

国泰君安国际 研究部



互联网行业

业务模式及估值风云变幻，选择在生态系统中
占据重要位置的公司

Jake Li

2011年7月

86-755-2397-6686

lizhun@gtjas.com

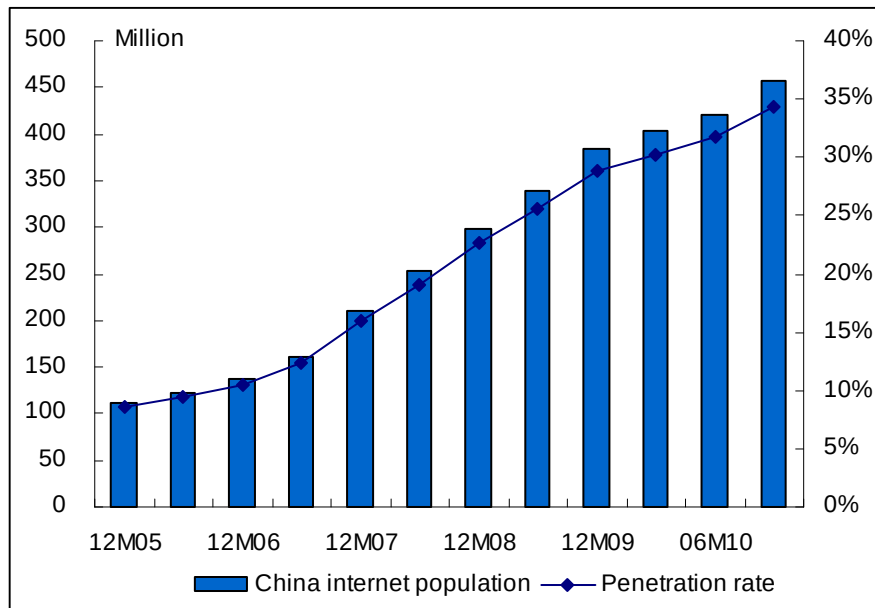
主要观点

- 用户基础不断扩大，互联网应用也将继续多样化，特别是在社交网络、电子商务方面将有更多新模式出现。
- 在互联网生态系统中，社交网络将位于最重要的位置。
- 用户关系将逐渐演变。
- 由于搜索广告的拉动，2011年互联网广告仍将保持40%以前的增速。
- 在线购物市场将显示出强劲的增长动力。
- 游戏行业整体增长乏力，但细分市场仍有机会。
- 首选腾讯（00700 HK），收集百度（BIDU US）。

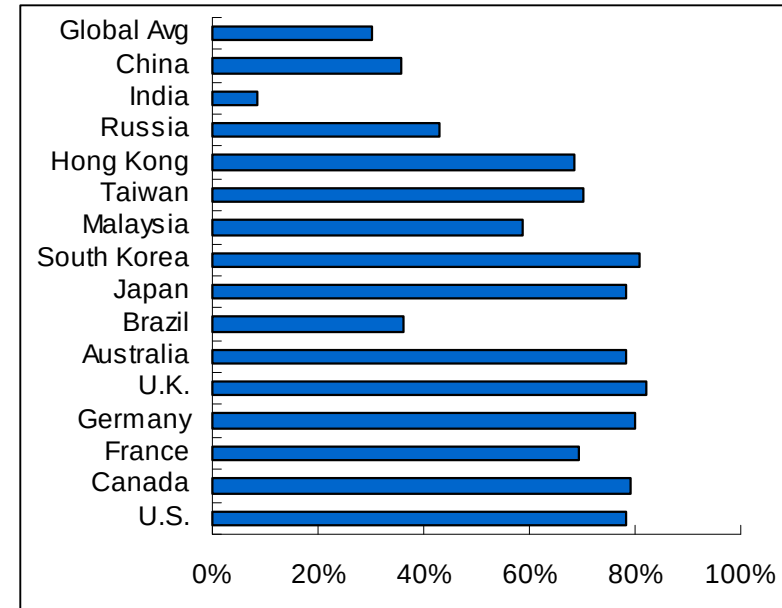
行业基本情况：互联网普及率持续上升

- 中国互联网普及率仅仅略超全球平均水平。
- 中国互联网普及率增长在1线城市将放缓，但2-5线城市仍有很大潜力，并将推动整体普及率上升。

中国互联网用户数量及普及率



全球互联网普及率（2011.3）

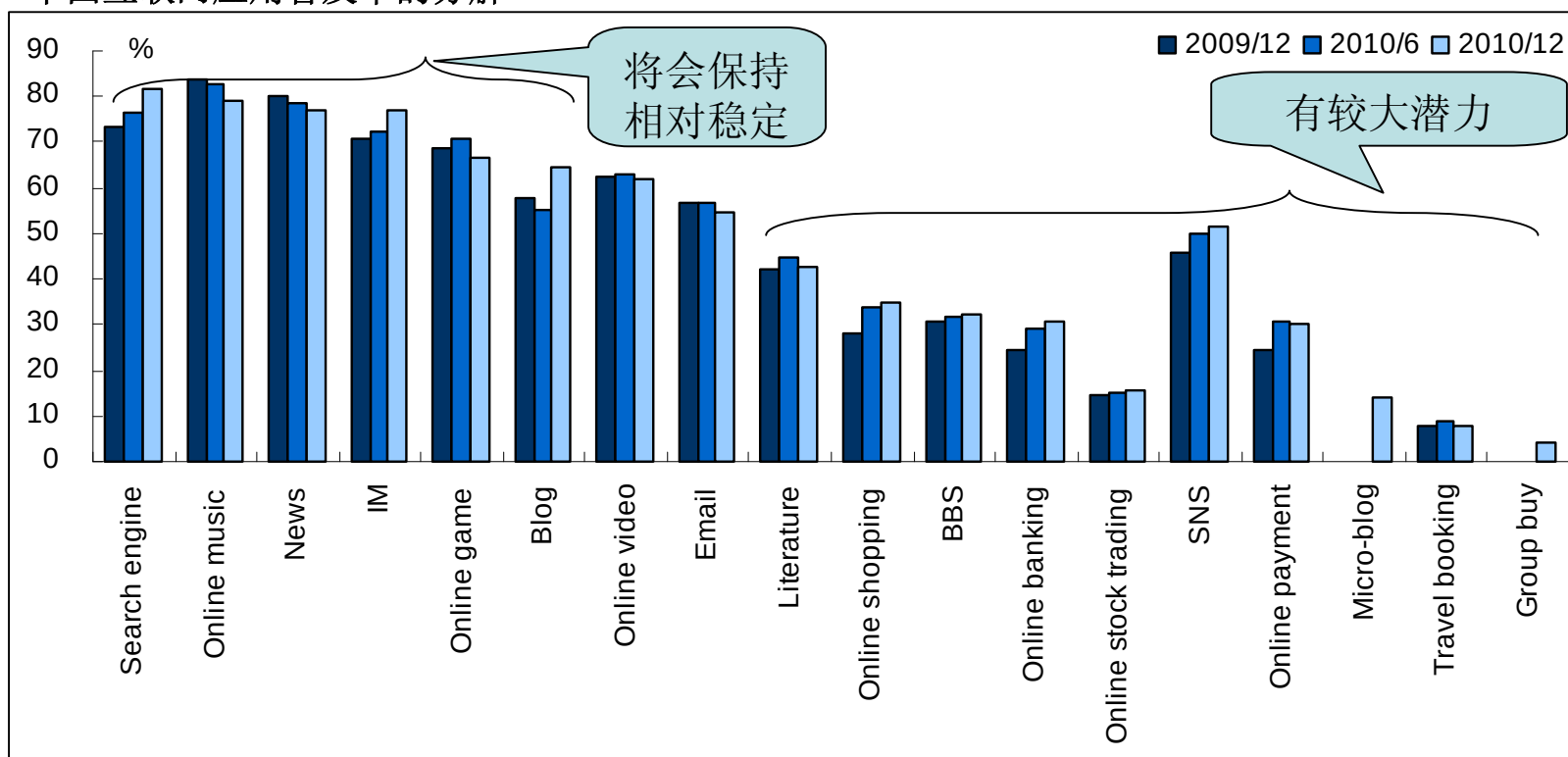


Source: CNNIC, Internet World Stats

行业基本情况：多样化的应用

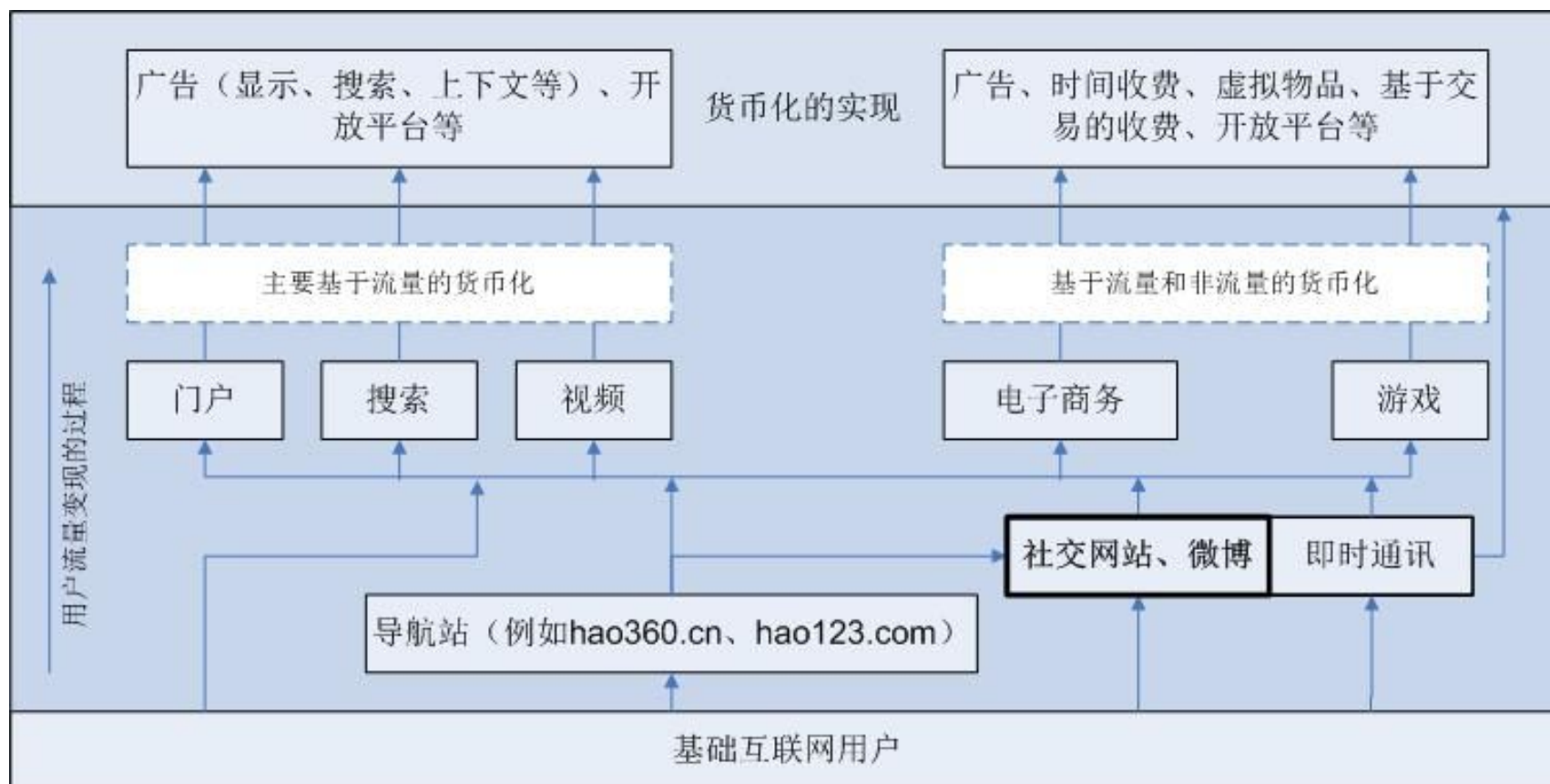
- 来自社交网络、微博、团购、网络购物的应用普及率会继续上升。

中国互联网应用普及率的分解



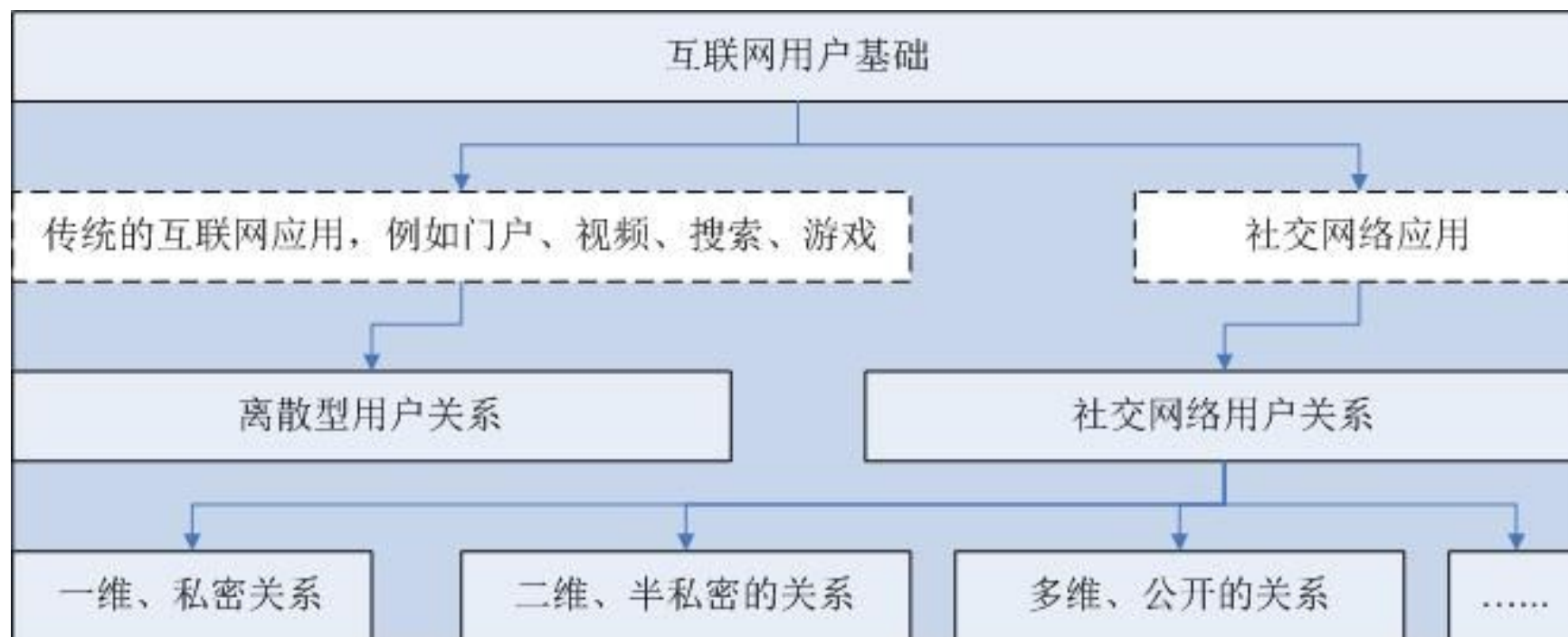
Source: CNNIC

互联网生态系统：用户流量



Source: Guotai Junan International

互联网生态系统：用户关系



Source: Guotai Junan International

互联网生态系统：我们的主要观点

- 中国互联网从诞生至今，最基本的逻辑就是---如何获取用户流量、如何增强用户粘性、如何货币化流量。
- 若干年以前，互联网的服务以单一产品、单一平台为主，运营商依靠单一产品的内容吸引用户，然后不断增强产品内容以维系用户，但用户的关系是离散型的（从产品角度看，现阶段的门户、视频、游戏均具有这些特点）。
- IM的作用在于给予互联网用户沟通的平台，关系链的确立使用户粘性增强，关系链表现为1对1。
- SNS同样是关系链的堆积，但关系链属性演进为N对N，其分享、转发等机制使信息量爆炸式增长，并且SNS具备信息筛选、流量导向功能。
- 具备关系链平台的运营商（IM、SNS等），且同时具备优质内容服务（文字、视频、游戏、购物等均可）的运营商将在生态系统中占据有力的位置（无论是IM时代，亦或SNS时代，腾讯均具备这些条件）。

互联网生态系统：我们的一些推断和设想

- 腾讯（最大的IM、SNS、游戏、以用户数量计算的门户运营商）仍将在生态系统中维持稳固的龙头地位。
- 淘宝有可能对腾讯构成冲击，因其具备1）90%以上的C2C交易量市场份额（内容），2）阿里旺旺、口碑网（关系链平台）。
- 百度有可能在生态系统中占据有力位置，因1）搜索市场80%以上份额（内容、服务），2）百度Hi、有啊（关系链平台，注：有啊已由C2C转型为社交类分享平台）。
- 我们目前的判断是：1）腾讯继续维持稳固地位的可能性最大，2）大淘宝、百度在关系链的认知及平台搭建方面较缓慢。

互联网广告：传统媒体增长逐渐放缓，线下至线上的转移将是一个长期的增长主题

中国广告市场增速分解

	2010/2009 yoy	2010 structure
TV	11%	67%
Newspaper	19%	12%
Internet	55%	5%
Outdoor	16%	4%
Magazine	19%	2%
Radio	33%	2%

Source: CR-Nielsen, iResearch, 梅花网, Guotai Junan International

互联网广告：广告主仍然偏好新媒体

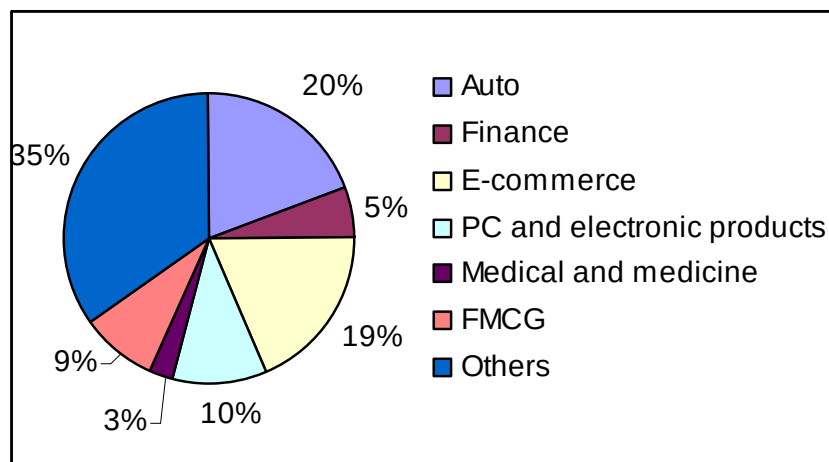
针对广告主的调研：2011年您的广告预算将怎样分配？

	TV, radio media	Print media	Digital outdoor media	Airport, metro media	Online media	Wireless media	Social media	Movie media
Substantially reduce	25.8%	14.1%	21.7%	27.3%	8.6%	23.2%	22.2%	32.3%
Slightly cut	12.1%	15.2%	10.6%	8.6%	6.1%	12.1%	6.1%	4.5%
In line	39.4%	40.4%	44.4%	47.5%	33.8%	46.5%	45.5%	53.5%
Slightly increase	12.6%	17.2%	15.2%	9.6%	28.3%	12.6%	17.2%	7.1%
Significantly increase	10.1%	13.1%	8.1%	7.1%	23.2%	5.6%	9.1%	2.5%

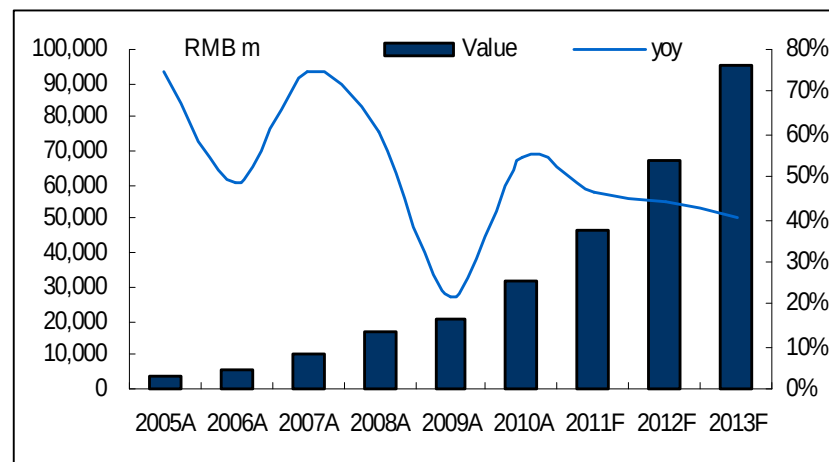
Source: 梅花网

互联网广告：2011-13年在线广告年均增长仍可超过40%

2010 年中国互联网广告收入按行业分解



中国互联网广告行业收入增长趋势

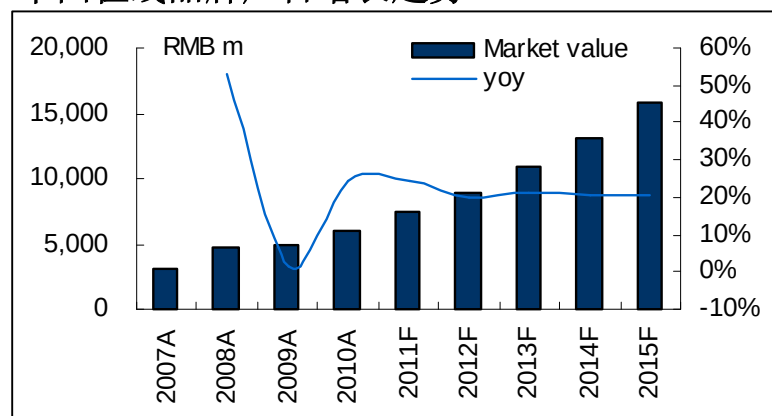


Source: iResearch, CR-Nielsen, Guotai Junan International

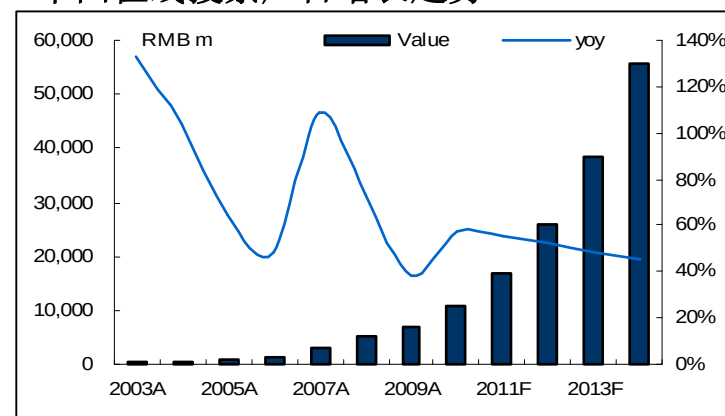
- 2011年汽车行业投放将放缓，但电子商务等网站广告投放增长强劲。

互联网广告：搜索引擎广告对增长的贡献显著

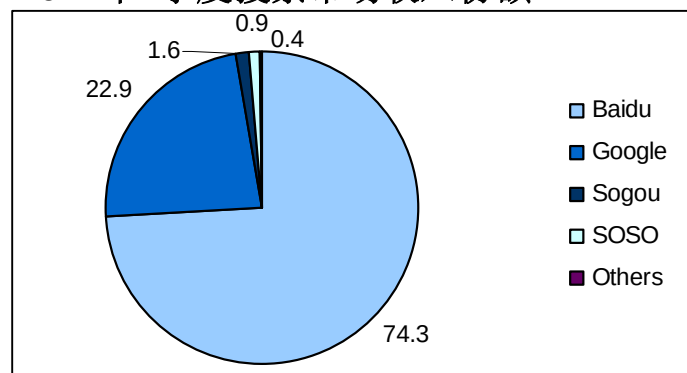
中国在线品牌广告增长趋势



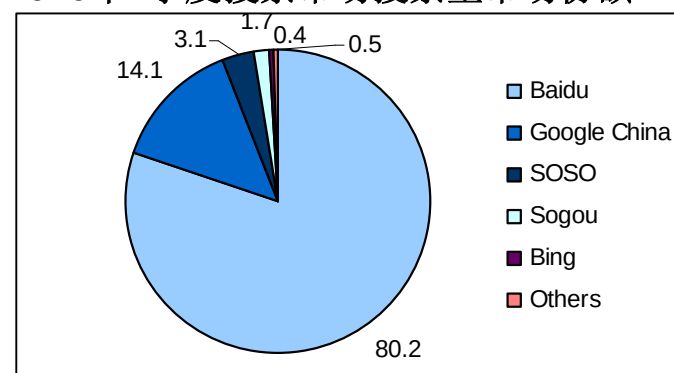
中国在线搜索广告增长趋势



2011年1季度搜索市场收入份额



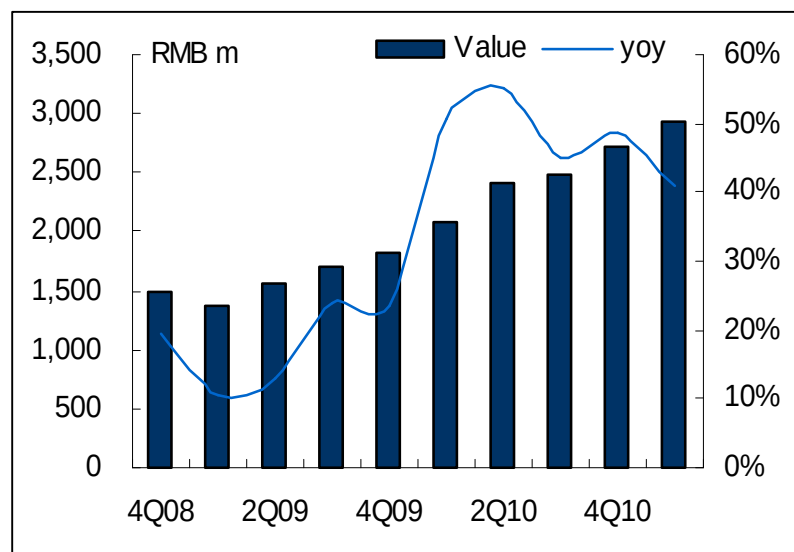
2010年4季度搜索市场搜索量市场份额



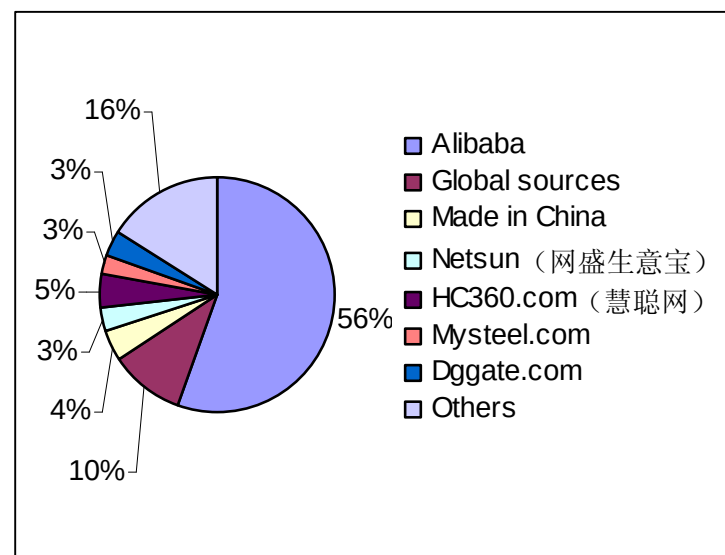
Source: iResearch

电子商务：B2B市场的表现很大程度上依赖于阿里巴巴表现

中国B2B市场收入增长季度趋势



2011年1季度中国B2B市场运营商收入份额

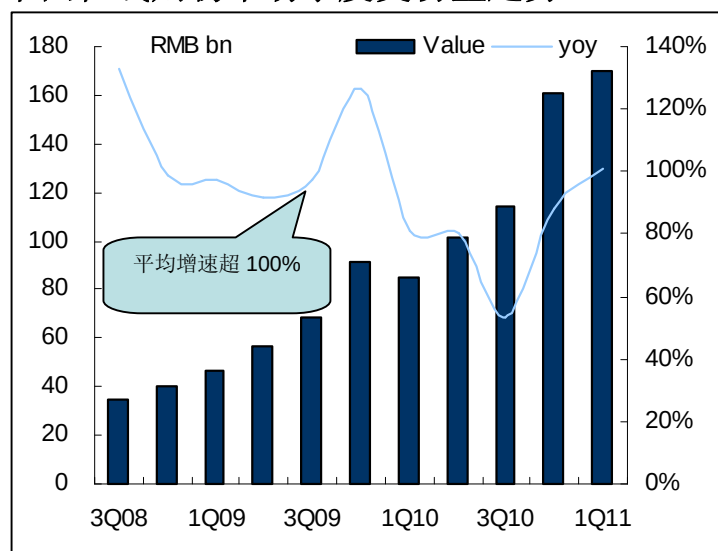


Source: iResearch

- 阿里巴巴（01688）的市场份额从2009年以来基本维持在 55%-60%。
- 因为CGS用户数下降，增值服务表现难有大幅超预期，阿里巴巴2011年收入增长放缓。

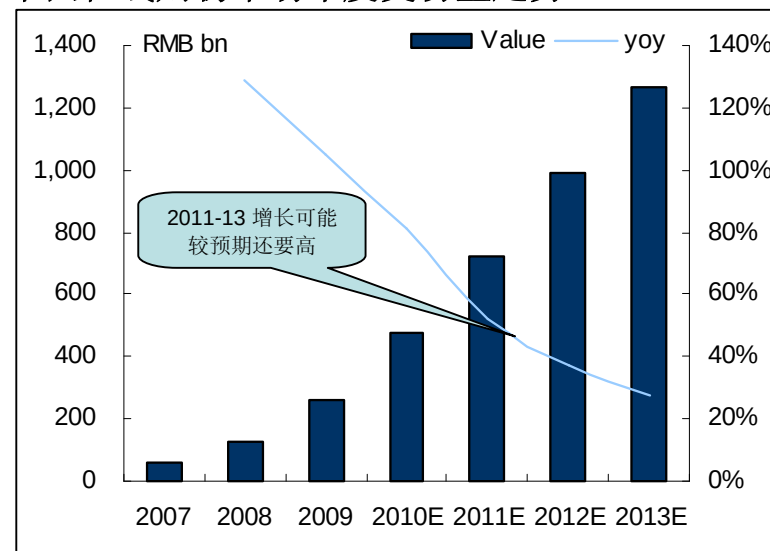
电子商务：在线购物显示出巨大的潜力

中国在线购物市场季度交易量趋势



Source: iResearch

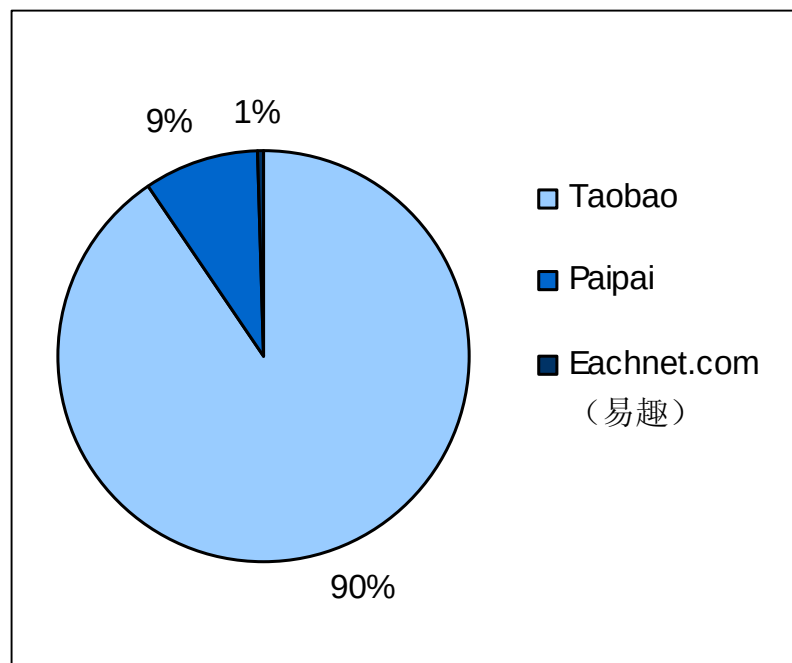
中国在线购物市场年度交易量趋势



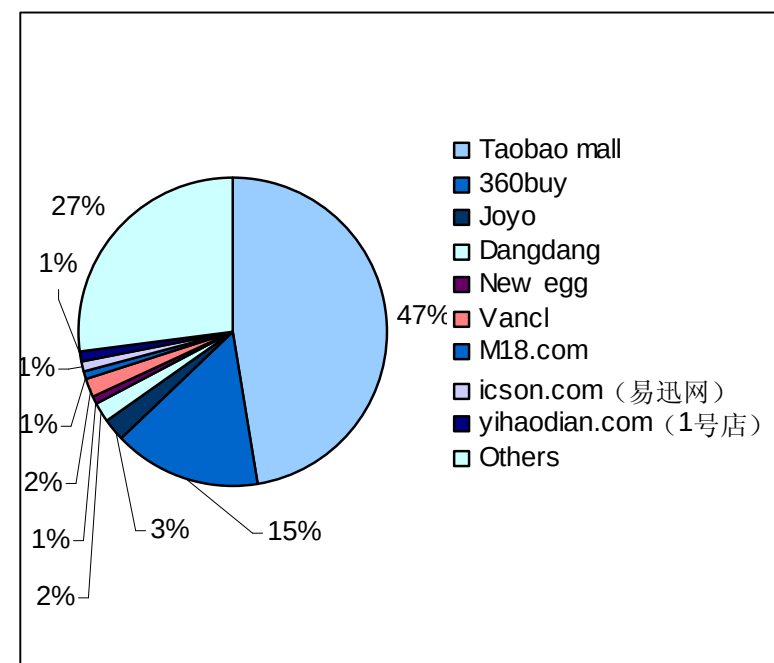
- 在线购物有巨大增长潜力的4个考虑：1) 目前在线购物普及率仅有22%，2) 在线购物运营商资金充裕，市场推广力度会较大，3) 消费者习惯逐渐改变，4) 部分运营商开始自建物流渠道，供应链改善。

电子商务：平台类主要由淘宝主导，非平台类运营商市场份额可能有较大变数

2011年1季度平台类（C2C）运营商交易量市场份额



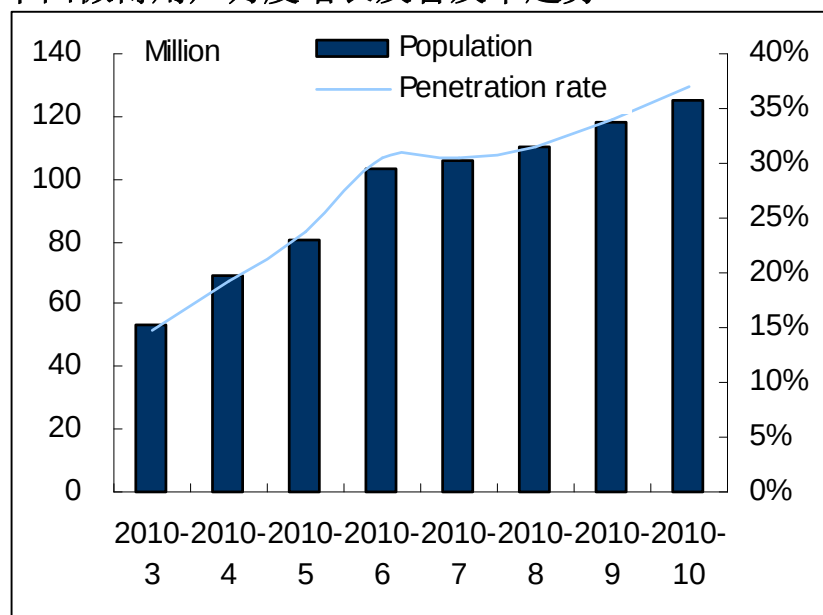
2011年1季度B2C运营商交易量市场份额



Source: iResearch

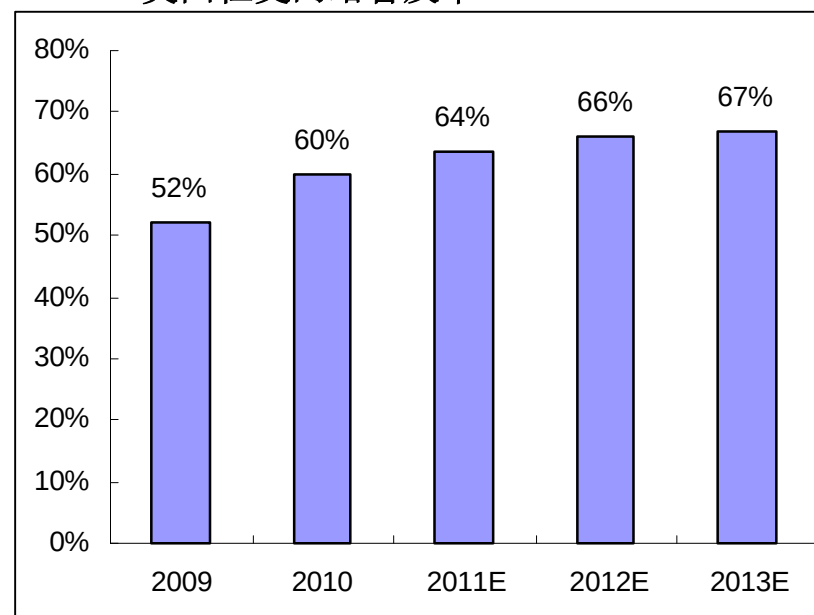
社交网络：用户增长还有较大空间

中国微博用户月度增长及普及率趋势



Source: iResearch

美国社交网络普及率

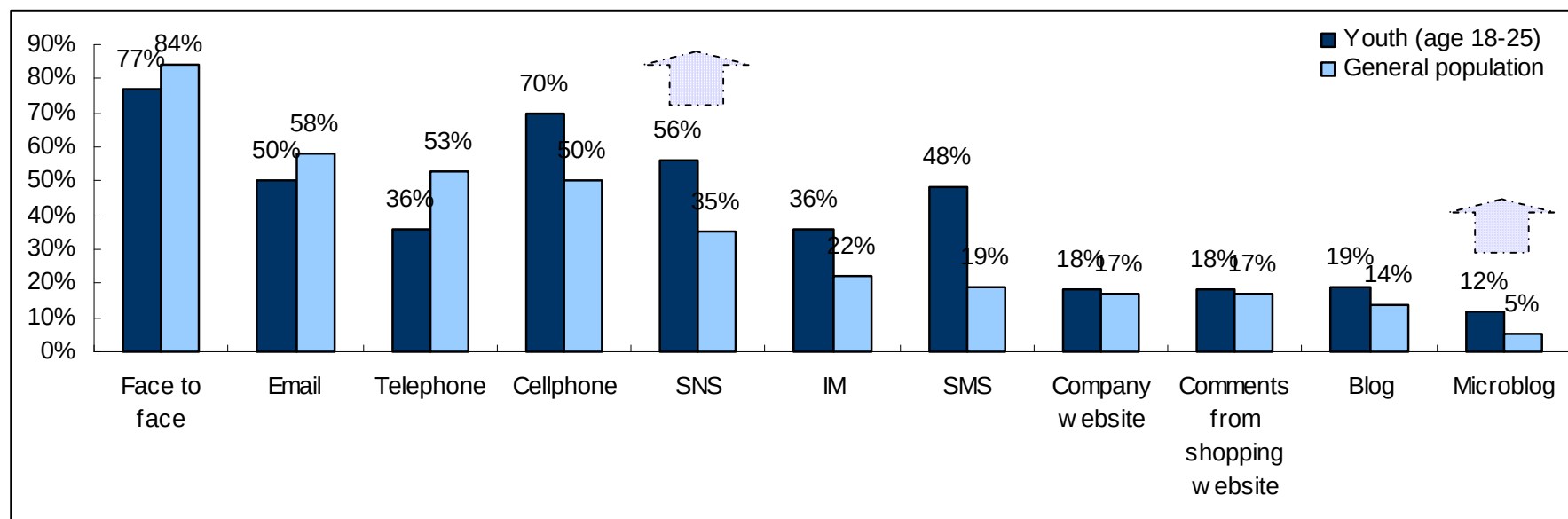


Source: eMarketer

- 新浪微博注册用户超过1.4亿。
- 腾讯微博注册用户超过2亿，1.15亿月度活跃用户；“朋友”注册用户超2亿，月度活跃约1.28亿。

社交网络：货币化的方式将是多样的

美国年轻人群体和大众人群分别讨论产品和服务时的方法偏好

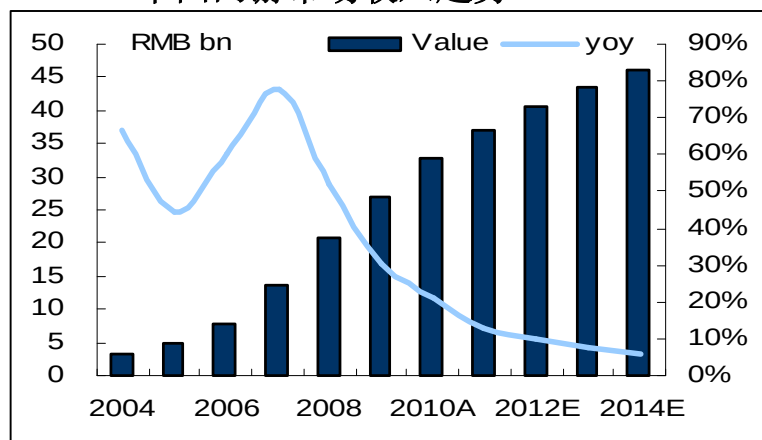


Source: eMarketer, March 2011

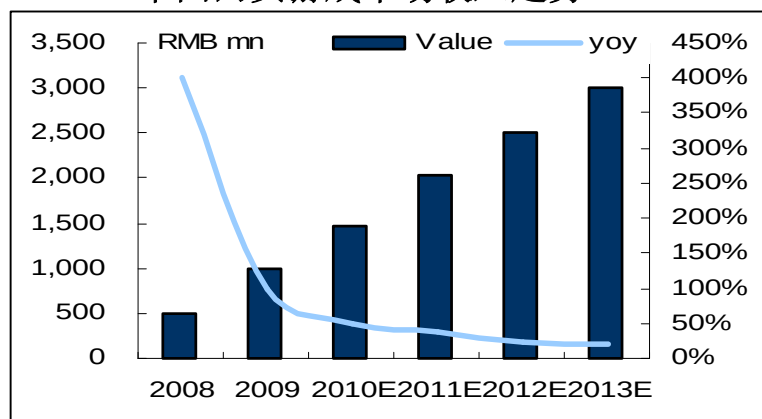
- 社交网络因为将是用户流量和信息的中枢，将来的货币化方法将是多样的。

在线游戏：现阶段仍需关注平台，单款游戏仍有较大不确定性

中国网游市场收入趋势

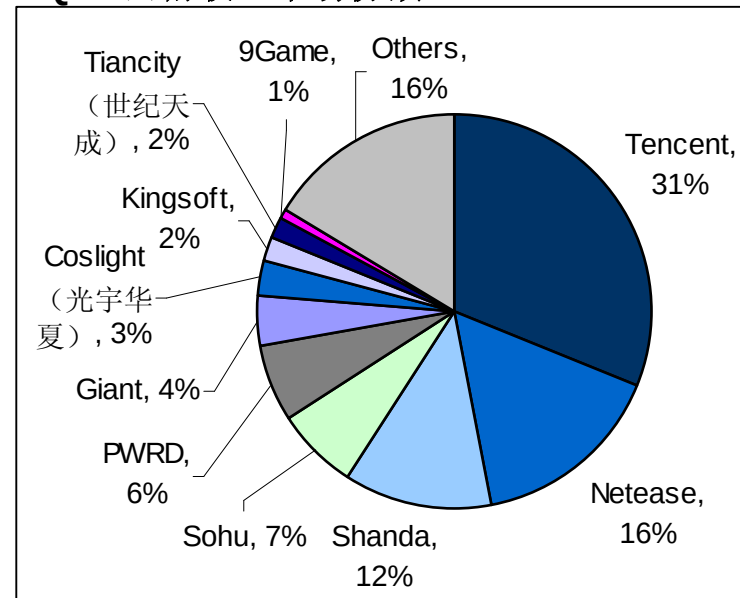


中国网页游戏市场收入趋势



Source: iResearch

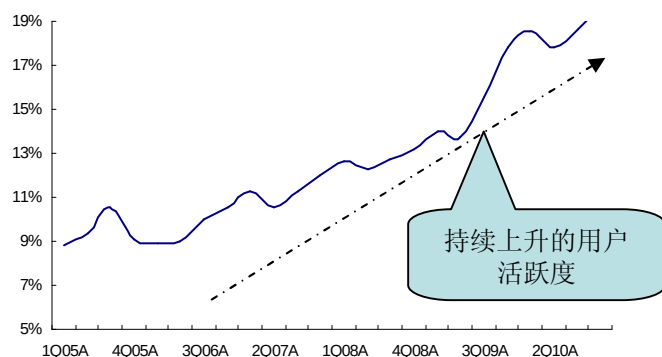
1Q11 网游收入市场份额



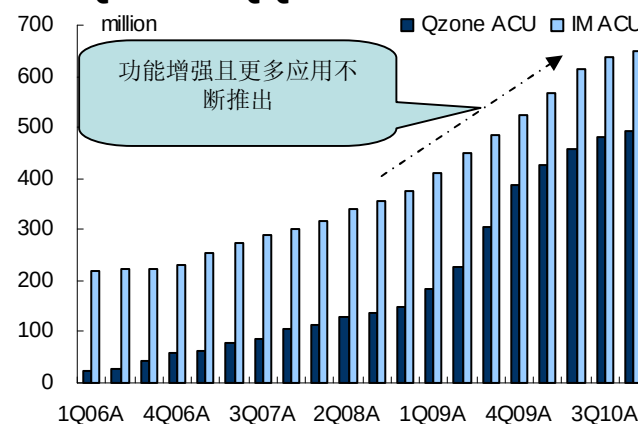
- 行业总体增长可能不会令人兴奋。
- 细分市场及休闲化市场可能会有更大机会。
- 平台运营商有机会继续扩大市场份额。

腾讯（00700 HK）：行业首选，内容策略不断增强

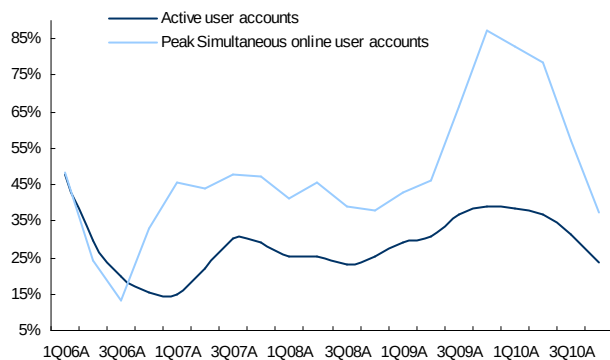
QQ的PCU占ACU的比例



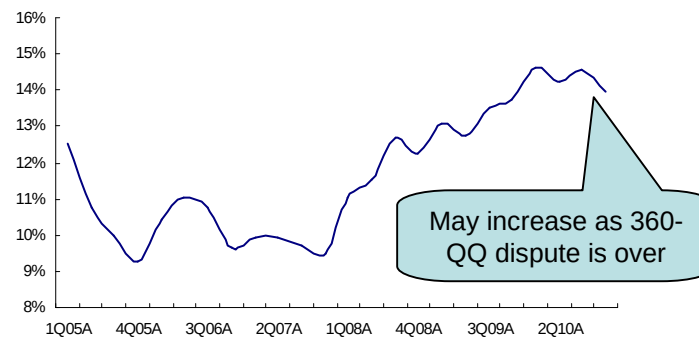
Qzone和QQ即时通讯的ACU



QQ活跃用户和最高在线用户增长的对比



付费用户占QQ活跃用户比例



Source: Tencent

投资建议

- 买入腾讯（700），理由：1）如前所述，生态系统中最强有力的位置，2）做关系链起家的，在SNS时代运营平台仍最有经验，3）开放平台将有可能使其内容策略不断加强，4）短期内，游戏仍有潜力，主因储备较多（约10款）、组合丰富、研发在加强，预计LOL会成为大作。
- 收集百度（BIDU），理由：1）搜索广告业务，暂时看不到天花板，2）向社交网络方面的扩张有可能获得成功，如若成功，即是超预期的，3）稳固的搜索地位将可为社交网络建设争取更多的时间。
- 新浪（SINA）中性，理由：1）微博的媒体属性很强，但关系链较松散，2）作为品牌建设，2011年新增1亿美元的投资要有持续性，3）面对腾讯在内容、推广、关系链方面的竞争，新浪更多的精力应在平台的搭建，货币化可能不断推迟，4）基于微博的信息爆炸增长、精准广告的业务模式，反垃圾信息将是非常艰巨的，5）我们用DCF测算的微博估值为20亿美元，但微博估值仍面临巨大的不确定性。
- 阿里巴巴（1688）中性，理由：1）CGS用户数在今年2-4季度是下行趋势，2）增值服务中，无名良品、速卖通交易量增长可观，但阿里贷款推进困难。建议，等待更多的确定性。



谢 谢！

DISCLOSURE OF INTERESTS

- (1) The Analysts and their associates do not serve as director in the listed corporations mentioned in this Research Report.
- (2) The Analysts and their associates have no financial interests in the listed corporations mentioned in this Research Report.
- (3) Except for Shandong Chenming (01812), Guotai Junan and its group companies do not hold more than 1% of the market capitalization of listed corporations mentioned in this Research Report
- (4) Guotai Junan and its group companies have had investment banking relationships within the preceding 12 months for China All Access (00633) / Huaneng Power (00902) / China Titans Energy (02188) / TC Interconnect Holdings Ltd (00515) / Costin New Materials (02228) / West China Cement (2233 HK) mentioned in this Research Report.

DISCLAIMER

This Research Report does not constitute an invitation or offer to acquire, purchase or subscribe for securities by Guotai Junan Securities (Hong Kong) Limited ("Guotai Junan"). Guotai Junan and its group companies may do business that relates to companies covered in research reports, including investment banking, investment services and etc. (for example, the placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or invest proprietarily).

Any opinions expressed in this report may differ or be contrary to opinions or investment strategies expressed orally or in written form by sales persons, dealers and other professional executives of Guotai Junan group of companies.

Any opinions expressed in this report may differ or be contrary to opinions or investment decisions made by the asset management and investment banking groups of Guotai Junan.

Though best effort has been made to ensure the accuracy of the information and data contained in this Research Report, Guotai Junan does not guarantee the accuracy and completeness of the information and data herein.

This Research Report may contain some forward-looking estimates and forecasts derived from the assumptions of the future political and economic conditions with inherently unpredictable and mutable situation, so uncertainty may contain.

Investors should understand and comprehend the investment objectives and its related risks, and where necessary consult their own financial advisers prior to any investment decision.

This Research Report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guotai Junan and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

© 2011 Guotai Junan Securities (Hong Kong) Limited. All Rights Reserved.
27/F., Low Block, Grand Millennium Plaza, 181 Queens' Road Central, Hong Kong.
Tel.: (852) 2509-9118 Fax: (852) 2509-7793
Website: www.gtja.com.hk