

慧聰網 (2280 HK, HK\$9.40, 未評級) - 過渡期陣痛

- ❖ **第四季業績令人失望。** 慧聰網第四季業績令人失望，營收同比上升 2.4%，到人民幣 2.44 億，低於市場預期。營收增長放緩主要是由於 B2B 業務增長放緩。第四季毛利率同比下跌 1.8 個百分點至 91.3%。運營成本占銷售比同比大幅擴大了 9.7 個百分點至 79.7%，主要由於管理費用大幅提升。第四季淨利率同比下降 47.1%，至人民幣 0.27 億。公司不派發全年股息。
- ❖ **現有的 B2B 商業模式面臨挑戰。** 慧聰網的在線 B2B 電子商務主要集中於服務國內的中小企業客戶。14 年中國經濟增長放緩打擊了中小企經營環境，對慧聰網的 B2B 業務產生不利影響。管理層指出公司的旗艦 B2B 平臺“買賣通”的總付費會員在第四季環比沒有增長，維持在 18 萬個。展望 2015 年，中國的 GDP 增長進一步放緩，我們預計慧聰網現有的 B2B 模式仍將面臨挑戰。
- ❖ **正在過渡到新的商業模式。** 慧聰網正從傳統依靠會員年費和廣告收入的 B2B 商業模式轉型至包括線上融資和 B2B2C 等的新商業模式。公司已和神州數碼 (861 HK) 合資共同經營網上小額信貸業務。管理層也將採取更積極的心態去搜尋能夠幫助他們建立 B2B2C 商務平臺的併購目標。
- ❖ **收購中關村在線運營的三個網站。** 3 月 17 日，慧聰網擬收購中關村在線運營的三個網站，包括 zol.com.cn (中關村在線)，zol.com (中關村商城) 和 ea3w.com (萬維家電網)。總代價達人民幣 15 億元，其中 30% 以現金支付，而餘下的 70% 將通過發行每股港幣 8.5 元的新股來支付。zol.com.cn 和 ea3w.com 都是垂直 IT 門戶網站，專注於提供消費電子產品資訊。zol.com 則是銷售電子消費產品的網上商務平臺。我們認為該收購將有助慧聰網 1) 從中關村在線獲得更多大型企業客戶，減低對受經濟放緩影響的中小企客戶的依賴；2) 學習中關村在線的垂直門戶網站運營模式，加快向 B2B2C 模式轉型。
- ❖ **預計收購將有利慧聰網價值提升。** 中關村在線承諾收購完成後未來 3 年可實現稅後利潤分別達人民幣 1 億，1.3 億和 1.7 億。意味著慧聰網以 15 倍來年市盈率收購中關村在線，目前慧聰網交易在 15.9 倍市場預測 15 財年市盈率，高於被收購方市盈率。我們預計該收購將有利慧聰網價值提升。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14A
營業額 (人民幣百萬元)	549	838	2,173
淨利潤 (人民幣百萬元)	67	153	754
每股收益 (人民幣)	0.12	0.26	0.58
每股收益變動 (%)	51.5	118.7	53.6
市盈率 (x)	61.0	27.9	21.8
市帳率 (x)	9.2	4.2	4.4
股息率 (%)	0.0	0.0	0.8
權益收益率 (%)	15.1	15.2	22.8
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

慧聰網 (2280 HK)

評級	未評級
收市價 (港幣)	9.40
目標價 (港幣)	NA
市值 (港幣百萬)	6,272
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	36.07
52 周高/低 (港幣)	21.7/4.73
發行股數 (百萬股)	659.6
主要股東	郭江 (11.3%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	51.8%	53.9%
3 月	22.5%	19.0%
6 月	-42.5%	-44.4%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。