

**慧聪网 (2280 HK, HK\$9.40, 未评级) - 过渡期阵痛**

- ❖ **第四季业绩令人失望。**慧聪网第四季业绩令人失望，营收同比上升 2.4%，到人民币 2.44 亿，低于市场预期。营收增长放缓主要是由于 B2B 业务增长放缓。第四季毛利率同比下跌 1.8 个百分点至 91.3%。运营成本占销售同比大幅扩大了 9.7 个百分点至 79.7%，主要由于管理费用大幅提升。第四季净利率同比下降 47.1%，至人民币 0.27 亿。公司不派发全年股息。
- ❖ **现有的 B2B 商业模式面临挑战。**慧聪网的在线 B2B 电子商务主要集中于服务国内的中小企业客户。14 年中国经济增长放缓打击了中小企业经营环境，对慧聪网的 B2B 业务产生不利影响。管理层指出公司的旗舰 B2B 平台“买卖通”的总付费会员在第四季环比没有增长，维持在 18 万个。展望 2015 年，中国的 GDP 增长进一步放缓，我们预计慧聪网现有的 B2B 模式仍将面临挑战。
- ❖ **正在过渡到新的商业模式。**慧聪网正从传统依靠会员年费和广告收入的 B2B 商业模式转型至包括在线融资和 B2B2C 等的新商业模式。公司已和神州数码 (861 HK) 合资共同经营网上小额信贷业务。管理层也将采取更积极的心态去搜寻能够帮助他们建立 B2B2C 商务平台的并购目标。
- ❖ **收购中关村在线运营的的三个网站。**3 月 17 日，慧聪网拟收购中关村在线运营的三个网站，包括 zol.com.cn (中关村在线)，zol.com (中关村商城) 和 ea3w.com (万维家电网)。总代价达人民币 15 亿元，其中 30% 以现金支付，而余下的 70% 将通过发行每股港币 8.5 元的新股来支付。zol.com.cn 和 ea3w.com 都是垂直 IT 门户网站，专注于提供消费电子产品信息。zol.com 则是销售电子消费产品的网上商务平台。我们认为该收购将有助慧聪网 1) 从中关村在线获得更多大型企业客户，减低对受经济放缓影响的中小企客户的依赖；2) 学习中关村在线的垂直门户网站运营模式，加快向 B2B2C 模式转型。
- ❖ **预计收购将有利慧聪网价值提升。**中关村在线承诺收购完成后未来 3 年可实现税后利润分别达人民币 1 亿，1.3 亿和 1.7 亿。意味着慧聪网以 15 倍来年市盈率收购中关村在线，目前慧聪网交易在 15.9 倍市场预测 15 财年市盈率，高于被收购方市盈率。我们预计该收购将有利慧聪网价值提升。

**财务资料**

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14A
营业额 (人民币百万元)	549	838	2,173
净利润 (人民币百万元)	67	153	754
每股收益 (人民币)	0.12	0.26	0.58
每股收益变动 (%)	51.5	118.7	53.6
市盈率 (x)	61.0	27.9	21.8
市帐率 (x)	9.2	4.2	4.4
股息率 (%)	0.0	0.0	0.8
权益收益率 (%)	15.1	15.2	22.8
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

**慧聪网 (2280 HK)**

评级	未评级
收市价 (港币)	9.40
目标价 (港币)	NA
市值 (港币百万)	6,272
过去 3 月平均交易 (港币百万)	36.07
52 周高/低 (港币)	21.7/4.73
发行股数 (百万股)	659.6
主要股东	郭江 (11.3%)

来源: 彭博

**股价表现**

	绝对	相对
1 月	51.8%	53.9%
3 月	22.5%	19.0%
6 月	-42.5%	-44.4%

来源: 彭博

**过去一年股价**

来源: 彭博

## 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于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作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上责任。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士。