

有關「互動投資顧問(閱讀版)」服務

- 獨一無二的問與答投資顧問服務，並提供深入的香港個股及行業分析
- 瀏覽「互動投資顧問服務」(QFA)用戶的提問，以及有關香港股市、行業走勢與個別港股和股票投資組合的意見及答案；再加上宏觀經濟、區域市場及債券的意見
- 以價值投資作宗旨，提供給中長線投資者獨立及中肯意見

新股上市分析：阿里巴巴(1688)

Quam (IA) Limited
鄭昆侖 (AJD 750)

為中國及海外市場的中小型企業提供網上平台的中國領先 B2B 電子商務公司阿里巴巴網絡有限公司(1688 香港, 阿里巴巴), 將進行首次公開招股, 籌集資金約 29 億 5200 萬港元(假設發售價為 13.50 港元)。所得款項將用作收購項目(收購提供互補產品或新科技之公司)及業務發展。

阿里巴巴為中小企提供 B2B 交易市場平台, 以便企業買家及賣家以相對低成本但有效率的渠道進行互相交流及物色目標貿易夥伴。阿里巴巴的主要收入為向中國、美國、印度及其他亞洲國家的商業用戶收取會員費用。

持有及高風險: 增長強勁但估值偏高

阿里巴巴的收益及盈利增長似乎不俗鑒於 1) 行業前景樂觀(因愈來愈多中國的中小企願意支付 B2B 服務), 2) 阿里巴巴有強勁的比較優勢(廣為人知的品牌及強大的資本資源)以及 3) 強勁的股東背景(雅虎及軟庫)。因此, 純利於 07 財年、08 財年及 09 財年或可分別急升至人民幣 6 億 6100 萬元(攤薄每股盈利: 0.135 元)、人民幣 11 億 700 萬元(攤薄每股盈利: 0.226 元)及人民幣 14 億 7300 萬元(攤薄每股盈利: 0.309 元)。

然而, 以招股價每股 13.50 元計算, 阿里巴巴 08 及 09 年之預測市盈率可分別高達 59.8 倍及 43.7 倍。由於其估值甚高, 審慎的投資者或可避免投資此公司。然而, 可承受高風險的冒險型投資者或可認購此股。持股量應限於總投資組合的 3% 左右。

表 1：正式業績

阿里巴巴 (人民幣百萬元)	07 年上半年 07 年 6 月		06 財年 06 年 12 月	06 年下半年 06 年 12 月	06 年上半年 06 年 6 月		05 財年 05 年 12 月
國際收入	695.4		991.9	560.4	431.5		527.2
中國收入	261.0		372.0	209.8	162.2		211.1
其他收入	1.4		0.0	0.0	0.0		0.0
總收益	957.7		1,363.9	770.2	593.6		738.3
直接成本	-122.7		-237.6	-128.5	-109.1		-126.5
毛利	835.0		1,126.2	641.7	484.5		611.8
銷售及市場推廣	-307.4		-610.2	-311.2	-299.0		-394.0
產品開發	-58.3		-105.5	-58.2	-47.3		-35.7
行政開支	-88.4		-160.0	-100.1	-59.8		-101.1
其他營運成本	1.2		17.6	16.8	0.8		14.5
除所得稅前溢利	382.1		268.2	189.0	79.2		95.5
淨利息收入	17.7		23.2	12.8	10.3		7.9
除稅前溢利	399.8		291.4	201.9	89.5		103.4
稅項	-104.5		-71.5	-43.2	-28.3		-33.0
純利	295.2		219.9	158.7	61.3		70.5
毛利率 %	87.19%		82.58%	83.32%	81.62%		82.86%
除所得稅前溢利率 %	39.89%		19.67%	24.54%	13.34%		12.94%
純利率 %	30.82%		16.13%	20.60%	10.32%		9.54%

上市資料

總發售股份數目：	2 億 2736 萬股
發售價：	每股 13.50 元(招股價範圍上限)
上市後已發行股份：	50 億 5236 萬股
07 年預測市盈率：	100.2 倍
發行股份之市值：	682 億 686 萬元
股份編號：	1688

主要股東(佔經擴大已發行股份之百分比):

- Alibaba.com Corporation (75.0%); 公眾(17.0%)

(註: 雅虎及軟庫透過其於「Alibaba.com Corporation」的權益於上市公司中間接分別持有 29.3%及 22.0%的權益)

所得款項用途

按發售價每股 13.50 元計算，該集團將籌得所得款項淨額 29 億 5200 萬元，其中：

- 17 億 7100 萬元將用作收購事項及發展新業務
- 5 億 9100 萬元將用作擴展現有於中國及海外的業務
- 2 億 9500 萬元將用作購買電腦設備及發展新技術
- 餘下之款項將用作一般營運資金用途。

有賴強勁行業增長及穩固業務模型

表 2：營運數字

07 年上半年 | 06 財年 06 年下半年 06 年上半年 | 05 財年

國際市場					
Gold Supplier 會員	22,018		18,682	18,682	15,516 12,192
國際誠信通會員	10,959		10,843	10,843	9,730 7,791

總付費會員	32,977		29,525	29,525	25,246 19,983
國際收益(人民幣百萬元)	695.4		991.9	560.4	431.5 527.2
國際收益/會員/月 (人民幣元) #	3,709		3,317	3,411	3,181 2,796
=====					
中國市場					
中國付費會員	222,576		189,573	189,573	158,073 1121,631
中國收益(人民幣百萬元)	261.0		372.0	209.8	162.2 211.1
中國收益/會員/月 (人民幣元) #	211.1		198.2	201.2	193.2 187.0
=====					
總收益(人民幣百萬元)	956.4		1,363.9	770.2	593.6 738.3
=====					

一 如以上所述，阿里巴巴的收入來源倚賴來自向 B2B 客戶以及在 24 小時內任何時間透過電子商務交易市場尋找目標貿易夥伴的企業買家或賣家收取會員費用。付費會員的「供應商的供應網站名供求信息」將獲優先排名，在「行業目錄」及「阿里巴巴交易市場的搜索結果」中的排名亦會提高。交易市場亦有以下功能：

- 讓供應商可接觸全球活躍買家的網上社區，相反買家亦然
- 供應商可以較經濟的方式針對目標買家進行市場推廣活動
- 買家可獲得高質素及有規範的產品及目標供應商資料
- 方便、實時及每天 24 小時為買家及賣家不停推廣

表 3: 支付第三者 B2B 平台的中國中小企公司

2005 年 2006 年 07 年(預測) 08 年(預測) 09 年(預測) 10 年(預測) 11 年(預測)

中小企數目(千)	180	350	520	700	890	1,090	1,300
2005 年至 2011 年之複合年增長率: 39.0%							
2007 年至 2011 年之複合年增長率: 25.7%							

資料來源: iResearch China

就行業前景而言，表 3 顯示支付第三者 B2B 服務的中小企數目將於往後 5 年急速增長，而 2007 年至 2011 年的複合年增長率可能約達 25.7%。急速的增長由以下幾個因素帶動：

- 1) 中國經濟及商貿增長迅速增長
- 2) 在中國，使用第三者 B2B 平台的滲透率低，於 2006 年僅為 28%
- 3) 在中國，使用寬頻互聯網愈來愈普及

值得留意，在中國沒有規模相若的競爭者提供相類似的 B2B 電子商貿服務，阿里巴巴有知名的品牌及優秀的服務質素，因此具有超卓的競爭優勢。來自雅虎及軟庫的強大股東背景更可進一步推動阿里巴巴於業內的領導地位。

風險

阿里巴巴面對以下的風險：

- 中國或全球經濟放緩或會影響中國的本地貿易及出口活動，為阿里巴巴的收益及盈利帶來負面影響。
- 可能出現規模相若的競爭者，或會為阿里巴巴的業務帶來負面影響。
- 實際行業增長低於預期，實際盈利可能不及我們所預測者。

預測及建議

表 4: 預測及估值

(百萬元) 06 財年(實際) 07 財年(預測) 08 財年(預測) 09 財年(預測)

收益	1,363.9	2,123.2	2,994.0	3,858.2
毛利	1,126.2	1,860.7	2,634.7	3,395.2
除所得稅前溢利	268.2	862.9	1,414.6	1,916.5
純利	219.9	661.2	1,107.1	1,472.8

每股盈利 (元)	0.044	0.135	0.226	0.309
市盈率 *	310.1 倍	100.2 倍	59.8 倍	43.7 倍

* 以股價 13.50 元計算，按攤薄之基準

由於行業(即 B2B 電子商貿平台)增長樂觀，加上其穩固的行業地位，阿里巴巴的收益很可能於來年迅速增長。藉著營運槓桿效應，純利增長很可能超越營業額的增長。07 財年、08 財年及 09 財年的純利很可能分別急升至人民幣 6 億 6100 萬元(攤薄每股盈利: 0.135 元)、人民幣 11 億 700 萬元(攤薄每股盈利: 0.226 元)及人民幣 14 億 7300 萬元(攤薄每股盈利: 0.309 元)(表 4)。

然而，按招股價每股 13.50 元計算，阿里巴巴於 08 及 09 年之預測市盈率將分別高達 59.8 倍及 43.7 倍。我們給予該公司持有及高風險的評級，投資者應限制持股量於整體投資組合的約 3%。由於其估值甚高，審慎的投資者或可避免投資此公司。然而，可承受高風險的冒險型投資者或可認購此股。

權益披露：蕭志朗 (AMW 596)，本文章之作者申報，於本文章出版之時，本人〔我們〕持有 5 2888 之股份。

[免責聲明](#)

個股分析是華富股評/ 互動投資顧問(閱讀版)/ 互動投資顧問服務的部份內容。有關詳情，請參閱華富財經 (www.quamnet.com) 的〈收費服務〉欄目。

查詢/ 訂購：請聯絡客戶服務部 (852) 3741-1790或電郵至 support@hk.quamnet.com。