

# Sina.com Inc. (SINA.O)

Cooperation with Alibaba accelerates Weibo monetization process; maintain 'Buy'

**On Aug 12, 2013, Sina released the results of the second quarter of 2013. Sales grew 20% YoY to US\$158 million. Weibo advertising revenue grew 209% to US\$30 million. As the R&D and G&A expense accounted for a larger proportion of revenue, we lowered our 2013 EPS forecast from US\$0.73 to -US\$0.33. As the cooperation with Alibaba accelerates Weibo monetization process, we raise our 2014, 2105 EPS estimates from US\$0.94, US\$1.25 to US\$2.51, US\$4.49 respectively, TP to US\$90.7 from US\$56.0 and maintain "Buy" rating.**

**2013 Q2 results review:** While Weibo advertising revenue was also affected by seasonality, its growth was much faster than the growth of portal sales in Q2, demonstrating advertisers' favor of Weibo's new advertising model. Weibo's current expenses increased primarily due to R&D and G&A. As the cooperation with Alibaba accelerates, we expect the expense ratio to be restored to the original level.

**Weibo user activity steadily grew in Q2 2013.** Weibo continuously drove user traffic to out-bound websites in Q2 2013. The daily active users reached 54 million, up 47.8%, indicating that as new mobile Apps emerge and compete with Weibo on time spent, Weibo still has stable growth. In Q2 2013, Weibo continuously had a leading position on YoY growth rate of unique visitors, page views and time spent comparing with China's other major social websites.

**Weibo affects users' shopping habits.** Weibo users continuously source shopping information of product discounts, product comparison and product introduction through Weibo. The FMCG is the major product category with high degree of acceptance from Weibo's users.

**The cooperation with Alibaba helps Weibo's monetization process.** The cooperation with Alibaba guides the future direction of Weibo's monetization. As Weibo opens its account system to Taobao, the two companies would develop new products targeting e-commerce customers more accurately using Weibo users' information such as their Weibo content and browsing habits on Weibo.

**Valuation:** We expect in Q3 2013, Weibo's advertising revenue will reach US\$30 million including display ads and promote feeds and Alibaba will contribute around US\$10 million advertising sales. Using DCF and segment valuation methods, we derived the company's fair value of US\$90.7 per share (average of the two), corresponding to P/E of 36x FY 2014. We maintain its "Buy" rating.

## Financials

US\$ thousand	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Revenue	482,829	529,329	654,003	807,521	934,493
Growth (%)	20%	10%	24%	23%	16%
Net income	(302,092)	31,738	(23,459)	163,183	292,299
Growth (%)	-1682%	111%	-174%	796%	79%
EPS (USD)	-4.64	0.48	-0.36	2.51	4.49
P/E (x)	N/A	N/A	N/A	32.6	18.2
P/B (x)	5.2	4.6	4.3	3.4	2.8
ROE (%)	-28.6%	3.0%	-2.1%	14.2%	20.3%

Source: Company data, CMS (HK) estimate

**Buy**

(Previous: Buy)

**Target Price: US\$90.7**

Current price: US\$80.0

China Merchants Securities (HK)  
 Mike Chen, Liangsheng Deng  
 +86-755-83273471  
 chenzu@cmschina.com.cn

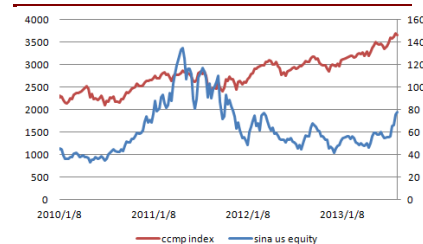
19 Aug 2013

## Key data

NASDAQ Index	3602
S/O (mn)	66.6
Mkt cap (USD) (mn)	5330
BVPS (USD)	17.20
Major shareholder	Holding (%)
Capital Group	8.52
Free float	97
Industry	Internet

## Share performance

%	1m	6m	12m
Absolute	23	43	44
Relative	22	29	22



Source: Bloomberg

## Related research

## 新浪 (SINA.O)

阿里巴巴合作促进微博货币化进程，维持‘买入’

2013年8月12日，新浪发布2013年Q2业绩，销售额同比增长20%，至1.58亿美元，微博广告销售增长209%，至3000万美元。虽然由于研发及管理费用占比增长较大，调低了2013年的EPS从\$0.73至-\$0.33，基于公司与阿里巴巴微博货币化合作良好，我们调高了2014、2015年的EPS从\$0.94至\$2.51，\$1.25至\$4.49，提高目标价从\$56.0至\$90.7，维持其‘买入’评级。

**2013年Q2业绩回顾** 微博广告业务虽然同样受季节因素影响，但在Q1淡季的增速仍然高于门户，Q2增速则远超过门户，从一个侧面说明广告商家对于微博这种新兴媒体模式的青睐。微博目前的费用上升主要是由于研发和一般管理费用上升所致。随着微博与阿里巴巴的合作加深，预计未来研发及一般管理费用的占比将恢复至新浪之前的水平。

**微博用户活跃度稳定增长，对于网站引流作用明显** 2013年Q2继续保持良好发展，其日活跃用户达到5400万人，同比增长47.8%，说明在移动端App层出不穷的情况下，微博活跃用户增长进入稳定期。另外，2013年4-5月，微博的独立访问用户、次数、页面浏览量和花费时间均在中国社交网站中处于绝对领先地位。微博同时越来越成为网站内容高效传播渠道和网站引流的重要工具。

**微博影响用户购物习惯，电商网站受微博用户欢迎** 微博越来越成为用户获取购物信息的来源，用户对于电商微博商品购买信息的接收程度较高的品种还是快速消费品，而对于电商微博的信息需求也集中在打折促销、产品比较和产品介绍等基本信息。在网站在在微博上投放的大量短链中，电商和娱乐网站较受用户欢迎。

**阿里巴巴助力微博货币化，未来合作空间巨大** 与阿里巴巴的合作为其短期货币化指明了方向。在微博帐号和淘宝帐号打通后，双方通过用户购买数据将开发新的产品。淘宝通过与新浪推出橱窗推荐等服务，利用用户在微博上的使用习惯、发博内容等，精准地推荐产品，从而提高了其产品短链在微博上的分享量、点击量和回流比等。

### 投资策略及建议：

我们预计Q3，微博自身的广告销售(包括展示型和信息流)为3000万美元，来自阿里巴巴的广告合作销售增长至1000万美元。采用DCF方法和分部估值法的平均值，得出公司的合理价值为每股\$90.7，对应2014年P/E为36倍，维持对于新浪‘买入’的评级。

### 盈利预测及估值

美元千	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业额	482,829	529,329	654,003	807,521	934,493
同比增长(%)	20%	10%	24%	23%	16%
净利润	(302,092)	31,738	(23,459)	163,183	292,299
同比增长(%)	-1682%	111%	-174%	796%	79%
每股盈利(美元)	-4.64	0.48	-0.36	2.51	4.49
市盈率(X)	N/A	N/A	N/A	32.6	18.2
市净率(X)	5.2	4.6	4.3	3.4	2.8
ROE(%)	-28.6%	3.0%	-2.1%	14.2%	20.3%

资料来源：公司资料,招商证券(香港)预测

买入

(上次：买入)

目标价：US\$ 90.7

现价：US\$80.0

招商证券(香港)研究部

陈征宇，邓良生

+86-755-83273471

chenzu@cmschina.com.cn

2013年8月19日

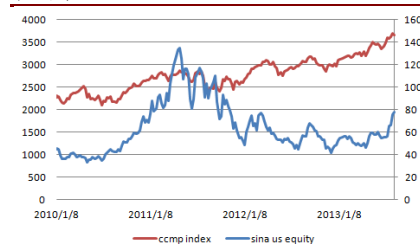
### 基础数据

NASDAQ 指数	3602
总股数(百万股)	66.6
市值(美元百万)	5330
每股净资产(美元)	17.20

主要股东	持股(%)
Capital Group	8.52
自由流通量	97
行业	互联网

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	23	43	44
相对表现	22	29	22



资料来源：彭博

### 相关报告

### 2013 年 Q2 业绩回顾

2013 年 Q2 新浪销售额为 1.57 亿美元，同比增速 19.7%，其中广告业务销售额为 1.21 亿美元，占比 76.6%，同比增速 16.9%。在广告业务销售中微博相关则为 3000 万美元，占广告销售的 24.9%，同比增速 191%。如果扣除微博相关的广告业务，门户广告销售则为 9057 万美元，同比增速 25%。微博广告业务与传统门户广告业务相比，虽然同样受季节因素影响，但在 Q1 淡季的增速仍然高于门户，Q2 增速则远超过门户，从一个侧面说明广告商家对于微博这种新兴媒体模式的青睐。

图 1：新浪门户、微博广告销售情况



资料来源：公司资料，招商证券（香港）整理

2013 年 Q2，新浪整体毛利率、运营利润率及净利润率分别为 53.6%、-7.3% 及 -11.6%，同期微博的费用为 4920 万美元，占销售比例为 31.2%。比较微博费用占比与产品研发费用占比和一般管理费用占比趋势，可以清楚看出微博目前的费用上升主要是由于研发和一般管理费用上升所致。随着微博与阿里巴巴的合作加深，微博相关广告销售逐年增长，预计未来研发及一般管理费用的占比将恢复至新浪之前的水平，即研发费用占比下降至销售的 15%，而一般费用占比则为销售的 17.8%。

图 2：新浪毛利率、运营利润率及净利润率



资料来源：公司资料，招商证券（香港）整理

**微博用户活跃度稳定增长，对于网站引流作用明显**

2013年Q2继续保持良好发展，其日活跃用户达到5400万人，同比增长47.8%，环比增长8.3%，说明在移动端App层出不穷的情况下，微博活跃用户增长进入稳定期。另外，微博独立用户页面访问量、时长在Q2有所恢复，其中时长恢复至每人1.1小时。据iResearch数据，2013年4-5月，微博的独立访问用户、次数、页面浏览量和花费时间均在中国社交网站中处于绝对领先地位。上述3大运营指标的增速同样保持领先，微博在基数较大的情况下仍然能保持高增长，说明微博的品牌认知度较高，同时对于各类新兴社区垂直网站的流量争夺防御性较好。

图3：新浪微博日活跃用户增长情况



图4：新浪微博独立访问用户页面浏览量、时长

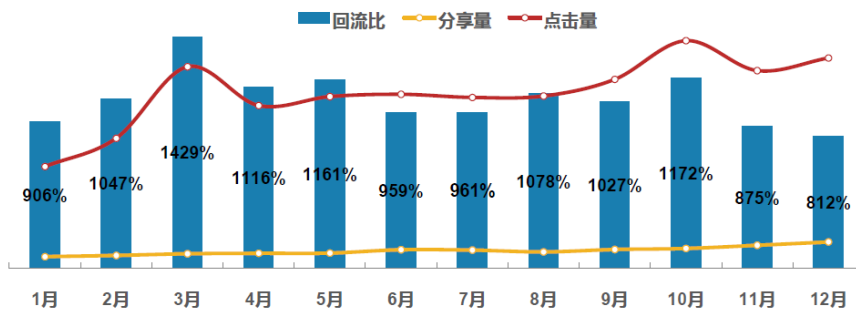


资料来源：公司资料，招商证券（香港）整理

微博同时越来越成为网站内容高效传播渠道和网站引流的重要工具。据新浪自身的数据，在微博用户中，通过微博中链接访问网站方式占比为43.1%，而通过搜索引擎访问网站占比则为65.1%，导航网站为35.3%。2012年以来网站自身在微博投放的链接的分享量和点击量呈现明显上升趋势，回流比则保持高位，说明微博对于网站的引流作用明显，越来越多用户通过微博访问外部网站获取信息，用户通过微博访问网站、从官方微博了解信息的习惯逐步形成。

图5：2012年新浪微博短链分享、点击、回流趋势

2012年度新浪微博短链分享量、点击量、回流比趋势



资料来源：公司资料，招商证券（香港）整理

图 6: 中国社交网站独立访问用户情况(单位: 千)

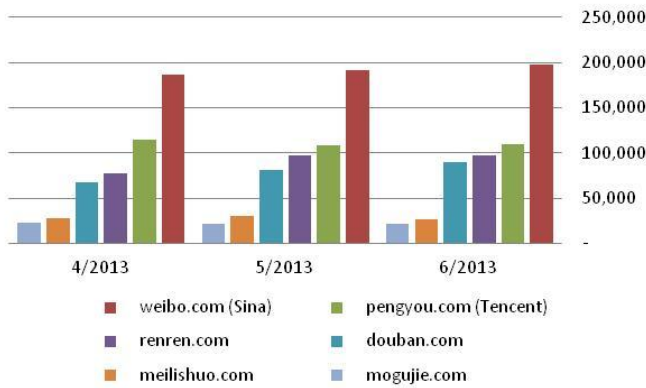


图 7: 主要社交网站独立访问用户同比增速

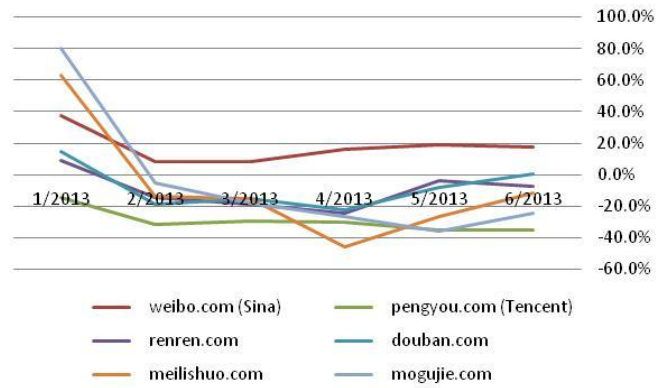


图 8: 中国社交网站访问次数情况(单位: 百万)

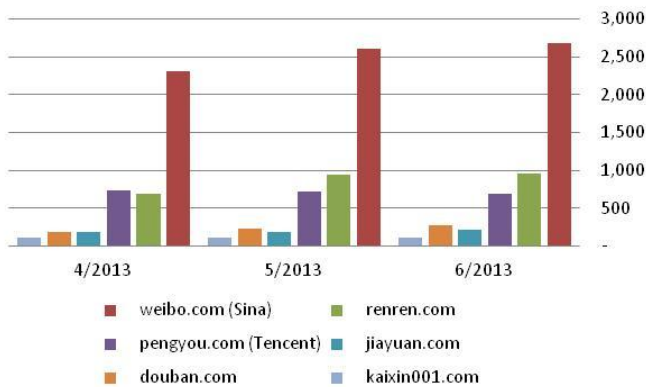


图 9: 中国社交网站访问次数同比增速

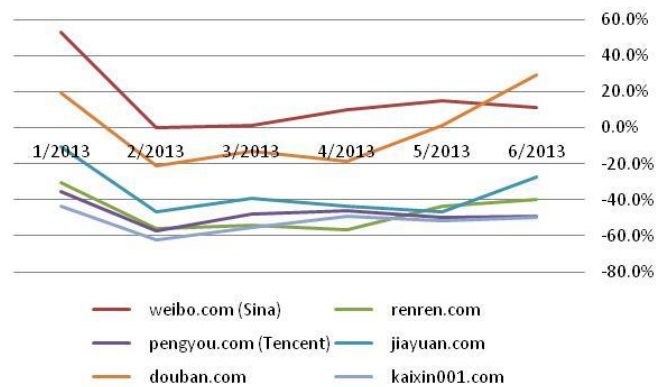


图 10: 中国社交网站页面访问量 (单位: 百万)

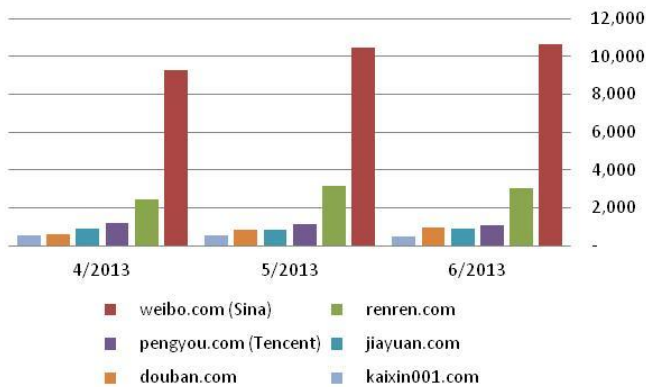


图 11: 中国社交网站页面访问量同比增速

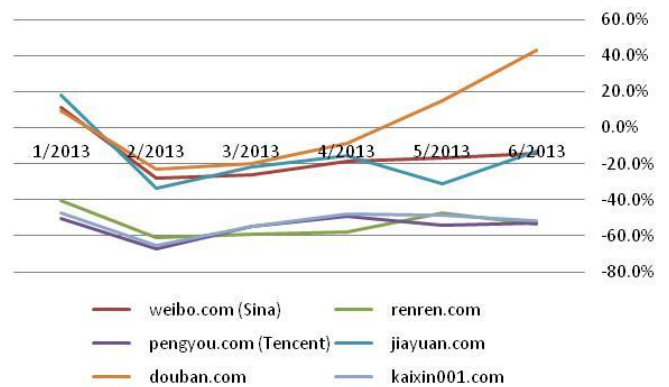


图 12: 中国社交网站用户时间 (单位: 百万小时)

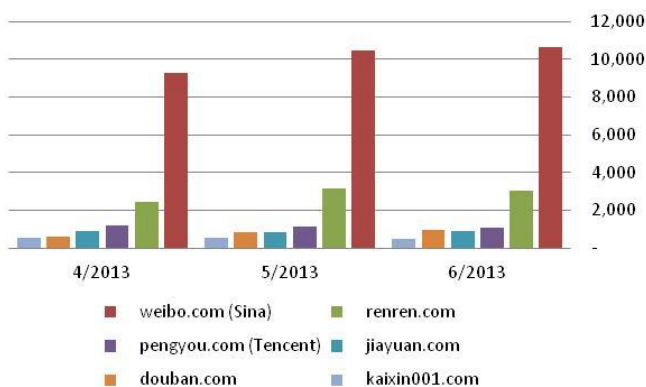
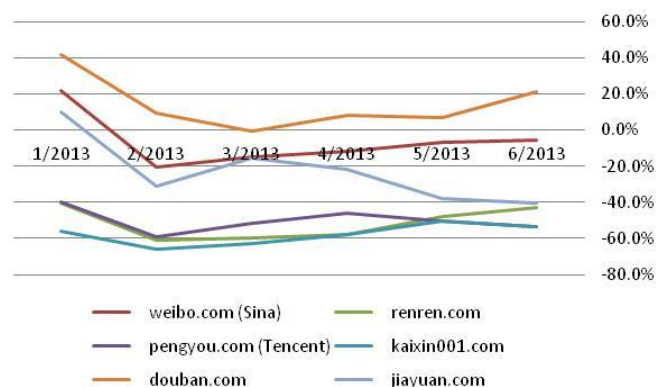


图 13: 中国社交网站用户时间同比增速



资料来源: iResearch, 招商证券(香港)整理

**微博影响用户购物习惯，电商网站受微博用户欢迎**

社交网络对于网络用户的使用具有重要的影响,根据 iResearch 的调查,三分之二的中国网络用户在购物前将依靠朋友的网上推荐,而微博等社交网站越来越成为用户获取购物信息的来源,超过了产品自身的广告宣传,仅此于实体店、朋友推荐的作用。从目前来看,用户对于电商微博商品购买信息的接收程度较高的品种还是例如:服饰、鞋帽、图书音像、IT 数码、家居百货、化妆品等快速消费品,而对于电商微博的信息需求也集中在打折促销、产品比较和产品介绍等基本信息。微博要提升用户对于电商信息需求层次,向其他产品领域渗透,还需提升数据挖掘、促进电商和用户在微博上的互动性等功能。

图 14: 对于购买信息的接收程度

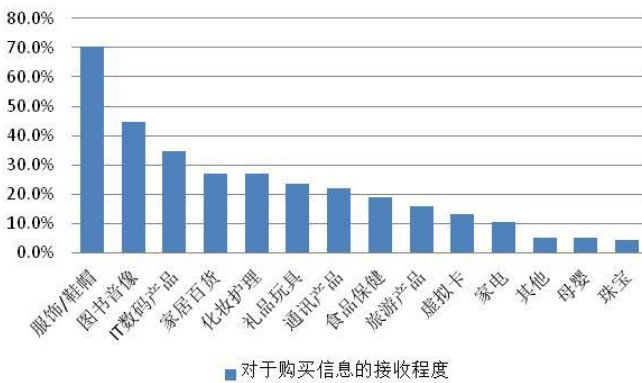
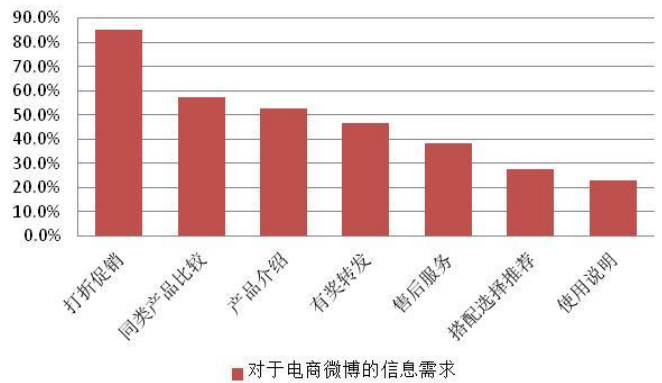


图 15: 对于电商微博的信息需求



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 整理

另一方面电商网站积极利用微博促销产品,在网站微博帐号分布中电子商务占比 49.3%, 远高于生活服务的 14.5% 和综合门户的 12.6%。在网站在微博上投放的大量短链中, 电商和娱乐网站较受用户欢迎。微博短链分享量和点击量排名来看, 淘宝等电子商务网站均排名靠前, 均超过视频网站, 而回流比天猫、京东和淘宝均超过 1000%, 即平均每条会被点击 10 次以上。

图 16: 微博短链分享量排名

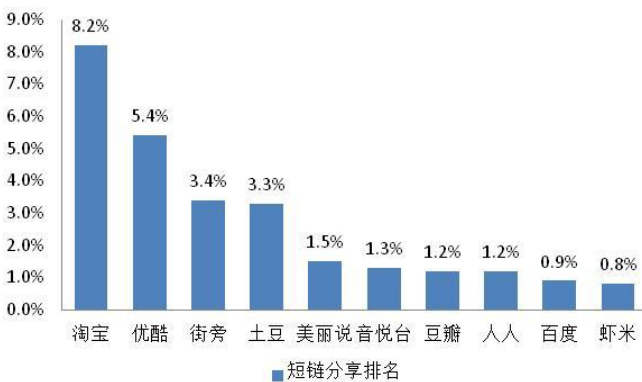


图 17: 微博短链回流比排名



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 整理

### 阿里巴巴助力微博货币化，未来合作空间巨大

2013年4月新浪和阿里巴巴合作推出“橱窗推荐”，用户通过微博发布淘宝相关产品链接的微博，在其粉丝的微博页面中，微博下方会添加“橱窗”模块，推荐与上述产品相似的产品，橱窗中的产品由新浪和淘宝通过对商品相关数据的深度挖掘进行选择推荐。微博与搜索引擎、论坛、博客相比具有较低的成本和较高的转化率，特别适合电商及中小企业。

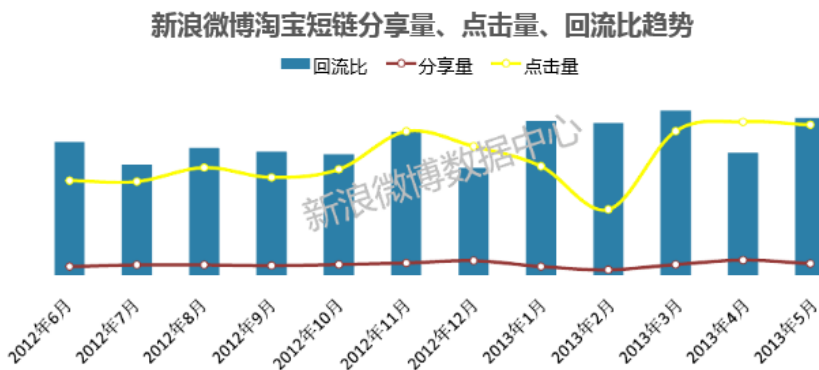
图 18：新浪和阿里巴巴合作推出“橱窗推荐”



资料来源：公司资料，招商证券（香港）整理

与阿里巴巴的合作促进了新浪在微博数据挖掘的能力，同时为其短期货币化指明了方向。在微博帐号和淘宝帐号打通后，双方通过用户购买数据将开发新的产品，例如优惠券等。反过来，淘宝通过与新浪推出橱窗推荐等服务，利用用户在微博上的使用习惯、发博内容等，精准地推荐产品，从而提高了其产品短链在微博上的分享量、点击量和回流比等。

图 19：2013 年新浪微博淘宝短链分享量、点击量、回流比趋势



资料来源：公司资料，招商证券（香港）整理

**业绩预测**

我们预计 Q3, 微博自身的广告销售(展示型和信息流)为 3000 万美元, 来自阿里巴巴的广告合作销售增长至 1000 万美元。2013-2016 年新浪传统广告业务保持每年 10% 左右的增长外, 来自阿里巴巴的广告销售将逐年递增, 约为 3000 万, 8000 万, 1.2 亿和 1.6 亿美金; 微博自身的广告销售、第三方游戏应用等销售每年占新浪全年销售比例将逐年上升。

**表 1: 新浪 2013 年微博销售收入预测**

单位: 美元千	微博自身广告销售	第三方游戏应用	阿里巴巴的广告销售
Q1	18,800	7,100	-
Q2	25,000	7,700	5,000
Q3	30,000	7,500	10,000
Q4	35,000	7,500	15,000
总计	108,800	29,800	30,000

**表 2: 新浪微博销售收入预测**

单位: 美元千	2013	2014	YOY	2015	YOY	2016	YOY
微博自身广告销售	108,800	140,000	28.7%	160,000	14.3%	180,000	12.5%
第三方游戏应用	29,800	40,000	34.2%	50,000	25.0%	60,000	20.0%
阿里巴巴的广告销售	30,000	80,000	166.7%	120,000	50.0%	160,000	33.3%
总计	168,600	260,000	54.2%	330,000	26.9%	400,000	21.2%

**表 3: 新浪 2013 年季度营收预测**

美元: 千	Q1-2013	Q2-2013	之前预测 Q3-2013E	之前预测 Q4-2013E	更新 Q3-2013E	更新 Q4-2013E	更新 2013E	市场预测 Q3-2013E	市场预测 Q4-2013E	备注
广告业务	94,289	120,579	138,679	132,799	156,490	157,239	528,597			提高广告业务销售预测以反映来自阿里巴巴合作以及微博信息流系统带来的收入
移动增值	15,900	19,920	17,500	20,000	17,500	20,000	73,320			
其他	11,100	16,986	12,000	12,000	12,000	12,000	52,086			
总销售额	121,289	157,485	168,179	164,799	185,990	189,239	654,003	179,110	183,440	
销售成本										
广告业务	47,810	56,620	62,405	58,432	70,420	69,185				提高研发和管理费用占销售占比 分别从15%至24%和6%至10%
移动增值	11,026	13,816	12,250	14,000	12,250	14,000				
其他	2,521	2,704	1,800	1,800	1,800	1,800				
销售成本	61,357	73,140	76,455	74,232	84,470	84,985				
毛利	59,932	84,345	91,723	90,568	101,519	104,254				
经营费用										
研究开发费用	30,024	40,119	25,227	24,720	44,638	45,417				
销售及市场费用	30,801	41,250	33,636	32,960	46,497	47,310				
管理费用	13,629	21,159	10,091	9,888	18,599	18,924				
总经营费用	74,466	102,540	68,953	67,568	109,734	111,651				
经营收入 (EBIT)	-14,534	-18,195	22,770	23,000	-8,215	-7,397				
税前收入	-19,075	-9,998	32,770	35,500	785	1,603				
净利润	-17,855	-11,533	34,770	38,500	2,482	3,424				
EPS (美元)	(0.27)	(0.17)	0.53	0.59	0.04	0.05	(0.36)	0.23	0.28	降低2013年全年EPS预测以反映研发和管理费用的上升
ADS (美元)	(0.27)	(0.17)	0.53	0.59	0.04	0.05	(0.36)	0.23	0.28	

**表 4: 新浪 2013-2015 年营收预测**

	之前预测			更新			市场预测			备注
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015	
总销售额(美元千)	600,273	675,598	751,378	654,003	807,521	934,493	637,000	796,000	959,000	提高对于2013-2015年的销售预测以反映来自阿里巴巴的广告销售, 约为3000万, 8000万, 和1.6亿美元, 以及来自微博信息流系统对于销售增长的贡献
EPS (美元)	0.73	0.94	1.25	-0.36	2.51	4.49	0.33	1.60	2.72	

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)(预测)



### 估值

采用 DCF 方法，得出的公司的合理价值为每股\$96.2，敏感性分析中，公司估值区间为每 89.0-104.6 美元。

表 5: DCF 假设条件

Cost of Equity	
Risk free rate (Rf)	3.65%
Risk premium/Country premium	10.37%
Beta	1.46
Perpetual growth rate	3%
Cost of equity (Re)	18.7%

资料来源：招商证券（香港）

表 6: 敏感性分析（单位：美元）

		Cost of Equity				
		17.7%	18.2%	18.7%	19.2%	19.7%
永续增长率	2.0%	100.7	96.7	93.0	89.5	86.2
	2.5%	102.6	98.4	94.5	90.9	87.6
	3.0%	104.6	100.3	96.2	92.5	89.0
	3.5%	106.8	102.2	98.0	94.1	90.5
	4.0%	109.1	104.3	99.9	95.8	92.0

资料来源：招商证券（香港）

我们同时采用分部估值法：根据阿里巴巴给与微博的 36 亿美元的估值，2012 年新浪门户广告业务净利润约为 4800 万美元，给与门户业务 P/E20 倍，从而得出新浪整体估值为 55.6 亿美元，对应股价 85.2 美元。随着阿里巴巴与新浪微博的合作深入，货币化产品逐步推出，微博的估值还有进一步提升的空间。

表 7: 分部估值

	2012 年净利润(美元百万)	PE 倍	估值(美元百万)
传统门户品牌广告	48.3	20	965
微博			3,600
净现金			1000
<b>总计</b>			<b>5565</b>
<b>每股价值</b>			<b>US\$85.2</b>

资料来源：招商证券（香港）

采用 DCF 方法和分部估值法的平均值，得出公司的合理价值为每股 \$90.7，对应 2014 年 P/E 为 36 倍，维持对于新浪‘买入’的评级。

## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位：美元千	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	<b>827,910</b>	<b>885,347</b>	<b>816,339</b>	<b>1,040,240</b>	<b>1,393,961</b>
现金	513,980	199,826	107,058	281,833	594,923
交易性投资	159,495	513,772	500,000	500,000	500,000
应收票据					
应收款项	89,843	112,469	135,251	163,501	201,880
其它应收款	35,981	41,966	36,498	45,780	56,526
存货					
其他					
<b>非流动资产</b>	<b>563,537</b>	<b>597,559</b>	<b>745,564</b>	<b>912,498</b>	<b>1,037,287</b>
长期股权投资	463,939	466,875	588,603	726,769	841,043
固定资产	74,511	76,640	85,020	96,902	93,449
无形资产	815	681	6,540	8,075	9,345
其他					
<b>资产总计</b>	<b>1,391,447</b>	<b>1,482,906</b>	<b>1,561,903</b>	<b>1,952,738</b>	<b>2,431,248</b>
<b>流动负债</b>	<b>200,743</b>	<b>227,029</b>	<b>271,411</b>	<b>339,159</b>	<b>383,142</b>
应计负债	140,476	168,677	196,201	242,256	280,348
应付账款	8,854	7,994	13,080	16,150	18,690
应付所得税	14,717	13,466	16,350	24,226	18,690
递延收入	34,496	36,892	45,780	56,526	65,414
<b>长期负债</b>	<b>128,355</b>	<b>110,004</b>	<b>134,071</b>	<b>165,542</b>	<b>191,571</b>
递延收入	126,529	107,784	130,801	161,504	186,899
其他	1,826	2,220	3,270	4,038	4,672
<b>负债合计</b>	<b>395,564</b>	<b>329,098</b>	<b>337,033</b>	<b>405,482</b>	<b>504,700</b>
股本	8,797	8,863	8,797	8,797	8,797
资本公积金	715,098	736,249	798,567	927,001	1,043,200
留存收益	62,497	90,542	65,000	65,000	65,000
少数股东权益	6,679	9,203	6,500	6,500	6,500
母公司所有者权益	1,055,670	1,055,670	1,136,670	1,149,921	1,441,537
<b>负债及权益合计</b>	<b>1,391,447</b>	<b>1,482,906</b>	<b>1,561,903</b>	<b>1,952,738</b>	<b>2,431,248</b>

## 现金流量表

单位：美元千	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	<b>66,524</b>	<b>32,614</b>	<b>70,232</b>	<b>287,775</b>	<b>426,090</b>
净利润	(302,418)	31,855	(29,354)	163,433	292,549
折旧摊销	20,968	29,548	30,000	30,000	30,000
股票期权	16,607	19,358	20,000	20,000	20,000
呆账拨备	2,530	3,869	3,500	3,500	3,500
营运资金变动	(16,895)	(22,042)	11,936	21,692	5,892
其他	281,548	18,498	35,000	50,000	75,000
<b>投资活动现金流</b>	<b>(218,214)</b>	<b>(351,947)</b>	<b>(165,000)</b>	<b>(115,000)</b>	<b>(115,000)</b>
资本支出	(54,913)	(53,235)	(60,000)	(60,000)	(60,000)
其他投资	(163,301)	(393,712)	(100,000)	(50,000)	(50,000)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>13,534</b>	<b>4,296</b>	<b>2,000</b>	<b>2,000</b>	<b>2,000</b>
借款变动					
普通股增加	6,191	4,405	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配					
其他	1,641	(200)	2,000	2,000	2,000
<b>现金净增加额</b>	<b>(129,639)</b>	<b>(314,154)</b>	<b>(92,768)</b>	<b>174,775</b>	<b>313,090</b>

## 利润表

单位：美元千	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>482,829</b>	<b>529,329</b>	<b>654,003</b>	<b>807,521</b>	<b>934,493</b>
广告销售	368,805	412,928	528,597	654,277	757,705
移动增值	83,457	69,008	73,320	77,719	82,382
其他收入	30,567	47,393	52,086	75,525	94,406
<b>营业成本</b>	<b>215,348</b>	<b>247,932</b>	<b>303,953</b>	<b>348,389</b>	<b>354,315</b>
<b>毛利润</b>	<b>267,481</b>	<b>281,397</b>	<b>350,050</b>	<b>459,132</b>	<b>580,178</b>
销售费用	135,867	142,342	160,198	161,504	140,174
研发费用	65,533	108,062	165,858	96,902	84,104
管理费用	30,121	39,397	72,311	48,451	46,725
<b>营业利润</b>	<b>(33,662)</b>	<b>(8,548)</b>	<b>(48,317)</b>	<b>152,274</b>	<b>309,175</b>
营业外收入	16,327	16,798	19,843	15,000	15,000
营业外支出					
<b>利润总额</b>	<b>(297,417)</b>	<b>34,585</b>	<b>(26,661)</b>	<b>192,274</b>	<b>344,175</b>
所得税	(5,001)	(2,730)	(2,693)	(28,841)	(51,626)
<b>净利润</b>	<b>(302,092)</b>	<b>31,738</b>	<b>(23,459)</b>	<b>163,183</b>	<b>292,299</b>
少数股东损益	(326)	(117)	5,895	(250)	(250)
<b>母公司所有者</b>	<b>(302,092)</b>	<b>31,738</b>	<b>(23,459)</b>	<b>163,183</b>	<b>292,299</b>
<b>EPS (美元)</b>	<b>-4.64</b>	<b>0.48</b>	<b>-0.36</b>	<b>2.51</b>	<b>4.49</b>

## 主要财务比

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>年成长率</b>					
营业收入	20%	10%	24%	23%	16%
营业利润	-135%	75%	465%	415%	103%
净利润	-1682%	111%	-174%	796%	79%
<b>获利能力</b>					
毛利率	55.4%	53.2%	53.5%	56.9%	62.1%
净利率	-62.6%	6.0%	-3.6%	20.2%	31.3%
ROE	-28.6%	3.0%	-2.1%	14.2%	20.3%
ROIC	-3.2%	-0.8%	-4.3%	13.2%	21.4%

## 偿债能力

资产负债率					
净负债比率					
流动比率	4.1	3.9	3.0	3.1	3.6
速动比率	4.1	3.9	3.0	3.0	3.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率					
应收帐款周转率	5.4	4.7	4.8	4.9	4.6
应付帐款周转率	54.5	66.2	50.0	50.0	50.0
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	-4.6	0.5	-0.4	2.5	4.4
每股经营现金	1.0	0.5	1.1	4.3	6.4
每股净资产	15.3	17.4	18.4	23.3	29.0
每股股利					
<b>估值比率</b>					
PE	N/A	N/A	N/A	32.6	18.2
PB	5.2	4.6	4.3	3.4	2.8
EV/EBITDA	97.0	97.0	105.0	39.0	20.0

## 投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升10%以上
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%或以内
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10%以上

**免责声明:**

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期48楼  
公司网址: <http://www.newone.com.hk>  
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828