

2009 年 11 月 19 日

市价(人民币): 11.14元

目标(人民币): 12.98元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 561.51
 总市值(百万元) 12,872.41
 年内股价最高最低(元) 11.17/4.34
 沪深 300 指数 3630.23
 上证指数 3303.23



鹏 博 士 (600804.SH)

——行业高成长与综合实力助推企业高成长

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.044	0.288	0.271	0.163	0.254	0.380
净利润增长率	156.80%	2,612.67%	3.20%	28.76%	55.58%	49.64%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.261	0.359	0.447
市盈率(倍)	267.15	104.29	35.96	67.52	43.40	29.00
行业优化市盈率(倍)	45.06	70.63	41.92	41.92	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
股息率	N/A	0.08%	N/A	0.09%	0.18%	0.18%
PE/G(倍)	1.70	0.04	11.25	2.35	0.78	0.58
净资产收益率	3.04%	11.10%	10.37%	6.23%	8.88%	11.77%
每股净资产(元)	1.44	2.60	2.61	4.18	4.57	5.15
市净率(倍)	8.13	11.58	3.73	2.63	2.41	2.14
每股经营性现金流(元)	-0.06	0.39	0.08	0.42	0.51	0.68
已上市流通A股(百万股)	97.14	211.34	279.01	561.51	561.51	561.51
总股本(百万股)	141.80	583.59	641.95	1,371.51	1,371.51	1,371.51

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 鹏博士是我们“云计算与互联网服务”专题研究的组成部分。我们认为短期公司具有较好的投资机会。但需要关注业绩波动与估值风险。
- 行业高成长性是推动鹏博士获得高速增长的核心原因。
 - ◆ 我国网民渗透率低凸显我国互联网的发展空间，未来我国网民数量增长依然保持快速增长态势；
 - ◆ 网络视频、网络电视与网络游戏等流媒体的不断涌现推动互联网市场需求的多元化，从而对 IDC/CDN 业务提出更高需求。我们认为未来这两类市场将保持高速增长态势，而增值业务高速增长更是其中亮点。
 - ◆ 政府对“平安中国”的需求以及中国城市安防系统存在性能较低、覆盖面不足与使用率较低的现状共同推动城市安防市场的高速成长；
- 我们建议投资者从综合服务能力与先发优势来认识鹏博士的竞争优势。
 - ◆ 公司具有丰富的带宽资源、雄厚的资金优势与客户优势，这些优势支持其在行业高增长背景下获得良好的业绩表现。
 - ◆ 而这些资源又可互通有无。强大的数据中心支持了其带宽接入业务由项目实施专项收费服务。更确保了企业在做安防项目可以通过一站式服务，从而获得更有附加值的数据服务业务。

程兵

 (8621)61038265
 chengb@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

- 我们预测 2009~2011 年公司实现净利润 223.64、347.95 和 520.69 百万元，同比分别增长 28.76%、55.58%和 49.64%，EPS 分别为 0.163、0.254 和 0.380 元。
- 综合国内上市公司，我们认为公司竞争力高于行业，结合相对估值与绝对估值，我们给予 12.98 元目标价位，给予“买入”评级，但注意估值风险。

内容目录

综合服务优势确保企业分享行业高成长	4
三大业务保持高速增长态势，凸显企业投资价值	4
立足丰富的带宽资源，结合公司综合服务优势，积极扩展服务模式	5
丰富的带宽资源、强大的资金实力与客户优势是企业竞争力体现	5
持续快速增长的互联网服务行业与城市安防行业	7
互联网多元化推动互联网服务行业未来保持 30%增速增长	7
我国互联网依然处在发展初期，未来用户将保持高速增长态势	10
城市安防市场空间巨大，先发优势构筑行业壁垒	11
综合服务优势推动企业分享行业高成长	12
外因+内功，高成长行业背景下的成长性	12
盈利预测与假设	12
价值评估	12
风险提示	14
业务过多依然政府结算，存在项目实施不顺利风险	14
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1：宽带接入与 IDC/CDN 业务未来增长预测	4
图表 2：增发项目用户规划	4
图表 3：增发后公司用户数增长预测（国金预测）	5
图表 4：公司竞争优势为综合服务优势	5
图表 5：公司拥有丰富的 IP 资源	6
图表 6：鹏博士拥有资金优势	6
图表 7：公司客户群具有更强的优势	7
图表 8：中国 IDC 市场增长情况	7
图表 9：2006-2018 年中国专业 CDN 市场规模图	7
图表 10：AKAIMA 历年收入情况	8
图表 11：LIMELIGHT 历年收入情况	8
图表 12：F5 历年收入情况	8
图表 13：BLUE COAT 历年收入情况	8
图表 14：四家公司简介	8
图表 15：多元化需求推动互联网服务市场高速增长	9
图表 16：2003-2012 年我国网络游戏市场规模图	9
图表 17：2006-2012 年流媒体市场规模图	9
图表 18：2008 年各主要应用领域 IDC 业务所占的比例	10
图表 19：2009-2012 年我国网络视频用户规模图	10
图表 20：增值业务在 IDC 市场依然是少数	10
图表 21：用户对 IDC 与 CDN 市场的评价	10
图表 22：我国网民渗透率一直保持高速增长	11
图表 23：我国网络渗透率远低于发达国家	11
图表 24：08 年互联网投融资规模保持高速增长	11
图表 25：这些投资大部分集中在网络服务领域	11
图表 26：国内外同类上市公司情况	13
图表 27：FCF 的计算	13
图表 28：销售收入预测	15

综合服务优势确保企业分享行业高成长

三大业务保持高速增长态势，凸显企业投资价值

行业高增长推动企业三大业务高速增长，构建企业核心价值

■ 三大业务推动鹏博士未来保持高速增长态势。

- ◆ 宽带接入业务。增发项目有助于公司进一步扩大市场份额，增加其宽带收费用户的数量，成为企业业绩增长的新增动力。
- ◆ 中国 IDC 与 CDN 市场的高速成长性、鹏博士在带宽资源与 IDC 机房/CDN 节点所体现的规模优势，将推动其该业务获得高速增长。
- ◆ 城市安防渗透率较低与安防系统对治安作用的日益显著将进一步推动城市安防业务由单一系统安装到后续数据服务，从而推动公司该业务获得快速增长。

图表1：宽带接入与IDC/CDN业务未来增长预测

		2009 年E	2010 年E	2011 年E
宽带接入	收入(百万元)	624.32	788.1	1081.98
	收入增长率	-16.70%	26.23%	37.29%
	毛利率	35.58%	36.68%	39.11%
IDC与CDN	收入(百万元)	310.50	412.97	540.98
	收入增长率	35%	33%	31%
	毛利率	42%	42%	42%
合计	收入(百万元)	934.82	1201.07	1622.96
	收入增长率	-4.56%	28.48%	35.13%
	毛利率	37.72%	38.51%	40.07%

来源：国金证券研究所整理

- 增发项目成功实施将进一步夯实企业的“服务模式”。随着其宽带用户资源的不断充实，公司将由单纯的系统安装转变为服务商。
- ◆ 不要简单认为公司增发项目就是简单的宽带接入项目，公司利用增发的资金优势重点实现收费用户数的增长。这意味着公司宽带接入业务已从单纯的项目安装转向为小规模电信运营商。

图表2：增发项目用户规划

家庭缴费用户发展目标 单位：万户

年份	2009年	2010年	2011年	2012年
累计缴费	16	50	85	120

中小企业用户发展目标 单位：户

年份	2009年	2010年	2011年	2012年
累计用户	540	3250	5870	8550

来源：国金证券研究所整理

图表3：增发后公司用户数增长预测（国金预测）

年份	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
年均缴费用户数	16	33	68	103	120
均价（元/户*年）	750	750	750	750	750
实现收入(百万元)	120	247.5	510	772.5	900
年均企业用户	540	1950	4560	7210	8550
均价(元/户*年)	8000	8000	8000	8000	8000
实现收入	4.32	15.6	36.48	57.68	68.4
合计	124.32	263.1	546.48	830.18	968.4

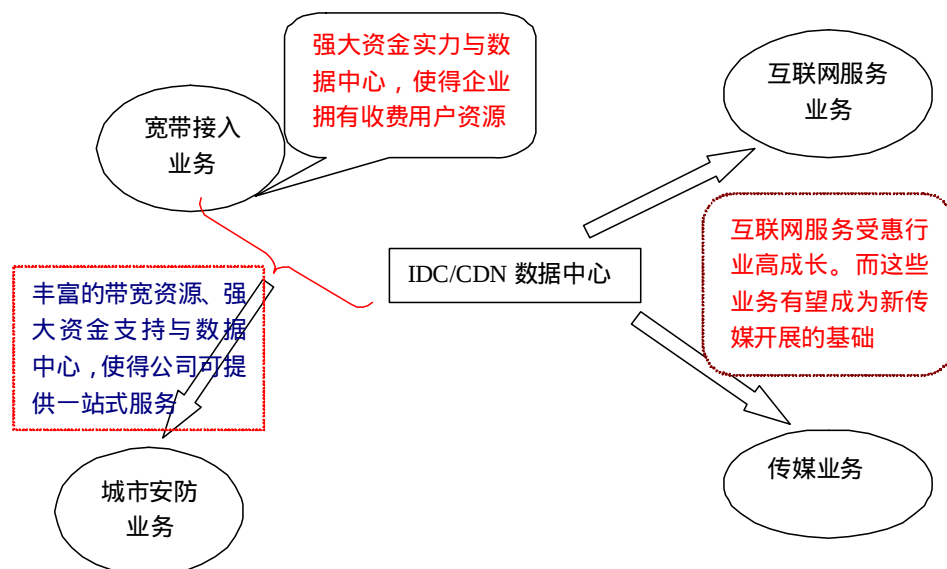
来源：国金证券研究所

丰富带宽资源、雄厚资金优势与客户优势构建企业综合服务能力，这是其核心竞争力体现

立足丰富的带宽资源，结合公司综合服务优势，积极扩展服务模式

- 我们建议投资者综合企业三大业务来看其竞争力体现。“1+1+1>3”成为公司综合服务能力的最佳体现。
 - ◆ 立足丰富的带宽资源，公司通过建立数据中心。从而延伸了企业的互联网服务的链条。而这种链条更增加企业的服务能力。
 - ◆ 这种服务能力体现在安防业务上。有了丰富的带宽资源与数据中心，公司安防项目不仅是项目的安装实施，更可做后续的数据服务。
 - ◆ 这种服务能力也体现在宽带接入业务中。丰富是带宽资源与数据中心，使得企业在完成带宽接入项目实施后，依然支持这些用户的宽带使用，从而将业务延伸至对用的带宽服务收费上。

图表4：公司竞争优势为综合服务优势



来源：国金证券研究所

丰富的带宽资源、强大的资金实力与客户优势是企业竞争力体现

- 公司拥有丰富的 IP 资源。其拥有 IP 资源规模领先于非运营商类企业。
 - ◆ 根据 IP 地址拥有量的排名，除国有几大电信运营商外，电信增值业务（ISP）排名第一。
 - ◆ 现已成为北京地区最大的宽带接入商之一。

图表5：公司拥有丰富的IP 资源

单位名称	地址量（个）
中国电信集团公司	54,480,896
中国网络通信集团公司	31,564,800
中国教育和科研计算机网	12,642,816
中国移动通信集团公司	10,125,312
中国铁通集团有限公司	7,012,352
国家信息中心	4,194,304
中国联通有限公司	1,925,120
北京教育信息网服务中心有限公司	1,572,864
北京电信通电信工程有限公司	1,397,760
东方有线网络有限公司	1,138,688
北京诚亿时代网络技术工程有限公司	786,432
北京神州长城通信技术发展中心	524,288
北京京宽网络科技有限公司	524,288
北京时代宏远通信科技有限公司（电信通子公司）	524,288
中信网络有限公司	524,288
北京世纪互联宽带数据中心有限公司	509,952
北京宽带通电信技术有限责任公司（电信通子公司）	491,520
中电华通通信有限公司	487,424
北京数讯达通信技术有限公司	446,464
中国科技网	428,032

来源：国金证券研究所整理

- 公司拥有国内规模最大的 IDC 机房与 CDN 节点。
 - ◆ 公司拥有行业领先的 CDN 技术，是电信增值服务行业互补行最强，资源利用率最高，业务最全的企业之一，是唯一拥有企业专线、IDC、CDN、个人宽带的企业，是国内三大 CDN 技术服务公司之一。
 - ◆ IDC 已布局全国 100 多个大中城市，带宽储备超过 250G，网络节点设备超过 4000 台。
- 同时，公司拥有强大的资金实力优势。

图表6：鹏博士拥有资金优势

企业名称	业务类别	说明
鹏博士	宽带接入、IDC/CDN与城市安防	增发融资15亿
长城宽带	宽带接入	市场不断萎缩
聚友网络	宽带接入	已st
歌华有线	宽带接入	发展势头较好
网宿科技	IDC/CDN	创业板上市，融资5亿

来源：国金证券研究所

- 而其在 IDC/CDN 用户拥有更具优势的客户结构。

图表7：公司客户群具有更强的优势



来源：国金证券研究所整理

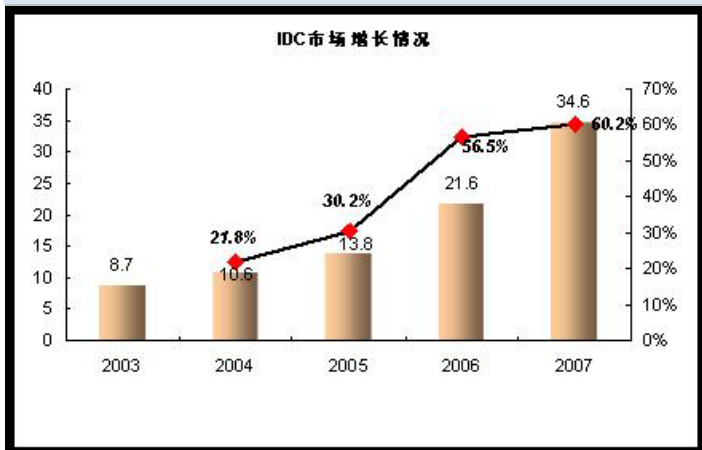
持续快速增长的互联网服务行业与城市安防行业

互联网多元化推动互联网服务行业未来保持 30%增速增长

我们认为 IDC 与 CDN 市场未来三年依然可以保持复合 30%增速增长

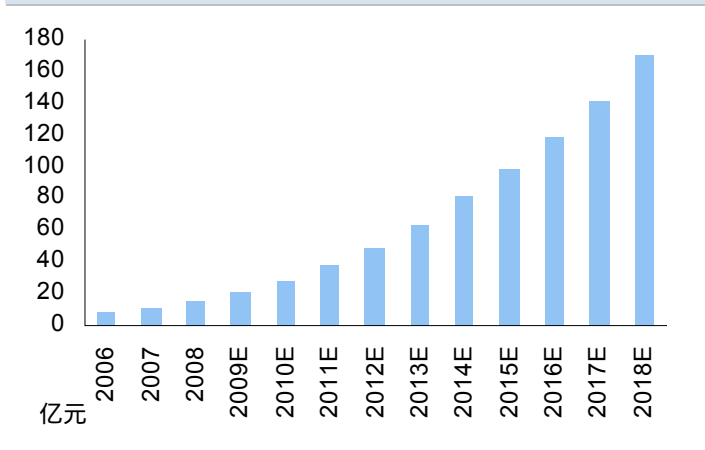
- 我国 IDC 与 CDN 市场一直保持着高速增长态势。
 - ◆ 全球范围内的网络数据中心（IDC）的业务量正以 40% 的增长速率发展。据 Salomon SmithBuney 研究显示，亚洲 IDC 市场 2005 年将达 44.5 亿美元，其中中国的 IDC 市场将达到 7 亿美元。
 - ◆ 在 2006 年、2007 年、2008 年，中国专业 CDN 的市场规模分别为 0.9 亿元、1.6 亿元、3.6 亿元，虽然近三年国内 CDN 市场保持年复合增长率 100% 的快速增长，但整体市场规模仍然较小。
 - ◆ 这点我们可以从美国四家上市公司的经营情况得以验证，这四家企业业务复合增速都超过 30%。

图表8：中国 IDC 市场增长情况

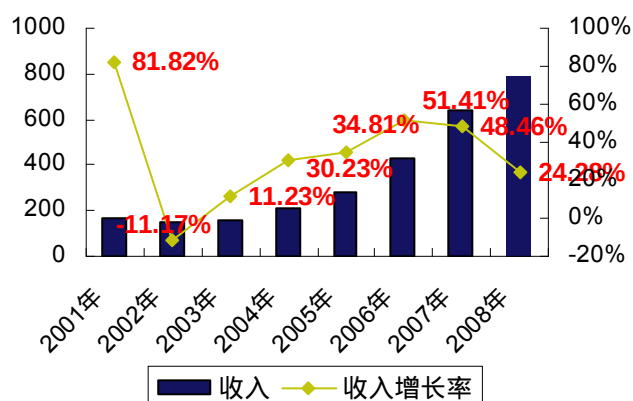


来源：国金证券研究所整理，赛迪顾问

图表9：2006-2018 年中国专业 CDN 市场规模图

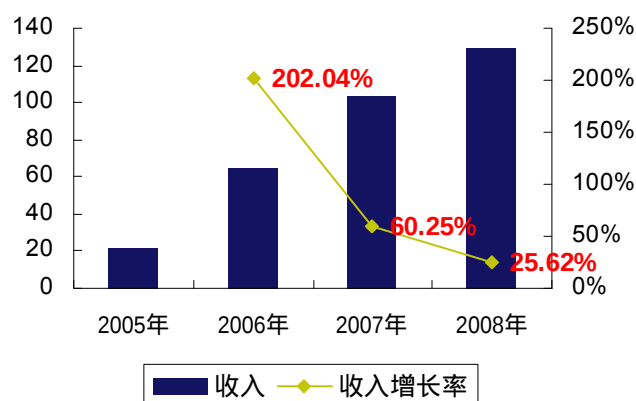


图表10：AKAIMA 历年收入情况

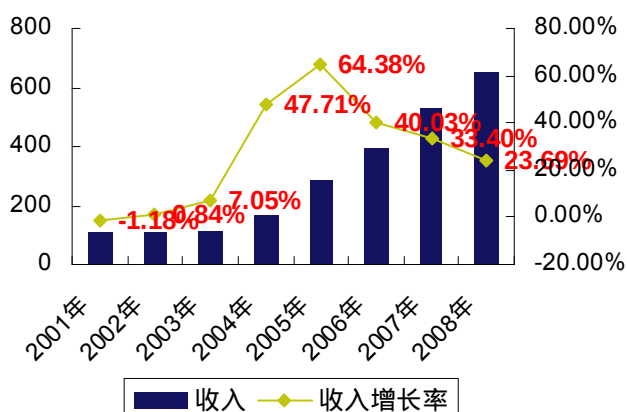


来源：国金证券研究所整理，公司报表

图表11：LIMELIGHT 历年收入情况

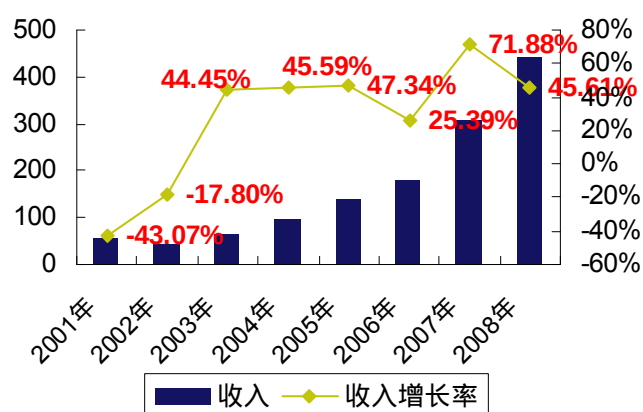


图表12：F5 历年收入情况



来源：国金证券研究所整理，公司报表

图表13：BLUE COAT 历年收入情况



图表14：四家公司简介

AKAMAI TECHNOLOGIES	Akamai提供市场领先的富媒体、动态交易和企业应用在线托管服务。从十年前进入内容发送市场开始，Akamai的服务已经被全球不同行业的著名品牌所采用。作为集中式网络基础设施的替代方案，Akamai的全球网络是由数万个分散服务器构成的高性能平台，它提供的可扩展性、可靠性和网络深层信息是企业在线业务成功的保障。Akamai已经把互联网转化成一个进行信息交流、娱乐、互动、广告和合作的更为可靠的场所。
BLUE COAT SYSTEMS INC	Blue Coat是知名的应用交付网络技术厂商，其应用交付网络 (ADN) 基础架构可以优化全球任意网络信息流，并确保其安全，从而帮助客户建立可持续性竞争优势。Blue Coat 成立于 1996 年，可为全球 15,000 多个客户提供 ADN 基础架构。同时，公司还在桑尼维尔、伦敦、东京、吉隆坡、沃特卢和迪拜建立了支持中心。公司能够通过满足客户需求的全面可视性和用户控制能力，提供应用级别的可用性、安全性和加速支持。
LIMELIGHT NETWORKS INC	Limelight Networks 是一家内容交付网络服务商，为在互联网上发布视频、音乐、游戏及下载提供服务。公司加速了内容交付网络的发展，为世界顶级媒体公司通过互联网提供高质量的数字媒体和软件服务。
F5 NETWORKS INC	F5 Networks是应用交付网络的全球领导者。F5 提供的解决方案保证每个用户的应用实现安全、高速和高可用，帮助企业获得最大投资回报。通过在网络中增加智能和可管理性而降低应用的负荷，F5使应用得以优化，从而提高运行速度，并降低资源消耗。

来源：国金证券研究所整理，公司报表

- 互联网需求多元化是推动行业高速成长的主因。

- ◆ 我们建议投资者从互联网的演化来理解 CDN/IDC 市场的高速成长。互联网内容早已从门户、资讯向流媒体转移，未来网络视频、网络电视与网络游戏等将成为互联网发展的主流。
- ◆ 这将极大提升互联网传输流量的增长，从而推动 IDC/CDN 业务高速增长（这两块业务与互联网流量增长成正向关系）。

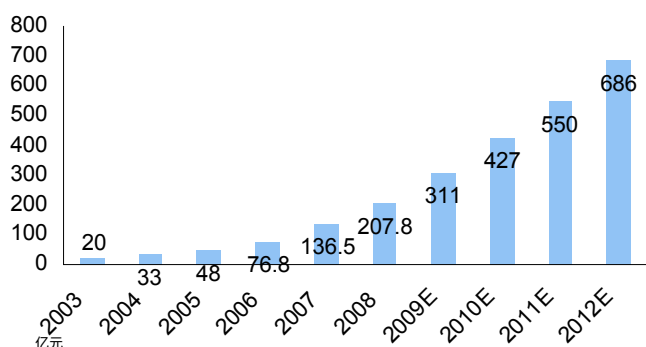
图表15：多元化需求推动互联网服务市场高速增长



来源：国金证券研究所整理

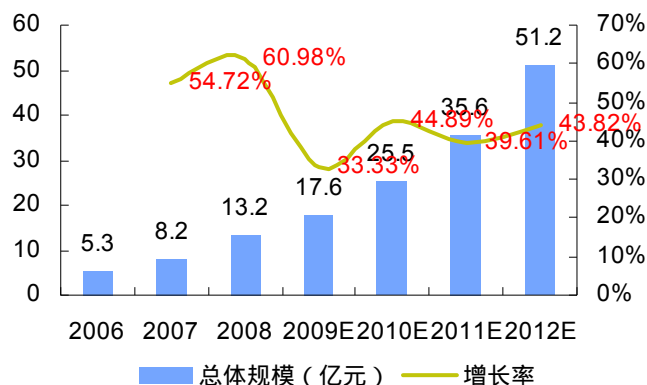
- 这一因素，特别是网络视频与互联网游戏将进一步推动我国 IDC 与 CDN 市场需求高速发展。
 - ◆ 我国网络视频用户未来依然保持高速增长态势（图表 13）。
 - ◆ 我国流媒体市场需求未来仍将保持复合 45% 以上增速增长（图表 15）。
 - ◆ 我国网络游戏市场将继续保持高速增长态势（图表 14）。

图表16：2003-2012 年我国网络游戏市场规模图



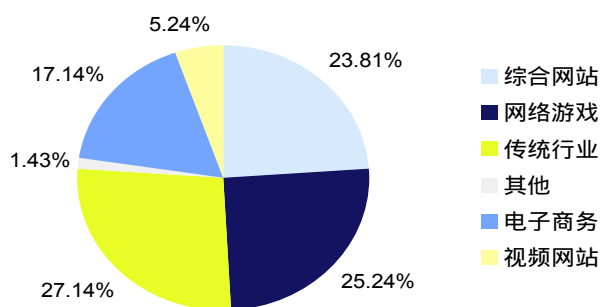
来源：国金证券研究所整理，招股说明书

图表17：2006-2012 年流媒体市场规模图



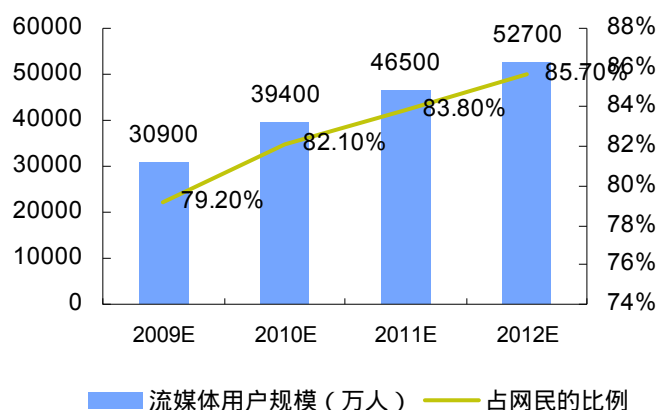
- 而我国 CDN 市场尚处于起步阶段，IDC 与 CDN 市场发展后劲十足。
 - ◆ 高速增长与市场规模较小显示我国 CDN 与 IDC 市场依然处在初级阶段。

图表18：2008年各主要应用领域IDC业务所占的比例



来源：国金证券研究所整理，招股说明书

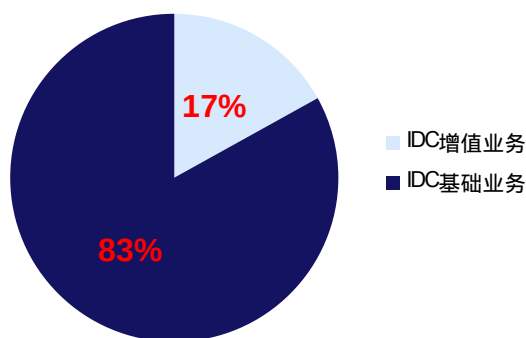
图表19：2009-2012年我国网络视频用户规模图



增值业务高速增长是最大亮点

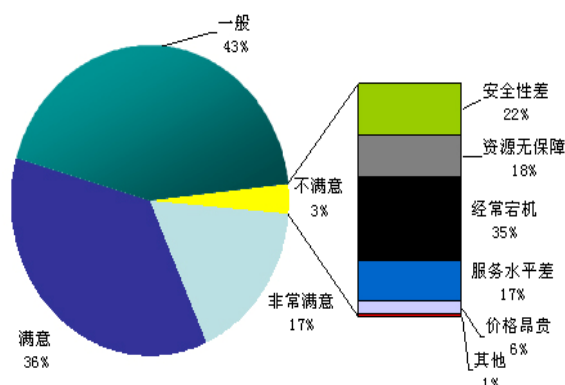
- 因此，未来中国 IDC/CDN 业务将继续保持高速增长态势。这种高速增长将体现在业务量与增值业务两个方面。
 - ◆ 流媒体在互联网的需求结构依然处在发展初期，这意味着未来互联网流量增长将远超过用户数增长速度，从而带动 IDC/CDN 业务需求高速增长。
 - ◆ 另外，在流媒体领域对 CDN/IDC 服务要求更高，将推动相关增值服务需求的快速增长。
- 因此，IDC/CDN 市场需求的结构变化是行业高速增长最大的亮点，增值业务的比重上升不仅提高了企业的收入增长，更提升了企业盈利能力。
 - ◆ IDC 应更注重的是服务，包括做好基本服务(指带宽、空间、供电和空调等物理要素)、管理服务(指对客户托管服务器的监测、报告和安全管理等)和应用服务(为客户提供更高层次的解决方案，如网站建设和电子商务等)，以特色服务谋求生存之道。其中要特别强调的是增值服务包括为客户提供安全性分析、数据流分析、资源占用分析等。
 - ◆ 我国 IDC 与 CDN 市场依然处于初级阶段，增值业务比重依然较小。用户对 IDC 与 CDN 服务需求依然集中在安全等初级服务领域。

图表20：增值业务在IDC市场依然是少数



来源：国金证券研究所整理，招股说明书

图表21：用户对IDC与CDN市场的评价

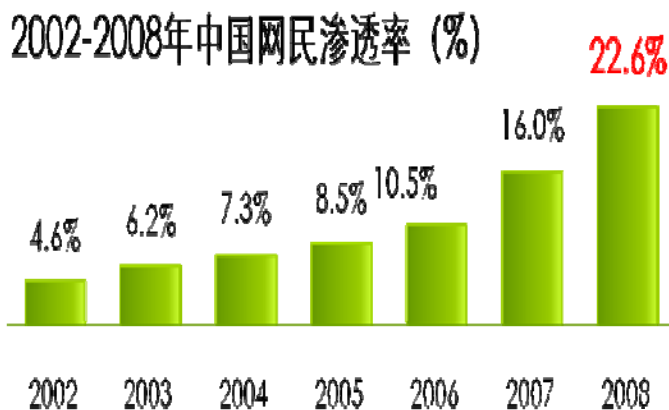


我国互联网依然处在发展初期，未来用户将保持高速增长态势

- 我国网民数量一直保持高速增长态势。同时，较低的渗透率也预示着未来的发展潜力。

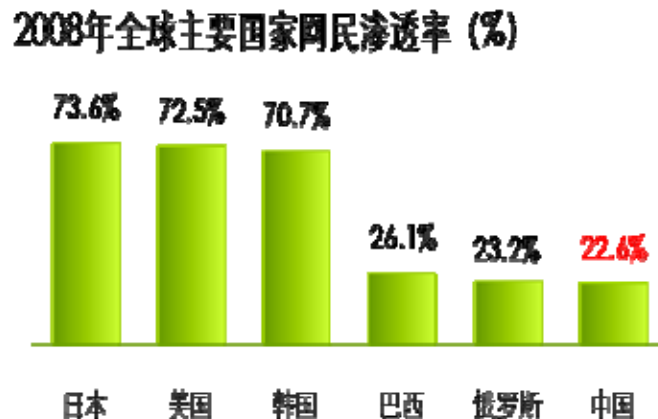
- ◆ 我国网民数量一直保持着 20% 以上的增速增长（图 15）。显示我国网络发展的高速性。
- ◆ 而相比全球主要国家，我国网民渗透率依然较低，未来发展潜力巨大。

图表22：我国网民渗透率一直保持高速增长



来源：国金证券研究所

图表23：我国网络渗透率远低于发达国家



- 08 年后互联网投融资保持高速增长态势，显示业者对该领域发展的看好。而大部分投资集中在网络服务端，对相关业务增长起到积极作用。

图表24：08 年互联网投融资规模保持高速增长



来源：国金证券研究所

图表25：这些投资大部分集中在网络服务领域



覆盖率低、普及率少与使用率低凸显我国安防市场的发展空间

城市安防市场空间巨大，先发优势构筑行业壁垒

- 政府推动我国城市安防系统的建设与我们城市安防系统普及率以及使用率低成为推动安防业务高速增长的重要因素。
 - ◆ “平安中国”与成城市安防系统对治安的有利帮助将推动国家对各地区城市安防系统的建设，成为推动市场需求的最主要动力。
 - ◆ 同时，我国大部分地区的城市安防系统依然存在分辨率较低，覆盖面较少，使用率较低的局面。这成为城市安防市场新增的市场需求。
- 而安防业务主要集中在政府机关与强力部门，使得先发优势构成行业进入壁垒。
 - ◆ 强力部门：公安、安全、消防、武警、军队等部门；

- ◆ 党政关键部门及事业单位：机要、保密、外交、防汛、环卫、城管等部门；
- ◆ 与政府密切相关的企业：公交、地铁、热力、电力、航空、交通、金融、市政、医疗、急救、燃气公司等；

综合服务优势推动企业分享行业高成长

外因+内功，高成长行业背景下的成长性

行业高成长推动下的企业业绩高增长

- 我们认为鹏博士的目前业绩看点集中在宽带接入、IDC/CDN 业务与安防业务。在行业保持高成长的背景下，公司这三大业务有望获得高速增长；
- 我们建议综合来看企业的竞争力，其竞争力不仅仅体现在丰富带宽资源、较好的资金实力与客户优势上，更体现在公司可以综合这些业务为客户提供一站式的服务，从而提升企业价值。
 - ◆ 丰富的带宽资源与较强的资金优势保障企业获得宽带接入项目，更有利于企业对于该业务可从项目实施转向于收费服务转型；
 - ◆ 而互联网多元化需求的高速增长带动了网络服务行业高速增长，公司在 IDC 机房与 CDN 节点的规模效应确保了其在该业务的高速成长性；
 - ◆ 这种综合优势更直接体现在安防项目，强大的数据中心支持、丰富的带宽资源保障，确保了企业不仅可作安防项目的实施，更可以做后续的数据服务！

盈利预测与假设

- 我们综合评定公司竞争力，认为公司竞争力高于行业均值；丰富的带宽资源优势、强大的资金实力（增发可获得 15 亿资金）、完整的综合服务优势以及强大的资源优势共同推动鹏博士未来获得高速增长。
- 行业高成长性是推动鹏博士获得高速增长的核心原因。
 - ◆ 我国网民渗透率低凸显我国互联网的发展空间，未来我国网民数量增长依然保持快速增长态势；
 - ◆ 网络视频、网络电视与网络游戏等流媒体的不断涌现推动互联网市场需求的多元化，从而对 IDC/CDN 业务提出更高需求。我们认为未来这两类市场将保持高速增长态势，而增值业务高速增长更是其中亮点。
 - ◆ 政府对“平安中国”的需求以及中国城市安防系统存在性能较低、覆盖面不足与使用率较低的现状共同推动城市安防市场的高速成长；
- 公司未来管理费用将有所增加，而营业费用随着业务规模的加大而导致有所上升；财务费用将会减少。
- 我们预测 2009~2011 年公司实现净利润 223.64、347.95 和 520.69 百万元，同比分别增长 28.76%、55.58%和 49.64%，EPS 分别为 0.163、0.254 和 0.380 元。

价值评估

相对估值：

- 在我国网民数量不断快速增长以及互联网服务需求高速增长，未来鹏博士宽带接入、IDC/CDN 业务与城市安防业务将获得高速增长态势，成为企业投资价值的最佳体现。
- 我们认为公司竞争力高同于行业，选取国内软件优质上市公司，以行业平均市盈率为基准，按照 2011 年 EPS 估算，我们认为鹏博士未来仍能保持

我们综合相对与绝对估值，认为企业价值中枢为 12.98 元

复合 40% 的快速成长，给予鹏博士 11 年 35 倍为公司价值中枢，得出公司的合理价值区间为 13.30 元。

图表26：国内外同类上市公司情况

A股上市公司（单位：CHY）						
股票名称	09EPS	09PE	净资产收益率	06年毛利率	07年毛利率	08年毛利率
东华软件 (002065)	0.538	39.13	14.69%	19.01%	21.21%	25.35%
青岛软控 (002073)	0.711	28.23	14.09%	43.37%	45.96%	39.30%
新世纪 (002280)	0.738	53.36	9.99%	33.99%	31.30%	30.60%
石基信息 (002153)	0.800	44.54	19.27%	37.31%	40.56%	51.01%
海隆软件 (002195)	0.316	61.71	11.45%	44.42%	41.32%	40.77%
远光软件 (002063)	0.597	31.47	16.07%	75.22%	78.83%	78.53%
平均	0.62	43.07	13.90%	35.62%	36.07%	37.41%
鹏博士 (600804)	0.163	68.50	6.23%	10.10%	22.89%	26.84%

来源：国金证券研究所整理；各个公司年报；

绝对估值

■ 假设条件

- ◆ 公司资本性开支并不显著，同时不考虑公司未来的融资计划；
- ◆ $FCF = EBIT(1-T) + \text{折旧与摊销} - \text{资本性支出} - \text{营运资金净变动}$ ；
- ◆ 取国金软件行业指数和上证指数的 2 年周数据来计算 β 值， $\beta = 0.7518$ ；
- ◆ $R_f = 3.45\%$ ， $R_m = 7.35\%$ ；
- ◆ 考虑到公司在行业内所处地位以及未来三年的快速增长，取 TV 增长率为 4% 比较合理；
- ◆ 我们采用 WACC 法估值， $WACC = 9.27\%$ ；
- ◆ 企业价值 = FCFF + 短期投资；
- ◆ 股票价值 = 企业价值 - 债务；
- ◆ 每股价值 = 股票价值/总股本。

- 根据上面的假设条件，以 WACC 估值为结果，我们计算出的价值中枢为 12.98 元。

图表27：FCF 的计算

估值方法	每股价值	估值方法	每股价值	估值方法	每股价值							
APV	12.02	FCFE	12.54	DDM	0.33							
WACC	12.98	AE	2.76									
II、WACC												
每股价值	12.98			TV增长率	4.0%							
				WACC	9.27%							
企业值	8,707.75			债务	310.00							
				投资	39.37							
股票价值	8,332.41			少数股东权益	65.34							
会计年度截止日：12/31	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	合 计
FCF	193.22	24.68	249.61	568.56	592.15	616.47	641.57	667.51	694.33	720.87	14,215.54	19,184.51
PV(FCF)	176.82	20.67	191.30	398.76	380.06	362.09	344.85	328.34	312.55	296.96	5,855.99	8,668.38

来源：国金证券研究所整理

结论

- 综合相对估值和绝对估值结果，我们认为公司的合理价值为 12.98 元；综合企业发展前景，给予“买入”评级。但注意估值风险。

风险提示

业务过多依然政府结算，存在项目实施不顺利风险

关注收入可能的不确定性的导致的业绩波动性风险

- 首先，我们要强调，网络服务业务（带宽接入、IDC/CDN 业务）属于竞争壁垒相对较弱的业务。尽管行业高成长，企业依然有可能收入并不会获得高增长；
- 安防项目主要来自于政府实施，两大因素将影响企业的收入增长。
 - ◆ 安防项目来自于政府预算与专项资金的支持，因此，政府资金不到位以及拖欠都会出现对企业该业务的负面影响；

图表28：销售收入预测

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
电信增值服务						
销售收入（百万元）		557.11	979.46	934.82	1,201.07	1,622.96
增长率（YOY）		N/A	75.81%	-4.56%	28.48%	35.13%
毛利率		43.64%	35.84%	37.72%	38.51%	40.07%
销售成本（百万元）		313.99	628.42	582.25	738.57	972.57
增长率（YOY）		N/A	100.14%	-7.35%	26.85%	31.68%
毛利（百万元）		243.12	351.04	352.57	462.50	650.39
增长率（YOY）		N/A	44.39%	0.44%	31.18%	40.63%
占总销售额比重		44.03%	61.01%	59.93%	59.43%	60.72%
占主营业务利润比重		83.94%	81.46%	65.92%	64.71%	65.31%
安防项目						
销售收入（百万元）			161.02	300.00	450.00	630.00
增长率（YOY）			N/A	86.31%	50.00%	40.00%
毛利率			31.84%	42.00%	42.00%	43.00%
销售成本（百万元）			109.75	174.00	261.00	359.10
增长率（YOY）			N/A	58.54%	50.00%	37.59%
毛利（百万元）			51.27	126.00	189.00	270.90
增长率（YOY）			N/A	145.76%	50.00%	43.33%
占总销售额比重			10.03%	19.23%	22.27%	23.57%
占主营业务利润比重			11.90%	23.56%	26.44%	27.20%
广告传媒收入						
销售收入（百万元）			54.24	270.00	320.00	380.00
增长率（YOY）			N/A	397.79%	18.52%	18.75%
毛利率			26.04%	20.00%	19.00%	19.00%
销售成本（百万元）			40.12	216.00	259.20	307.80
增长率（YOY）			N/A	438.44%	20.00%	18.75%
毛利（百万元）			14.12	54.00	60.80	72.20
增长率（YOY）			N/A	282.33%	12.59%	18.75%
占总销售额比重			3.38%	17.31%	15.83%	14.22%
占主营业务利润比重			3.28%	10.10%	8.51%	7.25%
酒店宽带收入						
销售收入（百万元）				20.00	30.00	40.00
增长率（YOY）				N/A	50.00%	33.33%
毛利率				6.00%	6.00%	6.00%
销售成本（百万元）				18.80	28.20	37.60
增长率（YOY）				N/A	50.00%	33.33%
毛利（百万元）				1.20	1.80	2.40
增长率（YOY）				N/A	50.00%	33.33%
占总销售额比重				1.28%	1.48%	1.50%
占主营业务利润比重				0.22%	0.25%	0.24%
其它(特钢与贸易等)						
销售收入（百万元）	602.69	708.05	410.66	35.00	20.00	
增长率（YOY）	N/A	17.48%	-42.00%	-91.48%	-42.86%	
毛利率	10.10%	6.57%	3.53%	3.00%	3.00%	
销售成本（百万元）	541.83	661.55	396.15	33.95	19.40	
增长率（YOY）	N/A	22.10%	-40.12%	-91.43%	-42.86%	
毛利（百万元）	60.86	46.50	14.51	1.05	0.60	
增长率（YOY）	N/A	-23.60%	-68.79%	-92.76%	-42.86%	
占总销售额比重	100.00%	55.97%	25.58%	2.24%	0.99%	
占主营业务利润比重	100.00%	16.06%	3.37%	0.20%	0.08%	
销售总收入（百万元）	602.69	1265.16	1605.38	1559.82	2021.07	2672.96
销售总成本（百万元）	541.83	975.54	1174.44	1025.00	1306.37	1677.07
毛利（百万元）	60.86	289.62	430.94	534.82	714.70	995.89
平均毛利率	10.10%	22.89%	26.84%	34.29%	35.36%	37.26%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	603	1,311	1,649	1,560	2,021	2,673
增长率		117.5%	25.8%	-5.4%	29.6%	32.3%
主营业务成本	-542	-1,006	-1,202	-1,025	-1,306	-1,677
% 销售收入	89.9%	76.7%	72.9%	65.7%	64.6%	62.7%
毛利	61	305	447	535	715	996
% 销售收入	10.1%	23.3%	27.1%	34.3%	35.4%	37.3%
营业税金及附加	-3	-22	-42	-44	-57	-72
% 销售收入	0.4%	1.7%	2.6%	2.8%	2.8%	2.7%
营业费用	-7	-31	-50	-58	-71	-91
% 销售收入	1.2%	2.4%	3.0%	3.7%	3.5%	3.4%
管理费用	-32	-71	-157	-172	-218	-281
% 销售收入	5.4%	5.4%	9.5%	11.0%	10.8%	10.5%
息税前利润（EBIT）	19	181	199	262	369	552
% 销售收入	3.1%	13.8%	12.0%	16.8%	18.3%	20.7%
财务费用	-15	-18	-16	-23	-8	-8
% 销售收入	2.5%	1.4%	1.0%	1.5%	0.4%	0.3%
资产减值损失	0	0	-8	-13	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-5	3	5	5	5
% 税前利润	n.a	n.a	1.8%	2.0%	1.3%	0.9%
营业利润	4	158	177	231	367	549
营业利润率	0.6%	12.0%	10.8%	14.8%	18.1%	20.5%
营业外收支	3	6	6	17	15	18
税前利润	7	164	184	248	382	567
利润率	1.1%	12.5%	11.1%	15.9%	18.9%	21.2%
所得税	-1	0	0	-11	-18	-26
所得税率	15.7%	0.1%	0.2%	4.6%	4.6%	4.6%
净利润	6	164	183	237	364	541
少数股东损益	-1	-5	10	13	16	20
归属于母公司的净	6	168	174	224	348	521
净利率	1.0%	12.8%	10.5%	14.3%	17.2%	19.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	6	164	183	237	364	541
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
非现金支出	25	77	152	156	174	187
非经营收益	14	21	10	8	0	-2
营运资金变动	-37	-32	-297	-38	-101	-144
经营活动现金净流	7	230	48	362	437	581
资本开支	-35	-266	-159	-544	-384	-302
投资	-21	-835	-5	-1	-200	-300
其他	106	164	-3	5	5	5
投资活动现金净流	50	-937	-168	-540	-579	-597
股权募资	0	1,170	5	1,698	0	0
债权募资	41	75	51	-73	0	1
其他	-12	-47	-60	-39	-29	-38
筹资活动现金净流	28	1,199	-4	1,586	-29	-37
现金净流量	86	491	-124	1,408	-171	-53

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	147	616	492	1,900	1,729	1,676
应收款项	59	177	298	301	390	515
存货	69	114	54	84	107	138
其他流动资产	164	134	260	310	394	505
流动资产	439	1,041	1,104	2,594	2,620	2,835
% 总资产	74.4%	46.8%	45.3%	59.9%	54.8%	52.2%
长期投资	3	50	39	40	239	539
固定资产	109	671	735	758	979	1,107
% 总资产	18.6%	30.2%	30.2%	17.5%	20.5%	20.4%
无形资产	38	458	554	939	945	949
非流动资产	151	1,183	1,334	1,739	2,165	2,598
% 总资产	25.6%	53.2%	54.7%	40.1%	45.2%	47.8%
资产总计	590	2,224	2,438	4,334	4,784	5,433
短期借款	200	275	130	0	0	0
应付款项	138	358	250	294	375	484
其他流动负债	9	23	47	42	64	79
流动负债	347	656	426	335	439	563
长期贷款	17	17	180	180	180	181
其他长期负债	1	16	95	0	0	0
负债	365	689	702	515	619	744
普通股股东权益	204	1,516	1,675	3,588	3,919	4,422
少数股东权益	21	19	65	78	94	114
负债股东权益合计	590	2,224	2,442	4,182	4,632	5,281

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.044	0.288	0.271	0.163	0.254	0.380
每股净资产	1.438	2.598	2.610	4.182	4.568	5.155
每股经营现金净流	0.052	0.394	0.076	0.422	0.509	0.677
每股股利	0.000	0.000	0.025	0.010	0.020	0.020
回报率						
净资产收益率	3.04%	11.10%	10.37%	6.23%	8.88%	11.77%
总资产收益率	1.05%	7.57%	7.11%	5.35%	7.51%	9.86%
投入资本收益率	3.71%	9.88%	9.66%	6.49%	8.40%	11.17%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.70%	117.46%	25.81%	-5.40%	29.57%	32.26%
EBIT增长率	97.05%	828.56%	9.81%	31.87%	40.96%	49.60%
净利润增长率	156.80%	2612.67%	3.20%	28.76%	55.58%	49.64%
总资产增长率	-1.28%	276.84%	9.81%	77.79%	10.40%	13.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.0	19.8	38.0	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	45.7	33.1	25.5	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	58.4	63.6	64.7	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	65.0	181.6	152.9	146.5	136.6	105.8
偿债能力						
净负债/股东权益	30.85%	-21.08%	-10.46%	-46.91%	-38.59%	-32.96%
EBIT利息保障倍数	1.3	9.8	12.2	11.4	48.6	65.6
资产负债率	61.80%	30.97%	28.73%	12.32%	13.36%	14.09%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	39
买入	0	3	4	6	34
持有	0	2	2	2	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.40	2.36	2.25	1.68

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。