

鹏博士 (600804)

证券研究报告

2020年08月09日

谷底已过，数据中心业务助力新一轮成长

一、老牌民营电信服务商，谷底已过有望借力数据中心迎接新一轮成长

公司是国内规模最大的民营电信增值服务上市公司。公司过去十年经历三个发展期：

1、2010-2016年，收入自17.6亿元持续增长到2016年高峰期的88.5亿元，主要是长城宽带业务持续扩张。2017年归母净利润达到高峰期的7.67亿元；2、2017-2019年，宽带市场随着中国移动的加入而竞争加剧，公司收入由2017年的81.7亿元下滑至2019年的60.5亿元。截止2019年，公司在网用户下降到1046万户，较2016年高峰期下降23%。在长城宽带经营不善背景下，公司2019年计提大额资产减值，净利润亏损57.5亿元，达到谷底；3、2020年以后是公司转型升级，调整业务重心的阶段。公司逐渐聚焦数据中心业务，战略收缩长城宽带业务。2020Q1公司实现收入13.36亿元，同比下降16.52%；扣非净利润0.45亿元，同比增长149.73%。

二、定增+高激励员工持股，资金压力缓解，管理效率有望提升

公司近期发布定增方案。本次非公开发行的股票金额27.6亿元，其中主要是由控股股东关联方参与认购，另外公司本次引入中安国际投资有限公司作为战略投资者，定增价格6.42元。截止2020Q1，公司有息负债超过60亿元，此次定增将大大缓解近两年困扰公司的债务压力；另外，大股东参与认购，增强市场对公司信心；战投的引入也将带动公司业务发展。

公司于2020年7月推出第一期员工持股方案，覆盖公司高管及中层骨干人员。在解锁条件中，2020-2021年业绩考核为扣非净利润分别不低于3亿元、6亿元，高激励要求下有望有效提升公司整体管理及运营效率。

三、长城宽带瘦身，数据中心业务 HOMM 模式有望实现快速崛起

长城宽带由于受到移动入局带来的竞争急剧激烈，开始战略调整。公司不再投资新的区域城市，并在已有网络覆盖城市加强资源整合与横向合作。公司与北京联通于2019年8月15日以书面方式签订《合作协议》，公司拟将在北京地域内的家庭宽带用户、政企宽带及互联网专线用户业务全部转让给北京联通。未来，面向企业的云网业务成为互联网接入升级的亮点。

数据中心属于典型的重资产投入，公司考虑到目前自身资金情况以及自身优势，创新采用 HOMM 即酒店运营管理模式，是公司全新创立的数字地产经营模式。2020年4月，公司公告拟与平盛国际、锦泉元和投资管签署《资产转让协议书》及《数据中心业务委托运营协议》。《资产转让协议》拟转让数据中心的相关资产，转让价格为23亿元人民币。《数据中心业务委托运营协议》约定公司继续运营和管理数据中心，公司就依托标的资产开展数据中心业务的全部业务收入与锦泉投资进行收入分成。此次资产转让以及数据中心委托运营即公司 HOMM 模式的具体实践。

公司珠海大数据产业园\廊坊云计算数据中心公司以及南京佳力图联合共建南京楷德悠云数据中心则是 HOMM 模式规模复制的典型案列。预计公司通过 HOMM 的轻资产模式，将快速实现全国扩张。2023年，公司预计可运营机柜规模数量将达到12万个，辐射京津冀、长江经济带及粤港澳大湾区三大城市圈。

四、盈利预测

预计公司2020-2022年净利润3.6、6.3和7.4亿元，对应PE分别为36、20和17倍，考虑可比公司2021年平均PE56倍，给予公司2021年30倍PE，对应目标价13.2，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：资产负债率过高；数据中心扩张不及预期；宽带业务下滑加剧

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 通信/通信设备 |
| 6个月评级 | 买入（首次评级） |
| 当前价格 | 8.86元 |
| 目标价格 | 13.2元 |

基本数据

| | |
|-------------|------------|
| A股总股本(百万股) | 1,432.39 |
| 流通A股股本(百万股) | 1,432.36 |
| A股总市值(百万元) | 12,691.01 |
| 流通A股市值(百万元) | 12,690.69 |
| 每股净资产(元) | 0.53 |
| 资产负债率(%) | 94.82 |
| 一年内最高/最低(元) | 10.79/4.40 |

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

王俊贤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080002
wangjunxian@tfzq.com

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

容志能 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517100003
rongzhineng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《鹏博士-公司点评:二季度业绩回暖 增值业务发力》 2017-09-14

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|----------|------------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 6,859.68 | 6,049.86 | 6,371.15 | 7,472.18 | 9,409.57 |
| 增长率(%) | (16.04) | (11.81) | 5.31 | 17.28 | 25.93 |
| EBITDA(百万元) | 2,456.67 | 7,121.38 | 1,473.37 | 1,669.65 | 1,688.24 |
| 净利润(百万元) | 380.66 | (5,750.80) | 355.41 | 634.49 | 741.55 |
| 增长率(%) | (48.71) | (1,610.74) | (106.18) | 78.52 | 16.87 |
| EPS(元/股) | 2.19 | (33.01) | 0.25 | 0.44 | 0.52 |
| 市盈率(P/E) | 4.05 | (0.27) | 35.71 | 20.00 | 17.11 |
| 市净率(P/B) | 0.22 | 2.06 | 6.87 | 5.16 | 4.01 |
| 市销率(P/S) | 0.22 | 0.26 | 1.99 | 1.70 | 1.35 |
| EV/EBITDA | 4.42 | 1.40 | 6.68 | 4.13 | 0.75 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 老牌民营电信服务商，谷底已过迎接新一轮成长 | 5 |
| 1.1. 国内老牌民营电信服务商，数据中心规模领先 | 5 |
| 1.2. 谷底已过：原核心业务长城宽带战略收缩，聚焦数据中心业务，2020Q1 扣非净利润扣非回升 | 7 |
| 1.3. 股权结构：大股东参与定增，引入战投，增强公司资金实力和业务信心 | 8 |
| 2. IDC：数字新基建，前景广阔 | 10 |
| 2.1. 全球 IDC 市场：IaaS、SaaS 市场快速增长 | 10 |
| 2.2. 国内 IDC 分布：与数字消费紧密相关，一线城市占主导 | 10 |
| 3. 收缩债务，业务瘦身+聚焦，老牌服务商再出发 | 12 |
| 3.1. 定增资金到位，债务压力大大减轻 | 12 |
| 3.2. 长城宽带瘦身，发力企业云通信 | 12 |
| 3.2.1. 长城宽带战略调整，寻求电信、联通合作 | 12 |
| 3.2.2. 发力企业云通信业务 | 13 |
| 3.3. 数据中心：自建+轻资产 HOMM 运维相结合，全国快速扩张 | 14 |
| 3.4. 海底光缆 | 16 |
| 3.5. 推出员工持股方案，高激励下有望提升公司管理效率 | 17 |
| 4. 盈利预测及估值 | 17 |
| 4.1. 盈利预测 | 17 |
| 4.2. 估值对比 | 18 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 1：鹏博士 IDC 全国布局 | 5 |
| 图 2：鹏博士数据中心 | 5 |
| 图 3：公司鹏云专线 DCI | 6 |
| 图 4：PLCN 海缆项目 | 6 |
| 图 5：鹏云视讯业务场景 | 7 |
| 图 6：公司 2010-2020 年经营情况（亿元） | 8 |
| 图 7：公司盈利能力变化 | 8 |
| 图 8：公司三项费用率变化 | 8 |
| 图 9：公司股权结构 | 9 |
| 图 10：全球 IDC 市场规模 | 10 |
| 图 11：全球数据中心数量 | 10 |
| 图 12：国内大型数据 IDC 地区分布 | 10 |
| 图 13：国内大型数据 IDC 地区分布 | 11 |
| 图 14：公司资产负债率 | 12 |
| 图 15：公司主要有息负债规模 | 12 |
| 图 16：公司企业网络通信业务 | 13 |

| | |
|--------------------------|----|
| 图 17: 公司企业网络通信业务 | 13 |
| 图 18: 公司数据中心优势 | 15 |
| 图 19: 公司数据中心领域部分客户 | 15 |
| 图 20: 南京楷德悠云数据中心 | 16 |
| | |
| 表 1: 公司定增参与方 | 8 |
| 表 2: 员工持股计划 | 17 |
| 表 3: 公司业务拆分预测 (亿元) | 17 |
| 表 4: 可比公司估值 | 18 |

1. 老牌民营电信服务商，谷底已过迎接新一轮成长

1.1. 国内老牌民营电信服务商，数据中心规模领先

公司成立于 1985 年，是国内规模最大的民营电信增值服务上市公司。近十年来，公司主营业务始终专注于通信行业，始终围绕数据中心、互联网接入业务等开展经营，是拥有全国范围内牌照的全业务运营商。

公司目前业务主要有以下方面：

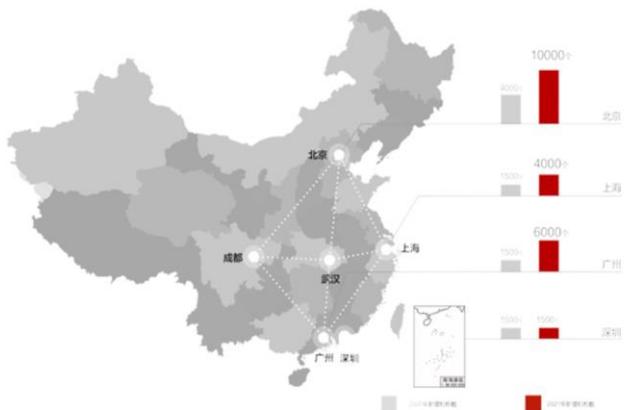
1、数据中心业务：以自建数据中心为重心转变为以合建、共建、HOMM 模式为重心

公司在数据中心建设及运营方面已经积累了多年丰富的经验，是国内规模领先的中立数据中心厂商之一。公司通过拥有自己的机房或租用其他的 IDC 机房，专门为客户提供主机托管等 IDC 业务，并附加网络安全、网络监测、数据备份、数据恢复等增值服务，为客户提供服务器运维管理服务及云计算等增值业务。

公司在北京、上海、广州、深圳、武汉、成都等多个核心城市分布式部署了 T3+或 T4 等级高标准数据中心机房，运营机房 15 个，总面积超 20 万平方米，总运营机柜数超过 3 万个，客户涉及金融、保险、互联网、云计算、跨国公司等行业的领先企业，是国内规模领先的电信中立数据中心厂商。

数据中心固定资产投资大，投资周期长，公司虽然是国内最早的数据中心运营企业之一，但结合目前民营企业融资成本、投资回报等因素，公司对投资和运营模式作出了积极调整。2019 年，公司开始尝试转型“轻资产、重运营”模式，以自建、合建及 HOMM 模式（酒店运营管理模式）的“组合拳”拓展市场。这也是公司结合自身优势，经过十余年的摸索、验证而进行的重要转型。

图 1：鹏博士 IDC 全国布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：鹏博士数据中心



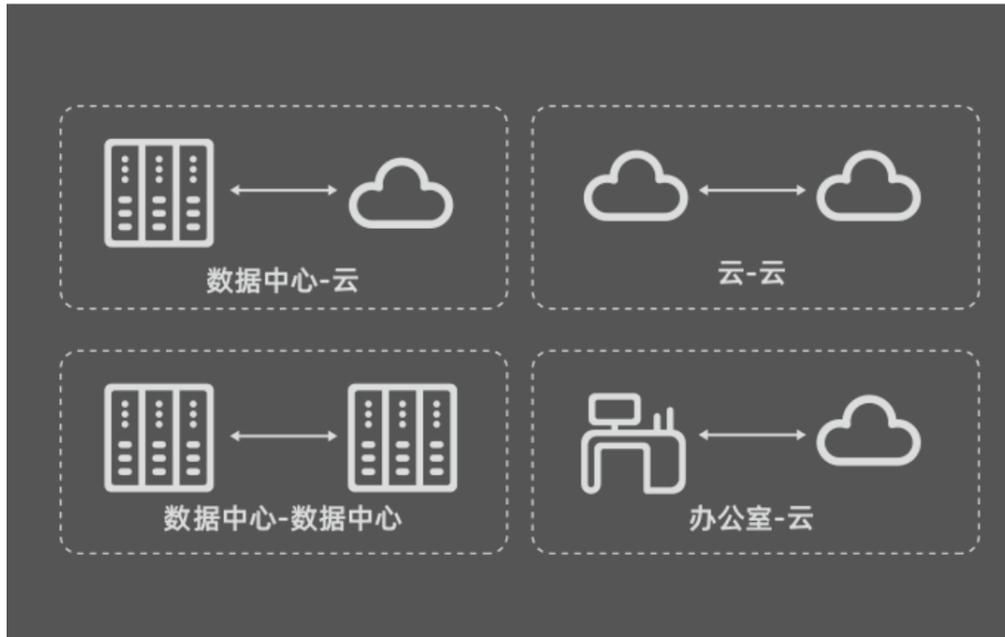
资料来源：公司官网，天风证券研究所

2、互联网接入业务

公司作为国内第四大运营商、民营第一大电信运营商，公司主营互联网接入业务，以长城宽带作为运营。包括面向家庭的个人互联网接入业务和面向政府、企业的政企互联网接入业务。截至 2019 年底，公司在网用户约 1046 万户。

虽然传统宽带业务的营收利润空间大幅下降，但其中面向企业的云网业务成为公司互联网接入业务升级的亮点，收入大幅增长。公司以北京、上海和深圳为基地，在京津冀、长三角和粤港澳大湾区等重点区域，打造基于家庭端和企业端的智慧云网一体化业务，从而进一步推动公司宽带通信业务向智慧云网通信及服务业务的全面转型和升级。

图 3：公司鹏云专线 DCI



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3、PLCN 海缆项目

2017 年 11 月，公司以 9000 万美元的对价收购 PLD Holding Limited 93% 股权。太平洋海底光缆（PLCN）项目是 PLD 与谷歌 Google、脸书 Facebook 联合建设的第一条直连中国香港和美国洛杉矶的海底光缆。太平洋光缆项目采用 C+L 波段的远距传输技术，总的设计容量高达 144Tbps，路由彻底避开日本外海的地震带。

太平洋光缆（PLCN）项目的潜在客户主要为电信运营商、跨国 OTT 企业、云计算服务提供商、数据中心服务提供商、互联网服务提供商和大型跨国企业等。

图 4：PLCN 海缆项目



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4、互联网增值业务

公司自主研发的鹏云视讯系统，是利用成熟平台技术及运营经验为企业客户提供量身打造集视听体系、融合发布、统一管控的融媒体信发平台系统，是全球运营商级视频云服务产品。

截至目前，视频会议业务继续发挥全球互联、兼容互通、高效智能的平台特点为政府机关及教育、医疗、工业等近千家企业提供了 10 万多场视频会议。同时平台为多家大型公司提供了上千方直播、300+方的超大型高清会议，并与融媒体平台进行系统整合，开发了云课堂、云办公、云医疗等多项新型服务业务。

图 5、鹏云视讯业务场景



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 谷底已过：原核心业务长城宽带战略收缩，聚焦数据中心业务，2020Q1 扣非净利润扣非回升

公司业务发展可以分为三个阶段：

1、2010-2016 年收入持续增长，收入自 17.6 亿元持续增长到 2016 年高峰期的 88.5 亿元，主要是长城宽带业务持续扩张。2017 年归母净利润达到 7.67 亿元。

2016 年末，公司网络覆盖用户约 10762 万户，在网用户约 1359 万户，业务覆盖 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。

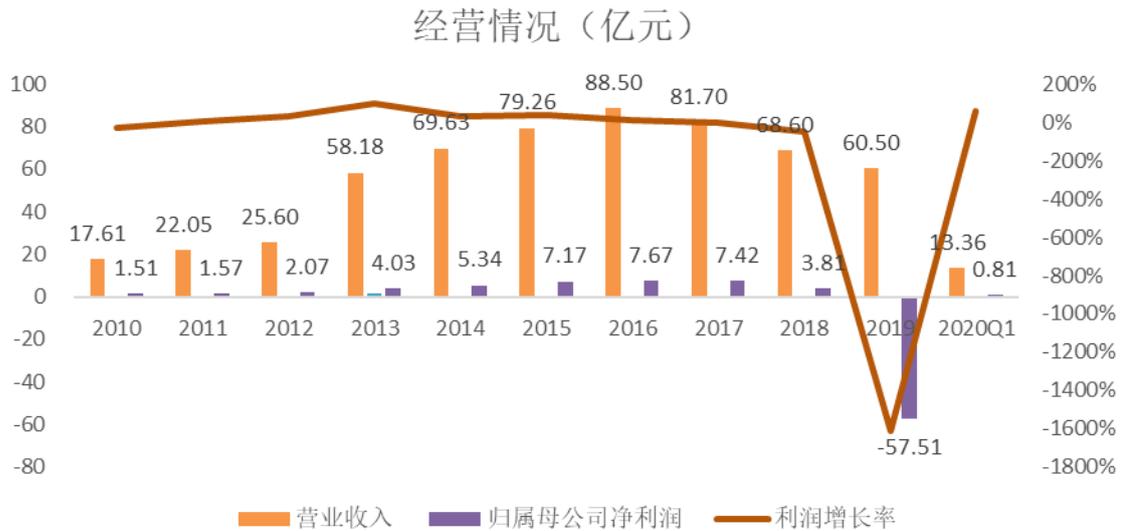
2、2017-2019 年，宽带市场随着中国移动的加入而竞争加剧，公司面临用户流失和 ARPU 值下降的压力，收入逐渐下滑，由 2017 的 81.7 亿元下滑至 2019 年的 60.5 亿元。截止 2019 年，公司在网用户下降到 1046 万户，在网用户较 2016 年高峰期下降 23%。考虑宽带业务为重资产行业，固定成本中折旧摊销较大，在收入下滑时，净利润下滑幅度更大。

2019 年净利润大幅亏损 57.5 亿元，主要是长城宽带经营不善，经过全面清查和资产减值测试后，结合实际经营情况，公司 2019 年计提商誉减值准备 19.99 亿元，计提固定资产减值准备 30.75 亿元，计提坏账准备及其他资产减值损失 4.17 亿元。

3、2020 年以后是公司转型升级，调整业务重心的阶段。公司逐渐聚焦数据中心业务，战略收缩长城宽带业务。2020Q1 公司实现收入 13.36 亿元，同比下降 16.52%；归属母公司

净利润 0.81 亿元，同比增长 57.7%；扣非净利润 0.45 亿元，同比增长 149.73%。

图 6: 公司 2010-2020 年经营情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, wind, 天风证券研究所

从盈利能力来看, 公司毛利率、净利率变化趋势和业绩趋势类似, 在 2019 年谷底后, 2020Q1 迎来反转。毛利率自 2015 年的 59.2% 下滑至 2019 年的 42.1%, 2020Q1 提升至 51.7%; 净利率自 2015 年的 9.1% 下滑至 2019 年的 -95.5%, 2020Q1 提升至 6%。

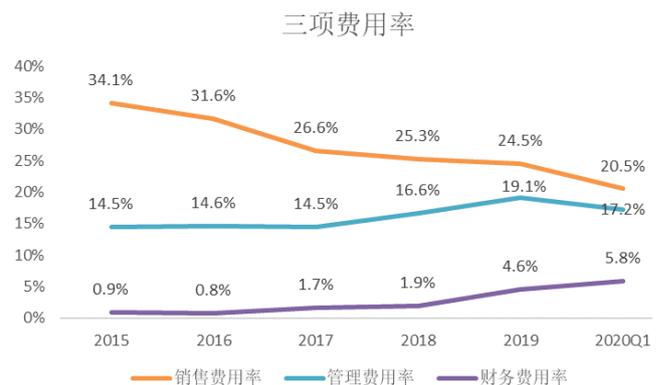
三项费用率中, 销售费用率逐渐下降, 管理费用率相对平稳, 财务费用率大幅提升。销售费用率自 2015 年的 34.1% 逐渐下降到 2020Q1 的 20.5%; 管理费用率自 2015 年的 14.5% 上升至 2020Q1 的 17.2%; 财务费用率自 2015 年的 0.9% 上升至 2020Q1 的 5.8%。公司近几年收缩长城宽带业务, 相关销售费用下降; 同时积极拓展数据中心等其他新业务, 研发投入加大; 投资 PLCN 等业务需要资金, 公司债务扩张明显, 导致财务费用率大增。

图 7: 公司盈利能力变化



资料来源: 公司公告, wind, 天风证券研究所

图 8: 公司三项费用率变化



资料来源: 公司公告, wind, 天风证券研究所

1.3. 股权结构: 大股东参与定增, 引入战投, 增强公司资金实力和业务信心

公司近期发布定增方案。本次非公开发行的股票数量不超过 429,718,200 股, 不超过本次发行前公司总股本的 30%。本次非公开发行股票定价基准日为 2020 年 6 月 25 日, 发行价格为 6.42 元/股。

表 1: 公司定增参与方

| 发行对象 | 认购股数（股） | 认购金额（万元） |
|------|-------------|----------|
| 欣鹏运 | 171,887,400 | 110351.7 |
| 云益晖 | 85,943,600 | 55175.8 |
| 和光一至 | 85,943,600 | 55175.8 |
| 中安国际 | 85,943,600 | 55175.8 |
| 合计 | 429,718,200 | 275879.1 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

按本次发行数量上限计算，本次发行完成后，鹏博实业持有公司 6.18%的股份，深圳聚达苑投资有限公司持有公司 2.98%的股份，杨学平持有公司 0.62%的股份，欣鹏运持有公司 9.23%的股份，云益晖、和光一至分别持有公司 4.62%的股份。

欣鹏运将成为公司控股股东，鹏博实业为公司间接控股股东。杨学平通过其控制的企业直接及间接控制公司 28.24%的股份，仍为公司的实际控制人，本次非公开发行股票不会导致公司控制权发生变化。

图 9：公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司拟通过本次非公开发行股票引入中安国际投资有限公司(中安国际)作为战略投资者。

双方将共同加快公司数据中心的建设，具体如下：

(1) 公司将利用其专业的数据中心的销售团队、运维团队，将原有的自建自营的模式逐步向自建自营+合作共建+受托运营的模式转变，形成投资、合作模式的多元化发展，中安国际为甲方聘请专家，为甲方打造完善的商业模式。

(2) 中安国际利用在国内国际的战略性资源，配合公司的数据中心发展战略，为公司的数据中心项目的选址、能评、电力审批等提供专业的咨询意见。

(3) 中安国际利用其拥有的众多企业资源，为公司寻找优质合作客户，提前锁定拟建数据中心，提升公司的盈利能力。

(4) 中安国际利用其金融行业资源，帮助公司拓展融资渠道，制定完善的融资方案，优

化财务结构。

(5) 中安国际将促进其股东跨国会不定期组织会员单位参加商业展会，促进公司与跨国会会员单位对接交流，助力公司拓展市场、渠道。

2. IDC：数字新基建，前景广阔

2.1. 全球 IDC 市场：IaaS、SaaS 市场快速增长

IDC 一方面作为云计算 IaaS 的底层基础设施，受益于云计算的发展而发展。另外一方面，5G 带来流量爆炸时代对 IDC 的需求也进一步增加。根据中国 IDC 圈数据显示，2018 年全球 IDC 市场在云计算业务的带动下继续保持较稳定增长，整体市场规模达到 6253.1 亿元，较 2017 年增长 23.6%。其中公有云市场规模增速接近 30%，是拉动整体市场快速增长的主要原因。

大规模数据中心是趋势。根据 Gartner 的测算，全球数据中心数量减少但体量越来越大，预计 2015-2020 年数据中心数量由 45 万个下降到 42.4 万个，而机架总数由 479.7 万个上升至 498.5 万个，这意味着数据中心正在向着更大规模的趋势发展。

根据 Synergy Research 数据，2018 年全球超大规模供应商运营的大型数据中心数量增长了 11%，到年底达到 430 家。

图 10：全球 IDC 市场规模



资料来源：中国 IDC 圈，天风证券研究所

图 11：全球数据中心数量



资料来源：gartner，天风证券研究所

2.2. 国内 IDC 分布：与数字消费紧密相关，一线城市占主导

数据中心的分布与经济、人口以及数字消费情况紧密相连，围绕着不同的数字消费数据，形成了区域的数据中心集聚。

我国对数据中心的需求主要集中在北京、广东、上海、浙江、江苏等经济发达省份，这些地区人口以及互联网用户密度远远领先中西部地区，互联网用户密度最大，大型互联网、云计算、科技创新类企业、政企用户数远远领先其他地区，对数字经济的贡献也更大，因此是我国数据中心业务需求最旺盛的区域。

根据《2018 年中国 IDC 行业市场分析报告》，从全国范围来看，北京、上海、广州、深圳等一线城市数据中心资源上架率达到 60%-70%，需求最为确定。

从大型数据中心的区域分布来看，广东、上海、北京位列前三。内蒙古、贵州等受到政策重点扶持的地区，数据中心建设规模已得到快速提升，国内外云计算巨头布局明显增加。

图 12：国内大型数据 IDC 地区分布

资料来源：IDC 圈，天风证券研究所

3. 收缩债务，业务瘦身+聚焦，老牌服务商再出发

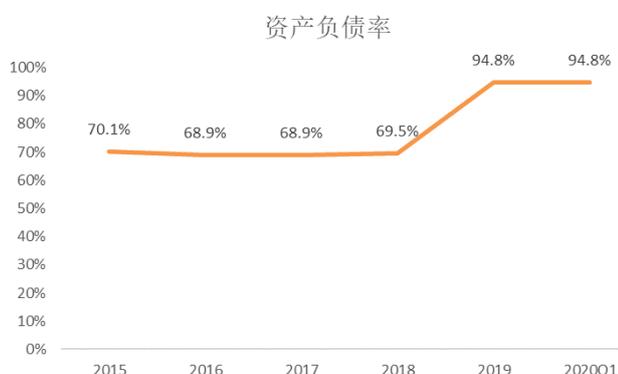
3.1. 定增资金到位，债务压力大大减轻

从资本结构来看，公司的资产负债率一直保持在相对较高水平。主要是因为公司所属行业为资金密集型行业，固定资产投资规模较大。

2015-2018 年维持在 70%左右的水平。2019 年攀升至 94.8%，主要是计提了大额的资产减值导致资产端规模大幅较小。

从负债的绝对规模上看，有息负债主要包括短期借款、长期借款、一年内到期的非流动负债以及应付债券，2018-2020Q1 有息负债规模分别为 59.1、54.2 和 63.9 亿元。高额的债务结构加重了公司的财务压力。公司 2015-2020Q1 的财务费用分别为 0.7、0.7、1.35、1.31、2.78 和 0.77 亿元。

图 14：公司资产负债率



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 15：公司主要有息负债规模



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

非公开发行方案顺利实施，公司净资产规模提高，将一定程度上降低资产负债水平，同时改善流动比率和速动比率等偿债指标，有利于公司优化资本结构，提高风险抵御能力，进而提升盈利能力与经营稳健性，实现公司的可持续发展。

本次非公开发行募集资金扣除发行费用后全部用于偿还有息债务。公司资本结构得到优化，抵御风险的能力得到增强。同时，资产质量和偿债能力的改善有利于公司拓展融资渠道，增强外部融资能力，促进公司持续经营。

3.2. 长城宽带瘦身，发力企业云通信

3.2.1. 长城宽带战略调整，寻求电信、联通合作

长城宽带由于受到移动入局带来的竞争急剧激烈，开始战略调整。公司不再投资新的区域城市，并在已有网络覆盖城市的基础上加强资源整合与横向合作，专注服务好现有用户，同时利用团队能力和服务优势，积极承接运营商固网宽带的营销和装维服务、5G 社区基站的代建代维，扩展固移融合业务。

1) 公司与北京联通于 2019 年 8 月 15 日以书面方式签订《合作协议》，公司拟将在北京地域内的家庭宽带用户、政企宽带及互联网专线用户业务全部转让给北京联通。

根据合作协议的约定：

1、公司将其在北京地区的家庭宽带用户约 125 万户、政企宽带及互联网专线用户约 2.2 万户归属权转让给北京联通，由北京联通承担上述用户的服务及运营。双方签约前上述用

户的预收款项由公司收取，双方不再进行结算。公司作为北京联通的服务提供方及渠道代理方，按照双方约定获取服务费。

2、北京联通以上述用户未来五年收益权为基础，在合作期间拟以人民币 20 亿元（以上为预估值，具体金额以双方一致同意的最终评估价值为准）分期向公司支付转让上述用户的对价及服务费用。

2) 2020 年 6 月，鹏博士与上海电信在沪签订业务合作协议，双方将发挥在产品设计、网络能力、客户服务、装维能力、管理机制等各个方面的优势，共同设计、打造和经营全新宽带服务品牌，推动上海地区的宽带及固移融合业务的开展，以开放合作的心态，实现互利共赢。

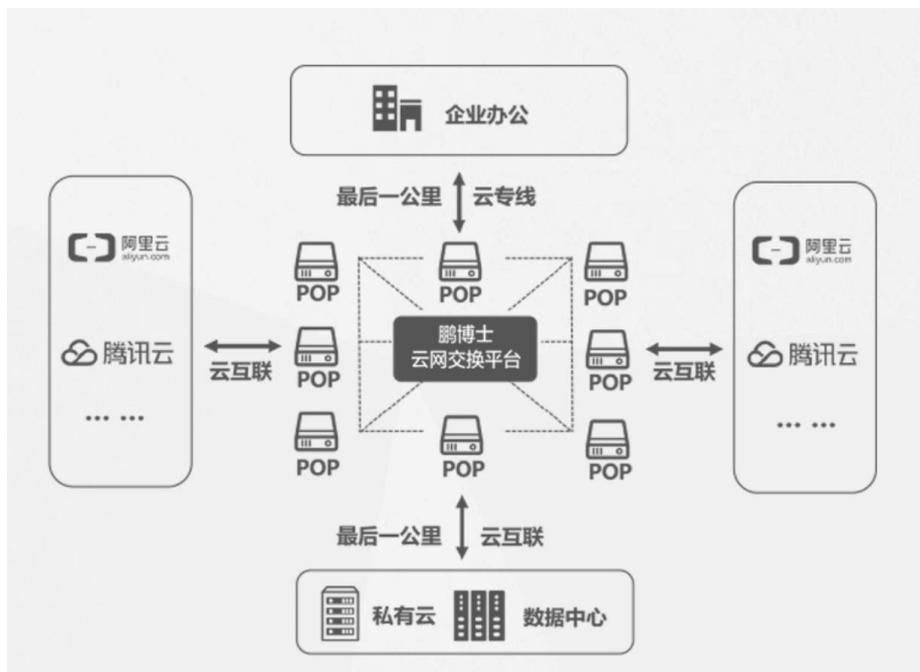
3.2.2. 发力企业云通信业务

在传统宽带业务压力加大的背景下，面向企业的云网业务成为公司互联网接入业务升级的亮点。

目前，公司已与多个省市的基础电信运营商、广电系运营商、铁塔公司和大型互联网企业开展合作洽谈和沟通，逐步从运营商的基础业务转向面向用户创新升级的云网协同一体化专业服务商。

企业云网以网络为中心，融合云计算资源，凭借 SDN 技术与 DCI 网络场景，基于覆盖全国 210+城市的网络资源，满足企业客户数据中心一云、云一云、数据中心一数据中心的互联需求；同时帮助企业快速构建高质量私有网络，满足企业上云最后一公里连接需求，实现“一跳上云”。

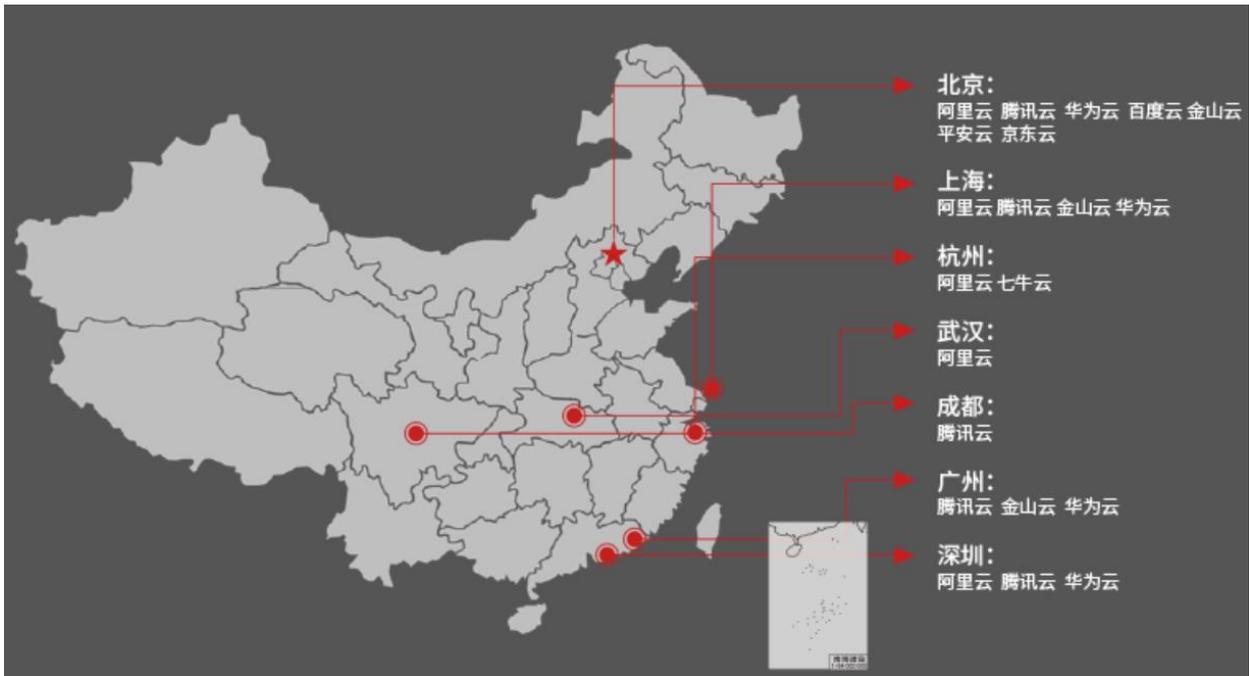
图 16：公司企业网络通信业务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司 DCI 网络已经实现云厂商互联。鹏博士云网加强与阿里云、腾讯云、百度云、华为云、平安云等云厂商的合作伙伴关系。

图 17：公司企业网络通信业务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 数据中心：自建+轻资产 HOMM 运维相结合，全国快速扩张

数据中心属于典型的重资产投入，公司考虑到目前自身资金情况以及自身优势，创新采用 HOMM（Hotel Operations Management Model）即酒店运营管理模式，是鹏博士大数据全新创立的数字地产经营模式。鹏博士大数据将与有意布局数据中心业务的数字地产经营者在项目股权、资本、建设、运维、营销等多层面深入合作，鹏博士大数据作为专业数字地产运营管理公司，输出数据中心综合服务能力，受托挂牌经营合作伙伴资产，实现资产增值，共同掘金大数据产业。

2020 年 4 月，公司公告拟与平盛国际金融控股有限公司、锦泉元和投资管理有限责任公司签署《资产转让协议书》及《数据中心业务委托运营协议》。

《资产转让协议》拟转让数据中心的相关资产，转让价格为 23 亿元人民币。同时，与标的资产有关的数据中心业务仍由公司继续运营和管理。标的资产包括数据中心的全部固定资产、经营所需的流动资产（《资产转让协议书》签署日后发生的应收账款等）、必要的维护运营人员、土地房产对应的资产租赁合同、必要的维护运营人员的劳动合同、电费水费合同，以及数据中心运营所需的全部前置审批等文件。

《数据中心业务委托运营协议》，约定公司继续运营和管理与标的资产有关的数据中心业务，包括但不限于：（1）公司依托标的资产开展数据中心业务，进行业务运营及管理，并以公司名义发展客户；（2）基于标的资产发展的客户，由公司签署业务合同并收取合同费用，公司按照协议约定与锦泉投资进行各项费用结算；（3）公司就依托标的资产开展数据中心业务的全部业务收入与锦泉投资进行收入分成。

此次资产转让以及数据中心委托运营即公司 HOMM 模式的具体实践。我们认为这种模式是公司目前大力发展数据中心业务的最优解。

一、公司目前资产负债率较高，而 IDC 属于典型的重资产行业，公司在资金有限的情况下只能走轻资产运营模式。轻资产运营模式下，标的资产运营权仍然归属公司，公司能够获得一定比例的收入分成。

图 18：公司数据中心优势

| | | | |
|---|--|---|--|
|  <p>提升销售能力</p> <p>数据中心属重资产投入，资金回笼压力大。实现快速销售、回笼资金成为投资者首要关注的问题。鹏博士大数据凭借20年的数据中心业务稳定运营积淀了多元的客户群体，拥有同业最为庞大的销售团队，可快速完成合作项目的销售。</p> |  <p>提升建设能力</p> <p>数据中心的建设是一个复杂的系统工程，数据中心的设计、建设、验收、运营需要长期、周密的规划与管理。鹏博士大数据具备十余个大型数据中心的开发经验，可有效控制合作项目的成本，按需建设，快速交付。</p> |  <p>提升运维能力</p> <p>高稳定的运维管理和成熟的运维团队是左右用户对数据中心的选择核心要素。鹏博士大数据多年的数据中心运营及服务经验，保持着二十年零事故、零服务中断的记录，可为合作项目提供一流的运维保障能力。</p> |  <p>提升资金能力</p> <p>数据中心属于重资产行业，资金投入大。鹏博士大数据拥有专业的资金团队和上市公司的背书，可为合作项目提供充足的融资支持和明确的远期退出途径。</p> |
|---|--|---|--|

资料来源：公司官网，天风证券研究所

二、公司在 IDC 行业深耕多年，其优势在于客户、土地、运营经验等，相对容易实现异地规模复制。

公司和南京佳力图联合共建南京楷德悠云数据中心、珠海大数据产业园以及廊坊云计算数据中心即是 HOMM 模式规模复制的典型案列。预计公司未来将在全国更多区域实现模式复制。

图 19：公司数据中心领域部分客户



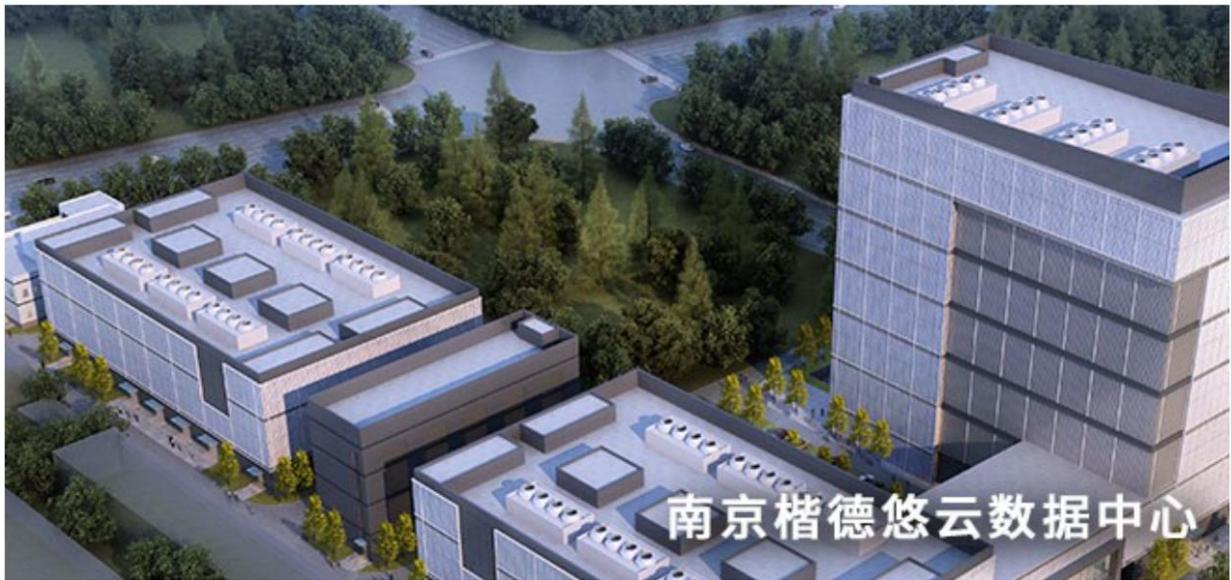
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1) 南京楷德悠云数据中心

占地面积共 32748 平方米，计划总投资为 15 亿元，项目规划建设三栋数据中心楼宇并配有建设动力中心、电力配套设施、办公区域等配套设施。该项目规划建设总容量为 8400 个机柜，项目共分三期实施，第一期规划建设 2800 个机柜并计划 2021 年 6 月投产；第二期规划建设 2800 个机柜，计划 2022 年 6 月投产，第三期规划建设 2800 个机柜，计划

2023 年 6 月投产。

图 20：南京楷德悠云数据中心



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2) 珠海大数据产业园

2020 年 5 月，公司拟以现金出资不超过人民币 3.5 亿元。标的公司拟投资建设“珠海大数据产业园”，该项目已取得珠海市发展和改革局颁发的《广东省企业投资项目备案证》，项目计划建设 6,000 机柜的数据中心。

经初步概算，项目总投资金额不超过 23.16 亿元，其余项目建设款均由锦泉元和出资。其中主要包括：数据中心土建工程投资约 5.45 亿元、设备及安装投资约 5.67 亿元、孵化器建设资金约 7.68 亿元，流动资金及其他费用约 4.36 亿元。公司将在标的项目取得所有备案审批，且正式开工后，与锦泉投资按以下进度里程碑同比例出资：项目开工（支付项目总投资额的 30%）、土建完工（支付项目总投资额的 10%）、设备到货（支付项目总投资额的 30%）、系统调试完成（支付项目总投资额的 20%）、项目验收（支付项目总投资额的 10%）。

3)、廊坊云计算数据中心

2020 年 5 月 28 日，鹏博士云计算数据中心奠基仪式在河北廊坊启动，鹏博士数据中心在全国的布局再下一城。廊坊云计算数据中心项目规划建设总容量为 12000 个高密机柜，是国内规模领先的中立数据中心集群，计划 2022 年 6 月完全投产。项目建成后，其将成为京津冀和环渤海经济圈高端大数据中心、政务云中心、金融云中心及企业云中心，被看作是京津主数据中心和同城备份中心的首选地。

廊坊云计算数据中心总投资超过 30 亿元，同样是由公司与锦泉元和达成战略合作，共同建设。

预计公司通过 HOMM 的轻资产模式，将快速实现全国扩张。2023 年，公司预计可运营机柜规模数量将达到 12 万个，辐射京津冀、长江经济带及粤港澳大湾区三大城市圈，形成覆盖全国的第三方数据中心集群。

3.4. 海底光缆

PLCN 海缆项目已于 2020 年 3 月完成全部海上施工，但由于新冠肺炎疫情影响，目前工程验收及测试工作尚未完成。

在运营许可上，谷歌对其在美国的登陆点负责，中国香港市场则由公司负责。由于政治原

因，目前 PLCN 项目尚未获得美国当地的业务执照许可。期待未来项目获得许可。

3.5. 推出员工持股方案，高激励下有望提升公司管理效率

公司于 2020 年 7 月推出第一期员工持股方案，覆盖公司高管及中层骨干人员，高激励要求下就有效提升公司整体管理及运营效率。

参加本员工持股计划的公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、公司中层管理人员、公司核心技术（业务）骨干人员，总人数不超过 200 人，其中参加本员工持股计划的董事、高级管理人员 6 人，其他符合条件的员工不超过 194 人。

表 2：员工持股计划

| 类别 | 具体职务 | 认购份额上限（万份） | 比例 |
|------|----------|------------|-------|
| 杨学平 | 董事长 | 100 | 15.1% |
| 崔航 | 董事、总经理 | 100 | |
| 吕卫团 | 常务副总经理 | 100 | |
| 高江 | 副总经理 | 100 | |
| 王鹏 | 董事、财务负责人 | 100 | |
| 陈曦 | 副总经理、董秘 | 100 | |
| 其他员工 | | 3372.8 | 84.9% |
| 合计 | | 3972.8 | 100% |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

依据 2020 年度、2021 年度各业绩考核结果分两期解锁分配至持有人，公司此次员工持股计划的业绩考核要求如下：

- (1) 2020 年公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润不低于 3 亿元人民币；
- (2) 2021 年公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润不低于 6 亿元人民币；
- (3) 在公司盈利且现金能够满足公司持续经营和长期发展的前提下，2020 年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润（按当年实现的合并报表可供分配利润计算）的 10%。

按照此次员工持股激励的解锁要求，公司 2020-2021 年扣非净利润要达到 3 亿和 6 亿元。2020 年较 2019 年大幅扭亏为盈，同时 2021 年保持 50% 高增长。

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

盈利预测的基本假设：

公司业务可以分为互联网接入、数据中心、海外业务、互联网增值，其中互联网接入和数据中心为公司核心业务。

预计互联网接入 2020-2022 年增速分别为 -5%、0%、0%，维持稳定，同时毛利率稳中有升；

预计数据中心业务 2020-2022 年增速分别为 30%、50%、60%，处于高速增长期；毛利率由于公 HOMM 模式的机柜占比逐渐提升，预计毛利率逐步下降。

表 3：公司业务拆分预测（亿元）

| 业务 | （亿元） | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----|------|------|-------|-------|-------|
|----|------|------|-------|-------|-------|

| | | | | | |
|---------|-------|---------|--------|--------|--------|
| 互联网接入服务 | 业务收入 | 41.62 | 39.54 | 39.54 | 39.54 |
| | 同比增长率 | -21.20% | -5% | 0% | 0% |
| | 业务成本 | 23.79 | 21.75 | 21.75 | 21.75 |
| | 毛利率 | 42.84% | 45.00% | 45.00% | 45.00% |
| 数据中心 | 业务收入 | 15.94 | 20.72 | 31.08 | 49.73 |
| | 同比增长率 | 17.73% | 30.00% | 50.00% | 60.00% |
| | 业务成本 | 9.25 | 11.40 | 18.34 | 32.33 |
| | 毛利率 | 41.97% | 45.00% | 41.00% | 35.00% |
| 海外业务 | 业务收入 | 1.02 | 1.02 | 1.02 | 1.02 |
| | 同比增长率 | | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 业务成本 | 0.60 | 0.60 | 0.61 | 0.63 |
| | 毛利率 | 41.18% | 41.00% | 40.00% | 38.00% |
| 互联网增值业务 | 业务收入 | 0.64 | 0.83 | 1.08 | 1.41 |
| | 同比增长率 | 20.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| | 业务成本 | 0.48 | 0.49 | 0.82 | 1.07 |
| | 毛利率 | 25.00% | 24.00% | 24.00% | 24.00% |
| 其他业务 | 业务收入 | 1.28 | 1.60 | 2.00 | 2.40 |
| | 同比增长率 | 28.00% | 25.00% | 25.00% | 20.00% |
| | 业务成本 | 0.88 | 1.20 | 1.50 | 1.92 |
| | 毛利率 | 31.25% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |

资料来源: wind, 天风证券研究所

4.2. 估值对比

我们选取可比的几家 IDC 公司来作为估值对比, 包括宝信软件、光环新网、数据港和奥飞数据。

四家可比公司对应 2021 年 PE 预计为 56 倍, 公司预计 2021 年 PE 为 21 倍, 显著低于可比平均估值。

表 4: 可比公司估值

| 公司 | EPS (元) | | | | PE | | | |
|------|---------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| 宝信软件 | 0.77 | 1.00 | 1.24 | 1.51 | 94 | 72 | 58 | 48 |
| 光环新网 | 0.53 | 0.66 | 0.83 | 1.01 | 49 | 39 | 31 | 25 |
| 数据港 | 0.52 | 0.62 | 1.12 | 1.77 | 179 | 150 | 83 | 53 |
| 奥飞数据 | 0.88 | 0.87 | 1.15 | 1.53 | 57 | 58 | 43 | 33 |
| 平均 | | | | | | 80 | 54 | 40 |
| 鹏博士 | -4.1 | 0.25 | 0.44 | 0.52 | | 35 | 20 | 17 |

资料来源: wind, 天风证券研究所; 注: 四家可比公司数据是 wind 一致预期, 日期 2020.8.7

从公司 PE 和业绩增速来看, 预计公司 2020 年 PE36 倍, 2021 年净利润增速 79%, PEG 约为 0.5, 估值相对低估。

综上, 保守给予公司 2021 年 30 倍 PE, 对应目标价 13.2, 首次覆盖给予“买入”评级

风险提示:

- 1) 资产负债率过高，2015-2018 年维持在 70%左右的水平，2019 年攀升至 94.8%；
- 2) 数据中心扩张不及预期。公司未来通过自建+HOMM 模式扩大机柜规模，如果因为政策限制或者需求不及预期，导致建设进度不及预期，将影响数据中心扩张；
- 3) 宽带业务下滑加剧。宽带业务受到中国移动入局影响，如果竞争加剧，宽带业务可能继续下滑。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 2,203.51 | 751.85 | 6,224.67 | 9,041.45 | 14,562.46 |
| 应收票据及应收账款 | 328.60 | 434.58 | 202.48 | 187.12 | 303.49 |
| 预付账款 | 136.19 | 130.65 | 438.09 | 134.02 | 577.00 |
| 存货 | 76.11 | 34.89 | 102.79 | 62.09 | 161.49 |
| 其他 | 991.03 | 1,080.29 | 1,009.94 | 1,229.43 | 1,249.35 |
| 流动资产合计 | 3,735.44 | 2,432.26 | 7,977.97 | 10,654.11 | 16,853.79 |
| 长期股权投资 | 1,017.16 | 1,164.01 | 1,164.01 | 1,164.01 | 1,164.01 |
| 固定资产 | 10,119.23 | 5,715.62 | 5,696.57 | 5,206.05 | 4,428.65 |
| 在建工程 | 2,516.73 | 2,657.96 | 1,654.78 | 1,052.87 | 691.72 |
| 无形资产 | 369.64 | 233.54 | 202.61 | 171.68 | 140.76 |
| 其他 | 5,126.38 | 3,613.42 | 1,843.89 | 2,118.98 | 2,323.55 |
| 非流动资产合计 | 19,149.13 | 13,384.57 | 10,561.86 | 9,713.59 | 8,748.69 |
| 资产总计 | 22,884.57 | 15,816.83 | 18,539.83 | 20,367.70 | 25,602.48 |
| 短期借款 | 682.52 | 490.93 | 400.00 | 400.00 | 500.00 |
| 应付票据及应付账款 | 1,601.92 | 1,451.43 | 2,952.65 | 1,878.03 | 4,349.13 |
| 其他 | 7,961.42 | 12,066.29 | 9,645.92 | 12,280.39 | 14,889.53 |
| 流动负债合计 | 10,245.86 | 14,008.66 | 12,998.58 | 14,558.42 | 19,738.67 |
| 长期借款 | 423.69 | 2.67 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 4,859.71 | 0.00 | 3,021.49 | 2,627.07 | 1,882.85 |
| 其他 | 382.15 | 989.51 | 607.45 | 659.70 | 752.22 |
| 非流动负债合计 | 5,665.55 | 992.18 | 3,628.95 | 3,286.77 | 2,635.08 |
| 负债合计 | 15,911.42 | 15,000.84 | 16,627.52 | 17,845.20 | 22,373.74 |
| 少数股东权益 | 73.95 | 65.48 | 64.46 | 62.62 | 62.30 |
| 股本 | 1,432.46 | 1,432.39 | 1,432.39 | 1,432.39 | 1,432.39 |
| 资本公积 | 2,421.63 | 2,417.89 | 2,417.89 | 2,417.89 | 2,417.89 |
| 留存收益 | 5,852.31 | 97.78 | 415.46 | 1,027.49 | 1,734.05 |
| 其他 | (2,807.18) | (3,197.55) | (2,417.89) | (2,417.89) | (2,417.89) |
| 股东权益合计 | 6,973.16 | 815.99 | 1,912.31 | 2,522.51 | 3,228.74 |
| 负债和股东权益总计 | 22,884.57 | 15,816.83 | 18,539.83 | 20,367.70 | 25,602.48 |

| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 376.73 | (5,777.70) | 355.41 | 634.49 | 741.55 |
| 折旧摊销 | 2,001.44 | 1,978.74 | 1,153.17 | 1,223.36 | 1,269.48 |
| 财务费用 | 193.20 | 301.98 | (36.36) | (195.25) | (335.57) |
| 投资损失 | 2.49 | (28.62) | (150.00) | (250.00) | (100.00) |
| 营运资金变动 | (1,897.11) | (1,828.61) | 3,679.44 | 930.22 | 3,559.80 |
| 其它 | 1,506.61 | 6,402.84 | (0.90) | (1.99) | (0.31) |
| 经营活动现金流 | 2,183.35 | 1,048.64 | 5,000.77 | 2,340.83 | 5,134.93 |
| 资本支出 | 1,896.95 | (5,265.17) | 482.05 | 47.75 | 7.48 |
| 长期投资 | 588.91 | 146.86 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (6,575.61) | 2,947.56 | (432.43) | 102.50 | (7.52) |
| 投资活动现金流 | (4,089.75) | (2,170.75) | 49.63 | 150.25 | (0.04) |
| 债权融资 | 5,965.92 | 5,419.31 | 5,063.40 | 5,216.27 | 5,301.79 |
| 股权融资 | (531.48) | (676.05) | 816.02 | 195.25 | 335.57 |
| 其他 | (5,226.43) | (4,554.46) | (5,456.99) | (5,085.82) | (5,251.25) |
| 筹资活动现金流 | 208.01 | 188.80 | 422.43 | 325.70 | 386.11 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (1,698.39) | (933.31) | 5,472.82 | 2,816.78 | 5,521.01 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 6,859.68 | 6,049.86 | 6,371.15 | 7,472.18 | 9,409.57 |
| 营业成本 | 3,364.03 | 3,500.83 | 3,543.09 | 4,301.84 | 5,769.24 |
| 营业税金及附加 | 21.42 | 20.34 | 14.02 | 22.42 | 28.23 |
| 营业费用 | 1,735.52 | 1,480.15 | 1,560.93 | 1,718.60 | 1,881.91 |
| 管理费用 | 813.20 | 874.42 | 828.25 | 934.02 | 1,129.15 |
| 研发费用 | 323.78 | 280.85 | 254.85 | 298.89 | 282.29 |
| 财务费用 | 130.53 | 278.14 | (36.36) | (195.25) | (335.57) |
| 资产减值损失 | 99.91 | (5,327.11) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | (0.56) | 0.00 | 0.19 | (0.12) | 0.02 |
| 投资净收益 | (2.49) | 28.62 | 150.00 | 250.00 | 100.00 |
| 其他 | (18.39) | 10,728.37 | (300.37) | (499.75) | (200.04) |
| 营业利润 | 392.74 | (5,814.75) | 356.56 | 641.53 | 754.34 |
| 营业外收入 | 51.00 | 32.52 | 5.00 | 4.00 | 2.00 |
| 营业外支出 | 17.59 | 138.38 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 426.15 | (5,920.61) | 361.56 | 645.53 | 756.34 |
| 所得税 | 49.42 | (142.92) | 7.23 | 12.91 | 15.13 |
| 净利润 | 376.73 | (5,777.70) | 354.33 | 632.62 | 741.21 |
| 少数股东损益 | (3.93) | (26.90) | (1.08) | (1.86) | (0.33) |
| 归属于母公司净利润 | 380.66 | (5,750.80) | 355.41 | 634.49 | 741.55 |
| 每股收益(元) | 2.19 | (33.01) | 0.25 | 0.44 | 0.52 |

| 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------|-----------|----------|----------|----------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -16.04% | -11.81% | 5.31% | 17.28% | 25.93% |
| 营业利润 | -52.88% | -1580.55% | -106.13% | 79.92% | 17.58% |
| 归属于母公司净利润 | -48.71% | -1610.74% | -106.18% | 78.52% | 16.87% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 50.96% | 42.13% | 44.39% | 42.43% | 38.69% |
| 净利率 | 5.55% | -95.06% | 5.58% | 8.49% | 7.88% |
| ROE | 5.52% | -766.25% | 19.23% | 25.79% | 23.42% |
| ROIC | 7.55% | -70.20% | 16.02% | -43.57% | -12.31% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 69.53% | 94.84% | 89.69% | 87.62% | 87.39% |
| 净负债率 | 53.96% | 572.00% | -60.73% | -151.64% | -286.82% |
| 流动比率 | 0.36 | 0.17 | 0.61 | 0.73 | 0.85 |
| 速动比率 | 0.36 | 0.17 | 0.61 | 0.73 | 0.85 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 20.63 | 15.85 | 20.00 | 38.36 | 38.36 |
| 存货周转率 | 91.82 | 109.00 | 92.55 | 90.64 | 84.17 |
| 总资产周转率 | 0.30 | 0.31 | 0.37 | 0.38 | 0.41 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 2.19 | -33.01 | 0.25 | 0.44 | 0.52 |
| 每股经营现金流 | 12.53 | 6.02 | 28.71 | 13.44 | 29.48 |
| 每股净资产 | 39.61 | 4.31 | 1.29 | 1.72 | 2.21 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 4.05 | -0.27 | 35.71 | 20.00 | 17.11 |
| 市净率 | 0.22 | 2.06 | 6.87 | 5.16 | 4.01 |
| EV/EBITDA | 4.42 | 1.40 | 6.68 | 4.13 | 0.75 |
| EV/EBIT | 13.21 | 1.80 | 30.73 | 15.46 | 3.00 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |