

鹏博士 (600804)

二季度业绩回暖 增值业务发力

控本增效 精耕存量用户

公司二季度实现营业收入 21.47 亿元, 环比增长 2.12%, 实现归母净利润 2.18 亿元, 环比增长 26.56%。公司二季度业绩回暖, 虽然营收略有下降, 但经营产生现金流和利润总额环比微增 2%, 净利润与去年同期基本持平。主要原因为成本控制使得人工费用大幅下降 (二季度销售费用同比下降 30%, 管理费用同比下降 18.3%)。公司上半年资本开支收紧, 新增覆盖用户仅 220 万, 同比下降 70%, 导致在网用户仅增加 51 万户, 较 2016 年 (全年增加 354 万户) 大幅下降。目前公司共覆盖 211 个城市, 1.1 亿用户, 用户在网率约 12.8%。公司下一步将加强对既有投资覆盖的精细化管理, 进一步提升在网率。

战略高度重视 增值业务发展迅速

2016 年大股东增持彰显对公司未来发展的信心, 今年 6 月份公司管理层换血, 增值业务线骨干进入管理层, 转型升级决心笃定。公司“平台+内容+终端”的“云、管、端”运营模式开始产生化学反应, 互联网增值服务业务收入同比增加 8.76%, 毛利率增加 7.20%, 连续多季度快速提升。通过大麦盒子等家庭终端产品增加家庭用户粘合力, 通过数据中心和大数据等服务增加企业用户粘合力, 并通过增值服务提升在网率是公司的关键点。

家庭运营商定位明确 软硬件结合用户粘性大

公司依托大麦盒子、大麦路由器、大麦音响等硬件设备和视频通信+OTT 平台提供终端、应用、视频等服务, 现有用户超过 500 万户。公司宽带用户超过 1400 万户, 渗透率仍有空间。随着公司精耕存量用户的战略实施, 家庭视频服务用户数量有望进一步增长。随着 4K 高清、VR/AR 技术的普及推广, 手机等移动终端受限于能耗、尺寸等问题, 暂时还无法提供最佳用户体验, 家庭作为音视频核心场景的地位越来越重要。公司基于软硬件平台提供娱乐、社交、教育服务, 有一定壁垒, 用户黏性较强, 未来可期。

投资建议

公司作为民营固网业务的龙头企业, 拥有国内骨干网运营权, 利用其自身的管道优势和通信行业较高的准入壁垒, 稀缺性较为突出。在政策不断鼓励民营资本进入的背景下, 鹏博士占据先发优势, 主业竞争力有望长期保持。公司短期虽然面临 ARPU 下降等问题, 但在资本开支收紧的情况下在网率仍有较大提升空间; 中长期关注公司互联网增值业务布局以及与接入业务的协同。预计公司 2017-2018 年 EPS 为 0.57、0.60、0.65 元, 对应 PE 为 33.7 倍、32.1 倍、29.7 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 市场竞争加剧致 ARPU 值持续下降, 用户在网率提升受阻。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,925.94	8,849.71	8,910.78	9,325.13	9,968.56
增长率(%)	13.83	11.66	0.69	4.65	6.90
EBITDA(百万元)	2,421.31	2,875.65	1,502.70	1,565.00	1,654.42
净利润(百万元)	716.57	766.61	820.22	862.84	931.79
增长率(%)	34.14	6.98	6.99	5.20	7.99
EPS(元/股)	0.50	0.54	0.57	0.60	0.65
市盈率(P/E)	38.62	36.10	33.74	32.07	29.70
市净率(P/B)	5.03	4.36	3.96	3.65	3.37
市销率(P/S)	3.49	3.13	3.11	2.97	2.78
EV/EBITDA	12.88	10.08	16.83	14.25	13.28

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	19.44 元
目标价格	21.73 元
上次目标价	21.73 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,431.68
流通 A 股股本(百万股)	1,431.58
A 股总市值(百万元)	27,831.79
流通 A 股市值(百万元)	27,829.87
每股净资产(元)	4.86
资产负债率(%)	70.64
一年内最高/最低(元)	24.65/15.77

作者

唐海清	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030002	
tanghaiqing@tfzq.com	
王亦雷	联系人
wangyilei@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,719.26	2,629.98	3,503.13	6,530.37	6,848.40
应收账款	490.70	655.16	483.44	708.10	565.66
预付账款	486.96	509.51	552.60	612.76	570.85
存货	78.40	79.65	98.56	85.92	110.44
其他	411.99	554.55	393.68	446.49	462.25
流动资产合计	4,187.31	4,428.85	5,031.41	8,383.65	8,557.60
长期股权投资	479.84	482.91	482.91	482.91	482.91
固定资产	10,217.33	11,517.51	11,344.01	11,048.20	10,666.02
在建工程	445.38	558.80	371.28	270.77	192.46
无形资产	138.44	216.43	193.82	171.22	148.62
其他	3,121.41	3,303.49	2,676.38	2,575.12	2,538.63
非流动资产合计	14,402.41	16,079.14	15,068.40	14,548.23	14,028.65
资产总计	18,589.72	20,507.99	20,099.81	22,931.88	22,586.24
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3,990.47	4,329.92	4,591.34	4,707.01	5,044.83
其他	7,344.30	9,414.72	7,251.87	9,503.43	8,377.10
流动负债合计	11,334.77	13,744.64	11,843.21	14,210.44	13,421.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1,395.26	0.00	928.87	774.71	567.86
其他	308.93	375.72	305.34	330.00	337.02
非流动负债合计	1,704.20	375.72	1,234.20	1,104.71	904.88
负债合计	13,038.97	14,120.36	13,077.41	15,315.15	14,326.81
少数股东权益	54.17	38.72	40.03	41.42	42.91
股本	1,400.45	1,414.06	1,431.56	1,431.56	1,431.56
资本公积	1,990.48	2,206.54	2,206.54	2,206.54	2,206.54
留存收益	4,229.76	4,987.12	5,550.80	6,143.75	6,784.96
其他	(2,124.11)	(2,258.81)	(2,206.54)	(2,206.54)	(2,206.54)
股东权益合计	5,550.75	6,387.63	7,022.40	7,616.73	8,259.43
负债和股东权益总	18,589.72	20,507.99	20,099.81	22,931.88	22,586.24

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	717.72	758.96	820.22	862.84	931.79
折旧摊销	1,937.05	2,404.14	551.23	563.48	571.83
财务费用	107.54	112.07	0.00	0.00	0.00
投资损失	(64.26)	19.29	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	1,760.65	600.15	(257.20)	1,949.35	(847.15)
其它	199.40	244.50	(5.12)	1.38	1.49
经营活动现金流	4,658.09	4,139.12	1,099.13	3,367.06	647.96
资本支出	3,578.97	3,453.50	130.39	55.34	42.98
长期投资	58.24	3.07	0.00	0.00	0.00
其他	(7,592.32)	(7,140.70)	(167.53)	(125.34)	(82.98)
投资活动现金流	(3,955.10)	(3,684.13)	(37.14)	(70.00)	(40.00)
债权融资	1,395.26	1,399.18	1,395.26	1,396.57	1,397.01
股权融资	(28.12)	239.65	71.61	0.61	0.82
其他	(1,570.29)	(1,884.73)	(1,655.71)	(1,667.00)	(1,687.76)
筹资活动现金流	(203.15)	(245.89)	(188.84)	(269.81)	(289.94)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	499.84	209.10	873.15	3,027.24	318.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,925.94	8,849.71	8,910.78	9,325.13	9,968.56
营业成本	3,236.42	3,766.07	4,248.66	4,363.23	4,542.67
营业税金及附加	36.89	17.05	17.82	18.65	19.94
营业费用	2,704.04	2,797.81	2,474.52	2,626.89	2,867.95
管理费用	1,146.93	1,292.15	1,211.87	1,314.84	1,455.41
财务费用	69.69	71.38	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	36.39	38.92	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	(8.70)	15.75	(6.43)	0.00	0.00
投资净收益	64.26	(19.29)	10.00	10.00	10.00
其他	(111.12)	7.08	(7.14)	(20.00)	(20.00)
营业利润	751.13	862.78	951.48	1,001.52	1,082.59
营业外收入	56.74	70.98	60.00	60.00	60.00
营业外支出	8.71	7.01	9.00	9.00	9.00
利润总额	799.16	926.75	1,002.48	1,052.52	1,133.59
所得税	81.44	167.79	180.95	188.30	200.30
净利润	717.72	758.96	821.53	864.22	933.28
少数股东损益	1.15	(7.65)	1.31	1.38	1.49
归属于母公司净利润	716.57	766.61	820.22	862.84	931.79
每股收益(元)	0.50	0.54	0.57	0.60	0.65

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	13.83%	11.66%	0.69%	4.65%	6.90%
营业利润	14.36%	14.86%	10.28%	5.26%	8.09%
归属于母公司净利润	34.14%	6.98%	6.99%	5.20%	7.99%
获利能力					
毛利率	59.17%	57.44%	52.32%	53.21%	54.43%
净利率	9.04%	8.66%	9.20%	9.25%	9.35%
ROE	13.04%	12.07%	11.75%	11.39%	11.34%
ROIC	18.86%	22.12%	18.08%	17.90%	40.51%
偿债能力					
资产负债率	70.14%	68.85%	65.06%	66.79%	63.43%
净负债率	127.92%	139.71%	143.70%	107.38%	89.45%
流动比率	0.37	0.32	0.42	0.59	0.64
速动比率	0.36	0.32	0.42	0.58	0.63
营运能力					
应收账款周转率	15.28	15.45	15.65	15.65	15.65
存货周转率	114.10	111.99	100.00	101.10	101.53
总资产周转率	0.47	0.45	0.44	0.43	0.44
每股指标(元)					
每股收益	0.50	0.54	0.57	0.60	0.65
每股经营现金流	3.25	2.89	0.77	2.35	0.45
每股净资产	3.84	4.43	4.88	5.29	5.74
估值比率					
市盈率	38.62	36.10	33.74	32.07	29.70
市净率	5.03	4.36	3.96	3.65	3.37
EV/EBITDA	12.88	10.08	16.83	14.25	13.28
EV/EBIT	37.99	31.02	26.57	22.26	20.30

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 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com