

买入

2015年3月30日

IDG 入股金山云，沪港通台风风眼，买入评级

- IDG 认购金山云 B 类优先股，埋伏百亿美金云市场：** 根据 3 月 27 日公司公告，公司及 IDG 将分别认购 7987.4 万及 6720 万股金山云 B 类优先股，代价分别为 2860 万及 2406 万美元，假设所有优先股按 1:1 转为金山云普通股，则金山云将由公司及 IDG 分别持有 52.29% 及 3.98% 股份，公司持有的金山云股份将由 52.1% 提升至 52.29%。按照两者增持的股份代价及比例测算，金山云当前估值约为 6 亿美金（折合港元 47 亿），假设并未受到下一轮融资摊薄，则转股后归属公司部分权益估值约为 25 亿港元。根据披露资料显示，14 年金山云收入 7000 万元人民币，净亏损 8120 万元，市场普遍预计 15 年金山云整体收入在将 14 年基础上翻 4-5 倍以上，收入规模增长至 3-4 亿元人民币，且有望于 16 年贡献利润。我们认为，一级市场的估值仅仅是动态评估的其中一个标准，国内云服务相关市场处于初期发展阶段，金山云以小米数据存量作为基础，以游戏云为切入点，以“存储-服务”一体化为差异化手段，有利于整合越来越多的合作方进入其云平台，未来随着规模扩张，盈利预测清晰度提升，有望获得估值的再提升，从而也将拉动公司整体价值的提升。
- 沪港通风起之时，公司有望成为飓风风眼：** 尽管当前公司市值对应其细分业务现有加总估值而言已属高位，但其小米生态圈的核心地位及未来可预见的广阔发展空间，将有可能使得公司成为沪港通南下资金配置的首选之一。而 15 年西山居手游的密集发布、猎豹在海外移动端的 MAU 及金山云的收入增长都能形成利好公司表现的催化因素。因此从流动性溢价提升的角度而言，我们认为公司细分业务估值有望被市场重估。
- 提升目标价至 28 港元，维持买入评级：** 综上所述，我们提升公司目标价至 28 港元，相当于 16 年每股盈利的 18 倍，维持买入评级。

★ 1 人民币=1.17 港元

蔡浩
852 25321963
simon.tsoi@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	TMT
股价	20.5 港元
目标价	28 港元 (36.6%)
股票代码	3888
已发行股本	11.8 亿股
市值	243.13 亿港元
52 周高/低	33.5/14.78 港元
每股净现值	9.5 港元
主要股东	雷軍 29.78% Naspers Limited 9.6% Credit Suisse Trust Limited 9.12% Morgan Stanley 6.75%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	13年历史	14年历史	15年预测	16年预测	17年预测
总营业收入 (千元人民币)	2,173,269	3,350,133	5,449,285	8,120,935	11,865,920
变动	54.01%	54.15%	62.66%	49.03%	46.12%
净利润 (千元人民币)	670,746	768,783	871,983	1,451,222	2,572,073
每股盈利 (港元)	0.73	0.82	0.94	1.56	2.76
变动	51.15%	13.54%	13.42%	66.43%	77.23%
基于20.5港元的市盈率 (估)	28.2	24.9	21.9	13.2	7.4
每股派息 (港元)	0.09	0.10	0.25	0.41	0.71
股息现价比	0.46%	0.50%	1.21%	1.99%	3.46%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录：主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>											
	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测	
收入	2,173,269	3,350,133	5,449,285	8,120,935	11,865,920	盈利能力					
毛利	1,876,165	2,760,478	4,468,414	6,659,167	9,848,714	毛利率 (%)	86.33%	82.40%	82.00%	82.00%	83.00%
其他业务净额	45,949	35,818	54,493	81,209	118,659	EBITDA 利率 (%)	36.16%	28.05%	20.60%	22.69%	25.39%
销售及管理费用	-1,240,234	-2,282,720	-3,694,615	-5,221,761	-7,214,479	净利率 (%)	34.69%	25.87%	17.72%	19.53%	23.24%
营运收入	681,880	513,576	828,291	1,518,615	2,752,893	营运表现					
财务开支净额	104,996	162,956	259,051	242,443	246,109	销售及管理费用/收入 (%)	57.07%	68.14%	67.80%	64.30%	60.80%
联营公司等	38,176	285,223	0	0	0	实际税率 (%)	8.63%	9.90%	11.20%	9.95%	8.05%
除税前盈利	825,052	961,755	1,087,342	1,761,058	2,999,003	股息支付率 (%)	16.31%	15.54%	33.22%	32.78%	32.16%
所得税	-71,178	-95,188	-121,749	-175,158	-241,355	库存周转	12.6	3.2	3.2	3.2	3.2
净利润	753,874	866,567	965,594	1,585,899	2,757,648	应付账款天数	34.1	34.6	34.6	34.6	34.6
少数股东应占利润	83,128	97,784	93,611	134,677	185,575	应收账款天数	74.2	76.2	76.2	76.2	76.2
本公司股东应占利润	670,746	768,783	871,983	1,451,222	2,572,073	财务状况					
折旧及摊销	-65,904	-140,929	-294,285	-324,230	-259,346	总负债/总资产	0.15	0.14	0.13	0.12	0.11
EBITDA	785,960	939,728	1,122,576	1,842,845	3,012,239	收入/净资产	0.43	0.38	0.56	0.75	0.93
增长						经营性现金流/收入	0.43	0.28	0.16	0.15	0.18
总收入 (%)	54.0%	54.2%	62.7%	49.0%	46.1%	税前盈利对利息倍数	33.72	12.66	11.93	16.10	22.85
EBITDA (%)	57.1%	19.6%	19.5%	64.2%	63.5%						
资产负债表						现金流量表					
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>					
	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测	
现金	4,556,556	7,060,590	7,092,955	7,603,726	8,980,001	EBITDA	785,960	939,728	1,122,576	1,842,845	3,012,239
应收账款	472,107	926,356	1,652,580	2,210,201	2,991,845	净融资成本	-24,481	-162,956	-259,051	-242,443	-246,109
存货	3,528	6,945	8,711	12,981	17,914	营运资金变化	99,325	-182,532	-714,337	-516,306	-733,927
其他流动资产	98,841	135,291	135,291	135,291	135,291	其他	77,320	358,024	713,804	160,003	75,256
总流动资产	5,131,032	8,129,182	8,889,537	9,962,199	12,125,050	营运现金流	938,124	952,264	862,992	1,244,098	2,107,460
固定资产	427,327	864,703	952,113	1,027,883	888,537	资本开支	-82,980	-320,000	-640,000	-400,000	-120,000
无形资产	114,098	464,713	429,040	436,322	395,820	其他投资活动	38,961	-3,047,589	190,184	251,802	347,341
长期投资	34,852	148,871	148,871	148,871	148,871	投资活动现金流	-44,019	-3,367,589	-449,816	-148,198	227,341
银行存款及其他	152,804	708,524	708,524	708,524	708,524	负债变化	-390,971	0	0	0	0
总资产	5,860,113	10,315,993	11,128,086	12,283,800	14,266,803	股本变化	0	0	0	0	0
应付账款	531,427	1,011,781	1,025,434	1,071,018	1,123,668	股息	-101,302	-119,438	-289,678	-475,770	-827,294
短期银行借款	15,724	15,778	15,778	15,778	15,778	其他融资活动	1,613,989	3,069,615	-91,133	-109,359	-131,231
其他短期负债	241,443	367,789	367,789	367,789	367,789	融资活动现金流	1,121,716	2,950,177	-380,811	-585,129	-958,526
总短期负债	788,594	1,395,348	1,409,001	1,454,585	1,507,235	现金变化	2,015,821	534,852	32,365	510,771	1,376,275
长期银行借款	0	0	0	0	1	期初持有现金	696,499	2,677,248	3,193,934	3,226,299	3,737,070
其他负债	62,078	55,118	55,118	55,118	55,118	汇兑变化	-35,072	-18,166	0	0	0
总负债	850,672	1,450,466	1,464,119	1,509,703	1,562,354	期末持有现金	2,677,248	3,193,934	3,226,299	3,737,070	5,113,345
少数股东权益	450,470	1,555,169	1,648,780	1,783,457	1,969,033						
股东权益	5,009,441	8,865,527	9,663,967	10,774,096	12,704,449						
每股账面值(摊薄)	4.11	6.99	7.62	8.49	10.01						
营运资产	4,342,438	6,733,834	7,480,536	8,507,614	10,617,815						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。