

阿里巴巴(BABA US, US\$84.8, 目标价: US\$107.9 买入) — 2016 年上半年电商交易规模增长超预期

❖ 2016 年 1-6 月电商交易规模超预期。国家统计局数据显示，2016 年 1-6 月份，中国网上零售额为 22367 亿元，同比增长 28.2%。其中，实物商品网上零售额 18143 亿元，同比增长 26.6%，占社会消费品零售总额的比重为 11.6%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 36.0%、16.9% 和 30.1%。市场普遍预测 2016 年电商渗透率将维持在 11%，而全年增速也将由 2015 年的 48.4% 下滑至 24%。而这一数据表明，2016 年上半年国内电商交易增长势头并未因体量偏大以及宏观经济形势不明朗而低于市场预期，电商交易的占比持续提升，依旧是中国最为活跃的新兴行业。我们认为，公司作为电商行业的领导者，垄断约 80% 的市场份额，平台 GMV 占全社会消费品零售总额的 10%，其业绩将会受益于行业的增长拉动。

❖ 打击刷单效应已经减弱，菜鸟物流将提升用户物流体验。早于 2015 年下半年公司开始打击平台刷单造假，同时引入社会化物流体系菜鸟物流以期改善用户体验，但短期内都对平台 GMV 以及利润率造成了消极影响。到了 2016 年二季度，尽管打击刷单的措施仍在执行，但对于电商交易的影响已经减弱，同时对于苏宁的整合也正在稳步进行，有助于公司重拾 GMV 的稳定增长。随着三季度引入菜鸟物流体系，我们相信在今年的“双十一”大战中公司将会在用户体验取得明显突破，GMV 也将获得显著成长。

❖ 阿里云的表现正成为市场关注的焦点。全球电商巨头亚马逊（AMZN US）公旗下云服务（AWS）收入及盈利大幅提升，使得云服务成为了全球投资人关注的焦点。同样是电商巨头，尽管公司旗下的阿里云收入规模尚且无法与 AWS 相提并论，但增速却毫不逊色。2016 财年，阿里云收入同比增长 137.5% 至 30.2 亿元人民币，2017 财年收入更将可能突破 80 亿元规模，成为中国市场上的云服务行业龙头。资本市场普遍意识到传统互联网经济发展已面临瓶颈，电商更是遇到了增速放缓的严重挑战，但阿里云却有可能成为公司向数据应用时代转型的关键。因此我们相信随着阿里云收入规模的提升，以及云服务内容地不断增加，市场将会更为关注阿里云的发展，从而重估公司的总体价值。

❖ 三季度为电商淡季，但买入时点已显现。我们调整了对 2016 年全年中国电商行业交易规模的预期增速，认为将与 15 年同期持平达到 24%。在维持其他假设不变的情况，我们提升公司目标价由 106.8 美元提升至 107.9 美元，相当于 2017 财年调整后每股盈利的 33 倍，评级重申为「买入」。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万元人民币)	76,204	101,143	139,958	181,431	227,143
调整后净利润 (百万元人民币)	34,810	42,912	51,667	60,827	70,919
每股收益 (元人民币)	13.9	16.7	20.9	24.6	28.7
每股收益变动 (%)	15.0	20.3	24.7	17.7	16.6
市盈率(x)	38.5	32.0	25.7	21.8	18.7
市帐率(x)	8.5	5.5	4.6	3.8	3.2
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	22.0	17.2	17.8	17.5	17.1
净财务杠杆率 (%)	净现金	3.6	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究

阿里巴巴 (BABA US)

评级	买入
收市价	US\$84.8
目标价	US\$107.9
市值 (美元百万)	208,780
过去 3 月平均交易 (美元百万)	1190
52 周高/低 (美元)	86.4/57.2
发行股数 (百万)	2473.9
主要股东	SoftBank(32.0%)

来源: 彭博, SEC

股价表现

	绝对	相对
1 月	5.0%	1.8%
3 月	6.1%	-0.2%
6 月	31.9%	15.2%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结: 3月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	76,204	101,143	139,958	181,431	227,143
中国电商	62,937	84,321	116,443	147,952	178,972
国际电商	6,486	7,629	8,723	10,008	11,525
云计算及网络基础服务	1,271	3,019	8,000	16,001	28,801
其他	5,510	6,174	6,791	7,471	7,844
销售成本	(23,834)	(34,355)	(50,385)	(63,501)	(79,500)
毛利	52,370	66,788	89,573	117,930	147,643
研发费用	(10,658)	(13,788)	(18,195)	(23,586)	(29,529)
销售费用	(8,513)	(11,307)	(15,395)	(19,957)	(24,986)
行政费用	(7,800)	(9,205)	(12,596)	(16,329)	(20,443)
其他收益	(2,264)	(3,386)	(4,176)	(3,965)	(3,479)
经营利润	23,135	29,102	39,211	54,093	69,207
融资成本	(2,750)	(1,946)	(1,946)	(1,946)	(1,946)
联营公司	9,455	52,254	2,110	2,110	2,110
特殊收入	2,486	2,058	2,058	2,058	2,058
税前利润	32,326	81,468	41,433	56,315	71,429
投资损益	(1,590)	(1,730)	(1,730)	(1,730)	(1,730)
所得税	(6,416)	(8,449)	(4,297)	(5,840)	(7,408)
非控制股东权益	(59)	171	85	117	149
可转换优先股权益	(15)	-	-	-	-
可转换优先股股息	(97)	-	-	-	-
净利润	24,149	71,460	35,491	48,862	62,440
NonGAAP调整	10,661	(28,548)	16,176	11,965	8,479
NonGAAP净利润	34,810	42,912	51,667	60,827	70,919

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 3月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	113,325	230,380	235,554	238,817	241,058
物业、厂房及设备	9,139	13,629	20,355	23,083	25,303
联营公司	33,877	91,461	91,461	91,461	91,461
土地租赁费用	3,105	2,876	-	-	-
无形资产	48,508	87,015	88,339	88,874	88,895
其他	18,696	35,399	35,399	35,399	35,399
流动资产	142,109	134,070	169,261	222,744	287,793
现金及现金等价物	108,193	106,818	142,009	195,492	260,541
应收贸易款项	16,110	18,374	18,374	18,374	18,374
存货	-	-	-	-	-
关连款项	-	-	-	-	-
其他	17,806	8,878	8,878	8,878	8,878
流动负债	39,672	52,039	52,039	52,039	52,039
借债	1,990	4,304	4,304	4,304	4,304
应付贸易账款	19,834	27,334	27,334	27,334	27,334
应付税项	2,733	2,790	2,790	2,790	2,790
关连款项	-	-	-	-	-
其他	15,115	17,611	17,611	17,611	17,611
非流动负债	57,691	62,522	62,522	62,522	62,522
借债	1,609	1,871	1,871	1,871	1,871
递延税项	4,493	6,471	6,471	6,471	6,471
其他	51,589	54,180	54,180	54,180	54,180
夹层投资人权益	658	350	350	350	350
净资产总值	157,413	249,539	289,905	346,650	413,940
少数股东权益	11,974	32,552	32,467	32,350	32,201
上市公司股东权益	145,439	216,987	257,438	314,300	381,740

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 3月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	24,320	71,289	35,406	48,745	62,291
折旧和摊销	17,443	22,783	19,781	16,181	13,191
营运资金变动	11,881	10,454	-	-	-
其他	(12,427)	(47,690)	1,044	1,056	1,068
经营活动所得现金净额	41,217	56,836	56,231	65,982	76,550
购置固定资产、无形资产及土地	(7,705)	(10,845)	(14,000)	(12,500)	(11,500)
联营公司	(34,857)	(24,209)	-	-	-
其他	(10,892)	(7,777)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(53,454)	(42,831)	(14,000)	(12,500)	(11,500)
股份发行	61,831	693	-	-	-
净银行借贷	7,223	1,859	-	-	-
股息	-	-	-	-	-
其他	18,443	(18,398)	(7,040)	-	-
融资活动所得现金净额	87,497	(15,846)	(7,040)	-	-
现金增加净额	75,260	(1,841)	35,191	53,482	65,050
年初现金及现金等价物	33,045	108,193	106,818	142,009	195,492
汇兑	(112)	466	-	-	-
年末现金及现金等价物	108,193	106,818	142,009	195,492	260,541
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表的现金	108,193	106,818	142,009	195,492	260,541

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 3月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
中国电商	82.6	83.4	83.2	81.5	78.8
国际电商	8.5	7.5	6.2	5.5	5.1
云计算及网络基础服务	1.7	3.0	5.7	8.8	12.7
其他	7.2	6.1	4.9	4.1	3.5
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	45.1	92.6	38.4	29.6	25.2
毛利	33.8	27.5	34.1	31.7	25.2
经营利润	(7.2)	16.8	34.7	38.0	27.9
调整后净利润	24.6	23.3	20.4	17.7	16.6
盈利能力比率 (%)					
毛利率	68.7	66.0	64.0	65.0	65.0
税前利率	42.4	80.5	29.6	31.0	31.4
有效税率	(8.4)	(8.4)	(3.1)	(3.2)	(3.3)
净利润率	31.9	70.5	25.3	26.9	27.4
调整后净利润率	45.7	42.4	36.9	33.5	31.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	3.6	2.6	3.3	4.3	5.5
平均应收账款周转天数	42.3	54.1	44.4	34.3	27.4
平均应付账款周转天数	242.9	250.6	198.0	157.1	125.5
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/ 总权益比率 (%)	净现金	3.6	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
NonGAAP资本回报率	22.0	17.2	17.8	17.5	17.1
NonGAAP资产回报率	13.7	11.7	12.7	13.2	13.4
每股数据					
NonGAAP每股盈利(人民币)	13.9	16.7	20.9	24.6	28.7
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	63.2	97.5	117.3	140.3	167.5

来源: 公司及招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。