

鹏 博 士 (600804.SH) 综合电信行业
评级： 买入 维持评级
公司点评
邢开允
联系人
(8621)60230250
xingky@gjzq.com.cn

张帅
分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

KT 合作、入股奔腾一号 涉足 IAAS

事件

鹏博士于 2014 年 1 月 3 日公告与 KT 就 IDC 和云计算业务展开合作。

评论

合作 IDC，涉足云计算：1、IDC 是公司的传统强项，公司是国内最大的民营 IDC 运营商之一，双方合作有助于提高鹏博士 IDC 业务的运营水平和技术水准；2、和 KT 合作将使公司从简单的云计算机房提供者提升到成为云计算 IAAS 提供商的位置，提升公司在云计算市场中的竞争力；

结合之前公司入股奔腾一号，我们认为公司在收购长宽完成宽带 2C 业务部署后，将极大云计算 2B 业务的投入：

1、公司通过收购长宽、执行 OTT 战略以及入股奔腾一号，基本完成了 2C 战略的部署，实现了云-管-端的垂直整合，以及与其它宽带和交互电视供应商之间的差异化竞争；2、和 KT 在云计算领域的合作意味着公司将加大对 2B 端的部署。2013 年 5 月国家放开 IDC 牌照审批、12 月亚马逊 AWS 服务进入中国，云计算开始真正在中国落地，预计未来几年 2B 端的技术革命尤其是云计算将加速到来，公司在此极端进行布局十分重要；3、公司是国内最大的民营 IDC 运营商、最大的民营宽带运营商，在企业专线和政企业务上也有传统的布局。我们认为公司发展云计算业务尤其既有优势，值得期待。

业绩预测

由于公司目前云计算业务上不明晰，因此我们仍维持公司原有的业绩预测，即 2013~2015 年归属净利润将分别为 4.7 亿元、6.82 亿元和 9.16 亿元，同比分别增长 129.07%（含长宽并表增厚因素）、44.45%和 34.10%。2013~2015 年对应 EPS 分别为 0.342 元、0.494 元和 0.665 元。同时我们维持公司 6-12 个月 23.20 元，对应 2015 年 34.59 倍估值。

投资建议

我们认为宽带在中国仍处于成长期，一方面由视频推动的对大带宽的需求持续增长导致宽带表中不断提高，宽带的定义被不断刷新，宽带市场也持续处于增长阶段；另一方面，国内基于宽带的增值业务开发尤其是视频业务仍处于起步期，渠道尤其是依托于宽带运营商的渠道资源具有相对稀缺性。在这方面，伴随公司持续增长的覆盖用户数和上网用户数，公司的价值业务不断提升。

另一方面，从国外的例子来看，移动-固网语音-固网宽带-交互电视的“四重播放”运营商在单用户 ARPU 和单用户市值方面均有溢价。相对于可比的基于宽带的多业务运营商如华数传媒等，公司在潜在用户规模、业务布局上具有一定特点，200 亿左右的市值是有支撑的。

云计算随着近年来的发展，已经逐步从设想变成现实。随着亚马逊入华，阿里、百度、腾讯等也将进一步加大在云计算领域的投入，云计算有望真正走入商用，进而拉动对相关基础设施如 IDC、宽带/专线以及 IAAS 等基础云计算服务的需求。公司作为国内的民营宽带/IDC 运营商，在基础电信运营商出口带宽资源以及 IDC 机房资源上的能力已经得到验证。正如亚马逊选取了光环新网作为其 AWS 在华 IDC 的服务提供商，我们认为公司也将成为其他国外以及本土云计算巨头重要的合作伙伴，KT 则是其中的第一家。

业绩预测

收入预测

- 互联网接入业务：社区宽带业务是主要增长驱动因素，随着覆盖不断扩大，我们预计公司 2013~2015 年的互联网接入业务收入将分别达到 59.19 亿、85.12 亿和 116.34 亿元，同比分别增长 46.6%、43.8%和 36.7%；
- 社区宽带：我们预计公司到 2015 年可实现覆盖 5455 万户，开通 1000 万户。同时伴随宽带升级和 OTT 业务捆绑，ARPU 有望持续提升至 1000 元。我们估计公司 2013~2015 年社区宽带业务收入规模将分别达到 48.83 亿、71.21 亿和 97.57 亿，同比分别增长 52%、46%和 37%；

图表1：鹏博士社区宽带业务收入预测（单位：百万元）

总宽带用户	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
覆盖用户（万户）	1382.0	2507.0	3354.7	4054.7	4754.7	5454.7
新增覆盖用户（万户）		1125.0	847.7	700.0	700.0	700.0
开通用户（万户）	230.0	337.3	462.6	642.6	822.6	1002.6
总宽带用户ARPU	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
ARPU	703.5	840.9	803.4	883.7	972.1	1069.3
yoy		20%	-4%	10%	10%	10%
整体收入测算	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
收入	1618.0	2385.0	3212.8	4883.0	7121.0	9757.7
yoy	40%	47%	35%	52%	46%	37%

来源：国金证券研究所（按合并长城宽带 100%股权后同口径计算）

- 我们估计随着公司骨干网和城域网的不断扩展，政企业务、集团客户、专网业务将分别保持 25%、40%和 50%的复合增速，到 2015 年这三项业务的收入规模将分别达到 7.13 亿、9.60 亿和 2.03 亿元；

图表2：鹏博士互联网接入业务测算（单位：百万元）

政企业务收入测算	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
收入	-	293.0	365.0	456.3	570.3	712.9
yoy			24.6%	25.0%	25.0%	25.0%
集团客户收入测算	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
收入	-	184.0	350.0	490.0	686.0	960.4
yoy			90.2%	40.0%	40.0%	40.0%
专网业务收入测算	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
收入	-	38.0	60.0	90.0	135.0	202.5
yoy			57.9%	50.0%	50.0%	50.0%
营业收入	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
互联网接入	2508.3	3513.4	4036.7	5919.2	8512.3	11633.5
yoy	17.8%	40.1%	14.9%	46.6%	43.8%	36.7%

来源：国金证券研究所（按合并长城宽带 100%股权后同口径计算）

- 互联网增值业务：目前国内主要 IDC 运营商单柜收入在 8 万元/年左右，考虑到公司出于 OTT 整体战略考虑做了一定价格折让，我们估计公司单柜收入在 7 万元/年左右。根据公司 IDC 业务发展规划，公司将逐步将其 IDC 扩展到北京以外其他城市尤其是公司宽带业务发展的重点城市。

- 我们预计公司 2013~2015 年 IDC 总规模将分别达到 13010 柜、17697 柜和 19177 柜，同比增长率将分别达到 51.10%、36.03%和 8.36%；
- 我们假设 2013~2015 年公司 IDC 机柜出租率将分别为 69.1%、71.6%和 76.3%；

图表3：鹏博士 IDC 业务机房状况及建设计划

	单位	建筑面积	可租用机 柜数	接入总带宽	开通时间	固定资产 投资总额
		平方米	个	G bps		万元
已建成	苏州桥	3,000.0	400.0	60	2008年	
	三元桥	3,500.0	650.0	60	一期07,二期09	
	中关村	3,000.0	360.0	60	2007年前	
	惠普大厦	3,000.0	600.0	60	2007年前	
	雍和宫	3,750.0	600.0	100	2010年	
	酒仙桥	30,000.0	6,000.0		2011.5	60,000.0
	上海数据港	10,000.0	2,000.0	90	12.12.12	25,000.0
待建成	石景山	3,750.0	2,700.0		2014年	
	亦庄	25,000.0	5,000.0		13.7	55,000.0
	武汉		867.0		13.7	
	深圳					
	佛山					
小计		85,000.0	19,177.0	430.0	2,038.9	140,000.0

来源：国金证券研究所 公司公告

- 预计公司 2013~2015 年 IDC 业务收入增长率将分别为 6.29 亿、8.88 亿和 10.24 亿，同比分别为 106.74%、41.08%和 15.34%。

图表4：公司互联网增值业务预测

	单位	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
IDC 机柜数量	台	2,260.0	2,910.0	3,140.0	8,610.0	13,010.0	17,697.0	19,177.0
yoy	%		28.76%	7.90%	174.20%	51.10%	36.03%	8.36%
IDC 机柜使用率	%					69.1%	71.6%	76.3%
IDC 机柜租金单价	万元/台/年	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
IDC 业务收入	百万元	6,960.8	10,138.8	16,499.0	30,429.0	62,909.0	88,754.4	102,367.3
yoy	%		45.66%	62.73%	84.43%	106.74%	41.08%	15.34%

来源：国金证券研究所

- 其他业务：由于安防、传媒、投资咨询等不再为公司经营主业，我们估计上述三项业务在未来三年保持平稳；

图表5：公司整体及各项报告口径收入预测（单位：百万元）

营业收入	单位	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
互联网接入		2129.5	2508.3	3513.4	4036.7	5919.2	8512.3	11633.5
互联网增值		69.6	101.4	165.0	304.3	629.1	887.5	1023.7
安防工程		290.4	117.6	123.0	40.0	40.0	40.0	40.0
广告		333.8	398.6	381.7	275.5	303.0	333.3	366.7
投资咨询			0.0	78.2	0.0	0.0	0.0	0.0
总收入		2823.3	3125.9	4261.4	4656.4	6891.3	9773.2	13063.9

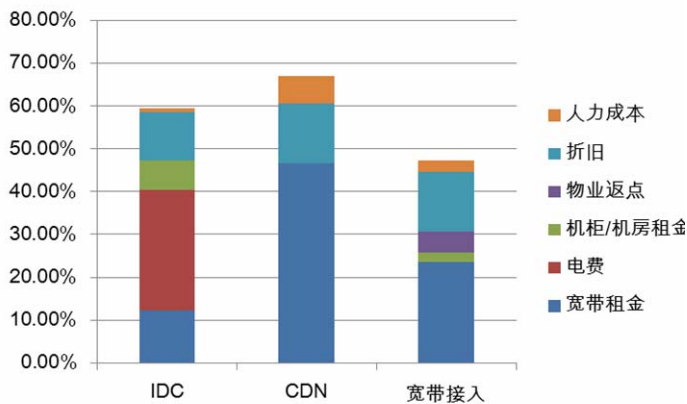
来源：国金证券研究所

毛利率预测

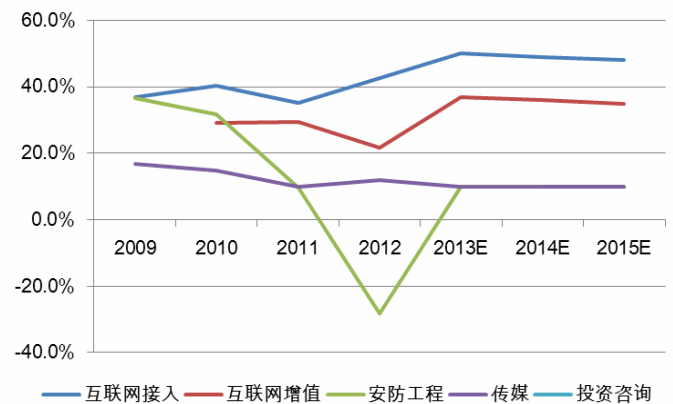
■ 成本:

- 宽带业务: 主要成本构成是宽带租金、折旧。考虑到公司作为民营企业经营的审慎性, 我们预计公司的资本开支将保持稳健, 但公司经营范围逐渐向二三线城市下沉, 但用户覆盖成本和平均 ARPU 值稳中趋势在所难免; 宽带租金方面, 接收奔腾一号后, 宽带租金有望保持稳定。另一方面, 公司投资网络改善用户体验也有助于减少用户流失率, 开通率有望从 16% 提升到 18%。整体上, 我们认为公司宽带业务的毛利率将基本保持稳定, 略有下降;
- IDC 业务: 主要成本是电费、宽带租金和折旧。其中宽带成本、电费可以直接向用户转嫁, 随着机柜使用率提升有望对冲大规模投资带来的折旧成本。整体上, 我们认为公司 IDC 业务的毛利率有望基本保持稳定并略有下降;

图表6: 相关上市公司各项成本占收比



图表7: 公司各项业务毛利率预测



来源: 国金证券研究所 鹏博士 网宿科技 光环新网

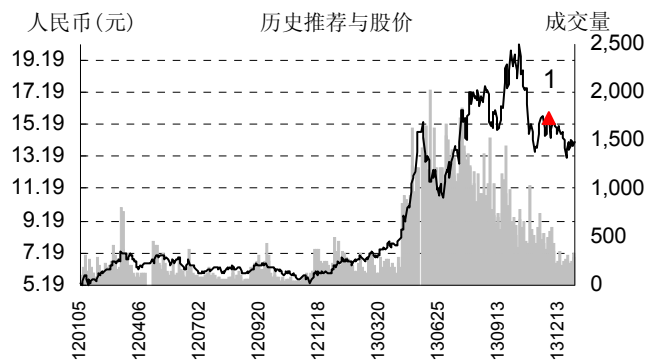
盈利预测

- 我们预计公司 2013~2015 年归属净利润将分别为 4.7 亿元、6.82 亿元和 9.16 亿元, 同比分别增长 129.07% (含长宽并表增厚因素)、44.45% 和 34.10%。2013~2015 年对应 EPS 分别为 0.342 元、0.494 元和 0.665 元。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2013-11-28	买入	15.58	23.00 ~ 23.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；
 中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；
 减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD