

强烈推荐-A (维持)

鹏博士 600804.SH

目标估值: 23 元
当前股价: 16.25 元
2017 年 08 月 10 日

处于底部复苏的价值白马

基础数据

上证综指	3282
总股本(万股)	143213
已上市流通股(万股)	140768
总市值(亿元)	233
流通市值(亿元)	229
每股净资产(MRQ)	4.6
ROE(TTM)	11.5
资产负债率	65.6%
主要股东	深圳鹏博实业集团有
主要股东持股比例	8.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-26	-16
相对表现	-10	-37	-31



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《鹏博士(600804)一控股股东未来三个月计划增持2亿元, 股价处于大股东心理底部区间》2017-05-16
- 2、《鹏博士(600804)-业绩增速回升, “抢用户”进一步加快, 现金流环比持续改善, 继续重点推荐》2016-10-26
- 3、《鹏博士(600804)一用户增长超预期, 看好公司网络价值重估, 继续重点推荐》2016-08-19

王林

010-57601716
wanglin10@cmschina.com.cn
S1090514080005

周炎

0755-82853775
zhouyan3@cmschina.com.cn
S1090513070008

研究助理

冯骋

fengcheng@cmschina.com.cn

回顾我国宽带市场发展, 经历了“南电信、北联通”、“移动崛起”两个阶段, “三足鼎立”新格局已经逐渐形成, 在此背景下, 价格竞争态势趋缓, 并有望逐步过渡到云、视频等提升用户价值的核心竞争力上。公司是民营宽带龙头企业, 覆盖用户数目和宽带业务收入逐年提升。目前公司全国光纤网络布局已经完善, 光纤覆盖超过 200 多个大中城市, 覆盖家庭用户数过亿, 投资即将进入收获期。公司是国内规模最大的中立 IDC 运营商, 云、网业务协同性强, 从 IDC 到云服务, 发展潜力巨大, 相比国内可比公司, 公司 IDC 机柜价值明显低估, 具备较大提升空间。我们认为, 在行业价格竞争趋缓大背景下, 公司处于降本增效, 以及云&IDC、视频等新业务快速发展阶段, 未来业绩逐季恢复概率大。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.6 元、0.78 元和 0.93 元, 对应当前股价 PE 分别为 27X、21X 和 18X。我们看好公司作为优质白马长期价值再发现, 参考可比公司平均 PE, 我们给予公司 2018 年 PE 为 30X, 12 个月目标价 23 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **市场变化: 新寡头格局形成, 价格竞争态势趋缓, 大带宽推动平均价格改善。** 移动崛起打破“南电信、北联通”格局, 新“三足鼎立”已经形成, 过去粗放式扩规模模式将向精细化运营转变, 而竞争焦点也从价格逐步过渡到云、视频等提升用户价值的核心竞争力上。此外, 根据我们草根调研结果来看, 今年宽带市场价格已经平稳, 运营商大力推广大带宽产品, 也推动平均价格出现改善。
- **全国网络布局已臻完善, 投资有望进入放缓期。** 公司是民营宽带龙头企业, 覆盖用户数和宽带业务收入逐年提升, 当前全国“光纤网络”布局已经完善, 光纤覆盖超过 200 多个大中城市, 覆盖家庭用户数过亿, 投资即将进入收获期。随着公司逐步完成网络战略布局, 资本支出增长明显放缓, 我们判断公司未来 CAPEX 有望进入放缓期, 前期大量投入带来的折旧和摊销(D和A)将趋于稳定, 随着在网用户率的不断提升, 以及在云、视频等新业务的持续布局, D和A有望向E转换。
- **云服务&IDC, 云端价值有望重新发现。** 公司是国内规模最大的中立 IDC 运营商, 近年来 IDC 业务保持了稳定增长的态势, 2016 年 IDC 业务实现收入 11.70 亿元, 同比增长 33%, 营收占比达到 13%。同时在 IDC 和光纤网络资源基础之上, 公司持续发力云计算市场, 积极研发云网平台产品, 切实解决云端应用大规模高效部署、跨域网络快速构建等关键问题, 为用户快速构建智能、弹性、安全的全球云网。公司云、网业务协同性更强, 从 IDC 到云服务, 发展潜力巨大, 相比国内可比公司, 公司 IDC 机柜价值明显低估, 具备提升空间。
- **估值低位, 费用率改善, 业绩有望逐季恢复, 12 月目标价 23 元。** 横向看, 公司 PE 介于网络运营商与 IDC 服务商之间, EV/EBITDA 与大体量运营商接近, 远低于 IDC 服务商。纵向看, 当前估值已经回落到历史绝对低位。我们认为, 在价格竞争趋缓大背景下, 公司处于降本增效, 以及云&IDC、视频等新业务快速发展阶段, 未来业绩逐季恢复概率较大。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.6 元、0.78 元和 0.93 元, 对应当前股价 PE 分别为 27X、21X 和 18X。我们看好公司作为优质白马长期价值再发现, 参考可比公司平均 PE, 我们给予公司 2018 年 PE 为 30X, 12 个月目标价 23 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险提示: 行业竞争加剧, 资本支出加大, 新业务拓展、公司战略执行进度低于预期**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	7926	8850	9218	10246	11143
同比增长	14%	12%	4%	11%	9%
营业利润(百万元)	751	863	961	1265	1525
同比增长	14%	15%	11%	32%	21%
净利润(百万元)	717	767	848	1101	1316
同比增长	34%	7%	11%	30%	20%
每股收益(元)	0.51	0.54	0.60	0.78	0.93
PE	32.1	30.3	27.4	21.1	17.7
PB	4.2	3.7	3.6	3.2	2.8

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、市场变化：新寡头格局形成，价格竞争态势趋缓，大带宽推动平均价格改善	4
1、“移动崛起”打破“南电信、北联通”格局，家宽市场进入“三足鼎立”新阶段	4
2、“三足鼎立”格局下，竞争转向聚焦价值提升	5
3、草根调研：大力推广 100M 以上高带宽，平均价格出现改善	6
二、全国网络布局已臻完善，投资有望进入放缓期	8
1、已具备全国覆盖的光纤网络，投资进入收获期	8
2、投资进入放缓期，“D 和 A”向 E 转化	10
三、大力拓展云&IDC，云端价值有望重新发现	11
1、IDC 成为云时代 IT 资源生产中心，市场规模快速发展	11
2、公司大力发展 IDC&云服务，有望成为公司业绩新增长点	12
3、单机柜价值有望提升，从 IDC 到云服务发展潜力巨大	14
四、估值低位，费用率改善，业绩有望逐季恢复，12 月目标价 23 元	15
1、横纵向看，当前估值处于低位	15
2、成本费用已经改善，未来公司业绩逐季恢复概率大	16
3、投资建议：业绩恢复期，低估白马价值再发现，维持“强烈推荐-A”的投资评级，12 个月目标价 23 元	18

图表目录

图 1：固网宽带市场竞争进入新阶段（单位：万户）	4
图 2：固网宽带市场发展重要事件	5
图 3：三大运营商近三年每季净增用户数	6
图 4：三大运营商 ARPU 值（单位：元）	6
图 5：2016 年-2017 年调研宽带用户结构变化	7
图 6：2016 年-2017 年调研宽带价格变化区间占比	7
图 7：近年来，运营商 100M 价格变化趋势	7
图 8：折旧摊销与净利润的比例逐渐提升	10
图 9：网络发展改变 IT 供给模式，催生云时代	11
图 10：云时代下，IDC 内涵不断演进成为 IT 资源的生产中心	11
图 11：三大因素共同推动云服务基础设施发展	12

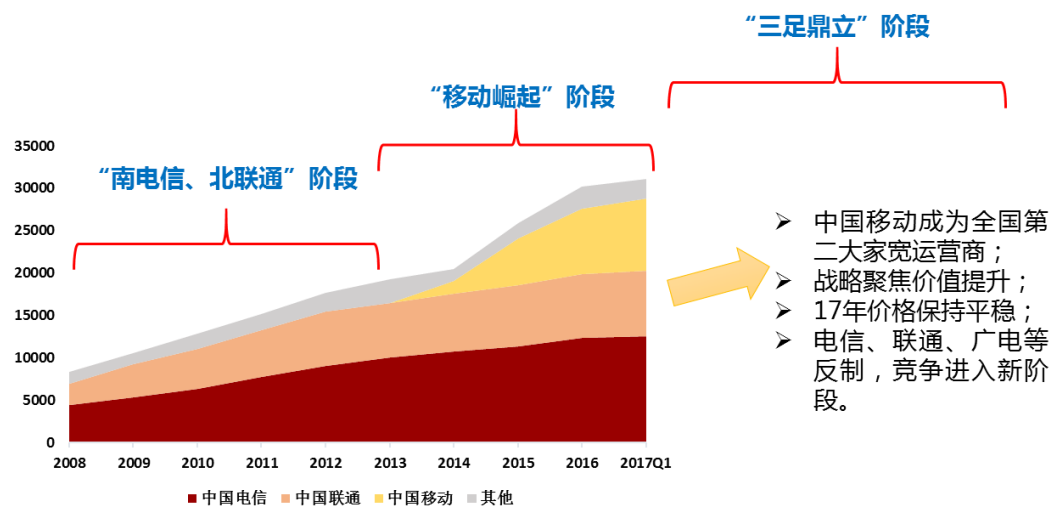
图 12: 全球 IDC 市场规模预测.....	12
图 13: 我国 IDC 市场规模预测.....	12
图 14: 鹏博士近几年机柜数增长情况.....	13
图 15: 近几年公司 IDC 业务营收情况.....	13
图 16: 鹏博士数据中心全国分布图.....	13
图 17: 鹏博士数据中心(北京区分布地图).....	13
图 18: 鹏博士单个机柜收入增长情况.....	14
图 19: EV/EBITDA 估值对比情况.....	15
图 20: PE 估值对比情况.....	15
图 21: 鹏博士 PE band.....	16
图 22: 近年总营收及同比增长情况.....	16
图 23: 近年净利润及同比增长情况.....	16
图 24: 公司经营活动净现金流.....	17
图 25: 近年公司毛利润及毛利率情况.....	17
图 26: 近年公司各项费用率情况.....	17
表 1: 三大运营商宽带发展战略.....	5
表 2: 近年来, 各大运营商之间反制措施.....	6
表 3: 各大运营商近三年资费情况.....	8
表 4: 运营商 FTTH 家庭覆盖数.....	9
表 5: 鹏博士云计算业务发展演进表.....	13
表 6: IDC 公司机柜数比较.....	15
表 7: 可比公司相对估值情况.....	18
表 8: 盈利预测简表.....	18
附: 财务预测表.....	20

一、市场变化：新寡头格局形成，价格竞争态势趋缓，大带宽推动平均价格改善

1、“移动崛起”打破“南电信、北联通”格局，家宽市场进入“三足鼎立”新阶段

回顾我国近 10 年家庭宽带市场发展，经历了“南电信、北联通”、“移动崛起”两个阶段，并且随着中移动家宽用户规模超过联通成为全国第二大家宽运营商，“三足鼎立”新格局已逐渐形成，在此背景下，过去粗放式拓展用户规模的模式将向精细化运营转变，而竞争焦点也从价格逐步过渡到云、视频等提升用户价值的核心竞争力上。

图 1：固网宽带市场竞争进入新阶段（单位：万户）



资料来源：工信部、运营商公告、招商证券整理

中国固网宽带市场经历近二十年的发展，可以分为以下三个阶段：

- **“南电信、北联通”阶段（2013年及以前）：**在 2013 年之前，我国基础运营商在固网宽带的分布上具有很强的地域性，以黄河为界北方 10 省为联通的优势区域，而其他的 21 省是电信的强势地区，“南电信、北联通”格局非常稳固。
- **“移动崛起”阶段（2013年至今）：**中国移动自收购铁通资产，获得了有线宽带牌照以来，在固网宽带上连续投入超过 1600 亿元（超过中国联通过去 10 年累计投入），同时在营销策略额上，通过“以移带固”、“低价策略”等手段快速抢占市场，一度使市场竞争明显加剧，打破了“南电信、北联通”的固网宽带双寡头局面。
- **“三足鼎立”阶段（2017年以后）：**中国移动自去年十月首次超越中国联通后，跃升为我国第二大固网宽带用户运营商。“三足鼎立”的三寡头格局正逐渐形成，一方面移动开始战略聚焦用户价值提升，17 年未有进一步价格下调；另一方面，电信、联通、广电等也针对移动开展各类反制措施，市场整体进入平衡状态，价格竞争正转向聚焦云、视频等提升用户价值核心竞争力方面。

图 2: 固网宽带市场发展重要事件



资料来源：招商证券整理

2、“三足鼎立”格局下，竞争转向聚焦价值提升

一方面，随着中移动市场份额逐步扩大，家宽市场的新三寡头格局已经确立，通过低价策略进行跑马圈地也接近尾声，未来三大运营家宽战略都聚焦差异化的核心能力，以提升用户粘性和价值，聚焦价值提升战略将成为未来新的战略重点。从这角度来看，价格竞争不具备持续性，差异化服务与核心竞争力的提升才是长期发展的立足点。

表 1: 三大运营商宽带发展战略

运营商	宽带发展战略
中国移动	公司坚持「提速、提质、定向」策略，稳步推进有线宽带发展，完善宽带产品品质服务体系，提升服务能力，而且重视维护行业整体价值，致力推动业务良性发展。并推动自有品牌智能家庭网关的发展，抢占数字家庭入口，家庭数字化产品“魔百和”用户突破 2280 万，宽带用户价值稳步提升。
中国联通	中国联通聚焦差异化竞争，积极巩固和提升宽带业务“品质+服务”差异化竞争优势，全面提升用户网络速率，丰富 4K 高清视频等高速率内容应用，提升端到端网络感知及服务体验，以“智慧沃家”驱动家庭互联网创新业务加速发展。
中国电信	中国电信将构建全球领先的光纤宽带网络，基本实现全光网，城市区域布局千兆宽带接入网，农村区域通过光网与 4G 协同覆盖优化网络。布局宽带周边产品，产生新突破。中国电信天翼高清收入增长 24%，总收入近 49 亿元；IPTV 在中国的市占率达到 70%；bestpay 平均月活跃用户大于 1600 百万人，其中参与的商户大于 30 万。

资料来源：运营商官网、招商证券整理

另一方面，我国固网宽带市场属于寡头格局，中国移动快速做大的背景下，原有在位优势者中国电信、中国联通、甚至广电纷纷在移动和固网业务上采取措施反制中国移动，我们判断在进入三足鼎立的格局下，单纯价格竞争并非寡头格局整体利益所在，各方博弈有望推动市场进入相对平衡状态。

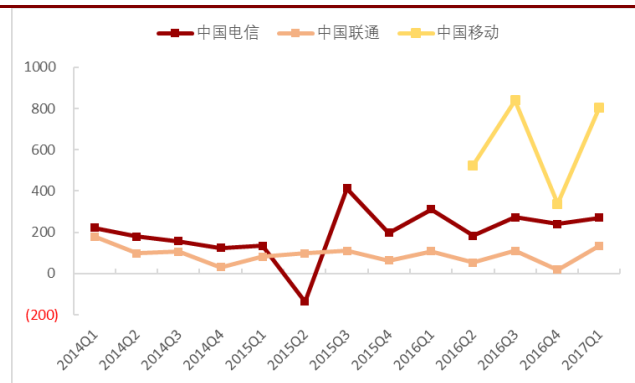
表 2: 近年来, 各大运营商之间反制措施

	时间	事件
移动业务	2015 年 12 月	中国电信与中国联通联合发布《六模全网通终端白皮书》, 大力推广全网通终端普及
	2016 年 1 月	中电信与中联通达成合作协议, 将通过开放、共享包括网络、业务和服务在内的各类资源, 以及探索业务、资本等各层面的合作, 构建行业发展新业态, 推进网络共建共享。
	2017 年 3 月	中国电信联合中国联通 31 日正式发布了推广六模全网通终端的五大行动举措, 双方计划联合相关企业共同发力, 推动全网通国标普及, 进一步推进提速降费工作落实, 让消费者得到更多便利和实惠。
固定业务	2016 年 6 月	中国电信中国联通发布《宽带服务白皮书》和《4K 智能机顶盒白皮书》, 共同推进宽带业务发展, 并积极推进三网融合, 实现 IPTV 业务的良性发展, 为用户提供更丰富优质的视频业务体验。
	2016 年 8 月	中国联通清洗“流量穿透”, 反击中国移动在固网宽带市场的迅猛发展。
	2017 年 6 月	广电总局退回中国移动 IPTV 牌照申请, 并要求中国移动、中国联通对 IPTV 传输服务中存在的问题进行整改

资料来源: 互联网资料、招商证券整理

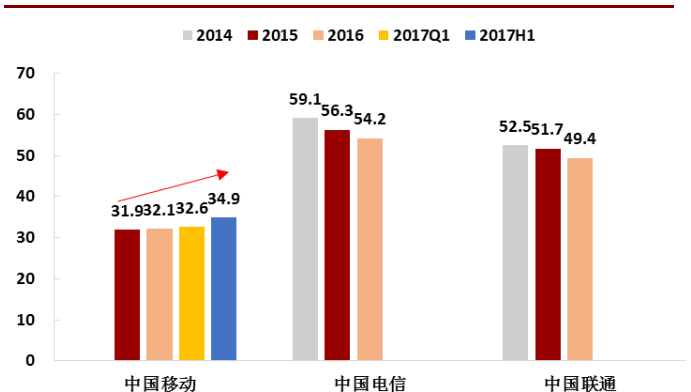
从最近用户发展和 ARPU 值情况来看, 用户新增数方面, 中国移动宽带用户数增长处于绝对领先地位; 而经历 2015 年的持续下滑后, 中国联通和中国电信已经逐步稳住阵脚, 走出下滑趋势, 实现平稳增长。用户 ARPU 值方面, 移动 2017 一季度和上半年固网宽带用户 ARPU 为 32.6 元和 34.9 元, 相对 2016 年和 2015 年基本维持稳中有升的格局, 并未出现价格竞争加剧的情况。

图 3: 三大运营商近三年每季净增用户数



资料来源: 运营商运营报告、招商证券整理

图 4: 三大运营商 ARPU 值 (单位: 元)

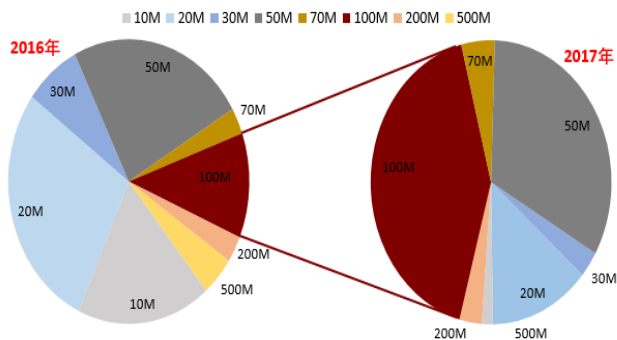


资料来源: 运营商年报, 招商证券整理

3、草根调研: 大力推广 100M 以上高带宽, 平均价格出现改善

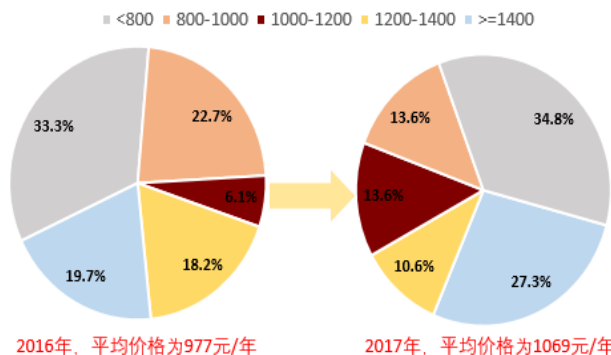
为了更好地理解当前固网宽带市场的变化, 我们对于北京地区近 300 位宽带用户进行调研采访。根据我们调研, 近期三大运营商的一个明显变化: 均开始大力推广 100M 甚至更高速率宽带产品。中国移动自 2016 年大幅降价后, 2017 年仍然保持低价策略并首推 200M 业务; 中国联通 100M 宽带价格逐年下降, 今年新装用户取消 20M、50M 速率档产品, 同时积极推出 200M、500M 大宽带; 中国电信近三年价格保持稳定, 2017 年通过半价优惠措施吸引消费者使用 100M 宽带, 并推出 200M 速率档。

图 5: 2016 年-2017 年调研宽带用户结构变化



资料来源: 招商证券整理

图 6: 2016 年-2017 年调研宽带价格变化区间占比

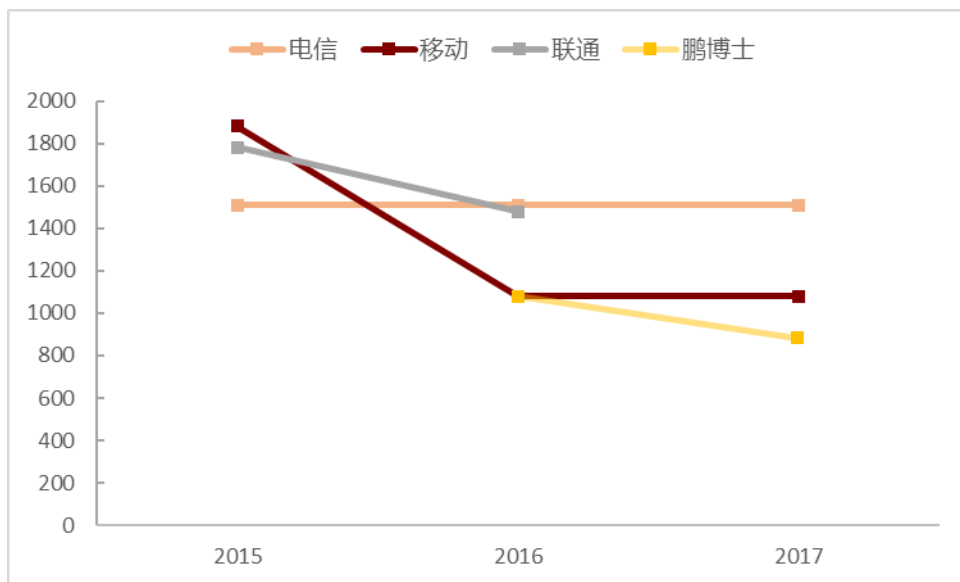


资料来源: 招商证券整理

根据我们在北京地区近 300 位用户的实际调研情况, 其中 100M 用户占比从 2016 年 12% 到 2017 年占比超过 42%, 运营商对 100M 的优惠措施使得用户结构向高宽带方向发展。尽管优惠力度不减, 随着用户结构向高宽带迁移, 用户为宽带支付的平均价格仍保持平稳并有小幅上升, 平均价格从 977 元/年上升到 1069 元/年。

从套餐绝对价格看, 价格收敛、竞争趋缓。从 100M 单宽带的价格调研结果来看: 中移动经过 2016 年大幅降价后, 2017 年未有价格下调, 仍为 1280 元, 同时电信和联通 2017 年跟进降价, 鹏博士与电信价格最低, 为 980 元和 880 元但基本趋于一致, 未来运营商之间价格竞争态势逐渐趋缓。面对市场环境的变化, 三大运营商分别采取多样化的优惠措施来吸引消费者:

图 7: 近年来, 运营商 100M 价格变化趋势



资料来源: 运营商官网、招商证券整理

- **中国移动 2017 年价格未有下降。**自移动 2015 年收购中国铁通进入宽带市场后, 采取低价策略抢占市场, 迫使其他运营商纷纷降价应对其带来的冲击, 随着中国移动在宽带市场逐渐成熟, 其用户总数成功超越联通, 且价格仍具有优势, 带来降价幅度的减缓, 营销策略发生变化。从调研结果来看, 中国移动 20M、50M、100M

宽带价格 2016 年同比下降 22.2%、42.6%、52.2%，2017 年各档位价格与去年保持一致。

- **中国电信整体价格平稳，100M 降价大力促销。** 中国电信在北京地区的价格近三年保持稳定，为了推广使用 100M 宽带，中国电信采取“一年 880 元”，“两年 1380 元”，“买一年送一年”等促销活动，但其促销优惠活动具有阶段性，长期来看中国电信没有采取大范围降价活动以应对中国移动带来的冲击，市场较为稳定。
- **中国联通提速不提价，整体保持高价位。** 中国联通近三年通过提速不提价策略，逐步取消 20M，50M 低宽带的策略，将用户结构向 100M 及以上高宽带转型，尽管也推出“买 6 送 1”，“买 10 送 4”，“买 18 送 10”的促销优惠，但整体仍处于高位。
- **鹏博士整体处于价格低位，继续向下调价压力不大。** 鹏博士下属长城宽带价格在各档位已经处于低位，在价格竞争趋稳背景下，继续向下调价空间不大。

表 3: 各大运营商近三年资费情况

年份	电信				移动				联通					鹏博士（长城宽带）		
	20M	50M	100M	200M	20M	50M	100M	200M	20M	50M	100M	200M	500M	20M	50M	100M
2015 年	1500	1510	1610	-	900	1880	2680	-	1480	1780	1980	-	-	-	-	-
2016 年	1500	1510	1610	-	700	1080	1280	-	-	1480	1780	-	-	880	1080	1280
2017 年	1500	1510	880	1710	700	1080	1280	1680	-	-	1480	1780	1980	-	880	980

资料来源：招商证券整理

二、全国网络布局已臻完善，投资有望进入放缓期

1、已具备全国覆盖的光纤网络，投资进入收获期

公司是民营宽带龙头企业，覆盖用户数目和宽带业务收入逐年提升。截至 2016 年末，公司宽带接入业务总营收为 88.5 亿，网络覆盖用户达到 10762 万，在网用户超过 1359 万，公司行业影响力不断提升，这使公司相较于其他民营资本宽带运营商，具有绝对的优势。公司业务覆盖范围超过 211 个经济发达地区的大中城市，其中在北京、上海、广州、深圳、天津、武汉、沈阳、大连、青岛等城市，公司的宽带接入市场份额除基础运营商以外，排在第一。

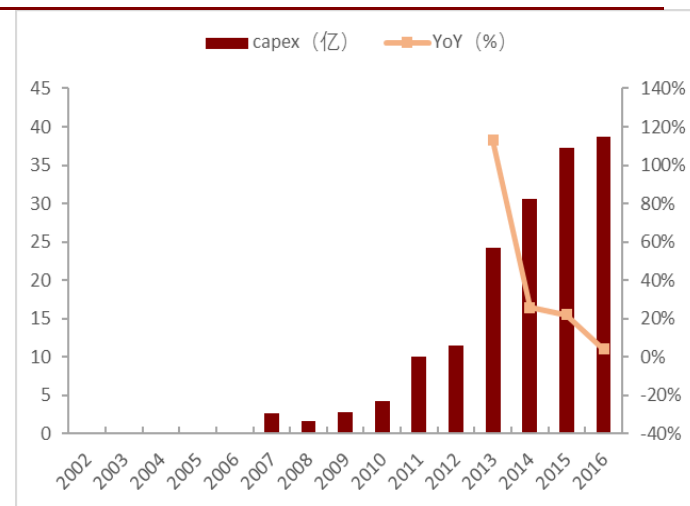
FTTH 端口数	中国电信	中国联通	中国移动	鹏博士
FTTH 覆盖家庭用户数 (亿户)	3.9	2.1	2.6	1.07

资料来源：工信部、公司年报、招商证券

2、投资进入放缓期，“D 和 A”向 E 转化

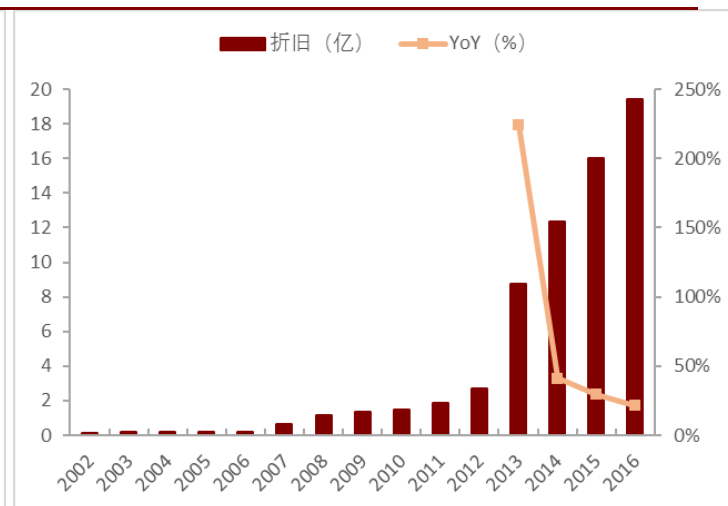
公司自上市以来一直处于网络大发展的持续投入期，资本支出和折旧快速上涨，2012 年收购长城宽带后，均有大幅度上升，其中资本支出增长率达到 113%，折旧增长率达到 224%，值得注意的是，公司的折旧和摊销已经接近净利润的 2.6 倍。随着公司逐步完成了 200 多个城市的网络战略布局，资本支出增长明显放缓，目前 CAPEX 基本保持平稳，我们判断公司未来 CAPEX 有望进入放缓期，前期大量投入带来的折旧和摊销 (D 和 A) 将趋于稳定，随着在网用户率的不断提升，E 利润将逐步释放。此外，随着资本支出减少，丰富的在手现金可以继续深化云、端方面和新业务布局，推动“D 和 A”逐步向 E 转化。

图 17: 鹏博士 CAPEX 情况



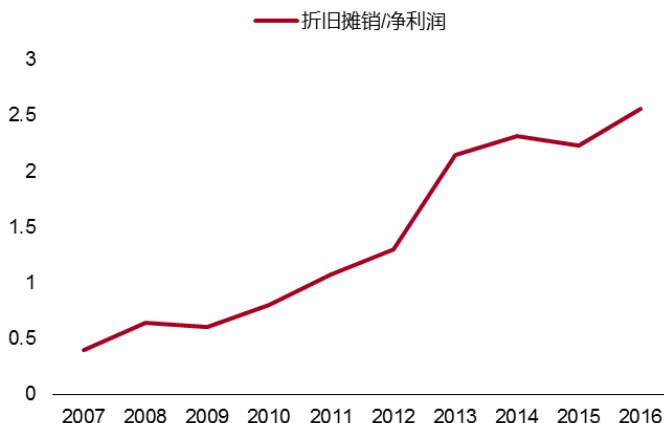
资料来源：wind，招商证券整理

图 18: 鹏博士折旧情况



资料来源：wind，招商证券整理

图 8: 折旧摊销与净利润的比例逐渐提升



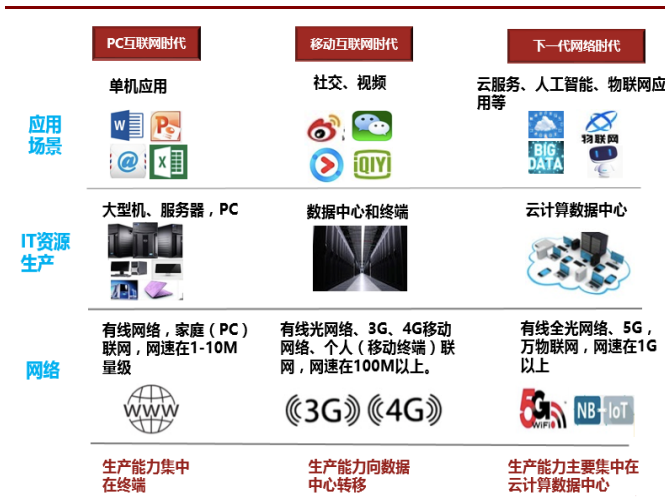
资料来源: wind、招商证券整理

三、大力拓展云&IDC，云端价值有望重新发现

1、IDC 成为云时代 IT 资源生产中心，市场规模快速发展

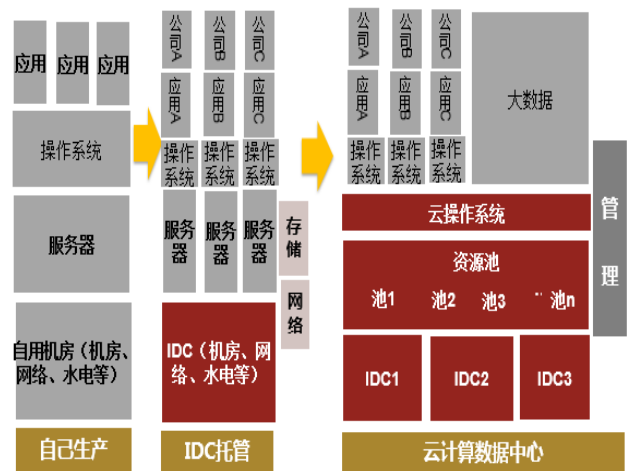
随着网络承载的场景不断丰富，内容服务成为网络核心。而同时网络的发展又进一步改变 IT 供给模式，催生云时代。全球范围内，传统 IT 云化的趋势逐渐明朗，云计算最终将会成为 IT 基础资源。未来随着有线全光网络、5G，万物联网的到来，网速将达到 1G 以上，生产能力将主要集中在云计算数据中心。

图 9：网络发展改变 IT 供给模式，催生云时代



资料来源: 招商证券整理

图 10：云时代下，IDC 内涵不断演进成为 IT 资源的生产中心

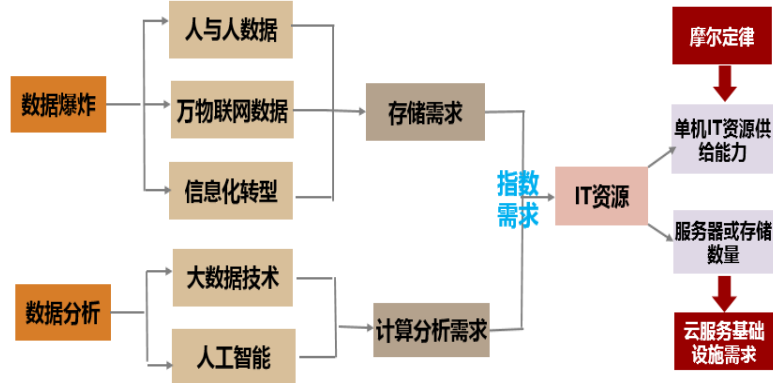


资料来源: 招商证券整理

IDC 作为互联网数据中心，提供的业务可以分为基础服务、增值服务两大类，其中云计算重点改变增值业务。云计算的到来，增值服务将成为数据中心的重点转型方向，IDC 内涵不断演进成为 IT 资源的生产中心。

未来，大数据、人工智能和摩尔定律失效共同推动云服务基础设施发展。我们目前处于数据爆炸时代，大量数据产生于人与人之间的互动，万物互联挖掘出海量数据，同时大量企业信息化转型，从而加大了对数据存储的需求。而且伴随着云计算、大数据、人工智能等技术的发展推动对于数据分析的需求，特别是大数据的出现需要将海量非结构化数据进行分析处理提取有用信息。此外，摩尔定律正面临失效，单机 IT 资源供给能力受到摩尔定律限制，IT 资源能力向集群计算转变，直接推动云服务基础设施发展。

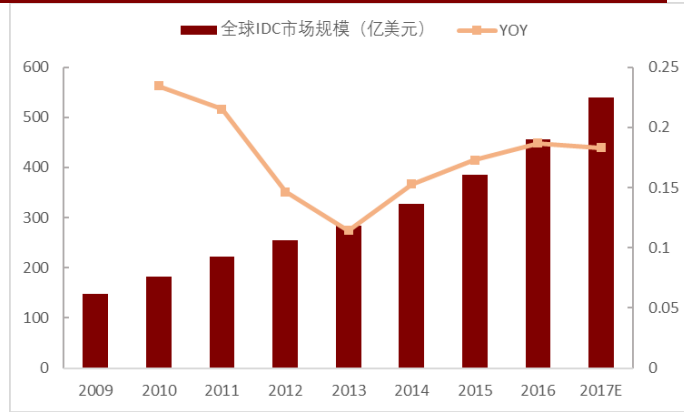
图 11：三大因素共同推动云服务基础设施发展



资料来源：招商证券整理

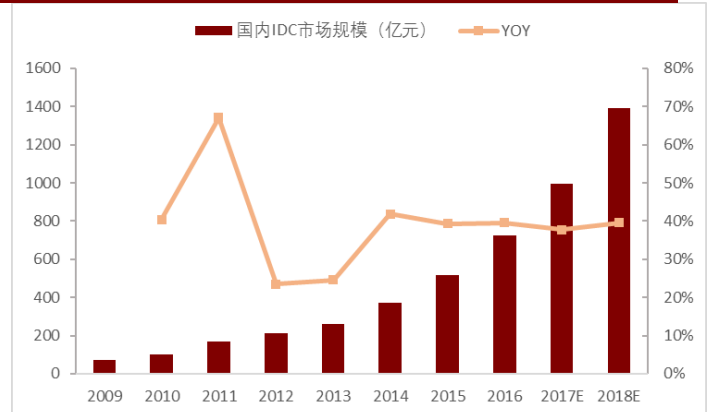
近年来，受益于云计算、视频、游戏等产业需求的持续推动，作为互联网基础资源的 IDC 行业维持高景气度。从全球来看，数据中心市场规模保持着快速的增长，2016 年全球 IDC 市场规模达到 456.5 亿美元，同比增速 18.69%。从国内来看，2016 年中国 IDC 市场规模达到 723.5 亿元，同比增长 39.51%，增速远超全球规模。根据 IDC 圈预测，未来 2 年，国内 IDC 市场规模的将保持近 40% 的增速，2018 年有望接近 1400 亿元。移动互联网、视频、网络游戏等垂直行业客户需求稳定增长，是拉动 IDC 市场规模的核心。

图 12：全球 IDC 市场规模预测



资料来源：网络资料，招商证券整理

图 13：我国 IDC 市场规模预测

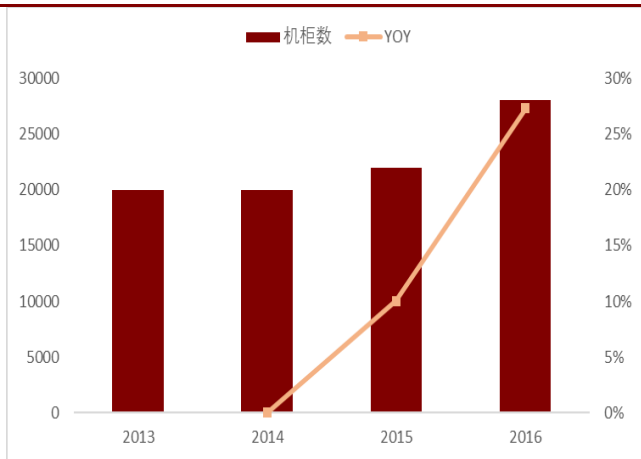


资料来源：中国 IDC 圈，招商证券整理

2、公司大力发展 IDC&云服务，有望成为公司业绩新增长点

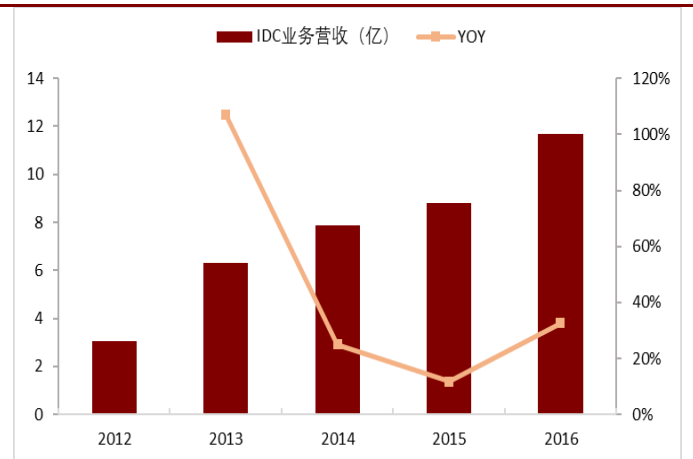
公司是国内规模较大的中立 IDC 运营商，近年来，公司 IDC 业务保持了稳定增长的态势，2016 年，公司 IDC 业务实现收入 11.70 亿元，同比增长 32.65%，营收占比达到 13.22%。

图 14: 鹏博士近几年机柜数增长情况



资料来源: 公司网站, 招商证券整理

图 15: 近几年公司 IDC 业务营收情况



资料来源: wind, 招商证券整理

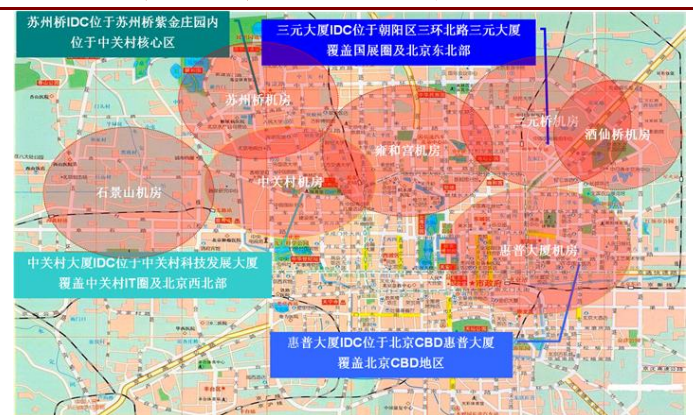
公司全球云数据中心集群按电信级 T4 标准建设, 秉承节能环保智慧理念, 全面适应国际数据中心 3.0 时代技术发展趋势, 其中三元桥和酒仙桥数据中心被中立第三方评测机构博睿数据检测中心评测为 2016 年北京机房网络质量排名第一和第二。

图 16: 鹏博士数据中心全国分布图



资料来源: 互联网资料, 招商证券整理

图 17: 鹏博士数据中心 (北京区分布地图)



资料来源: 公司网站, 招商证券整理

近两年, 公司逐渐发力云计算市场, 在全球范围内部署数据中心集群, 积极研发云网平台产品, 切实解决云端应用大规模高效部署、跨境网络快速构建等关键问题, 通过软件定义的方式为用户快速构建智能、弹性、安全的全球云网。目前已推出三大产品系列: 企业虚拟专网、数据中心高速专线、企业级云服务。

表 5: 鹏博士云计算业务发展演进表

日期	相关事件	对公司的影响
2011.09	收购北京树蛙科技 49%股权	为公司互联网流量控制与网络优化、云缓存、云主机、CDN 业务领域的发展提供技术支持
	收购北京希望公司 49%股权	以希望公司为主体构建基于 McAfee SaaS 的云安全平台

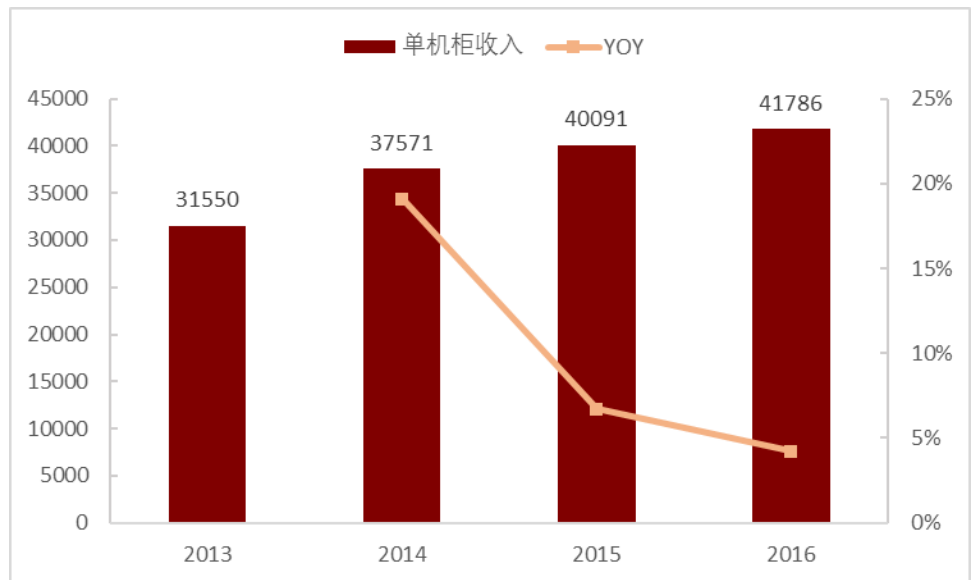
2012.01	与思科系统国际公司签署谅解备忘录	加强在云计算业务方面的合作，公司未来数据中心的建设将采用思科数据中心整体解决方案，以优化数据中心
2014.01	与韩国 KT 公司签署合作备忘录	加强云计算平台建设，完善 IDC 业务产业链和价值流，提高核心竞争力
2015.05	鹏博士在美发布全球 OTT 云战略，并荣获全球云计算大奖云鼎奖	为打造全球最大华人 OTT 服务平台提供了成功范例，成为中国首批在海外在向世界展现中国云计算实力的服务厂商
2017.01	计划投资 11.2 亿元建设 Open-NCloud 全球云网平台	Open-NCloud 全球云网平台计划面向全球建设超过 300 个高安全性云网节点，以及超过 3,000 个高可靠接入节点，真正实现跨地域、跨云的 SD-WAN 网络互联互通
2017.03	鹏博士顺利通过数据中心联盟“可信云”认证	获得权威认可，打造优质的安全云服务以及积累众多用户口碑
2017.06	鹏博士向全球范围正式发布运营商级别 SD-WAN 服务——鹏云 SWAN	成为中国第一个提供 SD-WAN 服务的电信运营商，鹏云 SWAN 依托鹏博士全球骨干网络，基于先进的 SD-WAN 和 NFV 技术与实践，向客户交付场景化的智能网络调度服务

资料来源：公司资料、招商证券整理

3、单机柜价值有望提升，从 IDC 到云服务发展潜力巨大

目前，鹏博士在北京、上海、广州、武汉等地已建成 20 余个 IDC，总面积超过 20 万平米，总机柜数超过 2.8 万，服务器总装机容量超过 33 万台，是国内规模最大的中立 IDC 厂商之一。从单机柜收入情况来看，近几年一直保持低速增长趋势。

图 18：鹏博士单个机柜收入增长情况



资料来源：公司报告、招商证券整理

国内从事 IDC 业务的相关公司包括光环新网、数据港、世纪互联、易昆尼克斯等，从机柜数量及单个机柜年收入来看，目前公司具有机柜数量优势，且其单个机柜年收入水平在国内行业中处于最低位。相比市场中其他可比公司，公司 IDC 资源业务协同性更强，潜在价值更大，估值至少百亿。

表 6: IDC 公司机柜数比较

	当前 IDC 机柜数量 (个)	IDC 年收入(万元)	单个机柜年收入(元)	规划机架/机柜数目
光环新网	9,500	69,805	73,479	在建项目全部达产后,将达到 4 万个机柜
世纪互联	26,380	266,866	101162	计划增加
鹏博士	26,000	117,000	45,000	未来超过 3 万个
科华恒盛	4,500	30,366	67,481	规划建设 13000-14000 个
数据港	6033	40,213	66655	-
易昆尼克斯	157400	2,090,952	132,843.	截止 2017Q3, 规划新增 18071 个机柜

资料来源: 公司年报、招商证券整理

从 IDC 到云, To B 业务潜力巨大。公司于 2012 年开始着力推进互联网内容提供商的引入工作, 并制定了“TOP10000 内容提供商引入战略”。通过这一战略的实施, 国内各大主流网站和内容提供商都已和公司建立了互联互通, 或将数据中心服务器部署在公司网内。目前公司用户上网时, 有 87% 的资源可以在本网访问, 在提高用户上网体验的同时也减少了网间互联的支出。我们认为, 公司拥有 top10000 重要互联网客户, 以及丰富网络、IDC、技术资源等, 未来随着云服务的进一步发展, to B ARPU 值会有较大幅度的提升, 发展潜力巨大。

四、估值低位, 费用率改善, 业绩有望逐季恢复, 12 月目标价 23 元

1、横纵向看, 当前估值处于低位

从横向对比看, 我们从 EV/EBITDA 和 PE (TTM) 两个指标, 与国内外可比 IDC 以及运营商相比较, 公司 PE 介于网络运营商与 IDC 服务企业之间, 而从 EV/EBITDA 指标看公司已经与国内外大体量运营商接近, 而远远低于 IDC 服务商。纵向看, 从历史 PE (TTM) 情况看, 公司当前估值已经回落到历史绝对低位 (鹏博士 2010 年 1 月至今期间, PE 最低值为 33.06), 仅为 33.8 左右, 也低于通信行业 46 的平均值。

图 19: EV/EBITDA 估值对比情况

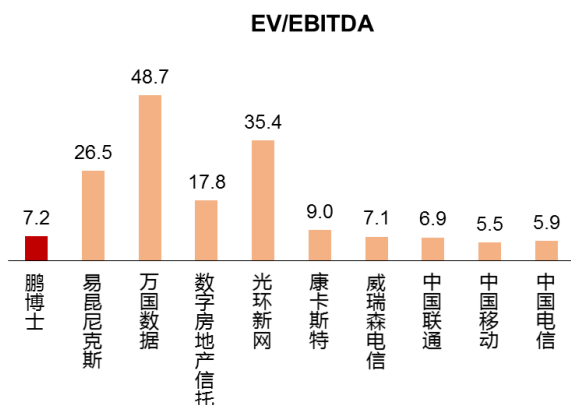
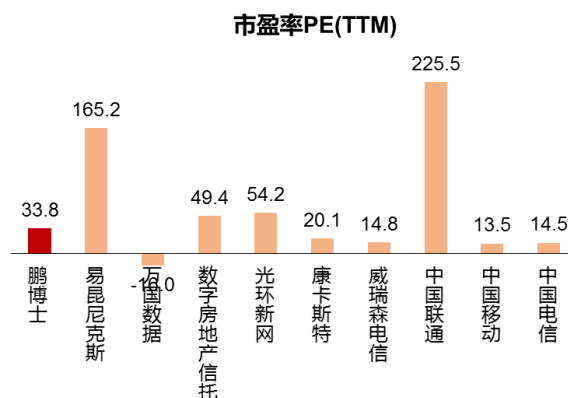


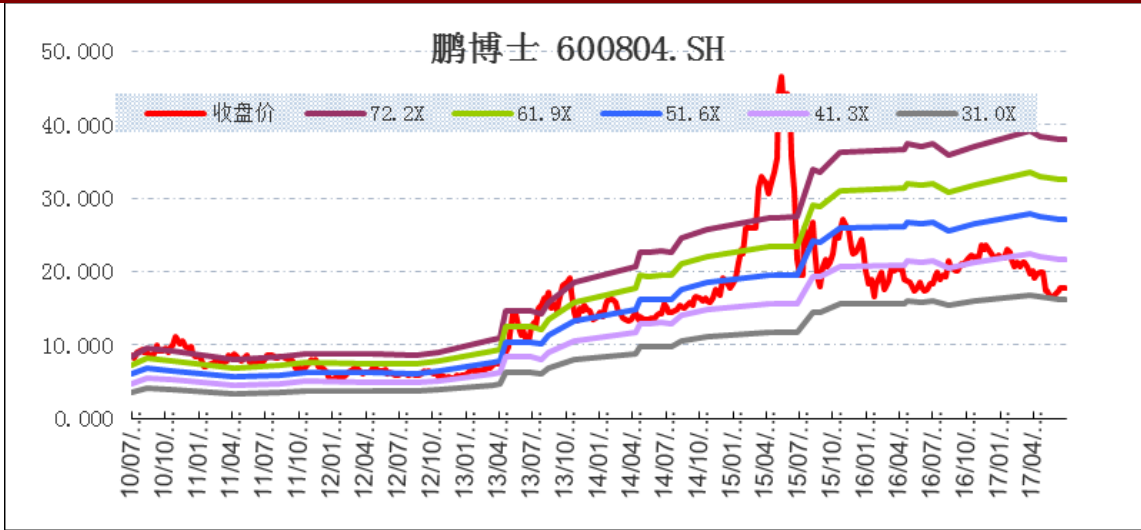
图 20: PE 估值对比情况



资料来源：互联网资料，招商证券整理

资料来源：公司网站，招商证券整理

图 21：鹏博士 PE band

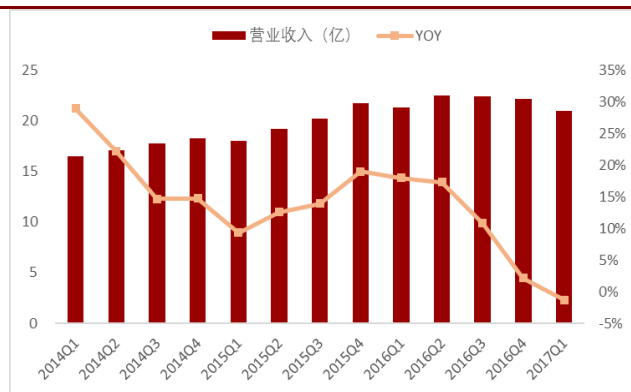


资料来源：Wind、招商证券整理

2、成本费用已经改善，未来公司业绩逐季恢复概率大

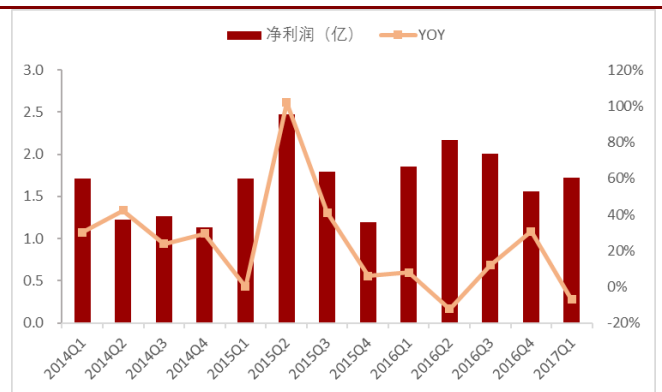
受到去年固网宽带市场竞争加剧影响，为了稳固现有用户和完成新增用户目标，公司进行了资费下调、宽带免费、增值服务、多业务打包等多向措施，更多让利于用户，造成公司 ARPU 值、毛利率同比下滑。2017 年一季度，公司总营收和净利润分别为 22.02 亿元和 1.72 亿元，同比下降 1.3%和 7.0%，公司一季度经营活动产生的现金流量净额 7.38 亿元，较上年同期减少 14%。

图 22：近年总营收及同比增长情况



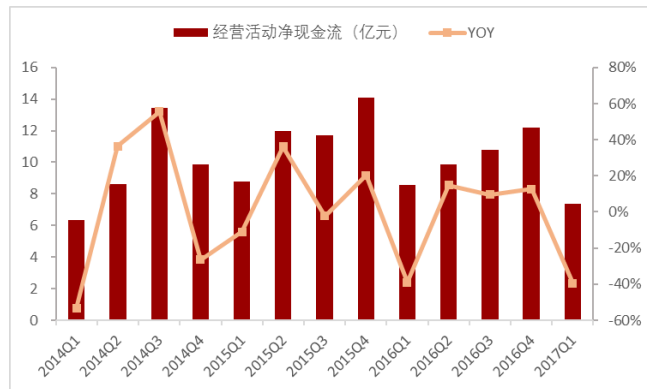
资料来源：wind，招商证券整理

图 23：近年净利润及同比增长情况



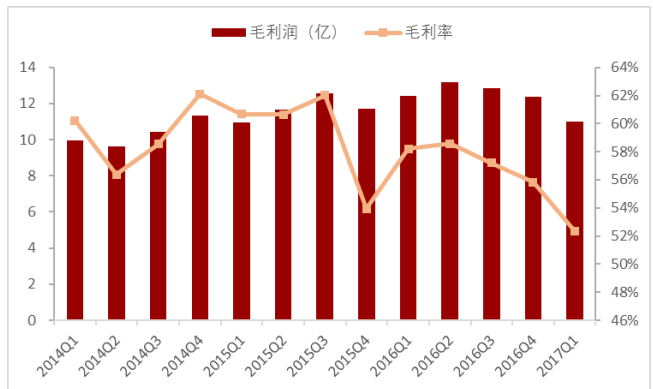
资料来源：wind，招商证券整理

图 24: 公司经营活动净现金流



资料来源: wind, 招商证券整理

图 25: 近年公司毛利润及毛利率情况

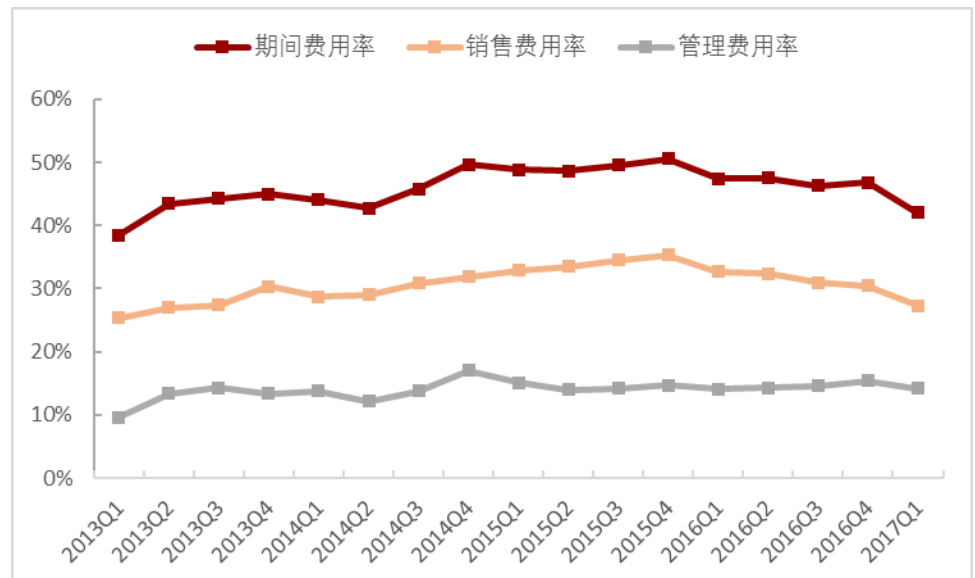


资料来源: wind, 招商证券整理

加强内部改善, 费用率保持多年下降趋势。公司积极推行信息化管理云平台, 实现业务流程、工单调度、系统派工的全新互联网管理手段, 改变传统运营商后台管理模式, 提升生产效率, 降低冗余人员, 降低成本费用, 使收入向一线员工倾斜, 真正实现员工绩效的提升。费用率保持连续多季下降趋势, 2017 年一季度期间费用率为 42%, 相较于去年同期大幅下降 7.2%, 销售费用率从去年同期的 32.7% 下降至 27.3%, 下降 5.4 个百分点。这主要是因为公司从去年开始进行人员调整、组织架构优化、提升运营效率的工作, 公司人员减少幅度达到 25%, 费用率大幅降低。

我们认为, 在宽带竞争格局趋于稳定, 未来 ARPU 值恢复可期的大背景下, 费用率持续改善, 未来公司业绩逐季恢复的概率较大。

图 26: 近年公司各项费用率情况



资料来源: wind, 招商证券整理

3、投资建议：业绩恢复期，低估白马价值再发现，维持“强烈推荐-A”的投资评级，12个月目标价23元

从行业角度看，固网宽带市场竞争已经进入三足鼎立新阶段，价格竞争在新寡头格局下并非各方利益所在，并不具备持续性。同时从公司所属发展阶段看，网络投资已经处于尾声未来将逐步放缓，随着在网用户率提升，前期网络投资将进入利润兑现期，此外，公司持续加大在云&IDC、视频等新兴业务的布局，这部分价值明显低估，存在价值提升空间。我们认为，在行业价格竞争趋缓大背景下，公司处于降本增效，以及云&IDC、视频等新业务快速发展阶段，未来业绩逐季恢复概率较大。预计2017-2019年EPS分别为0.6元、0.78元和0.93元，对应当前股价PE分别为27X、21X和18X。我们看好公司作为优质白马长期价值再发现，参考可比公司平均PE，我们给予公司2018年PE为30X，12个月目标价23元，维持“强烈推荐-A”投资评级。

表7：可比公司相对估值情况

	股价	总市值	EPS				PE				PB	PS
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E		
网宿科技	11.80	284.0	0.52	0.66	0.87	0.83	22.7	18.0	13.6	14.3	3.9	6.4
光环新网	13.42	194.1	0.23	0.34	0.49	0.61	57.9	39.6	27.4	22.1	3.0	8.4
歌华有线	14.14	196.8	0.52	0.58	0.64	0.67	27.1	24.4	22.1	21.0	1.6	7.4
华星创业	8.02	34.4	0.17	0.30	0.37	0.35	45.8	26.3	21.8	23.0	3.5	2.6
亿联网络	315.6	235.7	5.79	8.27	11.28	15.17	54.5	38.2	28.0	20.8	29.3	25.5
科华恒盛	36.95	100.2	0.63	1.46	1.41	1.69	58.4	25.3	26.2	21.9	3.1	10.1
高升控股	16.66	85.2	0.22	0.46	0.64	0.86	76.7	36.2	25.9	19.3	2.4	7.4
中信国安	10.31	404.1	0.06	0.07	0.10	0.13	175.6	142.8	106.6	80.3	6.0	8.4
算术平均							54.4	33.8	26.6	23.6	6.6	9.5
中值							56.2	31.3	26.1	21.4	3.3	7.9

资料来源：Wind、招商证券整理

表8：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7926	8850	9218	10246	11143
营业成本	3236	3766	4379	4867	5293
营业税金及附加	37	17	18	20	21
营业费用	2704	2798	2526	2706	2834
管理费用	1147	1292	1312	1421	1523
财务费用	70	71	19	(36)	(57)
资产减值损失	36	39	0	0	0
公允价值变动收益	(9)	16	16	16	16
投资收益	64	(19)	(19)	(19)	(19)
营业利润	751	863	961	1265	1525
营业外收入	57	71	71	71	71
营业外支出	9	7	7	7	7
利润总额	799	927	1025	1329	1589
所得税	81	168	185	239	285
净利润	718	759	840	1090	1303

少数股东损益	1	(8)	(8)	(11)	(13)
归属于母公司净利润	717	767	848	1101	1316
EPS (元)	0.51	0.54	0.60	0.78	0.93

资料来源：公司数据、招商证券整理

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4187	4429	5010	7919	10669
现金	2719	2630	3094	5789	8353
交易性投资	27	7	7	7	7
应收票据	1	1	1	1	1
应收款项	230	291	283	315	343
其它应收款	260	364	380	422	459
存货	78	80	84	93	102
其他	870	1056	1162	1292	1405
非流动资产	14402	16079	16017	15367	14834
长期股权投资	480	483	483	483	483
固定资产	10217	11518	11580	11032	10580
无形资产	125	168	151	136	122
其他	3580	3911	3803	3717	3648
资产总计	18590	20508	21027	23286	25502
流动负债	11335	13745	14131	15555	16798
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3010	3446	4006	4453	4843
预收账款	6624	7239	8416	9355	10174
其他	1700	3060	1709	1747	1781
长期负债	1704	376	376	376	376
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1704	376	376	376	376
负债合计	13039	14120	14507	15931	17174
股本	1400	1414	1414	1414	1414
资本公积金	1849	2123	2123	2123	2123
留存收益	2247	2811	2953	3799	4785
少数股东权益	54	39	30	19	6
归属于母公司所有者权益	5497	6349	6490	7336	8322
负债及权益合计	18590	20508	21027	23286	25502

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	4658	4139	4693	4418	4341
净利润	717	767	848	1101	1316
折旧摊销	1937	2404	2162	2150	2034
财务费用	108	112	19	(36)	(57)
投资收益	(64)	19	4	4	4
营运资金变动	1919	820	1668	1208	1054
其它	42	17	(8)	(9)	(11)
投资活动现金流	(3955)	(3684)	(2104)	(1504)	(1504)
资本支出	(3727)	(3876)	(2100)	(1500)	(1500)
其他投资	(228)	192	(4)	(4)	(4)
筹资活动现金流	(203)	(246)	(2125)	(219)	(274)
借款变动	524	1615	(1399)	0	0
普通股增加	9	14	0	0	0
资本公积增加	24	274	0	0	0
股利分配	(696)	(700)	(707)	(254)	(330)
其他	(65)	(1449)	(19)	36	57
现金净增加额	441	500	2104	3524	5286

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7926	8850	9218	10246	11143
营业成本	3236	3766	4379	4867	5293
营业税金及附加	37	17	18	20	21
营业费用	2704	2798	2526	2706	2834
管理费用	1147	1292	1312	1421	1523
财务费用	70	71	19	(36)	(57)
资产减值损失	36	39	0	0	0
公允价值变动收益	(9)	16	16	16	16
投资收益	64	(19)	(19)	(19)	(19)
营业利润	751	863	961	1265	1525
营业外收入	57	71	71	71	71
营业外支出	9	7	7	7	7
利润总额	799	927	1025	1329	1589
所得税	81	168	185	239	285
净利润	718	759	840	1090	1303
少数股东损益	1	(8)	(8)	(11)	(13)
归属于母公司净利润	717	767	848	1101	1316
EPS (元)	0.51	0.54	0.60	0.78	0.93

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	14%	12%	4%	11%	9%
营业利润	14%	15%	11%	32%	21%
净利润	34%	7%	11%	30%	20%
获利能力					
毛利率	59.2%	57.4%	52.5%	52.5%	52.5%
净利率	9.0%	8.7%	9.2%	10.7%	11.8%
ROE	13.0%	12.1%	13.1%	15.0%	15.8%
ROIC	13.1%	9.9%	12.4%	13.7%	14.5%
偿债能力					
资产负债率	70.1%	68.9%	69.0%	68.4%	67.3%
净负债比率	0.0%	6.8%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.5	0.6
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	46.6	47.7	53.5	54.8	54.3
应收帐款周转率	31.4	34.0	32.1	34.2	33.9
应付帐款周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.51	0.54	0.60	0.78	0.93
每股经营现金	3.33	2.93	3.32	3.12	3.07
每股净资产	3.92	4.49	4.59	5.19	5.89
每股股利	0.50	0.50	0.18	0.23	0.28
估值比率					
PE	32.1	30.3	27.4	21.1	17.7
PB	4.2	3.7	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	19.8	16.7	15.2	14.1	13.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

王林 招商证券通信行业首席分析师 经济学博士，15 年通信行业工作经验，6 年证券行业经验，2015 年新财富第五，水晶球第四

周炎 招商证券通信行业高级分析师 理学硕士，3 年运营商从业经历，5 年证券研究经验，2015 年新财富第五，水晶球第四

冯骋 招商证券通信行业分析师 理学博士，2 年工信部及电信研究院工作经历。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

