

业绩因长宽并表大幅增长 看好移动转售试点预期、高清视频战略

投资要点:

1. 事件

鹏博士 4 月 25 日发布 2013 年一季报。因收购长城宽带并表因素，2013 年 1 季度公司实现现金收款 13.54 亿元，较上年同期增长 143.92%；实现营业总收入 12.80 亿元，较上年同期增长 126.55%；同时，实现归属于上市公司股东的净利润 1.32 亿元，较上年同期增长 113.80%。符合此前预告情况。

公司预计 2013 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比将大幅度增长。增长原因：长城宽带并表、用户规模扩张及在网率提高、产品附加值提高及成本下降等。

2. 我们的分析与判断：

（一）长城宽带并表带来综合毛利率和费用率均大幅提升

2013 年 1 季度综合毛利率 50.71%，较 2012 年同期的 31.54%或环比四季度的 32.79%大幅提升，主要原因是长城宽带并表带来的业务占比结构变化。

表 1: 2011Q1~2013Q1 单季度综合毛利率

2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
29.98%	29.63%	28.82%	30.33%	31.54%	33.05%	32.42%	32.79%	50.71%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

因长城宽带业务并表，2013 年 1 季度销售费用率和管理费用率，尤其前者有较大波动；销售费用率 25.25%远超此前水平，也高于运营商的一般水平。预期 13 年随着长城宽带的进一步有效整合，销售及管理费用率有较大改善空间。

鹏博士（600804.SH）

谨慎推荐 维持评级

分析师

王家炜

☎：(8610) 6656 8272

✉：wangjiawei@chinastock.com

执业证书编号：S0130511020001

特此鸣谢

朱劲松：(8610) 8357 4072

(zhujingsong@chinastock.com.cn)

王娜：(8610) 6656 8846

(wangna_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据 时间 2013.4.25

A 股收盘价 (元)	9.09
A 股一年内最高价 (元)*	9.78
A 股一年内最低价 (元)*	5.19
上证指数	2199.31
市净率	3.26
总股本 (百万股)	1338.5
实际流通 A 股 (百万股)	1338.5
限售的流通 A 股 (万股)	0
流通 A 股市值 (亿元)	121.72

注：*价格未复权

相关研究

- 1、《鹏博士 12 年报点评：第四大宽带运营商基本成型，宽带接入、IDC 两大核心业务增长良好》2013.4.11
- 2、《行业深度：移动转售开辟民营电信服务成长新空间》2013.4.11

表 2: 2011Q1~2013Q1 单季度期间费用率

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1
销售费用率	6.02%	5.93%	5.95%	7.07%	8.48%	9.14%	10.56%	12.99%	25.35%
管理费用率	10.42%	9.69%	9.77%	10.04%	9.89%	9.01%	8.83%	9.08%	9.64%
财务费用率	-3.88%	-2.01%	-1.37%	-0.25%	2.14%	3.99%	4.05%	4.16%	3.50%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（二）移动转售试点、“高清视频”战略，可望开辟新成长空间

移动转售业务试点渐行渐近，公司较有希望通过和中移动合作获得试点牌照。凭借完整的宽带接入网络和骨干网络（目前租用并托管中信骨干网）、第四大宽带用户规模和运营经营，结合移动业务的捆绑销售和协同促进，有望推动其宽带业务进入新的成长期。

公司 13 年继续推进实施“打造高清视频”战略，推广 50M/100M 的高速宽带接入，以及与电影网（20M 码流）、乐视网、搜狐网等内容提供商的合作，有效提高客户吸引力、稳固并提升 APRU 值，同时为未来基于宽带用户资源开展创新增值业务打好基础。

3. 投资建议

基于公司完成长宽并购后，有效整合、协同互补，成型中国第四大宽带运营商，2013 年宽带接入和 IDC 两大核心业务增长态势良好。未来基于宽带用户资源和移动转售牌照较大希望获取，有望在增值业务创新、固网/无线捆绑发展用户方面，提升成长空间。

我们维持对此前盈利预测，预计 2013~2014 年收入分别为 66.52 亿、81.60 亿元，同比增速分别为 159.8%、22.7%；归属 A 股母公司股东对应的净利润分别为 4.91 亿、5.92 亿，同比增速分别为 137.6%、20.7%，2013~2014 年基本每股收益 EPS 为 0.37、0.44 元，当前股价对应 25 倍、21 倍 PE 估值。维持“谨慎推荐”评级。

4. 催化剂

- 1) 宽带业务净增用户或业绩超预期；
- 2) 移动转售细则公布及试点牌照发放。

5. 风险提示

- 1) 宽带业务用户发展低于预期；
- 2) 未能获得移动转售试点牌照。

附表 1: 鹏博士盈利预测表

资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1346.6	1167.4	1411.3	4808.3	6909.7	营业收入	1761.5	2204.9	2560.2	6651.5	8159.9
应收票据	16.3	0.0	0.6	1.5	1.8	营业成本	1243.0	1536.3	1720.8	4692.3	5809.8
应收账款	428.0	446.4	455.1	1381.8	1599.2	营业税金及附加	51.7	66.6	83.2	216.2	265.2
预付款项	315.5	246.1	649.1	1363.2	1687.2	销售费用	115.6	155.9	332.6	590.2	724.1
其他应收款	108.4	691.0	634.9	1381.2	2091.7	管理费用	170.5	221.3	232.5	604.0	652.8
存货	114.6	165.2	93.4	215.2	264.7	财务费用	-14.0	-5.4	106.4	23.4	27.8
其他流动资产	0.6	55.8	10.5	27.4	33.6	资产减值损失	42.1	40.3	56.6	38.2	81.4
长期股权投资	369.2	1172.4	2073.0	2073.0	2073.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	855.9	1502.7	2047.4	2975.3	4015.0	投资收益	-2.2	5.2	180.5	5.0	5.0
在建工程	200.1	605.0	659.2	780.7	905.7	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	47.0	88.3	65.3	40.2	48.2	营业利润	198.4	195.1	208.7	492.3	603.9
无形资产	7.6	39.2	44.3	19.8	13.5	营业外收支净额	12.7	27.4	34.9	92.1	113.2
长期待摊费用	31.8	12.6	22.5	6.2	4.4	税前利润	211.1	222.5	243.6	584.4	717.1
资产总计	4306.4	6664.5	8665.4	15572.3	20146.6	减: 所得税	23.9	45.7	35.8	90.7	121.4
短期借款	300.0	1120.0	750.0	723.3	864.4	净利润	187.2	176.8	207.8	493.6	595.7
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	151.5	156.9	206.5	490.6	592.1
应付账款	245.2	707.9	601.9	1717.7	2391.0	少数股东损益	35.7	19.9	1.3	3.0	3.6
预收款项	150.0	543.0	1216.2	1788.1	2693.1	基本每股收益	0.11	0.12	0.15	0.37	0.44
应付职工薪酬	3.1	14.4	49.9	54.7	79.0	稀释每股收益	0.11	0.12	0.15	0.37	0.44
应交税费	19.4	25.9	21.8	70.3	77.8	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
其他应付款	19.8	11.5	5.5	1539.0	2335.9	成长性					
其他流动负债	0.0	403.1	3.1	264.4	390.3	营收增长率	8.4%	25.2%	16.1%	159.8%	22.7%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-2.1%	7.3%	9.1%	95.6%	30.5%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司股东净利润增长率	-27.7%	3.6%	31.6%	137.6%	20.7%
负债合计	749.9	2858.3	4148.8	7656.8	10330.9	盈利性					
股东权益合计	3536.5	3659.5	4516.6	7915.5	9815.7	销售毛利率	39.5%	37.0%	40.8%	32.0%	31.9%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	销售净利率	8.6%	7.1%	8.1%	7.4%	7.3%
净利润	187	177	208	491	592	ROE	5.5%	4.4%	5.6%	12.4%	13.2%
折旧与摊销	181	214	288	396	505	ROIC	6.68%	4.15%	3.52%	9.86%	11.16%
经营活动现金流	139	1100	482	2002	2445	估值倍数					
投资活动现金流	-734	-1070	-1661	-451	-538	PE	83	76	61	25	21
融资活动现金流	1346	820	-382	1846	194	P/S	5.8	4.7	4.0	1.5	1.3
现金净变动	752	851	-1561	3397	2101	P/B	3.43	3.31	2.72	1.54	1.18
期初现金余额	595	1347	1167	1411	4808	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.5%	0.8%
期末现金余额	1347	1167	-394	4808	6910	EV/EBITDA	30.9	28.8	26.4	13.5	10.3

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王家炜，计算机行业证券分析师。 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：中兴通讯（000063.SZ）、中国联通（600050.SH）、星网锐捷（002396.SZ）、海格通信（002465.SZ）、海能达（002583.SZ）、中创信测（600485.SH）、世纪鼎利（300050.SZ）、卓翼科技（002369.SZ）、硕贝德（300322.SZ）、烽火通信（600498.SH）、日海通讯（002313.SZ）、三维通信（002115.SZ）、大富科技（300134.SZ）、邦讯技术（300312.SZ）、东土科技（300353.SZ）、烽火电子（000561.SZ）、亨通光电（600487.SH）、中天科技（600522.SH）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn