

投资看点

鹏博士驻地网覆盖 750 万用户，收费用户超过 40 万。价格与电信、联通等运营商相比，具有明显的优势。长城宽带覆盖用户千万，收费用户超 230 万。一旦如期完成收购，不但将成为公司完善全国版图至关重要的一步，更会达成 IDC 与 ISP 巨大的带宽复用效用。

公司经营 6 个 IDC，其中，新建成的酒仙桥是全亚洲规格最高、规模最大的机房之一。建成伊始，就成功获得中国移动 1000 万机柜的订单，占整体规模 1/6，未来实现满租，年收入将增厚 6 亿。

公司持有帝联科技 40% 股份，为第一大股东。帝联科技为中国市场排名第三的 CDN 服务商，带宽储备超过 450G，全国加速节点数超过 250 个。帝联科技有望利用鹏博士未来 18 个 IDC 节点与骨干网络，建设成为 Limelight 式的 CDN 网络，提升分发效率，降低分发成本。

公司 11 年 9 月收购树蛙科技与联想电脑技术公司，获得云分发、云存储和云杀毒技术，增厚了公司技术储备。

此外，公司的安防业务和广告业务稳定，未来将持续给公司带来收入。

与市场预期的不同

我们认为，公司 ISP、CDN 和 IDC 具有很强的协同效应。公司增加 ISP 用户增加，将促使更多 IDC 租用需求，而 IDC 租用需求将摊薄 CDN 建设成本，CDN 服务品质则又能进一步提升 ISP 用户访问体验，一旦公司三块业务形成良性循环，将会有巨大的协同效应。

预计公司下一步行动将试图收购骨干网络，一张遍布全国的骨干网络不但能提升现有用户的访问体验，对于建设 Limelight 式的 CDN 也是重要的一环。

此外，公司已成功收购了树蛙和希望电脑科技，一旦将其整合入现有产品线，将实现 Rackspace 的华丽转型，从 IDC 服务商一跃成为云服务商，成为中国云图中的一个重要的版图。

短期催化剂

长城宽带 11 年上半年实现净利润 0.76 亿，全年预计净利润 1.5 亿以上。一旦实现收购 50% 股权，预计将提升公司 12 年净利润 0.8 亿，增厚 EPS 0.06 元。

特别提示

10 年公司收购长宽股权 50% 股权未果，本次收购仍然存在一定不确定性。

目 录

投资看点	2
与市场预期的不同	2
短期催化剂	2
特别提示	2
公司情况概述	6
公司简介	6
公司变更历史	6
股权结构	6
业务构成分析	8
主营业务	8
电信增值业务稳定发展	8
电信增值业务中间里程-CDN	12
宽带接入——提升鹏博士业绩与竞争能力的一片蓝海	15
安防监控业务	21
网络传媒业务	21
未来拓展空间：Rackspace+Limelight	22
拨“云”见日使 Rackspace 倍受青睐	22
鹏博士 CDN 发展之路与 Limelight 不谋而合	27
协同效应彰显鹏博士全产业链覆盖之雄心	29
云时代的实际收益者	30
公司费用率分析	32
盈利预测与估值	33
预测关键的收入和毛利率	33
风险提示	34

图表目录

图 1:	公司股权结构	7
图 2:	公司股权份额占比	7
图 3:	互联网增值业务约占总收入的 3/4(11 年 H1)	8
图 4:	互联网增值服务毛利率较高	8
图 5:	网上零售用户数呈快速增长之势	9
图 6:	数以亿计的用户每天在网上开展各类应用	9
图 7:	全球 IDC 市场保持 20%以上高增速	9
图 8:	中国 IDC 市场持续繁荣	9
图 9:	IDC 市场基础业务规模稳步上升	10
图 10:	IDC 市场增值业务规模高速增长	10
图 11:	公司现有 6 个 IDC 中心	10
图 12:	酒仙桥机房内景	11
图 13:	酒仙桥机房监控室	11
图 14:	拥塞源于中间里程纷繁复杂网络结构	12
图 15:	CDN 通过将内容复制到离用户最近边缘服务器实现网络加速	13
图 16:	世界 CDN 市场规模预测	14
图 17:	中国 CDN 市场高速增长	14
图 18:	中国 CDN 市场高速增长	15
图 19:	我国宽带用户数增速仍将处于较高水平	15
图 20:	2010 年我国宽带用户增速远高于欧美发达国家	15
图 21:	我国宽带用户渗透率处于较低水平	16
图 22:	电信收入保持较高增速	16
图 23:	我国宽带接入市场竞争格局	17
图 24:	长城宽带遍布全国的 30 个分支机构	17
图 25:	鹏博士光纤集中在城市密集用户, 基建好成本低	18
图 26:	运营商需要承担更多边缘地区的建设成本	18
图 27:	鹏博士期间费用率远低于联通, 管理更加高效	19
图 28:	ISP 服务商数据流量主要为下行, 而 IDC 为上行	20
图 29:	同时兼营 IDC 与 ISP 可达成出口带宽复用	20
图 30:	Rackspace 估值受云计算方案公布从 20 倍 PE 一路提升至 90 倍 PE	22
图 31:	Rackspace 股价相比 09 年 2 月的低点上升了 900%	22
图 32:	云计算通过虚拟化提供服务应用, 催生数据中心演化为服务中心	23
图 33:	全球云计算将进入 70%以上高增速阶段	24
图 34:	典型云计算企业规模迅速增长	24
图 35:	IaaS 增长预测	24
图 36:	SaaS 增长预测	24
图 37:	08-10 年收入增速 20%左右, 并未呈现极高的增速	25
图 38:	Rackspace 传统主机托管业务增速平稳	25
图 39:	Rackspace 云服务同比增速高达 80%	25
图 40:	Rackspace 云服务份额三季已达 2 成	26
图 41:	用户通过各接入商访问“超级节点”网络	27

图 42: Limelight 在热点区域部署超级节点	27
图 43: 依靠遍布全国的数据中心可构成超级 CDN 网络节点(假想效果图)	28
图 44: 构建云时代的互联网络平台	29
图 45: 公司已完成全产业链初步覆盖	29
图 46: 协同效应彰显全产业链布局优势	30
图 47: 云服务运营商将获得更显著的收益	32
表格 1: 鹏博士股权变更历史	6
表格 2: CDN 分类、功能和特点	13
表格 3: 鹏博士有明显的价格优势	18
表格 4: 联通固网用户 ARPU 值对 EPS 的敏感性分析	19
表格 5: Rackspace 云服务产品日程表	25
表格 6: Rackspace 与鹏博士收购	26
表格 7: Akamai 与 Limelight Network 对比	27
表格 8: 收入预测和毛利率	33
表格 9: 相对估值表(11 月 25 日收盘价)	33

公司情况概述

公司简介

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。公司现在主要从事业务为电信增值服务、安防监控、网络传媒业务，拥有独立的研发、生产、采购和销售系统，具有独立完整的业务及自主经营能力。

公司变更历史

公司股权经过多次变更。2002 年前公司原名工益股份，主营冶金制造业。02 年进行资产置换，由鹏博士入主，公司主营业务变更为软件产业和网络通信产业。08 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。

表格 1：鹏博士股权变更历史

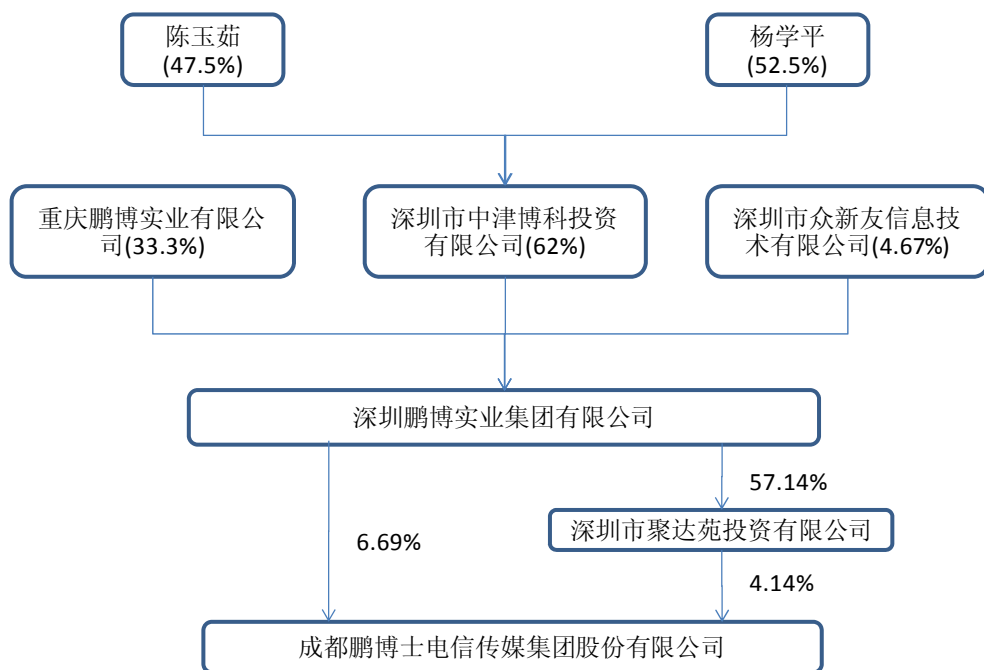
时间	历史事件
1985 年 1 月 4 日	1984 年 11 月由成都无缝钢管厂发起，经成都市冶金工业公司 1985 年 1 月 4 日采取募集方式组建的股份制企业
1990 年 4 月 20 日	成为股份制试点企业
1990 年 4 月 30 日	原公司获批准发行股票
1993 年 2 月 5 日	原公司获批准向社会公开发行股票
1993 年 10 月 23 日	获批准原公司个人股股票可以在证券交易所上市交易
2002 年 8 月 19 日	公司 2002 年第二次临时股东大会决议通过公司名称由“成都工益冶金股份有限公司”变更为“成都鹏博士科技股份有限公司”，股票简称由“工益股份”变更为“鹏博士”
2007 年 5 月 9 日	公司向 7 名特定投资者非公开发行 15000 万股人民币普通股(A 股)，发行价格为人民币 7.8 元/股，募集资金总额 117000 万元，7 名投资者包含公司现第二大股东通灵通通讯、公司现第六大股东华安财产保险及多家投资公司。增发金额用于收购北京电信通、投入平安北京安防及酒店多媒体项目
2008 年 4 月 28 日	2007 年度股东大会决议通过公司名称由“成都鹏博士科技股份有限公司”变更为“成都鹏博士电信传媒集团股份有限公司”，股票简称不变
2010 年 1 月 8 日	公司向 8 名特定投资者非公开发行 18300 万股人民币普通股(A 股)，发行价格为人民币 7.79 元/股，8 名特定投资者包括公司现第七大股东无锡均衡创投，公司第十大股东一声达通信及多家基金公司和创投公司

资料来源：公司公告、公司网站、华泰联合证券研究所

股权结构

鹏博士实际控制人为深圳鹏博实业，截止至 11 年 3 季持有公司股份 6.69%，并通过控股深圳市聚达苑投资有限公司间接持有 4.14%股份，两者合计为 10.83%。

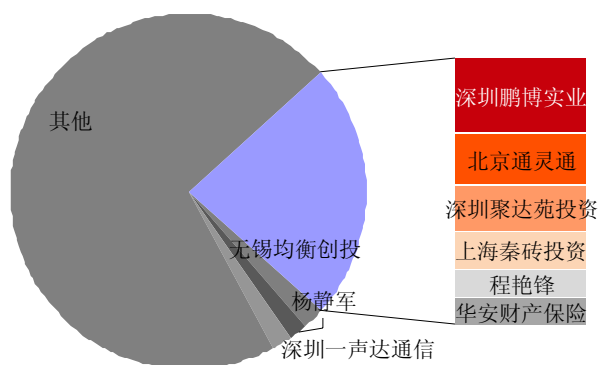
图 1: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

公司还有多家私募股权投资者、华安财产保险和北京通灵通、深圳一声达通信等通信企业股东。其多数通过 07 年和 10 年两次定向增发成为公司主要股东。

图 2: 公司股权份额占比



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

业务构成分析

主营业务

公司主要从事业务为电信增值服务、安防监控、网络传媒业务。

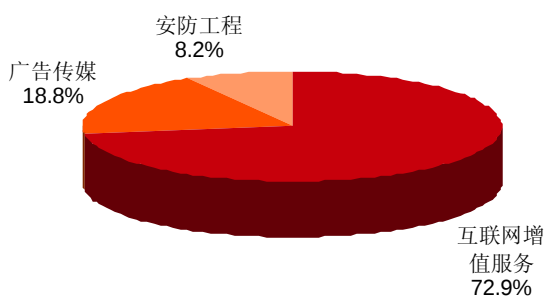
电信增值: 公司电信增值业务包括互联网专线接入、电子政务、互联网数据中心 (IDC)、专网构建及运营以及网络安全监控、城市监控、长话分流等网络增值服务。

安防监控: 公司安防监控业务主要围绕全国范围的平安城市建设项目开展业务, 围绕以自主开发产品和独家代理产品为核心的产品体系的建设、销售和运营服务。

网络传媒: 公司网络传媒业务依靠目前独家代理《成都商报》、成都电视台、《明日·快一周》杂志, 以及《成都晚报》、《成都日报》、《汽车时尚报》、成都电台环球资讯广播、成都全搜索网站等媒体的部分广告业务。

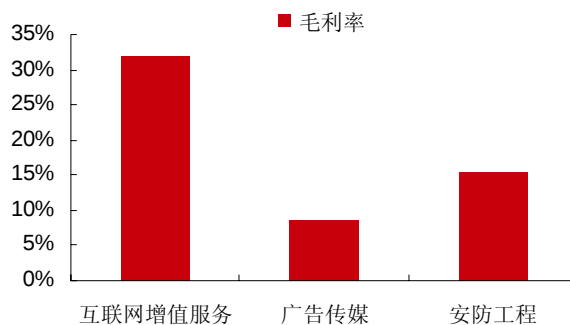
11 年上半年公司实现收入 10.6 亿, 上述三项业务占比约为 7:1:2。其中互联网增值业务毛利率最高, 达到 31.8%, 而广告传媒业务毛利率最低, 为 8.4%。

图 3: 互联网增值业务约占总收入的 3/4(11 年 H1)



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 4: 互联网增值服务毛利率较高



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

电信增值业务稳定发展

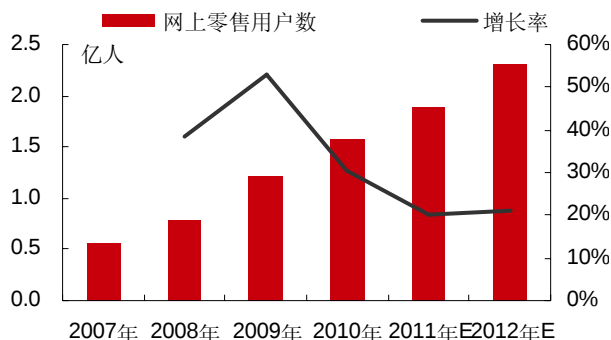
IDC (互联网数据中心) 业务--互联网第一公里

市场简介

IDC 是利用已有的互联网通信线路、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, 承担着互联网第一公里的角色。

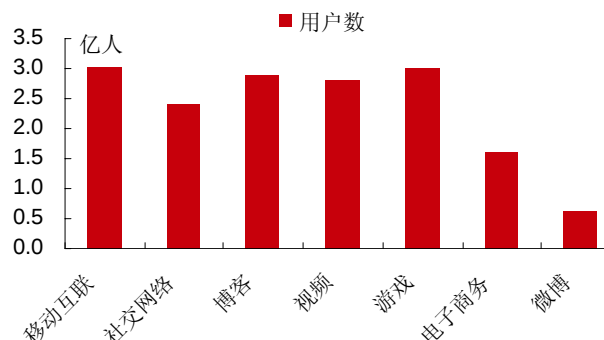
IDC 的需求伴随着互联网应用的不断开展而日益壮大, 成为了众多中小企业乃至大企业开展网络服务的主要途径。中国移动电子商务正呈现高速增长之势, 而社交网络, 博客, 视频, 微博等成为人们日益生活的一部分。

图 5: 网上零售用户数呈快速增长之势



资料来源: 电子商务研究中心, 华泰联合证券研究所

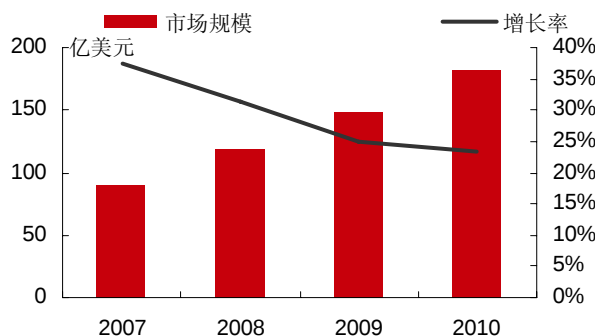
图 6: 数以亿计的用户每天在网上开展各类应用



资料来源: ChinaCache, 华泰联合证券研究所

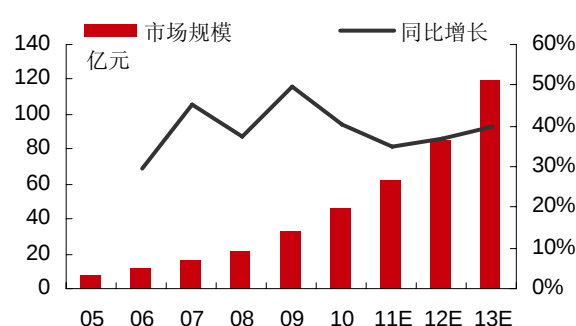
随互联网应用的普及, 世界互联网数据中心显现快速发展之态势。因金融危机, 09 年后的增速稍显放缓, 但是 10 年全球整体市场规模仍达到 183.2 亿美元, 增速为 23.5%, 预计未来几年随着公有云服务的增多和企业兴建私有云计算中心替代大部分常规 IT 需求, 其增速将呈现加速之势, 预计维持在 30% 以上。而中国 IDC 市场之前 5 年复合增长在 34.68%。预计未来, 随着互联网应用尤其是电子商务, 社交, 游戏, 视频的开展, 以及云计算服务和云计算应用对中小企业的渗透, 中国 IDC 市场仍将保持 28% 的复合增速。

图 7: 全球 IDC 市场保持 20% 以上高增速



资料来源: CCID, 华泰联合证券研究所

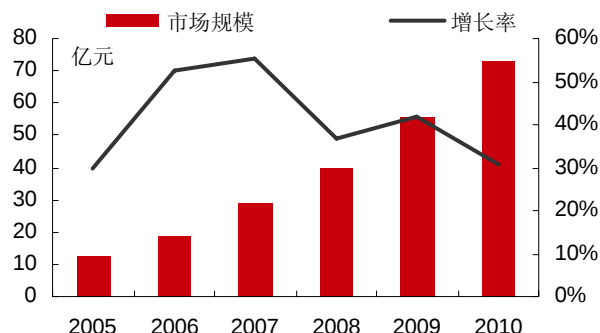
图 8: 中国 IDC 市场持续繁荣



资料来源: CCID, 华泰联合证券研究所

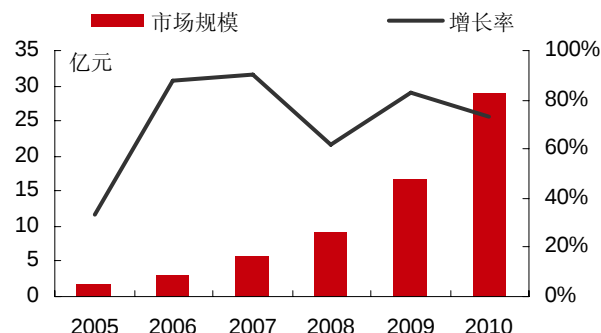
目前全国最活跃, 最体系化的 IDC 公司和运营商主要集中在北京、上海、广东三地。05 年以来网络加速、负载均衡、网络安全方案、虚拟专用网等增值业务收入继续保持增长, 从业务收入角度来看, 中国 IDC 市场基础业务占据 71.5% 的份额, 增值业务达到 28.5% 的比重。其中增值服务在过去五年 CAGR 76.6%, 远高于基础服务 37.9%。我们预计未来 IDC 增值服务市场仍将保持 60% 以上的高增速, IDC 托管、IDC 虚拟云服务、CDN 加速、云存储等服务将成为未来的热点。

图 9: IDC 市场基础业务规模稳步上升



资料来源: CCID, 华泰联合证券研究所

图 10: IDC 市场增值业务规模高速增长



资料来源: CCID, 华泰联合证券研究所

公司 IDC 业务将迎来高速增长

公司在北京现有 6 个 IDC 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。

图 11: 公司现有 6 个 IDC 中心



资料来源: CCID, 华泰联合证券研究所

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。酒仙桥数据中心是五线互联互通 BGP 机房（中国电信、中国联通、中国移动、中国铁通、教育网），为亚洲最大的单体式数据中心，保持 22 年不断电的记录。其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。根据我们调研了解，中国移动已正式签约，成为首批入驻的集团客户。中移动此次租用机柜约占酒仙桥规模的 1/6，达 1000 个左右，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。

按每个机柜 50M 独享 10 万/每年的估计，我们预测今年即可给公司带来 2500 万元-3500 万元的收入。在全部运行后，我们预测，如果满租之后每年将可为公司贡献约 6 亿元左右收入，将使公司数据中心业务在目前基础上实现高速增长。因此，该数据中心将成为公司 2012 年的重要增长点。

图 12： 酒仙桥机房内景



资料来源：公司材料，华泰联合证券研究所

图 13： 酒仙桥机房监控室



资料来源：公司材料，华泰联合证券研究所

市场地位

根据世纪互联 IPO 报告，世纪互联 2010 年收入达到 5.2 亿，而世纪互联 09 年市场占有率约为 11%。鹏博士 09 年电信增值服务收入 9 亿，10 年电信增值服务收入 12 亿，按照 IDC 收入和 ISP 收入占比 1:2 估算，其市场占有率在 7%。

中国 IDC 市场是一个较为分散的市场，除去世纪互联，鹏博士，网宿科技，蓝汛科技之外，市场上还充斥着一些更小的分销商，为运营商 IDC 机房进行分销。

竞争优势

对于 IDC 服务，最重要的因素为机房本身的设施和管理以及外接的线路带宽。

与运营商自建 IDC 相比，鹏博士 IDC 属于中立第三方 IDC 具有十年的管理经验，在北京具有 6 个高规格 IDC 机房，可同时接入多个运营商的骨干网线路。所有用户访问都能够获得一个很好的用户体验。而运营商经营 IDC 一般优先考虑接该运营商自身的线路，仅该运营商自己的 ISP 用户访问速度较快，其他运营商 ISP 用户访问速度可能较低。

而与其他一些经营 IDC 的竞争对手相比，公司 IDC 业务和公司 ISP 业务能够达成一个很好的带宽服用效应。对于 ISP 用户来说，其操作多为网页访问，视频观看，文件下载等。而对于 IDC 用户来说，其经营业务为网络内容服务，电子商务等，其操作多为上传操作。鹏博士可以凭借这两种不同用户的访问特性差异，达成带宽间的复用，有效地降低运营成本。

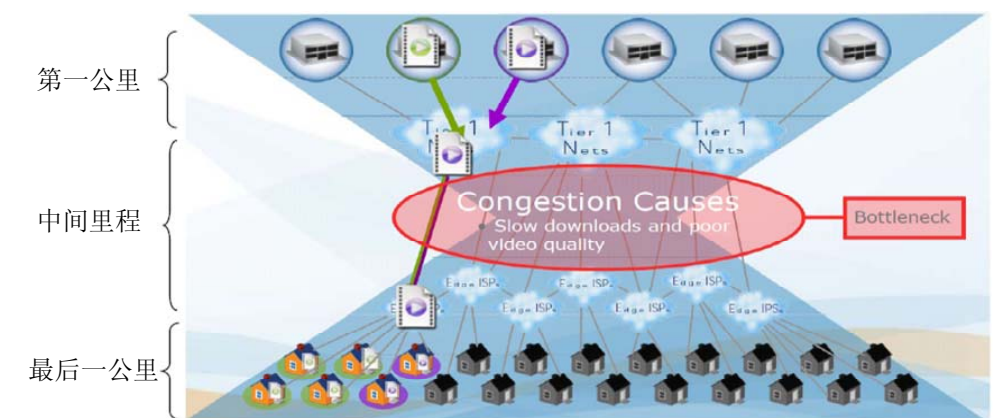
公司未来建成 18 个数据中心后，能够与各地方的 ISP 达成协作效应，进一步降低成本，并凭借与 ISP、CDN 达成的协作效应，预计未来 IDC 业务将维持 25% 的增速，毛利率稳中有升。

电信增值业务中间里程-CDN

CDN—解决互联网网络拥塞、提升用户体验的最终武器

由于互联网整体网络架构的中间里程（MID MILE）的复杂性，当同一份数据被不同终端用户请求访问时，数据需要传输多次——这是导致中间里程网络拥塞的根本原因。随着互联网用户数量的快速增加和用户宽带带宽的增加，这种数据传输中出现的拥塞现象只会日益严重。

图 14： 拥塞源于中间里程纷繁复杂网络结构



资料来源：Akamai，华泰联合证券研究所

CDN 内容加速服务采取了一个巧妙的方法来解决这一问题：通过在网络布置多个边缘服务器作为加速节点，作为一层智能虚拟网络，实时地根据网络流量和各节点的连接、负载状况以及到用户的距离和响应时间等综合信息将用户的请求重新导向离用户最近的服务节点上。用户可就近取得所需内容，解决 Internet 网络拥挤的状况，提高用户访问网站的响应速度。

图 15： CDN 通过将内容复制到离用户最近边缘服务器实现网络加速



资料来源：Akamai，华泰联合证券研究所

通过 CDN 可以对互联网上动态和静态内容分发、流媒体、应用等进行加速，提升用户体验度。

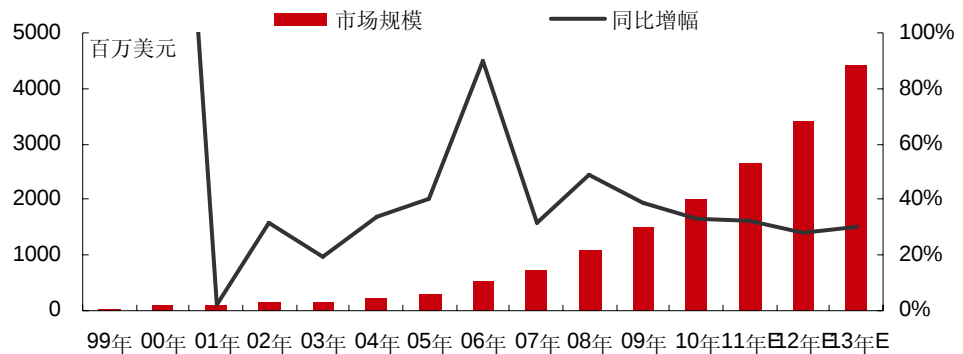
表格 2：CDN 分类、功能和特点

类别		特点	适用客户
内容加速	静态内容加速	将网页内容分发到各个 CDN 请求节点上	含图片较多的门户、新闻发布网站、政府机关网站
	动态内容加速	在每个加速节点通过动态路由优化技术，响应动态内容	以动态内容为主的网站
下载加速		利用分布式 CDN 带宽优势，提供高速下载	软件厂商补丁发布，杀毒软件厂商病毒库，其他重要文件下载
流媒体加速	流媒体直播加速	采用用户节点间共享以及高速流媒体缓存技术	网上新闻直播或电台服务，体育赛事直播重大事件网上路演直播
	流媒体点播加速	采用高速流媒体缓存技术	提供在线音视频点播服务网站，远程教育网站，在线培训网站等
应用加速		专用 SSL 加速设备遍布 CDN 网络各个节点，通过 SSL 应用加速。	电子商务，金融证券，对加密性要求高的网站

资料来源：华泰联合证券研究所

随着移动数据流量的放大、网络应用的扩展以及动态加速等新技术研发，世界范围内的 CDN 市场将实现 30% 以上的增速，预计 13 年全球 CDN 市场总量将超过 45 亿美元。

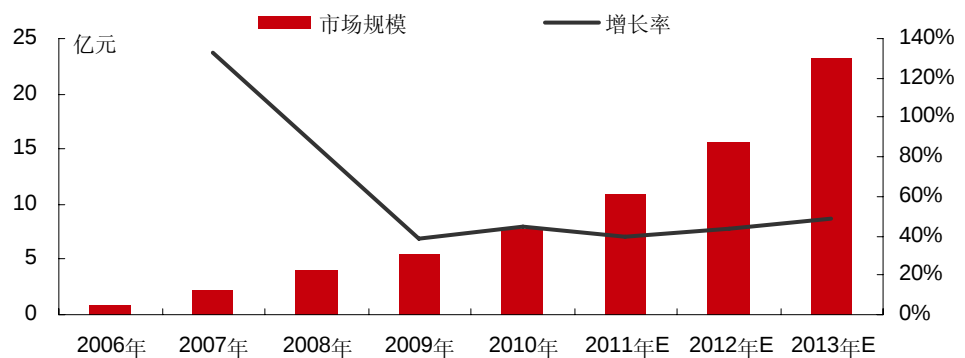
图 16： 世界 CDN 市场规模预测



资料来源：工信部，华泰联合证券研究所

在中国 CDN 仍然是一个新生事物，处于初创阶段。相比世界 CDN 市场的规模，要小得多。但当前市场小也意味着潜力巨大，有很高的成长空间，从 04 年不到 1 亿发展到 11 年超过 10 个亿，4 年时间扩张 10 倍。随着国内客户对于 CDN 模式的接受度提高以及现有 CDN 企业随规模增加成本和技术更具优势，这块市场有望持续高速增长，且增速仍将高于世界 CDN 市场增速。考虑到 08 年后移动智能终端出现爆发式增长，云计算方兴未艾，有理由相信中国 CDN 增速将进一步放大，未来实现 50% 左右的增速。

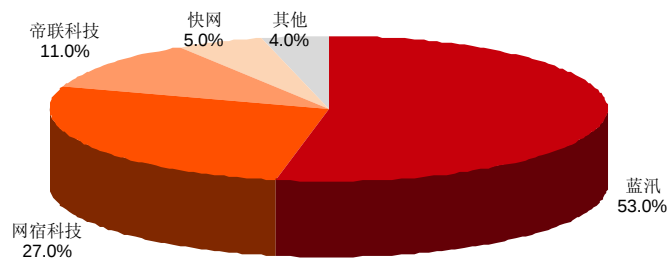
图 17： 中国 CDN 市场高速增长



资料来源：诺达咨询，华泰联合证券研究所

公司 CDN 业务通过子公司北京电信通控股 40% 的帝联科技进行。帝联科技客户数总量已接近在 1500 家，带宽储备超过 450G，CDN 加速节点数超过 250 个，目前在中国市场份额居第三位。根据艾瑞科技统计，公司 09 年市场占有率达 11%。根据我们推算，帝联科技 60% 业务为 CDN，40% 业务收入为 IDC。预计帝联 10 年收入共 1.15 亿，其中 CDN 收入 7000 万左右，传统 IDC 收入为 4500 万。

图 18： 中国 CDN 市场高速增长



资料来源：iResearch，华泰联合证券研究所

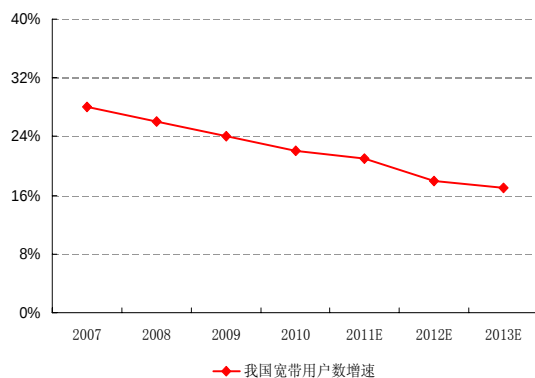
公司现在市场份额相比蓝汛和网宿规模仍然较小，其节点数量和规模仍处于市场第三的位置，但我们仍然认为公司有巨大的成长空间，能成为鹏博士总体布局中一个重要的组成部分，是国内目前现有行业内唯一有可能成为 Limelight 模式的 CDN 服务商。我们估计公司 CDN 收入为 0.7-0.8 亿，预计未来增速 35% 左右。更重要的是我们认为公司随着未来的整合和发展唯一有可能成为 Limelight 式的 CDN 服务商，我们将在后面重点讨论。

宽带接入——提升鹏博士业绩与竞争能力的一片蓝海

我国宽带渗透率较低，行业处于快速增长期

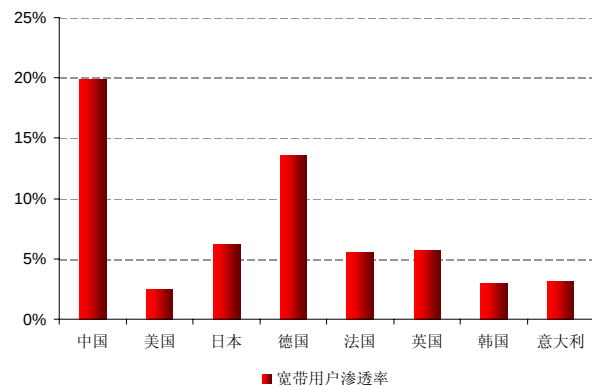
截止 2010 年底，我国宽带用户已达 1.39 亿户，在全球固定宽带市场中排名第一。近年来我国宽带用户数呈现快速发展态势，2010 我国宽带用户数同比增长 19.8%，远高于日美等发达国家，据 Cisco 预测，未来三年我国宽带用户的符合增速仍将高达 17%。

图 19： 我国宽带用户数增速仍将处于较高水平



资料来源：Cisco，华泰联合证券研究所

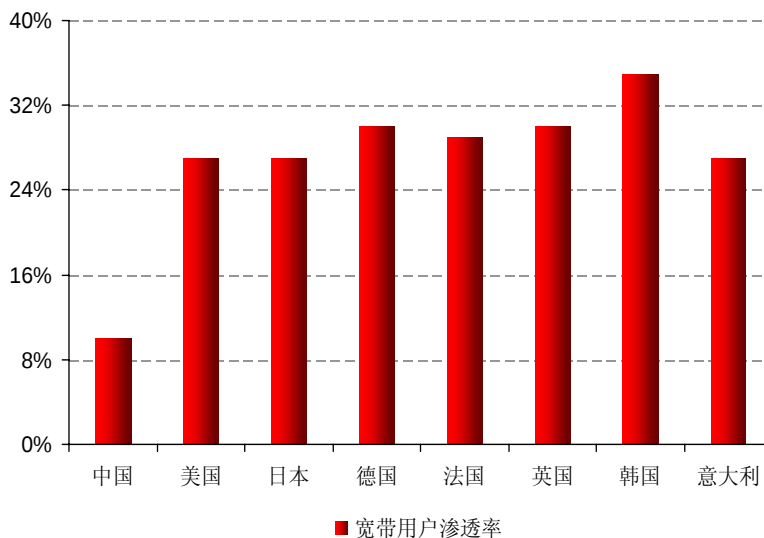
图 20： 2010 年我国宽带用户增速远高于欧美发达国家



资料来源：Cisco，华泰联合证券研究所

但目前我国宽带用户渗透率仅为 10%，而同期欧美发达国家平均水平为 23.6%，未来提升空间巨大。预计十二五发展规划期间，随着我国宽带建设的提速以及物联网、三网融合等战略的带动下，网民规模及渗透率将持续快速提升，居民对互联网接入的需求持续增大。

图 21： 我国宽带用户渗透率处于较低水平



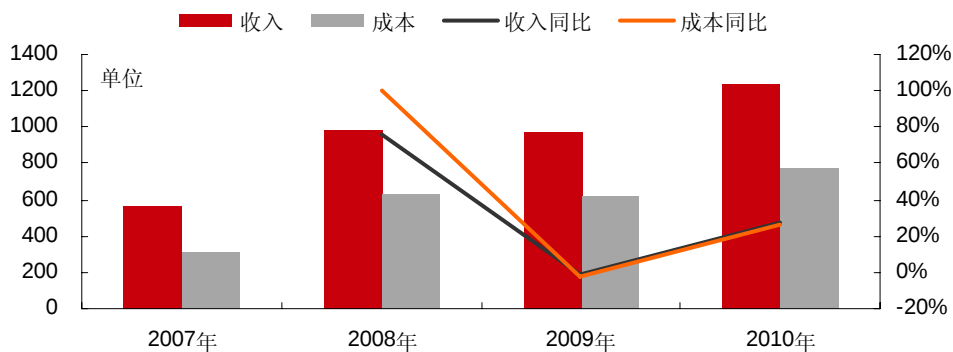
资料来源：Cisco，华泰联合证券研究所

鹏博士——有望成为中国最大的驻地网运营商，成长空间巨大

公司接入网服务主要通过旗下全资子公司电信通运营。自 99 年起，电信通已成功实施了“政府上网”、“企业上网”等工程，为 100 多个国家部委、政府机关、民办团体和 200 多个国有大中型企业集团，以及近万家企业用户和超百万社区个人用户提供全面的网络接入和网络技术服务，服务对象遍及政府、高校、医院、媒体、商业、制造、IT、金融、酒店等行业和领域，这其中包括国务院新闻办公室、新闻出版署、北京市委政府、外交部、人民日报、中国人民广播电台等。

公司电信收入持续增长，2010 年，公司电信服务业务实现营业收入 12.34 亿元，同比增长 26.97%（其中收入的约 2/3 来源于宽带接入、1/3 来源于数据中心）；实现净利润 1.787 亿元，同比增长 13.96%。

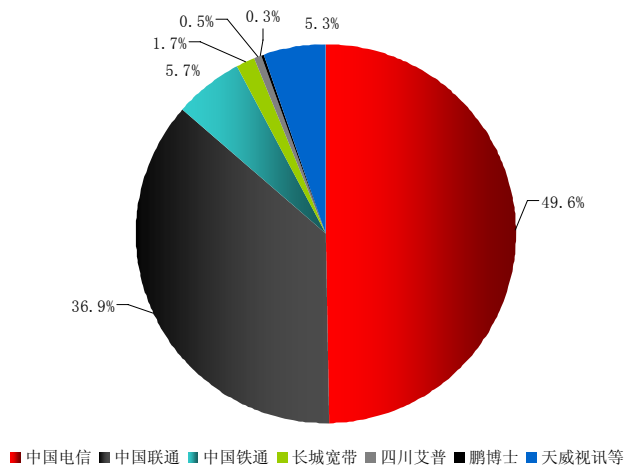
图 22： 电信收入保持较高增速



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

在我国，提供宽带接入的服务商主要包括电信、联通和铁通等基础电信运营商、鹏博士、长城宽带等驻地网运营商（ISP）、有线电视网络运营商。从市场份额来看，截止到 2010 年底，基础电信运营商共计占有 84.8% 的份额，驻地网运营商约占 2.5%，其中鹏博士占有不到 1% 的份额，近期如果竞购长城宽带成功的话，则份额将提升到 2%，大幅提升市场竞争力，有效提升公司业绩。目前长城宽带在包括北京、上海在内的全国 30 个大中城市设有分支机构，并可以为用户提供从接入网到骨干、从天空到地面的端到端解决方案。因此我们认为最重要的意义在于，通过竞购长城宽带可以切入其目标城市的接入市场，便于公司快速的开展相关业务，大幅提高各项业务的协同能力，降低成本。

图 23： 我国宽带接入市场竞争格局



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

图 24： 长城宽带遍布全国的 30 个分支机构



资料来源：公司官网，华泰联合证券研究所

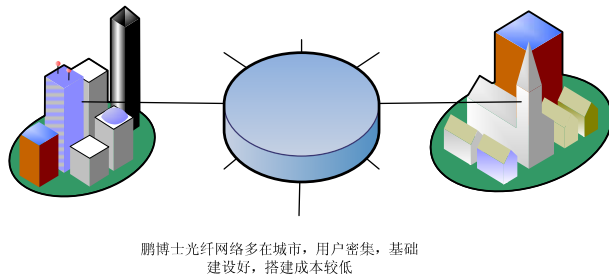
11 月 9 日，发改委开始对中国电信和中国联通在互联网市场涉嫌垄断进行调查，显示了国家欲打破电信行业垄断，鼓励民营资本进入电信领域，大力支持信息及宽带互联网业务发展想法，为公司提供了市场机会；同时，电信行业的重组，三网融合的推进，国家对互联网行业监管的不断加强，又进一步加剧了行业的优胜劣汰。公司在与基础电信运营商和其他驻地网运营商竞争方面均有优势。

成本优势决定低廉服务价格—与运营商相比的优势

与中国电信和中国联通等基础运营商相比，鹏博士有着特有的优势：

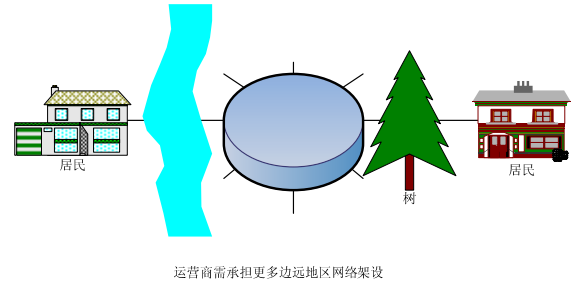
1. **成本优势：** 中国电信、中国联通等基础运营商通常是先投资铺网，后根据用户需求接入收费。它们肩负有提高全国信息化水平的义务，因此除了在北京、上海、深圳等宽带接入需求较高的大中城市铺设宽带外，也同样需要覆盖中西部，远郊、山区等宽带接入需求相对较低的欠发达地区。而这无疑拉高了基础运营商的整体成本。目前宽带接入渗透率最高的上海，其实装率也不到 20%，其他地区更低。相比于基础运营商，鹏博士等驻地网运营商则相对灵活，它们可以选择实装率高的大中城市，我们看到，鹏博士的网络集中在北京、上海、深圳、武汉、沈阳等大中城市。这样可以带来两点好处：首先，减少不必要的投资可以保证驻地网运营商的成本维持在一个较低的水平，因此在价格竞争方面，驻地网运营商往往具有优势；其次，实装率高的城市往往 ARPU 值也较高，收益也会更高。

图 25： 鹏博士光纤集中在城市密集用户，基建好成本低



资料来源：华泰联合证券研究所

图 26： 运营商需要承担更多边缘地区的建设成本



资料来源：华泰联合证券研究所

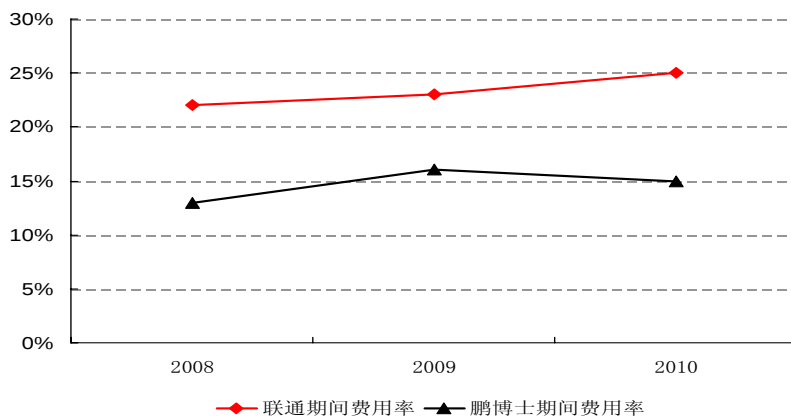
表格 3： 鹏博士有明显的价格优势

服务商	带宽	开户费	包月	包年	端口费
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	

资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

- 2、**管理有效、灵活**：与身为大国企的电信联通相比，驻地网运营商更加扁平高效，运营机制也更加灵活，激励机制、成本、服务等更有优势。因此我们能常常看到在众多小区的驻地网运营商的各种广告，甚至有时小区门前也会出现驻地网运营商的摊位。因此从费用率的角度看，鹏博士的期间费用率在 10 年为 15%，比中国联通低了近 10%。 因此我们认为民营运营商在管理效率上更有优势。

图 27： 鹏博士期间费用率远低于联通，管理更加高效



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

市场可能担心：

- 1、 驻地网运营商需要通过租用基础运营商的骨干网来开通宽带接入业务，如果基础运营商提价，势必会造成驻地网运营商的接入成本升高，到时候该如何应对？
- 2、 如果基础运营商采用激进的价格竞争策略，价格已经很低的驻地网运营商是否还可以一降再降？

首先，我们认为**接入成本不会升高，互联互通问题将得到改善**。11月9日发改委对电信和联通涉嫌垄断调查事件的缘由在于认为其存在价格歧视。反垄断局怀疑电信联通存在差别定价，即已高于其他客户的价格向其他宽带接入厂商进行网间结算，以此抬高竞争对手的宽带接入成本，存在价格歧视。因此，如果调查属实，我们认为未来影响的极有可能是电信和联通的网间结算收入，即电信联通统一网间结算价格。而鹏博士等驻地网运营商是属于被歧视，即被高收费的那一部分。因此我们认为迫于“垄断头衔”压力，电信联通充其量只会将所有客户接入成本调成和鹏博士一样高，所以鹏博士的接入成本至少不会升高。

其次，我们认为，**基础运营商不会采用激进的价格竞争策略**。理由在于，一方面，不断的价格战最终会让各运营商陷入入不敷出的“死循环”，因此我们看到，电信联通近期都在通过升级带宽、维持资费的方式来保持竞争优势；另一方面，更重要的是，我们通过对联通业绩的敏感性测试发现，固网用户的 ARPU 值对联通 EPS 的影响还是比较大的，这说明短期内虽然通过降价可以打击对手，带来用户数的增加，但带来的边际效用是负的，毫无吸引力，更重要的是驻地网运营商百万级的用户数量，相比于电信运营商上亿的宽带用户而言，微不足道。

表格 4：联通固网用户 ARPU 值对 EPS 的敏感性分析

EPS	联通固网用户 ARPU 值变化				
	-10%	-5%	0%	+5%	+10%
2011	0.08	0.09	0.11	0.12	0.14
2012	0.22	0.24	0.26	0.28	0.29
2013	0.46	0.47	0.48	0.49	0.50

资料来源：华泰联合证券研究所

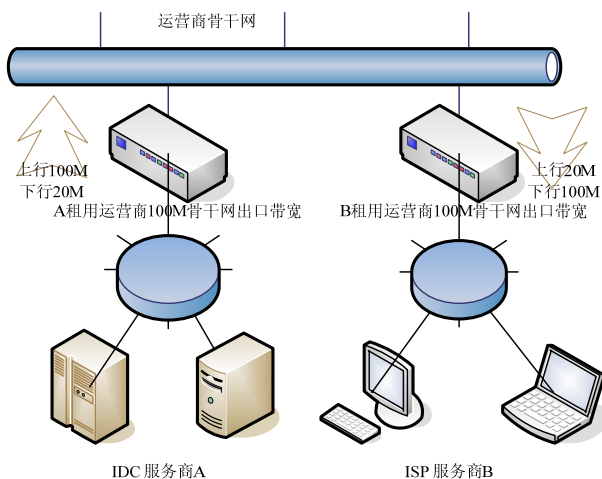
IDC 与 ISP 协同效应带来带宽复用优势—与其他驻地网运营商相比的优势

与其他驻地网运营商相比，鹏博士优势更加明显：

1) 2010 年鹏博士的宽带接入业务已经遍布上海、北京、广州、安徽等九省市，如果此次竞购长城宽带成功，公司将成为国内最大的驻地网运营商。

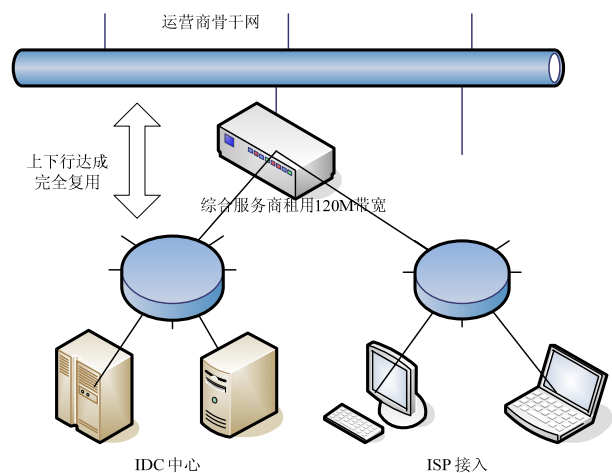
2) 公司宽带接入业务将和 IDC 业务产生较好的协同效应，有效降低成本。如图 28 显示，传统 ISP 的用户在使用网络时主要使用的是下行带宽（比如浏览网页、视频，下载文件等），而对于上行带宽（上传文件等）使用较少，因此容易造成带宽的浪费。如下图所示，单一 ISP 服务商 B 租用了基础网络运营商 100M 出口带宽，用户下行带宽需求为 100M，实际上行带宽需求仅为 20M（基础网络运营商运用 IDC 进行内容分发，带宽方向逆向），那么上行带宽有 80M 的带宽没有充分利用，极大的造成了带宽的浪费。而对集 IDC 和宽带接入业务为一体的鹏博士来说，可以通过自身的 IDC 数据中心进行内容分发，然后直接响应其用户的下行需求，上下行达到完全复用，如右图所示，其租用的 120M 出口带宽可以达到全效运用，大大提高了使用效率，降低了运营成本。

图 28： ISP 服务商数据流量主要为下行，而 IDC 为上行



资料来源：DCCI，华泰联合证券研究所

图 29： 同时兼营 IDC 与 ISP 可达成出口带宽复用



资料来源：DCCI，华泰联合证券研究所

总结：

综合上文分析，鹏博士未来在宽带接入业务将具有成本，管理，带宽复用等优势。我们估计 11 年母公司宽带接入业务收入约为 8 亿元，若考虑收购长城宽带的预期，其 12 年宽带接入规模未来将突破 30 亿，成为中国最大的民营宽带运营商。我们认为鹏博士和长宽都已经完成了在国内大中城市的基础设施建设，未来将以提高实装率为目标，因此资本开支不会大规模上升，将进入收获期。

安防监控业务

公司安防监控业务主要围绕全国范围的平安城市建设项目开展业务，围绕以自主开发产品和独家代理产品为核心的产品体系的建设、销售和运营服务。公司重点建设了“平安北京”城市安防监控网络系统项目，即配合北京市公安部门，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。目前，公司充分利用积累的技术和运营经验，作为城市安防体系框架的搭建者，继续发展其他城市的安防监控业务和专项安全防护监控项目和业务。对于该业务 10 年收入 1.17 亿，我们预计随着平安城市建设项目的逐渐开展，未来收入保持 10% 增长，毛利率维持稳定。

网络传媒业务

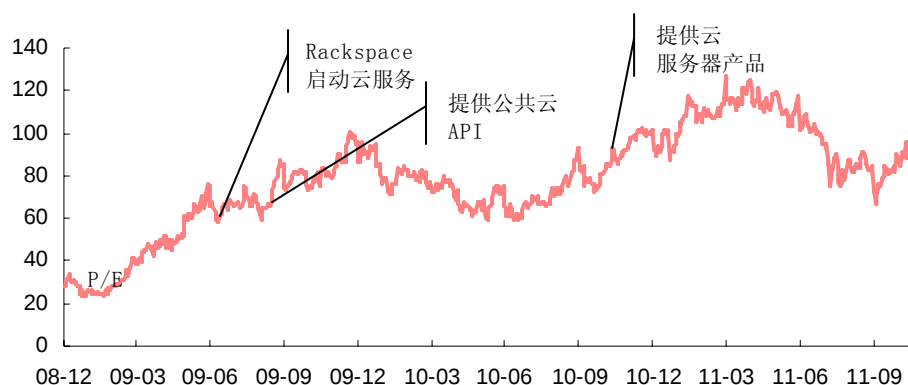
公司目前独家代理《成都商报》、成都电视台、《明日·快一周》杂志，以及《成都晚报》、《成都日报》、《汽车时尚报》、成都电台环球资讯广播、成都全搜索网站等媒体的部分广告业务。未来，公司将依托独有的光纤网络资源，与公司现有的网络资源、数据图像及视频分发技术和业务相整合，进行网络媒体服务和内容传输业务，为用户提供视频业务服务，快速促进公司电信增值服务业务的拓展和客户资源的扩大。过去几年该业务增速较快从 08 年 5000 万到 10 年接近 4 个亿。预计该项业务未来将保持平稳，增速为稳定 10%。

未来拓展空间：Rackspace+Limelight

拨“云”见日使 Rackspace 倍受青睐

是什么样的公司美国市场能够给其 90 倍 PE？

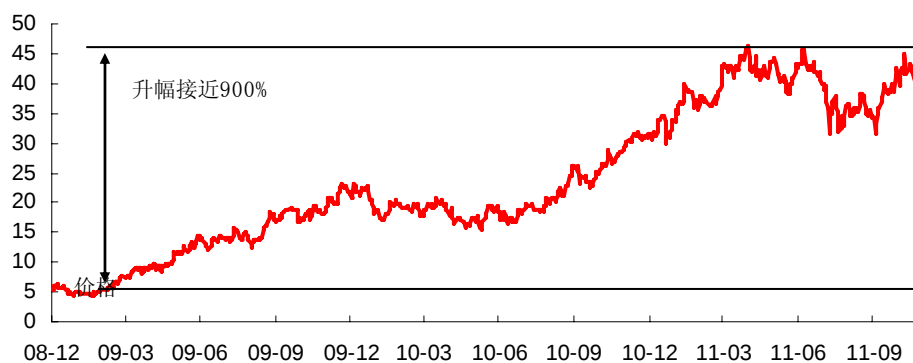
图 30： Rackspace 估值受云计算方案公布从 20 倍 PE 一路提升至 90 倍 PE



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

又是什么样的公司使持有者在 1 年半内达成了 900% 收益率？

图 31： Rackspace 股价相比 09 年 2 月的低点上升了 900%



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

这就是 Rackspace 公司，一家在 1998 年成立，曾经的主业也是做 IDC 的公司。一家现在拥有 66000 台服务器，为 13 万客户服务，管理着 210 万邮件账户，维护着 41.7 万云主机域，年收入达到 7.8 亿美金的公司。

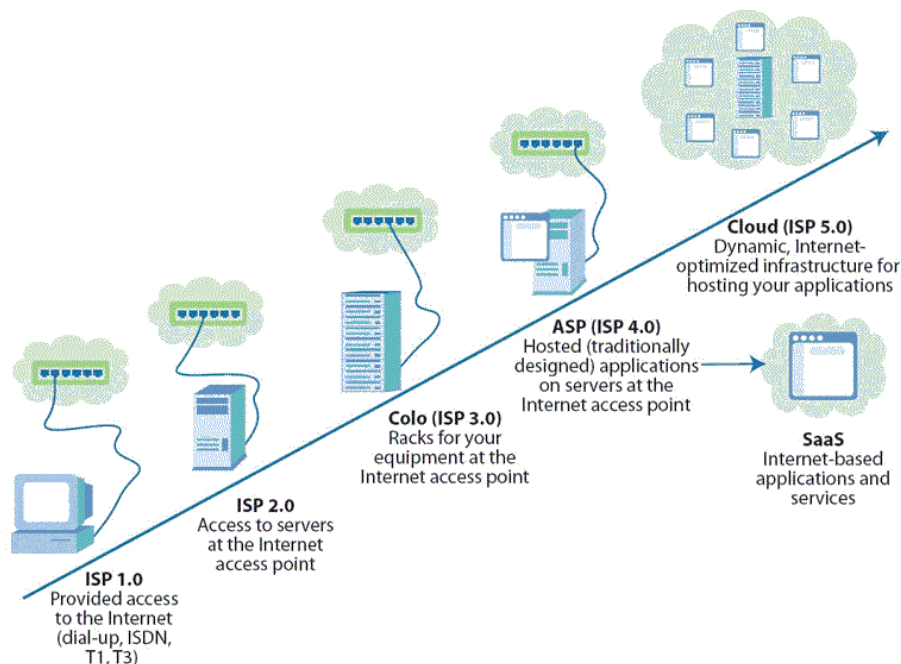
为何市场能够给这家公司 90 倍 PE 呢？为什么在一年半时间，涨了 900%。这就要从公司现在所处的大环境，云计算说起。

云计算市场高速增长、市场潜力巨大

云计算的提出使得软件服务像其他服务产品一样，也可以购买和租赁。我们早已告别了煤油灯，用起了电厂发的电；告别了挖井取水的日子，进入了有自来水的时代。未来，我们也必然会告别本地的计算能力，用起在云端的计算服务。未来会有越来越多的应用将不在需求发生地运行，转而由远程的云计算服务中心提供。

云计算最核心的驱动力就是利用其规模优势、专业优势为所有的企业提供低成本和专业的 IT 服务。在经济不景气的当下，云计算的发展意义更为重大。

图 32： 云计算通过虚拟化提供服务应用，催生数据中心演化为服务中心



资料来源：Forrester Research, 华泰联合证券研究所

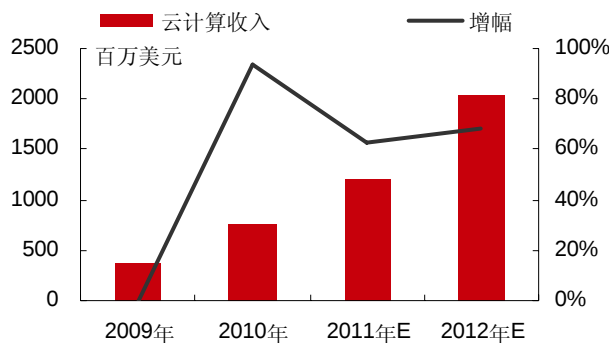
而云计算和 IaaS, PaaS, SaaS 等服务模式逐渐成为主流的模式后，企业开展互联网业务和电子商务的门槛将大为降低。传统制造业企业等 IT 技术储备不足的企业和中小规模等资源受制约的企业也能通过租用云计算方式开展电子商务业务。这将给电子商务市场带来持续的繁荣。

未来云计算的商机将呈现以下几点：

- 大企业核心业务将建立在私有云之上，并通过租用云服务商的 manage hosting 进行托管
- 大企业的非核心业务将直接租用公有云的 PaaS 和 SaaS 服务
- 更多的中小企业直接租用 PaaS 服务，免除 IT 维护的高昂成本，并通过 IaaS 和 SaaS 开展自己的业务

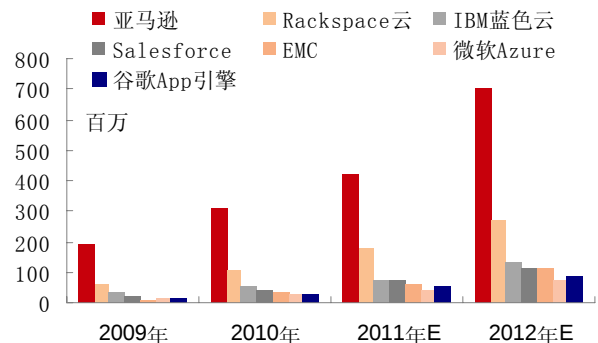
企业外包也从原有的应用程序开发外包，系统维护外包的人月模式进入整体基础设施外包和服务外包的租用服务模式，复用性更强，大为减低企业传统 IT 维护成本。

图 33: 全球云计算将进入 70%以上高增速阶段



资料来源: Tier One Research, 华泰联合证券研究所

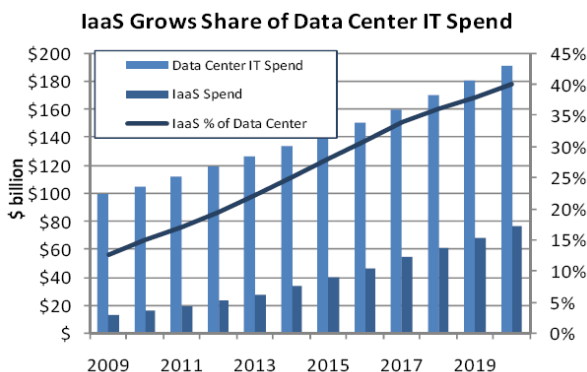
图 34: 典型云计算企业规模迅速增长



资料来源: Tier One Research, 华泰联合证券研究所

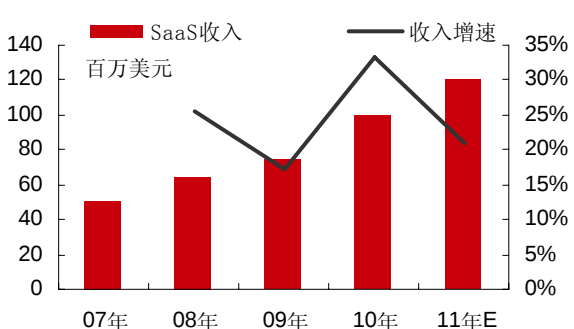
面临这一趋势, IaaS 和 SaaS 云服务的市场也将高速增长。根据 IDC 和 Gartner 的测算 IaaS 将保持 30% 以上的幅度, 至 2019 年, 将形成 1900 亿美元的市场。而 SaaS 服务近年来也保持着 25% 左右的增速。未来随着更多的 SaaS 应用的开发完善, 这一市场将持续繁荣。

图 35: IaaS 增长预测



资料来源: IDC、Gartner、德意志银行、华泰联合证券研究所

图 36: SaaS 增长预测



资料来源: IDC、Gartner、华泰联合证券研究所

Rackspace 适时的切入了云服务市场, 实现云服务商华丽转型

公司 09 年 6 月开始运营 RackSpace 云。RackSpace Cloud 由三部分合并而来: 2005 年成立的 Mosso CloudSites, 2008 年收购的 SliceHost 和 Jungle Disk。CloudSites 自 2005 年成立发展到 2008 年, 呈现出快速的发展趋势。但 CloudSites 仅仅是网站托管型的服务。而当 Rackspace 将其整合成为 RackSpace 云之后, 才真正开始云服务商的历程。在 09 年 7 月 Rackspace 开放其云 API 的标准, 使得更多的开发者能够方便的使用各种语言进行开发。在 2010 年 12 月, 公司发布云服务器托管服务, 使得公司云产品除了进行公有云服务外, 还能开展为更多大型企业所接受的私有云托管服务, 进一步丰富其产品线。

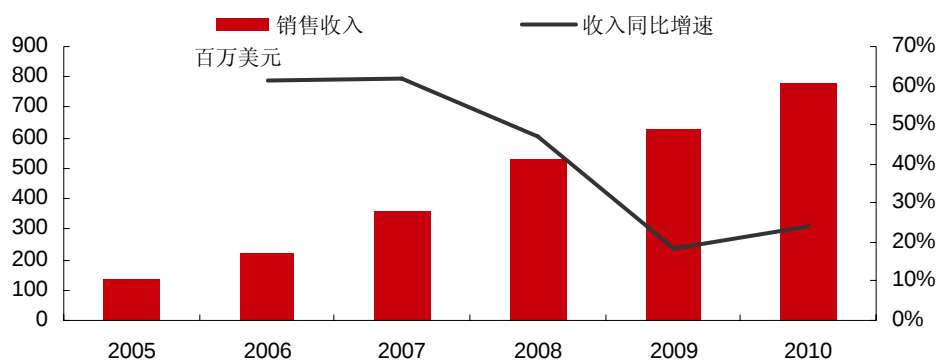
表格 5: Rackspace 云服务产品日程表

时间	历史事件
2009 年 6 月 17 日	Rackspace 开始运营 Rackspace 云
2009 年 7 月 14 日	Rackspace 发布 Rackspace 公共云 API
2010 年 12 月 14 日	Rackspace 发布云服务器托管服务

资料来源: wikipedia、华泰联合证券研究所

Rackspace 进入 08 年以来,收入开始放缓,显示传统的 IDC 主机托管业务受金融危机影响开始增速放缓,但市场对其上市后热情依旧。

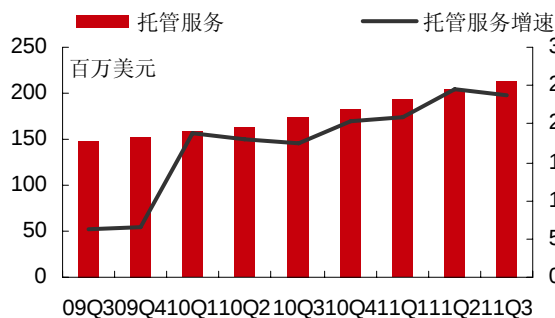
图 37: 08-10 年收入增速 20%左右,并未呈现极高的增速



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

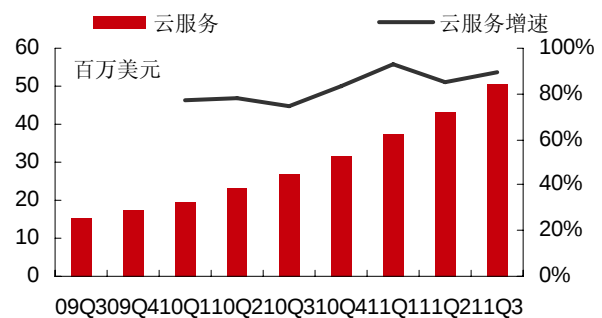
对 Rackspace 收入进行细分,其主机托管业务维持季 25%的平稳增速,因其占比较大,整体收入增速与其相近.而 Rackspace 云服务增速则呈现爆发增长之势,短短两年从每季 1 千万美金上升到 11 年 3 季的单季接近 5000 万美金,同比增速长期保持在 80%,可以说因其市场前景广阔,即使 10 年云计算份额不足 15%,资本市场仅因为其云计算业务达到 80%增速,以及未来超过 2000 亿的云计算市场规模,市场给予云计算龙头公司超过 80 倍 PE。

图 38: Rackspace 传统主机托管业务增速平稳



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

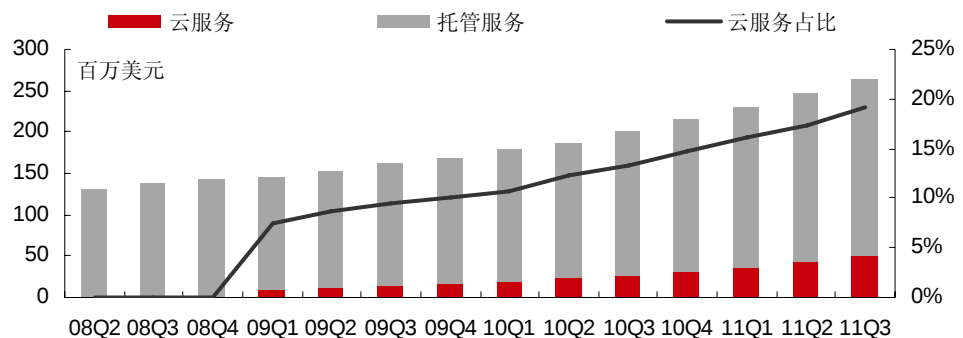
图 39: Rackspace 云服务同比增速高达 80%



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

Rackspace 的云服务日益成为公司的拳头产品,比重逐渐提升,至 11 年 3 季度接近 2 成。云服务大势所趋,预计在不远的将来云服务将超过传统主机托管服务,成为数据中心服务的主流应用。而 Rackspace 也摆脱了过去数据中心提供者的影子,实现了云服务商的华丽转型。市场预先捕捉到这一趋势,即使其整体增速仅为 25%,80 倍 PE 仍可谓合情合理!

图 40: Rackspace 云服务份额三季已达 2 成



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

鹏博士正在迈向这一转变的道路上

鹏博士已经有 6 个 IDC 机房,具有成为云服务商的硬条件。同时,最近其收购动作频出。先后获得 49%树蛙公司股权和希望科技公司股权,为公司积累了云存储,云分发和云杀毒技术。反观 Rackspace,也是依靠先后 Mosso Inc、Webmail.us、Slicehost,公司,快速实现已有硬件资源+外部技术积累,一举跨入云服务商行列。

我们认为 Rackspace 是鹏博士从 IDC 向云计算服务提供商转变的一盏明灯,同时,依托其规模庞大的数据中心,云计算技术储备,以及未来规划中的骨干网资源鹏博士最有可能成为中国领先的云服务提供商。从长期看,云服务也将成为其重要的收入增长点。

表格 6: Rackspace 与鹏博士收购

Rackspace 收购公司	Rackspace 获得技术	鹏博士收购	鹏博士获得技术
06 年 10 月收购 Mosso	获得 Rackspace 云的原型技术	11 年 9 月收购树蛙公司	获得云存储云分发技术
07 年 10 月收购 Webmail.us	获得邮件托管云技术	11 年 9 月收购希望电脑技术	获得云杀毒运营技术
08 年 10 月收购 Slicehost	获得虚拟服务器技术		

资料来源: Wikipedia、公司公告、华泰联合证券研究所

鹏博士 CDN 发展之路与 Limelight 不谋而合

构建 CDN 网络有两种方式:

- 传统的 Akamai 式, 利用现有网络的“软实现”
- 独有的 Limelight 式, 自建专有网络的“硬实现”

传统 CDN 提供商的典型是 Akamai 式, 其采用多个 CDN 小节点, 深入各个运营商内部网络, 其节点更为靠近终端用户。这些边缘节点向各家运营商进行租用, 其模式决定运营商自身无法建成 Akamai 式的 CDN。而且租用各个运营商的节点面临着运营商之间网络状况复杂多变, 节点需要动态维护的信息量大, 更新频繁, 分发成本较高。

与其他厂商的 CDN 方案相比, Limelight 可谓独辟蹊径。LimeLight 通过在全球最重要的城市建立“超级节点”, 且所有“超级节点”间采用自有光纤直连, 实现全球多运营商网络的互联互通; 如同在全世界建立了一个自有的、具有互联互通的“BGP”网络。

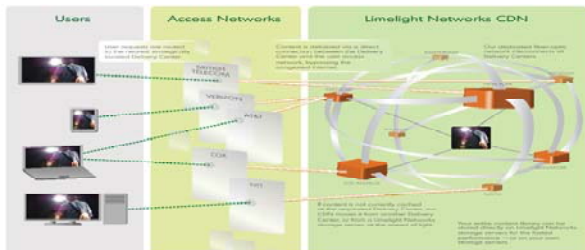
表格 7: Akamai 与 Limelight Network 对比

对比大类	对比项	Akamai	Limelight Network
基础设施	节点数目	号称 5000 多个	22 个
	布点级别	二三级节点	超核心节点
	覆盖策略	小节点分布覆盖	大节点集中覆盖
	节点使用属性	租用	自建
	边缘节点与源站的距离	较远	较近
	边缘节点与用户的距离	较近	较远
数据分发	小文件分发能力	可实现, 但受限于各节点之间网络	可实现
	大文件分发能力	可基本实现, 但全网分发时间较长	可实现, 分发时间较快
	分发成本	较高	低
数据存储	海量数据存储能力	可实现, 但受限于存储成本, 具有海量存储的节点不多	可实现
	WEB 数据存储能力	可实现	可实现

资料来源: Akamai, Limelight Network, 华泰联合证券研究所

通过“超级节点”网络结构的使用, LimeLight 能够更好地满足和支持富媒体全球分布式分发, 特别适合于为大资料库、大文件、海量观众提供无可比拟的高效率分发服务。这种类型的 CDN 网络, 被称为“创新的下一代 CDN 网络”。

图 41: 用户通过各接入商访问“超级节点”网络



资料来源: Limelight network, 华泰联合证券研究所

图 42: Limelight 在热点区域部署超级节点



资料来源: Limelight network, 华泰联合证券研究所

鹏博士构建 Limelight 式的分发网络具有两个独有优势

- 其自身在多个城市具有大量驻地网用户，在各个驻地网上构建超级节点具有很强的分发效率。
- 公司计划在全国设立 18 个高规格的自有数据中心，这些数据中心有条件成为 18 个超级节点，为各地驻地网用户进行分发。

一旦公司建立起属于自身的骨干网网络，配合各个区域数据中心，能形成一个属于中国 Limelight 式高速分发网络。这个高速的 limelight 式的 CDN 建成之后，不仅能为互联网企业提供高速稳定的互联网增值服务，更重要的是将极大促进鹏博士自身 ISP 业务的发展。长期以来，用户对于鹏博士和长城宽带等驻地网供应商的价格虽然认可度高，但对其网速有所诟病。其根本原因在于：

- 大量的第一公里(IDC)资源在骨干网服务商手中。
- IDC 到驻地网用户的中间里程(骨干网)在骨干网运营商手中。
- 最后一公里(驻地网)虽然带宽高，但其与骨干网之间的出口掌握在运营商手中，一旦其出口服务受到限制，整个网络体验度将会急剧下降。

而 CDN 形成后，驻地网用户可以利用超级中心缓存机制和超级中心间的高速光纤网络的分发机制，获得良好的访问体验。这样就一举扭转了驻地网服务商的不利地位。鹏博士最后一公里光纤多聚集在人口密集，人均价值高的一二线沿海城市中，其成本优势更能够得到体现。

图 43： 依靠遍布全国的数据中心可构成超级 CDN 网络节点(假想效果图)



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

协同效应彰显鹏博士全产业链覆盖之雄心

云时代的网络服务产业链分为基础，支撑加速层和增值服务。

基础层

网络的基础层仍然由三部分组成。

- 第一公里：提供给网络内容服务商的 IDC，组成了网络的第一公里，现在 IDC 一般都建在现代化的数据中心中。鹏博士待完善的 18 个 IDC 中心将是公司在这里领域的最大竞争力。
- 中间里程：由遍布中国的骨干网络组成。目前中间里程绝大多数资源仍在掌握在北联通南电信手中。除此之外，其它服务商也有一些骨干网资源，例如中信网络的奔腾 1 号骨干网等。预计公司下一步动作将完善在这一领域的资源积累。
- 最后一公里：电信，联通等运营商和各个驻地网服务商构成了最后一公里的竞争者行列。鹏博士的驻地网主要在北京地区开展，并且正在进入其它大中城市。如果能够实现年初收购长城宽带的计划，将为公司扩充驻地网服务范围、提升规模效应打下扎实的基础。

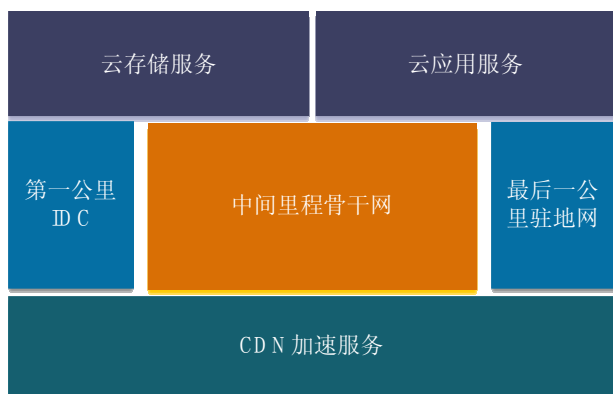
支撑加速层

网络的支撑加速层主要由 CDN 构成。在云计算时代，更多的计算需求被迁移至云中心端完成，网络传输的速度和相应的迅捷度将成为云服务至关重要的一个环节，直接影响客户体验度，因此 CDN 所承担的作用将越来越被重视。公司具有构建 Limelight 式 CDN 服务网络的先天条件，一旦建成高效 CDN 服务，将成为公司云战略的重要支撑。

增值服务层

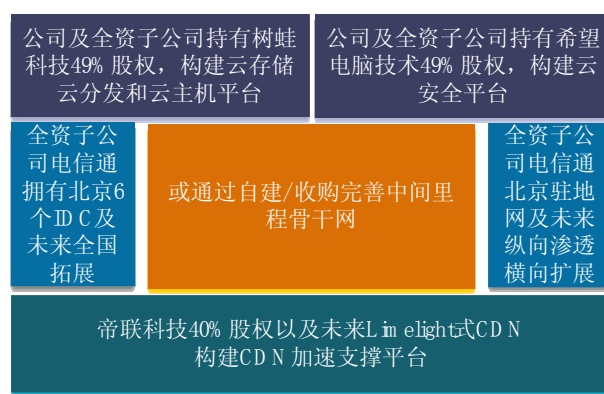
云增值服务层由云存储服务和各类运营用服务组成，包括云邮件，云杀毒，云 CRM 等应用。公司近来的动作彰显公司在这以领域开拓的决心，其收购树蛙公司 49% 的股权和希望电脑技术 49% 的股权，将为公司云存储，云分发及云杀毒领域构建深厚的技术积累和准备，一旦公司将其整合进其产品线，公司将成为覆盖上下游产业链的综合服务商。

图 44： 构建云时代的互联网络平台



资料来源：华泰联合证券研究所

图 45： 公司已完成全产业链初步覆盖



资料来源：公司网站、公司公告、华泰联合证券研究所

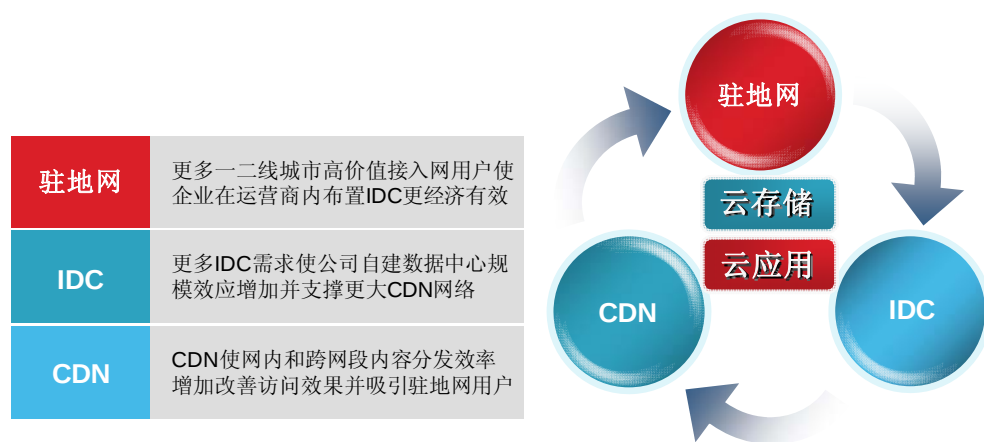
整合突显协同效应

公司一旦构建完成全产业链布局，将会有巨大的协同效应：

- 鹏博士具有一二线大中城市的驻地网用户，这些用户收入高，购买力强，对于网络等新兴媒体和商务的接受度高，这些终端用户会吸引网络服务商和电子商务企业在鹏博士网络中部署和租用 IDC 服务。
- 鹏博士的 IDC 一旦需求量服务，公司就有更大动力新建和扩建更多的 IDC 机房，这对于公司的 Limelight 式 CDN 服务的成本进行摊薄，并增加其 CDN 服务的输送服务能力。
- 鹏博士构建的 CDN 网络既能够对 IDC 客户进行加速服务，也能够增加其驻地网用户的传输速度。对来源与其它运营商如电信，联通的数据，也可以通过其覆盖全国的骨干网，直接在 IDC 数据来源地点进入其自有骨干网络，并实现网内缓存，再传输至驻地网用户端。这将进一步改善驻地网用户的服务体验，在保持较低成本的情况下，用更高的宽带接入服务品质吸引驻地网用户。

从以上分析可以看出，其全产业链布局能够最大化发挥第一公里，中间里程，最后一公里协同效应。而公司未来通过建设云存储(在线云存储)，云应用(在线云杀毒)和云内容服务(在线云视频播放)，成为一个云计算能力和电信传输能力汇集的综合服务商。

图 46： 协同效应彰显全产业链布局优势



资料来源：华泰联合证券研究所

云时代的实际收益者

云时代 IT 服务商大致分为以下几类

建设商

总体上来看基础建设商需求并不会出现显著性的提升，但对于掌握云计算先机的基础建设商来说，结构性机遇依然存在。

硬件建设商

硬件建设商包括 IBM, HP, Dell, EMC 等传统 IT 设备制造商以及 Cisco, 华为, 中兴等网络设备制造商。云计算的兴起对于硬件设备需求有一定提升，同时硬件需按照云计

算标准有所升级和完善。云计算时代对于此类硬件有持续的需求，但这只是企业信息化的另一种形式，并不会给硬件厂商带来大规模的需求变化。从长远来看，云计算可伸缩弹性会增加新老设备复用程度，以达成成本节省的目的，总体需求或有一定程度的下降。

软件建设商

软件建设商主要包括 EMC, IBM, HP, 微软, Oracle, EMC 等 IT 服务商所提供的云计算操作系统基础云平台软件，云数据库软件及 Oracle, SAP 等提供的云应用软件。在云时代下，这些软件能够转为实现虚拟化，并行化，网络化计算和服务。对满足新特性的软件需求会有一定程度的上升，但是对于原有的单机版软件需求将会呈现一定程度的下降，此外，从长远来看，未来软件更多的或以服务形式体现，所以总体需求或有一定程度的下降。

解决方案提供商和建设商

云计算时代的平台焦点转移到了数据中心的建设之上。未来大量的数据中心或纷纷上马，大量共有云和私有云将得以建成。这对于云计算平台的集成性需求也将有一定程度的提升。这对于云服务解决方案提供商来说会呈现一个大的机遇。但这种机遇也是以原有的系统的 IT 系统建设更替为代价的，总体上来看，单个需求的规模会增加，但是总体数量或有一定程度的建设，从长来来看，整体需求也将呈现一定程度的下降趋势。

服务商

云计算时代的特色是计算能力也将像传统的网络服务输送一样，可以以租用的方式体现。新时代的云计算服务商将会是那些借助网络服务商输送计算能力的供应商。这将改变 IT 服务业长远的运营模式。

SaaS 服务商

云计算应用的高端形式，通过提供成型的应用租赁的服务商。目前主要以云存储，云邮件，云 CRM，云杀毒等应用的供应商为主。租赁模式将为这些服务商提供长久的盈利模式，此外由于客户信息存储的依赖性且存在一定的迁移成本，客户粘性将大为增加。

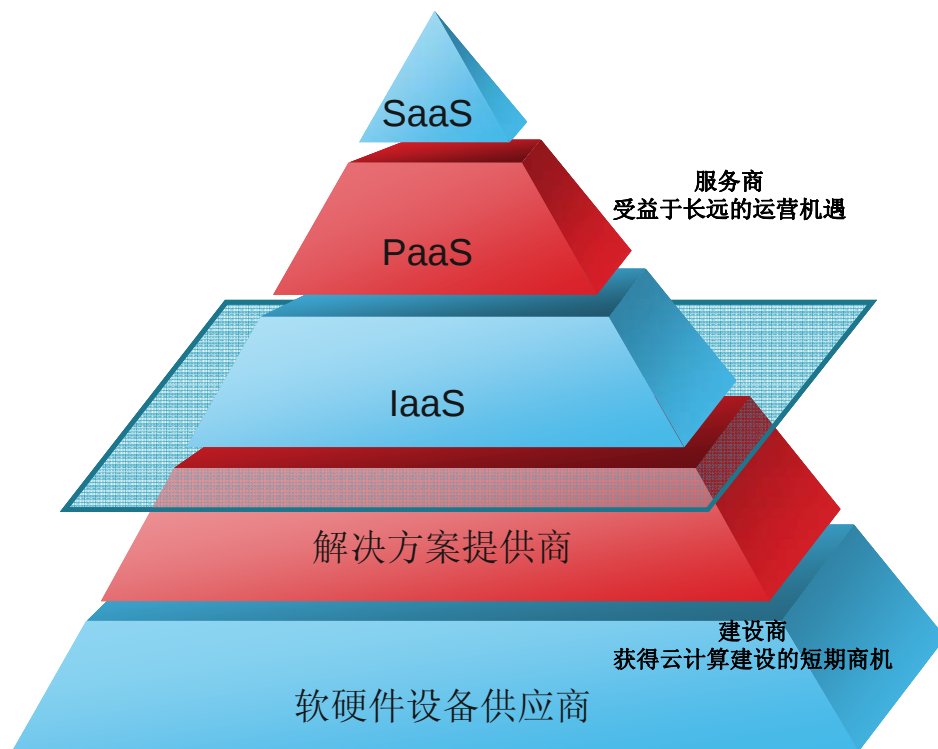
PaaS 服务商

平台云提供一个位于云架构上的硬件和软件集合（包括操作系统、开发/管理工具、数据库等），从而为用户提供应用开发和生产环境，以及相应的主机环境以及基础架构。目前提供 PaaS 服务的主要有 Amazon, Rackspace, 微软, google, EMC, Verizon 等传统运营商和互联网服务商企业。

IaaS 服务商

基础架构云通常以虚拟机的形式，通过网络提供 CPU、网络和存储等计算服务。通常安装在基于网络的虚拟机上。用户可以将自己的操作系统和应用程序安装在这种类型的云上。基础架构云还包括基于 IP 的 VPN 广域网络及通讯服务，以便最终用户可以通过网络接口来管理自己的虚拟资源。目前提供 IaaS 服务的主要有 Amazon, Rackspace, 微软, google, EMC, Verizon 等传统运营商和互联网服务商企业。

图 47： 云服务运营商将获得更显著的收益

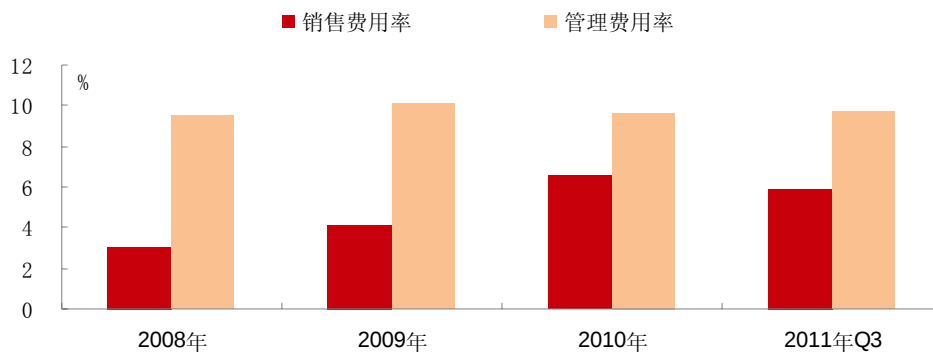


资料来源：华泰联合证券研究所

公司费用率分析

公司销售费用率为 6%，管理费用率在 9%-10%。随公司未来经营规模扩大，费用率会进一步降低。但随公司或收购长宽后加速宽带业务扩展和云计算推广力度上升，我们认为公司管理费用率和销售费用率总体将保持稳定，或略有上升。估计未来管理费用率 9.5%，销售费用率 6.5%。

图 48： 协同效应彰显全产业链布局优势



资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测与估值

在不考虑收购长城宽带的影响，我们预计 11-13 年 EPS 为 0.15, 0.22, 0.31 元，净利润 2.07 亿, 2.89 亿和 4.12 亿，对应 PE53x, 38x, 26x。但是，随着公司公告对长城宽带的收购，我们认为此次收购成功是大概率事件。若考虑收购长城宽带 50% 的股权，我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.15, 0.32, 0.44 元。当然，公司依然存在整体收购长城宽带的预期，所以，12-13 年公司 EPS 依然有提升可能性。

我们选取 A 股市场其他业务类似的网络服务公司作为可比对象，公司未来成长潜力巨大，**建议买入**。

预测关键的收入和毛利率

表格 8：收入预测和毛利率

服务类型	指标	2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
电信服务收入	收入	972.12	1,234.34	1,579.96	2,101.35	2,691.75
	成本	614.60	775.42	1,000.29	1,320.38	1,668.89
	毛利率	36.78%	37.18%	36.7%	37.2%	38.0%
广告传媒收入	收入	333.81	398.62	438.49	504.26	564.77
	成本	277.79	339.19	379.29	436.18	488.53
	毛利率	16.78%	14.14%	13.5%	13.5%	13.5%
安防工程及设备收入	收入	290.38	117.58	129.34	135.81	149.39
	成本	184.21	80.43	103.47	107.97	118.02
	毛利率	36.56%	31.59%	20.0%	20.5%	21.0%
钢铁收入	收入	17.19				
	成本	17.97				
	毛利率	-4.55%				
	收入	1,613.50	1,750.55	2,147.79	2,741.41	3,405.91
	成本	1,094.57	1,195.04	1,483.05	1,864.53	2,275.43
	毛利率	32.16%	31.73%	30.9%	32.0%	33.2%

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 9：相对估值表(11 月 25 日收盘价)

证券简称	收盘价	EPS(2011E)	EPS(2012E)	EPS(2013E)	PE(2011E)	PE(2012E)	PE(2013E)
鹏博士	8.20	0.15	0.22	0.31	54.67	37.27	26.45
鹏博士*	8.20	0.15	0.32	0.44	54.67	25.63	18.64
北纬通信	15.45	0.22	0.58	0.76	71.33	26.64	20.43
天威视讯	21.06	0.45	0.50	0.56	46.45	41.94	37.81
拓维信息	17.40	0.44	0.73	0.96	39.64	23.81	18.07
网宿科技	14.28	0.33	0.49	0.70	43.21	29.44	20.48
歌华有线	10.12	0.29	0.34	0.41	35.22	29.64	24.76
广电网络	11.73	0.25	0.30	0.38	47.22	38.92	30.74

注：*此处考虑鹏博士对长城宽带 50% 股权的收购

资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

收购长宽仍具不确定性。

公司面临运营商的竞争。

云计算研发风险与市场风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2336	2689	3083	3662	营业收入	1761	2148	2741	3406
现金	1347	1638	1788	2111	营业成本	1195	1483	1865	2275
应收账款	428	483	617	766	营业税金及附加	52	64	82	102
其他应收	108	95	121	150	营业费用	116	140	178	215
预付账款	316	297	373	455	管理费用	170	210	260	307
存货	115	176	185	180	财务费用	-14	-1	1	-4
其他流动	22	0	0	0	资产减值损失	42	10	10	10
非流动资产	1977	2132	2187	2208	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	369	425	425	425	投资净收益	-2	2	2	2
固定资产	856	1025	1101	1128	营业利润	198	243	347	503
无形资产	8	8	8	8	营业外收入	14	20	20	20
其他非流	744	675	654	647	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	4312	4820	5270	5870	利润总额	211	262	366	522
流动负债	763	1010	1134	1270	所得税	24	29	40	57
短期借款	300	470	470	470	净利润	187	234	326	465
应付账款	245	297	373	455	少数股东损益	36	26	37	52
其他流动	218	244	291	344	归属母公司净利润	151	207	289	412
非流动负债	12	40	40	40	EBITDA	365	383	528	713
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.11	0.15	0.22	0.31
其他非流	12	40	40	40	主要财务比率				
负债合计	775	1050	1174	1310	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东	159	186	222	274	成长能力				
股本	1339	1339	1339	1339	营业收入	8.4%	21.9%	27.6%	24.2%
资本公积	1444	1444	1444	1444	营业利润	-8.7%	22.6%	42.7%	44.9%
留存收益	595	802	1091	1504	归属母公司净利	-27.7%	36.9%	39.6%	42.6%
归属母公司股	3377	3584	3874	4286	获利能力				
负债和股东	4312	4820	5270	5870	毛利率(%)	32.2%	30.9%	32.0%	33.2%
现金流量表					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%
单位: 百万元					ROE(%)	4.5%	5.8%	7.5%	9.6%
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	ROIC(%)	7.7%	9.8%	13.0%	17.6%
经营活动现	139	394	384	552	偿债能力				
净利润	187	234	326	465	资产负债率(%)	18.0%	21.8%	22.3%	22.3%
折旧摊销	181	141	180	214	净负债比率(%)	38.69%	44.74%	40.03	35.89
财务费用	-14	-1	1	-4	流动比率	3.06	2.66	2.72	2.88
投资损失	2	-2	-2	-2	速动比率	2.91	2.48	2.55	2.74
营运资金变	-285	41	-139	-142	营运能力				
其他经营	68	-18	18	21	总资产周转率	0.51	0.47	0.54	0.61
投资活动现	-734	-273	-233	-233	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	424	235	235	235	应付账款周转率	5.18	5.47	5.57	5.50
长期投资	-310	46	0	0	每股指标 (元)				
其他投资	-619	7	2	2	每股收益(最新	0.11	0.15	0.22	0.31
筹资活动现	1346	171	-1	4	每股经营现金流	0.10	0.29	0.29	0.41
短期借款	30	170	0	0	每股净资产(最	2.52	2.68	2.89	3.20
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增	183	0	0	0	P/E	72.46	52.95	37.94	26.61
资本公积	1211	0	0	0	P/B	3.25	3.06	2.83	2.56
其他筹资	-78	1	-1	4	EV/EBITDA	27	25	18	14
现金净增加	752	292	150	323					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。