

中国：媒体

2015 年 03 月 03 日

投资建议：

持有-超越同业 (调降评级)

目标价隐含涨/跌幅：**2.0%**

日期 **2015/03/02**

收盘价 **RMB53.71**
 十二个月目标价 **RMB55.00**
 前次目标价 **RMB55.00**
 上海 A 股指数 **3,496.0**

信息更新：

- ▶ 3 月 2 日人民网宣布将暂停公司互联网彩票业务。
- ▶ 我们将人民网评级调降至“持有-超越同业”，但维持目标价和盈利预估不变。

本中心观点：

- ▶ 考虑到互联网彩票业务暂停的影响，我们对人民网改持保守态度。公司网站广告营收应仍将稳定增长，公司也将受益于移动游戏业务的增长。

公司简介：人民网主要从事互联网广告、信息服务、移动增值和技术服务。

股价相对上海 A 股指数表现



市值 **RMB29,693.3 百万元**
 六个月平均日成交量 **RMB467.5 百万元**
 总股本股数 (百万股) **552.8**
 流通 A 股股数比例 **40.3%**
 大股东：持股比例 **人民日报, 48.4%**
 净负债比率 **(66.8%)**
 每股净值 (2015F) **RMB7.05 元**
 市净率 (2015F) **8.04 倍**

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入	1,028	1,693	2,633	3,279
营业利润 **	271	358	584	722
税后净利润 *	273	389	634	784
每股收益(元)	0.99	0.70	1.15	1.42
每股收益年增长率 (%)	18.9	(28.6)	62.7	23.7
每股股利(元)	0.50	0.36	0.58	0.72
市盈率 (倍)	57.5	80.5	49.5	40.0
股利收益率(%)	0.9	0.6	1.0	1.3
净资产收益率 (%)	11.8	13.2	16.8	17.4

* 归属母公司税后净利润

** 经研究员调整

报告分析师：

王 佳卉

+86 21 6187 3821 nice.wang521@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

应豪

+86 21 6187 3824 francisying@yuanta.com

人民网 (603000 CH)

受到互联网彩票业务暂停的不利影响

我们将人民网评级调降至“持有-超越同业”，系因考虑到公司互联网彩票业务暂停的影响以及中国互联网彩票业务的政策不确定性。

彩票业务暂停：3 月 2 日人民网宣布因政府加强对彩票行业监管，旗下子公司人民澳客决定暂停彩票委托业务。公司尚未能充分评估此举的影响，因为该项业务恢复时间尚不确定。公司估计彩票业务占其 2014 年未经审计盈利的 9%。

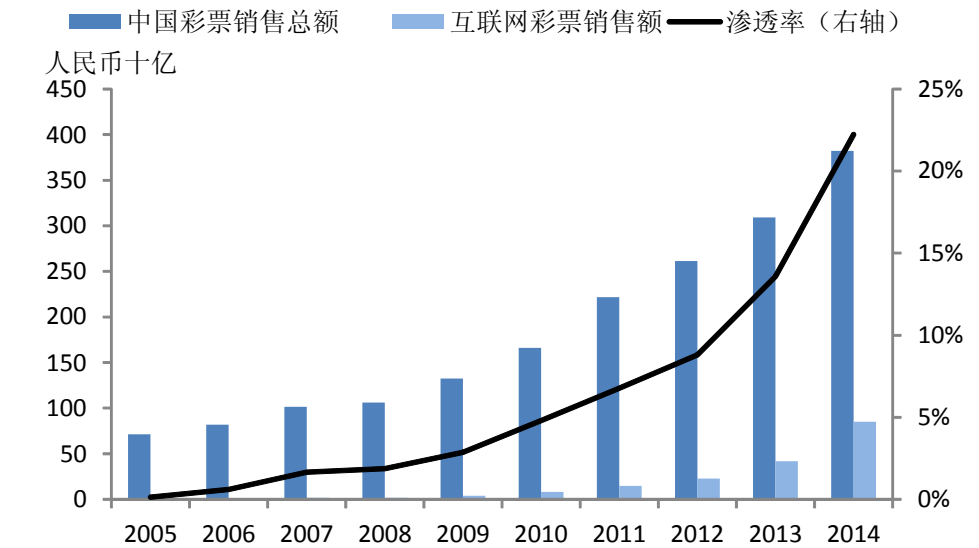
正式发牌时间尚不确定：我们认为近期大范围的暂停互联网彩票服务是因为中央巡视组加强对该板块的监管。我们认为，当局不会完全叫停互联网彩票业务，因为互联网彩票业务占中国彩票市场总价值 20% 以上。我们预计未来 1-2 季度或将在国家层面向领先业者（如淘宝彩票、QQ 彩票、第一视频彩票和澳客网）发放正式牌照。虽然澳客网占据较大市场份额，且拥有政府背景，但仍然存在无限期延迟发放牌照或公司未能获发牌照的风险。我们预计互联网彩票营收将占人民网 2015/16 年预期营收的 29%/33%。

评级调降至“持有-超越同业”：移动游戏业务增长仍是公司的一大利好，我们认为未来 2-3 个季度该业务有望成为营收增长来源。然而，我们现将该股评级调降至“持有-超越同业”，以反映公司暂停彩票业务的影响。主要下行风险包括 1) 彩票业务牌照发放延迟；2) 门户网站广告销售额低迷；及 3) 移动游戏业务受挫。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

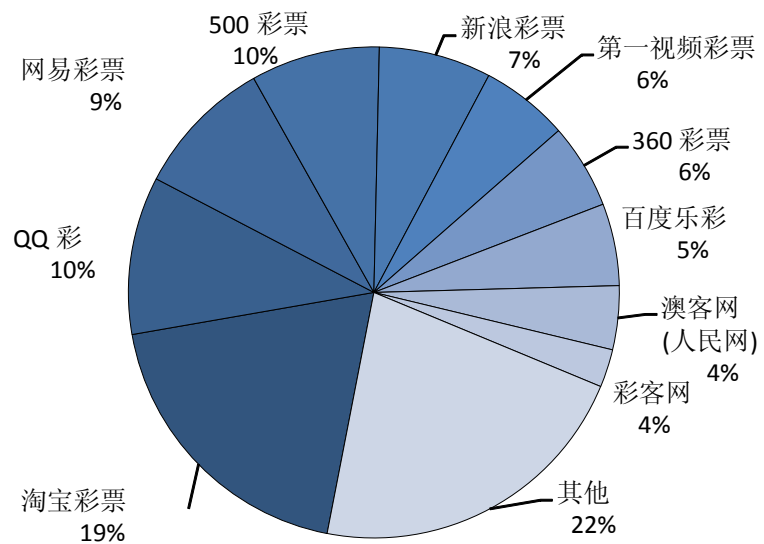
元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

图 1：中国彩票销售总额及互联网彩票销售额



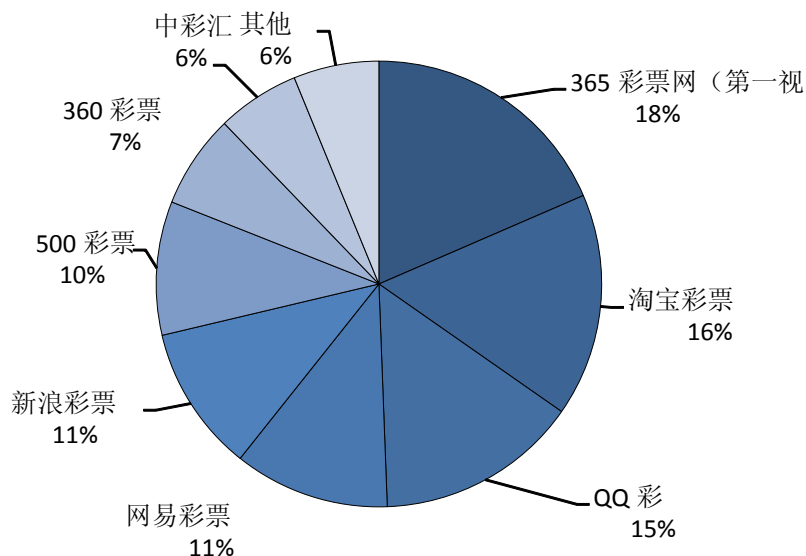
资料来源：彩通咨询，元大

图 2：2014 年 3 季度中国互联网彩票市场份额（按销售额）



资料来源：易观智库，元大

图 3：2014 年 3 季度中国移动互联网彩票市场份额（按销售额）



资料来源：易观智库，元大

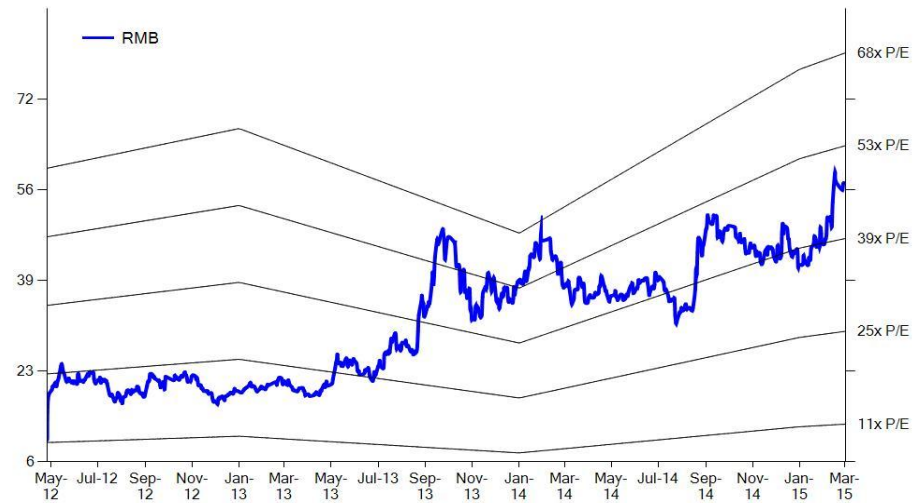
图 4：彩票相关个股

公司	代码	评级	股价	2014F 每股收益	2015F 每股收益	2014F 市盈率	2015F 市盈率
人民网	603000 CH	持有-超越同业	RMB 56.7	RMB 0.7	RMB 1.2	81	49
粤传媒	002181 CH	未评级	RMB 18.1	RMB 0.4	RMB 0.5	43	36
浙报传媒	600633 CH	未评级	RMB 20.4	RMB 0.5	RMB 0.6	43	36
安妮股份	002235 CH	未评级	RMB 16.3	NA	NA	NA	NA
鸿博股份	002229 CH	未评级	RMB 18.5	RMB 0.1	RMB 0.1	185	132
拓维信息	002261 CH	未评级	RMB 18.2	RMB 0.3	RMB 0.4	63	41
金亚科技	300028 CH	未评级	RMB 24.1	RMB 0.1	RMB 0.4	241	56
中体产业	600158 CH	未评级	RMB 21.5	NA	NA	NA	NA
大智慧	601519 CH	未评级	RMB 25.4	RMB 0.1	RMB 0.2	508	141
腾讯	700 HK	买入	HK\$ 136.7	HK\$ 3.3	HK\$ 4.0	41	34
中彩网通	8071 HK	未评级	HK\$ 0.1	NA	NA	NA	NA
华彩控股	1371 HK	未评级	HK\$ 0.6	HK\$ 0.0	HK\$ 0.0	29	29
御泰中彩	555 HK	未评级	HK\$ 0.6	HK\$ 0.1	HK\$ 0.1	6	6
第一视频	0082 HK	未评级	HK\$ 0.6	NA	NA	NA	NA
百度	BIDU US	买入	US\$205.00	US\$6.00	US\$6.90	34	30
500 彩票网	WBAI US	未评级	US\$10.00	US\$1.10	US\$1.10	9	9
阿里巴巴	BABA US	未评级	US\$84.00	US\$2.20	US\$2.80	39	30
网易	NTES US	未评级	US\$97.10	US\$6.00	US\$7.00	16	14
新浪	SINA US	未评级	US\$36.80	US\$0.70	US\$0.80	50	44

资料来源：Wind, Bloomberg, 元大

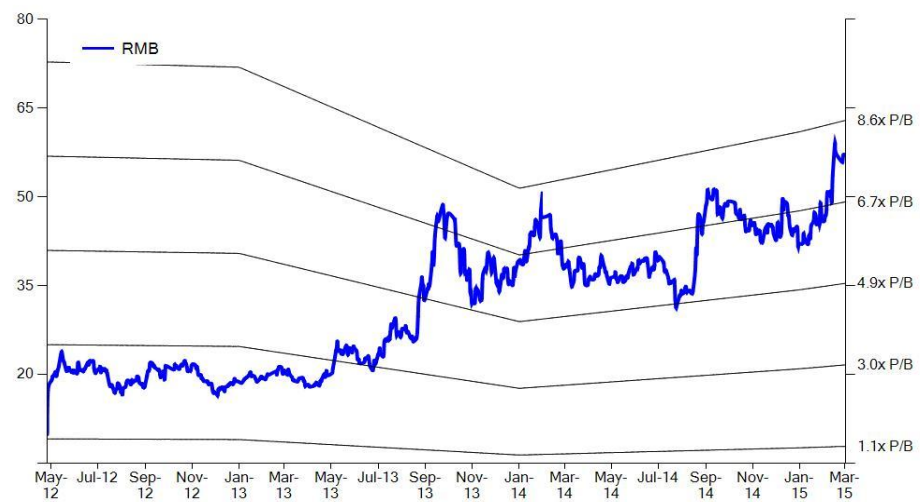
注：股价为 3 月 2 日收盘价

图 5:12 个月预期市盈率区间



资料来源：公司资料，元大

图 6:12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料，元大

资产负债表					
年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
现金与短期投资	2,021	1,908	2,167	2,744	3,559
存货	2	2	3	5	6
应收帐款及票据	295	357	562	836	996
其他流动资产	19	66	68	122	152
流动资产	2,336	2,334	2,800	3,707	4,713
长期投资	10	27	16	18	20
固定资产	69	90	106	123	142
什项资产	30	338	1,132	1,099	1,088
其他资产	109	455	1,254	1,240	1,250
资产总额	2,445	2,788	4,054	4,947	5,964
应付帐款及票据	98	217	292	462	578
短期借款	0	0	0	0	0
什项负债	160	135	308	381	477
流动负债	258	352	599	843	1,055
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债及准备	0	1	0	0	0
长期负债	0	1	0	0	0
负债总额	258	353	599	843	1,055
股本	276	276	553	553	553
资本公积	44	71	102	165	205
保留盈余	319	413	825	825	825
换算调整数	1,504	1,537	1,812	2,355	3,068
归属母公司之权益	2,144	2,297	3,292	3,899	4,651
少数股权	43	138	163	205	257
股东权益总额	2,187	2,435	3,455	4,104	4,908
资料来源：公司资料、元大					

现金流量表					
年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
本期净利润	218	291	415	675	836
折旧及摊提	(20)	(28)	(26)	(22)	(26)
本期营运资金变动	(105)	(44)	(114)	(117)	(45)
其他营业资产	198	301	443	710	879
营运活动之现金流量	93	257	329	593	833
资本支出	(57)	(139)	(33)	(30)	(34)
本期长期投资变动	0	(214)	0	0	0
其他资产变动	(812)	869	9	9	9
投资活动之现金流量	(869)	516	(24)	(21)	(25)
股本变动	1,345	54	0	0	0
本期负债变动	0	0	0	0	0
其他调整数	(62)	(172)	0	0	0
融资活动之现金流量	1,284	(118)	0	0	0
本期产生现金流量	506	652	303	570	805
自由现金流量	49	103	222	435	638
资料来源：公司资料、元大					

损益表					
年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入	708	1,028	1,693	2,633	3,279
销货成本	(268)	(441)	(681)	(1,006)	(1,260)
营业毛利	440	587	1,012	1,627	2,019
营业费用	(242)	(316)	(654)	(1,044)	(1,297)
营业利润	198	271	358	584	722
利息收入	43	39	2	4	4
利息费用	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
利息收入净额	43	39	2	4	4
投资利益(损失)净额	0	9	92	152	189
其他业外收入(支出)净额	13	3	3	3	3
非常项目净额	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
税前净利润	224	305	430	700	866
所得税费用	(7)	(14)	(15)	(24)	(30)
税后净利润	210	273	389	634	784
税前息前折旧摊销前净利	218	300	384	606	748
每股收益 (RMB)	0.83	0.99	0.70	1.15	1.42
每股收益 - 调整员工分红 (RMB)	0.83	0.99	0.70	1.15	1.418
资料来源：公司资料、元大					

主要财务报表分析					
年初至 12 月	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
年成长率 (%)					
营业收入	42.4	45.2	64.8	55.5	24.5
营业利润	43.7	36.9	32.2	62.8	23.7
税前息前折旧摊销前净	41.8	37.6	28.3	57.6	23.3
税后净利润	50.8	29.7	42.9	62.7	23.7
每股收益	23.36	18.85	(28.58)	62.66	23.75
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	62.2	57.1	59.8	61.8	61.6
营业利润率	28.0	26.4	21.2	22.2	22.0
税前息前折旧摊销前净利率	30.8	29.2	22.7	23.0	22.8
税后净利润率	29.7	26.5	23.0	24.1	23.9
资产报酬率	13.1	11.1	12.1	15.0	15.3
净资产收益率	14.6	11.8	13.2	16.8	17.4
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净现金(负债)权益比(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利息保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
利息及短期债	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
现金流量对利息保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
现金流量对利息及短期债保障倍数(倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
流动比率 (倍)	9.1	6.6	4.7	4.4	4.5
速动比率 (倍)	9.1	6.6	4.7	4.4	4.5
净负债 (RMB 百万元)	(2,021)	(1,908)	(2,167)	(2,744)	(3,559)
每股净值 (RMB)	8.46	8.31	5.95	7.05	8.41
评价指标 (倍)					
市盈率	68.4	57.5	80.5	49.5	40.0
股价自由现金流量比	294.8	152.7	141.0	72.1	49.2
市净率	6.7	6.8	9.5	8.0	6.7
股价税前息前折旧摊销前净利比	66.0	52.3	81.6	51.7	42.0
股价营收比	20.3	15.3	18.5	11.9	9.6
资料来源：公司资料、元大					

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

人民网 (603000 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	200	48%
持有-超越同业	107	26%
持有-落后同业	42	10%
卖出	9	2%
评估中	47	11%
限制评级	8	2%
总计：	413	100%

资料来源: 元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼