

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

通信

鹏博士（600804）

重大事件快评

增持

（维持评级）

2020 年 06 月 30 日

熬过至暗时刻，期待从新开始

证券分析师：程成

0755-22940300

chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001

事项：

从公司今年以来多篇公告信息来看，公司大幅度优化了资产结构。战略上从宽带业务抽身，以轻装上阵的方式集中精力迎接新基建时代数据中心市场需求的爆发和企业市场的云业务。公司债券业务逐渐清偿，经营业务有望新机遇。

评论：

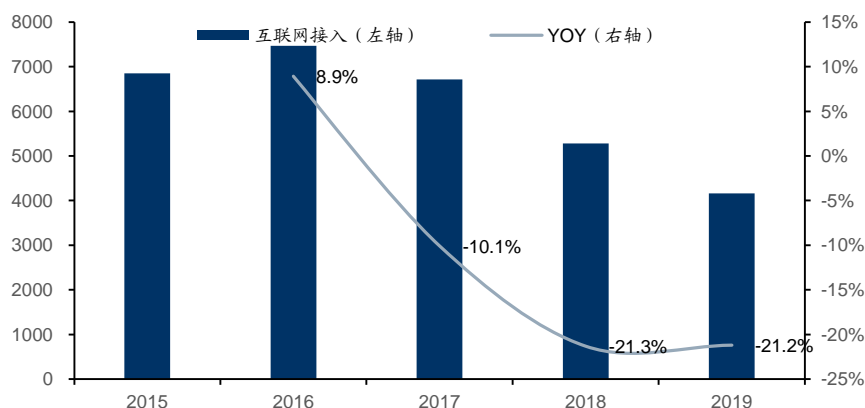
■ 高负债重压，2019 年遇上市以来重大亏损

5 月 19 日，公司财务数据显示，其 2019 年实现营业收入约为 60.5 亿元，同比下降 11.81%；当期对应实现归属净利润约为 -57.51 亿元，同比大幅下降 1610.74%。在去年同期，鹏博士实现归属净利润约为 3.81 亿元。这次业绩巨额亏损，主要系宽带业务失速导致商誉减值所致。2019 年度公司计提商誉减值准备 19.99 亿元，计提固定资产减值准备 30.75 亿元，计提坏账准备及其他资产减值损失等 4.17 亿元。

（1）成败皆长城宽带

2012 年—2016 年，上市公司互联网接入的营收规模从 16 亿增至 74.67 亿元。这四年，长城宽带的净利润分别为 2.91 亿元、4.15 亿元、3.25 亿元和 2.85 亿元，占当期公司整体净利润的 67.3%、77.78%、45.2% 和 38.47%。从 2017 年开始，长城宽带开始走下坡路。尤其是 2018 年以来，因一级运营商响应“提速降费”的要求掀起了价格战，中移动也加入了争夺宽带市场。中移动的强大资金支持（免费送策略）和执行力（到县一级的渠道队伍），电信、联通都没法挡住持续客户流失的局面。

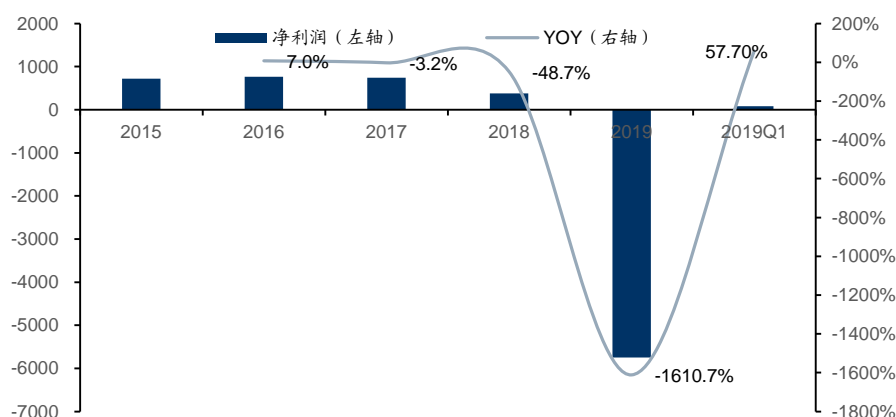
图 1：互联网接入收入历年变化



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

电信领域是个重资产、高投资和折旧快的行业，后期的维护成本也很高，这使得二级运营商鹏博士在经营上压力骤增。在提速降费之下，长城宽带的低价优势不复存在，网速的用户体验也不好。自此，鹏博士的业绩出现明显下滑，由 2017 年 7.4 亿元净利润直线下滑至 2018 年的 3.77 亿元，接近腰斩。

图 2：鹏博士净利润历年变化



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

(2) 海外海底光纤延后

2017 年 11 月，鹏博士香港子公司以现金 9000 万美元(约合人民币 4.90 亿元)收购了 PLD Holdings Limited (下称“PLD”)93%的股权，PLCN 海缆项目是第一条直接连接中国香港和美国洛杉矶的海底光缆，由 PLD Holdings Limited 与谷歌、脸书联合建设。我们预计这一项目历史 4-5 亿美金的总投入。

PLCN 海缆项目是第一条直接连接中国香港和美国洛杉矶的海底光缆，运用最先进的 C+L 波段传输技术，建设完成后将极大提升亚洲和美洲间通信服务品质。PLCN 海缆项目于 2015 年底开始筹备建设，建成后，PLD 公司将拥有 PLCN 海缆系统的 4 对光纤资源，直连香港和美国，每对光纤设计容量 24Tbps，PLD 公司拥有的总设计容量将达 96Tbps。媒体报道该条海缆已于 2020 年上半年完成全部海上施工，但由于疫情影响，目前工程验收及测试工作尚未完成。

在行政审批方面，该项目需要取得香港和美国两地运营牌照，由鹏博士和谷歌分别负责，前述美国 FCC 批准的施工许可(STA)是为期 180 天的短期许可，与运营牌照相独立。目前香港运营牌照已经全部完成，而美国的运营牌照正在由谷歌推进。谷歌将作为三家投资方的代表，推进海缆全系统获得美国运营牌照事宜，目前已经提交申请，尚在审批流程中。短期内这个项目短期由于政治原因导致延期，未来该项目在合适的框架下有望得到解决，虽然潜在价值很高但是短期启动似乎需要合理时机，静待短期扰动得到解决。

(3) 高负债重压

2017 年末、2018 年末及 2019 年末，公司资产负债率分别为 68.85%、69.53%和 94.84%，主要是因为公司所属行业为资金密集型行业，固定资产投资规模较大，公司债券集中到期等借款规模较高所致。

根据披露的信息，鹏博士目前有 17 鹏博债、18 鹏博债两只债券在存续期内，总余额 20 亿元。而股权质押问题也是压在鹏博士头顶上的另一根要命“稻草”。根据 choice，目前上市公司大股东深圳鹏博实业集团几乎全部股权已质押。

1) 4 月，公司完成“18 鹏博债”的回售，并顺利实施转售，已转售面值金额为 9.47 亿，暂时没有违约风险，且回笼大笔现金。

2) 6 月，公司完成“17 鹏博债”的回售，预计也会实施部分转售。

3) 而在新加坡交易所发行的 5 亿美元债券, 6 月 1 日经美元债券持有人会议通过, 上述债券期限将延长 18 个月, 至 2021 年 12 月 1 日到期。

通过近期公司在债券方面的举措, 公司仍然具备筹措能力, 相关努力也表明了公司管理层继续持续经营的决心, 而海外资产海缆业务, 因为政治原因静待解决。

■ 腾挪脱困, 优化资产结构

(1) 携手中国联通, 抽身宽带业务

2019 年 8 月, 公司宣布与中国联通北京分公司签订合作协议, 将公司在北京地区的家庭宽带用户约 125 万, 政企宽带移机互联网专线用户约 2.2 万户归属权转让给北京联通, 北京联通以上述用户 5 年收益权为基础, 在合作期间拟以 20 亿元分期向公司支付转让费用。

2020 年 6 月 3 日, 鹏博士与上海电信在沪签订业务合作协议, 共同设计、打造和经营全新宽带服务品牌, 与上海电信的合作, 是鹏博士战略转型的重要一步, 是继北京之后的又一拓展。此次合作将成为鹏博士与上海电信携手深耕上海市场的良好开端, 未来双方还将在上海地区的政企业务、线下渠道、网络资源、边缘机房、5G 基站建维等方面进行合作, 开拓更广阔的空间。

(2) 拟定增募资 27.59 亿元用于偿还债务

2020 年 3 月 10 日, 公司公告再融资预案, 拟向 4 名特定对象非公开发行不超过 4.3 亿股公司股份, 募集资金 24.62 亿元, 全部用于偿还有息债务。发行对象分别为欣鹏运科技、中安国际、广州瑞洺、余云辉。

2020 年 6 月 25 日, 公司发布公告对非公开发行预案进行修订, 价格方面从原来的 5.73 元改为 6.42 元, 股份数量不变, 募资金额变为 27.59 亿, 而本次非公开发行对象也变为欣鹏运、云益晖、和光一至和中安国际等 4 名投资者, 所有发行对象均以现金方式认购本次发行的股份。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。本次非公开发行决议自公司股东大会审议通过本次非公开发行股票相关议案之日起 12 个月内有效。

新进的非公开对象中安国际与公司签订 36 个月的长期战略合作协议, 双方就鹏博士数据中心建设进行合作, 此次非公开发行中, 认购上市公司本次发行的 8594 万股股票, 预计本次非公开发行完成后将持有上市公司 4.62% 的股份, 有望长期持有。

表 1: 发行对象及各自认购股数和金额

序号	发行对象	认购股数 (万股)	认购金额 (亿元)
1	欣鹏运	17188.74	11.03
2	云益晖	8594.36	5.52
3	和光一至	8594.36	5.52
4	中安国际	8594.36	5.52
合计		42971.82	27.59

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2017 年末、2018 年末和 2019 年末, 公司的资产负债率分别为 68.85%、69.53% 和 94.84%, 显著高于同行业上市公司平均水平, 其中有息负债总额 (短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券) 占总负债的比例分别为 26.33%、37.49% 和 36.13%, 公司面临较大的偿债压力。较高的负债水平在一定程度上也限制了公司业绩的持续增长。本次非公开发行募集资金总额不超过 27.59 亿元, 扣除发行费用后募集资金净额拟全部用于偿还有息债务。

本次非公开发行完成后, 公司净资产规模将大幅增加, 资金实力显著提升, 为主营业务发展战略的有效实施提供强力支撑, 有助于提高公司的核心竞争力和主营业务盈利能力。

(3) 转让资产维持营运资金

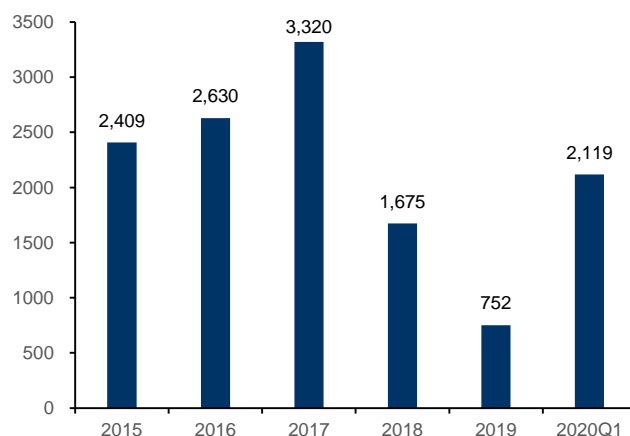
2020 年 4 月 27 日，公司公告拟向平盛国际金融控股有限公司、锦泉元和投资管理有限责任公司转让数据中心的固定资产，转让价格为 23 亿元人民币。并与受让方签订数据中心委托运营协议，继续负责数据中心业务的运营和管理。

简单理解，此次交易完成后，鹏博士相关业务将实行“经营”与“资产”分离的经营模式，鹏博士仍将拥有绝对运营权，受让方仅以“资金”全力支持其业务运营和发展。根据公司披露的公告，未来，鹏博士数据中心的客户归属未发生变化，与客户合同继续由公司签订并开具发票，收入归公司计量，对公司未来收入无影响；同时公司稳定获得数据中心业务营业收入 8% 以上的分成利润。

（4）一季度净利润同比转正

2020 年 5 月 19 日，公司公告显示一季度实现营业收入 13.36 亿元，同比下降 16.52%；实现净利润 8134 万元，同比增长 57.70%。扣非净利却增长 150%；净现金流量转正达 2.78 亿元，经营现金提升 311%，净现比为 3 倍多。财务整体比较健康。

图 3：公司现金变化（百万元）



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

■ 乘新基建东风，全面战略转型数据中心业务

对于之前的经营状况，公司也在积极寻求转型，并对公司战略布局进行了相应的调整。2018 年鹏博士该部分业务虽然体量当年仅为 13.54 亿元，但毛利率却高达 49.03%。当前的新基建政策，又给了鹏博士再次展翅高飞的机会。

（1）新基建政策

6 月 1 日，国家发展和改革委员会官方网站发布了《关于 2019 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2020 年国民经济和社会发展计划草案的报告》（以下简称报告），报告提及，“出台推动新型基础设施建设的相关政策文件，推进 5G、物联网、车联网、工业互联网、人工智能、一体化大数据中心等新型基础设施投资。”

（2）IDC 行业

具体到 IDC 市场，根据 IDC 领域专业研究机构中国 IDC 圈最新发布的统计，2017 年、2018 年和 2019 年的市场规模分别达到 946.1 亿元、1210.4 亿元和 1562.5 亿元；2020 年预计能达到 3200 亿元。

鹏博士作为行业头部公司，截止 2019 年底在运营机柜 3 万个。

（3）频频出手，完成主要城市群的全局性布局

2019 年 12 月份在南京开工建设楷德悠云数据中心，投资额 15 亿元、总容量 8400 个机柜。该项目将为长三角区域内数字化产业提供高品质、绿色节能的数据中心服务。

2020 年 5 月 20 日，公司公告称拟以现金出资不超过 3.5 亿元，投资建设“珠海大数据产业园”项目，计划建设 6000 机柜的数据中心，项目建成后将用于云计算、物联网、大数据等自动化技术，有望增强公司在粤港澳大湾区的资源储备。

2020 年 5 月 28 日，公司在河北廊坊启动云计算数据中心奠基仪式。该项目总投资额超 30 亿，拥有 12000 个机柜，是国内规模领先的中立数据中心集群，计划 2022 年 6 月完全投产。与鹏博士大数据在北京东部和南部的数据中心遥相呼应，彼此距离在 40 公里以内，网络延时不超过 1ms，建成以后不仅可以支撑京津业务，同时还将成为公司的航母级数据中心，全面服务公司客户在华北地区的业务需求。

以廊坊作为京津冀云计算辐射的核心枢纽，与公司此前在长三角的南京、大湾区的珠海建立的云数据中心，形成了数据中心业务覆盖主要城市群的全国性布局。

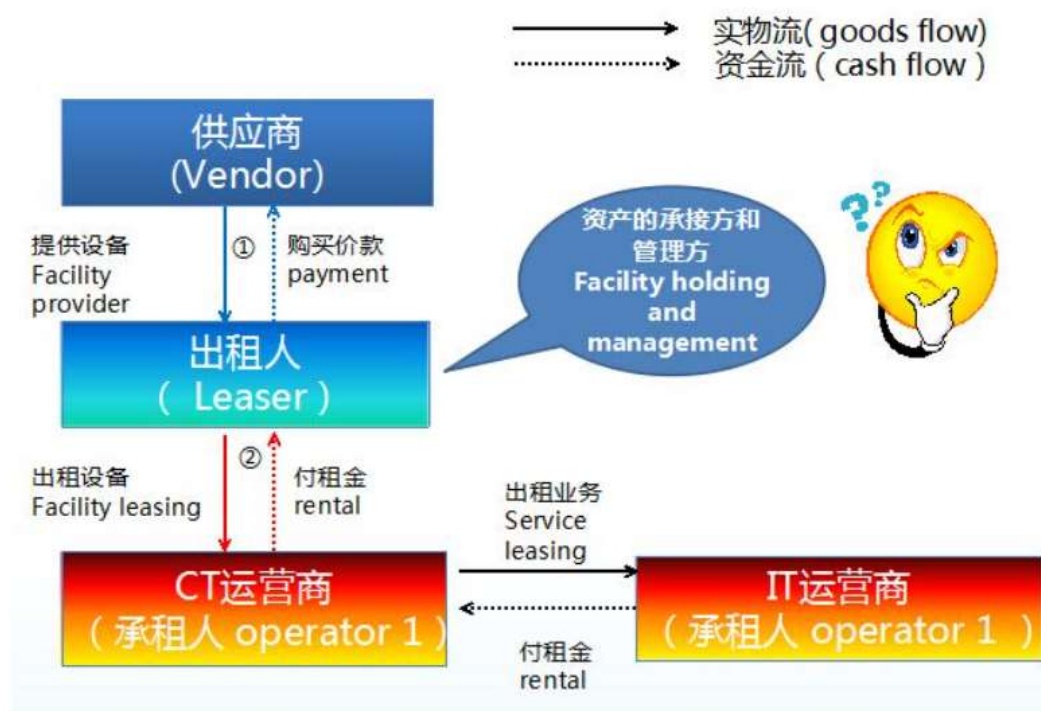
此外，鹏博士大数据已在北京、上海、广州、深圳、武汉、成都等城市部署了分布式可商用的高标准 T3+、T4 级数据中心机房。

(4) 善用资本，多模式并举

5 月 28 日同一天，鹏博士大数据与锦泉元和举行战略合作签约仪式，为继续扩大合作，利用双方各自的优势，锦泉投资或其关联公司拟未来三年内通过与境内外金融机构、投资机构合作，在数据中心、云计算等领域共同投入不低于 200 亿元人民币，以拓展在相关领域的发展，实现共赢。

从公司的未来转型布局看，将会以自建、合建和 HOMM(Hotel Operations Management Model，即酒店运营管理模式)多种模式形成“组合拳”，重点布局京津冀、长三角和大湾区的大型数据中心，全面转型“轻资产、重运营”模式，预计到 2023 年，公司可运营机柜规模数量将达到 12 万个。

图 4：轻资产运营 IDC 模式



资料来源:中兴通讯官网、国信证券经济研究所整理

■ 看好公司 IDC 价值，维持“增持”评级

多重公告表明公司至暗时刻已经过去，今年以来通过多方努力实现了公司的有序经营。受益新基建和 5G，公司 IDC 轻资产模式或被市场认可，业绩有望得到稳步支撑，看好公司在 IDC 领域和企业云市场的拓展，以及海缆业务的政治解决，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 3.01/3.63/4.39 亿，对应市盈率为 41.9/34.8/28.7，考虑到基本面反转和整个数据中心行业同行的高成长空间，维持“增持”评级。

表 2: 可比公司的估值对比（截止至 2020 年 6 月 29 日）

股票代码	公司简称	股价（元/股）	总市值 （亿元）	EPS			PE			评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
603881.SH	数据港	104.45	220	0.52	0.96	1.52	200.87	108.80	68.72	增持
300738.SZ	奥飞数据	57.57	115	0.88	0.86	1.15	65.42	66.94	50.06	-
600845.SH	宝信软件	57.93	669	0.77	1.05	1.30	75.23	55.17	44.56	买入
300383.SZ	光环新网	25.87	399	0.53	0.70	0.82	48.81	36.96	31.55	买入
	平均		350.75	0.68	0.89	1.20	97.58	66.97	48.72	-
600804.SH	鹏博士	8.96	128	-4.01	0.21	0.25	-2.23	42.67	35.84	增持

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	752	300	1779	3553	营业收入	6050	5838	6284	6833
应收款项	849	680	730	850	营业成本	3501	3374	3636	3959
存货净额	35	72	73	72	营业税金及附加	20	18	22	20
其他流动资产	797	719	786	865	销售费用	1480	1348	1464	1606
流动资产合计	2432	1771	3369	5341	管理费用	874	691	753	821
固定资产	8374	6652	5831	5141	财务费用	278	150	54	11
无形资产及其他	199	192	185	178	投资收益	29	30	30	30
投资性房地产	3648	3648	3648	3648	资产减值及公允价值变动	5327	20	15	15
长期股权投资	1164	1164	1164	1164	其他收入	(11066)	0	(30)	(10)
资产总计	15817	13427	14197	15472	营业利润	(5815)	307	371	450
短期借款及交易性金融负债	5417	2079	2000	2000	营业外净收支	(106)	5	5	5
应付款项	1451	2184	2072	2319	利润总额	(5921)	312	376	455
其他流动负债	7141	7284	7990	8709	所得税费用	(143)	9	11	14
流动负债合计	14009	11547	12061	13028	少数股东损益	(27)	1	2	2
长期借款及应付债券	3	(227)	(227)	(227)	归属于母公司净利润	(5751)	301	363	439
其他长期负债	990	990	990	990					
长期负债合计	992	762	762	762	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	15001	12309	12823	13790	净利润	(5751)	301	363	439
少数股东权益	65	67	68	70	资产减值准备	5391	591	(408)	(560)
股东权益	751	1051	1305	1613	折旧摊销	1592	1208	1303	1323
负债和股东权益总计	15817	13427	14197	15472	公允价值变动损失	(5327)	(20)	(15)	(15)
					财务费用	278	150	54	11
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E	营运资本变动	6396	1677	66	208
每股收益	-4.01	0.21	0.25	0.31	其它	(5420)	(589)	409	562
每股红利	0.27	0.00	0.08	0.09	经营活动现金流	(3120)	3167	1718	1957
每股净资产	0.52	0.73	0.91	1.13	资本开支	(8007)	(51)	(51)	(51)
ROIC	2%	12%	35%	-183%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	-766%	29%	28%	27%	投资活动现金流	(8154)	(51)	(51)	(51)
毛利率	42%	42%	42%	42%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	7%	7%	6%	负债净变化	(421)	(230)	0	0
EBITDA Margin	29%	28%	27%	26%	支付股利、利息	(385)	0	(109)	(132)
收入增长	-12%	-4%	8%	9%	其它融资现金流	11434	(3338)	(79)	0
净利润增长率	-1611%	-105%	21%	21%	融资活动现金流	9822	(3568)	(187)	(132)
资产负债率	95%	92%	91%	90%	现金净变动	(1452)	(452)	1479	1774
息率	3.0%	0.0%	0.9%	1.0%	货币资金的期初余额	2204	752	300	1779
P/E	-2.2	41.9	34.8	28.7	货币资金的期末余额	752	300	1779	3553
P/B	16.8	12.0	9.7	7.8	企业自由现金流	150	3228	1715	1893
EV/EBITDA	15.6	15.4	14.9	15.1	权益自由现金流	11162	(485)	1584	1882

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《鹏博士-600804-重大事件快评：战略放弃固网宽带，聚焦 IDC 及海缆运营》——2019-03-20
- 《鹏博士-600804-重大事件快评：资产价值低估，长期或迎修复》——2018-01-23
- 《鹏博士-600804-2017 年三季报点评：略低于预期，期待后续资产整合改善盈利》——2017-10-31
- 《鹏博士-600804-重大事件快评：利好频现，会计估计变更还原真实利润水平》——2017-10-16
- 《鹏博士-600804-重大事件快评：拟受让中信网络 49%股权，估值亟待修复》——2017-09-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032