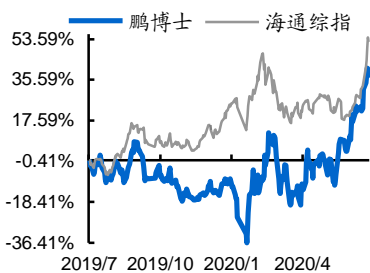


投资评级 **优于大市** 首次覆盖

鹏博士深度研究：重构资产布局，打造 IDC 轻资产运营龙头

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 07月13日收盘价(元) | 10.24 |
| 52周股价波动(元) | 4.40-10.43 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 1432/1432 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 14668/14667 |

相关研究
市场表现


| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|------|------|
| 绝对涨幅(%) | 35.6 | 40.7 | 76.3 |
| 相对涨幅(%) | 14.4 | 18.4 | 47.0 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:朱劲松

Tel:(010)50949926

Email:zjs10213@htsec.com

证书:S0850515060002

分析师:张峥青

Tel:(021)23219383

Email:zzq11650@htsec.com

证书:S0850518090002

投资要点:

- 宽带业务资产转让及模式转型同步推进。**宽带业务拓展受阻背景下，公司战略性放弃与运营商正面竞争，2019年成立长宽通服，转型最后一公里社区运营商，已与多省市电信运营商、广电系运营商和铁塔公司洽谈宽带和5G应用及基础设施建设合作。2019年8月，公司拟将北京地区的家庭宽带用户约125万户、政企宽带及互联网专线用户约2.2万户归属权转让给北京联通。未来，公司也将成立网络资产运营公司，对现有的海缆、城域网络和接入网络进行管理、运营和价值变现。
- 定增助力，提升大股东地位、消除财务困境并举。**公司于2020年6月25日发布定增预案（修订稿），拟向共4名特定对象欣鹏运、云益晖、和光一至以及中安国际发行股份募集约27.59亿元。定增完成后，实控人杨学平通过控股的欣鹏运将新增对上市公司持股15.53%，和公司加深利益绑定。
- 转让IDC固定资产，降负债、轻资产运营。**公司拟向平盛国际、锦泉投资转让23亿元数据中心固定资产，依托标的资产进行业务运营及收入分成，在缓解短期偿债压力的同时，实现数据中心业务轻资产转型。我们认为，本次IDC资产转让使公司充分利用合作伙伴资源以实现数据中心规模的快速扩张。新基建加速背景下，轻资产运营IDC可以有效化解投资金额大、回报周期长的难题，快速提升数据中心规模。其次，通过低成本充裕资金，建立品牌效应，为进一步拓展数据中心资源提供强劲动力。未来，公司将运用HOMM模式进一步补充京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区、华中区域、西南区域的数据中心资源储备。我们预计，公司现有核心城市数据中心的广泛布局以及未来大规模扩张等多重利好将带动IDC业务的迅猛发展。公司规划未来3年运营12万个机柜。
- 盈利预测及投资建议。**公司作为国内规模领先的数据中心厂商之一，定增、资产转让后报表质量将得到根本改变，安全边际足；进一步绑定实控人和公司利益，转型轻资产IDC运营模式，未来路径可行。我们预测公司2020-2022年度营业总收入为64.36亿（+6.38%）、70.25亿（+9.15%）和77.96亿（+10.98%）元，归母净利润为9.06亿（+115.75%）、5.32亿（-41.23%）和6.94亿（+30.31%）元，扣非净利润为4.08亿、5.35亿和6.97亿元；参考可比公司估值，给予公司2020年合理估值PE区间20-25x，合理价值区间12.65-15.81元，“优于大市”评级。
- 风险提示。**长宽资产出表进展低于预期；IDC合作方开拓进展低于预期；资产剥离进展低于预期。

主要财务数据及预测

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|----------|--------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 6860 | 6050 | 6436 | 7025 | 7796 |
| (+/-)YoY(%) | -16.0% | -11.8% | 6.4% | 9.1% | 11.0% |
| 净利润(百万元) | 381 | -5751 | 906 | 532 | 694 |
| (+/-)YoY(%) | -48.7% | -1610.7% | 115.7% | -41.2% | 30.3% |
| 全面摊薄EPS(元) | 0.27 | -4.01 | 0.63 | 0.37 | 0.48 |
| 毛利率(%) | 51.0% | 42.1% | 37.4% | 36.3% | 35.1% |
| 净资产收益率(%) | 5.5% | -766.3% | 46.9% | 19.4% | 18.5% |

 资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

| | |
|--|----|
| 1. 上市二十年间的三次战略转型之路回顾 | 5 |
| 1.1 特钢冶炼商转型民营宽带龙头之路（2002-2013） | 5 |
| 1.2 从单一宽带运营商到全球宽带互联网综合服务商（2013-2016） | 6 |
| 1.3 大数据时代，布局海缆、IDC，寻找增长新动力（2017-2018） | 8 |
| 2. 步入第四次历史转型期：资产布局重构、轻装发展，转型 IDC 轻资产运营 | 9 |
| 2.1 转型背景：业务格局大变，数据中心有基础，但错过前五年扩张期 | 9 |
| 2.2 当前业务&财务困境：宽带业务盈利空间下降、债务缺口尚存 | 10 |
| 2.3 转型谋划：宽带业务转型&定增助力&IDC 轻资产运营 | 12 |
| 3. 转型思路&行业格局评析：IDC 雁阵格局初成，扩张与并购重组步入活跃期 | 15 |
| 3.1 三大运营商主导，第三方 IDC 企业雁阵格局初形成 | 15 |
| 3.2 步入资本扩张、并购交易活跃期，新基建政策与行业景气趋势共振 | 17 |
| 3.3 鹏博士的第四次转型：IDC 轻资产运营&最后一公里社区运营商 | 19 |
| 4. 盈利预测与投资建议 | 20 |
| 5. 可比公司估值比较 | 21 |
| 6. 风险提示 | 21 |
| 财务报表分析和预测 | 22 |

图目录

| | | |
|------|--|----|
| 图 1 | 2002-2013 年鹏博士营业收入及增速 | 5 |
| 图 2 | 2002-2013 年鹏博士归母净利润及增速 | 5 |
| 图 3 | 2002-2013 年鹏博士主营业务占比 | 6 |
| 图 4 | 2002-2013 年鹏博士毛利率及资产负债率变化情况 | 6 |
| 图 5 | 鹏博士 2015-2016 年海外业务营收及毛利率情况 | 7 |
| 图 6 | 鹏博士“云管端”全产业链布局 | 8 |
| 图 7 | 2013-2019 年鹏博士各业务收入（亿元） | 9 |
| 图 8 | 2013-2019 年鹏博士各业务收入占比 | 9 |
| 图 9 | 2017-2019 年鹏博士各业务毛利率水平 | 10 |
| 图 10 | 2017-2019 年鹏博士各业务毛利贡献率 | 10 |
| 图 11 | 2013-2020Q1 鹏博士营业收入及增速 | 11 |
| 图 12 | 2013-2020Q1 鹏博士归母净利润及增速 | 11 |
| 图 13 | 2016-2020Q1 鹏博士收现情况及货币资金余额 | 12 |
| 图 14 | 2016-2018 年鹏博士资产负债率及有息负债占比 | 12 |
| 图 15 | 鹏博士股权结构（截至 2020 年 3 月 31 日） | 13 |
| 图 16 | 2019 年国内厂商 IDC 相关业务营收（亿元） | 15 |
| 图 17 | 第三方 IDC 厂商全国 IDC 布局 | 16 |
| 图 18 | 国内第三方 IDC 厂商 2016-2019 毛利率（%） | 17 |
| 图 19 | 国内第三方 IDC 厂商 2016-2019 资本支出及合计增速 | 17 |
| 图 20 | 国内第三方 IDC 厂商 2016-2020E 运营机柜规模（百个） | 18 |
| 图 21 | 北美云计算产业链联动效应 | 18 |
| 图 22 | 2016-2019 年各季度云服务商资本支出（亿元） | 19 |

表目录

| | | |
|------|--|----|
| 表 1 | 2013-2016 年鹏博士覆盖范围、用户规模及高端用户占比情况..... | 6 |
| 表 2 | 2016 年鹏博士及三大运营商宽带用户规模及资费水平对比 | 6 |
| 表 3 | 鹏博士互联网接入、互联网增值及海外业务介绍 | 9 |
| 表 4 | 2016-2019H1 年鹏博士覆盖范围、用户规模..... | 10 |
| 表 5 | 鹏博士子公司 2016-2019H1 净利润（亿元） | 11 |
| 表 6 | 鹏博士子公司计提减值金额（亿元） | 11 |
| 表 7 | 鹏博士债务存续情况..... | 12 |
| 表 8 | 鹏博士 2020 年 3 月 11 日发布的《2020 年非公开发行 A 股股票预案》详情 .. | 13 |
| 表 9 | 鹏博士高管团队概况..... | 14 |
| 表 10 | 鹏博士 2020 年 4 月 28 日发布的《关于资产转让及受托运营数据中心业务的公 告》详情 | 14 |
| 表 11 | 第三方 IDC 厂商基本情况整理..... | 16 |
| 表 12 | 鹏博士主营业务盈利预测表 | 20 |
| 表 13 | 可比公司估值..... | 21 |

1. 上市二十年间的三次战略转型之路回顾

1.1 特钢冶炼商转型民营宽带龙头之路 (2002-2013)

公司成立于 1985 年 1 月, 1994 年 1 月在上交所挂牌上市, 上市初期主营特钢冶炼, 主要为攀钢集团成都无缝钢管有限责任公司配套提供产品, 2001 年单客户销售额占比达 81%。2002 年以来, 公司通过收购电信通、长城宽带, 进军网络增值服务领域, 逐步剥离冶钢业务, 成功转型为国内民营宽带运营商龙头。

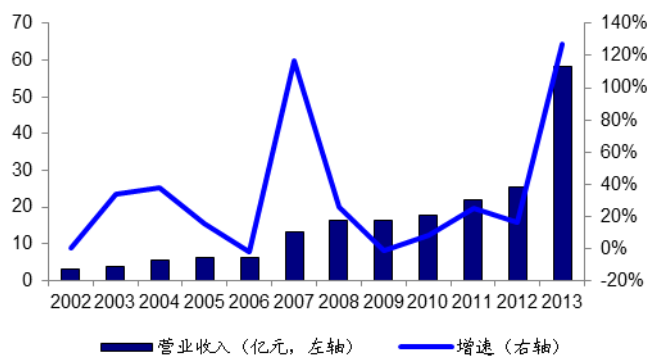
进军网络及软件工程行业。2002 年, 公司与深圳市多媒体技术有限公司进行了资产置换, 形成了以校园网络建设和特钢冶炼两大产业为核心的业务格局, 在 308 所学校实施了校园网络工程项目。

收购电信通, 切入网络增值服务领域。2007 年, 公司以非公开发行股份方式收购北京电信通信工程有限公司的优质资产, 正式进入网络增值服务领域, 实现营收飞跃 (同比增长 116%) 和业务转型 (电信增值业务营收占比高达 44%)。作为北京地区最主要的宽带光纤网络运营商, 公司拥有的城域光纤网已超过 1 万公里; 北京电信通在北京商用专线接入市场份额超 50%, 在北京网吧专线接入市场份额达到 100%。截至 2007 年末, 公司社区个人宽带网络已完成市场签约 105 万户, 是北京地区重要的宽带网络服务提供商之一。

剥离冶钢业务, 布局 IDC。2009 年, 公司彻底退出了盈利能力较弱的钢铁冶金行业, 转型为以电信增值服务及网络服务为主业的科技公司, 净利润大增 21%。由于公司自身拥有网络, 发展 IDC 业务在成本上比专业 IDC 公司更有优势。公司在北京已拥有三个国际 A 级标准的数据中心, 共 10000 多平米, 拥有超 2 万个 IDC 用户, 为数据中心和宽带接入业务的联动发展打下基础。

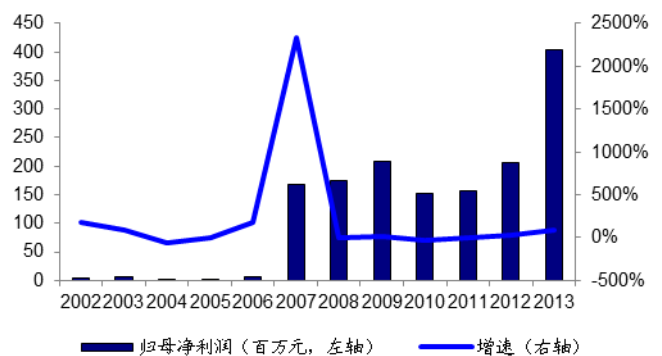
收购长城宽带, 成为国内第一大民营宽带运营商。2011-2012 年, 鹏博士集团分两次耗费 18 亿元完成对长城宽带的全资控股, 间接获得属于中信集团的骨干网“奔腾一号”的合作运营权, 长城宽带于 2013 年并表。通过收购长城宽带, 公司迅速扩大了用户覆盖范围和数量: 收购前用户主要集中在华北地区, 2013 年已覆盖 53 市; 2012 年底, 长城宽带覆盖用户 2088 万户 (接近公司 2012H1 的 2 倍)、在网用户 344 万户 (约为公司 2012H1 的 3 倍), 收购后公司个人宽带接入和在网用户规模大幅增加。公司和长城宽带整合优势资源, 形成规模优势, 大幅降低带宽成本。2013 年, 长城宽带对集团净利润贡献超 70%, 带动集团归母净利润大增 95%、营收大增 127%、毛利率从 33% 大幅提升至 55%。

图 1 2002-2013 年鹏博士营业收入及增速



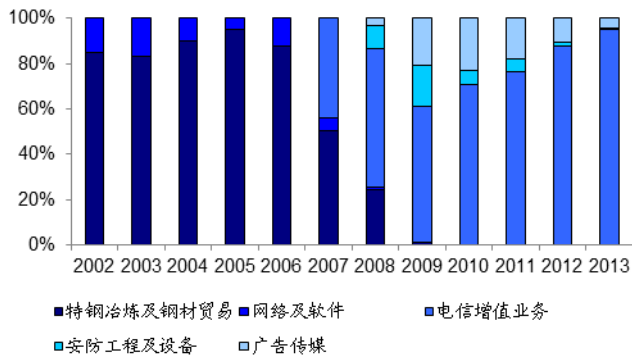
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 2 2002-2013 年鹏博士归母净利润及增速



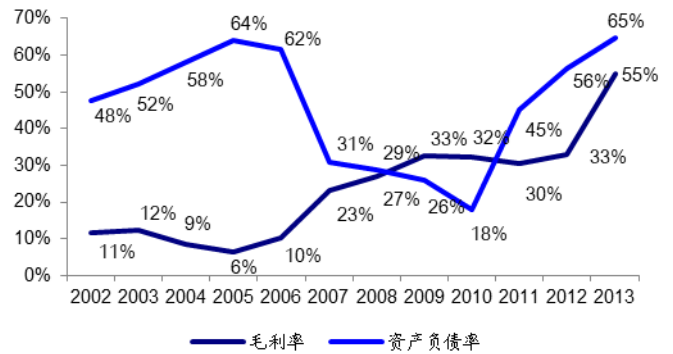
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 3 2002-2013 年鹏博士主营业务占比



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 4 2002-2013 年鹏博士毛利率及资产负债率变化情况



资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.2 从单一宽带运营商到全球宽带互联网综合服务商 (2013-2016)

随着大数据、云计算时代的到来,互联网公司、运营商、设备终端企业的界限越来越模糊。在“云管端”战略的指导下,公司一方面以接入网、城域网、干线网升级扩容为“宽通道”作为努力方向,提升互联网管道的价值和数据的传送效率;大力发展高标准数据中心和云计算业务,向广大 CP 服务商开放网络资源;另一方面积极搭建拓展新的互联网应用和产品,加大产业链上下游的布局和整合,实现了从单一宽带运营商到宽带互联网综合服务商的转型。

管侧: 光纤网络优势明显,大规模宽带提速,低成本抢占市场。“奔腾一号”与三大运营商光纤互通,为公司提供高性价比、多类型的网络出口;带宽可快速平滑升级,在扩容的持续性和成本的可控性方面具有优势,对全产业链提供良好支撑。2013年,公司完成了全国 IP 骨干网一期项目的升级改造,国内首推百兆宽带产品,次年国内首推千兆宽带产品,大带宽高端用户占总在网用户比例从2013年的31%快速上升至2016年的60%,覆盖城市数量也从53个上升至211个。公司在北上等一线城市主推100M-1000M 宽带产品,普及超宽带服务,从而推动智能终端及多种互联网信息消费。2015-2016年,公司通过收购 Vertex (擎天电讯)、Giggle Fiber (古歌宽带),获得了美国地区光纤网络运营牌照及宽带用户资源,实现海外管道战略的快速发展。

表 1 2013-2016 年鹏博士覆盖范围、用户规模及高端用户占比情况

| 年份 | 累计网络覆盖用户 (万户) | 新增网络覆盖用户 (万户) | 累计在网用户 (万户) | 净增接入用户 (万户) | 大带宽高端用户占公司总网用户比例 | 覆盖城市数量 |
|------|---------------|---------------|-------------|-------------|------------------|--------|
| 2013 | 4406 | 1055 | 615 | 151 | 31% | 53 |
| 2014 | 6513 | 2107 | 805 | 190 | 40% | 77 |
| 2015 | 9000 | 2486 | 1005 | 200 | 50% | 150 |
| 2016 | 10762 | 1762 | 1359 | 354 | 60% | 211 |

资料来源: 公司 2016 年报、2018 年公开发行公司债券信用评级报告, 海通证券研究所

在网费定价方面,公司较其他三大运营商通常低 20%-30%。2015 年以来,中国移动实行价格战,对公司市场拓展形成一定压力。

表 2 2016 年鹏博士及三大运营商宽带用户规模及资费水平对比

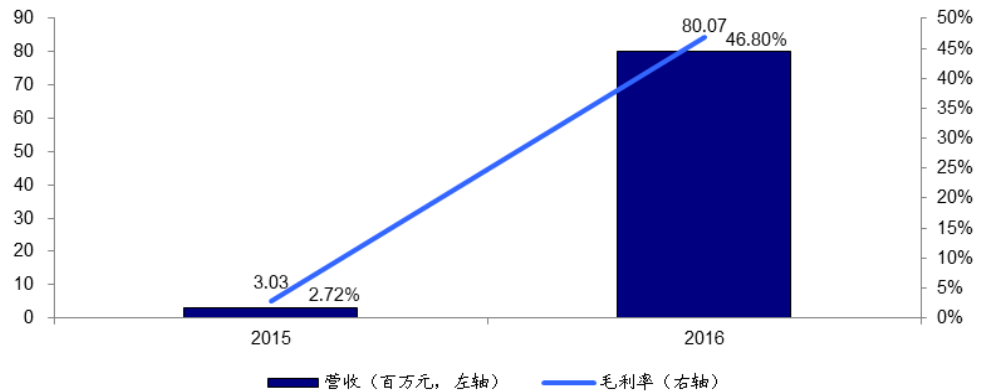
| 2016 年 | 中国联通 | 中国移动 | 中国电信 | 鹏博士 |
|------------------|------|------|-------|------|
| 宽带用户数 (万户) | 7524 | 7762 | 12312 | 1359 |
| 50M 宽带资费水平 (元/年) | 1480 | 1080 | 1510 | 1080 |

资料来源: 2018 年公开发行公司债券信用评级报告, 海通证券研究所

云侧：数据中心规模较大，连接全球的云端业务集群。公司通过搭建分发、存储、计算、安全的云平台，面向政府、金融、电商、网站、视频运营商、企业等用户提供多方面综合服务，包括机柜出租、服务器托管、虚拟数据中心服务（VPN 专线）、网络加速（CDN）、云计算、IT 外包等。截至 2016 年底，公司在全国 6 个互联网核心城市建有最高等级数据中心，运营机柜规模约 2.4 万个。2015-2016 年，公司数据中心业务收入分别为 8.82 亿元和 11.7 亿元。

在稳定发展国内市场的同时，2015 年起公司逐步拓展海外市场，在首尔、洛杉矶、旧金山等地建设数据中心节点，搭建全球 OTT（互联网向用户提供各种应用服务）平台和云网平台，为海外用户提供宽带、家庭通话、视频娱乐等多种增值服务，实现了海外业务的快速发展。

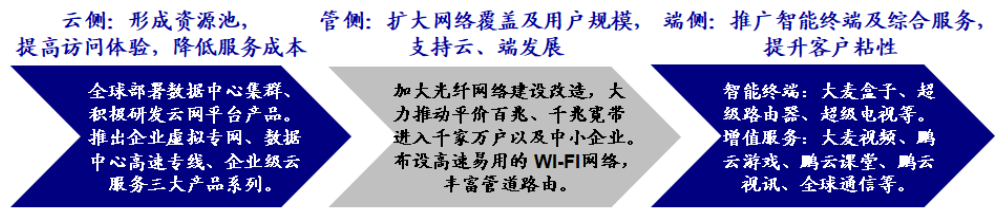
图 5 鹏博士 2015-2016 年海外业务营收及毛利率情况



资料来源：公司 2015-2016 年报，海通证券研究所

端侧：建设互联网家庭院线，由单一宽带产品销售转变为增值业务融合套餐销售。公司于 2013 年与参股公司银河互联网战略合作，由银河互联网进行互联网电视集成平台、内容服务平台和 CDN 系统的建设，公司负责发展互联网电视用户；于 2015 年与美国最大智能电视厂商 VIZIO 战略合作，将 OTT 平台和应用整合在 VIZIO 智能电视上。2013 年开始，公司陆续推出大麦盒子（4K 极清机顶盒，借助其布局各类应用，2016 年 500 万用户、使用率 80%）、大麦路由器（应对 100M-1000M 宽带需求）、大麦超级电视等智能终端产品，主要搭配宽带安装进行推广营销，以及云游戏、云课堂、极清视频、云视讯、全球通信等增值服务，通过会员营销、点播收费、融合套餐及专项服务等获取增值服务收入。2015-2016 年，公司家庭终端业务收入分别为 0.31 亿元和 0.54 亿元。

产业链价值体现在平台资源（用户规模）和内容资源上。“云”属于电信增值业务，发展依赖于带宽资源。由于互联网公司的服务器多放在电信/联通网络，如果用户通过鹏博士网络访问网站，网站数据从电信/联通网络发送到鹏博士网络将产生大量网间结算费用。设立数据中心一方面大幅减少了网间结算费用，另一方面由于大量访问发生在本网内，用户上网速度大幅提升。全网 TOP10000 内容在公司网内均有服务器或 CDN 节点，约 90% 的宽带用户网络请求都可以在网内解决。“管”是云和端的基础。公司作为民营第一大宽带运营商，超宽带网络为其核心资产、差异化竞争优势。“端”是进入家庭的落地产品，是未来提升价值的最重要渠道。基于公司自身庞大的用户基础，通过丰富增值服务内容，既实现内容的更广泛传播，又增加用户粘性，挖掘单个用户的 ARPU 值，提升公司平台价值。“云管端”协同发展，推动公司从“卖连接”向“卖服务”转型。

图 6 鹏博士“云管端”全产业链布局


资料来源：公司 2016 年报、2018 年公开发行公司债券信用评级报告，海通证券研究所

1.3 大数据时代，布局海缆、IDC，寻找增长新动力（2017-2018）

随着云计算、物联网、人工智能、5G 的持续升温，庞大数据计算与存储需求随之爆发。公司积极推进向大数据运营商和家庭互联网综合运营平台服务商的战略转型，从“云、管、端”闭环生态，向“云、边、端”开放式协同的未来战略架构进行布局。

建设太平洋海底光缆，拓展海外市场。2017 年，公司以 9000 万美元收购 PLD，与谷歌、脸书联合建设太平洋光缆 PLCN 项目。PLCN 项目为世界第一條直连香港和洛杉矶的海底光缆系统，是目前跨太平洋最大容量、延时最低的海底光缆，将满足电信运营商、跨国 OTT 企业、云计算服务商、数据中心服务商、互联网服务商和大型跨国企业对中国香港至美国及跨太平洋区域高速、低成本、大容量国际通信带宽需求。项目已于 2020 年 3 月完成全部海上施工，由于疫情影响，截至 2020 年 6 月工程验收及测试工作尚未完成。

发力数据中心、大数据运营、边缘计算。数据中心领域，2018 年开始，公司在北上等一线城市储备了大量数据中心机房资源，2020 年拟启动和建设廊坊、昆山、南京等一系列新项目，预计新增建设/运营机柜数量 3 万个，2023 年将可运营机柜规模增长至 12 万个；大数据运营领域，2018 年底，公司成立鹏博士大数据有限公司，全面整合原有业务能力，拓展产业互联网业务；边缘计算领域，公司拥有覆盖 200 余个城市的网络资源与近万个社区边缘机房的资源优势，着力于搭建边云协同的基础设施架构。

2. 步入第四次历史转型期：资产布局重构、轻装发展，转型 IDC 轻资产运营

2.1 转型背景：业务格局大变，数据中心有基础，但错过前五年扩张期

目前，公司业务包括数据中心及云计算、通信及互联网服务、海外业务及其他互联网增值业务四大类，旗下拥有长城宽带、长宽通服、北京电信通、宽带通、鹏博士大数据、大麦科技、鹏云视通等企业。

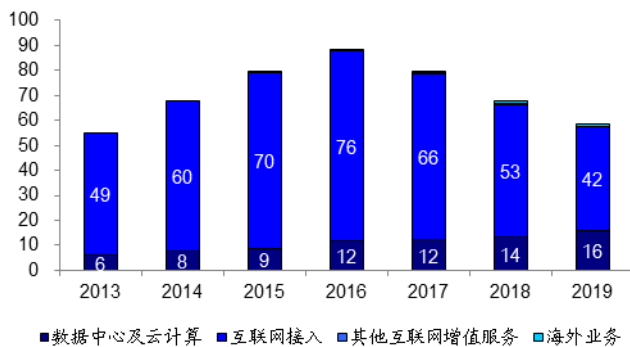
表 3 鹏博士互联网接入、互联网增值及海外业务介绍

| 业务类型 | 简介 |
|-----------|---|
| 运营商代维服务等 | 和运营商、中国铁塔在网络资源、边缘机房、固网代维、5G 社区基站建维、社区固移融合营销服务等方面进行合作。 |
| 通信及互联网服务 | <p>宽带业务 截至 2019H1，网络覆盖 212 个大中城市、约 11099 万户家庭，在网家庭用户约 1164 万户，全国企业客户超 20 万。</p> <p>小朋管家 全新互联网上门服务平台，面向个人家庭用户提供网络、电脑、移动终端、智能家居、家电等网络生活智能设备的安装、配置、检测、维护、咨询服务，面向企业客户提供基于社区和公共场所分布式网络终端设备的安装、巡检和维护服务。截止 2019 年已覆盖全国 64 市，C 端注册用户数突破 60 万，一线城市注册用户占比达 25%。</p> |
| 海外业务 | 太平洋海底光缆（向跨国企业客户销售 PLCN 海缆容量）、其他海外业务（为海外用户提供宽带、家庭电话、视频娱乐等多种增值服务）。 |
| 其他互联网增值服务 | 大麦融媒体（依托大麦盒子面向家庭、企业提供融合媒体解决方案）、鹏云视讯（提供平台+应用+服务一体化的完整视频云服务解决方案）、移动转售。 |

资料来源：Wind，公司 2018 年报、2019 半年报，公司官网，海通证券研究所

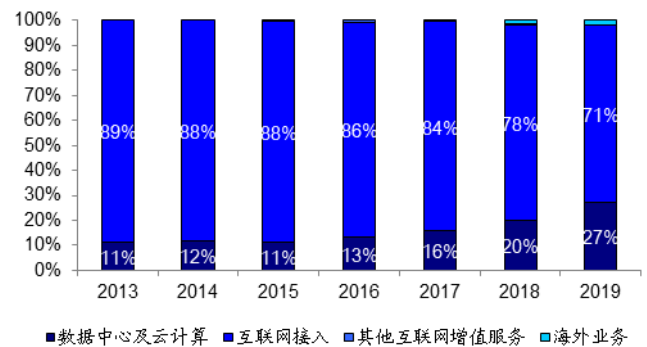
近年来，公司业务格局发生较大改变。互联网接入为公司传统主营业务，2016-2019 年业务收入占比从 86% 下滑至 71%；数据中心及云计算业务收入占比则从 13% 快速上升至 27%，业务重要性不断提升。2019 年两项业务毛利率分别为 43% 和 42%。

图 7 2013-2019 年鹏博士各业务收入（亿元）



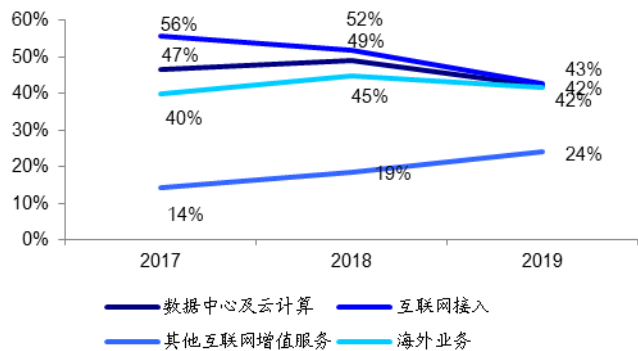
资料来源：Wind，公司 2013-2018 年报，海通证券研究所

图 8 2013-2019 年鹏博士各业务收入占比



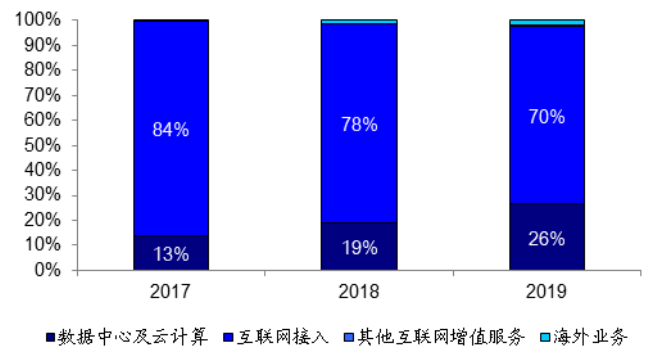
资料来源：Wind，公司 2013-2018 年报，海通证券研究所

图 9 2017-2019 年鹏博士各业务毛利率水平



资料来源：公司 2018-2019 年报，海通证券研究所

图 10 2017-2019 年鹏博士各业务毛利贡献率



资料来源：Wind，海通证券研究所

公司数据中心及云计算业务主要分为数据中心、云网融合及大数据三类：

公司在数据中心建设及运营方面积累多年，是国内规模领先的中立数据中心厂商之一。在数据中心布局上，拥有 20 多个电信级 IDC，在全国 250 个城市拥有分布式 IDC，截至 2019H1，机柜总数约 3 万个。公司通过自有或租用机房为客户提供主机托管等 IDC 业务，附加网络安全、网络监测、数据备份、数据恢复、服务器运维管理及云计算等增值业务。公司不断扩展产品线，从资源型产品（IDC、EDC、DC、云主机等）到服务型产品（CDN、O2O、公有云、私有云等），再到价值型产品（资源池整合），覆盖整个数据中心产业链。未来，公司将由自建自营模式向自建自营+合作共建+受托运营的模式转变，三年计划新增约 7 万个机柜，其中自建 3 万个。

公司云网融合业务主要面向政府、教育、互联网、金融、新零售、医疗健康等行业客户，解决其数字化转型过程中面对的混合 IT 架构搭建、应用部署、多云管理、成本控制等问题。伴随着云计算应用不断落地，用户对跨地域、跨数据中心和跨云网络连接的需求也在快速攀升。未来互联网将朝着两个方向发展：一个方向是向顶层发展，网络有很多部分会变成云，不同的云与云之间需要互联互通；另一个方向是向底层发展，即朝着物联网底层设备延伸。在此背景下，新型网络与云基础设施平台的整合势在必行。公司通过全球云数据中心集群建设云网融合平台，降低网络运营成本，顺应了网络虚拟化的潮流，目前已连接阿里云、腾讯云、华为云、百度云、金山云、平安云、京东云、微软云等公有云厂商，满足企业客户数据中心-云、云-云、数据中心-数据中心的互联需求，同时帮助企业快速构建高质量私有网络。

大数据领域，公司通过信息可视化、精准营销、新媒体数据挖掘、人群画像等帮助企业实现增效降损，提高业务能力，目前已推出工业大数据、金融大数据、政企大数据和教育大数据等针对性的行业解决方案。

2.2 当前业务&财务困境：宽带业务盈利空间下降、债务缺口尚存

业务方面，公司网络覆盖用户增长趋缓，覆盖城市数量扩围停滞。我国基础运营商在宽带接入用户上处于垄断地位，非基础运营商则业务扩展缓慢，且由于需支付租赁费、采取低价策略等原因导致毛利率较低。随着百兆宽带成为标配、网络质量趋于同质，竞争格局的改变对公司造成较大压力。

表 4 2016-2019H1 年鹏博士覆盖范围、用户规模

| 年份 | 累计网络覆盖用户 (万户) | 新增网络覆盖用户 (万户) | 累计在网用户 (万户) | 净增接入用户 (万户) | 覆盖城市数量 |
|--------|---------------|---------------|-------------|-------------|--------|
| 2016 | 10762 | 1762 | 1359 | 354 | 211 |
| 2017 | 11011 | 249 | 1384 | 25 | 212 |
| 2018 | 11078 | 67 | 1245 | -139 | 212 |
| 2019H1 | 11099 | 21 | 1164 | -81 | 212 |

资料来源：公司 2018 年报、2019 半年报，海通证券研究所

2017年以来,受提速降费、基础运营商固移融合套餐、行业竞争加剧等因素影响,行业 ARPU 值持续下滑;公司 7 倍溢价收购、商誉高企的子公司长城宽带业绩转亏,子公司电信通净利润也明显下降。因此,公司 2019 年对固定资产及商誉计提了 51 亿元的减值准备,导致 58 亿元巨亏。我们预计,此次计提后,未来折旧金额将大幅减少,公司宽带业务的盈利能力将有所改善。

表 5 鹏博士子公司 2016-2019H1 净利润 (亿元)

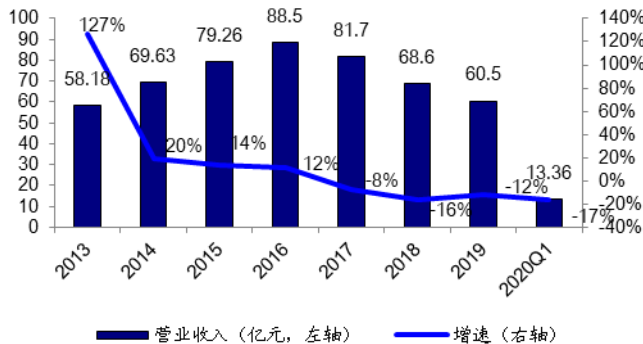
| 子公司/年份 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019H1 |
|--------|------|------|-------|--------|
| 长城宽带 | 2.85 | 1.61 | -1.86 | -1.50 |
| 电信通 | 4.27 | 4.07 | 3.47 | 1.33 |

资料来源:公司 2016-2018 年报、2019 半年报,海通证券研究所

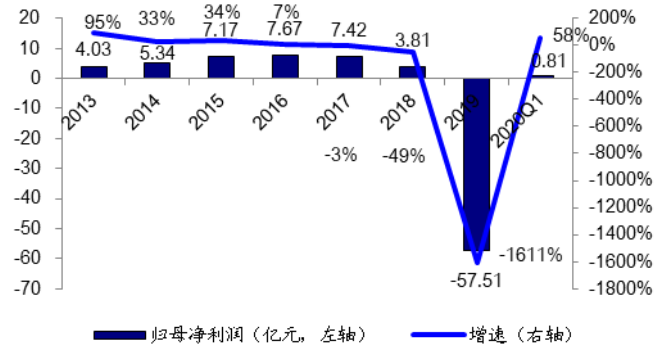
表 6 2019 年鹏博士子公司计提减值金额 (亿元)

| 类别/公司 | 长城宽带 | 电信通 | 其他 | 合计 |
|--------|-------|------|------|-------|
| 固定资产减值 | 20.97 | 5.31 | 4.47 | 30.75 |
| 商誉减值 | 14.53 | 3.27 | 2.19 | 19.99 |

资料来源:公司关于公司计提减值准备的公告,海通证券研究所

图 11 2013-2020Q1 鹏博士营业收入及增速


资料来源:Wind,海通证券研究所

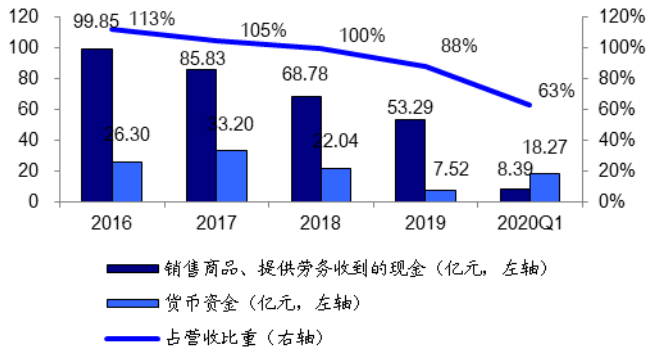
图 12 2013-2020Q1 鹏博士归母净利润及增速


资料来源:Wind,海通证券研究所

尽管传统宽带业务的营收利润空间大幅下降,面向企业的云网业务成为公司业务升级的亮点,收入大幅增长。公司以北京、上海和深圳为基地,在京津冀、长三角和粤港澳大湾区等重点区域,打造基于家庭端和企业端的智慧云网一体化业务,进一步推动宽带通信业务向智慧云网通信及服务业务的全面转型和升级。

财务方面,公司目前仍有 10 亿国内债券及 5 亿美元债敞口。从现金流来看,2016-2019 年公司销售商品、提供劳务收现占当期营收比重保持 88%以上,收现能力较强。从财务稳健性来看,公司以流动负债为主,但有息负债占比逐步升高;以债务融资为主,所发行债券集中到期/回售,仍存现金缺口,目前境外美元债已展期至 2021 年 12 月、18 鹏博债完成回售及转售、17 鹏博债完成回售并计划转售。

截止 2019 年底,未计提固定资产减值准备及债转股之前,公司子公司长城宽带资产负债率约 99%;公司于 2020 年 1 月发布公告,以债转股方式对长城宽带增资 26 亿元,减轻其债务负担。截至 2019 年末,公司无银行授信额度,面临较大偿债压力;公司及下属子公司 2020-2021 年度拟向银行及其他机构申请总额度不超过 50 亿元的融资额度,满足偿债需求。

图 13 2016-2020Q1 鹏博士收现情况及货币资金余额


资料来源: Wind, 海通证券研究所

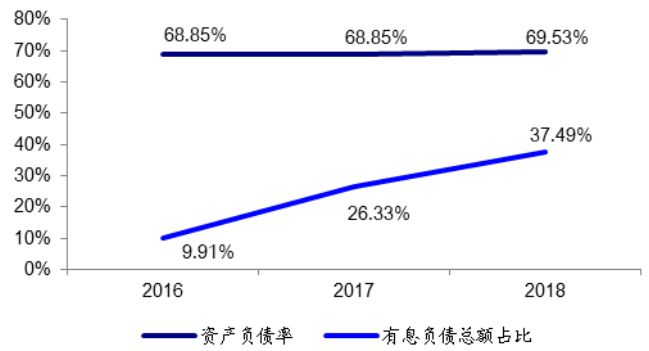
图 14 2016-2018 年鹏博士资产负债率及有息负债占比

 资料来源: Wind, 公司非公开发行 A 股股票募集资金使用可行性分析报告, 海通证券研究所
 注: 有息负债=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

表 7 鹏博士债务存续情况

| 债券名称 | 发行日 | 到期日 | 面值 | 票面利率 | 最新情况 |
|--------------------------------------|------------|---------------------|--------------|-------|---|
| 17 鹏博债 | 2017.06.16 | 2022.06.16 (拟转售) | 10 亿人 人民币 | 6.00% | 回售金额 9.63 亿元, 拟转售不超过 9.63 亿元 |
| 18 鹏博债 | 2018.04.25 | 2023.04.25 (已转售) | 10 亿人 人民币 | 7.00% | 回售金额 9.98 亿元, 完成转售金额 8.83 亿元, 注销未转售金额 0.51 亿元 |
| DrPeng HidHKn 5.05% 200601S | 2017.06.01 | 2020.06.01 (已展期) | 5 亿美元 | 5.05% | 展期 18 个月, 至 2021.12.01 到期 |

资料来源: 公司 2018 年报、关于“18 鹏博债”回售实施结果的公告, 关于“18 鹏博债”公司债券转售实施结果公告、关于境外美元债券延期的公告、“17 鹏博债”回售实施结果公告, 海通证券研究所

2.3 转型谋划: 宽带业务转型&定增助力&IDC 轻资产运营

2019 年以来, 公司统一了战略方向, 加快数据中心业务布局和建设, 持续领航第三方数据中心行业; 互联网接入业务与基础电信运营商进行合作, 向通信服务商转型; 持续走轻资产运营路线, 加强云数据业务的拓展。

转型谋划一: 宽带业务资产转让及模式转型同步推进。宽带业务拓展受阻背景下, 公司战略性放弃与运营商正面竞争, 不再投资新增城市, 选择在已有网络覆盖城市加强资源整合与横向合作, 专注服务好现有用户; 同时利用团队能力和服务优势, 承接运营商固网宽带及移动产品的营销和装维服务, 扩展固移融合业务。2019 年, 公司成立长宽通服, 其业务面向运营商、企业与家庭, 进行社区基站代装代维、固网安装维护、互联网终端调试等, 已与多省市电信运营商、广电系运营商和铁塔公司洽谈宽带和 5G 应用及基础设施建设合作, 逐步转向面向用户创新升级的云网协同一体化专业服务商。

2019 年 8 月, 公司拟将北京地区的家庭宽带用户约 125 万户、政企宽带及互联网专线用户约 2.2 万户归属权转让给北京联通。2019 年 12 月, 双方联合推出面向家庭用户的“沃长宽”和政企用户的“沃信通”子品牌, 将公司自有的服务优势和联通的产品资源优势深度融合, 进一步开发北京地区的家庭和政企云网通信协同一体化市场。未来, 公司也将成立网络资产运营公司, 对现有的海缆、城域网络和接入网络进行管理、运营和价值变现。

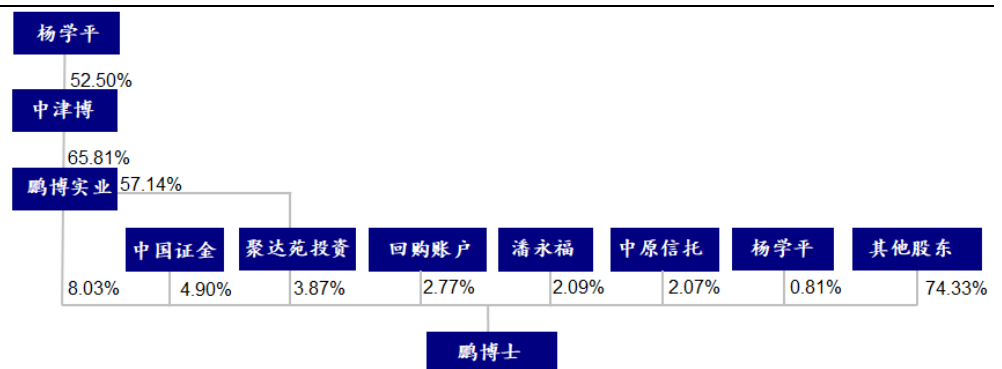
转型谋划二: 定增助力, 提升大股东地位、消除财务困境并举。公司于 2020 年 3 月 11 日发布定增预案, 6 月 25 日发布预案修订稿, 拟向欣鹏运、云益晖、和光一至以及中安国际共 4 名特定对象发行股份募集约 27.59 亿元, 我们预计年内将完成发行。

表 8 鹏博士 2020 年 6 月 25 日发布的《2020 年非公开发行 A 股股票预案（修订稿）》详情

| 发行股票的种 类、面值和方式 | A 股，每股面值 1 元，向特定对象非公开发行。 | | | | |
|-------------------|---|------|--|--------------|--------------|
| | 序号 | 发行对象 | 说明 | 认购股数 (亿股) | 认购金额 (亿元) |
| 发行对象 | 1 | 欣鹏运 | 欣鹏运为控股股东鹏博实业的控股子公司，主营股权投资，17-19 年无营收，净资产-1.02 万元；将通过现金认购本次非公开发行的股票成为公司控股股东。公司实际控制人不发生改变。 | 1.72 | 11.04 |
| | 2 | 云益晖 | 2019 年 10 月成立，注册资本 2000 万元，主要投资云计算产业、大数据产业，2019 年度无营业收入。 | 0.86 | 5.52 |
| | 3 | 和光一至 | 2020 年 4 月成立，注册资本 2 亿元，主营计算机网络技术开发。 | 0.86 | 5.52 |
| | 4 | 中安国际 | 2017 年 12 月成立，注册资本 1 亿元，主要从事对外投资、投资管理，隶属中国国际跨国公司促进会，2019 年营收 87 万元。 | 0.86 | 5.52 |
| | | | 合计 | 4.30 | 27.59 |
| 认购方式 | 现金。 | | | | |
| 发行数量 | 本次非公开发行的股票数量不超过 429,718,200 股（含本数），不超过本次发行前公司总股本的 30%。 | | | | |
| 定价原则及发行 价格 | 本次非公开发行的定价基准日为公司第十一届董事会第二十九次会议决议公告日（即 2020 年 6 月 25 日）。本次非公开发行的发行价格为 6.42 元/股，发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 80%。 | | | | |
| 限售期 | 发行对象认购的本次非公开发行的股份自发行结束之日起 18 个月内不得转让。 | | | | |
| 决议有效期及上 市地点 | 本次非公开发行的股票将申请在上海证券交易所上市。 | | | | |
| 募集资金金额及 用途 | 扣除发行费用后募集资金净额拟全部用于偿还有息债务（包含金融机构借款和公司债券等）。 | | | | |

资料来源：公司 2020 年非公开发行 A 股股票预案（修订稿），海通证券研究所

截至公司定增预案（修订稿）发布，董事长杨学平直接及间接控制公司 12.71% 的股份，为公司实际控制人。定增完成后，实控人杨学平通过控股的欣鹏运将新增对上市公司持股 15.53%，加深与公司的利益绑定。

图 15 鹏博士股权结构（截至 2020 年 6 月 25 日）


资料来源：天眼查，公司 2019 年报、2020 年非公开发行 A 股股票预案（修订稿），海通证券研究所

表 9 鹏博士高管团队概况

| 职务 | 姓名 | 简要履历 |
|--------|-----|--|
| 董事长 | 杨学平 | 历任深圳市经济发展局科员、深圳市商贸控股集团有限公司投资部总经理、深圳市蓝津科技股份有限公司总经理、深圳市多媒体技术有限公司董事长。2002 年 6 月至今，任公司董事长。 |
| 董事、总经理 | 崔航 | 历任北京恒创伟业科技有限公司总经理、深圳安联智能科技有限公司董事长、鹏博实业董事/副总裁。具有丰富的 IT 及互联网企业经营管理经验。2018 年 8 月至今，任公司董事、总经理。 |
| 董事 | 杜敬磊 | 历任毕马威中国助理经理、鼎晖投资董事总经理。2018 年 8 月至 2019 年 7 月，任公司董事。 |
| 董事 | 周新宇 | 历任美国 SUNGARD 公司中国区高等教育业务部销售总监/中国区总裁、上海智隆信息技术股份有限公司董事长/总经理。2018 年 8 月至今，任公司董事。 |

资料来源：公司 2019 年报，海通证券研究所

转型谋划三：转让 IDC 固定资产，降负债、轻资产运营。公司于 2020 年 4 月 28 日发布公告，拟向平盛国际、锦泉投资转让 23 亿元数据中心固定资产，与受让方签订长期协议，依托标的资产进行业务运营及收入分成，在缓解短期偿债压力的同时，实现数据中心业务轻资产转型。

表 10 鹏博士 2020 年 4 月 28 日发布的《关于资产转让及受托运营数据中心业务的公告》详情

| | |
|------------|---|
| 受让方 | 平盛国际金融控股有限公司 (Pins International Financial Holdings Limited)、锦泉元和投资管理有限责任公司。锦泉投资为平盛国际在中国境内的合作资产管理机构，锦泉投资与平盛国际为联合收购方。 |
| 标的资产 | 数据中心的全部固定资产、经营所需的流动资产 (《资产转让协议书》签署日后发生的应收账款等)、必要的维护运营人员、土地房产对应的资产租赁合同、必要的维护运营人员的劳动合同、电费水费合同，以及数据中心运营所需的全部前置审批等文件。 |
| 转让价格 | 23 亿元人民币 |
| 合作方式 | (1) 公司依托标的资产开展数据中心业务，进行 业务运营及管理 ，并以公司名义发展客户； (2) 基于标的资产发展的客户，由公司签署业务合同并 收取合同费用 ，公司按照协议约定与锦泉投资进行各项费用结算； (3) 公司就依托标的资产开展数据中心业务的全部业务收入与锦泉投资进行 收入分成 。 |
| 合作期限 | 在公司完全履行协议项下全部义务及各项承诺的前提下， 合作期限为 10 年 。合作期限届满后，如公司拟继续进行运营管理，公司有优先续约权。 |
| 对公司业务的影响 | 实现公司数据中心业务“ 轻资产、重运营 ”的战略转型，由传统的自建自营模式向多元化合作模式转型，输出数据中心运营服务能力，与投资方等合作伙伴共享运营收益。 |
| 对公司当期业绩的影响 | 截至 2019 年 12 月 31 日，标的资产账面价值约 8.8 亿元；2020 年 1 月至 9 月期间，标的资产折旧约 1.01 亿元；截至 2020 年 9 月 30 日，标的资产账面价值约 7.79 亿元。本次标的资产转让价格为 23 亿元，扣除各项税费及其他成本后， 预计 2020 年度公司净利润将增加约 9.5 亿元 。 |

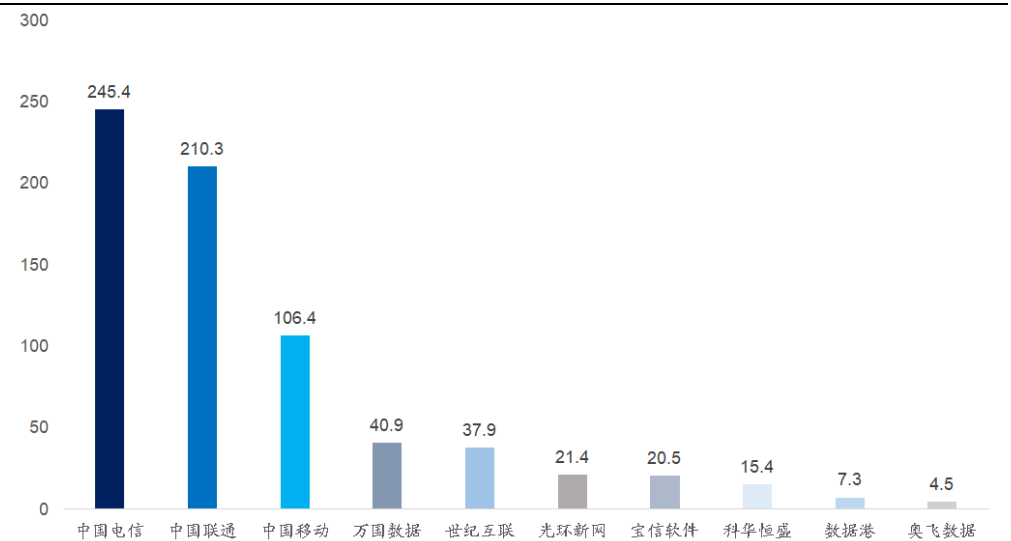
资料来源：公司关于资产转让及受托运营数据中心业务的公告，海通证券研究所

3. 转型思路&行业格局评析: IDC 雁阵格局初成, 扩张与并购重组步入活跃期

3.1 三大运营商主导, 第三方 IDC 企业雁阵格局初形成

基于早期数据中心建设资源的积累, 当前我国 IDC 市场仍由三大运营商主导, 形成了基础电信运营商及众多第三方 IDC 厂商共同提供数据中心服务的市场格局。2019 年运营商 IDC 相关业务营收规模上仍大幅领先于国内第三方 IDC 厂商, 国内收入规模最大的第三方 IDC 厂商万国数据, 其 2019 年 IDC 业务营收 (41 亿元) 尚不及中国移动的 1/2。

图 16 2019 年国内厂商 IDC 相关业务营收 (亿元)



备注: 中国电信和中国联通按照 2018 年 IDC 业务比重进行测算; 中国联通采用“IDC 及云计算”业务口径, 万国数据采用“服务”业务口径, 宝信软件采用“服务外包”业务口径, 科华恒盛采用“云基础产品及服务”业务口径, 光环新网除去“云计算”业务口径

资料来源: 三大运营商年报 (2018-2019)、Wind, 海通证券研究所测算

纵观我国 IDC 行业产业链, 上游主要由硬件设备制造商、软件服务商、电信运营商等组成。中游主要分为两大类, 即网络中立的数据中心服务商 (第三方 IDC 厂商) 和 IDC 服务商。目前, 第三方 IDC 厂商主要有万国数据、世纪互联、光环新网、宝信软件、奥飞数据、鹏博士、数据港、科华恒盛等; IDC 服务商分为基础电信运营商和云计算服务商。产业链下游参与者众多, 主要包括互联网企业、金融机构、制造业企业、政府部门等。国内第三方 IDC 厂商基本情况对比如下:

表 11 第三方 IDC 厂商基本情况整理

| 公司名称 | 主要销售模式 | 主要客户 | 2019 年底运营机柜 (个) | IDC 布局 | IDC 业务竞争优势 |
|------|--------|--|-----------------|--------------------------------|--------------------------------------|
| 万国数据 | 批发型 | 72.6%云服务商, 14.3%互联网企业, 13.1%金融机构及其他大型企业 | 90300 | 北京、上海、广东、成都、河北、江苏昆山 | 纳斯达克上市, 资本支出远高于国内 IDC 竞争对手, 机柜规模优势大 |
| 世纪互联 | 零售型 | 2000 家企业客户:70%互联网客户及云服务商, 30% GOE 和金融客户 | 36291 | 北京、上海、杭州、广州、深圳、河北、江苏 | 中国最早 IDC 服务商之一, 具有 IDC 数量规模优势, 运营能力强 |
| 光环新网 | 零售型 | 亚马逊 AWS、阿里云等云服务商约为 40%, 互联网客户约 30%, 20%金融客户, 10%企业客户 | 36000 | 北京、河北燕郊、上海、江苏昆山 | 区域龙头, 一线城市资源丰富 |
| 宝信软件 | 批发型 | 主要面向阿里、太保等 | 25500 | 上海、武汉 | 背靠宝武集团, 实现低成本运营 |
| 数据港 | 批发型 | 中国电信、阿里为主, 同时服务于网易、腾讯、百度等大型互联网企业 | 21644 | 杭州、河北张北、上海、深圳、北京、广东河源、江苏南通、内蒙古 | 上海静安区国资委实际控制, 融资成本低; 依靠阿里订单快速增长 |
| 奥飞数据 | 零售型 | UC、搜狐、三七互娱等网络游戏与流媒体企业 | 7200 | 广东、广西、海南、北京、中国香港及海外 | 深耕华南及海外市场, 避免与境内其他龙头 IDC 企业正面竞争 |
| 科华恒盛 | 零售型 | 覆盖政府、金融、互联网等多个领域 | 20000 | 北京、上海、广州 | 成本管控优势, 30 多年高端电源产品生产及服务经验 |
| 鹏博士 | 零售型 | 互联网类: 阿里、华为、新浪、搜狐等, 视频/游戏类: 央视、湖南卫视、爱奇艺等 | 30000 | 北京、上海、广州、深圳、武汉、成都、佛山 | 重构资产布局, 转型 IDC 轻资产运营模式 |

资料来源: 万国数据、世纪互联、光环新网、鹏博士、宝信软件、数据港、科华恒盛、奥飞数据官网及各公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

在 IDC 布局方面, 万国数据、数据港和鹏博士布局相对广泛。以一线为重点城市的 IDC 服务商在国内是比较稀缺的资源, 相应的, 第三方 IDC 企业在资源稀缺的一线核心城市往往批发兼零售, 毛利率相对较高; 在一线或二线城市周边地区则以批发为主要发展模式。

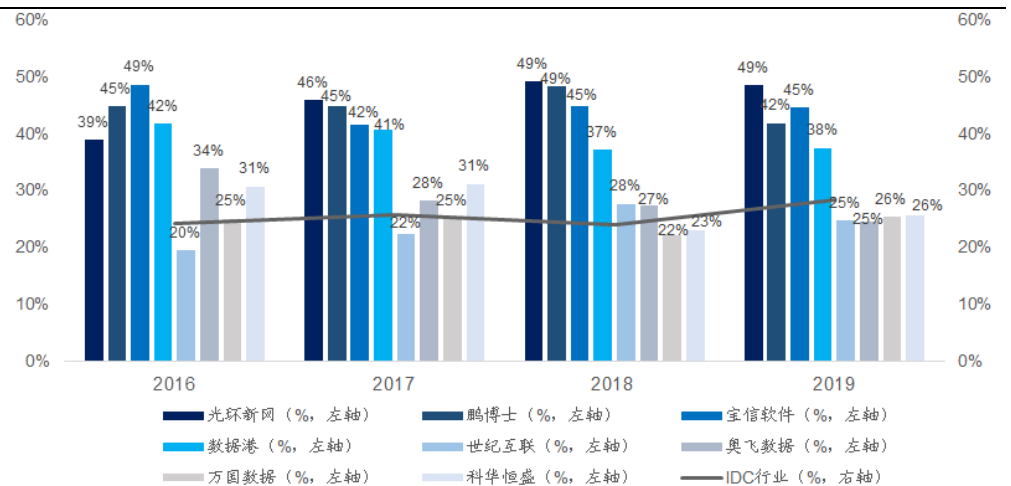
图 17 第三方 IDC 厂商全国 IDC 布局


资料来源: 万国数据季报 (2019Q4)、世纪互联季报 (2019Q4)、光环新网官网、鹏博士官网、宝信软件官网、数据港官网, 海通证券研究所

毛利率方面, 光环新网、鹏博士等零售型为主的 IDC 厂商毛利率相对较高, 2017-2019 年均超过 40%。在批发型服务商中, 宝信软件毛利率相对较高, 背靠宝武

集团实现低成本运营。

图 18 国内第三方 IDC 厂商 2016-2019 毛利率 (%)

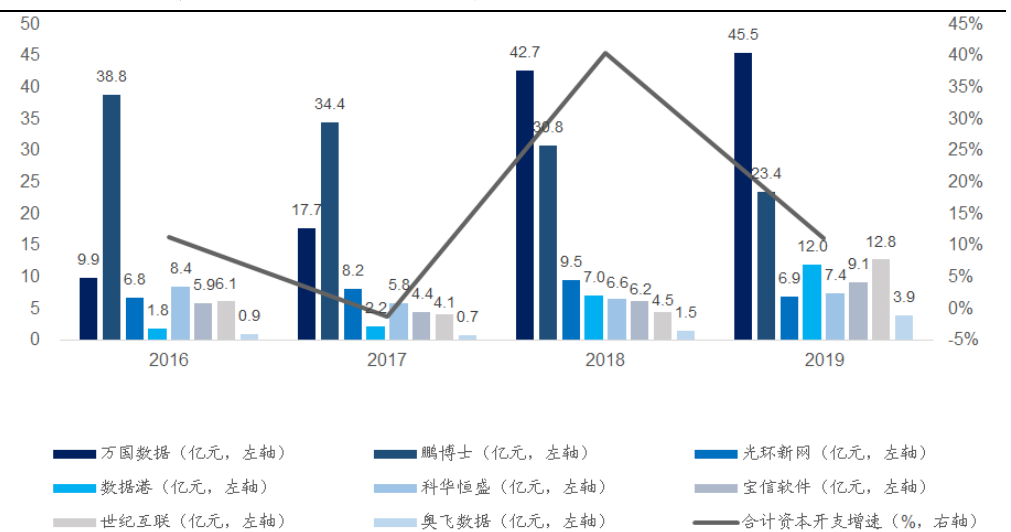


备注：万国数据采用“服务”业务口径，宝信软件采用“服务外包”业务口径，科华恒盛采用“云基础产品及服务”业务口径，光环新网除去“云计算”业务口径，鹏博士采用“数据中心与互联网增值业务”业务口径，数据港采用“IDC服务业”业务口径
 资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 步入资本扩张、并购交易活跃期，新基建政策与行业景气趋势共振

资本开支方面，2016-2019 年国内主要第三方 IDC 厂商合计资本开支增速分别为 11.3%、-1.3%、40.4%、11.1%。2018 年资本开支迎来高速增长期，主要系万国数据、光环新网、数据港拉动整体支出高增长。

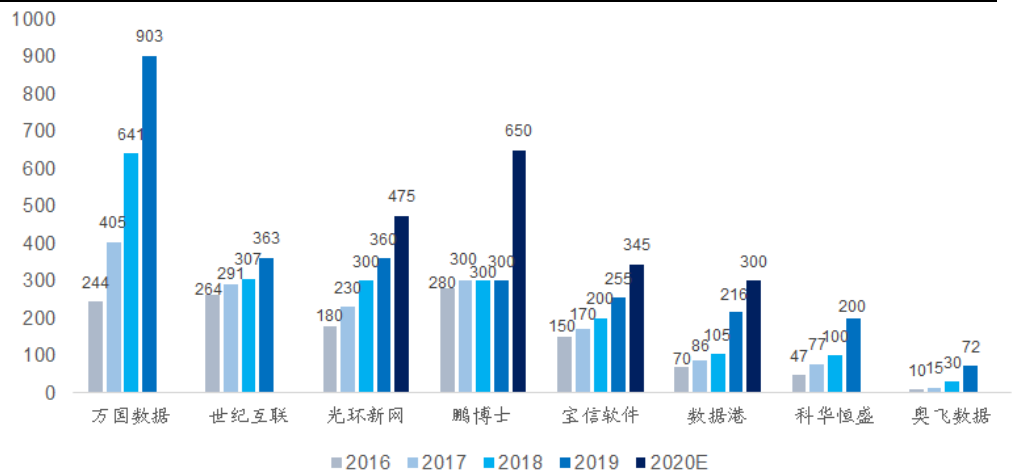
图 19 国内第三方 IDC 厂商 2016-2019 资本支出及合计增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

机柜规模方面，万国数据由于资本支出持续加大，机柜规模处于行业领先地位；2019 年数据港新增 5 个数据中心，机柜规模达 21644 个，同比增长 107%；光环新网通过并购实现市场规模的快速提升；鹏博士未来三年内计划新增约 7 万个机柜，我们预计，届时可运营机柜规模将达到 10 万个。

图 20 国内第三方 IDC 厂商 2016-2020E 运营机柜规模 (百个)



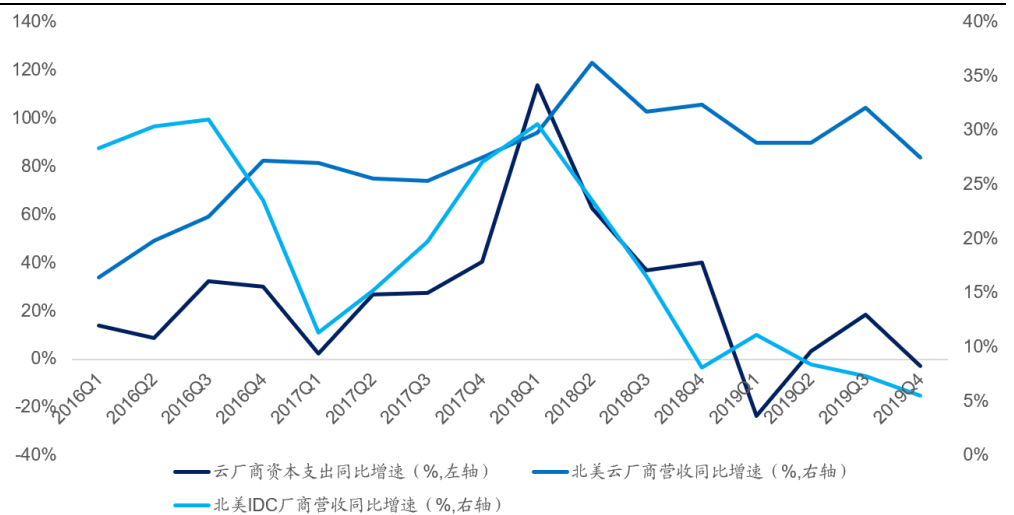
注: 万国数据按单机柜 2.5 平方米测算

资料来源: 万国数据、世纪互联、光环新网、鹏博士、宝信软件、数据港、科华恒盛、奥飞数据年报 (2016-2019)、万国数据 2019Q4 季报、世纪互联 2019Q4 季报、宝信软件股东大会材料 (2015-2017)、奥飞数据招股说明书、中国产业信息网, 公司官网, 海通证券研究所

融资方面, 万国数据 2018-2019 年进行了两次增发, 募资 6.86 亿美元; 2019 年下半年以来, 光环新网、鹏博士、数据港、奥飞数据等均启动定增项目, 加速项目扩张或对外进行 IDC 并购交易。

我们通过刻画北美云厂商与 IDC 厂商资本支出与营收的高频数据, 发现云厂商资本支出与 IDC 厂商营收之间存在明显的联动效应, 云厂商资本开支变动通常快速反映在 IDC 厂商营收变动。因此, 我们认为, 随着全球云计算巨头资本开支步入新一轮景气周期, 将为 IDC 带来有力的增长动力。

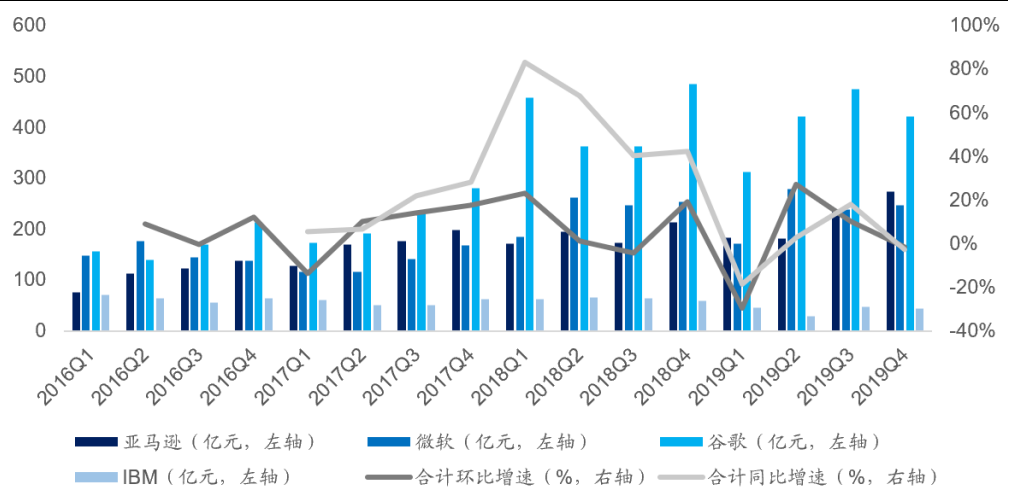
图 21 北美云计算产业链联动效应



资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 云厂商选用亚马逊网络服务业务、微软智能云业务、谷歌云业务&经营权及其他收入业务, IDC 厂商选用 Equinix、Digital Realty

北美、中国公有云市场均趋于集中, 云厂商资本支出 2019H2 明显回升。亚马逊、微软、谷歌三家全球/北美 TOP3 云计算龙头企业 2019Q3 合计资本开支同比增长 21.6% (Q2 同比增长 7.4%, Q1 下滑), 环比增长 8.3%; 2019Q4 合计资本开支达到 944 亿元。阿里、腾讯 2019 年资本开支同比均呈现上升趋势, 其中阿里资本开支同比增长 66%。我们认为, 放眼全球, 云计算市场份额向巨头集中趋势十分明显, 各大云厂商正集中各自优势资源赋能云业务, 云巨头间竞争进一步加剧, 有望促使各大云厂商加大资本开支力度, 提速云基础设施建设。

图 22 2016-2019 年各季度云服务商资本支出 (亿元)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

大型云厂商积极在全球范围内布局数据中心, 自建 IDC 同时不断加强与第三方 IDC 合作。根据解析投资援引中国数据中心产业发展联盟统计, 2018 年国内 IDC 市场的需求方中主要云计算厂商 (阿里、腾讯、亚马逊等) 份额达到 37%。2019 年, 阿里与数据港签下 83 亿元 (含电) 定制型数据中心合作备忘录; 2019Q4 万国数据近 87% 客户为阿里、腾讯、金山云等云服务商及互联网企业, 世纪互联为 70%。国内云厂商对数据中心行业依然保持强劲需求。

随着新基建的推进及云计算服务部署提速, 数据中心扩容步伐会相应加快, 相关设备及服务需求随之增加。国内第三方 IDC 企业逐步进入自建、并购双轮驱动的扩张期, 强者恒强的局势愈加显著。

3.3 鹏博士的第四次转型: IDC 轻资产运营&最后一公里社区运营商

针对数据中心业务, 公司将以两条主线实现规模与速度的突破: 一条主线是 HOMM (即酒店运营管理模式) 模式, 另一条主线是深度绑定大客户定制数据中心。

我们认为, 本次 IDC 资产转让是鹏博士向 HOMM 模式转型后的重要一步。首先, 使公司能够充分利用合作伙伴资源以实现数据中心规模的快速扩张。在数据流量爆发式增长、新基建加速的背景下, 核心城市数据中心资源稀缺性进一步凸显, 加快建设优质的数据中心是当务之急。为满足数据中心建设需求, 公司通过与多方合作, 轻资产运营 IDC 可以有效化解融资成本高、投资金额大、回报周期长的难题, 减少资金沉淀, 并快速提升数据中心规模。

其次, 通过低成本充裕资金, 实现资本方与运营方发展的双赢机遇, 建立品牌效应, 为进一步拓展数据中心资源提供强劲动力。此次合作受让方平盛国际隶属于保险业巨头维也纳保险集团 (Vienna Insurance Group), 该集团总资产超过 500 亿欧元, 在 25 个国家及地区拥有约 50 家保险公司。公司布局数据中心行业多年, 拥有规模化成熟的运营团队、大量多元化的高粘性客户群体, 能够借此次合作发挥自身优势, 建立良好的品牌口碑、完整的产业生态体系, 通过持续输出运营服务的方式, 与受让方共享收益, 并由此获得稳定的收益回报。目前, 公司在全国拥有超 500 人的专业数据中心运维团队, 2019 年开始承接机房运维项目, 实现运维能力输出的破冰。

2019 年 12 月, 南京楷德悠云数据中心盛大开工奠基, 总投资额 15 亿元、总容量 8400 个机柜的楷德悠云数据中心成为公司大数据 HOMM 模式品牌战略的首个典型案例。未来, 公司将运用 HOMM 模式进一步补充京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区、华中区域、西南区域的数据中心资源储备, 将持续选择人口与产业密集区域, 与有意布局数据中心产业的合作伙伴进行深入合作, 输出数据中心体系化综合运营服务能力, 受托挂牌经营合作伙伴资产。公司规划未来 3 年运营 12 万个机柜, 逐步由自建自营的模式逐步向自建自营+合作共建+受托运营的模式转变。

公司也在积极探索定制化发展模式,为各行各业优质大客户 提供定制化代建运营服务,目前与国内互联网 巨头企业的定制化数据中心项目正在合作中。我们预计,公司 现有核心城市数据中心的广泛布局,以及未来大规模扩张等多重利好将带动 IDC 业务的迅猛发展,分享 5G 智联网时代流量红利。

对于公司宽带业务的转型,我们认为将是包袱重新转化为收益的一种方式。运营商为了专注于核心业务,更愿意通过服务外包从繁复的网络建设、设备维护的技术细节中解脱出来。鹏博士转型做通信服务商,拥有近 4 万名具备网络装维知识的员工,分布在全国两百多个城市,发力网络装维业务优势明显,在避免与运营商正面竞争的同时,有望承接 5G 技术的市场红利,带来业务增量。

4. 盈利预测与投资建议

公司作为国内规模领先的数据中心厂商之一,定增、资产转让后重构资产负债表,报表质量将得到根本改变,安全边际较足;进一步绑定实控人和上市公司利益,转型轻资产 IDC 运营模式,业务模式及未来路径可行。

主要盈利预测假设:

1.宽带业务方面,公司拥有近 4 万名具备网络装维知识的员工,分布在全国两百多个城市,发力网络装维业务优势明显,目前已与多省市电信运营商、广电系运营商和铁塔公司洽谈宽带和 5G 应用及基础设施建设合作,业务增量可期,也将对现有的海缆、城域网络和接入网络进行管理、运营和价值变现,预计宽带业务收入将停止大幅下降。

2.IDC 业务方面,公司在数据中心领域积累多年,截至 2019H1,机柜总数约 3 万个,规模优势明显,规划未来 3 年运营 12 万个机柜;作为零售型厂商,2017-2019 年毛利率均超过 40%。随着新基建的推进及云计算服务部署提速,相关设备及服务需求随之增加,预计未来三年公司 IDC 收入将维持 25%以上的高增速。

基于以上假设,我们预测公司 2020-2022 年度营业总收入为 64.36 亿 (+6.38%)、70.25 亿 (+9.15%) 和 77.96 亿 (+10.98%) 元,归母净利润为 9.06 亿 (+115.75%)、5.32 亿 (-41.23%) 和 6.94 亿 (+30.31%) 元,扣非净利润为 4.08 亿、5.35 亿和 6.97 亿元;参考可比公司估值,给予公司 2020 年合理估值 PE 区间 20-25x,合理价值区间 12.65-15.81 元,“优于大市”评级。

表 12 鹏博士主营业务盈利预测表

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| IDC 业务 | | | | | | |
| 销售总收入 (百万元) | 1245.98 | 1354.13 | 1593.64 | 1992.06 | 2589.67 | 3366.57 |
| 增长率 (%) | 6.49% | 8.68% | 17.69% | 25.00% | 30.00% | 30.00% |
| 宽带业务 | | | | | | |
| 销售总收入 (百万元) | 6714.05 | 5282.49 | 4162.32 | 4120.70 | 4079.49 | 4038.69 |
| 增长率 (%) | -10.08% | -21.32% | -21.21% | -1.00% | -1.00% | -1.00% |
| 其他业务 | | | | | | |
| 销售总收入 (百万元) | 209.67 | 223.06 | 293.90 | 323.29 | 355.61 | 391.18 |
| 增长率 (%) | -1.66% | 6.39% | 31.76% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 主营业务收入合计(百万元) | 8169.70 | 6859.68 | 6049.86 | 6436.04 | 7024.78 | 7796.44 |
| 综合增长率 (%) | -7.68% | -16.04% | -11.81% | 6.38% | 9.15% | 10.98% |
| 综合毛利率 (%) | 53.72% | 50.96% | 42.13% | 37.41% | 36.27% | 35.14% |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 可比公司估值比较

表 13 可比公司估值

| 代码 | 公司名称 | 股价 (元) | 市值 (亿元) | EPS (元) | | | PE (X) | | |
|-----------|------|-----------|------------|---------|-------|-------|------------|-----------|-----------|
| | | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E |
| 300383.SZ | 光环新网 | 31.48 | 486 | 0.54 | 0.66 | 0.84 | 58 | 48 | 37 |
| 600845.SH | 宝信软件 | 72.74 | 679 | 0.78 | 0.97 | 1.2 | 93 | 75 | 61 |
| 603881.SH | 数据港 | 112.15 | 236 | 0.52 | 0.63 | 1.11 | 216 | 178 | 101 |
| 300738.SZ | 奥飞数据 | 65.50 | 131 | 0.88 | 0.86 | 1.15 | 74 | 76 | 57 |
| | | | | | | 平均 | 110 | 94 | 64 |

备注：收盘价日期为 2020 年 7 月 13 日

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所

6. 风险提示

- (1) 长宽资产出表进展低于预期；
- (2) IDC 合作方开拓进展低于预期；
- (3) 海缆资产剥离进展低于预期。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 利润表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 6050 | 6436 | 7025 | 7796 |
| 每股收益 | -4.01 | 0.63 | 0.37 | 0.48 | 营业成本 | 3501 | 4028 | 4477 | 5057 |
| 每股净资产 | 0.52 | 1.35 | 1.92 | 2.61 | 毛利率% | 42.1% | 37.4% | 36.3% | 35.1% |
| 每股经营现金流 | 0.73 | 1.73 | 2.07 | 2.79 | 营业税金及附加 | 20 | 22 | 24 | 26 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 1480 | 965 | 1040 | 1014 |
| P/E | -2.55 | 16.19 | 27.56 | 21.15 | 营业费用率% | 24.5% | 15.0% | 14.8% | 13.0% |
| P/B | 19.54 | 7.59 | 5.33 | 3.92 | 管理费用 | 874 | 547 | 590 | 651 |
| P/S | 2.42 | 2.28 | 2.09 | 1.88 | 管理费用率% | 14.5% | 8.5% | 8.4% | 8.4% |
| EV/EBITDA | 7.18 | 9.57 | 6.67 | 4.29 | EBIT | -107 | 604 | 603 | 729 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | 278 | 227 | 162 | 123 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 4.6% | 3.5% | 2.3% | 1.6% |
| 毛利率 | 42.1% | 37.4% | 36.3% | 35.1% | 资产减值损失 | -5327 | 26 | 37 | 33 |
| 净利率 | -95.1% | 14.1% | 7.6% | 8.9% | 投资收益 | 29 | 2272 | 35 | 39 |
| 净资产收益率 | -766.3% | 46.9% | 19.4% | 18.5% | 营业利润 | -5815 | 930 | 542 | 711 |
| 资产回报率 | -36.4% | 4.9% | 2.5% | 2.9% | 营业外收支 | -106 | 3 | 6 | 3 |
| 投资回报率 | -1.7% | 7.2% | 6.1% | 6.5% | 利润总额 | -5921 | 932 | 548 | 714 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 1872 | 1704 | 2203 | 2829 |
| 营业收入增长率 | -11.8% | 6.4% | 9.1% | 11.0% | 所得税 | -143 | 23 | 13 | 17 |
| EBIT 增长率 | -117.7% | 665.6% | -0.1% | 21.0% | 有效所得税率% | 2.4% | 2.4% | 2.4% | 2.4% |
| 净利润增长率 | -1610.7% | 115.7% | -41.2% | 30.3% | 少数股东损益 | -27 | 4 | 2 | 3 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | -5751 | 906 | 532 | 694 |
| 资产负债率 | 94.8% | 89.3% | 86.6% | 83.8% | | | | | |
| 流动比率 | 0.17 | 0.41 | 0.54 | 0.67 | 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 速动比率 | 0.16 | 0.40 | 0.53 | 0.65 | 货币资金 | 752 | 4494 | 6821 | 9600 |
| 现金比率 | 0.05 | 0.30 | 0.43 | 0.56 | 应收账款及应收票据 | 435 | 411 | 467 | 512 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 35 | 57 | 57 | 67 |
| 应收帐款周转天数 | 26.22 | 23.31 | 24.28 | 23.95 | 其它流动资产 | 1211 | 1175 | 1214 | 1244 |
| 存货周转天数 | 3.64 | 5.18 | 4.66 | 4.84 | 流动资产合计 | 2432 | 6138 | 8560 | 11422 |
| 总资产周转率 | 0.38 | 0.35 | 0.33 | 0.33 | 长期股权投资 | 1164 | 1318 | 1480 | 1650 |
| 固定资产周转率 | 1.06 | 1.71 | 2.63 | 7.09 | 固定资产 | 5716 | 3756 | 2675 | 1100 |
| | | | | | 在建工程 | 2658 | 2758 | 2858 | 2958 |
| | | | | | 无形资产 | 199 | 202 | 206 | 209 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 13385 | 12492 | 12532 | 12137 |
| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 资产总计 | 15817 | 18630 | 21092 | 23559 |
| 净利润 | -5751 | 906 | 532 | 694 | 短期借款 | 491 | 500 | 500 | 500 |
| 少数股东损益 | -27 | 4 | 2 | 3 | 应付票据及应付账款 | 1451 | 1753 | 1918 | 2177 |
| 非现金支出 | 7470 | 1074 | 1563 | 2067 | 预收账款 | 5881 | 6307 | 6866 | 7627 |
| 非经营收益 | 206 | -462 | 36 | 58 | 其它流动负债 | 6185 | 6376 | 6584 | 6817 |
| 营运资金变动 | -850 | 955 | 837 | 1170 | 流动负债合计 | 14009 | 14936 | 15867 | 17121 |
| 经营活动现金流 | 1049 | 2477 | 2970 | 3991 | 长期借款 | 3 | 203 | 413 | 633 |
| 资产 | -2333 | -761 | -353 | -366 | 其它长期负债 | 990 | 1490 | 1990 | 1990 |
| 投资 | -1402 | -940 | -987 | -1036 | 非流动负债合计 | 992 | 1692 | 2402 | 2623 |
| 其他 | 1564 | 2300 | 64 | 69 | 负债总计 | 15001 | 16628 | 18269 | 19744 |
| 投资活动现金流 | -2171 | 599 | -1275 | -1333 | 实收资本 | 1432 | 1432 | 1432 | 1432 |
| 债权募资 | 1668 | 209 | 210 | 221 | 归属于母公司所有者权益 | 751 | 1932 | 2750 | 3740 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 65 | 70 | 72 | 75 |
| 其他 | -1479 | 458 | 422 | -101 | 负债和所有者权益合计 | 15817 | 18630 | 21092 | 23559 |
| 融资活动现金流 | 189 | 667 | 632 | 119 | | | | | |
| 现金净流量 | -923 | 3742 | 2327 | 2778 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 13 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

朱劲松 通信行业
张峥青 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 光迅科技,通宇通讯,中国联通,俊知集团,深南电路,中新赛克,世嘉科技,烽火通信,光环新网,亨通光电,海能达,迪普科技,崇达技术,硕贝德,海格通信,中兴通讯,锐科激光,星网锐捷,光库科技,亿联网络,移远通信,沙钢股份,紫光股份,山石网科,工业富联,移为通信,深信服,数据港,华工科技,中际旭创

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zzw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fngq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-82900477 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fufy11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

| | | |
|---|--|--|
| 电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com | 煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com | 电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com |
| 基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com | 计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com | 通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张戈(010)58067852 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com |
| 非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com | 交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com | 纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com |
| 建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com | 机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com | 钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com |
| 建筑工程行业 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com | 农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com | 食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com |
| 军工行业 张恒晖 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com | 银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com | 社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com |
| 家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com | 造纸轻工行业 衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com | |

研究所销售团队

| | | |
|--|---|--|
| 深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏舍 gbh11537@htsec.com | 上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com | 北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金焱(010)58067851 gjy12727@htsec.com |
|--|---|--|

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com