

鹏博士：向国内最大的民营运营商迈进

——宽带接入与 IDC 齐头并进

报告关键点：

- 宽带接入市场体量快速增加，IDC规模化，带宽资源复用化，其业务模式变得简单而清晰——从接入到托管的互联网业务运营商；
- 随着电信运营业务占到主导（80%以上），商业模式使得收入与利润增长不似设备类公司的周期波动，变得更加稳健和夯实。

报告摘要：

- IDC业务是新的利润增长点、宽带服务的补充和未来各项增值服务的基石**
 - 从Softlayer、Akamai、Limelight几家国外IDC与CDN服务商的发展历程来看，当体量达到一定程度后，规模化优势均非常显著；
 - 鹏博士建成亚洲最大的酒仙桥IDC数据中心，满配容量6000组机柜，其规模优势体现在两个方面：IDC自身运营的规模优势相当显著，IDC与宽带接入形成的正反向带宽复用效果将大幅提高带宽资源利用率；
 - IDC是互联网、云计算服务的基石，杀毒、IPTV内容播放、存储等增值服务都将会在不久的将来围绕IDC徐徐展开。
- 互联网接入业务的目标是向国内最大的民营固网运营商迈进**
 - 预计依靠公司自主投资扩张，明年年底将达到1000万覆盖用户，130万收费用户，在国内属于排行靠前的固网运营商；
 - 宽带市场的行业增速未来三年保持在15%-20%，公司的接入业务将达到50%左右的增长，鹏博士的宽带接入和电信、联通比有三点优势：1）有选择的面向最优省会城市市场而不做普遍覆盖；2）发挥组织和运作灵活的运营优势；3）恰当的资源投入满足用户的接入需求而不做趋势的引领者，价格优势明显。
- 投资建议**
 - 预测2011-2012年公司的营业收入增长分别为24.0%、37.1%，净利润增速为50.2%、93.0%，对应EPS分别为0.17元、0.33元。我们认为，由于公司主营业务回归到“宽带接入+IDC”相对稳健的电信运营领域，运营商的特征是增长确定，业绩摆动较小，完备了今年IDC、ISP布局后，公司的营收与利润将呈现快速增长的局面。我们首次给予买入-A的投资评级，建议目标价10元（对应2011年58倍PE，2012年30倍PE）。
- 风险提示：**
 - 管理宽幅的挑战；发展速度的平衡；运营商的竞争。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,624.9	1,761.5	2,184.8	2,994.4	3,779.4
Growth(%)	-1.5%	8.4%	24.0%	37.1%	26.2%
净利润	209.5	151.5	227.6	439.1	619.0
Growth(%)	20.6%	-27.7%	50.2%	93.0%	41.0%
毛利率(%)	32.6%	32.2%	29.5%	32.4%	34.3%
净利润率(%)	12.9%	8.6%	10.4%	14.7%	16.4%
每股收益(元)	0.16	0.11	0.17	0.33	0.46
每股净资产(元)	1.41	2.52	2.69	3.02	3.48
市盈率	46.8	64.8	43.1	22.3	15.8
市净率	5.2	2.9	2.7	2.4	2.1
净资产收益率(%)	11.6%	5.3%	6.7%	10.9%	13.2%
ROIC(%)	15.3%	9.9%	8.6%	11.8%	12.9%
EV/EBITDA	32.9	32.4	21.3	12.0	8.7
股息收益率	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

评级：

买入-A

上次评级：

目标价格：

10.00 元

期限：

6 个月 上次预测：

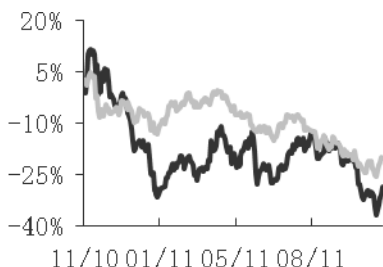
现价（2011 年 11 月 02 日）： 7.70 元

报告日期：

2011-11-2

总市值(百万元)	9,811.30
流通市值(百万元)	9,811.30
总股本(百万股)	1,338.51
流通股本(百万股)	1,338.51
12 个月最低/最高	6.43/12.00 元
十大流通股(%)	30.61%
股东户数	96,477

12 个月股价表现



鹏博士 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.76	(7.30)	(8.57)
绝对收益	5.17	(16.61)	(28.83)

侯利

 021-68763972
执业证书编号

高级行业分析师

 houli@essence.com.cn
S1450511020031

报告联系人

王学恒

010-66581621

wangxh2@essence.com.cn

前期研究成果

1. 鹏博士:向国内最大的民营固网运营商迈进

1.1. 鹏博士发展历程

成都鹏博士电信传媒集团股份有限公司（原名成都鹏博士科技股份有限公司、成都工益冶金股份有限公司）成立于 1985 年 1 月，1994 年 1 月 3 日，公司股票在上海证券交易所挂牌上市。2008 年 5 月底，公司实施完成三益特钢股权转让工作，剥离了独立性较弱、盈利能力较差的特钢冶炼类资产和业务，使公司能够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。

目前公司主要从事电信增值服务、安防监控、网络传媒等业务，拥有的城域光纤网已达到 12000 公里，覆盖北京城区和 18 个区县。公司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。

1.2. 财务表现

在半年报中，披露了公司 11 年的分业务表现，其中互联网服务收入 7.3664 亿元，同比增长 24.92%，处于高速增长期。

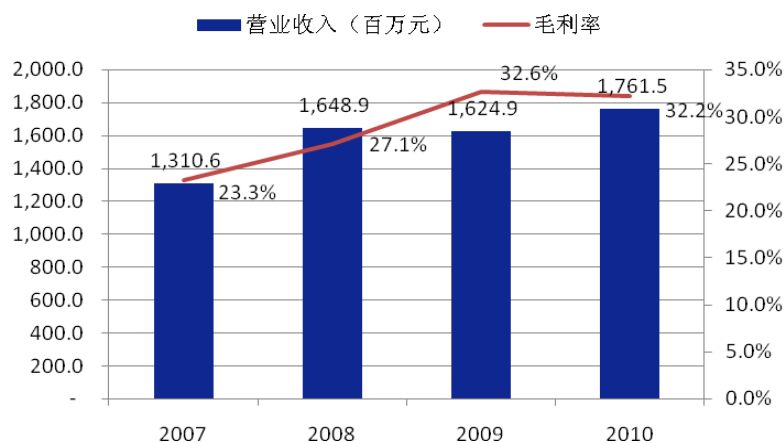
表1：公司分产品的财务表现

分产品（元）	营业收入	营业成本	营业利润率（%）
互联网服务	736,643,422.27	502,684,070.16	31.76
安防工程及设备	82,232,353.98	70,442,702.77	15.37
广告传媒	189,966,715.12	173,966,753.70	8.12
投资业务	52,342,500.00		100

数据来源：公司半年报，安信证券研究中心

图 1 是 2007-2010 年公司收入和毛利率的变化情况。除去 2009 年资产剥离导致会计上收入降低外，公司的收入保持稳定的增长。毛利率方面也从 2007 年的 23.3% 提高到 2010 年的 32.2%。

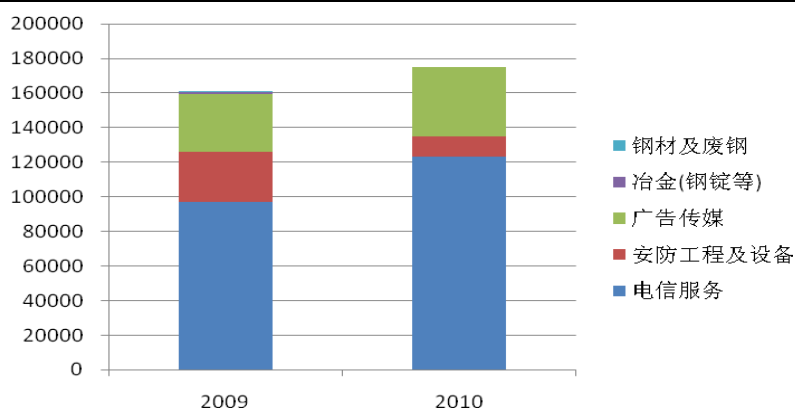
图1：2007-2010年，收入稳定增长，毛利率提升较快



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 2 是 2009 和 2010 年公司收入构成公司的对比。2009 年公司剥离冶金和钢材两项业务，09 年贡献收入分别为 870 万元、849 万元，2010 年起冶金和钢材不再贡献收入。公司现在的主营业务分为广告传媒、安防工程及设备 and 电信服务三块。其中电信服务 2010 年带来收入 12.34 亿元，占 2010 年总收入的 70.5%，比 2009 年增长了 26.97%。广告传媒 2010 年带来收入 3.99 亿元，占 2010 年总收入的 22.77%，比 2009 年增长了 19.42%。而视频监控收入因为公司调整战略，收入由 2009 年的 2.90 亿减少为 2010 年的 1.18 亿。

图 2: 2009 与 2010 收入构成对比



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

2 主营业务分析

2.1. IDC 业务：新的利润增长点、宽带服务的补充和未来各项增值服务的基石

2.1.1. 酒仙桥数据中心：中国规模最大的数据中心

图 3: 北京酒仙桥数据机房，亚洲最大的单体机房



数据来源：公司网站

2010 年 2 月公司董事会通过北京酒仙桥数据中心的投资项目，投资 6.3 亿元建设酒仙桥 30000 平米的大型数据中心。该数据中心主要面向全国电信运营商、政府公共服务部门、大型互联网服务商、银行及保险证券类金融服务机构，提供关键数据中心服务，使其在本数据中心基础上构建核心数据库系统、容灾备份系统、生产数据持续运营服务系统等。

2011 年公司中报显示，酒仙桥数据中心已完成基本施工建设，正处于设备调试的投产准备阶段，部分意向客户已开始测试和进驻工作。我们了解，中国移动成为首批入驻的集团客户，我们估计移动的机柜就有 1000 个，按照每个机柜配置 8 台服务器左右测算，仅此一家客户便有 8000 台服务器需求。

酒仙桥机房可销售机柜共 6300 个，预计销售期 18 个月。酒仙桥数据中心除可提供传统的 IDC 服务、互联网应用服务、CDN 服务及云计算，还可为金融等重要行业及企业提供高可靠的企业级数据中心外包服务，包括灾难备份和业务恢复服务，信息系

统运维管理服务，以及客户定制的其他 IT 增值服务。

此前鹏博士在北京已经拥有惠普、中关村、三元桥、苏州街、雍和宫等五个数据中心，覆盖了国贸 CBD、中关村和燕莎三大商圈，机房全部按照电信级标准建设，拥有双路供电、精密空调、气体消防、环境监控等一系列保障设施。

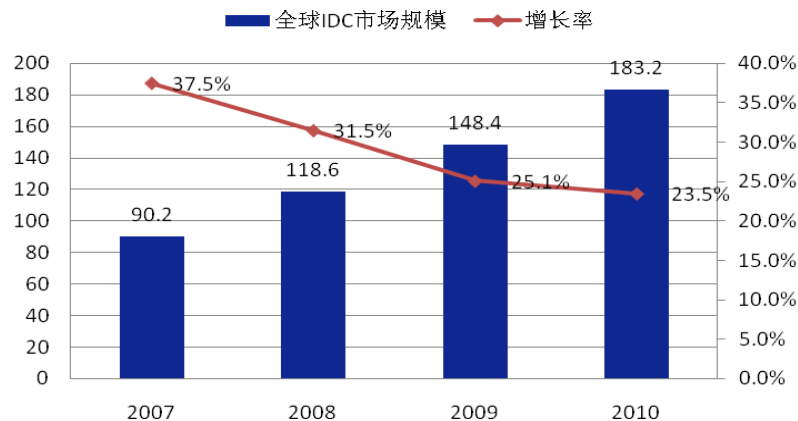
为什么我们首先提出鹏博士的酒仙桥机房和 IDC 业务？这是因为，无论从国内上市的世纪互联、蓝讯，其盈利能力都一般，尤其是世纪互联，在招股书中介绍，其 4000 多个机柜分布在 40 多个机房，也就是每个机房的平均机柜数量仅 100 台，酒仙桥如此大的数据中心是否能够通过规模优势来增强盈利能力呢？我们认为这是必然的。如下，我们将简要回顾一下全球与中国的 IDC 市场。

2.1.2. 全球 IDC 市场：鹏博士的机遇与挑战并存

随着互联网的迅猛发展，网络系统日趋复杂，伴随网络的带宽逐步提高，用于网络维护的成本投资逐步增加，网络管理难度也在日益加大，在这种情况下，以资源外包的网络服务方式逐渐受到企业重视，并在过去几年维持了快速的发展。

中国 IDC 圈与 CCID 的联合调研结果显示，2010 年全球 IDC 市场规模达到 183.2 亿美元，较 2009 年增长了 23.5%。过去四年中，IDC 全球市场规模增长率分别为 37.5%、31.5%、25.1%和 23.5%，仍然处于高速增长的上升管道中。

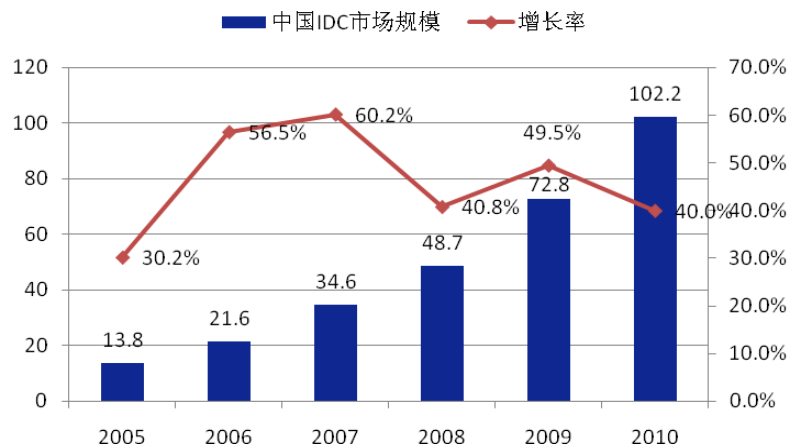
图 4：2010 全球 IDC 市场规模达到 183.2 亿美元



数据来源：IDC 圈，安信证券研究中心

在国内，随着运营商投入的增加和互联网快速的发展，中国的 IDC 市场规模保持着比全球市场更强劲的增长。根据 IDC 圈的统计，2010 年中国 IDC 市场规模达到了 102.2 亿元，同比增长 40%。

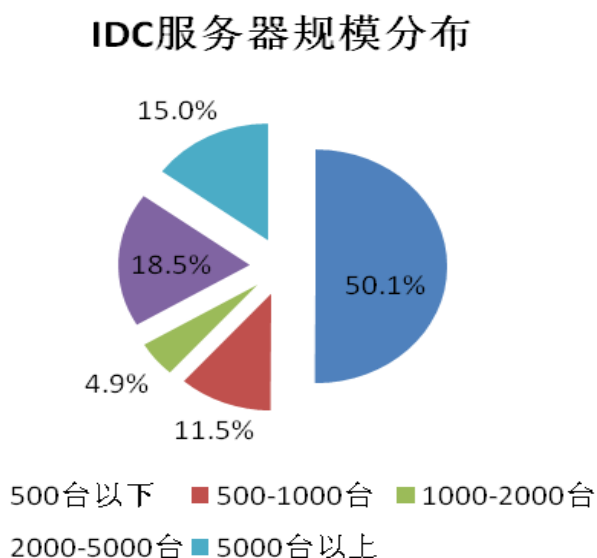
图 5：中国 IDC 市场规模近五年增速均超过 40%



数据来源：IDC 圈，安信证券研究中心

而在对 IDC 机房服务器数量的相关调查显示，50.1%的机房的服务器数量在 500 台以下，中国的 IDC 的基础业务市场仍旧处于小规模 and 分散的状态。而调查显示，5000 台服务器以上的机房仅占总数的 15%，而鹏博士的酒仙桥数据中心可售机柜 6300 个，按照一个机柜存放 8-10 台服务器计算，共有服务器 5-6 万个。建立大规模的数据中心有利于实现市场的整合，提高市场集中程度。

图 6：中国 IDC 服务器规模分布



数据来源：IDC 圈，安信证券研究中心

接下来，我们将试图回答两个问题：

- 1、类似于酒仙桥数据中心的“大体量、大规模”是否能带来优势？
- 2、在 IDC 行业的竞争中，鹏博士是否拥有核心竞争力？

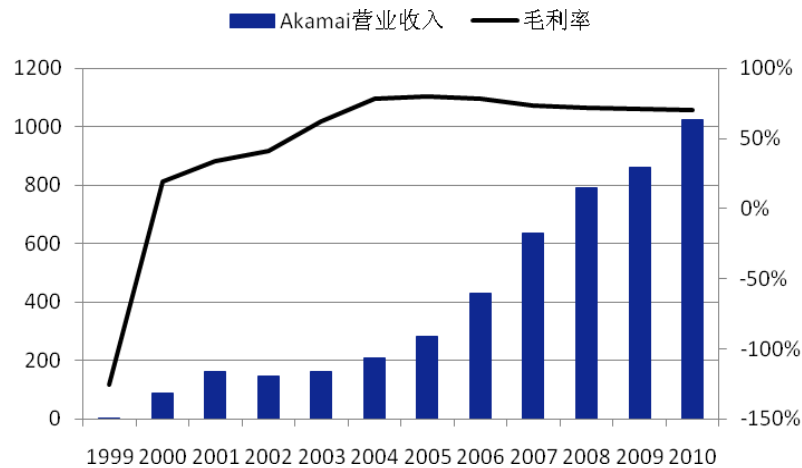
为了找到答案，我们需要调研国内外的竞争对手，分析更多的现象与数据。

2.1.3. 他山之石：IDC 与 CDN 的国际领先公司

SoftLayer: SoftLayer 成立于 2005 年，2010 年 8 月份，美国 softlayer 公司成功收购美国 theplanet 公司，并于 2010 年 11 月份完成两公司合并，合并后的新 SOFTLAYER 公司成为全球第一大 IDC 公司。2011 年 4 月 25 日，softlayer 宣布建立第一个加州数据中心，该数据中心位于加州硅谷中心地带圣何塞市。截至今年 6 月底，SoftLayer 已拥有遍及 140 多个国家的 26000 多家客户，托管的服务器超过 85000 台。Softlayer 近日公布 2011 年第二季度财报，该公司在第二季度的运营与财务业绩继续增长，创多项新高，营收高达 8300 万美元，相比第一季度的 7800 万美元的盈利有明显增长，EBITDA 达到 3360 万美元。

Akamai: 美国 Akamai 是国际上最大的 CDN 服务商，它巨大的网络分发能力在峰值时可达 15Gbps。它将数百个服务器置于 ISP 的网络中，以便尽可能地接近最终用户，同时将一些客户网站内的东西放在自己网络的高速缓存网站中。Akamai 公司向全球企业提供发送互联网内容，汇流媒体和应用程序的服务，目前，该公司为 72 个国家的企业管理 80000 多台服务器。自 1999 年成立以来公司的营业收入保持高速的复合增长，毛利率也从 2004 年起一直维持在 50%以上的高位。2010 年，Akamai 公司实现营业收入 10.236 亿美元，毛利率高达 70.36%。

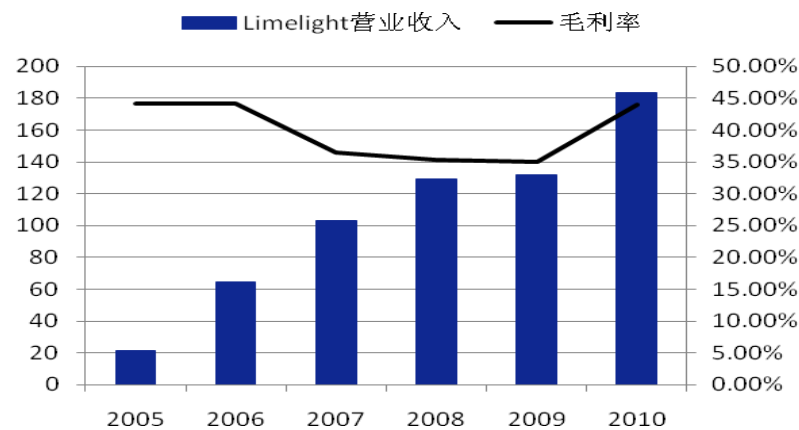
图 7: 1999-2010 年 Akamai 营收



数据来源: Akamai 公司年报, 安信证券研究中心

Limelight: CDN (内容分发网络) 公司, 是除 Akamai 之外, 全球最主要的 CDN 公司。总部位于美国的亚利桑那州。办事处分布在旧金山、纽约、伦敦和东京。该公司运营一个全球的光纤网络, 来帮助内容发布商避免在繁忙的公共网络中传输文件, 而是通过他们提供的光纤网络直接将内容发送到终端用户。2008 年 12 月, 该公司的网络直接于 900 多个内容提供商相连。与 CDN 行业的领导者 Akamai 类似, Limelight 公司自 2005 年以来也保持了高速的增长势头, 2010 年实现营业收入 1.833 亿美元, 毛利率为 43.97%。

图 8: 2005-2010 年 Limelight 公司营收



数据来源: Akamai 公司年报, 安信证券研究中心

作为当今世界两大 CDN 服务提供商, Akamai 和 LimeLight 的技术架构引领了行业的发展: Akamai 在全球部署了几千个结点, 以物理结点距离用户最近而著称; LimeLight 在全球最重要的城市建立“超级结点”, 并在“超级结点”之间实现光纤直连, 实现全球多运营商网络的互联互通。

表 2: Akamai 和 Limelight CDN 的技术架构比较

对比项		Akamai	Limelight
基础建设	结点数目	5000 多个	22 个
	布点级别	二三级结点	超核心结点
	覆盖策略	小结点分布覆盖	大结点集中覆盖
	结点使用属性	租用	自建
数据分发	小文件分发能力	可实现	可实现
	大文件分发能力	可基本实现, 但全网分	可实现, 分发时间较快

		发时间较长	
数据 存储	分发成本	较高	低
	海量数据存储能力	可实现,但海量存储结 点不多	可实现
	WEB 数据存储能力	可实现	可实现

数据来源: 安信证券研究中心整理

对于以上三家公司的比较, 我们的观点如下:

1、从 Softlayer 我们可以知道, IDC 的规模化可以获得很高的收入和毛利率。作为全美最大的 IDC 中心, Softlayer 管理 85000 台服务器, 2011 年上半年营业收入为 1.61 亿美元, EBITDA 高达 6660 万美元。国内以 IDC 为主营业务的公司网宿科技 IDC 的毛利率为 18.61%, 从网宿科技的 30 个 IDC 机房 25000 台服务器到 Softlayer 4 个机房管理 85000 台服务器, 我们认为规模化前景可期。

2、采用小节点技术的 CDN 行业龙头 Akamai 最近 5 年一直保持 50% 以上的毛利率。在业务开展初期, Akamai 处于亏损状态。而自 2004 年后, 随着公司收入和节点分布的增加, 公司的利润率也逐年提高, 并一直保持高位。

3、采用超级节点技术的 CDN 公司 Limelight 从创建就保持了较高的毛利率。由于超级节点以核心城市为中心, 所以规模效应不如 Akamai 明显。但对比 2009 和 2010 年的业绩, 公司收入增长了 39.24%, 毛利率相比提升了 9%。

从以上结论我们能够发现, 无论是 IDC 还是 CDN, 无论是小节点技术还是超级节点技术, 体量到一定程度后, 规模化优势非常显著。

2.1.4. 国内的竞争者: 网宿科技与世纪互联

网宿科技: 网宿科技是国内领先的互联网业务平台服务提供商, 主要向客户提供内容分发与加速、服务器托管、服务器租用等互联网业务平台解决方案, 是国内最早开展 IDC 和 CDN 业务的厂商之一。在国内拥有超过 30 个 A 类 IDC 机房, 与三大运营商 (移动、电信、联通) 以及两大专有网络 (中国教育和科研计算机网、中国科技网) 合作。拥有覆盖全球的 CDN 节点, 包括中国上百个 CDN 节点 2009 年 10 月, 网宿科技在深交所上市。客户群主要包括各类互联网门户网站、网络游戏 运营商、电子商务网站、即时通讯网站、音视频网站、博客/播客论坛类网站、政府以及企业网站等, 目前公司服务的客户近 2000 家。公司今日发布 2011 年半年报, IDC 和 CDN 占公司收入的 95% 以上。其中 IDC 服务的毛利率为 18.61%, 而 CDN 服务的毛利率为 31.30%。

表3: 网宿科技分产品的财务表现

分产品	营业收入(万元)	营业成本(万元)	毛利率
IDC 服务	8,514.70	6929.76	18.61%
CDN 服务	13,426.08	9,233.99	31.30%
商品销售	694.41	631.75	9.02%
其他	675.76	145.35	78.49%

数据来源: 网宿科技半年报, 安信证券研究中心

与 Softlayer EBITDA/营业收入为 41.37% 相比, 网宿科技 IDC 业务的毛利率仅为 18.61%。网宿科技在国内的 30 个 A 类 IDC 机房有服务器 25000 个; 而 Softlayer 全美 4 个 IDC 机房托管服务器 85000 个。所以我们认为, 规模优势是存在的, 集中化会在人员管理、能耗、占地面积等方面降低服务器的平均运营成本, 提高毛利率。

世纪互联: 世纪互联是中国目前规模最大的电信中立互联网基础设施服务提供商。作为一家互联网基础设施服务提供商, 世纪互联的基础设施与国内全部电信运营商、大型非运营商企业和地方互联网服务提供商 (ISPs) 运营的网络均保持互联互通。世纪互联在国内 33 个城市运营 47 家数据中心, 这些基础设施均由高质量的数据中心和庞大的数据传输网络组成。世纪互联现已拥有超过 1,300 个客户, 横跨多个领域, 涵盖

互联网企业、政府机构、大型蓝筹股企业及中小企业等。

2.1.5. 结论

对于 IDC 数据中心，我们在服务器数量、IDC 业务毛利率和 CDN 业务毛利率三个指标做出比较，得出下图：

表 4：国内外公司的比较

公司	服务器数量	IDC 毛利率（%）	CDN 毛利率（%）
Softlayer	85000	41.37（EBITDA/总收入）	
Akamai	80000		70.41
Limelight	没有公开数据		43.72
世纪互联	39000	24.38	
网宿科技	25000	23.43	38.37

数据来源：安信证券研究中心整理

首先，国内的竞争格局仍呈现小、乱、散的状态，产业集中度需要提高，公司是规模化运营的先驱。国内 IDC 和 CDN 规模较大的世纪互联和网宿科技，在服务器数量和集中程度上也距离 Softlayer 和 Akamai 有较大差距，这一差距也反映到了盈利能力上。鹏博士的酒仙桥数据中心建成之后，将在建筑面积、服务器数量、可租用机柜数量均超过国内的竞争对手。根据公司官网的介绍，世纪互联在全国 33 个城市运营 51 家数据中心，而酒仙桥数据中心已经超过了世纪互联 51 家数据中心服务器的总和：这将会在机房面积、能耗、人力成本、维护成本等方面给鹏博士带来规模效应。

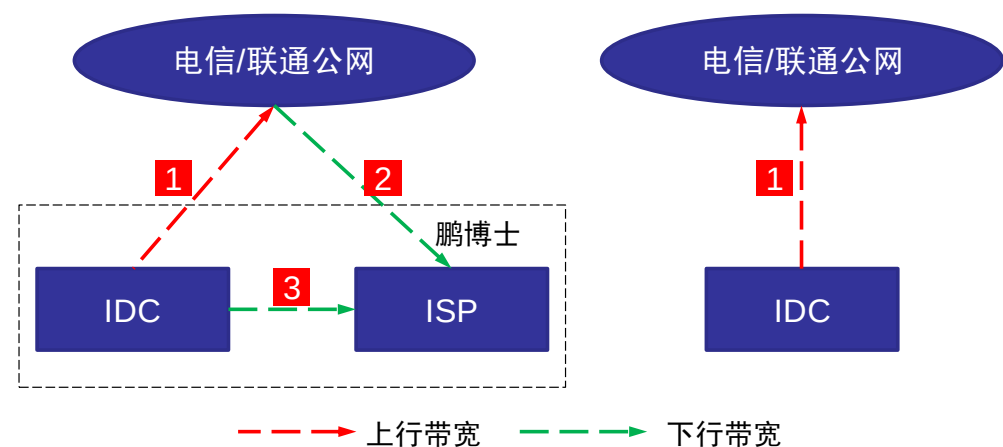
其次，公司的 IDC 业务和接入业务共同发展会发挥协同效应。

最终用户上网的时候，主要是使用下行带宽（图片、视频、P2P），上行很少，因此网络数据传输并非对称的。

对于传统的 IDC 来说，数据请求来自电信/联通的公网用户，因此流量方向如下图所示右侧所示，而反向带宽没有使用，就造成了该类 IDC 企业带宽资源没有得到充分利用；

对于鹏博士来说，IDC 数据方向如 1，ISP（公司的宽带接入用户）数据方向如 2，这样能够充分利用和电信、联通的带宽资源。其次，ISP 还可以直接通过 3 访问 IDC，这样不需要再到电信、联通的公网去请求。

图 9：IDC 与 ISP 的复用效应图示



资料来源：安信证券研究中心整理

我们把这种资源利用最大化称之为 IDC 和 ISP 正反向的带宽复用效应。

第三，展望未来，公司可有多项超预期的业务有待发展。我们认为，大规模的数据中心为未来可开展的各项增值服务提供基础平台。CDN 和 IDC 行业将受益于网络整

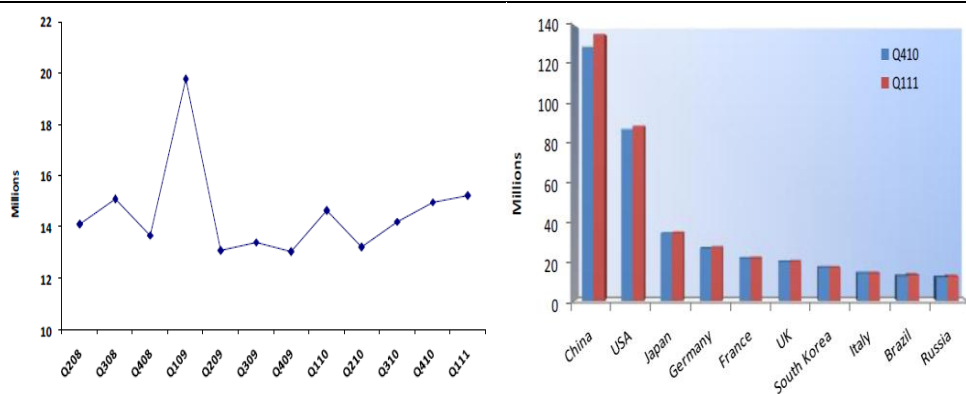
合后 IPTV、VOIP、视频邮件、云计算和网络游戏等丰富的业务及其增值服务对网络传输的巨大需求。IDC 是发展的基础，云杀毒、IPTV 等增值服务才是公司未来爆发式的利润增长点。

2.2. 互联网接入业务：向国内最大的民营固网运营商迈进

2.2.1. 全球宽带接入市场：整体稳定增长，中国发展迅速

根据 Point Topic 2011 年第一季度的宽带接入统计数据，全球共有 5.4 亿宽带接入用户，比上一季度末的 5.2 亿用户增长了 2.9%，比 2010 年 Q1 的 4.83 亿的总量增长了 12%。而自从 2008 年 Q2 超过美国成为全球宽带接入用户最多的国家后，中国一直保持了“全球第一”的位置。2011 年 Q1 中国宽带接入用户达到 1.35 亿，比前一季度的 1.29 亿增长了 5%，高于全球的 2.9% 的平均增速。

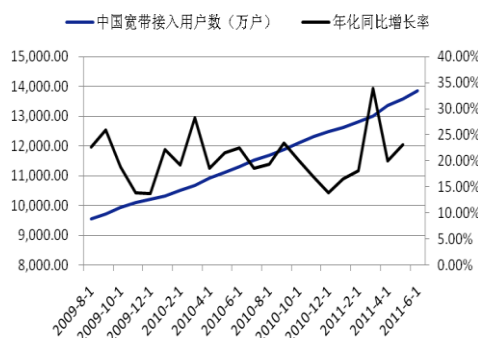
图 10：全球宽带接入保持稳定增长



数据来源：Point Topic，安信证券研究中心

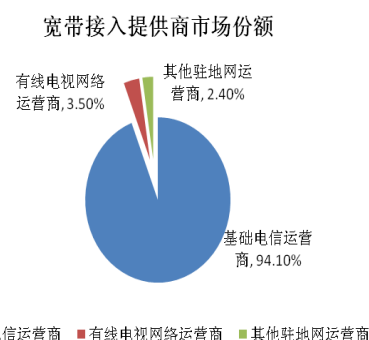
而根据工信部的通信月度数据，年化的同比增长率基本维持在 20% 左右，中国的宽带接入市场在近两年保持稳定的增速。2009 年对宽带接入市场的调研显示，其他驻地网运营商仅占宽带接入市场的 2.4%。长城宽带、鹏博士、天威视讯、四川艾普等公司的用户所占比例都不足 1%，主要在北京、成都和深圳等城市发展用户。

图 11：中国宽带发展格局



数据来源：工信部，安信证券研究中心

图 12：宽带接入市场份额



数据来源：工信部，安信证券研究中心

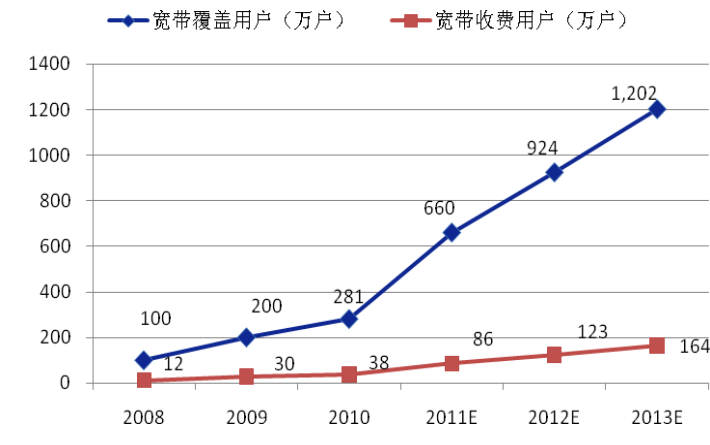
2.2.2. 宽带接入：如何突出重围成为最大的民营固网运营商？

公司的互联网服务主要包括面向大客户、中小企业、网吧、政府、事业单位等提供的互联网专线接入业务、面向社区个人提供的宽带接入业务以及面向游戏公司、中小企业、在线网站、政府、事业单位等提供的服务器托管、数据存储、容灾备份中心等业务。

2010 年公司拟通过受让长城宽带股权的方式，切入目标城市的宽带接入市场，但因最终未能收购成功，使项目推进受到影响。截止 2010 年年底，全国宽带接入业务共计（含北京电信通社区网业务）实现业务收入 31530.50 万元，毛利 10227.08 万元。

2011 年 5 月，经公司董事会审议通过，同意公司收购聚友集团有限公司及其下属公司分布在上海、南京、武汉、深圳、广州、郑州、福州、西安、重庆 9 个城市的分子公司及其宽带接入业务相关的网络资产及设备，收购价格参照双方确认的经审计或评估的价值作价，但总收购价格不超过 8600 万元。

图 13：鹏博士：用户增数即将加速



数据来源：上市公司年报，安信证券研究中心

然而，尽管 2010 年电信服务收入同比增长 37.2%，在宽带接入方面鹏博士占据整个市场仍不足 0.4%。要成为国内最大的民营固网运营商，我们还需要问以下几个问题：

1 基础电信运营商占据整个市场的 94.10%，长城宽带、鹏博士等驻地网运营商均需要从电信购买带宽，他们怎样同电信、联通竞争？

2 驻地网运营商数量众多且本地化程度较深，鹏博士如何走出北京等少数城市，突破市场的进入壁垒？

3 未来五年是“光进铜退”的五年，驻地网运营商将会面对怎样的未来？是否会因为基础运营商的光纤到户而逐渐退出历史舞台？

针对以上的几个问题，我们对宽带市场的格局、竞争对手、未来趋势和用户的偏好与习惯几个方面进行分析，找出它们的答案。

2.2.2.1. 如何与电信、联通这样的垄断者竞争？

针对第一个问题，我们的观点是，驻地网运营商的本地化经营会比基础电信运营商有更多的优势。

a) 基础电信运营商全国铺网的义务拉高了平均成本。电信、联通需要在全国范围内铺宽带，覆盖不发达地区是基础运营商的义务。而驻地网运营商不需要耗费这类投资。根据我们的了解，中国电信在南方的宽带实装率为 10%，在北方仅为 4.5%。与此相对的是，排名第一的上海，宽带实装率达到 18%。驻地网运营商可以选择宽带实装率高的城市，这些城市的 ARPU 值也相对较高，受益于成熟的客户群。

b) 驻地网运营商容易发挥组织和运作灵活的优势。鹏博士作为民营企业，在绩效考核、成本控制、提高服务质量等方面有竞争优势。随着小区的新建，与小区物业合作分成取得准入权已经成为行业的普遍做法，在这一点上，民营企业有着更加灵活的合作模式，以及对内对外的激励机制。

c) 公司的低价战略会让其在中低端用户的竞争中保持竞争力。下表比较了鹏博士与北京电信、联通和歌华宽带的资费标准。可以看到，在同一类别的产品，鹏博士的资费都会低于北京电信与北京联通。这种低价策略容易在中低端市场上争取到更多的用户。我们不认为电信、联通会采用降价策略，因为宽带业务是电信、联通的支柱业务，因为竞争就降价，会是因噎废食的做法，得不偿失。

表 5：宽带资费比较：鹏博士享受低价优势(单位：元)

	带宽	开户费	包月	包年	端口占用费
北京电信	1M	300	119	1200	10/月
	2M	300	169	1690	10/月
	4M	300	229		10/月
	10M	300	379		10/月
	20M	300	559		10/月
北京联通	512K	300	120		
	1M	300	138		
	2M	300	188		
	4M	300	258		
歌华宽带	1M	100	100	1000	
	2M	100	135	1200	
	4M	100	180	1800	
鹏博士	1.5M	100	120	1100	
	2.5M	100	150	1380	
	4M	100	160	1550	

数据来源：公司资料，安信证券研究中心搜集整理

2.2.2.2. 如何跨出北京等少数市场？

上文中已经分析过，如果要成为中国最大的民营固网运营商，鹏博士需要进一步扩大用户规模，进入其他宽带实装率较高的城市的宽带市场。2011 年 5 月，经公司董事会会议审议通过，同意公司收购聚友集团有限公司及其下属公司分布在上海、南京、武汉、深圳、广州、郑州、福州、西安、重庆 9 个城市的分子公司及其宽带接入业务相关的网络资产及设备。

表 6：宽带业务的发展轨迹：收购与扩张共同发力

年份	覆盖区域
2008	北京城区和 18 个区县
2009	北京、上海、广州、武汉
2010	北京、上海、广州、深圳、武汉、天津、沈阳、重庆、安徽、西安
2011	聚友集团宽带业务分布：上海、南京、武汉、深圳、广州、郑州、福州、西安、重庆

数据来源：公司年报，安信证券研究中心

收购聚友公司不仅在上海、武汉、深圳、广州、西安、重庆等六个城市扩大了覆盖社区和用户规模，同时以较低的成本进入了郑州、福州和南京。中国的宽带市场已经有 1.4 亿的用户基数，并在最近 3 年保持了 20% 以上的增长。分地区来看，大中城市占据绝大部分的宽带用户，从以上角度我们认为，鹏博士要成为国内最大的民营固网运营商，收购与扩张共同发力是必要之举。只有扩大规模加整合小公司，才能在多个城市占据可观的市场规模。

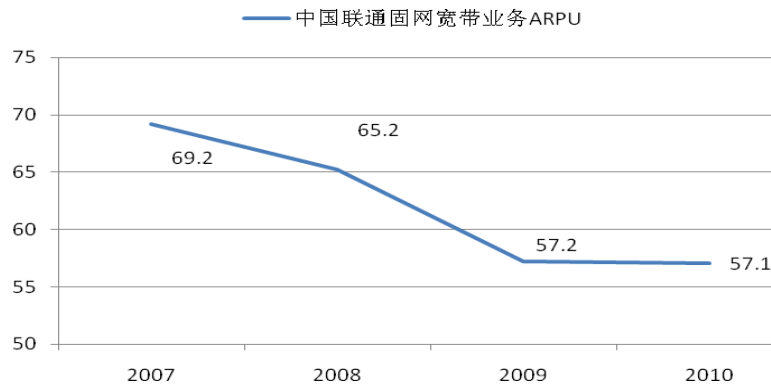
2.2.2.3. 驻地网运营商将会面对怎样的未来？

有很多人担心驻地网的未来：如何面对强烈的价格竞争？如何应对基础运营商 FTTH 战略？未来的宽带接入市场蛋糕是否越来越小？针对这些对驻地网未来的疑问，我们通过研究市场和用户习惯来解答。

1、宽带业务的价格下滑趋势正在趋缓

下图是 2007-2010 中国联通固网的 ARPU 的变化图。我们认为，由于基础运营商占据了宽带接入市场 90% 以上的份额，所以电信和联通不会愿意进行大幅度的降价。这两年的 ARPU 走势可以看出，宽带接入的 ARPU 降速已经放缓。

图 14: 中国联通固网宽带业务 ARPU 降速放缓

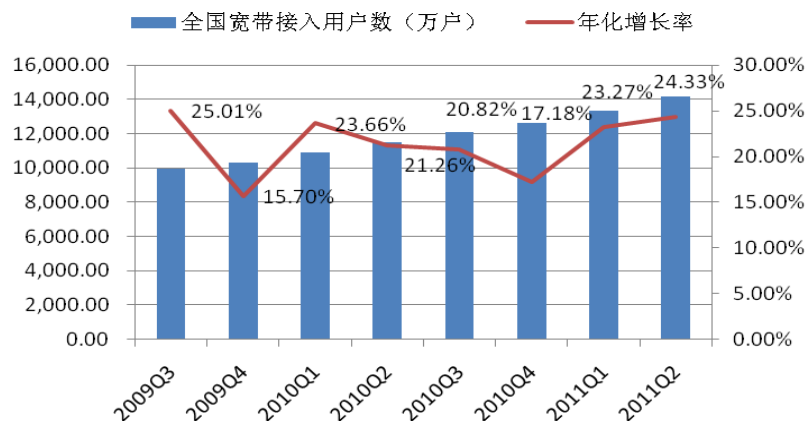


数据来源: 上市公司年报, 安信证券研究中心

2、未来 2-3 年, 市场依旧保持持续的快速增长

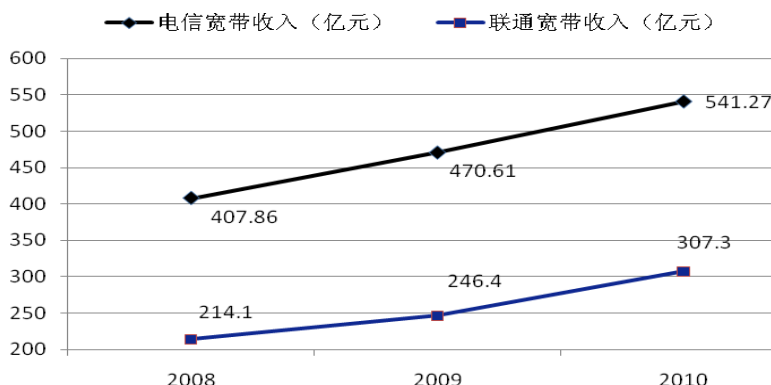
再看这两年宽带用户增长的数据, 2009 年第三季度至 2011 年第二季度的八个季度中, 只有 09 年 4 季度和 10 年 4 季度的年化同比增长率低于 20%。从这个趋势我们可以判断, 未来两到三年国内的宽带接入市场仍然可以保持 20% 左右的复合增长, 鹏博士等驻地网公司能够迎来良好的发展机遇。我们再参考行业内的龙头公司中国电信和中国联通, 我们发现其宽带接入的收入在过去三年一直保持着 10%-20% 的增长。从用户数增长和竞争对手收入两个角度, 我们认为未来两三年宽带接入市场仍然会保持 15%-20% 的增速。

图 15: 过去两年有六个季度宽带接入用户数年化增长率高于 20%



数据来源: 工信部, 安信证券研究中心

图 16: 过去三年电信和联通宽带收入稳定增长



数据来源：上市公司年报，安信证券研究中心

3、FTTH 与 EPON，技术只是手段，用户掌握了主动权

在宽带接入的技术上，鹏博士的宽带通采用 EPON 的接入方式，通过五类双绞线接入到户。这样可以满足用户的上下行速率均可达到 10Mbps。问题是，10Mbps 对用户来说是否够用？如何面对电信 20M 带宽和广电的 100M 带宽的竞争？首先我们建立了应用与带宽的映射。

表 7：10M 带宽能同时支持多个应用共同运行

应用名称	所需带宽
IPTV 及高清电视	6-10Mbps（下行速率）
2 路标清电视	4-6Mbps
3G 视频通信	1Mbps
互联网业务	2-6Mbps
网络游戏	300-800Kbps
2 路 VoIP 语音电话	200Kbps
远程传感与控制	1Mbps

数据来源：安信证券研究中心

从上表不难看出，10M 带宽可以支持任意一个应用场景，而只有含有互联网业务、高清电视的多种应用并行时，需要更高的带宽要求。而常用应用例如语音电话、视频通信和网络游戏，所需带宽也都不超过 1M。

我们认为，近两年光网到户不会对传统的宽带接入带来太大冲击，除了对带宽的要求不高以外，还有以下原因：

- 占带宽的各类应用还需时间进行市场培育期。例如 IPTV 和高清电视，还需要 2-3 年时间才能发展成熟。
- 目前的资费政策让低价低带宽仍然有竞争力。如表 5 所示，北京电信的 10M 和 20M 宽带价格分别为 379 元/月和 559 元/月，FTTH 的高成本也需要较高的资费来维持。
- FTTH 需要重新布线，对已经接入宽带的家庭更换成本较高。用户不仅需要时间成本，还可能考虑房间的美观、重新布局屋内摆设等问题。

2.2.3. 结论

对于宽带接入市场，我们对市场和公司的逻辑如下：

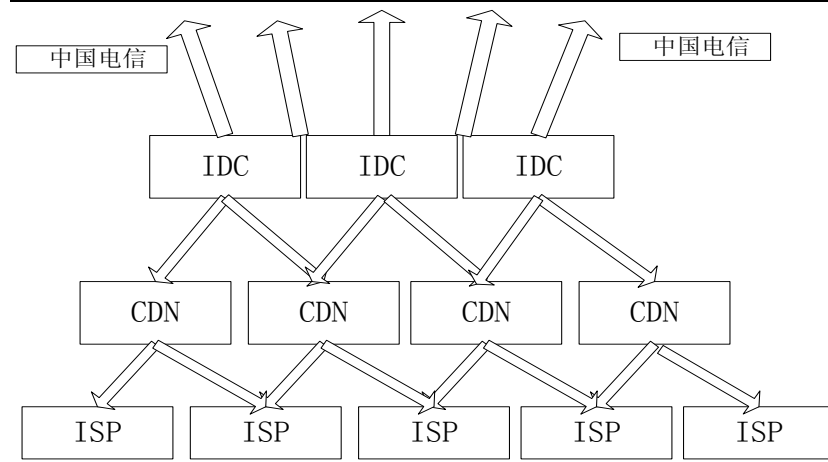
- 1、宽带接入行业未来几年会保持 20%左右的增速，且用户的 ARPU 值降速缓慢。未来两年国内的宽带接入市场仍然价值可观。鹏博士的并购与扩张并行的策略有利于其在更多的大中城市打开市场。整合小驻地网运营商会让公司朝着国内最大的民营固网运营商的方向迈进。
- 2、驻地网的宽带服务提供商有小快灵、高度本地化等特点，在服务质量、控制成本、宽带价格上有竞争优势。这些优势会帮助鹏博士在与电信、联通的竞争中保持竞争力，提高市场份额。
- 3、FTTH 对鹏博士等公司的冲击在未来两三年并不大，公司可以及时调整战略。

2.3. 展望未来：最大民营固网运营商主线下的多元化发展

除 IDC 和宽带接入之外，公司在视频安防、广告传媒、投资等方面有所斩获。而酒仙桥数据中心的简历和宽带业务的规模化会使更多的利润增长点有待发掘：例如宽带接入和 IDC 的复合效应、与广电合作提供增值服务等等。我们发现，公司的多元化战略还是围绕在成为国内最大民营固网运营商这一主线之下的。

2.3.1. IDC 与 CDN、宽带接入的复合效应

图 17: IDC 与宽带接入的复合效应



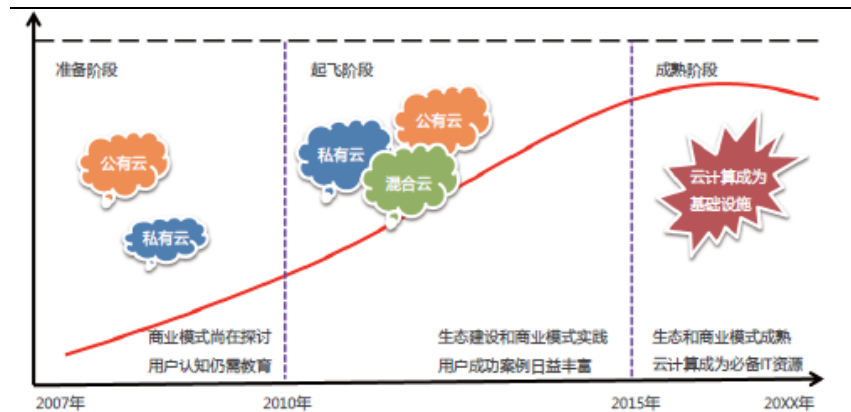
数据来源: 安信证券研究中心

前文已经论述了 IDC 与 ISP 的复用关系, 如果考虑 IDC、CDN、ISP 三者结合的复用关系, 效果则更加明显。

鹏博士宽带接入业务的上游是中国电信, 每年向电信支付带宽租赁费用高达两亿元, 宽带成本占销售收入的 15% 左右, 而宽带接入的单向性会导致带宽的巨大浪费。而 IDC 的建立会与宽带接入产生符合效应: IDC 通过 CDN 将内容传输给用户, 这样宽带得到了双向利用: 用户通过宽带上行获得服务, IDC 通过 CDN 将内容下行发给用户。这样不但节约了成本, 还让 IDC、CDN 和宽带接入相互促进。

2.3.2. 云计算

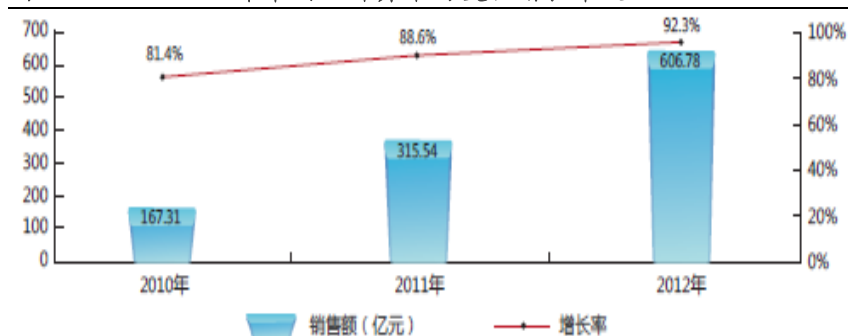
图 18: 云计算的三大发展阶段



数据来源: CCID, 安信证券研究中心

图 12 展示了云计算发展的三大阶段。2007-2010 年主要属于概念阶段, 以探讨、论证和小范围尝试为主, 而未来的 5 年云计算会在大规模的基础投资智商逐步丰富应用, 处于高速发展的阶段。根据 CCID 的预测, 2011 年云计算市场规模达到 315.54 亿元。

图 19：2010-2012 年中国云计算市场复合增长率超过 80%



数据来源：CCID，安信证券研究中心

而在美国，著名的 IDC 公司 Rackspace 托管的数据中心空间正在飞速的增长，为的是适应云计算需求。Rackspace 公司将扩大其位于芝加哥地区的数据中心，扩充面积为 22500 平方英尺，可容纳更多的服务器，用来维持业务增长。Rackspace 公司已经增加了超过 12000 个新客户的服务器，在过去一年中，硬件能够很好的支持该公司云计算操作。在芝加哥，数据中心增加了约 3.9 兆瓦供电的新空间，将在 2012 年 7 月到 2013 年初完成部署。

无论是中国的蓄势待发，还是美国的欣欣向荣，云计算蕴含的商机不容错过。鹏博士如何把握住云计算的浪潮？规模化的数据中心会给公司带来极大的竞争优势：

a) 从业务本身来说，IDC 和云计算的结合将迎来巨大的市场需求。云计算与 IDC 业务相结合，主要呈现三大优势，第一是降低运营成本，提升业务管理效果；第二点就是提高可靠性和承载能力；第三就是集群应用，实现规模效应、弹性扩展。

b) 从公司现有资源来说，IDC 和云计算的结合能最有效地利用公司的资源。酒仙桥数据中心是国内最大的 IDC 中心，6500 个机柜会给“云租赁”和“云存储”等业务提供了丰富的空间。

c) 从公司的战略角度来说，云计算也是向国内最大民营固网运营商迈进的重要补充。依托于 IDC 中心的各项云计算服务，能够丰富网络资源，提高访问量，形成一个 IDC、CDN、宽带接入、云计算相互促进相互加强的积极的生态产业圈。

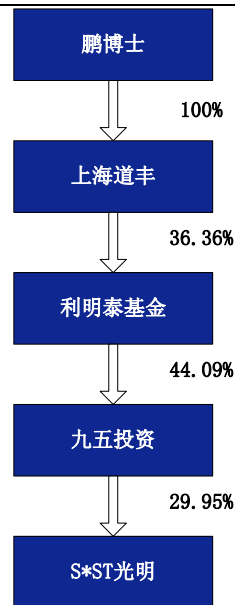
公司日前投资的树蛙公司，就是以云计算技术为基本出发点，其目标就是每年通过服务器镜像与存储技术，降低从公网的带宽消耗，我们估计，明年将为公司节省数千万元的带宽购置成本。

2.3.3. 投资收益：S*ST 光明

公司参股孙公司深圳市利明泰股权投资基金有限公司于 2011 年 4 月 25 日与九五投资原股东王吉舟签署《股权转让协议》，以 2645.4 万元的价格受让了九五投资 44.09% 的股权，成为九五投资第一大股东。利明泰基金公司投资 3.8 亿元入股九五投资，参与光明集团家具股份有限公司股权分置改革事宜。2011 年 7 月 6 日，光明家具股权分置改革方案已经其股权分置改革相关股东会议审议通过，方案实施后，九五投资即持有光明家具 166861852 股股份，占光明家具总股本的 29.95%，成为光明家具的第一大股东，利明泰基金公司即间接控股光明家具。

按照日前 ST 光明 57 亿市值不变的情况计算，公司拥有 2.8 亿的投资收益。

图 20: 鹏博士间接参股 S*ST 光明



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.3.4. 未来展望: 超预期的业务或会多点开花

我们认为, 宽带接入带来客观的用户数和国内最大的 IDC 平台给未来各项增值服务打下了良好的基础。公司未来可能超预期的亮点, 例如但不限于以下几个:

a) **与广电合作开展 IPTV 等业务。**在上文中已经分析过, FTTH 能够达到 10M 以上的带宽, 可以满足 IPTV 的运行。而广电由于亟需整合市场、资金有限, 需要借助于现有的网络资源, 与宽带网络运营商合作。可以采用广电借助鹏博士的宽带网络提供 IPTV 服务的分成模式, 这样公司在不必追加投资的基础上增加了收入。此外, 2008 年鹏博士曾与东莞广电在视频监控业务上进行合作, 我们认为宽带接入与视频监控的结合也将会是鹏博士与广电合作的发力点。

b) **收购其他驻地网运营商。**目前公司有大量资金储备, 我们认为, 接管聚友集团 9 省宽带业务只是公司并购的一小部分, 在未来鹏博士还会继续参与收购其他驻地网运营商, 向国内最大的民营固网运营商迈进。

c) **云平台下的各项增值服务。**酒仙桥数据中心为云计算提供了良好的基础设施, 我们认为, 未来会有丰富的云计算相关的增值服务为公司创造利润。像云杀毒等业务将来或超预期。

2.3.5. 2-3 年内公司经营业绩展望

宽带接入:

2008-2010 年公司宽带收费用户分别为 12 万、30 万和 38 万户。我们预计, 未来三年用户增速将会提升。2011-2013 年公司的宽带覆盖用户数分别为 660 万、924 万和 1202 万户, 收费用户达到 86 万、123 万和 164 万户。

企业专网专线部分的宽带接入收入在 2010 年获得了 23% 的增长, 我们认为未来两年增速将略有放缓, 2011-2013 年预计收入达到 7、8 和 9 亿元。

数据中心:

酒仙桥数据中心于 8 月建成, 将会从 2012 年起促进收入大幅增长。2010 年公司 IDC 部分收入同比增长 25%, 预计未来三年 IDC 收入增长率将分别达到 65%、50% 和 40%。

视频安防:

为了围绕“成为国内最大的民营固网运营商”的战略目标进行布局，以及视频监控业务在 2010 年收入和利润下滑，公司对视频安防业务重新进行了定位，主要在公司开展宽带业务的城市部署，这样即配合公司的战略，也降低了宽带成本。预计未来三年安防工程部分收入增长率分别为 10-20%。

3. 投资建议

3.1. 盈利预测

综合以上各个业务的分析，我们预测 2011-2012 年公司的营业收入增长分别为 24.0%、37.1%，净利润增速为 50.2%、93.0%，对应 EPS 分别为 0.17 元、0.33 元。

我们认为，由于公司主营业务回归到“宽带接入+IDC”相对稳健的电信运营领域，运营商的特征是增长确定，业绩摆动较小，完备了今年 IDC、ISP 布局后，公司的营收与利润将呈现快速增长的局面。

我们首次给予买入-A 的投资评级，建议目标价 10 元（对应 2011 年 58 倍 PE，2012 年 30 倍 PE）。

3.2. 风险提示

1、公司在从小到大的过程里，面对的将是更加庞大的网络，管理经验、网络经验的要求更高，需要系统、全面的理解全网运营的挑战，适应此影响。

2、发展节奏上，由于运营商是固定资产投资驱动市场的商业模式，过慢抓不住市场机遇，过快在资金量上要求相当高，追求速度与能力的平衡是必要的。

3、来自电信、联通的竞争始终存在，如果运营商采取非理性价格策略，将影响行业中所有运营类公司的发展。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-10-31		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	-1.5%	8.4%	24.0%	37.1%	26.2%
减: 营业成本	1,624.9	1,761.5	2,184.8	2,994.4	3,779.4	营业利润增长率	22.5%	-8.7%	34.3%	88.8%	39.9%
营业税费	46.6	51.7	64.1	87.9	110.9	净利润增长率	20.6%	-27.7%	50.2%	93.0%	41.0%
销售费用	67.2	115.6	131.1	179.7	226.8	EBITDA 增长率	20.9%	-11.1%	41.7%	87.4%	39.4%
管理费用	165.2	170.5	211.4	289.8	365.7	EBIT 增长率	24.0%	-23.2%	28.0%	111.8%	38.0%
财务费用	22.8	-14.0	-30.5	-3.2	-14.0	NOPLAT 增长率	25.4%	-30.8%	30.8%	104.1%	36.8%
资产减值损失	13.1	42.1	4.2	17.4	7.2	投资资本增长率	6.8%	50.3%	49.5%	25.0%	14.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	13.0%	79.9%	7.2%	12.3%	15.2%
投资和汇兑收益	1.9	-2.2	3.0	103.0	103.0						
营业利润	217.3	198.4	266.5	503.1	703.9	利润率					
加: 营业外净收支	23.3	12.7	19.4	21.4	23.5	毛利率	32.6%	32.2%	29.5%	32.4%	34.3%
利润总额	240.5	211.1	286.0	524.5	727.4	营业利润率	13.4%	11.3%	12.2%	16.8%	18.6%
减: 所得税	13.1	23.9	32.4	59.4	82.4	净利润率	12.9%	8.6%	10.4%	14.7%	16.4%
净利润	209.5	151.5	227.6	439.1	619.0	EBITDA/营业收入	23.2%	19.0%	21.7%	29.7%	32.8%
EBIT/营业收入	14.8%	10.5%	10.8%	16.7%	18.3%						
资产负债表						运营效率					
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	固定资产周转天数	160	164	188	194	185
交易性金融资产	594.6	1,346.6	637.0	798.9	955.9	流动营业资本周转天数	105	119	145	152	157
应收账款	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	262	368	353	276	286
应收票据	438.9	536.5	645.4	884.6	1,116.5	应收账款周转天数	71	85	79	76	78
预付款项	-	16.3	20.2	27.6	34.9	存货周转天数	12	17	22	21	21
存货	175.6	315.5	496.0	732.8	1,023.4	总资产周转天数	565	713	755	656	628
其他流动资产	53.3	114.6	148.9	195.5	239.8	投资资本周转天数	375	447	540	532	502
可供出售金融资产	1.7	6.0	2.5	-4.1	-10.5						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	11.6%	5.3%	6.7%	10.9%	13.2%
投资性房地产	31.8	369.2	369.2	369.2	369.2	ROA	8.5%	4.3%	5.2%	7.7%	9.0%
固定资产	753.1	855.9	1,426.1	1,805.8	2,083.2	ROIC	15.3%	9.9%	8.6%	11.8%	12.9%
在建工程	77.9	200.1	450.0	540.0	594.0	费用率					
无形资产	8.4	7.6	7.1	7.1	7.1	销售费用率	4.1%	6.6%	6.0%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	525.7	543.6	655.6	694.0	722.2	管理费用率	10.2%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
资产总额	2,661.0	4,312.0	4,858.1	6,051.5	7,135.8	财务费用率	1.4%	-0.8%	-1.4%	-0.1%	-0.4%
短期债务	270.0	300.0	378.6	897.6	960.8	三费/营业收入	15.7%	15.4%	14.3%	15.6%	15.3%
应付账款	258.1	270.7	349.1	458.2	562.3	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	26.1%	18.0%	22.0%	30.7%	31.8%
其他流动负债	93.4	172.6	289.4	442.5	635.5	负债权益比	35.3%	21.9%	28.2%	44.3%	46.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.99	3.06	1.85	1.41	1.48
其他非流动负债	59.6	12.4	12.4	12.4	12.4	速动比率	1.90	2.91	1.71	1.30	1.38
负债总额	694.9	775.5	1,068.0	1,885.0	2,279.9	利息保障倍数	10.54	-13.19	-7.74	-156.03	-49.18
少数股东权益	81.4	159.4	185.4	211.4	237.4	分红指标					
股本	1,155.5	1,338.5	1,338.5	1,338.5	1,338.5	DPS(元)	-	0.04	-	-	-
留存收益	729.2	2,038.6	2,266.2	2,705.3	3,324.3	分红比率	0.0%	35.3%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,966.1	3,536.5	3,790.1	4,255.2	4,900.2	股息收益率	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表						业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	227.4	187.2	227.6	439.1	619.0	EPS(元)	0.16	0.11	0.17	0.33	0.46
加: 折旧和摊销	166.6	180.5	239.0	390.2	550.7	BVPS(元)	1.41	2.52	2.69	3.02	3.48
资产减值准备	13.1	42.1	4.2	17.4	7.2	PE(X)	46.8	64.8	43.1	22.3	15.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.2	2.9	2.7	2.4	2.1
财务费用	17.1	23.1	17.6	-30.5	-3.2	P/FCF	168.5	-14.1	-9.9	154.2	-141.3
投资收益	-1.9	2.2	-3.0	-103.0	-103.0	P/S	6.0	5.6	4.5	3.3	2.6
少数股东损益	17.9	35.7	26.0	26.0	26.0	EV/EBITDA	32.9	32.4	21.3	12.0	8.7
营运资金的变动	-32.1	-330.7	-135.0	-240.6	-252.9	CAGR(%)	26.9%	51.0%	50.2%	36.0%	33.3%
经营活动产生现金流量	427.8	139.2	328.2	525.9	832.9	PEG	1.7	1.3	0.9	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-244.1	-733.6	-1,147.0	-797.5	-797.5	ROIC/WACC	1.6	1.0	0.9	1.2	1.3
融资活动产生现金流量	-81.3	1,346.4	109.1	522.2	77.2	REP	4.6	4.1	2.9	1.8	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034