

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告

鹏博士 (600804)

强烈推荐 (维持)

安防、个人接入业务突破发展瓶颈 成长可期

2009 年 02 月 09 日

现价 10.92 元

段迎晟 IT 软硬件行业高级研究员

86-755-22622386

duanys@pasc.com.cn

主要数据

行业	互联网增值
公司代码	600804
公司网址	http://www.dr
总股本(万股)	64200
流通股(万股)	27900
流通市值(百万)	0.00
每股净资产(元)	2.62
净资产收益率(%)	0.00
总资产负债率(%)	30.43

相关研究报告

独到见解

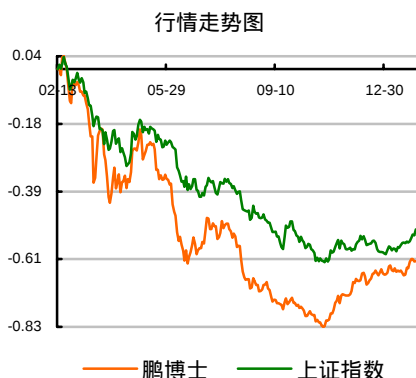
- 市场担心，公司的电信增值和安防业务，和三大电信运营商的业务重合，激烈竞争将影响公司盈利和扩张。但我们认为，独特的盈利模式为公司插上腾飞的翅膀。
- 公司的个人宽带接入业务和安防业务，都具有盈利模式向全国扩张的机会，未来成长空间良好。

投资要点

- 中国互联网行业普及率达到22.6%，呈现爆发性增长的情况，但和日本、美国70%以上的普及率比，还有很大的成长空间；未来对高速上网的需求，将为公司的宽带接入业务提供良好发展动力。
- 未来的平安城市等安防项目适应国家建设和谐社会的要求，将有力地促进公安及社会各方面对安防产品需求的升温。公司的安防业务采用运营的模式，具有资金、成功案例和技术的优势；为北京奥运服务的成功模式已从北京扩展到东莞；未来仍可在较多地区复制。
- 电信、联通、移动三大运营商的竞争不会对公司的业务拓展产生影响。北京地区宽带接入在1年时间内从0发展到10万交费用户，东莞安防监控项目和中国电信共同中标，已充分说明公司这两项业务很有竞争力；3G的上马使三大运营商的资金和人力集中到移动业务上，公司未来的发展阻力更小。
- 公司互联网的资源优势明显，网络带宽利用率高，成本得到有效控制。

风险提示

- 公司内部的整合还需要时间，收购后管理层的磨合存在一定风险。
- 安防运营招标数额大，周期长，招标结果存在不确定性。
- 公司的个人接入业务，在外地的扩展情况相对复杂。
- 公司处高速扩张期，人才储备和人员管理能否跟上将是成败的关键。



请务必参阅文后免责条款

12 月 31 日	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万)	619.4	602.7	1310.6	1939	2535	3257
净利润(百万)	2.4	6.2	168.3	250	369	551
净利润增长率(%)	3.3	156.8	2612.7	48.9	47.7	49.2
每股盈利(元)	0.02	0.04	0.29	0.39	0.57	0.85
市盈率(倍)	130.3	267.2	104.3	27.9	19.1	12.8
股息(元)						
股息率(%)	0.00	0.00	0.08			

目 录

一、行业判断	3
二、盈利预测与估值	3
1. 盈利预测	3
2. 绝对法估值	4
3. 相对估值	4
三、公司基本情况	4
1. 企业概况	4
2. 收入构成	5
四、公司的盈利模式	6
1. 公司定位接入和增值业务	6
2. 集团客户到个人客户，网络的复用率提高	7
3. 安防业务和接入业务相互促进	8
五、公司的个人接入业务	8
1. 宽带需求不断上升	8
2. 高速上网的需求越来越多	9
3. 公司个人接入业务发展很快	10
六、安防业务是公司的快速增长点	11
1. 行业概况	11
2. 发展趋势	12
3. 北京项目和东莞项目的成功案例	14
七、公司的集团客户业务	15
1. 互联网专线接入	15
2. 互联网数据中心 (IDC)	15
3. CDN 加速及分布式 IDC	16
八、公司的竞争优势	16
九、风险	18

一、行业判断

中国互联网行业普及率在07年达到10%临界点之后，发展十分迅速，08年底达到22.6%，呈现爆发性增长的情况，但和日本、美国70%以上的普及率比，还有很大的成长空间；未来对高速上网的需求，是推动公司宽带接入业务快速发展的动力。

和谐社会的提出，促使政府推动的“应急体系”、“平安社会”、“平安城市”、“科技强警”、“3111”工程等重大项目的实施，也有力地促进了公安及社会各方面对安防产品需求的升温。公司的安防业务采用运营的模式，公司具有资金、成功案例、技术的优势，成功模式已从北京扩展到东莞，未来可复制的地区很多，也能为其他宽带接入等提供网络基础。

电信、联通、移动三大运营商的竞争不会对公司的业务拓展产生影响，北京地区宽带接入一年时间从0发展到10万交费用户，东莞安防监控项目和电信共同中标，已充分说明公司这两项业务很有竞争力；3G的上马使三大运营商的资金和人力集中到移动业务上，公司的发展阻力将更小。

二、盈利预测与估值

1. 盈利预测

2009、2010年是公司快速成长期，09、10年的增长主要靠安防业务和个人宽带接入，CDN业务也是一个亮点。

收入预测假设条件：

- 1) 安防业务横向和纵向扩展顺利，以50%的速度快速增长；
- 2) 宽带接入09年重点在北京，10年开始在外地扩展，复合增长60%；
- 3) 因宽带复用的优势，公司毛利率稳中有升；
- 4) 各项业务的成本费用率维持在08年的水平；
- 5) 营业费用率、管理费用率维持在08年的平均水平。

图表1 收入预测（万元）

项目	2007	2008(E)	2009(E)	2010(E)
个人接入收入	1400	9700	19000	30500
安防	0	45000	75000	110000
专线接入收入	18200	24000	26000	28000
北京 IDC 收入	6720	9000	13000	15000
驻地网接入收入	31380	33000	37000	40000
上海帝联	7790	13200	17000	25200
商旅通（酒店多媒体）	1500	1500	2000	2000
系统集成及分销	5990	7000	7500	8000
媒体	0	45000	50000	60000
网络及软件	7065	6500	7000	7000
总收入	80045	193900	253500	325700

资料来源：平安证券
公司深度报告

上述假设中，没有包含可能的收购。根据上述的假设，我们对公司未来3年业绩情况的预测是：08~10年公司EPS分别为0.39、0.57、0.85元，复合增长40%左右。

2. 绝对法估值

图表2 DCF 估值假设

项目	高速增长阶段	债务成本	
贝塔值 (β)	1.226	债务溢价	4.95%
无风险利率 (%)	2.52%	法定所得税税率	24.00%
市场的预期收益率 (%)	9.00%	债务成本	5.68%
股权资本成本 (K_e)	10.46%	权益、债务比率	
债务成本 K_d (%)	5.68%	债务权益比 D/E	4.64%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	4.44%	权益比率	95.56%
WACC	10.25%	债务比率	4.44%

资料来源：平安证券

根据以上假设，我们得到公司的绝对估值为14.2 元，永续增长率为1%。

3. 相对估值

图表3 类似行业上市公司的估值比较

证券简称	2007 年 PE	2008 年 PE	2009 年 PE	2010 年 PE
天威视讯	48.59	42.82	37.17	29.04
卫士通	45.34	33.39	25.37	19.04
歌华有线	30.38	31.69	35.92	26.43
广电网络	76.26	40.84	29.34	22.93
同方股份	32.85	27.50	21.03	15.59
平均	46.68	35.25	29.77	22.61

资料来源：平安证券 wind

我们认为，公司所处行业正在高速增长，同时公司主业清晰、增长明确，08、09及10年的EPS预测为0.39，0.57元和0.85元，公司在可预见的未来3年之内年均增长将在40%左右，可给予09年25倍目标市盈率，对应14元的目标价。综合各方面因素判断，给予“强烈推荐”的评级。

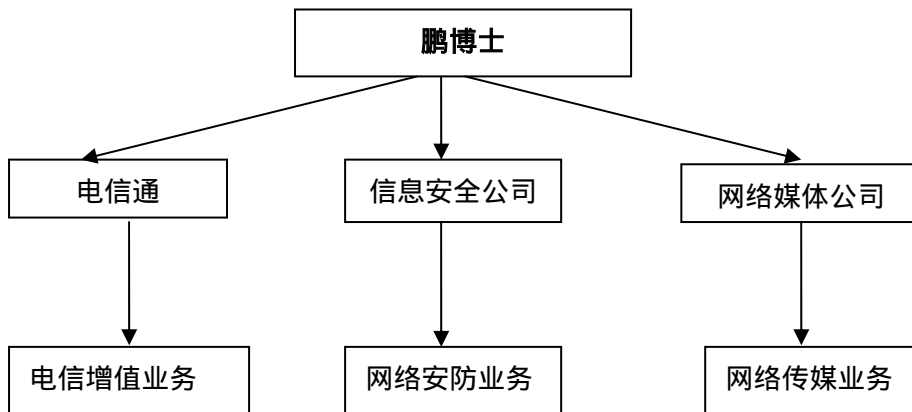
三、公司基本情况

1. 企业概况

公司主要从事互联网专线接入业务，针对机关、企事业单位等高端客户的需求，提供互联网专线接入服务；同时，逐步开拓了电子政务、互联网数据中心（IDC）、专网构建及运营以及网络安全监控、城市监控、长话分流等网络增值服务业务。

公司是国内第一家综合性电信增值服务商，是国内最大的ISP业务接入商，采用光纤网络高利用率的全新业务模式，形成电信增值业务、网络安防业务、网络传媒业务为主的三大业务体系。

图表4 公司主要业务示意图



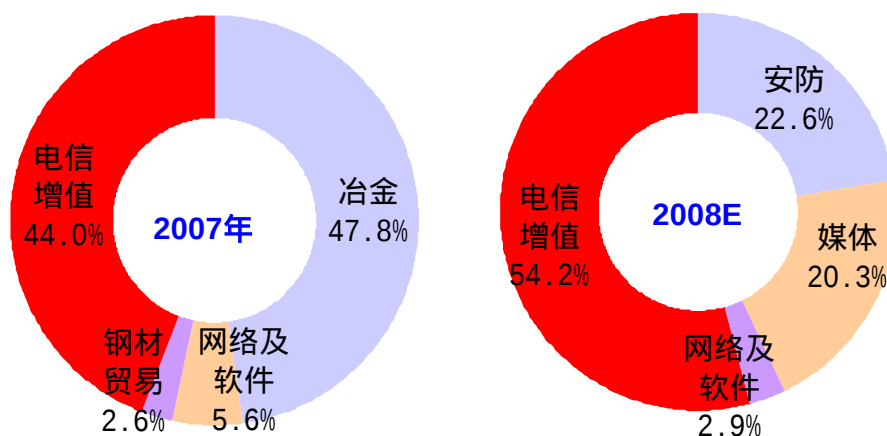
资料来源：平安证券

公司拥有接近12000公里的城域光纤网，城域网覆盖整个北京城区，是北京市主要的“最后一公里”网络运营商。在高端商业客户互联网专线接入的市场份额达到50%，网吧专线接入市场份额接近100%，互联网数据中心业务也占有较高的市场份额，客户遍及政府、能源、IT技术、教育、电子、制造、ICP、其他ISP等北京地区各行业。

2. 收入构成

母公司及控股子公司业务定位清晰，资产重组和钢铁剥离，完成电信增值、安防、传媒三大业务的产业布局，业绩变化明显。

图表5 公司收入占比变化



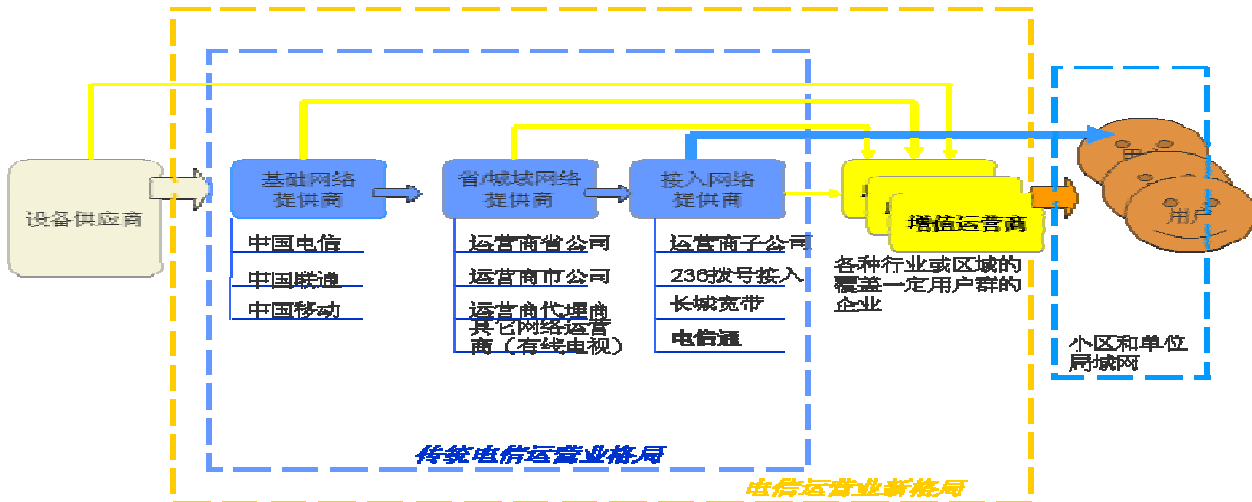
资料来源：公司年报

四、公司的盈利模式

1. 公司定位接入和增值业务

公司在电信行业的价值链中，定位接入和增值业务，公司和基础电信运营商是既合作又竞争的关系。3G的建设需要大量资金和人力，以前宽带业务投入大的电信、联通固网运营商，投入大量资金参与移动业务的相关设备，大规模资金投入的安防等增值业务已没有能力兼顾。另外，个性化和专业化的服务，也是目前基础电信运营商很难具备的。

图表6 公司定位接入和增值



资料来源：平安证券

电信增值业务是凭借公用电信网的资源和其它通信设备，开发出来的附加通信业务。大电信运营商需要提高网络的利用率，利用规模效益来增加核心业务的经济价值，同时有更多的精力集中为高价值的客户服务而且提供给用户更加完善和便利的服务。增值运营商不仅从市场和用户服务方面更加专业，而且也使电信网络增加了新的产品与服务，达到增值的目的。

增值运营商对三大运营商的业务有很好的促进作用：

- 电信业的投资庞大，骨干网络的利用率不足，用户越多单个用户分摊的成本才会越少，只有用户数量达到一定规模时，每个用户的收入才可能大于每个用户的平均成本。增值业务能给大运营商带来新的用户，利于成本的分摊。
- 社会分工越来越细，而用户的需求是多样和多变的，三大运营商不可能完全满足用户的所有需求；同时，贸然开辟新的业务市场和用户市场，也必将导致新的成本和经营风险，这些都给增值运营商提供了发展的空间。
- 电信运营商将带宽和资源进行批发和转售，大量节省了人力成本，提高了生产效率。国有企业的人员因素是电信运营商发展过程中的难题，与电信增值服务商的合作，部分解决了人员因素的难题。
- 电信运营商利用了电信增值运营商的服务和销售渠道，扩大了产品的销售额，类似家电产商和“国美”、“苏宁”的合作。

由于互联网的开放性和互联互通的特点，加上国家对电信运营企业进行了多次拆分，宽带互联网无法像固网那样，被大电信运营商自然垄断，技术的多样性、快速进步和设备价格的下

降，使资本相对较小的增值运营商有巨大的成长空间。

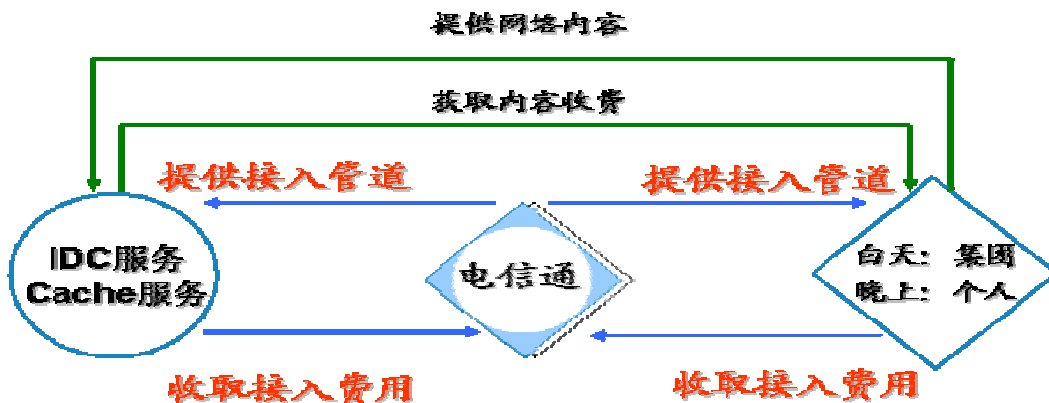
公司IDC和宽带接入业务，租用的是原固网运营商的互联网带宽，是固网运营商的大客户，公司和他们的关系类似生产商和批发商的关系，规模越大，成本越低，谈判能力也越强。

2. 集团客户到个人客户，网络的复用率提高

电信通以前是北京控股下面从事电信经营的子公司，传统集团业务（包括政府和公司）为公司发展奠定基础，公司在为这些服务时，铺设了自己的光纤网，介入平安北京项目，07年末公司又介入个人接入业务。

公司通过各项增值业务，不断的拓展网络使用的方式，公司带宽利用率高，用户接入是下行服务，IDC和Cache是上行服务；同时白天集团客户使用带宽，晚上将企业闲置带宽提供给个人用户使用，分摊光纤的使用成本。

图表7 公司网络利用率高



资料来源：平安证券

公司的接入采用FTTB+LAN，是在现有网络的基础上进行的，省去了一部分光纤到小区的费用，和其他宽带运营商相比，公司的每户成本便宜40%左右，具有速度快，性价比好，机制的灵活性导致服务好，竞争力很强。公司在旧的小区铺光纤，由于已有10000多公司的城域光纤网做基础，新投入到每户的费用只有100多，为了降低风险，公司采用付款才做最后双绞线到户的方式。

固网运营商已有的投资巨大的电话线网（铜线网），在旧的小区，很难再在最后一公里投入巨资做光纤（电话线的投资就浪费了），而且由于大公司的机制，全国的产品和服务的一致性很强，服务的灵活性难以保证。价格战很难实施，三大运营商的成本高是其中之一的原因，另由于接入网络的手只占10%~20%的份额，降低价格只能损害自己的APRU值。新小区虽然固网运营商做了FTTx，但入住率的提升需要时间，风险较大，公司谨慎的对待这类客户。

在国外，在宽带继而普及率提高之后，用户宽带接入都有3到5家运营商选择，所以公司的性价比、服务好，能让公司在宽带接入市场竞争中，取得领先定位。

3. 安防业务和接入业务相互促进

公司有接入网络的地方做安防，有安防的地方做增值业务。公司的安防可以借助宽带接入社区的机会，把社区安防做起来，用同一班维护人员，作好网络和安防技术维护。未来对安防和技防的巨大需求，会造就一个大型的产品/平台/技术/人员一体的安防公司，使得保安和犯罪防范社会化、公司化，这需要技术、监控网络、资金，需要有运营保障的经验。

公司做安防和其他公司不一样，不是系统集成这种一锤子买卖，而是以运营为主的安防。公司的安防模式充分考虑政府和商家的利益，采用运营的模式来减少政府一次性的投入，并按照使用者付费的原则，让受益单位或者商户出钱，做大整个蛋糕。运营提高了竞争门槛，又让公司在当地有了网络，为接入和增值服务提供保障。

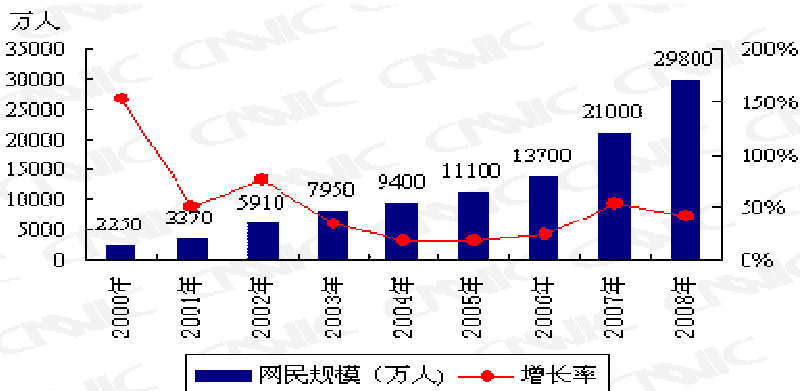
日本SECOM公司是目前世界著名的安防公司，因为1964年东京奥运会为东京政府机关和王宫架设了安防网络，然后不断的将其安防网络扩张到日本全境，公司的业务也从单一安防业务扩展到了宽带接入业务、远程医疗业务和保险业务。公司从2008年北京奥运会“平安奥运”项目出发，向全国进军，和SECOM的模式有一定的相似性，而互联网时代结合城域网的安防，会加速这个进程。

五、公司的个人接入业务

1. 宽带需求不断上升

截至2008年底，中国网民规模达到2.98亿人，较2007年增长41.9%，互联网普及率达到22.6%，略高于全球平均水平（21.9%）。继2008年6月中国网民规模超过美国，成为全球第一之后，中国的互联网普及再次实现飞跃，赶上并超过了全球平均水平。

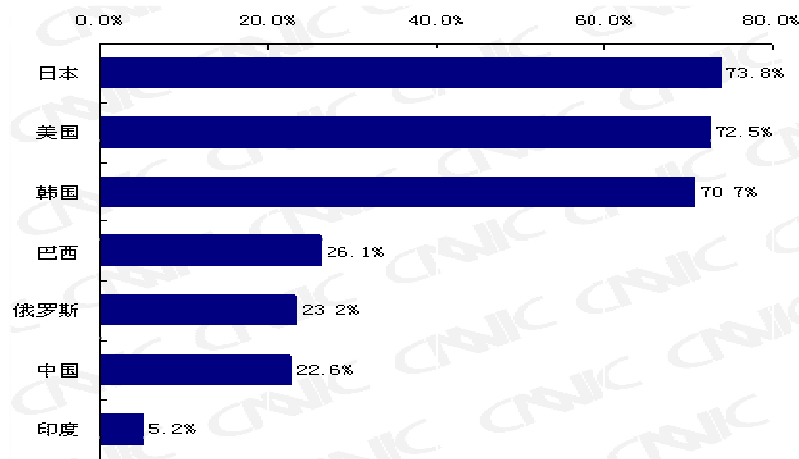
图表8 2000~2008年中国网民规模与增长率



资料来源：CNNIC 平安证券

尽管中国的网民规模和普及率持续快速发展，但是由于中国的人口基数大，互联网普及率在全球各个国家和地区中只能排在第87位，个人宽带接入业务的空间很多。

图表9 中国和一些国家的互联网普及率对比



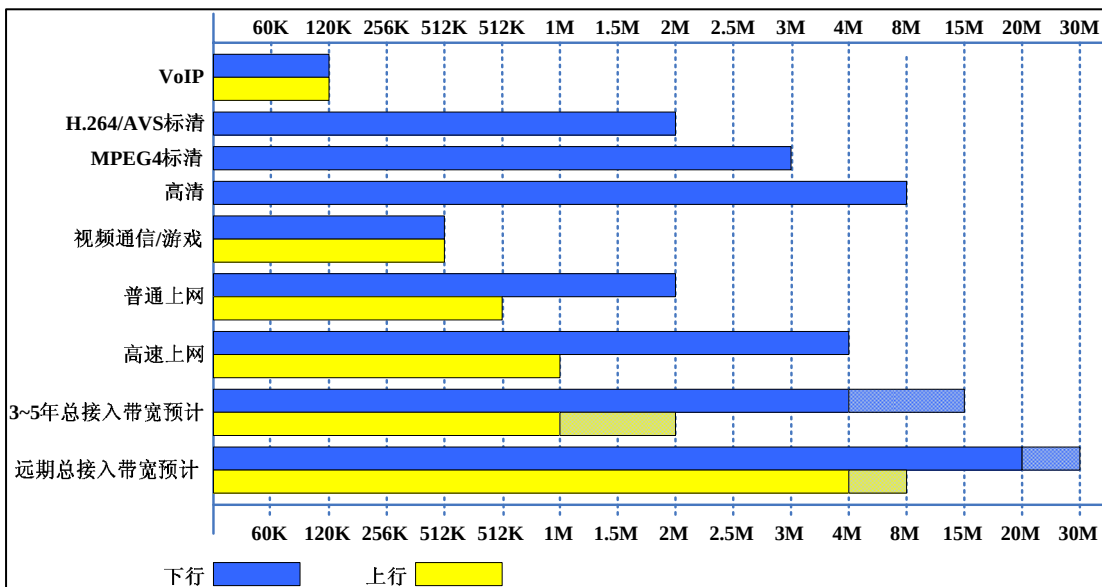
资料来源：CNNIC 平安证券

2. 高速上网的需求越来越多

目前的宽带对家庭用户而言是指传输速率超过512K，实现24小时连接的网络基础设施及其服务。普通电话线路的非对称数字用户环路技术（普通ADSL 512K）、基于光纤FTTx技术、有线电视的Cable Modem技术都是接入技术的典型。

各种宽带接入技术是不同的运营商的竞争武器，公司利用光接入争夺市场，提供差异化服务。公司采用FTTB+LAN接入是将光纤接入结合以太网技术可以构成高速以太网接入，通过这种方式可实现“千兆到小区，百兆到楼单元，十兆到桌面”，实现光纤到户成本最低，只需更换楼内设备和跳线即可。FTTB+LAN接入是在用户端通过一般的网络设备，如交换机、路由器等将同一幢楼内的用户连成一个局域网，用户室内只需添加以太网RJ45信息插座和配置网卡，在另一端通过交换机与外界光纤干线相连即可。

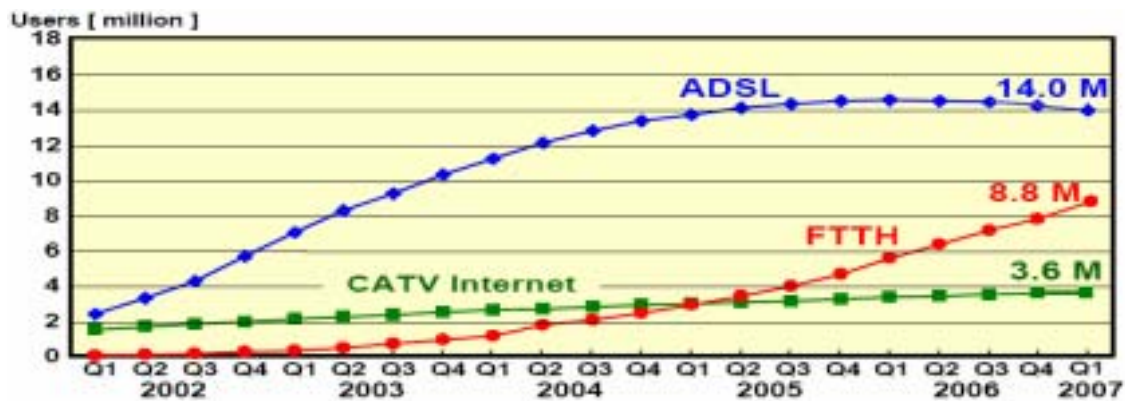
图表10 各类业务对带宽的要求



资料来源：平安证券

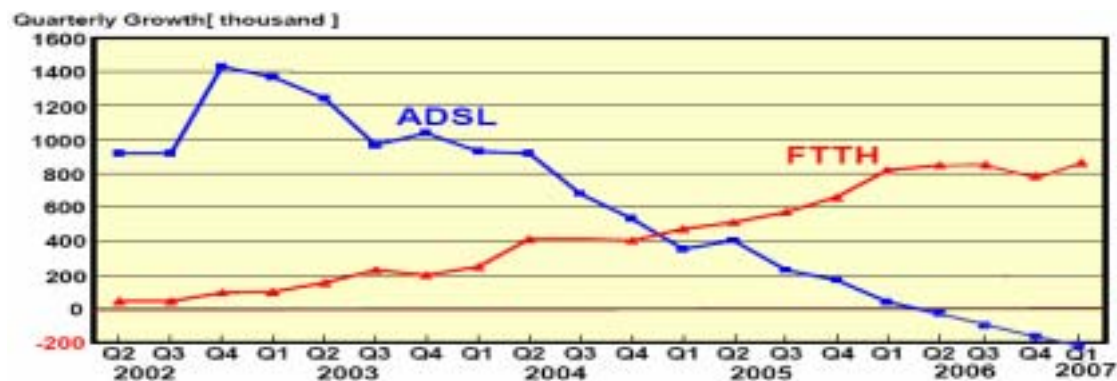
宽带不仅有普通网络的浏览、收发电子邮件等功能，而且可以满足语音、图像等大量信息传递的需求，实现视频点播、网络电话、在家炒股、远程教育等功能。由于视频的大量使用，ADSL已不能满足高速的需求，日本FTTH增长已远远超过ADSL。

图表11 日本的不同宽带接入对比



资料来源：平安证券

图表12 日本的ADSL出现负增长

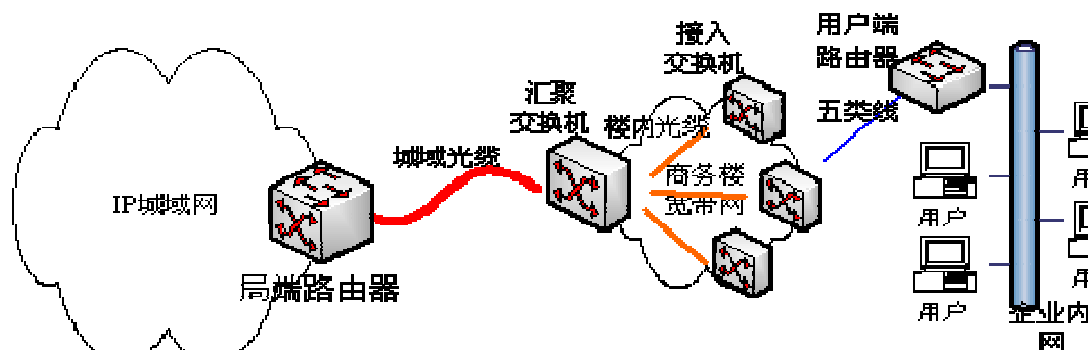


资料来源：平安证券

3. 公司个人接入业务发展很快

从07年10月开始，公司为充分利用带宽和网络资源，在北京开始投资进军社区宽带业务，现已完成市场签约160万户，施工完成100万户，在线交费用户约10万户，实现收入约1200万元/月。

图表13 宽带接入示意图



资料来源：平安证券

公司的接入业务有些是收购的，公司以6000万元收购了华凯利达公司位于北京地区的18万户社区网络及关联资产，已发展用户21000户，实现收入160万元/月。这部分资产的实物部分的评估值为3843.32万元，对应每户的投入为213元，高于公司自己做接入的费用，说明公司的成本竞争优势明显，但出于快速扩张的目的进行收购。

图表14 公司 2.5M 宽带接入的费用

付费方式	网络服务费	开户费	月均
月缴	150 元	100 元	150 元
季缴	420 元	免开户费送 1 个月网时	105 元
半年缴	810 元	免开户费送 2 个月网时	101 元
一年缴	1380 元	免开户费送 3 个月网时	92 元
两年缴	2400 元	免开户费送 4 个月网时	85 元
三年缴	3100 元	免开户费送 5 个月网时	75 元

资料来源：平安证券

固网ADSL 1M接入包月需100元，公司2.5M宽带接入的费用比ADSL 1M价格相当，是性价比很好的产品，加上公司24小时上门服务的承诺，接入比较具有吸引力。公司的个人接入业务的快速成长，证明了公司盈利模式的成功，中国沿海发达城市的人收入高，宽带需求很大，是公司未来发展的地区，而安防和接入业务的结合，有利于降低成本和业务扩展。

六、安防业务是公司的快速增长点

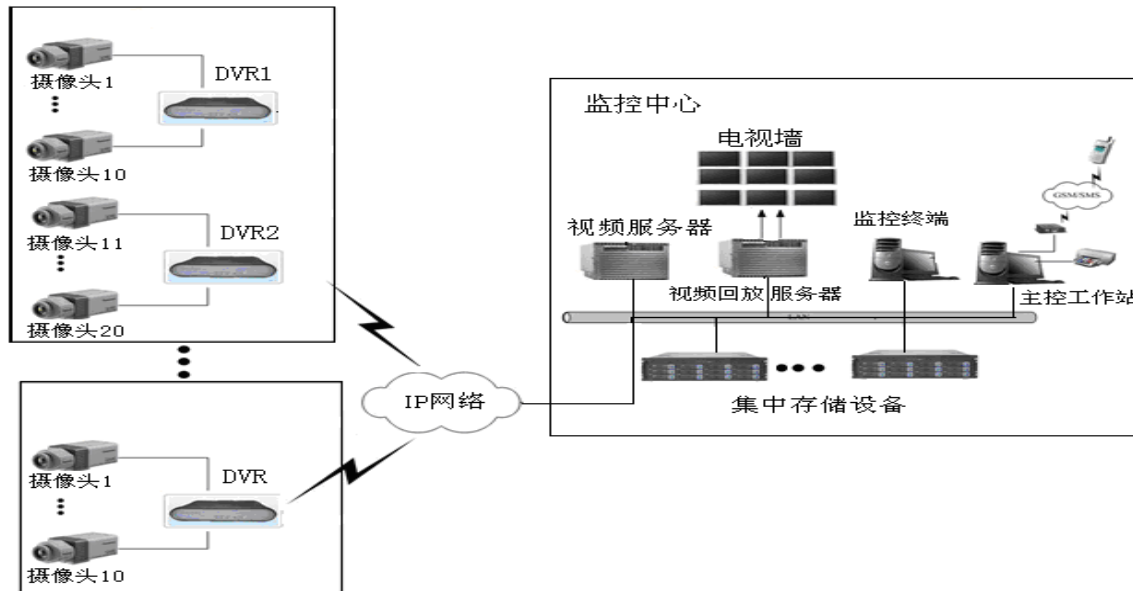
1. 行业概况

随着中国经济建设的不断发展，安防产品的应用领域也越来越广泛（如政府机关、道路交通、教育、金融、电信、石油、电力水利等），智能建筑、大型公共场所、工厂企业、商场、新型社区等大量增加，新增需求点越来越多；而且随着居民收入的提高，大多数人愿意通过安全产品保障自己的财产及生命安全，从而使安全产品的需求不断提高。和谐社会的提出，促使政府推动的“应急体系”、“平安社会”、“平安城市”、“科技强警”、“3111”工程等重大项目的实施，也有力地促进了公安及社会各方面对安防产品需求的升温。

由于历史的原因，我国的城市治安管理运用安防监控系统起步较晚，虽然在一些重点防范区

域，如银行、车站等采用视频监控系统进行区域防范，但是，范围非常有限。总体来说，城市的交通、治安、流动人口以及社会突发事件的监控还处于一个较低的水平上。

图表15 安防监控系统示意图



资料来源：平安证券

国内安防行业特点：

- 行业集中度较低，中小型小型企业较多，大型企业较少。员工人数50人以下的企业占比50%，国内安防企业更多的是小型生产型企业，企业规模普遍较小，管理方式较为落后。另外国内安防企业研发能力较弱，更多的是设备生产商，缺乏规划设计能力，更缺乏整体安防解决方案设计能力。
- 行业技术壁垒较低，作为民营企业居多的中国安防企业，核心技术上没有太多的优势竞争力。目前行业较高的利润率吸引着众多企业进入，使得未来行业竞争更加激烈，利润率也在逐年降低。
- 行业内采取安防运营模式的安防企业很少，成功案例不多，安防运营和管理人才缺乏，与安防产业发达的日本、英国、美国等有较大差距。

2. 发展趋势

根据《中国安防行业“十一五”发展规划》，我国“十一五”期间的安防产业发展目标是：继续保持快速的发展势头，年增长率达20%以上，到2010年实现增加值800亿元以上。整个行业处于较长时间的景气周期，市场需求主要来自：国内公共安全建设如“应急体系”、“平安社会”、“平安城市”、“科技强警”的需求、重大公共工程的需求、金融系统安防视频监控系统改造需求、智能楼宇和家居安保的需求等。

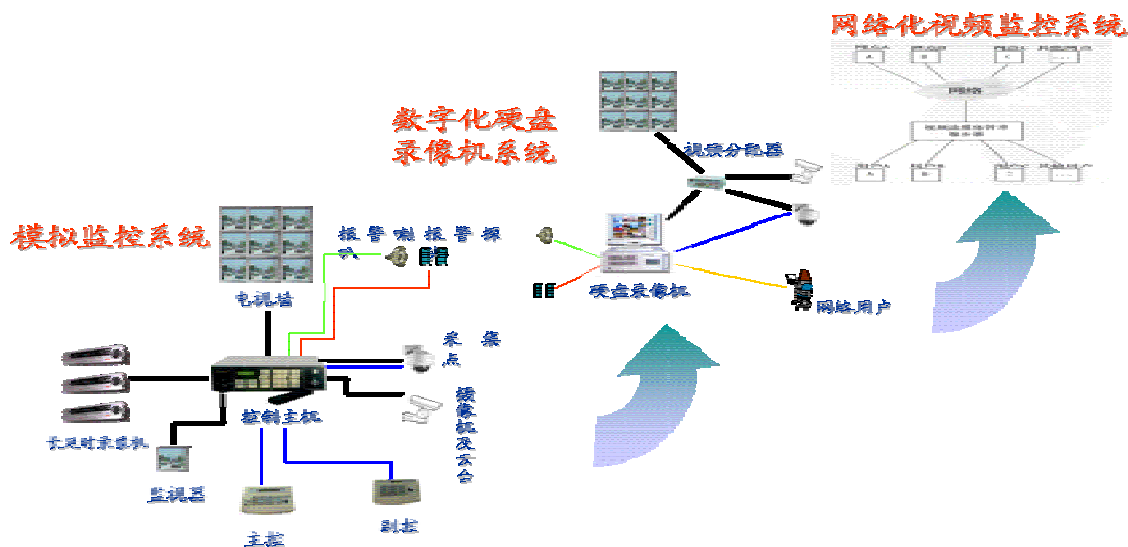
常言道“百闻不如一见”，在人类感官接受的各种信息中约有80%来自视觉。在今天的信息

社会，视频监控以其直观、方便和内容丰富等特点，日益受到人们的青睐，监控产品也正经历着从模拟化向数字化、网络化的革命。

网络视频监控的发展大致经历了三个阶段：

- 模拟监控系统：即闭路监视系统，模拟图像在监控中心模拟监视器上（或大屏幕电视墙上）显示。
- 数字化硬盘录像机系统：一种基于PC机插卡式的视频监控系统的。
- 网络化视频监控系统：基于IP网络的视频监控系统，以嵌入式技术为依托，以网络、通信技术为平台，以智能图像分析为特色的网络视频监控系统才从根本上使视频监控从幕后走向了前台。

图表16 视频监控发展的三个阶段



资料来源：平安证券

第三代的优点：

- ◆ 监控网点与监控中心之间通过互联网，不必敷设造价昂贵的光纤专线。
- ◆ 系统规模扩容可以轻松实现，原系统不必更新改造，不会造成投入浪费。
- ◆ 远程监控，领导或相关管理人员不必亲临监控中心，就能实现监控需求。
- ◆ 可以经济有效地实现监控图像在相关政府机构部门间的共享。

平安城市项目采用第三代的网络化视频监控系统，需要城域光纤网资源，布设点多（超过1万个），工程所需的资金量大（超过一亿），加上公司所推崇的运营模式，在网络资源、资金、技术运营经验三个方面，对广大的中小安防企业有较大的竞争优势。

城域光纤网资源，除了三大运营商之外，广电、电力和一些本地企业有这样的资源，公司可以采用租用的方式获得光纤资源。电信的全球眼、联通的宽视界，定位普通监控，无法提供具有针对性的服务。针对平安城市的高端需求，建设安防专网应用于交通、公安、特种行业、军事等部门，运营商提供的普通监控服务有一定的局限性，安防服务并不是大运营商的主营

业务，也缺乏专业性很强的运营队伍，三大运营商重组后面临3G的竞争，导致将全部资金和人力进行移动业务投入，公司的发展获得了一个难得的发展机遇。

从技术上讲，ADSL以其上网速度快、安装简单，但ADSL的特点适合下载数据量大，上传数据少的业务，而视频监控却要求上传数据量很大，下行控制信号数据量小，很难适应专业化、高标准的安防业务需求。公司所推出的光缆+LAN的方式，上下行的速度都很快，更适合高标准安防监控的需求。

3. 北京项目和东莞项目的成功案例

根据政府平安建设的目标和要求，治安、安全生产等领域，包括市政、公安、城管、工矿企业等相关行业这些行业，需要安装视频监控系统，有着巨大的业务需求。建设的收费来源主要是各级财政拨款和被监控单位按政府要求承担相应费用，可以采用公安系统提出厂家联合建设，公安收费，客户（有安防需要的单位）交费的模式。这类客户对监控图像质量要求高、保密性能好。

公司建设“平安北京”城市安防监控网络系统项目，是配合北京市有关门满足2008奥运需求和北京市城市安保的需要，在北京市建成城市安防监控网络系统并负责后续的运营。该监控网络系统包括对内保单位提供监控摄像头安装、线路连接、资料存储、监控中心建设、维护服务、运营服务等。安防监控网络系统由文教、内保、治安、交通、城市公共区域、消防、特种行业等监控网络组成。

图表17 网络化视频监控系统



资料来源：平安证券

安防业务的纵向和横向延伸

- 以平安北京项目为平台，承建其他专项安防系统。公司完成平安北京项目后，积累了很多的技术经验、运营经验并且拥有国内最具实力的安防人才，公司可以继续发展其他专项安全防护监控项目和业务，例如：银行系统、电力系统、交通管理、仓储物流、房地产、污水排放处理、环境监控、生产流水线、水位监测、连锁超市等应用。

- 以平安北京项目为典范，向其他地区拓展安防业务。我国城市安防建设的市场空间非常巨大，平安北京项目具有非常深远的影响和示范效应，公司在安防建设和运营中积累的开发、集成和管理经验也有助于进军其他城市的安防市场。

公司与东莞广电网络传媒发展股份公司签署了《东莞市出租屋视频监控系统租用合同》。东莞广电与东莞市政府采购中心签订了东莞市出租屋视频监控系统租用合同。合同总价款为3.6亿元，月租费为每监控点每月99.292元。合同涉及5万个监控点，所有监控点租用期为6年。按经最终用户验收合格并正常运行的监控点数，东莞广电按月向公司支付租金款。

公司跨出了走向全国的第一步，在东莞项目中，公司和电信各获得了一半的份额，这是在和电信的竞争中取得的成绩，证明公司在没有自己网络的情况下，也能依靠资金和人才取得竞争的优势，也证明了公司盈利模式扩展的可持续性。

七、公司的集团客户业务

1. 互联网专线接入

公司向大客户、中小企业、网吧、政府及事业单位等提供互联网专线接入，提供专线高速上网服务。

公司在北京网吧专线接入市场占有100%的份额（约1300家），商用专线接入市场上也占有份额约50%（1万多大客户量），政府机关、媒体、国企、跨国公司基本已经成为公司的长期客户。主要提供2M、4M、10~100M、622M、1G、2.5G等各种带宽的光纤接入。

图表18 公司的接入价格很有吸引力

独享带宽	可用 IP	初装费	费用（年付）
1M	-----	300	1100
2M	4	-----	15000
10M	16	-----	30000
20M	16	-----	50000
30M	16	-----	80000

资料来源：平安证券

2. 互联网数据中心(IDC)

定位：为游戏公司、中小企业、在线网站(ICP)、政府及事业单位等，提供服务器托管、数据存储、融灾备份中心等业务。

IDC公司的网络增值业务之一，在惠普大厦、中关村科技发展大厦、三元大厦及苏州桥机房四个国际A级标准的数据中心，有自己网络，发展业务的成本比其他专业的IDC低很多。公司充分利用已有的四个大型IDC中心，集中精力发展大客户，通过与国际知名厂商合作，利用上海帝联公司的CDN技术，在全国范围内布设CDN节点。

图表19 IDC 的资源情况

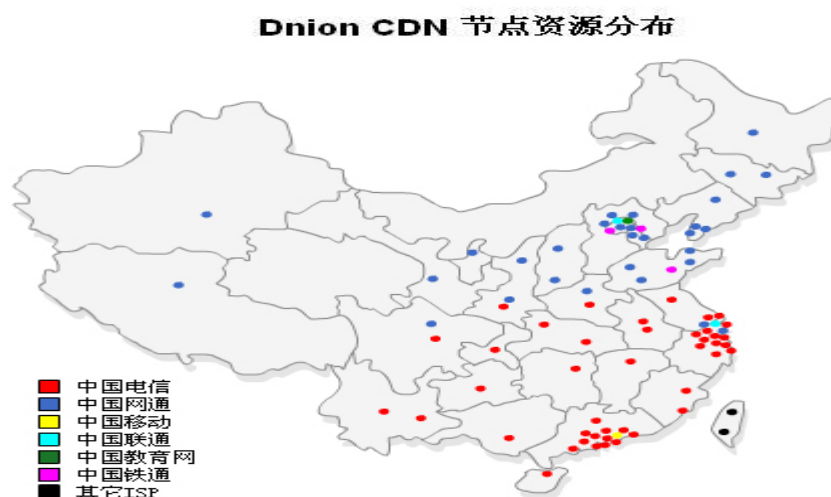
	投入使用时间	面积	机柜数量
惠普大厦	2001-12	2200	300
中关村机房	2002 年	2800	300
三元桥机房	一期 08 年 5 月，二期 08 年 12 月	3000	一期：250 二期：350
苏州桥机房	08 年 11 月	2000	400

资料来源：平安证券

3. CDN 加速及分布式 IDC

CDN加速是当今和未来互联网发展不可缺少的新技术，市场潜力巨大。CDN的全称是Content Delivery Network，即内容分发网络，是实现互联网全新的加速技术，实现在互联网动静页面、文件传输过程中的上传下载与分发、流媒体视频点播与直播等应用方面的高品质访问，从而帮助客户改善最终用户的互联网访问体验。

图表20 帝联的节点资源



资料来源：平安证券

分布式IDC为用户提供一站式本地化服务为理念，帮助客户获取更适合自身业务发展的网络和硬件资源，降低网络资源获取和维护成本，现已为搜狐、新浪、腾讯、瑞星、阿里巴巴等公司提供此服务，有良好的发展前景。

八、公司的竞争优势

● 竞争优势

1、资源优势

拥有12000多公里长，覆盖全北京的光纤网络资源，光纤网络规模正进一步扩张。拥有40G的出口带宽，与原中国电信有15G的出口带宽，与原中国网通有15G的出口带宽，与原铁通、原联通共有10G的出口带宽。公司设置了自己的双路由的IP地址段，它具有自动取向的功能，真

正意义上解决了南北互联互通的问题。

图表21 中国大陆 IPv4 地址按分配单位表

单位名称	地址量	折合数
原中国电信集团公司	65,490,944	3A+231B+80C
原中国网络通信集团公司	35,546,112	2A+30B+100C
原中国移动通信集团公司	14,319,616	218B+128C
中国教育和科研计算机网	13,560,320	206B+234C
原中国铁通集团有限公司	7,012,352	107B
国家信息中心	4,194,304	64B
原中国联通有限公司	1,925,120	29B+96C
北京教育信息网服务中心有限公司	1,572,864	24B
北京电信通信工程有限公司	1,397,760	21B+84C
东方有线网络有限公司	1,138,688	17B+96C
北京诚亿时代网络技术工程有限公司	786,432	12B
北京时代宏远通信科技有限公司（电信通子公司）	786,432	12B
北京宽带通电信技术有限责任公司（电信通子公司）	753,664	11B+128C
北京比通联合网络技术服务有限公司	688,128	10B+128C
长城宽带网络服务有限公司	655,360	10B
.....		
.....		
深圳市天威视讯股份有限公司	425,984	6B+128C

资料来源：CNNIC 平安证券

公司的互联网IP地址的数量，比依靠有线网络做互联网接入天威视讯多6倍，根据IP地址拥有量的排名，公司是除国有几大电信运营商外排名第一的企业。

2、技术优势

公司的网络基于光纤网技术构建，网络速度快，扩展性高。相对于宽带接入市场的主要对手采用的ADSL宽带接入方式，这种方式虽然充分利用了运营商原有的固定电话网络，但由于本身的速度慢缺陷，这种接入方式未来扩展会受到很多的限制。

FTTx作为一种高速的上网方式，简单易用，成本较低，用户无需添加专用的调制解调器的新一代网络技术方案，根据需求转化为FTTX、EPON非常容易，不会增加线路建设成本。光纤网络具有高传输速率、抗干扰性等优势，通信网络“光进铜退”的趋势是不可改变的。

公司在网络运营上积累的技术、经验优势，扩展到安防运营，成为安防运营领域的领头羊。

3、公司的网络利用率高，成本降低

公司的城域光纤网络不但用于宽带业务，而且被用于安防业务、IDC业务等，带宽利用率高，白天集团公司用，晚上个人用，网络的折旧成本将被分散。

4、产业的协同效应

公司是互联网全业务的服务商，拥有企业专线、IDC、CDN、个人宽带接入，从整个产业链出发，业务能够相互促进，体现规模效应，公司作为三大电信运营商的大客户，谈判能力很强。

公司的传媒业务也能受益于此，可以利用覆盖500个社区，100多万户，1000多个网吧，20000多家企业用户，利用强大的客户群和销售团队。

九、风险

- 公司的主业从钢铁转到互联网，公司内部的整合还需要时间，收购后管理层的磨合存在一定风险。
- 安防运营招标数额大，周期长，招标结果存在不确定性。
- 公司的个人接入业务在外地的扩展，取决于公司在当地是否有网络条件，情况比较复杂。
- 公司处在高速扩张期，人才储备和人员管理能否跟上将是成败的关键。

附：财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1041	1307	1675	2224	营业收入	1311	1939	2535	3257
现金	616	580	769	1095	营业成本	1006	1458	1858	2309
应收账款	109	143	186	244	营业税金及附加	22	16	25	38
其它应收款	60	74	100	131	销售费用	31	46	60	78
预付账款	134	322	381	458	管理费用	71	136	177	228
存货	114	172	219	270	财务费用	18	20	25	25
其他	8	16	21	26	资产减值损失	0	1	2	1
非流动资产	1183	943	1053	1191	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	50	18	24	30	投资净收益	-5	-1	-2	-2
固定资产	652	673	707	753	营业利润	158	261	385	576
无形资产	39	33	30	26	营业外收入	7	3	4	5
其他	443	218	292	382	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2224	2249	2729	3415	利润总额	164	263	389	580
流动负债	656	456	571	718	所得税	0	13	19	29
短期借款	275	0	0	0	净利润	164	250	369	551
应付账款	266	306	407	516	少数股东损益	-5	2	3	5
其他	114	150	164	202	归属于母公司净利润	168	248	366	546
非流动负债	33	23	24	27	EBITDA	253	392	539	751
长期借款	17	17	17	17	EPS (元)	0.26	0.39	0.57	0.85
其他	16	6	8	10	主要财务比率				
负债合计	689	479	596	745	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	19	21	24	29	成长能力				
股本	584	642	642	642	营业收入	116.4%	48.0%	30.7%	28.5%
资本公积	746	746	746	746	营业利润	2995.5%	65.4%	47.8%	49.5%
留存收益	186	362	721	1253	净利润	2339.1%	47.4%	47.7%	49.1%
归属母公司股东权益合计	1516	1750	2109	2641	获利能力				
负债和股东权益	2224	2249	2729	3415	毛利率	23.3%	24.8%	26.7%	29.1%
现金流量表					净利率	12.8%	12.8%	14.5%	16.8%
单位:百万元					ROE	11.1%	14.2%	17.4%	20.7%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	14.6%	22.1%	27.9%	35.2%
经营活动现金流	230	112	430	621	偿债能力				
净利润	164	250	369	551	资产负债率	31.0%	21.3%	21.8%	21.8%
折旧摊销	77	111	129	150	净负债比率				
财务费用	18	20	25	25	流动比率	1.59	2.87	2.93	3.10
投资损失	5	1	2	2	速动比率	1.41	2.48	2.54	2.71
营运资金变动	-35	-299	-97	-113	营运能力				
其它	2	29	1	5	总资产周转率	0.93	0.87	1.02	1.06
投资活动现金流	230	158	-206	-256	应收账款周转率	18	15	14	14
资本支出	267	108	142	178	应付账款周转率	5.74	5.10	5.21	5.00
长期投资	-835	-32	6	7	每股指标 (元)				
其他	-339	234	-58	-71	每股收益	0.26	0.39	0.57	0.85
筹资活动现金流	1199	-306	-35	-39	每股经营现金流	0.36	0.18	0.67	0.97
短期借款	75	-275	0	0	每股净资产	2.36	2.73	3.29	4.11
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	442	58	0	0	P/E	37.38	25.36	17.17	11.52
资本公积增加	700	0	0	0	P/B	4.15	3.60	2.98	2.38
其他	-18	-89	-35	-39	EV/EBITDA	23	15	11	8
现金净增加额	491	-36	189	326					

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2009 版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257