

证券研究报告—动态报告

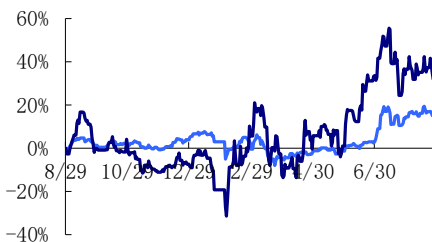
信息技术

IT 硬件与设备
鹏博士(600804)
买入

中报点评

(维持评级)

2020年08月28日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,006/1,005
总市值/流通(百万元)	24,011/24,004
上证综指/深圳成指	3,374/13,669
12个月最高/最低(元)	27.55/16.53

相关研究报告:

《鹏博士-600804-重大事件快评:股权激励绑定高管与核心人才,内生增长再添动力》——2020-07-17
 《鹏博士-600804-重大事件快评:熬过至暗时刻,期待从新开始》——2020-06-30
 《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

证券分析师:程成

电话: 0755-22940300
 E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

证券分析师:刘彬

电话: 010-88005317
 E-MAIL: liubin7@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080006

证券分析师:陈彤

电话: 0755-81981372
 E-MAIL: chentong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080001

证券分析师:马成龙

电话: 021-60933150
 E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518100002

独立性声明:

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。

财报点评
轻资产模式初见成效,云网业务初露峥嵘
●扣非净利润加回财务费用显现主营业务已有所改善

中报披露公司实现营业收入约 28.51 亿元,较上年同期减少 7.27%,其中数据中心业务营业收入约 7.03 亿元,家庭宽带及增值业务营业收入约 14.81 亿元,智慧云网及增值业务营业收入约 4.36 亿元。报告期内,公司实现净利润约 3.23 亿元,较上年同期增长 576.36%;EBITDA 值约为 11.42 亿元,较上年同期增加 1.39%;实现现金收款约 22.41 亿元,较上年同期减少 17.03%。其中归属上市公司股东的扣非净利润 2052 万元,同比增长 340.31%,但主要因为公司债务利息支出导致财务费用较高,为 1.52 亿元,造成扣非净利润不高。当前公司拟定增 22.07 亿元,正等待证监会获批,参与定增方不存在战投认定问题,如获批后将显著改善公司业绩。加回财务费用,中报显现主营业务已有所改善。

●轻资产模式初见成效,云网业务初露峥嵘

公司数据中心业务转型,由自建自营逐步向自建自营+合作共建+受托运营的模式转变,上半年廊坊、昆山、南京、深圳赤湾等一系列新项目的启动和建设,印证了公司数据中心轻资产模式初见成效,预计未来 3 年可运营机柜数达到 12 万个。云网业务板块,鹏博士拥有国内主流云厂商资源与多年来在全国布局的光纤资源,凭借鹏博士融合云平台、云网交换平台、多云管理平台、网络智能监控运维平台等能力,以“平台+服务”模式,上千人的政企销售团队,超过 300 人的阿里云 ACP 云计算专业认证工程师,鹏博士云网业务二季度新签合同额环比大涨 466.50%,未来可期。

●风险提示:云网业务低于预期;IDC 业务低于预期;定增未获批。
●投资建议:看好公司业务长期发展,业绩预期不变,维持“买入”评级。

我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 4.35/6.30/8.43 亿(暂不考虑 2020 年 9.5 亿投资收益),EPS 分别为 0.30/0.44/0.59 元,对应市盈率为 29.2/20.2/15.1,考虑到基本面反转和数据中心的高成长空间,以及云网业务初现峥嵘,维持评级“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,860	6,050	6,038	6,962	8,261
(+/-%)	-16.4%	-11.8%	-0.2%	15.3%	18.7%
净利润(百万元)	381	-5751	435	630	843
(+/-%)	-48.7%	-1610.7%	-107.6%	44.6%	33.9%
摊薄每股收益(元)	2.19	-4.01	0.30	0.44	0.59
EBIT Margin	9.7%	2.9%	9.0%	9.6%	9.6%
净资产收益率(ROE)	5.0%	-766.3%	36.7%	38.7%	38.0%
市盈率(PE)	73.9	-2.2	29.2	20.2	15.1
EV/EBITDA	4.41	15.7	14.4	13.5	13.7
市净率(PB)	3.69	16.91	10.70	7.80	5.73

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测注:摊薄每股收益按最新总股本计算

数字化转型推动企业上云

近年来，我国企业数字化转型进程加快，作为数字化转型的基石，企业已经意识到云计算敏捷性优势和未来潜力，纷纷通过云化转型促进业务变革。随着来自不同行业的企业上云需求多样化，上云过程中面临诸多问题和挑战。在公有云、私有云、混合云等多种云模式并行快速发展的背景下，企业上云也呈现出多样化和复杂化的发展趋势。

中小企业上云痛点明显

企业上云需要面临很多问题，例如平台选择问题，公有云、私有云和混合云的选择问题，系统迁移稳定性问题，复杂多云管理问题等。解决这些问题需要懂云、懂网络，又懂业务的专业人才来助力，但往往企业中缺乏具备云思维并以云为核心搭建 IT 架构的人员，尤以中小企业更为明显。因此，越来越多的企业希望有专业的云管理服务商（MSP）可以弥补通用性云服务与复杂性企业需求之间的鸿沟，帮助企业业务实现平滑上云。

公有云龙头企业业务方向明确。阿里云作为国内最早押宝云服务市场的头部厂商，阿里云早已成为毫无争议的中国云服务第一品牌。官方信息显示，阿里云目前的服务范围已经覆盖两百多个国家和地区，在全球 18 个地域开放了 49 个可用区，在全球部署了两百多个飞天数据中心。目前，根据阿里云官方公布的案例显示，目前业务主要集中在 To B 领域，且客户以大型企业为主（中小客户利润较低）。腾讯云依靠腾讯在 C 端丰富的资源，目前以 To C（如教育等）的业务为主，当然其在流媒体视频、游戏领域也具有优势，接近七五成的游戏厂商选择腾讯的云服务。华为云据其披露数据显示，华为云的业务聚焦于政府领域，例如国家电网河南电力、延崇高速等。

图 1：阿里云客户



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

而鹏博士聚焦于 To B 业务中小客户，处在各公有云厂商销售体系的目标客户之外，各公有云厂商也无力对这些中小客户提供足够支持，鹏博士正好填充了公有云巨头长尾客户的空间。此外，鹏博士是一家中立的云网企业，可以作为同时对接各个公有云，博采众长，利于鹏博士的发展。

资源+技术+服务抢占中小企业云网业务入口

鹏博士有较为丰富的云网资源

鹏博士与国内主流云厂商有深度的合作。通过与国内主流云厂商合作，客户可根据自身业务现状进行云资源的随选，鹏博士云网打造的融合云平台，可轻松实现账号管理、消费管理、资源使用优化、在线技术支持与故障排查等功能。

鹏博士进行战略转型，从以自建数据中心为重心转变为以合建、共建、HOMM模式为重心。公司在数据中心建设及运营方面已经积累了多年丰富的经验，是国内规模领先的中立数据中心厂商之一。

2019年，公司开始尝试转型“轻资产、重运营”模式，以自建、合建及HOMM模式（酒店运营管理模式）的“组合拳”拓展市场。这也是公司结合自身优势，经过十余年的摸索、验证而进行的重要转型。一方面，鹏博士布局数据中心行业多年，成熟的机房遍布全国，拥有规模化成熟的运营团队及丰富的运营经验；另一方面，鹏博士拥有大量多元化的高粘性客户群体及客户服务能力。

2019年底，鹏博士在南京开工建设的南京凯德悠云数据中心，与合作方采用HOMM模式深入合作，合作方作为数据中心领域的知名供应商，拥有南京当地的土地资源优势，借助鹏博士丰富的建设经验，客户关系以及服务能力，双方的合作形成了明显的优势互补，本次合作成为合建数据中心战略的典型案例之一，同时也获得了客户和市场的认可。

表 1: 鹏博士客户群体

领域/产品	公司
鹏博士云网	SOHO 中国物业企业级互联网业务服务项目、北京大学、北京航空航天大学、南京大学、中山大学等 985、211 大学、居然之家等。
鹏视云视	中国国际海运集装箱股份有限公司、中国核工业建设集团公司、2016 年杭州 G20 峰会等
VPN 案例	红星美凯龙、前海人寿、太平洋制罐、富力环贸港等。
互联网行业	阿里、京东、华为云、金山、搜狐、新浪、学大教育、赛迪网、硅谷动力等。
企事业单位	中国移动、中国联通、中国电信、中国科技馆、工人日报、国家电网公司、国家知识产权局、中国水利等
媒体	央视网、爱奇艺、芒果电视台、盛大游戏、完美时空、ourgame 联众、1905 电影网、蓝港、力港网络等。
其他行业	中粮、顺丰速运、居然之家、国美电器、迪信通、物美等。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

截止目前，鹏博士在全国运营 15 个大型数据中心，近 30000 个机柜，结合公有云资源+网络，可快速实现混合云 IT 架构，满足各行业客户的上云需求。

在网络资源方面，鹏博士拥有覆盖全国的光纤网络资源，基于网络资源打造的云专线 DCI 产品与 SD-WAN 产品，可满足客户多场景的上云、组网需求，高质量构建运营商级网络，云网一体 IT 架构全方位为企业数字化转型护航。

技术助力鹏博士发展

打造“平台+服务”的经营模式，自主开发融合云平台、云网交换平台、多云管理平台、智能网络监控平台。通过该模式，为企业提供上云咨询、规划、迁移、运维与安全服务。迁移方面可以实现客户业务环境的平滑迁移至云端，在此过程中保障客户数据安全。

云咨询：（1）用户画像，公司分析客户的实际业务需求，对客户上云的应用进

行评估，对各大云厂商评估对比，对云产品进行选型，选择最适合客户业务需求的云产品；（2）云业务策划，公司根据客户需求分析的结果，诊断客户痛点，提出客户业务上云建议，并最终确定具体方案；（3）云运营战略，公司为客户使用云提供专家型意见，提供运营战略分析，用云前后收益分析，让客户明白白用云；（4）云解决方案咨询：公司依据客户的行业特性，和客户的特殊需求量身定制更符合的云解决方案。

上云服务：鹏博士云网专业的迁移专家团队，依托成熟的迁移方法论和丰富迁移经验，为企业级的应用系统提供一套量身定制的迁移方案并实根据此迁移方案进行实施。完美支持客户 P2V 迁移，V2V 迁移，数据库迁移，异构存储迁移，大数据迁移等场景需求。

图 2：上云服务



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

云安全：信息安全，数据安全是企业的核心需求，如何能够保证在云环境中实现安全，鹏博士云网从云架构、数据灾备等多个方面为客户精心设计安全的解决方案，让客户用云更安心。

图 3：云安全



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

多云管理：鹏博士多云管理平台是一个企业级的云管理平台，向下对接企业传统 IT 资源和云资源池，向上为系统管理员提供 all-in-one 的 IT 资源管理平台，为最终用户提供云服务的平台。多云管理平台可集成管理 VMware、OpenStack、CloudStack、Zstack 等私有云平台，也可以管理阿里云、华为云、腾讯云、金山云等公有云资源，解决了企业使用云计算的“最后一公里”问题。

图 4：多云管理



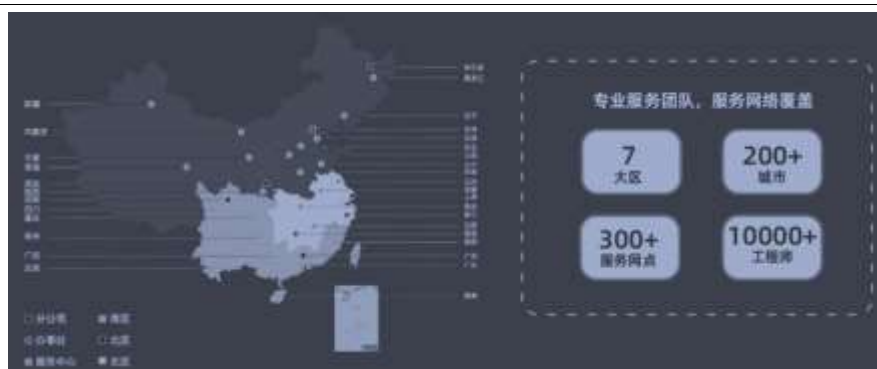
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

除此之外，鹏博士云网利用集团网络方面具备的天然优势，通过 SDN 技术实现云与网的高度融合，实现网络与云的敏捷打通、按需互联，并体现智能化、自服务、高速、灵活等特性，使网络基础设施可以更好地适应云计算需求，并能更好的优化网络结构，以确保网络的灵活性、智能性和可运维性，为企业提供云网一体化的交付模式。

强大的服务保障用户体验

鹏博士拥有覆盖全国 7 大区、200+城市、3000+服务网点、10000+工程师的云网服务团队，针对以零售行业为代表的多分支机构上云、组网极具强悍能力，可实现高质量、高效实施与交付，同时负责相关设备网络运行监控、故障告警与设备维护，以满足客户的 SLA 服务等级要求，一站式端到端云网服务打消客户在技术、成本、团队组建方面所引发的上云顾虑。

图 5：专业服务



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

对云网有较为深刻理解的鹏博士迎来机遇期

懂网的鹏博士

公司成立于 1985 年，于 1994 年在上交所上市。公司 2009 年开始进入 IDC 领域，投资建设北京酒仙桥大型数据中心；2012 年公司全资控股长城宽带，公司个人宽带接入业务覆盖和用户规模大幅增加；2015 年公司成为全国范围牌照的全业务运营商，国内首推千兆宽带产品，开始国际化业务战略部署；2017 年，公司收购 PLD 股权，投资建设太平洋光缆“PLCN”项目获得工信部移动转售业务试点牌照，开始转售业务运营；2019 年，公司成立长通服，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。

作为国内最大的民营电信增值服务上市公司，鹏博士 20 年打造了一支贴近客户、覆盖全国的专业销售与网络工程师团队。鹏博士凭借多年业内的经验积累和技术沉淀，其网络具有高可用性，高安全性，高稳定性，超低时延，灵活组网等特点。

表 2: 鹏博士网络优势

特点	技术
高可用性	基于底层多链路冗余(硬件检测和切换)技术,快速收敛网络故障,其综合可用性不低于 99.99%。
高安全性	鹏博士网络与公网分属不同网络平面且完全隔离,数据只在鹏博士网络传输;鹏博士基础网络采用 OTN 技术构建天然隔离的专线网络,基于 MPLS 技术的承载网,对数据进行多重封装和防护隔离,无惧数据泄露与窃取。
高稳定性	部署流量管理调整策略,自动调节高峰流量,流畅应对高流量和高并发。
超低时延	扁平化的网络架构,最短距离的光缆连接,设备转发平面的快速处理,最少的封装-解封封装次数,最快的设备转发,从网络的点-线-面各个环节保障了数据端到端的最低时延。
灵活组网	用户可以实现任意节点之间 (any-to-any) 的组网通信,并可以根据业务模型灵活创建星型、全网状或部分网状的拓扑结构,满足用户跨区域的业务需要。

资料来源:公司官网,国信证券经济研究所分析师归纳整理

懂云的鹏博士

随着技术的发展,新一代以云为核心的架构下,鹏博士发力智慧云网,大力推动组织升级与人才培养,其中政企云网业务培养了近 300 名阿里云 ACP 云计算认证工程师,覆盖销售、产品、运维等领域。既懂云又懂网,更懂客户,独特的优势激活了市场,推动鹏博士云网业务跃升发展快车道。

ACP 的认证带来云服务思维转变。 ACP 是阿里云针对不同产品类别、用户行业、用户成长阶段,精心打造不同的认证考试中的一种。具体来说阿里云认证体系中共有三种,分别是助理工程师 (ACA)、认证工程师 (ACP) 和认证高级工程师 (ACE)。目前主流的认证就是阿里云云计算 ACP 认证,其适用范围最广,是面向使用阿里云云计算产品的架构、开发、运维人员的专业技术认证。

表 3: 阿里云认证体系

名称	能力证明
助理工程师 (ACA)	获得此认证,证明持有者可以进行阿里云基础产品的使用和管理。
认证工程师 (ACP)	获得此认证,证明持有者可以基于阿里云产品解决企业的基本业务问题;具体来看,ACP 又可以分为四个方向,分别是云计算(主要对应阿里云基础架构产品)、大数据(主要对应阿里云大数据系列产品)、云安全(主要对应阿里云云盾系列产品)、企业级互联网架构(主要对应阿里云企业级中间件系列产品)。
认证高级工程师 (ACE)	获得此认证,证明持有者可以基于阿里云产品进行架构设计并解决业务发展中的主要问题。

资料来源:公司官网,国信证券经济研究所分析师归纳整理

对于鹏博士来说,通过云计算认证这一方式进行云网转型,使已有的专业网络团队,转型为云+网的团队,赋能客户,这才是认证的价值所在。从认证到客户实践,给鹏博士云网团队带来的,不仅是对云计算知识的更新,更是一种思维模式的转变,从 IT 思维到 DT 思维的转变。

- (1) 销售人员可以更加贴近客户业务,了解客户以云为核心的数字化转型场景与需求,并提供初步的产品解决方案。
- (2) 产品与售前人员以云思维,帮助企业制定贴近自身业务的云网一体数字化解决方案,为客户实现高效、安全的云迁移,同时组建高质量企业网络。
- (3) 遍布全国的安装与运维人员,准确理解客户云 IT 架构,实现一站式端到端的上门咨询、网关调试、故障处理、应急派遣等专业服务。

鹏博士目前已经有 300 人获得了 ACP 云计算认证,在国内处于领先地位,下一步,鹏博士还将开启“千人计划”,培养更多云计算人才,为更多企业提供专业的云网一体服务。

鹏博士在公有云领域有一定机遇

根据 Gartner 在 2020 年 1 月公布的数据显示,全球云计算市场保持稳定增长态势。2019 年,以 IaaS、PaaS 和 SaaS 为代表的全球云计算市场规模达到 1883 亿美元,增速达 20.86%。预计未来几年市场平均增长率在 18%左右,到 2023 年市场规模将超过 3500 亿美金。

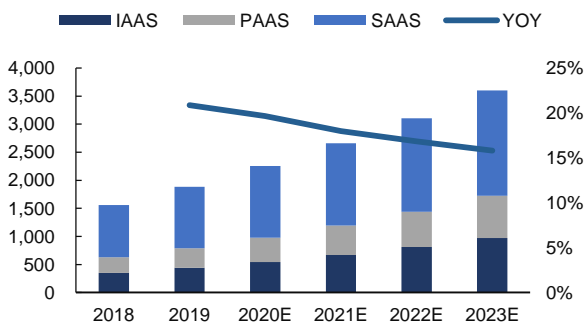
中国公有云和私有云市场也在迅速发展,2019 年我国云计算整体市场规模达到 1334 亿元,增速为 38.6%。其中,公有云市场规模达到 689 亿元,相比 2018 年增长了 57.6%预计 2020-2022 年仍处于快速增长阶段,到 2023 年市场规模将超过 2300 亿元。私有云市场规模达 645 亿元,较 2018 年增长了 22.8%,预计未来几年将保持稳定增长,到 2023 年市场规模将接近 1500 亿元。

中国会有越来越多的企业选择上云。企业上云可以帮助企业自身降低成本,增加效率,提高安全性。

- (1) **降低成本:** 企业运营需要很大的成本投入,而基础设施架构也是成本的重要组成部分。云服务器的成本比较低。云服务器采用的是按需收费,相比传统的自建独立服务器,成本更低。企业直接选择公有云服务,通过选择云的方式,实际上比自己购买硬件的方式便宜得多,可以避免更多的成本开支。
- (2) **增加效率:** 云服务器的性能要比传统服务器优越。云服务器实现了硬件上的隔离以及宽带上的独享,不受地域,流量等的限制。云可以满足企业弹性、快速供给、快速释放基础设施的能力,同时还能够按需增加、灵活扩展,这些都是传统的自建数据中心所不能提供的。此外,云服务器还可以实现远程集中化管理,以及各种业务的备份,可以通过线路远程遥控,资料的调取,数据的传输。
- (3) **提高安全性:** 云服务器相对于传统服务器更安全。专业的云服务提供商有更专业的安全团队和更可靠的安全保障系统。

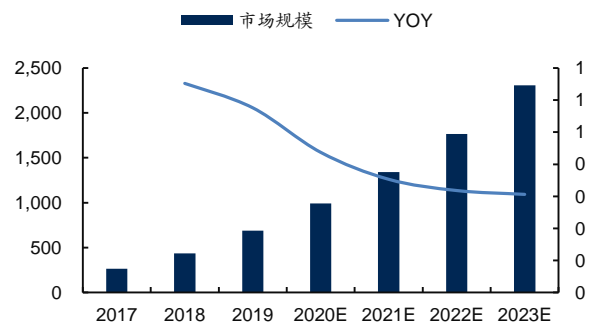
根据中国信息通信研究院统计,2019 年我国已经应用云计算的企业占比达 66.1%,较 2018 年提高了 7.5%,增速达 12.82%。其中,采取公有云的企业占比为 41.6%,使用私有云的企业占比为 14.7%,使用混合云的企业占比为 9.8%。

图 6: 全球云计算市场规模及增速 (单位: 亿美元)



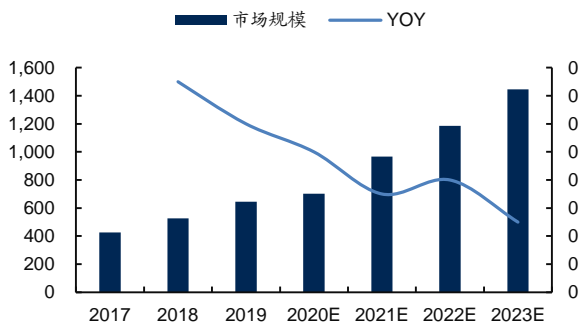
资料来源: Gartner、国信证券经济研究所整理

图 7: 中国公有云市场规模及增速 (单位: 亿元)



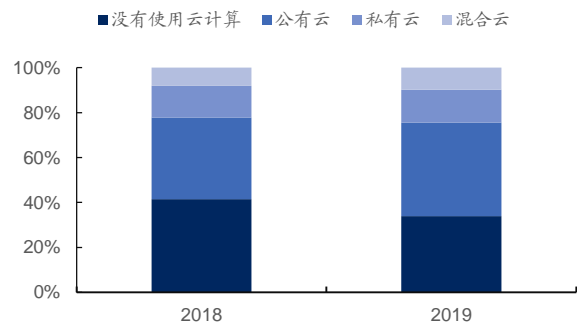
资料来源: 中国信息通信研究院、国信证券经济研究所整理

图 8：中国私有云市场规模及增速（单位：亿元）



资料来源：中国信息通信研究院、国信证券经济研究所整理

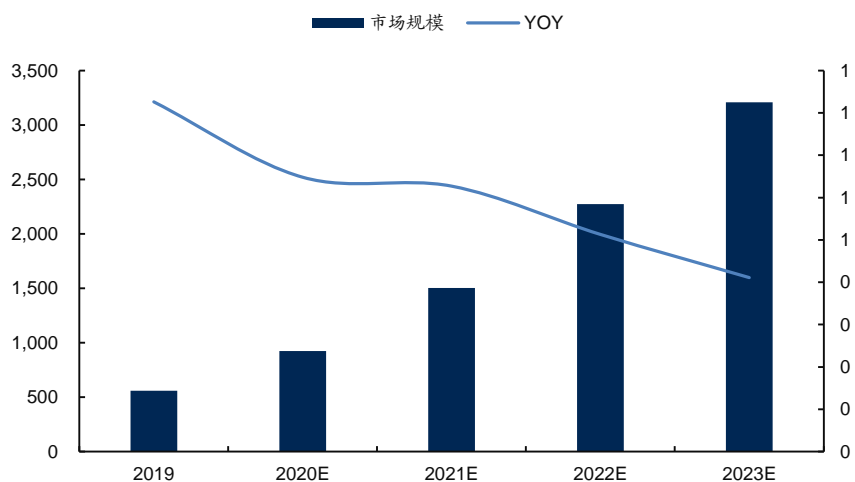
图 9：中国云计算使用率情况



资料来源：中国信息通信研究院、国信证券经济研究所整理

云管理服务（MSP）是一种覆盖企业上云全流程的服务模式，通常包含咨询阶段服务、建设阶段服务和运营阶段服务。在其中，云管理服务人员、流程和工具是关键要素。随着云计算市场的迅速发展和企业云计算使用率的提高，越来越多的企业需要 MSP，根据 IDC 统计显示，MSP 将是一个数百亿的市场。

图 10：2019-2023 年中国第三方云管理服务市场规模预测（百万美元）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

鹏博士一方面结合自身所拥有的资源优势，在云业务方面有一定机遇，一方面重视对云服务专业人才的培养，专注于围绕用户需求展开业务布局，双向推动公司云网业务实现高速高质发展。2020 年，鹏博士云网业务二季度新签合同额环比大涨 466.50%。

投资建议：

公司数据中心业务转型，由自建自营逐步向自建自营+合作共建+受托运营的模式转变，上半年廊坊、昆山、南京、深圳赤湾等一系列新项目的启动和建设，印证了公司数据中心轻资产模式初见成效，预计未来 3 年可运营机柜数达到 12 万个。云网业务板块，鹏博士拥有国内主流云厂商资源与多年来在全国布局的光纤资源，凭借鹏博士融合云平台、云网交换平台、多云管理平台、网络智

能监控运维平台等能力,以“平台+服务”模式,上千人的政企销售团队,超过 300 人的阿里云 ACP 云计算专业认证工程师,鹏博士云网业务二季度新签年合同额环比大涨 466.50%,未来增速可期。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 4.35/6.30/8.43 亿(暂不考虑 2020 年 9.5 亿投资收益),EPS 分别为 0.30/0.44/0.59 元,对应市盈率为 29.2/20.2/15.1,考虑到基本面反转和数据中心的高成长空间,以及云网业务初现峥嵘,维持评级“买入”评级。

表 4: 可比公司的估值对比(截止至 2020 年 8 月 27 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	85.47	181	0.52	0.96	1.52	164.37	89.03	56.23	增持
300738.SZ	奥飞数据	48.29	96.4	0.88	0.86	1.15	54.88	56.15	41.99	-
600845.SH	宝信软件	70.93	820	0.77	1.05	1.30	92.12	67.55	54.56	买入
300383.SZ	光环新网	26.54	410	0.53	0.70	0.82	50.08	37.91	32.37	买入
	平均		376.85	0.68	0.89	1.20	90.36	62.66	46.29	-
600804.SH	鹏博士	8.86	127	-4.01	0.30	0.44	-2.21	29.53	20.14	买入

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	752	534	3011	6313	营业收入	6050	6038	6962	8261
应收款项	849	703	809	1027	营业成本	3501	3491	4029	4782
存货净额	35	76	86	95	营业税金及附加	20	18	24	25
其他流动资产	797	743	871	1046	销售费用	1480	1316	1483	1759
流动资产合计	2432	2056	4776	8481	管理费用	874	672	760	900
固定资产	8374	6652	5831	5141	财务费用	278	145	34	(39)
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	13713	15604	18613	营业利润	(5815)	446	647	868
短期借款及交易性金融负债	5417	2000	2000	2000	营业外净收支	(106)	5	5	5
应付款项	1451	2300	2419	3038	利润总额	(5921)	451	652	873
其他流动负债	7141	7397	8727	10523	所得税费用	(143)	14	20	26
流动负债合计	14009	11697	13146	15561	少数股东损益	(27)	2	3	4
长期借款及应付债券	3	(227)	(227)	(227)	归属于母公司净利润	(5751)	435	630	843
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)				
负债合计	15001	12459	13908	16324	净利润	(5751)	435	630	843
少数股东权益	65	68	70	73	资产减值准备	5391	591	(408)	(560)
股东权益	751	1186	1627	2217	折旧摊销	1592	1208	1303	1323
负债和股东权益总计	15817	13713	15604	18613	公允价值变动损失	(5327)	(20)	(15)	(15)
					财务费用	278	145	34	(39)
关键财务与估值指标					营运资本变动	6396	1854	798	1453
每股收益	-4.01	0.30	0.44	0.59	其它	(5420)	(589)	410	563
每股红利	0.27	0.00	0.13	0.18	经营活动现金流	(3120)	3480	2717	3606
每股净资产	0.52	0.83	1.14	1.55	资本开支	(8007)	(51)	(51)	(51)
ROIC	2%	16%	107%	-44%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	-766%	37%	39%	38%	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%	9%	10%	10%	负债净变化	(421)	(230)	0	0
EBITDA Margin	29%	29%	28%	26%	支付股利、利息	(385)	0	(189)	(253)
收入增长	-12%	0%	15%	19%	其它融资现金流	11434	(3417)	0	0
净利润增长率	-1611%	-108%	45%	34%	融资活动现金流	9822	(3647)	(189)	(253)
资产负债率	95%	91%	90%	88%	现金净变动	(1452)	(218)	2477	3302
息率	3.0%	0.0%	1.5%	2.0%	货币资金的期初余额	2204	752	534	3011
P/E	-2.2	29.2	20.2	15.1	货币资金的期末余额	752	534	3011	6313
P/B	16.9	10.7	7.8	5.7	企业自由现金流	150	3536	2695	3495
EV/EBITDA	15.7	14.4	13.5	13.7	权益自由现金流	11162	(251)	2662	3533

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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