

网络运营/传媒

2009年3月11日



公司研究

公司投资价值分析

首次评级：短期-强烈推荐，长期-A

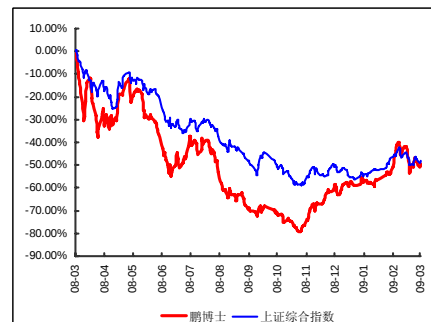
网络传媒新锐，发展面临突破

——鹏博士（600804）投资价值分析

核心观点：

- 成功转型为网络新媒体公司：**公司通过 2007 年收购北京电信通、2008 年剥离传统钢铁业务实现了业务重组，目前形成以光纤网络为核心资产，以电信增值、安防、网络媒体为三大主业的综合性网络传媒公司。
- 电信增值业务具备核心竞争力：**公司在北京拥有覆盖 18 个区县的 1.2 万公里城域光纤网络。公司以此为依托开展商业及社区宽带接入、IDC/CDN 等电信增值业务，自有光纤和高网络复用率使公司业务成本较一般 ISP 具备明显优势。
- 看好安防业务运营模式：**安防业务采取建设+运营的模式，在提供专业化运营服务的同时可获取长期稳定的现金流收入。公司拥有国内一流的安防技术、运营、人才团队。“平安北京”项目成为国内安防系统的样板工程，为业务在全国范围开展奠定非常好的基础。
- 业绩主要驱动力：**政企安防市场发展空间巨大，公司跟踪订单量达到 30 亿，未来将不断中标新项目；社区宽带业务进入高速增长期，有异地收购扩张的可能。上述业务年收入增长率有望达到 50%。
- 盈利预测与投资评级：**预计公司 08-10 年的每股收益分别为 0.40 元、0.61 元和 0.82 元，复合增长率达到 45%。我们按照 09 年 30 倍 PE、10 年 20 倍 PE 给公司估值，对应未来 6-12 个月目标价值区间为 16.4 元-18.3 元。首次给予公司“强烈推荐-A”的投资评级。
- 风险因素：**安防业务招标结果和结算时间存在一定不确定性；安防业务模式对资金需求量大，融资能力不足可能影响业务扩张速度；电信增值和安防行业的激烈竞争可能会大幅降低公司毛利率。

走势特征：



市场数据：

指标	数值
最新股价	12.03
年内最高	23.93
年内最低	4.87

研究员：归凯

电话：010—84183328

E-mail: guikai@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入（万元）	60,560	131,058	191,256	256,511	331,854
YOY	-2.23%	116.41%	45.93%	34.12%	29.37%
毛利率	10.20%	23.27%	30.00%	32.13%	32.40%
净利润（万元）	690	16,832	25,854	39,433	52,366
YOY	185.60%	2339.10%	53.60%	52.52%	32.80%
每股收益（元）	0.01	0.26	0.40	0.61	0.82
PE	1203	46.3	30.1	19.7	14.7

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

目 录

1. 借助业务重组完成转型，网络传媒集团战舰启航	4
1.1 历史沿革和业务转型历程.....	4
1.2 公司重组后的股权结构.....	5
1.3 新公司形成电信增值、安防和网络传媒三大业务集群.....	6
2. 电信增值业务	6
2.1 电信通的历史背景和行业地位.....	6
2.2 电信增值业务分析.....	8
2.2.1 商业宽带接入将保持稳定，个人宽带接入是未来发展重点.....	8
2.2.2 IDC、CDN业务仍有较大发展空间.....	9
2.3 北京电信通的盈利模式与竞争优势分析.....	11
2.3.1 盈利模式.....	11
2.3.2 竞争优势.....	11
3. 安防业务具有独到的运营模式	11
3.1 网络视频监控行业有着巨大的发展前景	11
3.2 看好公司网络视频监控业务的运营模式.....	12
3.3 政府工程示范效应显著，未来是公司最重要增长点.....	13
4. 网络传媒业务前景短期尚不明朗	13
4.1 都伦传媒为公司贡献稳定可观的利润	13
4.2 酒店多媒体业务扩张步伐暂缓	14
5. 盈利预测	15
6. 估值与投资建议	16
7. 风险提示	16

图表目录

图 1: 重组后公司股权结构	5
图 2: 公司主要业务架构	6
图 3: 公司收入结构变化情况	6
图 4: 北京电信通历史营业收入和净利润	7
图 5: 2008 年主要国家互联网普及情况	9
图 6: 中国网民数量增长情况 (万人)	9
图 7: 中国 IDC 产业市场规模	10
图 8: 网络化视频监控系统	12
图 9: 都伦传媒 2007 年营业收入结构	14
图 10: 都伦传媒历史营业收入和净利润	14
表 1: 公司 2007 年以来为实现业务转型而实施的系列投资收购活动	4
表 2: 国内 IPV4 地址分配单位表	7
表 3: 宽带通收费标准	8
表 4: 公司各项业务收入预测 (万元)	15
表 5: 鹏博士盈利预测	15
表 6: 有线电视行业估值比较	16

1. 借助业务重组完成转型，网络传媒集团战舰启航

1.1 历史沿革和业务转型历程

鹏博士前身—成都工益冶金股份有限公司最早是由成都无缝钢管厂于 1985 年发起设立，1994 年在 A 股上市，证券简称工益股份。2000 年 8 月，攀枝花钢铁(集团)公司通过其下属成都无缝钢管有限责任公司整体兼并成都无缝钢管厂，成为公司实质控制人。2002 年 4 月，攀钢集团将其全部工益股份股权转让给深圳多媒体技术有限公司（2006 年更名为深圳彭博实业集团有限公司）和深圳联众创业投资有限公司，转让后两者分别以 25.00%和 12.06%的股权成为上市公司前两大股东，工益股份自此更名为鹏博士。同年，公司将原锻造、堆焊、精铸三个分厂资产与深圳多媒体公司拥有的教育软件开发和校园网络建设业务资产进行了置换，公司从此形成了以软件开发与系统集成和特钢冶炼两大产业并行的经营格局。

2007 年 5 月，鹏博士以 7.8 元/股向七名特定投资者非公开发行 1.5 亿股，募集资金 11.7 亿元。其中 7.7 亿元用于收购北京电信通电信工程有限公司（简称电信通）100%的股权，其余资金则用于“平安北京”项目和“酒店多媒体”项目的建设。此后，公司为实现业务转型还实施了一系列投资和收购活动，并在 2008 年 5 月，公司将下属三益特钢 95%的股权以 3162 万元转让给彭博实业集团，彻底剥离了剩余的特钢冶炼类资产和业务。公司从此专注发展电信增值和网络监控业务，实现了主营业务的彻底转型。

表 1：公司 2007 年以来为实现业务转型而实施的系列投资收购活动

电信增值	2007.5	7.7 亿元收购北京电信通电信工程有限公司（简称电信通）100%的股权，进军电信增值业务领域（2007 年合并 5-12 月报表）
	2007.7	电信通公司以 4000 万元全资受让上海帝联公司 100%股权，进入 CDN 业务
	2007.8	电信通公司以 4218.7 万元收购公司股东北京通灵通电讯技术有限公司位于北京三元大厦 4 楼的 IDC 机房全部资产
	2007.11	电信通公司以 6000 万元收购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，该网络拥有 2.1 万户宽带入网用户
	2008.1	电信通公司以总计 5000 万元的价格先后收购了北京市海淀区有线广播电视网络信息有限公司 70%的股权，海广公司在海淀区拥有 15 万户社区网络及关联资产，在线上网用户 2 万 5 千户，建设有主干通信光缆 360 公里(路由长度)，IDC 机房 1000 平方米，二级汇聚结点机房 6 个。海广公司还拥有广电总局颁发的信息网络传播视听节目许可证、北京市通信管理局颁发的增值电信业务经营许可证、文化部颁发的网络文化经营许可证等准入牌照
网络监控	2007.10	投资 5000 万元设立北京鹏博士安全信息技术有限公司，专门负责“平安北京”城市安防监控网络系统项目，鹏博士占 100%股权
网	2007.9	以 3067 万元获得北京吉芙德信息技术有限公司 37.83%的股权。吉芙德拥有独家承建中国电信集团媒体运营中心项目（MOC）和独家代理中国网通

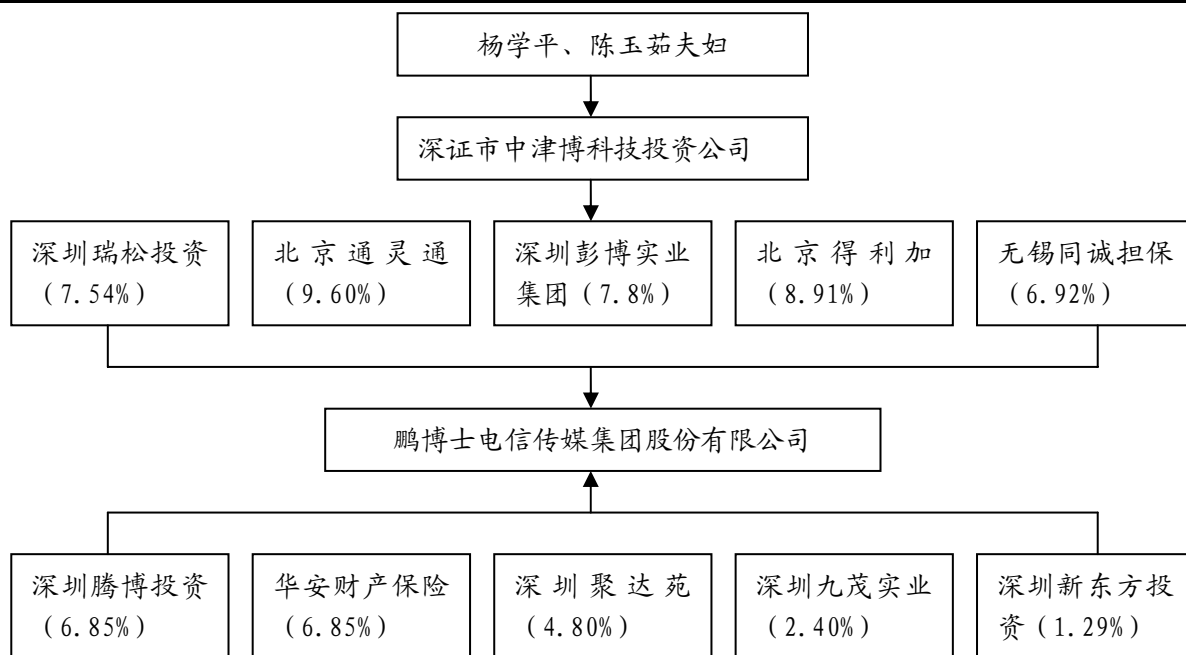
络 传 媒		11696 全网声讯聊天业务的权利。公司由此将迅速介入网络媒体服务及内容传输领域
	2007.11	投资5000万元人民币，设立北京鹏博士网络媒体技术有限公司，鹏博士占100%股权。该公司将全面负责公司网络媒体服务和内容传输业务。
	2008.6	投资 100 万元收购北京北控电信通技术服务有限公司（以下称“电信通技术服务公司”）100%股权。该公司持有北京地铁信息发展有限公司 51%的股权。北京地铁信息发展有限公司拥有北京地铁 1、2 号线民用通信系统信息服务平台的独家特许投资建设和经营权，并有权收购北京地铁 5 号线和 10 号线的商用通信资产，并进行统一运营。
	2008.7	以 8996 万元收购北京都伦传媒广告有限公司 40%股权，并对另外 30%股权进行托管，公司享有全部托管费用，托管期截止到 2009 年 12 月 31 日
资 产 剥 离	2008.5	将下属三益特钢 95%的股权以 3162 万元转让给鹏博实业集团，彻底剥离了剩余的特钢冶炼类资产和业务

资料来源：国都证券研究所

1.2 公司重组后的股权结构

2007 年 5 月 9 日，公司向七名特定投资者非公开发行了 15,000 万股股份，其中北京通灵通电讯技术有限公司、北京市得利加自控技术有限公司、深圳市瑞松投资有限公司在本公司实施非公开发行及重大资产收购前均为北京电信通信工程有限公司的股东。2008 年 1 月 10 日，公司第一大股东深圳鹏博实业集团有限公司受让了公司股东深圳市聚达苑投资有限公司 57.1429%的股权，成为鹏博士电信传媒股份有限公司最大单一股东。

图 1：重组后公司股权结构

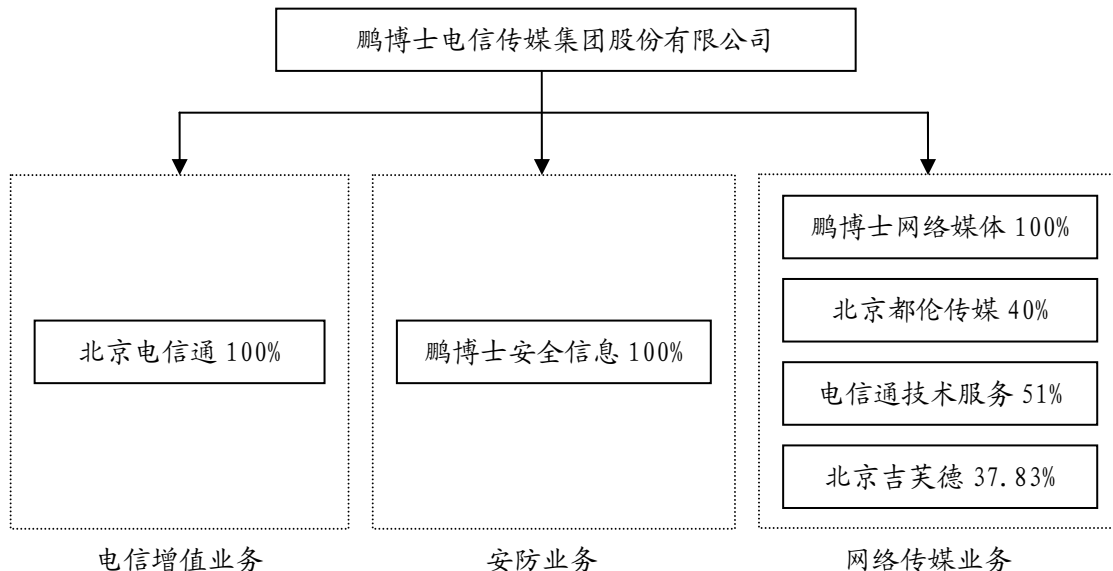


资料来源：国都证券研究所

1.3 新公司形成电信增值、安防和网络传媒三大业务集群

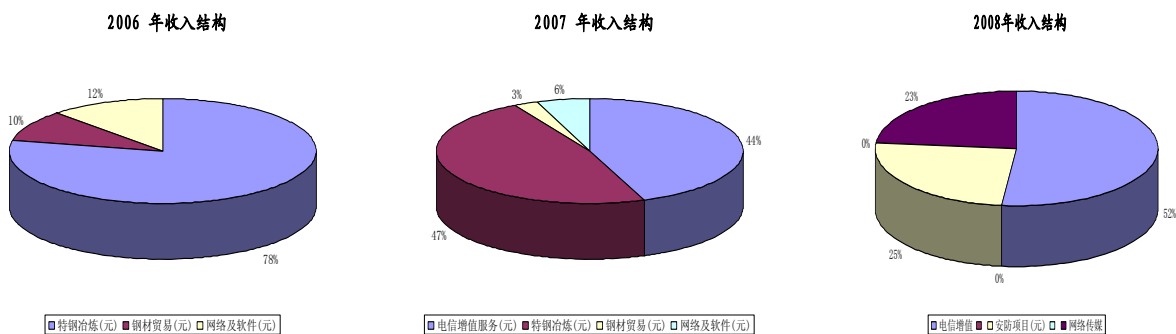
系列重组后，公司形成了以电信增值服务、安防、网络媒体为主的三大业务板块。

图 2：公司主要业务架构



资料来源：国都证券研究所

图 3：公司收入结构变化情况



资料来源：公司年报，国都证券研究所

2. 电信增值业务

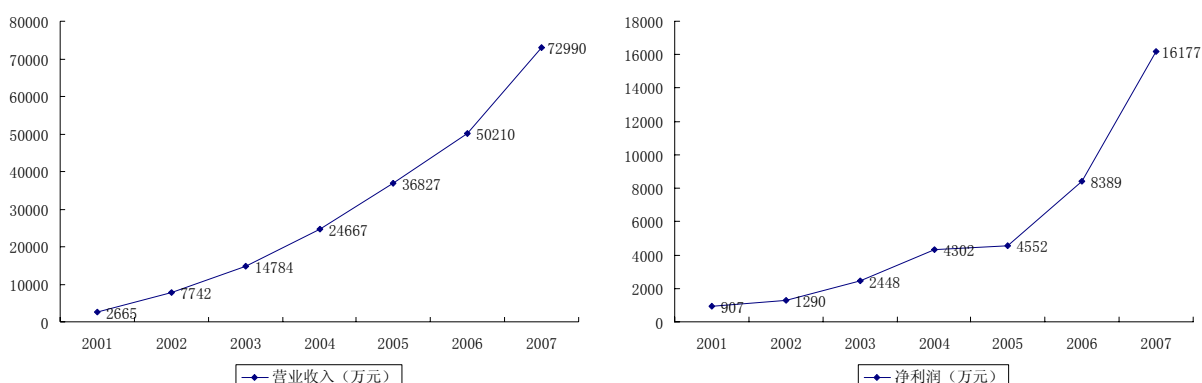
2.1 电信通的历史背景和行业地位

北京电信通成立于 2001 年 5 月，由北京控股下属的北京市京联发投资管理中心（京联发）为主要发起人设立。2004 年 12 月，京联发与北京电信通及其管理层达成协议，退出北京电信通，由电信通管理层控制的北京通灵通电讯技术有限公司控股北京电信通。2007 年 5 月鹏博士通过定向增发收购资产的方式将北京电信通置入上市公司，电信通原有股东通过认购股份，持有了上市公司的部分股权。

北京电信通光纤网络规模仅次于几大国有电信运营商。北京电信通成立之初主要是承接各固网运营商在北京的工程项目，在为固网运营商铺设线路的同时，铺设了自己的光纤线路。截止 2008 年中期，电信通在北京已拥有城域光纤网 1.2 万公里，覆盖北京城区和 18 个区县，是北京主要的“最后一公里”网络运营商。

公司是北京市规模最大的 ISP 运营商。依托自由光纤网络在北京广泛覆盖的基础，公司开展了一系列电信增值服务，包括商业和社区用户的宽带接入业务、商业用户长话分流业务、网络建设业务、互联网数据中心（IDC）业务、CDN 业务等。公司拥有的 IPV4 地址数量位居国内第 8 位。目前，公司在北京商业专线接入市场占有 50% 的份额（超过 1 万户），在网吧专线接入市场占有 100% 的份额（超过 1300 户）。

图 4：北京电信通历史营业收入和净利润



资料来源：公司公告，国都证券研究所

表 2：国内 IPV4 地址分配单位表

排名	单位名称	IP 地址量 (个)
1	中国电信集团公司	42, 204, 160
2	中国网络通信集团公司	24, 167, 984
3	中国教育和科研计算机网	12, 380, 672
4	中国铁通集团公司	7, 012, 352
5	国家信息中心	4, 194, 304
6	中国联通通信有限公司	1, 900, 544
7	中国移动通信集团公司	1, 736, 704
8	北京电信通电信工程有限公司	1, 135, 616
9	北京教育信息网络中心有限公司	917, 504
10	东方有线网络公司	614, 400
11	中电华通通信有限公司	487, 424
12	长城宽带网络服务公司	393, 216
13	北京东方优创网络技术有限公司	393, 216
14	山东三联电子信息网络有限公司	327, 680
15	江西广电信息网络有限公司	327, 680
16	北京京宽网络科技有限公司	327, 680
17	北京宽带通电信技术有限公司	294, 912

18	深圳天威视讯股份有限公司	294, 912
19	北京世纪互联信息系统有限公司	280, 576
20	北京歌华有线电视网络股份有限公司	278, 528
25	北京时代宏远科技有限公司	262, 144

资料来源: CNNIC

注: 北京宽带通电信技术有限公司、北京时代宏远科技有限公司都是电信通子公司

2.2 电信增值业务分析

2.2.1 商业宽带接入将保持稳定, 个人宽带接入是未来发展重点

北京电信通的商业带宽接入业务主要包括高端商业客户专线接入、网吧专线接入、驻地网业务三部分。2008 年, 公司计划上述三项业务收入分别在 2 亿元、1 亿元和 1 亿元以上。目前公司已在北京商业专线接入市场占有 50% 的份额 (超过 1 万户), 在网吧专线接入市场占有 100% 的份额 (1300 户)。公司下一步将重点发展中小企业的带宽接入服务, 另外, 商业用户长话分流业务也有较大潜力。预计公司商业带宽接入业务将以每年 10-15% 的速度增长。

公司正大力拓展社区个人宽带接入业务。截止 2008 上半年, 公司在北京社区宽带覆盖用户达到 91 万户, 市场签约 170 万户, 其中仅 2008 年 1-6 月就完成新建社区宽带覆盖用户 24 万户, 完成市场签约 59 万户。目前, 公司最新的入网缴费用户已达到 11 万户, 月均 ARPU 值约 99 元。公司计划在 09 年覆盖用户达到 160 万户, 3-5 年后在北京市场的目标是覆盖 260 万社区户, 实装率达到 20% 左右。根据我们了解的情况, 公司个人宽带用户实装率达到 10% 就可盈利, 20% 的实装率情况下, 毛利率可达到 40-50%, 比目前提高一倍。

个人宽带业务接入速度和成本都具备优势。公司光纤城域网覆盖范围广, 在覆盖范围内的社区, 公司发展用户的成本仅为 100 多元/户, 比竞争对手低 40%。另外公司采用 FTTB+LAN 接入方式对用户来讲具有速度快, 性价比高的优势, 体现出较强的竞争力。目前北京电信通社区宽带业务由下属北京宽带通电信技术有限公司负责, 使用“宽带通”品牌。

表 3: 宽带通收费标准

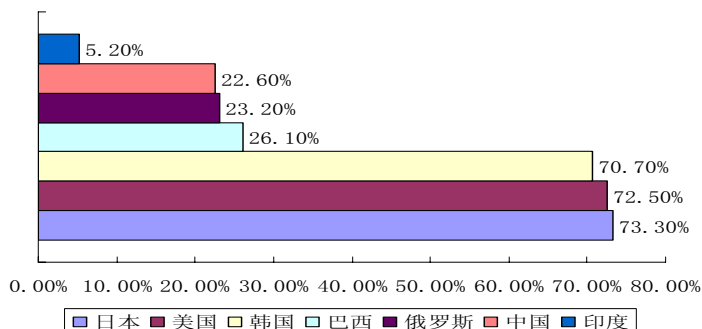
业务类型	带宽	付费方式	服务费	开户费	月均
包月用户 (不限时)	1. 5M	月付	120 元	100 元	
		季付	360 元	免 (送 1 个月, 共 4 个月)	90 元
		半年付	650 元	免 (送 2 个月, 共 8 个月)	81 元
		一年付	1100 元	免 (送 3 个月, 共 15 个月)	73 元
		两年付	2200 元	免 (送 10 个月, 共 2.8 年)	64 元
		三年付	3300 元	免 (送 1 个月, 共 4.5 年)	61 元
	2. 5M	月付	150 元	100 元	
		季付	420 元	免 (送 1 个月, 共 4 个月)	105 元
		半年付	810 元	免 (送 2 个月, 共 8 个月)	101 元
		一年付	1380 元	免 (送 3 个月, 共 15 个月)	92 元
		两年付	2400 元	免 (送 4 个月, 共 28 个月)	86 元
		三年付	3100 元	免 (送 5 个月, 共 41 个月)	76 元

资料来源: 公司网站

个人宽带业务未来存在以并购方式实现异地扩张的可能。北京电信通目前拥有包括北京、上海、广州、深圳等 17 个城市宽带接入服务牌照，公司表示在时机合适的情况下会将个人宽带业务向其他城市扩张。

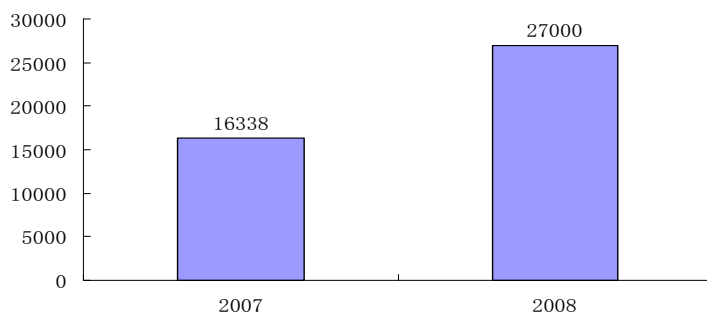
目前中国的互联网普及率仅有 22.6%，2008 年网民增长率达到 41.9%，呈现高速增长阶段。普及率最高的北京市达到 60%，增长率仍高达 32.9%。公司在宽带接入领域大有可为。

图 5：2008 年主要国家互联网普及情况



资料来源: CNNIC

图 6：中国网民数量增长情况（万人）



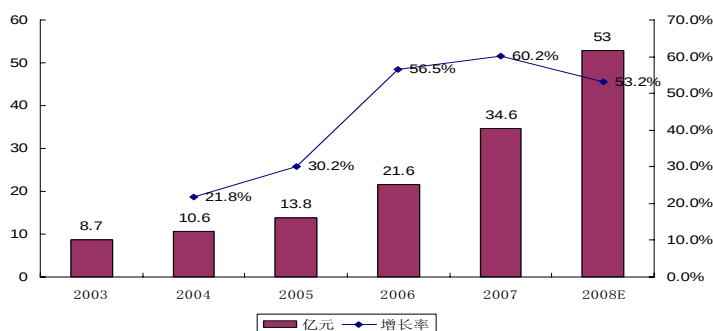
资料来源: CNNIC

2.2.2 IDC、CDN 业务仍有较大发展空间

互联网数据中心（Internet Data Center）简称 IDC，就是利用互联网通信线路、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。通过使用电信的 IDC 服务器托管业务，企业或政府单位无需再建立自己的专门机房、铺设昂贵的通信线路。

据赛迪顾问 2008 年 1 月发布的《2007 年中国 IDC 产业发展研究报告》显示，2007 年中国 IDC 市场规模为 34.6 亿，比 2006 年增长 60.2%，同时赛迪顾问预测：2008 年中国 IDC 市场规模将达到 53 亿。

图 7：中国 IDC 产业市场规模



资料来源: CCID

IDC 业务属于电信通的传统业务。公司原有中关村、三元桥、惠普三个国际顶级 IDC 数据中心，2008 年收购海淀区有线广播公司后，投资 2600 万元将其原有机房改建为公司第四个 IDC 机房，并在当年 9 月投入运营。目前，公司 IDC 业务拥有包括瑞星、腾讯在内的 IDC 用户 2 万户，07 年营业收入约 6700 万元，预计 08、09 年分别将实现 8000 万元和 1 亿元的收入。

CDN (Content Delivery Network)，即内容分发网络，它是建立并覆盖在现有 Internet 基础上，由分布在不同区域的节点服务器群所组成的虚拟网络。目的是通过在现有的 Internet 中增加一层新的网络架构，将网站的内容发布到最接近用户的网络“边缘”，使用户可以就近取得所需的内容，解决 Internet 网络拥塞状况，提高用户访问网站的响应速度。从技术上全面解决由于网络带宽小、用户访问量大、网点分布不均等问题。

根据诺达咨询对全球 CDN 市场的研究，2002-2003 年，由于宽带的普及率较低及互联网应用相对较少等因素的影响，全球 CDN 市场发展较为缓慢，2003 年的年增长率仅为 23.16%。从 2004 年起，CDN 发展开始提速，随着全球范围内 Web2.0、流媒体网站、电子商务、游戏类网站的兴起，2005 年开始步入快速发展阶段，2007 年全球 CDN 市场增长率为 28.3%，市场规模达到 25 亿美元。预计 2008 年总体市场规模将达到 33.7 亿美元。由于 CDN 业务发展前景看好，近年来国内外的相关企业正受到风险投资和资本市场的追捧。

2007 年 7 月，北京电信通以 4000 万元全资受让上海帝联公司 100% 股权，进入 CDN 业务。上海帝联是国内第二大 CDN 服务商，其自主研发的“Easy CDN”网络加速技术，获得国家级认证，2007、2008 连续两年获得中国 IDC 产业年度 CDN 平台奖。该公司目前在全国各主要城市拥有 200 多个节点，带宽储备突破 400G，网络节点设备超过 6000 台。2007 年，上海帝联营业收入月 7800 万元，净利润超过 2000 万元。预计该公司未来几年将实现 50% 的增长。

上海帝联 CDN 业务将与电信通 IDC 业务形成很好的协同效应。收购上海帝联后，公司 IDC 业务将在全国范围内以连锁方式发展，以上海帝联为主，大力发展 CDN 业务和分布式 IDC 业务，计划覆盖 30 个以上的城市。预计 08 年 IDC\CDN 业务实现营业收入将超过 2 亿元。

2.3 北京电信通的盈利模式与竞争优势分析

2.3.1 盈利模式

公司通过从电信、网通、铁通几大国有电信运营商批发带宽，依托自有光纤网覆盖广泛的优势为企业和社区用户提供宽带接入、带宽转售以及 IDC/CDN 服务。公司与几大电信运营商在业务上属于既合作又竞争的关系。

2.3.2 竞争优势

- **在北京市拥有自有的城域光纤网络** 北京电信通是北京市场上除几大国有运营商和歌华有线外唯一拥有城域光纤网的 ISP 服务商，光纤网络的广泛覆盖为公司开展各项业务提供的得天独厚的条件。
- **网络复用率高，具备成本优势** 公司同时为企业和社区用户提供宽带接入服务，由于企业、社区用户上网时间段不同，这就提高了公司带宽资源的利用率。公司在北京还同时经营网络监控业务，IDC 业务，网络的折旧成本被几项业务分摊，具备明显的成本优势。此外，从带宽成本上看，目前电信通从几大运营商批发的带宽超过 100G，是其主要大客户，具有较强的价格谈判能力。
- **属于综合增值业务商，各业务协同效应强** 公司借助自有光纤网络同时开展带宽接入、IDC/CDN 以及网络监控业务，各业务客户资源可以共享，并为客户提供一揽子解决方案。
- **FTTB+LAN 接入方式技术上领先** 公司带宽接入方式为 FTTB+LAN，也即光线到楼+局域网。FTTB+LAN 接入方式理论上可以实现 1000M 到小区交换机房，100M 到楼幢交换机盒，10M 到用户桌面的网速，在上网速度上较 ADSL 具有优势。

3. 安防业务具有独到的运营模式

3.1 网络视频监控行业有着巨大的发展前景

中国网络视频监控行业面临着前所未有的巨大商机

网络视频监控是现代安防行业的核心，也是现在信息化城市的重要基础设施。9.11 事件后，全世界的目光都聚焦到安全的迫切需求，全球安防市场迅猛发展。在中国，随着机场、车站、口岸、超市等公共场所对安全管理的需求不断提升，数字视频监控系统在应对突发事件中所表现出来的巨大优越性也正在发挥着重要的作用。

为了相应国家“构建和谐社会”和“科技强警”的需要，我国各地以网络视频监控为核心的“平安城市”项目正如火如荼地开展，公安部“金盾”工程的力度也不断加大，中国安防产业面临着前所未有的巨大商机。

我国《中国安防行业“十一五”发展规划》指出：“十一五”期间安防产业发展目标是：保持快速的发展势头，年增长率达到 20%以上，2010 年实现增加值 800 亿元以上。”而根据 CCID 预测，由于奥运会对于安防产品需求的拉动，2008 年国内市场规模就将达到 1260 亿元，年复合增长率达 25%。预计随之而来的 2010 年上海世博会和广州亚运会，都将对国内安防市场形成持续的刺激效应。

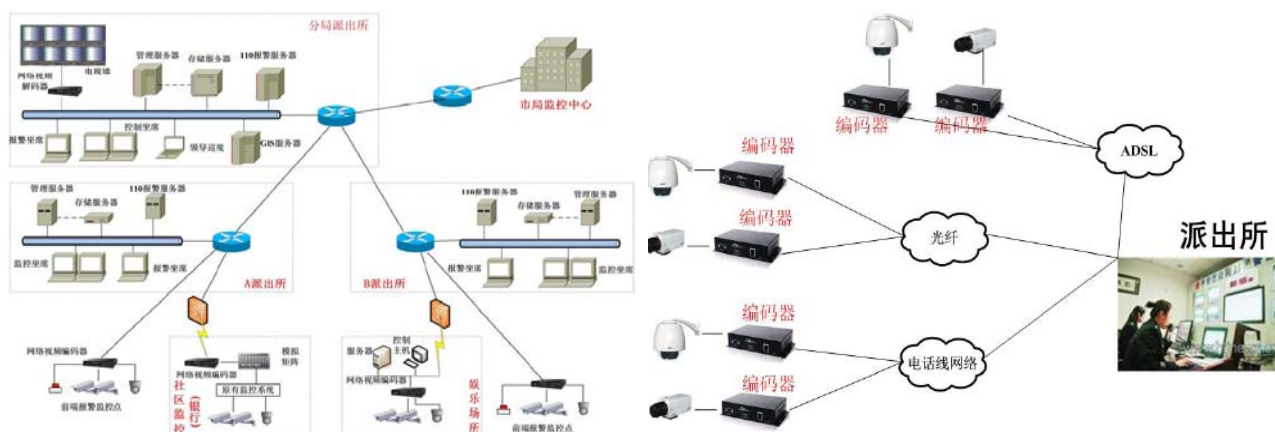
“十一五”期间安防需求强劲，需求面广、热点多，表现在 6 个方面：

- 严峻的国际反恐形势刺激安防产品的需求
- 我国建设“和谐社会”的战略需求，为国内安防产业的发展提供了良好的机会和环境
- 公安部“平安城市”、“科技强警”工作的深入开展，将带动上百亿的市场需求
- 公安部科技局“3111”工程，推动一轮大范围的监控报警系统建设
- 社会经济发展引发大众对家庭安全、财物安全的需求
- 重点项目如奥运会、世博会，都蕴含着大量的安防需求

行业内小企业众多，能够提供整体解决方案的网络厂商具备先天的优势

中国安防企业数量庞大，全国达数万家之多，其主要的特征为，企业规模较小，大多数没有自己的核心产品，更多是从事简单是设备销售和系统集成。而对监控项目而言，用户更关注监控企业的整体服务能力，注重合作的长期性。特别是在数字化、IP 化、智能化成为视频监控系统发展的趋势的情况下，缺乏技术实力的小公司难以满足客户越来越高的要求。因此在这一领域，能够提供整体解决方案的网络厂商具备先天的优势。

图 8：网络化视频监控系统



资料来源：国都证券研究所

3.2 看好公司网络视频监控业务的运营模式

公司的安全监控业务原由北京电信通负责，2007 年 10 月，公司将安防业务独立出来，单独成立了北京鹏博士安全信息技术有限公司。

北京电信通在 2005 年通过中标“平安北京”项目进入安防监控行业。“平安北京”项目是在北京全市范围内建立起巡逻、社区、内保和治安四张防控网，目的是为保障北京城市的公共安全和 2008 年奥运会的成功举办。项目建成后，北京市内保单位、国防军工单位、奥运场馆、宾馆酒店、学校、社区、道路都将受到联网监控。

“平安北京”项目原计划投资 13.64 亿元在北京全市范围内安装 8.8 万个安全监控点，项目完成后公司按每个监控点 1000 元/月收取运营租金。但在具体实施中，该项目根据实际情况被分拆成若按个小项目，其中一部分仍实行出租运营的模式，另外一些则属于系统集成。公司 2008 年在“平安北京”项目上结算 1.1

亿元，预计公司 2008 年该项目可实现近 4.5-5 亿元的收入。现有项目建成后预计每年有 2-3 亿元的运营收入。

2008 年 4 月，又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租用合同》，合同总价款 3.57 亿元，合同设计 5 万个监控点。东莞项目采取建设+运营的模式，公司负责网络的投资建设，建成后由公司运营并收取每监控点每月 99 元的租金，合同期为 6 年，可每年贡献收入超过 5000 万元。

建设+运营的模式有利于安防业务的持续稳定发展

不同于国内其他安防公司一次性设备系统集成，公司采取建设+运营的模式，即公司投资建设网络并拥有所有权，建好后由公司负责运营并向发标方按月收取租金。公司在包括“平安北京”的一些子项目和东莞市出租屋项目上都采取了这种模式。我们认为，专业的安防运营一方面可提供更加专业化的运营管理服务，满足市场对专业化运营的需求，另一方面也会让公司获取稳定的现金流收入。同时也有利于公司与客户保持紧密关系，在后续跟进项目的竞争中占据有利地位。

3.3 政府工程示范效应显著，未来是公司最重要增长点

“平安北京”项目示范意义重大，公司通过该项目在安防领域积累了相当丰富的技术经验、运营经验，并且拥有国内最具实力的安防人才。目前“平安北京”项目已成为政府网络视频监控系统的样板工程，经常接受其他省市相关负责人参观，为公司业务异地拓展奠定了非常好的基础。

3-5 年内，政府机关和企业仍是公司安防业务重点开发的对象，中长期看，居民和商户市场是另一个潜力巨大的市场。

公司目前有 30 亿元的项目正在跟踪，未来很可能在各地平安城市、公安劳改、企业安全生产监控、世博会等领域不断获取订单。

4. 网络传媒业务前景短期尚不明朗

公司在 2007 年底注册成立了北京鹏博士网络媒体技术有限公司，全面负责公司的网络媒体业务。目前该公司旗下主要包括都伦传媒和“商旅通”两大部分。

4.1 都伦传媒为公司贡献稳定可观的利润

公司在 2007 年 12 月与北京都伦汇兴传媒广告有限公司签署《托管协议》，汇兴公司将其所持有的都伦传媒 80% 的股权，全部委托给鹏博士公司管理。双方同意：在都伦传媒 2007 年实现盈利的情况下，鹏博士公司可分取都伦传媒 2007 年度税后利润的 70% 作为鹏博士公司收取的托管费。

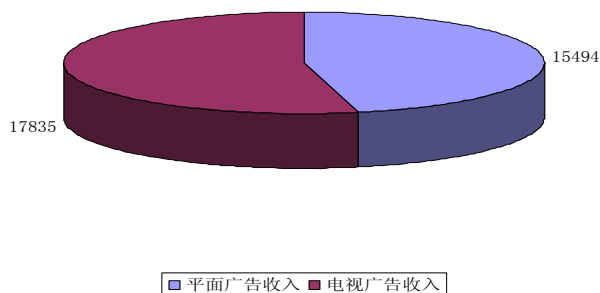
2008 年 6 月日，北京都伦汇兴传媒广告有限公司将都伦传媒 40% 股权转让给鹏博士，另外 30% 股权转让给包括鹏博集团、北京通灵通、瑞松投资在内的鹏博士几个主要股东，并由鹏博士托管。上述股权托管期到 2009 年 12 月 31 日，在此期间，鹏博士享有其全部在都伦传媒的利润。

都伦传媒成立于 2003 年 12 月。公司在 2006 年代理了成都传媒集团的旗下的成都电视台、成都商报、成都电台环球资讯广播、全搜索网站、明日●快一周、汽车时尚报等四川地区强势媒体。2007 年底，公司与成都商报、成都电视台签订长期战略合作协议：独家代理《成都商报》全部四川省外广告；独家代理成都电视台 1-5 频道全部四川省外广告；都伦传媒独家代理成都电视台 1-5 频道晚间广告时段 18:00 至结束播出时每个广告编组总量 70% 广告时间的广告；都伦

传媒独家代理程度电视台 1、3、4、5 频道全部白天时段广告；都伦传媒独家代理成都电视台少儿频道全部广告时段。该协议合作期限为五年，自 2008 年 1 月 1 日至 2012 年 12 月 31 日。

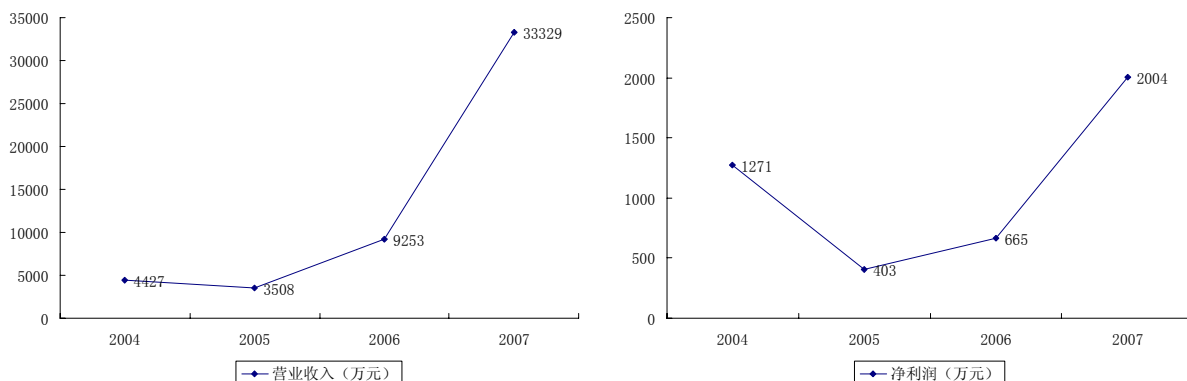
根据协议规定，都伦传媒 2008 年、2009 年实现净利润不低于 2700 万、3600 万，否则根据差额抵减股权收购价格。我们预计都伦传媒将在 08 为公司贡献 2500 万元的权益利润和托管费收入，未来该业务将保持 10-15% 的增长。但公司在 2009 年后是否继续托管都伦传媒另外 30% 股权存在不确定性。

图 9：都伦传媒 2007 年营业收入结构



资料来源：公司公告，国都证券研究所

图 10：都伦传媒历史营业收入和净利润



资料来源：公司公告，国都证券研究所

4.2 酒店多媒体业务扩张步伐暂缓

酒店多媒体业务也被称做“商旅通”，该业务通过利用网络运营商的带宽接入资源，在公司自主开发的酒店多媒体综合信息管理平台上，通过在星级酒店客房安装电视/PC 一体机，为住客提供上网、娱乐等多种增值服务。酒店品质提升带来房价提高，公司从中获得一定比例的分成。

目前公司已有 8,000 多台电视/PC 一体机投入市场，2007 年“商旅通”业务收入 1488 万元。由于主要设备大屏幕液晶屏存在降价预期，公司暂缓了该项目的发展。

5. 盈利预测

关键假设:

- 安防业务未来 2 年保持 50%以上的增长，毛利率基本稳定
- 商业和个人宽带接入业务分别保持 10-15%和 50%的增长；IDC/CDN 业务增长 30%以上
- 电信通公司毛利率比 08 年有所上升，恢复到过去平均水平
- 期间费用率基本稳定

表 4：公司各项业务收入预测（万元）

	2007	2008E	2009E	2010E
安监业务	0	48,000	90,000	135,000
社区网（个人用户）	1,400	12,500	18,000	25,000
驻地网及大客户	31,380	36,087	39,696	43,665
IDC	6,720	8,064	9,274	10,201
上海帝联（CDN）	7,790	11,685	16,359	22,903
专线接入	18,200	20,930	24,070	27,680
系统集成及分销	5,992	7,490	8,614	9,906
商旅通	1,488	1,500	1,500	1,500
网络传媒	0	45000	49000	56000
合计	72,970	191,256	256,511	331,854

资料来源：国都证券研究所

表 5：鹏博士盈利预测

	2007	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	131,058	191,256	256,511	331,854
二、营业总成本	114,843	163,726	214,581	276,100
营业成本	100,563	133,879	174,102	224,318
营业税金及附加	2,196	6,062	8,083	10,420
销售费用	3,123	7,853	10,988	14,363
管理费用	7,092	14,832	20,208	25,799
财务费用	1,848	1,100	1,200	1,200
资产减值损失	21			
三、其他经营收益				
投资净收益	-453			
汇兑净收益	0			
四、营业利润	15,761	27,530	41,930	55,754
加：营业外收入	667			
减：营业外支出	33			
五、利润总额	16,395	27,530	41,930	55,754
减：所得税	20	1,377	2,096	2,788

六、净利润	16,376	26,154	39,833	52,966
减：少数股东损益	-456	300	400	600
归属于母公司净利润	16,832	25,854	39,433	52,366
七、每股收益：	0.32	0.40	0.61	0.82
八、总股本	58,359	64,195	64,195	64,195

资料来源：国都证券研究所，公司年报

6. 估值与投资建议

重组后新公司形成电信增值、安防、媒体三大业务齐头并进的局面，特别是安防和电信增值中的个人宽带业务将在未来几年进入高速增长期。根据我们的盈利预测，公司 08-10 年的每股收益分别为 0.40 元、0.61 元和 0.82 元，复合增长率达到 45%。我们按照 09 年 30 倍 PE、10 年 20 倍 PE 给公司估值，对应未来 6-12 个月目标价值区间为 16.4 元-18.3 元。首次给予公司“强烈推荐-A”的投资评级。

表 6：有线电视行业估值比较

	股票代码	最新股价	总市值 (亿元)	EPS			PE			PEG*
				08E	09E	10E	08E	09E	10E	
歌华有线	600037	9.38	99.45	0.31	0.28	0.36	27.7	35.6	19.2	1.46
天威视讯	002238	13.75	36.71	0.29	0.32	0.38	37.7	35.5	30.8	2.9
广电网络	600831	8.20	27.34	0.14	0.32	0.37	39.0	23.2	20.2	1.08
中国联通	600050	5.11	1083.15	0.23	0.21	0.26	22.2	24.3	19.7	4.44
鹏博士	600804	12.03	77.23	0.40	0.61	0.82	30.1	19.7	14.7	0.67

资料来源：国都证券研究所，WIND

注：其他公司数据取自研究员一致性预期，股价为 2 月 10 日收盘价

7. 风险提示

- 安防业务招标结果和结算时间存在一定不确定性
- 公司的安防业务运营模式对资金需求量大，融资能力不足可能对影响业务规模增长速度
- 电信增值和安防行业的激烈竞争可能会大幅降低公司毛利率
- 公司实现业务转型不久，管理层的磨合和业务规模迅速扩大的管理能力还有待接受考验

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。