



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
证券研究报告

2011年3月4日

互联网

研究部

金宇

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080207070053
jinyu@cicc.com.cn

互联网行业主要公司未来6-12个月投资聚焦

新浪(SINA.US)-推荐-目标价 104 美元: 长期处于上升期, 短期有盈利压力

正面因素: 微博平台持续扩张, 用户增长, 应用数量增多, 商业模式逐步构建。

风险因素: 因为微博, 公司竞争信心大幅增长, 公司在微博、电子商务和视频领域的投资将大幅增加, 考虑到公司规模较腾讯和百度已经小很多, 巨大投资带来两方面风险: 一是短期盈利能力下滑, 导致关注业绩的投资者用脚投票。二是: 扩张过快导致部分投资, 如收购等未能产生预期效益。

策略: 在市场流动性和情绪稳定时, 新浪冲击 **100 美元** 的机会很高。但考虑到股价 BETA 值较历史提升, 在市场波动时, 需注意风险。个人感觉, 即使考虑到风险因素: 60 元非常安全, 70 元以下可以建仓。

腾讯(00700.HK)-推荐-目标价 210 港币: 长期竞争压力提升, 短期无虞

正面因素: 社区、客户端优势明显。平台盈利能力处于上升期, 互联网会员服务, 游戏和广告等业务营收增长可见度均处于较高水平。

风险因素: 新浪微博、人人网等冲击社区, 360/迅雷等冲击客户端。腾讯商业模式的基础正面临较以往更大的挑战, 2-3 年期, 需关注竞争风险。

策略: 2011 年, 腾讯的亮点是开放平台, 预计下半年开始, 开放平台将给市场带来诸如应用数量大增, 内容数量快速提升等众多利好因素。支持 200 元股价压力不大, 但上涨幅度取决于盈利能力(我们现在的目标价是 **210 元**)以及开放平台的成效, 我们认为股价在 2011 年有机会冲击 **240-260 元** 一线, 但该股的历史走势表明, 股价在业绩颁布后一周内一般录得下跌。展望 2012 年, 如果人人上市, 360 上市, 迅雷上市, 诸多压力因素释放, 需注意风险。综合考虑到风险因素, **175 元** 可作为安全边际较强的介入价格, 对应 2011 年 25 被市盈率。

百度(BIDU.US)-推荐-目标价 142 美元: 中期增长无虞, 需突破商业模式单一的瓶颈

正面因素: 搜索市场竞争地位和搜索的盈利能力无虞。

风险因素: 在社区、电子商务和移动互联网领域布局虽比较充分, 但都不是很成功, 商业模式较为单一。最近有支持假货等负面信息。

策略: 预计 2011 年, 利润增长 60%, 按 45 倍 (2010 年交易市盈率的 70%), 公司股价在 **110 元** 附近有较强安全边际。公司主要是盈利驱动, 如果盈利增速下滑, 估值将同步下降, 形成双杀。重点关注盈利。

阿里巴巴(01688.HK)-中性-目标价 16.2 港币 & 携程(CTRP.US)-审慎推荐-目标价 46.2 美元

商业模式和当前互联网发展趋势有所背离, 转型期普遍的纠结和痛苦, 有时还有点迷茫, 不适合长期投资, 只能找安全边际了。携程目前股价 **38 美元**, 隐含 2011 年 25 倍市盈率, 可以逢低买入了。阿里比较安全的介入点是 **13 港元** 左右, 对应 2011 年 25 倍市盈率。

电子商务和在线视频: 当当和优酷高估

不仅仅是估值因素, 重要的是这两个公司都没有平台支持, 线上需要买流量, 线下需要建物流。现阶段, 电子商务最大的受益者是百度, 然后新浪 (主页都是电子商务广告了, 淘宝, 乐淘, 麦考林等) 和腾讯 (社区)。

在线游戏: 较 2011 年好转, 但仍很难进行长期投资

估值低, 但市场竞争激烈, 新品成功机会下降, MMOG 为主的游戏运营商可预测性仍比较差。我和很多朋友谈过我们关于游戏投资的期权理念, 以及什么是可研究的 (the visibility of current game stability), 什么是不可研究的 (the success of new game), 目前我还没有研究出比这个更有效的投资逻辑。而按此投资逻辑: 标的选择还是网易和畅游。相对看淡盛大、完美和巨人。当然对于投资周期以周计算的朋友, 可以根据新品公测和正式运营的时间表把握交易性投资机会。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 可比公司估值

公司列表	股价货币	财务数据货币	股价 (2010-3-4)	市值(百万美元)	投资评级	09A	市盈率 10A	11E	非通用准则市盈率 09E	10A	11E	09A	市净率 10A	11E
中国互联网														
综合网站														
腾讯	HKD	CNY	221.0	52,367	推荐	70.0	44.9	33.4	65.9	42.3	31.6	29.4	18.2	11.8
新浪	USD	USD	79.3	4,896	推荐	12.8	-275.4	48.3	75.3	46.2	45.0	4.3	4.2	3.9
搜狐	USD	USD	79.7	3,041		20.6	22.1	17.0	22.4	19.6	15.9	4.9	3.9	3.1
网易	USD	USD	47.2	6,113		22.5	19.3	15.7	22.6	18.7	15.2	5.6	4.3	3.4
搜索引擎														
百度	USD	CNY	121.9	42,919	推荐	195.8	79.7	48.9	185.1	77.6	47.3	61.2	33.4	19.5
电子商务														
阿里巴巴	HKD	CNY	15.3	9,980	中性	67.0	46.4	34.0	56.2	37.3	28.6	7.2	5.6	4.2
旅行预定														
携程网	USD	CNY	38.9	5,749	审慎推荐	61.6	37.6	31.2	51.4	30.5	25.3	14.2	6.5	5.2
增值服务														
A8音乐	HKD	CNY	2.6	156		9.9	11.0	8.2	9.9	11.0	8.2	2.2	1.5	1.1
网络游戏														
盛大	USD	USD	44.6	3,004		12.8	26.9	23.3	13.3	24.7	22.5	1.8	1.7	1.5
巨人	USD	USD	7.9	1,796		14.2	15.7	13.8	14.7	15.3	13.2	2.1	1.9	1.7
完美时空	USD	CNY	20.8	1,050		6.9	8.2	6.9	7.4	7.8	6.7	3.1	2.2	1.7
畅游	USD	CNY	37.8	1,969		13.2	11.7	9.5	13.2	11.3	9.4	17.7	6.4	3.7
盛大游戏	USD	CNY	6.6	1,887		8.7	10.3	10.6	8.7	9.8	9.2	4.6	3.3	2.5
金山	HKD	CNY	4.3	629		10.5	13.0	10.8	10.5	11.9	9.6	2.6	2.0	2.1
网龙	HKD	CNY	4.1	280		21.8	51.1	21.7	21.7	57.8	6.5	1.3	1.3	1.1
垂直门户														
前程无忧	USD	USD	60.6	1,708		102.7	51.1	36.5	102.7	46.8	34.7	N.A	7.5	6.2
中值						17.4	26.9	21.7	21.9	19.4	15.1	4.3	4.1	3.2
海外互联网公司														
门户网站														
雅虎	USD	USD	16.9	22,077		39.2	19.1	21.9	43.2	23.8	21.6	1.9	1.8	1.6
搜索引擎														
谷歌	USD	USD	609.6	196,423		29.6	23.8	19.7	29.9	21.1	17.7	5.4	4.2	3.4
电子商务														
亚马逊	USD	USD	172.8	77,929		83.1	69.1	53.8	81.1	50.8	41.0	14.6	11.5	10.0
EBAY	USD	USD	32.9	42,755		17.8	24.9	20.9	25.7	19.5	17.0	3.1	2.9	2.4
环球资源	USD	USD	10.9	367		N.A	N.A	N.A	29.5	18.8	14.2	N.A	N.A	N.A
网络游戏														
美国动视有限公司	USD	USD	11.2	13,253		124.6	19.8	18.5	18.1	14.5	13.6	1.3	1.3	1.2
电子艺界	USD	USD	19.0	6,337		-5.6	-11.9	-30.3	-8.1	44.6	28.5	2.0	2.3	2.5
旅行预定														
Expedia	USD	USD	20.2	5,536		19.4	13.3	11.4	16.8	11.8	10.2	2.2	2.1	1.8
中值						35.2	23.8	20.9	32.3	25.3	20.2	2.2	2.6	2.5

资料来源: 公司资料、彭博、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED