

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

鹏博士（600804）

重大事件快评

买入

（维持评级）

2018 年 01 月 23 日

资产价值低估，长期或迎修复

证券分析师：程成

0755-22940300

chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001

证券分析师：王齐昊

0755-22940673

wangqh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070002

事项：

当前时点，公司各项业务持续推进，我们将公司与全球可比公司进行对比，认为公司资产价值低估。同时，前期公告的外延以及对中信网络股权收购的事宜也对公司资产估值修复起到一定作用。

评论：

■ 公司 EV/EBITDA 低于行业水平，多项资产待挖掘

从财务数据的国际同行横向比较来看，公司当前估值低于行业平均水平。考虑到公司的全球化发展战略，我们将公司与国际同行业（Wind 全球多元电信业务板块）的估值情况进行对比，剔除负值和空值，行业 EV/EBITDA 平均值和中位数分别为 19.72 和 7.56。鹏博士企业倍数值为 7.31，低于行业平均水平。

表 1：全球多元电信业务行业企业倍数 EV/EBITDA 排名（截止至 2018 年 1 月 22 日）

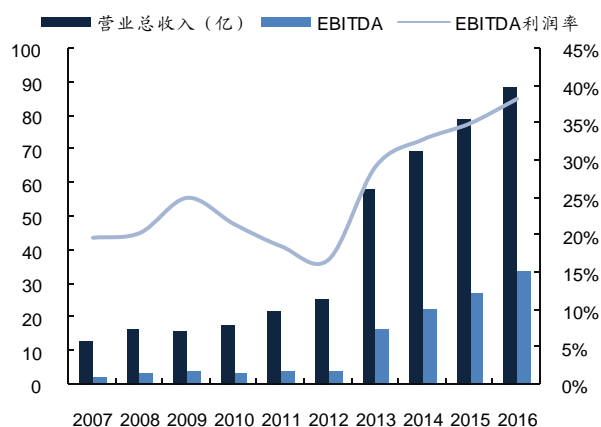
排名	证券代码	证券简称	企业倍数	排名	证券代码	证券简称	企业倍数
1	EGHT.N	8X8 INC DE	395.92	32	600804.SH	鹏博士	7.31
2	GSAT.A	全球星	89.58	33	DCM.N	NTT 道康姆	7.22
3	300578.SZ	会畅通讯	81.13	34	1883.HK	中信国际电讯	7.18
4	002467.SZ	二六三	44.48	35	CTL.N	世纪电信(CENTURYLINK)	6.93
5	CCRC.O	泰盈科技	37.38	36	T.N	美国电话电报(AT&T)	6.79
6	WIFI.O	BOINGO WIRELESS INC	34.86	37	USM.N	UNITED STATES CELLULAR	6.77
7	6163.TWO	华电网	33.09	38	ATNI.O	ATN INTERNATIONAL	6.66
8	ORBC.O	ORBCOMM 轨道通讯系统	25.13	39	CBB.N	辛辛那提贝尔	6.41
9	VG.N	VONAGE HOLDINGS	22.99	40	BT.N	英国电信	6.16
10	CCOI.O	COGENT COMMUNICATIONS HOLDINGS INC	18.92	41	WIN.O	气流通讯	6.06
11	ZAYO.N	ZAYO GROUP HOLDINGS	16.51	42	0008.HK	电讯盈科	5.82
12	NIHD.O	国家信息基础设施控股	15.46	43	IDT.N	万威	5.74
13	ATUS.N	ALTICE USA	15.42	44	3773.HK	年年卡	5.68
14	6033.HK	电讯数码控股	13.01	45	ALSK.O	阿拉斯加通信系统	5.55
15	6088.HK	FIT HON TENG	12.93	46	S.N	斯普林特	5.48
16	1310.HK	香港宽频	12.81	47	HCOM.O	HAWAIIAN TELCOM HOLDING INC	5.45

17	CNSL.O	联合通讯	11.97	48	SPOK.O	SPOK HOLDINGS INC	5.38
18	IRDM.O	银星通讯	11.47	49	0941.HK	中国移动	5.25
19	3045.TW	台湾大	11.38	50	1135.HK	ASIA SATELLITE	5.24
20	GNCMA.O	通用通讯(A类股)	10.49	51	CHL.N	中国移动	5.21
21	GNCMB.OO	通用通讯(B类股)	10.49	52	0315.HK	数码通电讯	5.18
22	SHEN.O	SHENANDOAH TELECOMMUNICATIONS COVA	10.19	53	FTR.O	前线通信	5.18
23	4904.TW	远传	9.77	54	TDS.N	电话数据系统	5.08
24	BCE.N	加拿大贝尔	9.00	55	CALL.O	MAGICJACK VOCALTEC	5.00
25	3969.HK	中国通号	8.89	56	0552.HK	中国通信服务	4.96
26	6823.HK	香港电讯-SS	8.72	57	600050.SH	中国联通	3.95
27	TMUS.O	T-MOBILE US	8.65	58	1045.HK	亚太卫星	3.67
28	I.N	INTELSAT SA	8.52	59	TI.N	意大利电信	1.85
29	0215.HK	和记电讯香港	8.00			平均值	19.72
30	VZ.N	威瑞森电信(VERIZON)	7.56			中位数	7.56

资料来源: Wind (剔除负值和空白值)、国信证券经济研究所分析师归纳整理

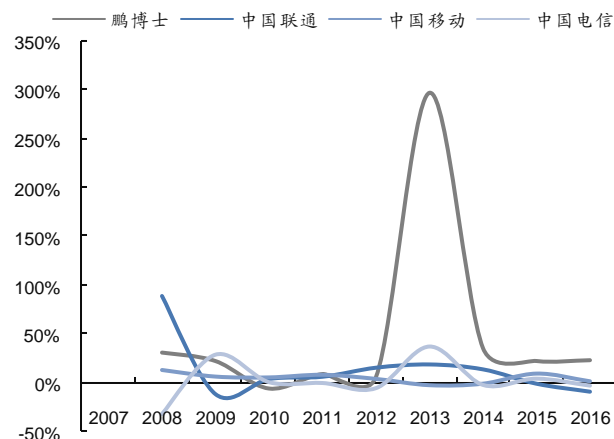
考虑到公司近几年 EBITDA 利润率持续增长以及 EBITDA 增长率高于国内三大运营商, 未来公司价值有待进一步提升。根据 2017 年中报的数据, 公司 EBITDA 达 18.13 亿, EBITDA 利润率达 20.80%, 相比于 2016 年有所下滑, 但还是高于三大运营商 (中国联通 16.75%)。

图 1: 鹏博士 EBITDA 利润率保持持续增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 鹏博士与国内三大运营商 EBITDA 增长率的对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司价值之所以在较高的 EBITDA 利润率水平下被低估, 主要在于公司的近期的多项业务开展和战略实施, 公司多项资产价值并没有被市场所发掘, 亟待重估。

(1) 公司固网业务潜力巨大, 其中, “奔腾一号”将继续发挥优势。之前公司公告拟参与中信网络 49% 股权事宜, “奔腾一号”为公司宽带业务提供基础支撑网络, 是公司“全球家庭运营商”战略顺利推进的重要保障, 节省互联网网间结算成本, 降低对运营商骨干网的依赖; 对外, “奔腾一号”或将迎合爆发增长的 IDC 互访、混合云互联等业务需求, 赋予公司新的增长动力。对比 HGC 溢价出售, 鹏博士即将拥有的“奔腾一号”的固网资源, 无论从长度、覆盖广度、用户数量还是传输能力等各方面, 均更胜一筹, 资产潜在价值巨大。

(2) 公司云计算业务逐步转型, 网络与内容资源融合下聚合效应较大。公司近两年除提供数据中心的设施服务, 还积极实现从资源提供商向平台及应用服务提供商的战略转变。目前市场上除了运营商外, 很少有能同时提供全国

范围 IDC 和骨干网资源的公司，这是鹏博士的优势，会体现于数据中心产业链的各个环节中，体现在企业对云服务提供商的选择。因此，网络资源与数据中心资源的融合效应是公司未能反映在账面上的潜在价值之一。此外，公司拥有大量的存量用户，在“云+管+端”的协同下，通过提供更优质的服务，有望不断提高 ARPU 值，进一步提高公司的盈利水平。随着海外业务的拓展和全球化版图的完善，公司的现有资源有望不断整合，发挥更大的作用，未来发展具备较大的想象空间。

(3) 公司全球化战略稳步实行，境外投资加速网络传输布局。在国内宽带接入市场一片红海的背景下，公司推出“全球家庭运营商”战略，通过两次境外投资加速拓展海外业务，2016 年全年和 2017 年上半年的海外业务营业收入同比增速分别为 2544.42% 和 62.63%，表明全球化战略的初步成效。

2017 年 11 月，公司发布两项公告，一是海外全资子公司 Dr.Peng Holding Canada 拟以现金 1461 万加元收购 Urban。一方面使公司取得 Urban 在加拿大温哥华市中心已布建的光纤网络，有助于公司吸收海外优质资源，形成境内外的协同效应。另一方面，光纤网络最新建设成本高于其重置成本，收购可以较低成本获得优质资源。二是海外全资子公司 Dr.Peng Holding Hong Kong Limited 拟以现金 9,000 万美元收购 PLD 93% 股权，该项目或能促进鹏博士与国际知名互联网厂商的合作，有利于公司未来发展。

综合来看，公司两个海外收购事项均属于在网络传输领域的布局，主要是立足于公司全球化战略和受国际间传输需求高增长的驱动，未来有望为公司带来新增长点，将带动公司的价值重估。

(4) 公司会计估计变更，还原真实利润水平。9 月 30 日，公司对各类固定资产实际使用年限重新核定，决定从 2017 年 7 月 1 日起调整部分固定资产折旧年限，将线路资产的折旧年限由原来的 8 年调整至 8~15 年。

■ 中信网络股权受让进一步推进，“奔腾一号”网络价值待重估

2017 年 9 月底，公司发布公告，拟参与中信网络 49% 股权，转让底价为 13.38 亿元。2017 年 10 月 13 日，鹏博士 2017 年第四次临时股东大会审议通过了相关议案。标的企业中信网络拥有国家批准的基础电信业务运营资质，是除三大基础运营商之外唯一拥有固定网络专线电路业务合法经营资质的基础电信业务运营商，并且可以利用亚洲卫星有限公司的资源开展卫星转发器出租出售业务。

鹏博士参股中信网络对于双方都将大有裨益：对于鹏博士而言，将在牌照、网络资源、盈利能力多方面受益，有利于公司估值修复。对于中信网络而言，民营宽带龙头鹏博士是奔腾一号最主要用户，具有丰富的宽带运营经验，预期未来奔腾一号的整体经营效率及盈利能力将有所改善。同时，两者通将建立更紧密的关系，鹏博士可以利用奔腾骨干网提供业务支撑平台，保障“全球家庭运营商”战略的推进；确保公司网络传输质量和传输效率，保障网络的安全畅通稳定；节省互联网网间结算成本，降低对运营商骨干网的依赖；改善用户体验，提高公司竞争优势，促进业务发展和盈利能力的提升；更好地满足爆发增长的 IDC 互访、混合云互联等业务需求，赋予公司新的增长动力。

牌照方面，中信网络拥有两张电信牌照，将更有利于鹏博士相关业务的开展，拓展公司经营范围。牌照许可证编号分别是：A2-20070004 和 A2、B2-20070299），划定业务范围如下。

表 2：中信网络牌照划定经营范围

序号	划定经营范围
1	第二类基础电信业务中的网络元素出租、出售业务和卫星转发器出租、出售业务（有效期至 2022 年 08 月 13 日）
2	增值电信业务：第二类基础电信业务中的国内甚小口径终端地球站（VSAT）通信业务；第二类增值电信业务中的因特网接入服务业务（有效期至 2017 年 09 月 26 日）。
3	数据网络建设、管理、维护；软件、数据库的开发、销售；系统集成设计、开发、建设；对通信网络、数据网络、有线电视传输网的投资；与以上业务相关的咨询、服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

资料来源：北京产权交易所、国信证券经济研究所分析师归纳整理

网络资源方面，中信网络拥有覆盖全国的光纤骨干网“奔腾一号”，价值不菲。“奔腾一号”是国内第四大骨干网络，拥有长度约为 3.2 万公里的光纤网，目前已开通北京、上海、广州、深圳等 30 个节点，覆盖全国除拉萨外 200 余个大中城市，传输容量达 3.2T。在前序报告中，我们对标 HGC 溢价出售固网业务，指出奔腾一号骨干网价值不菲：相比 HGC 的固网资源，无论从长度、覆盖广度、用户数量还是传输能力等各方面，奔腾一号显然更胜一筹。

此外中信网络还投资控股、参股了多项其他网络资源，公司投资的企业包括拥有覆盖湖南全省的光纤管道资源的湖南中

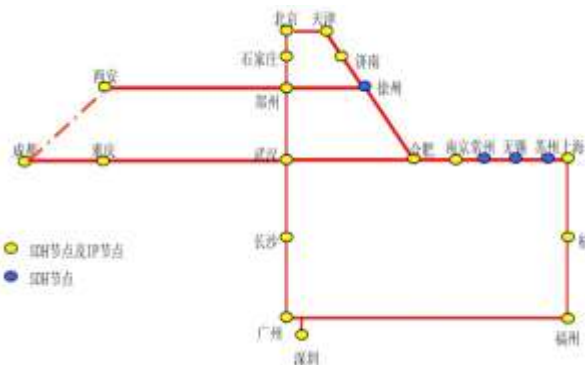
信通信有限公司、拥有覆盖广东全省的光纤管道资源的广东盈通网络投资有限公司。

图 3: 奔腾一号全国光缆路由图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 4: “奔腾一号”网络拓扑图



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

盈利方面, 中信网络 2016 年实现营收 3.83 亿, 净利润为-1.04 亿; 2016 年度中信网络经营性现金流缺口 4400 万, 初步测算 2017-2019 年每年资金缺口约 6600 万元、6300 万元和 5000 万元。鹏博士作为民营宽带龙头, 具有丰富的宽带运营经验, 若此次转让由鹏博士获得中信网络股权, 对其销售额、收入及净利润或将具有正面影响。

表 1: 中信网络主要财务指标 (万元)

	2016 年(经审计)	2017 年 6 月 30 日(未经审计)		2016 年(经审计)	2017 年 6 月 30 日(未经审计)
营业收入	38310.68	7113.74	资产总计	39244.94	29102.91
营业利润	-11174.39	-4268.86	负债总计	35968.02	31025.46
净利润	-10382.64	-5143.97	所有者权益	3276.93	-1922.56

资料来源: 北京产权交易所、国信证券经济研究所分析师归纳整理

在资产估值方面, 一方面, 在前序报告中, 我们通过对比 HGC 溢价出售固网业务, 进一步验证了奔腾一号价值的不容忽视。另一方面, 此前市场认为鹏博士与中信网络的股权关系有很大不确定性, 给予公司该部分资产很高的折价(或并没有将其效用纳入鹏博士的估值考虑范围), 我们认为, 基于奔腾一号网络资源的重要性, 如果受让股权实施, 鹏博士的估值有望进一步得到修复。

■ 看好公司民营宽带龙头价值, 维持“买入”评级

公司前期合作中国联通, 为未来公司平台聚合更多的资源。目前公司持续推进“云管端”战略, 稳步实施“全球家庭运营商”战略, 积极接手“奔腾一号”骨干网运营。我们认为鹏博士作为价值与成长兼备的民营宽带运营商较国有宽带运营商应享有更高的溢价空间, 未来随着在网率逐步提升, 业绩将得到稳步支撑, 看好公司用户稳步增长基础在 OTT、在线教育等领域内的拓展, 募投项目有利于公司长期发展。预计公司 2017-2019 年净利润分别 8.3/10.1/12.2 亿元, 对应 30/25/20 倍市盈率, 考虑到民营宽带龙头的溢价及外延动力, 长期逻辑不变, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2630	2630	2630	2630
应收款项	656	499	656	625
存货净额	80	484	509	583
其他流动资产	1056	48	52	60
流动资产合计	4429	3668	3854	3904
固定资产	12345	13038	13761	14444
无形资产及其他	168	161	154	148
投资性房地产	3083	3083	3083	3083
长期股权投资	483	477	472	466
资产总计	20508	20427	21325	22046
短期借款及交易性金融负债	1399	12362	12587	12407
应付款项	3446	150	157	181
其他流动负债	8899	700	710	808
流动负债合计	13745	13211	13455	13395
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	376	325	274	223
长期负债合计	376	325	274	223
负债合计	14120	13536	13729	13618
少数股东权益	39	35	31	27
股东权益	6349	6932	7643	8502
负债和股东权益总计	20508	20503	21403	22146

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.54	0.60	0.73	0.88
每股红利	0.24	0.18	0.22	0.26
每股净资产	4.49	4.95	5.46	6.07
ROIC	12%	6%	7%	8%
ROE	12%	12%	13%	14%
毛利率	57%	60%	60%	61%
EBIT Margin	11%	12%	17%	18%
EBITDA Margin	33%	28%	33%	33%
收入增长	12%	-9%	10%	14%
净利润增长率	7%	9%	22%	21%
资产负债率	69%	66%	64%	62%
息率	1.3%	1.0%	1.2%	1.5%
P/E	33.0	30.0	24.6	20.4
P/B	4.0	3.6	3.3	2.9
EV/EBITDA	13.5	17.4	13.2	11.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8850	8042	8853	10061
营业成本	3766	3253	3506	3951
营业税金及附加	17	17	13	15
销售费用	2798	2591	2578	2920
管理费用	1292	1207	1206	1360
财务费用	71	(66)	496	497
投资收益	(19)	(35)	94	120
资产减值及公允价值变动	(23)	(65)	10	(1)
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	863	940	1158	1437
营业外净收支	64	67	71	45
利润总额	927	1007	1228	1482
所得税费用	168	182	222	268
少数股东损益	(8)	(8)	(10)	(12)
归属于母公司净利润	767	833	1016	1226

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	767	833	1016	1226
资产减值准备	3	4	2	2
折旧摊销	1941	1245	1392	1526
公允价值变动损失	23	65	(10)	1
财务费用	71	(66)	496	497
营运资本变动	550	(10782)	(217)	21
其它	(7)	(7)	(6)	(7)
经营活动现金流	3277	(8642)	2176	2770
资本开支	(3355)	(2000)	(2100)	(2205)
其它投资现金流	20	0	0	0
投资活动现金流	(3337)	(1994)	(2094)	(2199)
权益性融资	99	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(339)	(250)	(305)	(368)
其它融资现金流	550	10962	225	(180)
融资活动现金流	(29)	10712	(80)	(547)
现金净变动	(89)	76	2	23
货币资金的期初余额	2719	2630	2630	2630
货币资金的期末余额	2630	2706	2632	2653
企业自由现金流	(63)	(10739)	343	829
权益自由现金流	487	181	230	290

相关研究报告

- 《鹏博士-600804-2017年三季报点评：略低于预期，期待后续资产整合改善盈利》——2017-10-31
- 《鹏博士-600804-重大事件快评：利好频现，会计估计变更还原真实利润水平》——2017-10-16
- 《鹏博士-600804-重大事件快评：拟受让中信网络49%股权，估值亟待修复》——2017-09-28
- 《鹏博士-600804-重大事件快评：大股东完成增持，后续有望“施展拳脚”》——2017-09-25
- 《鹏博士-600804-2017年中报点评：ARPU稳中有升，期待后续业绩释放》——2017-08-25

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	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±10%之间
	卖出	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	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。