 百万元						ROE (%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		3.48%	3.85%	4.69%	5.04%	5.07%
经营活动现金流	3831	4658	2759	4199	4654	偿债能力					
净利润	534	718	949	1172	1351	资产负债率 (%)	68%	70%	69%	70%	
折旧摊销	1225.24	1594.22	1260.09	1268.79	1269.45	流动比率	0.37	0.37	0.57	0.78	0.93
财务费用	89	70	-39	-71	-111	速动比率	0.36	0.36	0.57	0.77	0.92
应收账款减少	0	0	-58	-53	-54	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1530	1810	2095	总资产周转率	0.50	0.47	0.49	0.52	0.53
投资活动现金流	-3216	-3955	-17	-1	10	应收账款周转率	19	31	37	36	36
公允价值变动收	0	-9	0	0	0	应付账款周转率	3.92	3.06	3.34	3.84	3.80
长期股权投资减	0	0	-38	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	7	64	41	38	48	每股收益 (最新摊	0.39	0.51	0.68	0.84	0.96
筹资活动现金流	-174	-203	-311	-397	-429	每股净现金流 (最新	0.32	0.36	1.74	2.71	3.02
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	3.53	3.92	4.43	4.93	5.51
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	9	9	0	0	0	P/E	45.97	35.04	26.51	21.47	18.61
资本公积增加	201	166	0	0	0	P/B	5.08	4.57	4.05	3.64	3.26
现金净增加额	441	500	2432	3800	4235	EV/EBITDA	12.39	9.85	9.51	7.13	5.09

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长, 7 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

阎贵成

北京大学学士、MBA, 7 年通信产业工作经验。2008 年起在中国移动从事市场运营、策略研究工作, 涉及行业信息化、海外通信、移动转售和资费策略等。2016 年加盟东兴证券研究所, 从事通信行业研究。

张志峰

北京邮电大学硕士, 具有多年通信行业咨询工作经验, 自 2012 年起从事通信行业咨询, 涉及战略规划、网络规划、移动转售和流量经营等专题研究。2016 年加盟东兴证券研究所, 从事通信行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。