

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

参股银河电视 鹏博士搭上牌照头趟车

事件

鹏博士于 2014 年 8 月 27 日发布公告称, 公司以 3000 万元现金入股银河电视 (中国国际广播电台 CRI 授权 OTT 牌照运营公司), 占股 9.09%。

评论

参股牌照方彰显 OTT 战略决心, 铺平政策道路: 1、由于双方是相互等额投资, 双方并无资本投资压力; 2、参股牌照方后, 公司能尽快消弭内外政策不确定性, 讲政策负面影响降到最低, 继续加快 OTT 和大屏战略全产业链布局; 3、中央着力提升整合国有媒体, 参股银河电视符合国企改革混合所有制方向, 贡献用户给国企平台符合扩展影响力方向, 是“818”讲话的受益者;

公司已成为 OTT 最富成效的布局者: 1、OTT 快速发展, 大卖机顶盒快速迭代到 2.0, 退出高清极清影院; 2、OTT 早期 B2B 模式主导, 宽带运营商天然优势 (用户、渠道、支付系统) 必须重估; 3、公司本周起开始 8 城市云游戏商业放号, 有望成为电视游戏最早有现金流的商业模式, 目前公司在云游戏网络、终端、版权、运营商上的布局已领先全行业。

重新审视民营企业的第四大运营商: 1 第一家入股牌照方的运营商, 灵活性相对三大运营商有优势; 2、云游戏与中移动同步发展, 全国商业放号远远领先, 机制相对有优势; 3、上半年加速小区网络覆盖, 新增覆盖超 800 万户, 全年预计超 1300 万户, 果断相对有优势; 4、三大运营商受国资委要求取消终端补贴, 而公司不受限制延续有效策略, 形成比较优势, 环境相对有优势。

深入挖掘公司中报, 大小年轮动, 看好 15 年公司全业务线表现: 1、上半年新增覆盖 855 万, 大幅超预期, 预计全年新增覆盖超 1300 万, 公司进一步扩大跑马圈地, 15 年用户增长更给力; 2、IDC 业务同比增长 47.9%, 年底亦庄上海深圳成都新投产机柜近 10000 台, 15 年互联网增值业务预计井喷; 3、经营性净现金流超出投资性净现金流 1.74 亿, 在大力投入宽带小区覆盖、终端、OTT 游戏业务之外仍有富余, 后劲十足; 4、转售牌照年底开通, 15 年全业务运营, “三重播放” (手机、固网、视频) 打造中国版“维珍传媒”;

投资建议

我们调整公司的盈利预测, 主要原因是公司 14 年 IDC 业务开通率提高导致毛利率显著提升, 预计 2014~2016 年公司收入分别为 73.39 亿元、89.10 亿元和 101.07 亿元, 同比分别增长 26.14%、21.41%和 13.43%; 归属净利润分别为 6.75 亿元、10.91 亿元和 16.27 亿元, 同比分别增长 67.48%、61.57%和 49.14%; 对应 EPS 分别为 0.488 元、0.789 元和 1.177 元。

维持“买入”评级, 给予 2015 年 30 倍估值, 目标价位 23.67 元。

参股银河电视 鹏博士搭上牌照头趟车

事件

鹏博士于 2014 年 8 月 27 日发布公告称，公司以 3000 万元现金入股银河电视（中国国际广播电台 CRI 授权 OTT 牌照运营公司），占股 9.09%。

评论

参股牌照方彰显 OTT 战略决心，铺平政策道路：1、由于双方是相互等额投资，双方并无资本投资压力；2、参股牌照方后，公司能尽快消弭内外政策不确定性，讲政策负面影响降到最低，继续加快 OTT 和大屏战略全产业链布局；3、中央着力提升整合国有媒体，参股银河电视符合国企改革混合所有制方向，贡献用户给国企平台符合扩展影响力方向，是“818”讲话的受益者；

公司已成为 OTT 最富成效的布局者：1、OTT 快速发展，大卖机顶盒快速迭代到 2.0，退出高清极清影院；2、OTT 早期 B2B 模式主导，宽带运营商天然优势（用户、渠道、支付系统）必须重估；3、公司本周起开始 8 城市云游戏商业放号，有望成为电视游戏最早有现金流的商业模式，目前公司在云游戏网络、终端、版权、运营商上的布局已领先全行业。

重新审视民营企业的第四大运营商：1 第一家入股牌照方的运营商，灵活性相对三大运营商有优势；2、云游戏与中移动同步发展，全国商业放号远远领先，机制相对有优势；3、上半年加速小区网络覆盖，新增覆盖超 800 万户，全年预计超 1300 万户，果断相对有优势；4、三大运营商受国资委要求取消终端补贴，而公司不受限制延续有效策略，形成比较优势，环境相对有优势。

深入挖掘公司中报，大小年轮动，看好 15 年公司全业务线表现：1、上半年新增覆盖 855 万，大幅超预期，预计全年新增覆盖超 1300 万，公司进一步扩大跑马圈地，15 年用户增长更给力；2、IDC 业务同比增长 47.9%，年底亦庄上海深圳成都新投产机柜近 10000 台，15 年互联网增值业务预计井喷；3、经营性净现金流超出投资性净现金流 1.74 亿，在大力投入宽带小区覆盖、终端、OTT 游戏业务之外仍有富余，后劲十足；4、转售牌照年底开通，15 年全业务运营，“三重播放”（手机、固网、视频）打造中国版“维珍传媒”；

投资建议

我们调整公司的盈利预测，主要原因是公司 14 年 IDC 业务开通率提高导致毛利率显著提升，预计 2014~2016 年公司收入分别为 73.39 亿元、89.10 亿元和 101.07 亿元，同比分别增长 26.14%、21.41%和 13.43%；归属净利润分别为 6.75 亿元、10.91 亿元和 16.27 亿元，同比分别增长 67.48%、61.57%和 49.14%；对应 EPS 分别为 0.488 元、0.789 元和 1.177 元。

维持“买入”评级，给予 2015 年 30 倍估值，目标价位 23.67 元。

图表1: 鹏博士个人宽带业务经营数据及预测

总宽带用户	单位	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
覆盖用户 (万户)			1382.0	2507.0	3354.7	4405.6	6000.0	7200.0	8200.0
新增覆盖用户 (万户)				1125.0	847.7	1050.9	1300.0	1200.0	1000.0
开通用户 (万户)			230.0	337.3	462.6	615.9	795.9	955.9	1095.9
yoy				47%	37%	33%	29%	20%	15%
净增开通用户 (万户)				107.3	125.3	151.0	180.0	160.0	140.0
新增开通用户 (万户)						300.0	375.3	412.4	443.1
新增开通率 (%)						29%	29%	34%	44%
流失用户数 (万户)						149.0	195.3	252.4	303.1
流失率 (%)						32%	32%	32%	32%
上网率 (%)			16.64%	13.45%	13.79%	13.98%	13.27%	13.28%	13.36%
总宽带用户ARPU	单位	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
ARPU	元/年/户		703.5	840.9	803.4	723.6	687.4	653.1	620.4
yoy				19.53%	-4.46%	-9.93%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
整体收入测算	单位	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
收入		1157.4	1618.0	2385.0	3212.8	3902.0	4852.6	5720.2	6364.8
yoy			39.80%	47.40%	34.71%	21.45%	24.36%	17.88%	11.27%

来源: 国金证券研究所

图表2: 鹏博士互联网接入业务及预测

	单位	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
单柜租金	万元/柜/年	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
单柜宽带费	万元/柜/年	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
合计	万元	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
		2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
期末机柜总数	合计	2,260.0	2,910.0	3,140.0	8,610.0	13,610.0	17,697.0	22,177.0	26,612.4
yoy			28.76%	7.90%	174.20%	58.07%	30.03%	25.32%	20.00%
		2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
合计	万元	6,960.8	10,424.8	16,607.5	31,069.5	62,218.4	92,659.9	129,256.1	149,029.4
yoy			49.76%	59.31%	87.08%	100.26%	48.93%	39.50%	15.30%

来源: 国金证券研究所

图表3: 鹏博士营收预测 (单位: 百万元)

营业收入	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
互联网接入	2129.5	2508.3	3513.4	4036.7	4886.0	6082.6	7257.7	8286.7
互联网增值	69.6	104.2	166.1	310.7	622.2	926.6	1292.6	1490.3
安防工程	290.4	117.6	123.0	40.0	34.8	31.3	28.2	25.4
广告	333.8	398.6	381.7	275.5	244.3	271.6	301.6	334.7
投资咨询		0.0	78.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总收入	2823.3	3128.8	4262.5	4662.8	5787.3	7312.1	8880.1	10137.0
收入增速	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
互联网接入		17.8%	40.1%	14.9%	21.0%	24.5%	19.3%	14.2%
互联网增值		49.8%	59.3%	87.1%	100.3%	48.9%	39.5%	15.3%
安防工程		-59.5%	4.6%	-67.5%	-12.9%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
传媒		19.4%	-4.2%	-27.8%	-11.3%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
投资咨询		#DIV/0!	#DIV/0!	-100.0%	#DIV/0!	0.0%	0.0%	0.0%
总收入		10.8%	36.2%	9.4%	24.1%	26.3%	21.4%	14.2%
毛利率	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
互联网接入	36.8%	40.3%	35.0%	42.6%	60.1%	63.1%	66.2%	69.6%
互联网增值	29.1%	29.1%	29.4%	21.8%	34.4%	50.0%	45.0%	50.0%
安防工程	36.6%	31.6%	9.6%	-28.2%	7.7%	7.6%	7.5%	7.4%
传媒	16.8%	14.9%	9.8%	12.0%	11.3%	11.2%	11.1%	11.0%
投资咨询			0.0%					

来源: 国金证券研究所

图表4: 报表摘要
损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	2,205	2,560	5,818	7,339	8,910	10,107
增长率		16.1%	127.3%	26.1%	21.4%	13.4%
主营业务成本	-1,536	-1,721	-2,624	-3,002	-3,482	-3,562
%销售收入	69.7%	67.2%	45.1%	40.9%	39.1%	35.2%
毛利	669	839	3,195	4,337	5,428	6,545
%销售收入	30.3%	32.8%	54.9%	59.1%	60.9%	64.8%
营业税金及附加	-67	-83	-196	-242	-294	-334
%销售收入	3.0%	3.2%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%
营业费用	-156	-333	-1,608	-2,128	-2,558	-2,873
%销售收入	7.1%	13.0%	27.6%	29.0%	28.7%	28.4%
管理费用	-221	-232	-743	-978	-1,179	-1,313
%销售收入	10.0%	9.1%	12.8%	13.3%	13.2%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	225	191	647	988	1,397	2,026
%销售收入	10.2%	7.5%	11.1%	13.5%	15.7%	20.0%
财务费用	5	-106	-148	-185	-111	-111
%销售收入	-0.2%	4.2%	2.6%	2.5%	1.2%	1.1%
资产减值损失	-40	-57	-30	-5	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	181	53	6	6	7
%税前利润	2.3%	74.1%	10.0%	0.7%	0.5%	0.4%
营业利润	195	209	522	803	1,291	1,921
营业利润率	8.8%	8.2%	9.0%	10.9%	14.5%	19.0%
营业外收支	27	35	7	8	8	9
税前利润	223	244	528	811	1,300	1,930
利润率	10.1%	9.5%	9.1%	11.0%	14.6%	19.1%
所得税	-46	-36	-121	-122	-195	-290
所得税率	20.5%	14.7%	22.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	177	208	408	689	1,105	1,641
少数股东损益	20	1	5	14	14	14
归属于母公司的净利润	157	207	403	675	1,091	1,627
净利率	7.1%	8.1%	6.9%	9.2%	12.2%	16.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	177	208	408	689	1,105	1,641
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	255	345	1,101	1,229	1,609	2,089
非经营收益	22	-24	-4	319	96	95
营运资金变动	-45	498	1,538	1,438	1,399	915
经营活动现金净流	408	1,026	3,042	3,675	4,210	4,740
资本开支	-929	-1,022	-2,117	-2,797	-3,407	-3,331
投资	-815	-247	-486	-1	0	0
其他	0	-65	447	6	6	7
投资活动现金净流	-1,744	-1,335	-2,157	-2,792	-3,401	-3,324
股权募资	0	0	140	0	0	0
债权募资	1,189	610	-750	-38	0	1
其他	-33	-58	-225	-228	-291	-291
筹资活动现金净流	1,157	552	-835	-265	-291	-290
现金净流量	-179	244	50	617	519	1,126

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,167	1,411	1,462	2,079	2,598	3,724
应收款项	1,137	1,091	645	746	906	1,028
存货	165	93	73	82	95	98
其他流动资产	303	660	315	152	176	180
流动资产	2,774	3,255	2,494	3,060	3,775	5,029
%总资产	41.6%	37.6%	20.3%	21.3%	22.4%	25.9%
长期投资	1,172	2,073	467	468	467	467
固定资产	2,196	2,772	6,971	8,615	10,419	11,671
%总资产	32.9%	32.0%	56.6%	60.0%	61.7%	60.2%
无形资产	501	540	2,267	2,209	2,213	2,212
非流动资产	3,893	5,411	9,816	11,293	13,100	14,352
%总资产	58.4%	62.4%	79.7%	78.7%	77.6%	74.1%
资产总计	6,666	8,665	12,310	14,353	16,875	19,381
短期借款	1,120	750	0	0	0	0
应付款项	1,399	2,561	6,107	7,554	9,088	10,112
其他流动负债	455	165	436	553	617	637
流动负债	2,974	3,476	6,543	8,107	9,705	10,749
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	33	1,415	1,425	1,387	1,387	1,387
负债	3,007	4,891	7,968	9,495	11,092	12,137
普通股股东权益	3,534	3,729	4,300	4,795	5,706	7,153
少数股东权益	125	45	42	56	70	84
负债股东权益合计	6,666	8,665	12,310	14,346	16,868	19,374

比率分析

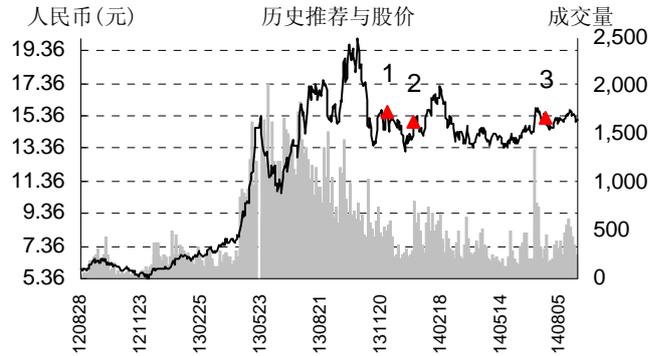
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.117	0.154	0.292	0.485	0.784	1.169
每股净资产	2.640	2.786	3.111	3.469	4.129	5.175
每股经营现金净流	0.305	0.767	2.201	2.659	3.046	3.429
每股股利	0.000	0.050	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	4.44%	5.54%	9.37%	14.08%	19.11%	22.74%
总资产收益率	2.35%	2.38%	3.27%	4.71%	6.47%	8.40%
投入资本收益率	3.74%	2.76%	8.71%	13.46%	16.58%	19.96%
增长率						
主营业务收入增长率	25.17%	16.11%	127.26%	26.14%	21.41%	13.43%
EBIT增长率	-1.70%	-14.97%	238.54%	52.61%	41.44%	45.01%
净利润增长率	3.62%	31.58%	95.18%	67.48%	61.57%	49.14%
总资产增长率	54.59%	29.99%	42.06%	16.59%	17.57%	14.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.4	64.3	28.8	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	33.2	27.4	11.5	10.0	10.0	10.0
应付账款周转天数	113.2	138.9	138.5	160.0	160.0	160.0
固定资产周转天数	248.8	291.9	395.7	394.1	390.3	382.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.30%	19.13%	-1.71%	-14.25%	-20.95%	-32.27%
EBIT利息保障倍数	-41.6	1.8	4.4	5.3	12.6	18.2
资产负债率	45.10%	56.44%	64.73%	66.18%	65.76%	62.65%

来源: 国金证券研究所

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	15.57	23.00 ~ 23.00
2	2014-01-06	买入	14.98	23.00 ~ 23.00
3	2014-07-15	买入	15.25	20.79

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作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