

鹏博士：小兼大后将开启想象空间

拟收购长城宽带事件点评

报告关键点：

- 公司拟并购长城宽带50%的股权（用户翻3倍，并成为国内最大的固网运营商之一）；
- 长城宽带正处于利润释放期，明、后年利润将高速增长。

报告摘要：

收购简介：以小并大后市场空间的快速开启

- 公司公告，拟收购长城宽带网络服务有限公司50%股权及48405.41595万元债权。挂牌价格为108405.41595万元（其中股权挂牌价格为60000万元，债权挂牌价格为48405.41595万元）。
- 由于奔腾骨干网为全国网络运营牌照（除电信、联通外的唯一全国固网运营牌照），资源的唯一性为公司未来业务扩张提供了充分条件与竞争门槛。
- 对于意向受让方的条件较为具体，符合收购条件的公司在国内为数较少，而鹏博士则满足所有条件，最后摘牌的概率非常大。

长宽的业绩展望：公司正进入利润释放期

- 长宽的净利润率从前很低，是因为全国增强覆盖与管理效率不高两个原因；
- 2011年，尤其是在2、3季度，长宽实现了高速增长，6月份达到了18%左右的水平，预计2011年12月收费用户将达到270-280万；
- 随着明年长宽的管理、人员优化，以及因前几年网络覆盖的巨大投入而带来的实装率的提升，预计公司的净利润率能够快速向10%靠近。

投资建议

- 若本次并购成功，鹏博士将成为国内第四大的电信运营商（电信、移动、联通）。长城宽带将为公司12年的业绩增厚0.09元，我们相应上调了公司2012年的盈利预测，维持买入-A的投资评级，提高3个月目标价至12元。

风险提示

- 由于挂牌将维持20个交易日，之后存在出现多个意向受让方，竞价条件优者摘牌的可能；
- 长城宽带的用户规模体量较鹏博士大两倍，对公司的全网运营、管理经验存在一定的挑战。

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

12.00元

期限： 3个月 上次预测： 10.00元

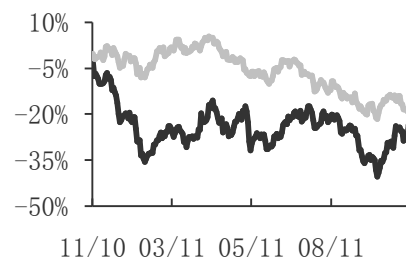
现价（2011年11月28日）： 7.50元

报告日期：

2011-11-29

总市值(百万元)	10,975.80
流通市值(百万元)	10,975.80
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	6.43/10.95元
十大流通股东(%)	30.61%
股东户数	96,477

12个月股价表现



11/10 03/11 05/11 08/11

鹏博士 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	20.13	5.89	(5.08)
绝对收益	15.00	(5.53)	(24.64)

 侯利
021-68763972
执业证书编号

 高级行业分析师
houli@essence.com.cn
S1450511020031

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	550.9	774.8
Growth(%)	20.6%	-27.7%	50.2%	142.1%	40.6%
毛利率(%)	32.6%	32.2%	29.5%	32.4%	34.3%
净利润率(%)	12.9%	8.6%	10.4%	18.4%	20.5%
每股收益(元)	0.16	0.11	0.17	0.41	0.58
每股净资产(元)	1.41	2.52	2.69	3.10	3.68
市盈率	52.4	72.5	48.2	19.9	14.2
市净率	5.8	3.3	3.0	2.6	2.2
净资产收益率(%)	11.6%	5.3%	6.7%	13.2%	15.5%
ROIC(%)	15.3%	9.9%	8.6%	14.5%	16.0%
EV/EBITDA	32.9	32.4	23.8	11.5	8.3
股息收益率	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

报告联系人

王学恒

 010-66581621
wangxh2@essence.com.cn

前期研究成果

 鹏博士：向国内最大的民营运营商迈进
2011-11-01

1. 拟并购长宽：以小并大后市场空间的快速开启

1.1. 事件简介

公司公告,拟收购长城宽带网络服务有限公司 50%股权及 48405.41595 万元债权。挂牌价格为 108405.41595 万元(其中股权挂牌价格为 60000 万元,债权挂牌价格为 48405.41595 万元)。

表 1: 长城宽带基本数据

项目(万元)	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额	153,605.45	173,202.41	228,772.60	252,716.12
负债总额	137,361.67	156,594.45	211,008.58	227,324.46
少数股东权益	849.88	556.58	106.24	44.93
所有者权益	15,393.89	16,051.38	17,657.77	25,346.73
营业收入	60,173.05	91,850.31	130,110.75	87,680.66
少数股东损益	-218.11	-252.08	-358.94	-61.32
归属母公司的净利润	-2,571.39	1,143.50	1,514.99	7,673.28

资料来源:公司公告

我们联系长城宽带在北京产权交易中心挂牌的信息获得以下有价值的信息:(链接为 <http://www.cbex.com.cn/G3/2011010851.shtml>)

本次交易条件中,交易条件是:

- 1、意向受让方需支付交易保证金 3 亿元;
- 2、意向受让方应承诺:于《产权交易合同》签署之日起 90 日内支付人民币 48405.41595 万元至转让方指定银行账户用于偿还标的企业拖欠转让方的剩余 48405.41595 万元债务;
- 3、意向受让方承诺如最终成为标的企业股东,同意转让方作为标的企业的另一方股东将不再向标的企业提供任何资金支持和投入以供标的企业正常经营发展;
- 4、意向受让方在提交《产权受让申请书》的同时,应提交其拟订的标的企业整体发展经营方案(包括但不限于与中信集团业务合作、关于奔腾骨干网的业务合作计划和后续投资计划等方面)并承诺严格执行该整体发展经营方案。

由于奔腾骨干网为全国网络运营牌照(除电信、联通外的唯一全国固网运营商牌照),资源的唯一性为公司未来业务扩张提供了充分的条件与竞争门槛。

对于意向受让方的要求有:

- 1、因标的企业在全国范围内开展因特网接入服务,意向受让方应持有业务种类为因特网接入服务业务的《中华人民共和国增值电信业务经营许可证》,且该证载明的业务覆盖范围当前累计不少于 3 个省级行政区域内的 15 个城市。
- 2、因中信集团战略发展和后续安排的需要,意向受让方应为不具有外资背景的、合法存续的中华人民共和国境内有限责任公司、未上市股份有限公司或在境内上市的股份有限公司。其中,不具有外资背景的界定如下:①有限责任公司和未上市股份有限公司,由其全体股东并追溯至最终出资人没有外资股东;②在境内上市的股份有限公司,由其发起人股东并最终追溯至实际控制人(指最终控制人)没有外资投资人。意向受让方需对上述事项作出承诺。
- 3、意向受让方 2010 年度经审计的公司净资产不低于人民币 30 亿元,连续 3 年主营业务收入均不低于人民币 10 亿元(需提供经具有证券从业资格或省级财政厅(局)、省级国资委中介机构备选库的中介机构审计出具的 2008、2009、2010 年度的无保留意见的审计报告)。

4、意向受让方需具有良好的履约能力，注册资本金不低于人民币 10 亿元，并提供由境内银行出具的挂牌公告期内任一时点的表明意向受让方的银行存款余额不低于 10 亿元的资信证明（如为多份资信证明，则证明日期应为同一日期）。

以上对于意向受让方的条件较为具体，符合该四条的公司在国内为数较少，而鹏博士则满足所有条件，最后摘牌的概率非常大。

1.2. 长宽的业绩展望：公司正进入利润释放期

长城宽带覆盖了大半个中国，经过了多年的积累，基础相当扎实。但由于多年来一直致力于发展用户，公司的业绩并未体现出来。直到今年才开始出现明显的业绩增长局面。

我们估计，长城宽带 2010-2013 年的用户、收入与利润约为：

表 2：长城宽带 2011-2013 用户、收入、净利润预测

	2010	2011	2012	2013
收费用户（万户）	150	230	330	450
营业收入（亿元）	13	17.5	24	33
净利润（亿元）	0.1	1.2	2.4	3.3

资料来源：安信证券研究中心

长宽的净利润率从前很低，是因为管理问题。2011 年，尤其是在 2、3 季度，实现了高速的增长，6 月份达到了 18%左右的水平，预计 2011 年 12 月收费用户将达到 270-280 万。同时，随着明年长宽的管理、人员优化，预计净利润率能够快速向 10%恢复。

2. 投资建议与风险提示

2.1. 投资建议

若本次并购成功，鹏博士将成为国内第四大的电信运营商（电信、移动、联通）。长城宽带将为公司 12 年的业绩增厚 0.09 元，我们相应上调了公司 2012 年的盈利预测，维持买入-A 的投资评级，提高 3 个月目标价至 12 元。

2.2. 风险提示

1、由于挂牌将维持 20 个交易日，之后存在出现多个意向受让方，竞价条件优者摘牌的可能；

2、长城宽带的用户规模体量较鹏博士大两倍，对公司的全网运营、管理经验存在一定的挑战。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-11-28		
						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%	136.1%	39.8%
营业税费	1,094.6	1,195.1	1,540.9	2,022.7	2,481.9	净利润增长率	20.6%	-27.7%	50.2%	142.1%	40.6%
销售费用	46.6	51.7	64.1	87.9	110.9	EBITDA 增长率	20.9%	-11.1%	41.7%	112.7%	38.7%
管理费用	67.2	115.6	131.1	179.7	226.8	EBIT 增长率	24.0%	-23.2%	28.0%	162.7%	37.1%
财务费用	165.2	170.5	211.4	289.8	365.7	NOPLAT 增长率	25.4%	-30.8%	30.8%	151.0%	36.2%
资产减值损失	22.8	-14.0	-30.5	-9.3	-29.7	投资资本增长率	6.8%	50.3%	49.5%	22.8%	15.6%
加: 公允价值变动收益	13.1	42.1	4.2	17.4	7.2	净资产增长率	13.0%	79.9%	7.2%	15.2%	18.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	1.9	-2.2	3.0	223.0	263.0						
加: 营业外净收支	217.3	198.4	266.5	629.3	879.5	利润率					
利润总额	23.3	12.7	19.4	21.4	23.5	毛利率	32.6%	32.2%	29.5%	32.4%	34.3%
减: 所得税	240.5	211.1	286.0	650.7	903.1	营业利润率	13.4%	11.3%	12.2%	21.0%	23.3%
净利润	13.1	23.9	32.4	73.7	102.3	净利润率	12.9%	8.6%	10.4%	18.4%	20.5%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBITDA/营业收入	23.2%	19.0%	21.7%	33.7%	37.1%
货币资金	594.6	1,346.6	637.0	798.9	955.9	EBIT/营业收入	14.8%	10.5%	10.8%	20.7%	22.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	运营效率					
应收账款	438.9	536.5	645.4	884.6	1,116.5	固定资产周转天数	160	164	188	194	185
应收票据	-	16.3	20.2	27.6	34.9	流动营业资本周转天数	105	119	145	152	157
预付帐款	175.6	315.5	496.0	732.8	1,023.4	流动资产周转天数	262	368	353	276	286
存货	53.3	114.6	148.9	195.5	239.8	应收帐款周转天数	71	85	79	76	78
其他流动资产	1.7	6.0	2.5	-4.1	-10.5	存货周转天数	12	17	22	21	21
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	565	713	755	656	628
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	375	447	540	526	495
长期股权投资	31.8	369.2	369.2	369.2	369.2	投资回报率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROE	11.6%	5.3%	6.7%	13.2%	15.5%
固定资产	753.1	855.9	1,426.1	1,805.8	2,083.2	ROA	8.5%	4.3%	5.2%	9.5%	11.2%
在建工程	77.9	200.1	450.0	540.0	594.0	ROIC	15.3%	9.9%	8.6%	14.5%	16.0%
无形资产	8.4	7.6	7.1	7.1	7.1	费用率					
其他非流动资产	525.7	543.6	655.6	694.0	722.2	销售费用率	4.1%	6.6%	6.0%	6.0%	6.0%
资产总额	2,661.0	4,312.0	4,858.1	6,051.5	7,135.8	管理费用率	10.2%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
短期债务	270.0	300.0	378.6	697.1	648.9	财务费用率	1.4%	-0.8%	-1.4%	-0.3%	-0.8%
应付帐款	258.1	270.7	349.1	458.2	562.3	三费/营业收入	15.7%	15.4%	14.3%	15.4%	14.9%
应付票据	-	-	-	-	-	偿债能力					
其他流动负债	93.4	172.6	289.4	442.5	635.5	资产负债率	26.1%	18.0%	22.0%	27.8%	27.6%
长期借款	-	-	-	-	-	负债权益比	35.3%	21.9%	28.2%	38.6%	38.1%
其他非流动负债	59.6	12.4	12.4	12.4	12.4	流动比率	1.99	3.06	1.85	1.58	1.72
负债总额	694.9	775.5	1,068.0	1,684.5	1,968.0	速动比率	1.90	2.91	1.71	1.46	1.60
少数股东权益	81.4	159.4	185.4	211.4	237.4	利息保障倍数	10.54	-13.19	-7.74	-66.52	-28.66
股本	1,155.5	1,338.5	1,338.5	1,338.5	1,338.5	分红指标					
留存收益	729.2	2,038.6	2,266.2	2,817.1	3,591.9	DPS(元)	-	0.04	-	-	-
股东权益	1,966.1	3,536.5	3,790.1	4,367.0	5,167.8	分红比率	0.0%	35.3%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	股息收益率	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	227.4	187.2	227.6	550.9	774.8	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	166.6	180.5	239.0	390.2	550.7	EPS(元)	0.16	0.11	0.17	0.41	0.58
资产减值准备	13.1	42.1	4.2	17.4	7.2	BVPS(元)	1.41	2.52	2.69	3.10	3.68
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	52.4	72.5	48.2	19.9	14.2
财务费用	17.1	23.1	17.6	-30.5	-9.3	PB(X)	5.8	3.3	3.0	2.6	2.2
投资收益	-1.9	2.2	-3.0	-223.0	-263.0	P/FCF	188.5	-15.7	-11.0	-438.0	-437.5
少数股东损益	17.9	35.7	26.0	26.0	26.0	P/S	6.8	6.2	5.0	3.7	2.9
营运资金的变动	-32.1	-330.7	-135.0	-240.6	-252.9	EV/EBITDA	32.9	32.4	23.8	11.5	8.3
经营活动产生现金流量	427.8	139.2	328.2	511.6	813.0	CAGR(%)	36.4%	62.3%	65.5%	41.2%	43.6%
投资活动产生现金流量	-244.1	-733.6	-1,147.0	-677.5	-637.5	PEG	1.4	1.2	0.7	0.5	0.3
融资活动产生现金流量	-81.3	1,346.4	109.1	327.8	-18.5	ROIC/WACC	1.6	1.0	0.9	1.5	1.6
						REP	4.6	4.1	3.3	1.6	1.3

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

黄方祥

021-68765913

凌洁

021-68765237

梁涛

021-68766067

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

胡珍

0755-82558073

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@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