



中国: 媒体

2015 年 4 月 15 日

投资建议:

持有-超越同业 (维持评级)

目标价隐含涨/跌幅: 12.6%

日期 2015/04/14

收盘价	RMB60.39
十二个月目标价	RMB68.00
前次目标价	RMB55.00
上海 A 股指数	4,332.7

信息更新:

- ▶ 人民网 2014 年营收同比增长 54% 至人民币 15.8 亿元, 净利润同比增长 21% 至人民币 3.30 亿元, 较本中心预期低 16%。
- ▶ 我们维持“持有-超越同业”评级, 但将目标价上调至人民币 68 元。

本中心观点:

- ▶ 我们对暂停互联网彩票销售持谨慎态度, 但仍看好公司的非彩票业务, 因为公司是中国互联网媒体市场的领导者。另外, 公司网络娱乐业务具有增长潜力。

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	US\$5,374.8 百万元
六个月平均日成交量	US\$79.9 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; 持股比率	人民日报, 48.4%
净负债比率	(60.7%)
每股净值 (2015F)	RMB5.61 元
市净率 (2015F)	10.76 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	1,584	2,393	3,102
营业利润 **	271	387	498	652
税后净利润 *	273	330	547	708
每股收益(元)	0.99	0.60	0.99	1.28
每股收益年增长率 (%)	18.9	(39.5)	65.7	29.3
每股股利(元)	0.50	0.30	0.50	0.65
市盈率 (倍)	61.2	101.1	61.0	47.2
股利收益率(%)	0.8	0.5	0.8	1.1
净资产收益率 (%)	11.8	12.2	16.3	16.5

* 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)

2014 年盈利不及预期, 但仍看好非彩票业务的发展

维持“持有-超越同业”评级, 目标价上调至人民币 68 元: 人民网 2014 年盈利同比增长 21%, 但由于费用上升, 较本中心预期低 16%。尽管其盈利不及预期, 我们依然看好公司的非彩票业务。总体而言, 继暂停互联网彩票业务后, 我们维持对该股的谨慎观点。我们将目标价上调至人民币 68 元, 因为 1) 估值基础从 2014 年前推至 2015 年; 及 2) 目标市盈率从 78 倍调高至 88 倍。

2014 年盈利不及预期, 但股利具有吸引力: 2014 年人民网营收同比增长 54% 至人民币 15.8 亿元。我们认为营收稳健增长归功于 1) 公司大力发展移动增值业务; 及 2) 子公司贡献收益。然而, 净利润(同比增长 21% 至人民币 3.30 亿元)较本中心预期低 16%。我们认为, 这是由于技术升级和业务扩展导致费用上升所致。公司将对每 10 股发放现金股利人民币 1.8 元(每股人民币 0.18 元), 并转增 10 股。

我们依然看好公司的非彩票业务: 2014 年人民网信息服务/移动增值业务收入同比增长 44%/69%, 分别占总营收的 17%/27%。我们预计 2015 年信息服务将继续贡献稳定的收益, 而移动增值业务(移动娱乐服务)将成为新的增长动能(请见图 2)。然而, 考虑到目前互联网彩票业务暂停带来的不确定性, 我们对公司的彩票业务仍持谨慎态度。

我们将 2015/16 年盈利预估下调 14%/10%, 以反映彩票业务表现不及预期: 我们将估值基础从 2014 年前推至 2015 年。新的目标市盈率 88 倍较软件板块平均市盈率折价 10%, 反映我们对公司彩票业务发展的顾虑。

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。

财务业绩与估值

我们调整盈利预估以反映公司 2014 年业绩。我们将 2015/16 年营收预估下调 9%/5%，以反映我们对公司暂停销售互联网彩票的担忧。同时，我们将 2015/16 年净利润预估下调 14%/10%，系因 1) 我们调低营收规模假设；及 2) 由于与业务扩展及营销相关的费用不断攀升，我们预计公司盈利能力将下滑。

我们维持“持有-超越同业”评级，但将目标价上调至人民币 68 元。我们看好公司非彩票业务的发展，原因是 1) 公司在中国互联网媒体市场占据领先地位；及 2) 网络娱乐业务发展显成效。然而，考虑到监管不确定性，我们仍对其互联网彩票业务持谨慎态度。本中心新目标价系基于权重相同的现金流折现估值和市盈率估值。我们将估值基础从 2014 年前推至 2015 年。现金流折现估值得出目标价人民币 49 元。我们将目标市盈率从 78 倍调高至 88 倍，新的目标市盈率较软件板块平均市盈率折价 10%，反映我们对公司彩票业务发展的顾虑。

主要下行风险：互联网彩票业务的暂停时间长于预期（目前我们预计监管层将于 2015 年 3 季度取消互联网彩票销售禁令，若该禁令提前取消，本中心盈利预估将有上调空间）、互联网媒体行业增长放缓、同业竞争。

图 1：盈利预估和估值调整

人民币百万	调整前		调整后		差异	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
总营收	2,633	3,279	2,393	3,102	-9%	-5%
毛利润	1,627	2,019	1,449	1,826	-11%	-10%
净利润	634	784	547	708	-14%	-10%
现金流折现目标价（人民币）	55		49		N/A	
目标市盈率（倍）	78		88		N/A	
目标价（人民币）	55		68		24%	

*注：本中心前次现金流折现估值和市盈率估值系基于 2014 年预估值
资料来源：公司资料，元大

图 2: 人民网各营收分部展望

人民币百万	2011A	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
广告及宣传服务	297	394	541	572	598	623
信息服务	140	180	187	269	533	891
技术服务	11	16	24	0	0	0
移动增值业务	49	118	254	430	771	1,325
互联网彩票	0	0	21	286	442	201
其他	0	0	0	27	48	62
总营收	497	708	1,028	1,584	2,393	3,102
同比变动						
广告及宣传服务		32%	37%	6%	5%	4%
信息服务		29%	4%	44%	98%	67%
技术服务		47%	49%	N/A	N/A	N/A
移动增值业务		141%	116%	69%	79%	72%
互联网彩票				1256%	55%	-55%
其他				N/A	N/A	75%
总营收		42%	45%	54%	51%	30%
占总营收比重 %						
广告及宣传服务	60%	56%	53%	36%	25%	20%
信息服务	28%	25%	18%	17%	22%	29%
技术服务	2%	2%	2%	0%	0%	0%
移动增值业务	10%	17%	25%	27%	32%	43%
互联网彩票	0%	0%	2%	18%	18%	6%
其他	0%	0%	0%	2%	2%	2%
总营收	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: 公司资料, 元大

图 3:12 个月预期市盈率区间



资料来源: 公司资料, 元大

图 4:12 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	1,602	2,267	3,277
存货	2	2	3	5	7
应收帐款及票据	295	357	490	706	874
其他流动资产	19	66	457	111	144
流动资产	2,336	2,334	2,552	3,089	4,301
长期投资	10	27	25	21	25
固定资产	69	90	144	123	142
什项资产	30	338	794	1,240	1,371
其他资产	109	455	963	1,384	1,538
资产总额	2,445	2,788	3,516	4,473	5,839
应付帐款及票据	98	217	355	477	644
短期借款	0	0	0	0	0
什项负债	160	135	167	260	351
流动负债	258	352	521	737	995
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债及准备	0	1	17	0	0
长期负债	0	1	17	0	0
负债总额	258	353	538	737	995
股本	276	276	553	553	553
资本公积	44	71	97	161	208
保留盈余	319	413	588	588	588
换算调整数	1,504	1,537	1,298	1,802	2,614
归属母公司之权益	2,144	2,297	2,535	3,103	3,963
少数股权	43	138	442	633	881
股东权益总额	2,187	2,435	2,978	3,736	4,843

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	1,584	2,393	3,102
销货成本	(268)	(441)	(682)	(945)	(1,276)
营业毛利	440	587	902	1,449	1,826
营业费用	(242)	(316)	(515)	(951)	(1,174)
营业利润	198	271	387	498	652
利息收入	43	39	(3)	(9)	(12)
利息费用	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
利息收入净额	43	39	(3)	(9)	(12)
投资利益(损失)净额	0	9	94	297	384
其他业外收入(支出)净额	13	3	34	37	39
非常项目净额	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
税前净利润	224	305	492	765	990
所得税费用	(7)	(14)	(47)	(27)	(35)
少数股东损益	(8)	(18)	(115)	(191)	(247)
归属于母公司股东净利润	210	273	330	547	708
税前息前折旧摊销前净利润	218	300	445	521	693
每股收益 (RMB)	0.83	0.99	0.60	0.99	1.28
每股收益 - 调整员工分红 (RMB)	0.83	0.99	0.60	0.99	1.280

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	54.1	51.1	29.6
营业利润	43.7	37.0	42.4	28.8	31.0
税前息前折旧摊销前净	41.8	37.7	48.2	17.3	32.8
税后净利润	50.8	29.7	21.0	65.7	29.3
每股收益	23.37	18.94	(39.49)	65.73	29.34
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	62.2	57.1	56.9	60.5	58.9
营业利润率	28.0	26.4	24.4	20.8	21.0
税前息前	30.8	29.2	28.1	21.8	22.3
折旧摊销前净利润率	29.7	26.5	20.8	22.9	22.8
资产报酬率	13.1	11.1	14.1	18.5	18.5
净资产收益率	14.6	11.8	12.2	16.3	16.5
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	4.9	4.2	4.3
速动比率 (倍)	9.1	6.6	4.9	4.2	4.3
净负债 (RMB 百万元)	(2,021)	(1,908)	(1,602)	(2,267)	(3,277)
每股净值 (RMB)	8.46	8.31	4.59	5.61	7.17
评价指标 (倍)					
市盈率	72.8	61.2	101.1	61.0	47.2
股价自由现金流量比	313.7	162.2	1,404.3	84.2	54.7
市净率	7.1	7.3	13.2	10.8	8.4
股价税前息前折旧摊销前净利比	70.3	55.7	75.1	64.0	48.2
股价营收比	21.6	16.2	21.1	14.0	10.8
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	446	739	955
折旧及摊提	(20)	(28)	(58)	(24)	(40)
本期营运资金变动	(105)	(44)	(56)	(119)	(14)
其他营业资产	198	301	421	703	949
营运活动之现金流量	93	257	365	584	935
资本支出	(57)	(139)	(318)	21	(34)
本期长期投资变动	0	(214)	(9,919)	0	0
其他资产变动	(812)	869	9,468	94	95
投资活动之现金流量	(869)	516	(770)	115	60
股本变动	1,345	54	209	0	0
本期负债变动	0	0	0	0	0
其他调整数	(62)	(172)	(125)	0	0
融资活动之现金流量	1,284	(118)	84	0	0
本期产生现金流量	506	652	(323)	697	994
自由现金流量	49	103	24	396	610

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	194	47%
持有-超越同业	109	26%
持有-落后同业	53	13%
卖出	9	2%
评估中	45	11%
限制评级	5	1%
总计：	415	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。本报告之內容取材自本公司认可之資料來源，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。报告中所有的意見及預估，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見，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。本报告之內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
香港夏悫道 18 号
海富中心 1 座 23 楼