

鹏博士 (600804)

——搭建“云管端”平台，增值业务多管齐下

摘要:

公司主要从事电信增值服务、安防监控、网络传媒业务，拥有独立的研发、生产、采购和销售系统，具有独立完整的业务及自主经营能力。基本形成了互联网接入、互联网增值服务、广告和城市安防几大业务为主的“云管端”战略格局。

“管”：公司终于在 2012 年底以 18 亿元完成长城宽带的收购，长城宽带有广泛的覆盖网络和优秀的互联互通资源，其覆盖全国的优质网络能够让公司迅速、低成本的扩大覆盖城市范围。截至 2014 年 6 月 30 日，公司宽带用户人数已经超过 700 万户，上半年新增覆盖用户 845.4 万户，累计覆盖用户 5250.2 万户。

“云”：2005-2013 年我国 IDC 市场规模复合增长率超过 45%，至 2013 年市场规模达到 274 亿元。公司拥有增值电信业务经营许可证，并拥有多个国际 A 级标准的数据中心。公司计划未来 8 年，围绕干线和主要大中城市将会建设 50 个以上的 IDC，最近 3 年将建设 20 个左右，现在已有 4-5 个正在建设。我们预计未来三年公司的 IDC 业务复合增长速度将超过 50%，到 2015 年，公司数据中心业务收入有望超过 10 亿元。

“端”：公司 2013 年初推广的大范围网络提速是发展 OTT 的基础。公司新型宽带产品“50/100M”的支撑下足以支撑带宽需求。从 2014 年上半年公司先后发布了大麦盒子 1.0 和 2.0，作为在线教育（公司已与巨人教育合作，打造“空中万人云课堂”）、智慧医疗以及未来智慧家庭的入口，配合公司的 IDC 数据中心，为客户提供更好的服务。

我们预测，2014 年-2016 年公司的营业收入分别为 73.2 亿元，89.4 亿元，109.3 亿元；对应归属于上市公司股东的净利润分别为 7.5 亿元、9.4 亿元、11.6 亿元；每股收益分别为 0.54 元，0.68 元，0.83 元，对应当前 15.51 元的股价，市盈率分别为 29 倍，23 倍，19 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：1、电信行业改革进度低于预期，转售业务进展缓慢；2、广电部门对互联网电视牌照的管控严于预期，OTT 盒子发展受限。

估值结果汇总	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	2560.2	5818.3	7316.5	8936.4	10929.6
营收增长率(%)	16.1	127.3	25.7	22.1	22.3
净利润(百万)	207.8	407.6	754.0	952.8	1171.8
净利润增长率(%)	17.5	96.2	85.0	26.4	23.0
ROE(%)	5.5	9.4	15.6	17.4	18.8
EPS	0.15	0.30	0.54	0.68	0.83
P/E	103.4	51.7	28.9	22.9	18.6
P/B	5.8	5.0	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	34.3	12.6	8.2	6.7	5.2

公司深度

作者简介

编辑：贾迎琳
 电话：66006339
 执业证书：S0400514080001
 报告日期：2014-08-25

主要数据

鹏博士 [600804]
 当前价：15.51 目标价：21.00
 评级：买入

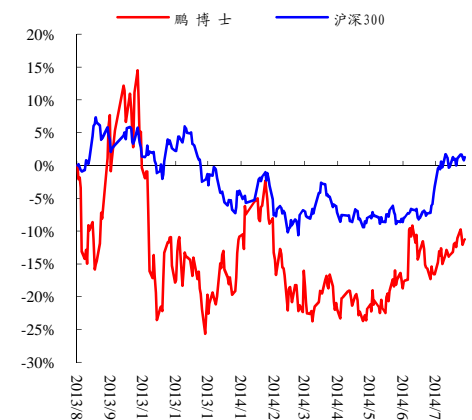
股票价格涨幅/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
1.51/-4.44	14.91/-8.86	-5.70/-3.32
总股本		1391.51(百万股)
流通 A 股		208.28(百万股)
3 月日均成交量		32.93(百万股)

主要股东

深圳鹏博实业集团有限公司	6.46
北京通灵通电讯技术有限公司	4.27
深圳市聚达苑投资有限公司	4.00

股价表现



公司动态

2014-08-21	鹏博士(600804):上半年净利增 35% “云管端”战略将多方发力
2014-08-20	鹏博士(600804)上半年净利 2.94 亿元 同比增长 35%



目录

1.首次覆盖，给予“买入”评级	3
2.“管”战略：收购长宽为增值业务打好基础	3
2.1 一波三折，18 亿元完成长城宽带收购	3
2.2 借助长宽品牌，实现快速覆盖	4
2.3 形成协同效应，为增值服务打底	4
3. “云”战略：迅速膨胀的 IDC.....	5
3.1IDC 市场迅速扩张，增值服务渐成趋势.....	5
3.2 公司 IDC 投入加大，IDC 数据中心面积超 8 万平方米	5
4. “端”战略：发布大麦，加入 OTT 盒战.....	6
5.盈利预测与投资建议	7
6.风险分析	7
指标分析与报表预测	8
其他明细条目	9

1.首次覆盖，给予“买入”评级

公司前身为成都工益冶金股份有限公司 1994 年上市，2007 年以前主营业务是特钢冶炼，主要为攀钢集团成都无缝钢管有限责任公司配套提供产品，市场严重依赖大客户。为提升整体盈利能力，公司于 2007 年开始逐步转型为以网络基础和互联网增值服务为主业的高科技公司。2013 年 9 月更名为“鹏博士电信传媒集团股份有限公司”。

公司主要从事电信增值服务、安防监控、网络传媒业务，拥有独立的研发、生产、采购和销售系统，具有独立完整的业务及自主经营能力。基本形成了互联网接入、互联网增值服务、广告和城市安防几大业务为主的“云管端”战略格局。

“管”：公司终于在 2012 年底以 18 亿元完成长城宽带的收购，长城宽带有广泛的覆盖网络和优秀的互联互通资源，其覆盖全国的优质网络能够让公司迅速、低成本的扩大覆盖城市范围。截至 2014 年 6 月 30 日，公司宽带用户人数已经超过 700 万户，上半年新增覆盖用户 845.4 万户，累计覆盖用户 5250.2 万户。

“云”：2005-2013 年我国 IDC 市场规模复合增长率超过 45%，至 2013 年市场规模达到 274 亿元。公司拥有增值电信业务经营许可证，并拥有多个国际 A 级标准的数据中心。公司计划未来 8 年，围绕干线和主要大中城市将会建设 50 个以上的 IDC，最近 3 年将建设 20 个左右，现在已有 4-5 个正在建设。我们预计未来三年公司的 IDC 业务复合增长速度将超过 50%，到 2015 年，公司数据中心业务收入有望超过 10 亿元。

“端”：公司 2013 年初推广的大范围网络提速是发展 OTT 的基础。公司新型宽带产品“50/100M”的支撑下足以支撑带宽需求。从 2014 年上半年公司先后发布了大麦盒子 1.0 和 2.0，作为在线教育（公司已与巨人教育合作，打造“空中万人云课堂”）、智慧医疗以及未来智慧家庭的入口，配合公司的 IDC 数据中心，为客户提供更好的服务。

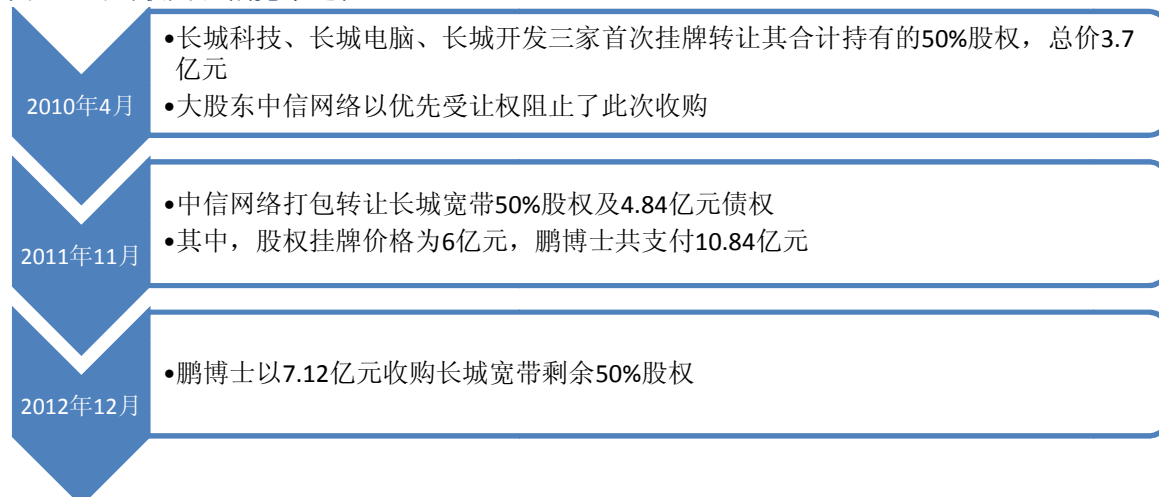
2014 年，公司在宽带业务稳步增长的带动下，增值业务多管齐下 IDC、大麦盒子、移动转售等业务形成协同发展的格局。我们预测，2014 年-2016 年公司的营业收入分别为 73.2 亿元，89.4 亿元，109.3 亿元；对应归属于上市公司股东的净利润分别为 7.5 亿元、9.4 亿元、11.6 亿元；基本每股收益分别为 0.54 元，0.68 元，0.83 元，对应当前 15.51 元的股价，市盈率分别为 29 倍，23 倍，19 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

2.“管”战略：收购长宽为增值业务打好基础

2.1 一波三折，18 亿元完成长城宽带收购

长城宽带的收购可谓一波三折，2010 年公司曾有望以 3.17 亿元购得长宽 50% 股权，但长宽大股东中信网络为长宽发展用户前期已投入 9 亿多元，不愿意长宽被“贱卖”，中信网络利用优先购买权购得这部分股权，使得公司收购成本大大增加（这也是公司前三年股价一蹶不振的主要原因）。2012 年收购长城宽带使得公司面临近 18 亿元的资金压力，为确保收购顺利公司在收购长城宽带剩余 50% 股权前发行了 14 亿的公司债券（为确保收购顺利），票面利率达到 7.5%。

图 1：公司收购长城宽带进程



资料来源：公司公告 财达证券

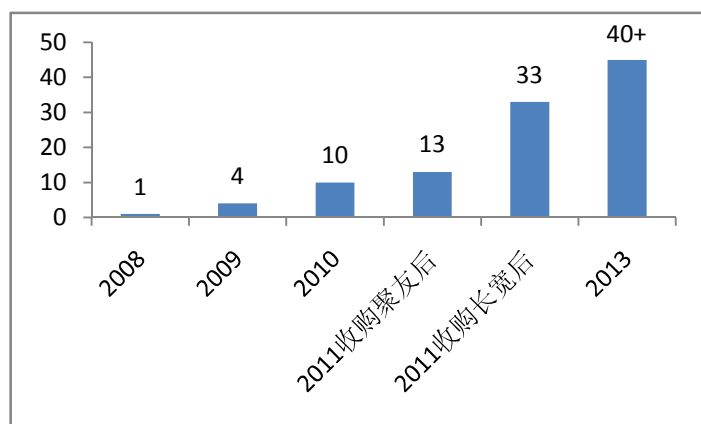
2.2 借助长宽品牌，实现快速覆盖

长城宽带在被收购之前就已经是全国第四大宽带运营商，在全国三十多个省市都拥有网点，享有较高的品牌知名度。收购长宽的优势在于：第一，长城宽带覆盖全国的优质网络能够让公司迅速、低成本的扩大覆盖城市范围，同时提高在已覆盖城市的市场占有率；第二，长城宽带有广泛的覆盖网络和优秀的互联互通资源，目前与国内各大运营商互连的出口带宽达几十 G；第三，长宽有高性能全光纤骨干及城域网，且具有降低建设成本及维护费用等优势。

2011 年以前，公司自身拓展覆盖城市进展缓慢，直到 2011 年 5 月收购聚友公司后，覆盖城市才达到 13 个。而收购长城宽带后，公司在北京地区保留电信通/宽带通等自有品牌，其他省份则采用长城宽带的牌子，充分利用其长期积累的品牌知名度进行推广，覆盖范围拓展到 33 个省市，目前已超过 40 个。

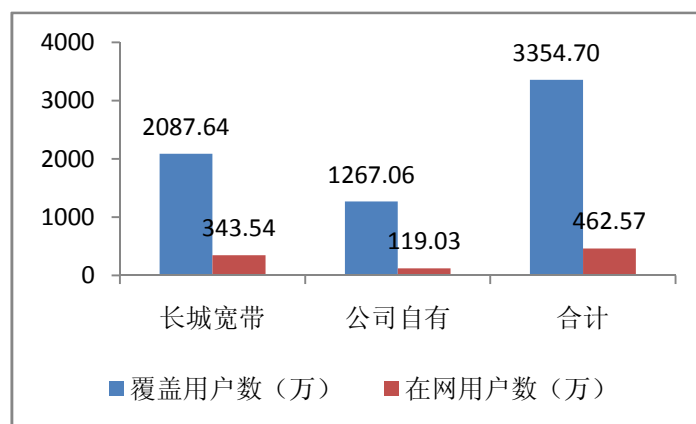
2012 年底长城宽带覆盖用户数目为 2087.64 万，是公司自身覆盖用户的近 2 倍，合并后公司覆盖用户达到 3000 多万。长城宽带在网用户 343.54 万户，是公司的近 3 倍，长城宽带的在网用户率 16.46%，高于公司自身 9.39% 的在网用户率，合并后将提高公司整体在网用户率。

图 2：公司宽带业务覆盖省市数量变化



资料来源：公司公告 财达证券

图 3：公司宽带业务覆盖省市数量变化



资料来源：公司公告 财达证券

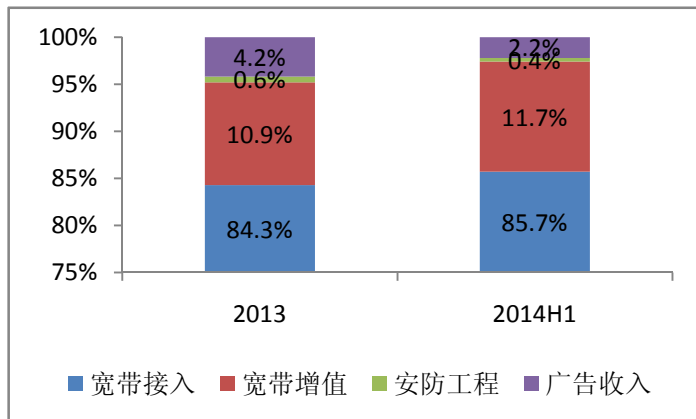
截至 2014 年 6 月 30 日，公司宽带用户人数已经超过 700 万户，新增覆盖用户 845.4 万户，累计覆盖用户 5250.2 万户。预计公司宽带用户将继续保持增长态势，到 2015 年，公司宽带用户人数将超过 1000 万人。

2.3 形成协同效应，为增值服务打底

收购后公司在运营机制上可以获得非常重要的协同效应，主要表现在：第一，合并后公司的 IDC 资源可以节省长城宽带的流量成本；第二，合并后通过资源共享有效降低运营、采购成本以及管理费用；第三，公司和长城宽带在几个大城市由于存在重合覆盖的用户，一直存在竞争关系，收购长宽后将会减少由于竞争产生的不必要成本和业务拓展限制；第四，合并后公司可以利用长城宽带覆盖全国的网点发展政企用户。

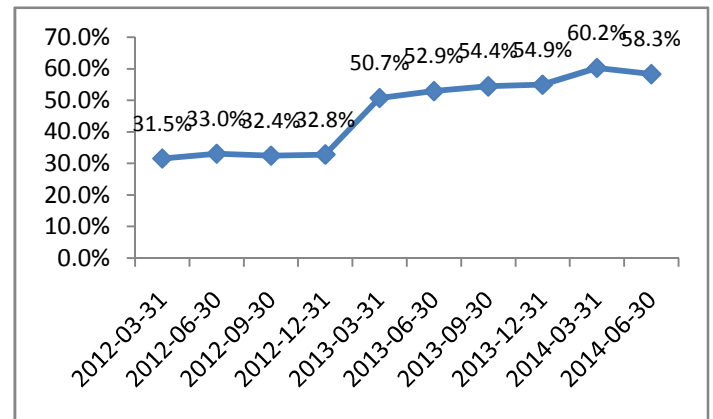
2014 年上半年，公司实现营业收入 33.58 亿元，比上年同期增长 25.46%，归属于上市公司股东的净利润为 2.94 亿元，比上年同期增长 35.36%。报告期内，公司宽带业务收入占比进一步上升，宽带接入与宽带增值合计占 97.4%，提高了 2.2 个百分点。

图 4：宽带业务占比提高 2.2%



资料来源：公司公告 财达证券

图 5：收购长宽后毛利率提升明显



资料来源：公司公告 财达证券

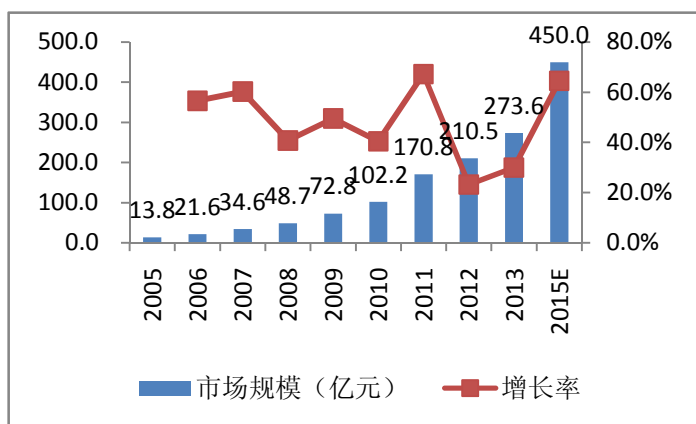
3. “云”战略：迅速膨胀的 IDC

3.1 IDC 市场迅速扩张，增值服务渐成趋势

IDC (Internet Data Center) 即互联网数据中心服务，指服务商利用自有或租赁的互联网通信线路、带宽资源，建立标准化的电信专业级机房环境，为企业、政府提供服务器托管、租用以及相关增值等方面的全方位服务，即拥有服务器的公司把服务器放到数据中心。IDC 服务包括基础性服务、安全防护和增值服务，设备商、电信运营商、IDC 服务提供商和用户构成了整条互联网数据中心产业链。

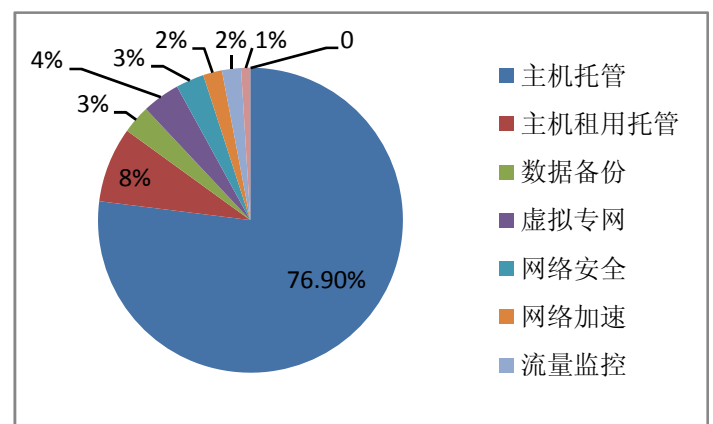
受益亚太 IDC 增长势头，国内市场也高速发展。2005-2012 年复合增长率为 48%，至 2012 年市场规模达到 210 亿元。

图 6：2005-2013 我国 IDC 市场规模 CAGR 约 45%



资料来源：IDC 产业发展研究报告 财达证券

图 7：我国 IDC 服务占比



资料来源：IDC 产业发展研究报告 财达证券

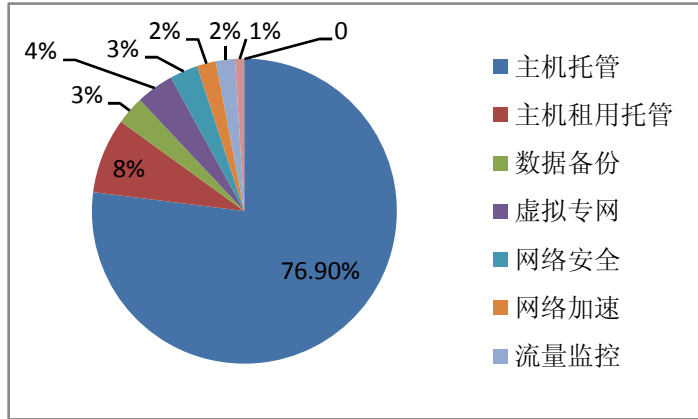
目前，国内的 IDC 市场已经从简单的资源型需求转向技术和服 务结合的多元化需求。2005 年我国 IDC 基础业务和增值业务市场比重分别为 88.4%和 11.6%，到 2012 年时这对比率变为 65.2%和 34.8%。由此可以看出增值业务规模占 IDC 市场总规模的比重越来越大，且增长趋势在未来会持续下去。

3.2 公司 IDC 投入加大，IDC 数据中心面积超 8 万平方米

公司拥有增值电信业务经营许可证，专营互联网数据中心业务的品牌，并拥有多个国际 A 级标准的数据中心。公司在北京和上海拥有八大 IDC 总面积达到 6.7 万平米，分别是旗下子公司北京电信通的六个 IDC 机房，惠普大厦机房、三元桥机房、中关村机房、苏州桥机房、雍和宫机房、石景山机房以及股份公司自主投资建设的旗舰级数据中心酒仙桥机房和上海数据港机房。

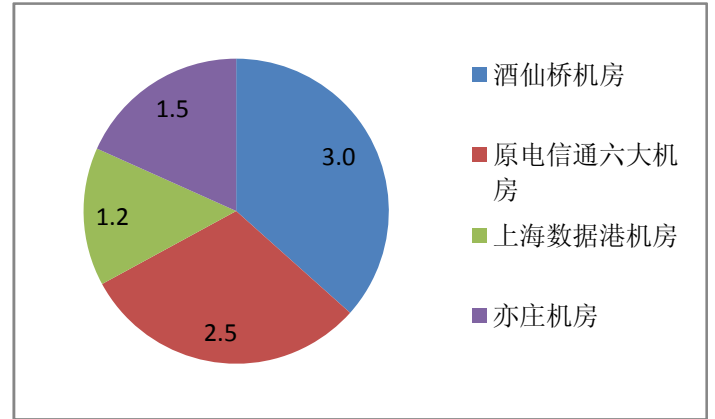
其中，酒仙桥云数据中心是公司于 2010 年 10 月投资 6.5 亿开始建造，并于 2012 年 1 月正式启用的由我国独立设计、建设的亚洲最大单体云计算数据中心。

图 8：我国 IDC 服务占比



资料来源：IDC 产业发展研究报告 财达证券

图 9：公司 IDC 中心面积



资料来源：公司公告 财达证券

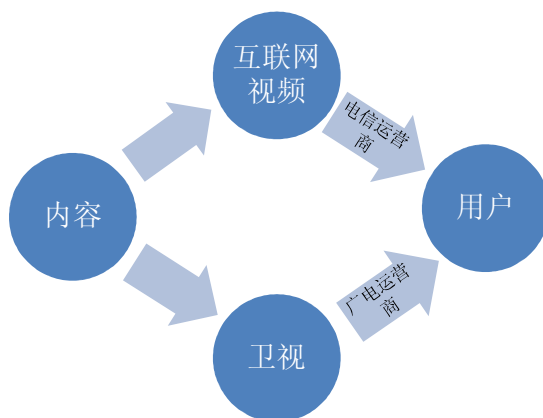
公司计划未来 8 年，围绕干线和主要大中城市将会建设 50 个以上的 IDC，最近 3 年将建设 20 个左右，现在已有 4-5 个正在建设。我们预计未来三年公司的 IDC 业务复合增长速度将超过 50%，到 2015 年，公司数据中心业务收入有望超过 10 亿元。

2014 年 7 月 14 日，公司与中移动签署了关于 IDC 的战略合作协议，摒除双方之间的竞争关系，力争在 IDC 业务上赶上电信、联通。

4. “端”战略：发布大麦，加入 OTT 盒战

OTT (Over The Top)，即互联网公司越过运营商，发展基于开放互联网的各种视频及数据服务业务，强调服务与物理网络的无关性。互联网电视 OTT 就是通过电信运营商的管道，像广播电视网运营商一样为用户提供视频等内容服务。

图 10：互联网 OTT 模式



资料来源：财达证券

公司在全国有多个 IDC 数据中心（保证视频内容），有覆盖全国的一张网（保证视频速度），有较密集（大中城市）的用户覆盖（保证用户群体），这是公司发展 OTT 的优势所在。公司 2013 年初推广的大范围网络提速是发展 OTT 的基础。一般高清视频所需要的带宽在公司新型宽带产品“50/100M”的支撑下足以流畅，继在全国首推百兆宽带之后，公司又相应地启动 200 万台 OTT 机顶盒招标计划打造百万级，互联网家庭院线。



从 2014 年 3 月底开始到 6 月底，大麦盒子 1.0 版本已经累计销售并发展用户近 30 万。经过这一段时间的努力，大麦盒子无论在平台软件研发方面，还是平台内容运营以及硬件创新方面都取得了突破性的进展。2014 年 5 月份，公司在上海正式发布大麦盒子 2.0，进一步为用户提供一站式的家庭娱乐服务。大麦盒子 2.0 不仅在软硬件方面进行全面升级，并且增加了 HDMI IN 以及语音控制、手机操作、多图形 UI 转换等最前沿的创新技术，以此依托公司百兆宽带、云数据中心、终端服务等资源，进一步构建独具特色的云管端完整生态链，推进 OTT 产业链的丰富与发展。

大麦盒子不仅作为电视盒子在市场竞争，其还用于在线教育（公司已与巨人教育合作，打造“空中万人云课堂”）、智慧医疗以及未来智慧家庭的入口，配合公司的 IDC 数据中心，为客户提供更好的服务。

5.盈利预测与投资建议

2014 年，公司在宽带业务稳步增长的带动下，增值业务多管齐下 IDC、大麦盒子、移动转售等业务形成协同发展的格局。我们预测，2014 年-2016 年公司的营业收入分别为 73.2 亿元，89.4 亿元，109.3 亿元；对应归属于上市公司股东的净利润分别为 7.5 亿元、9.4 亿元、11.6 亿元；基本每股收益分别为 0.54 元，0.68 元，0.83 元，对应当前 15.51 元的股价，市盈率分别为 29 倍，23 倍，19 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

6.风险分析

- 1、电信行业改革进度低于预期，转售业务进展缓慢；
- 2、广电部门对互联网电视牌照的管控严于预期，OTT 盒子发展受限。

指标分析与报表预测

资产负债表						利润表					
(百万元)						(百万元)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1275.3	1225.8	986.7	1017.0	3277.9	主营业务收入	2560.2	5818.3	7316.5	8936.4	10929.6
应收帐款	455.6	468.1	480.1	492.1	504.1	主营业务成本	1720.8	2623.6	3327.0	4084.8	5060.1
存货	93.4	72.5	93.5	86.5	84.2	主营业务利润	839.4	3194.8	3989.5	4851.7	5869.5
预付款项	649.1	121.5	127.6	134.0	140.7	营业费用	332.6	1607.9	1975.4	2323.5	2732.4
其他应收款	634.9	176.9	194.6	214.1	235.5	管理费用	232.5	743.3	769.0	964.1	1241.4
非核心资产	10.5	193.1	193.1	193.1	193.1	财务费用	106.4	148.5	72.5	77.9	55.8
固定资产	2047.4	6308.5	6776.7	6092.3	5171.9	折旧摊销	288.2	1070.7	1586.5	1891.3	2098.6
无形资产	44.3	53.2	44.7	37.4	30.9	资产减值损失	56.6	30.1	42.9	43.2	38.7
长期待摊费用	22.5	180.6	320.4	293.5	200.0	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	180.5	52.9	0.0	0.0	0.0
总资产	8503.6	11962.9	11716.4	11059.0	12337.2	营业利润	208.7	521.7	882.7	1141.5	1432.5
短期借款	750.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业外净收入	34.9	6.8	18.1	20.0	15.0
应付款项	601.9	1388.7	1200.0	1063.6	1217.4	利润总额	243.6	528.5	900.9	1161.5	1447.5
预收款项	1216.2	4398.0	3800.0	2538.1	2978.7	所得税费用	35.8	120.9	146.9	208.7	275.7
其他应付款	743.1	319.9	362.9	475.3	386.0	净利润	207.8	407.6	754.0	952.8	1171.8
其他流动负债	3.1	88.9	88.9	88.9	88.9						
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
应付债券	1383.5	1387.4	1387.4	1387.4	1387.4	主要财务指标					
长期经营性负债	31.3	29.9	29.9	29.9	29.9		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
其他非流动负债	0.0	8.0	8.0	8.0	8.0	收入增长率(%)	16.1	127.3	25.7	22.1	22.3
负债合计	4729.1	7621.0	6877.1	5591.2	6096.4	净利润增长率(%)	17.5	96.2	85.0	26.4	23.0
少数股东权益	45.5	42.1	50.4	61.0	73.9	EBITDA 增长率(%)	48.4	173.8	46.6	22.3	15.0
股东权益	3729.0	4299.8	4788.8	5406.8	6166.9	EBIT 增长率(%)	62.5	92.4	44.1	27.4	21.3
净营运资本	-506.9	-4279.7	875.5	1397.7	-367.8	主营利润率(%)	8.1	7.0	10.3	10.7	10.7
投入资本 IC	4760.7	4794.5	4218.4	4897.6	3509.4	EBITDAMargin	24.8	29.9	34.8	34.8	32.8
						ROE	5.5	9.4	15.6	17.4	18.8
						ROIC	10.2	10.9	16.4	23.4	24.3
						ROIC-WACC	-3.0	-2.3	3.3	10.2	11.1
						基本 EPS	0.15	0.30	0.54	0.68	0.83
						稀释 EPS	0.15	0.29	0.54	0.68	0.84
						每股红利	0.9	1.1	1.2	1.3	1.5
						每股现金流	0.6	2.1	1.2	1.2	2.7
						每股净资产	2.7	3.1	3.4	3.9	4.4
						净负债/权益(%)	57.2	32.3	0.0	0.0	0.0
						总负债/总资产(%)	55.6	63.7	58.7	50.6	49.4
						流动比率	0.9	0.4	0.4	0.5	0.9
						速动比率	0.9	0.3	0.3	0.4	0.9

其他明细条目

评级定义

【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

地址：石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层
电话：0311-66006330 传真：0311-66006364 邮编：050000