

買入

2012年5月18日

1Q 業績好於預期，微博貨幣化為支撐股價的首要動因

➤ **1Q 營收同比增 9%，淨虧損 1,370 萬美元：**新浪 1Q 實現營收 1.1 億美元，同比增長 6%，其中廣告營收 7850 萬美元，同比增長 9% 環比大幅下降 24.2%，下跌幅度僅此於 09 年 1Q 的 38%，而非廣告營收 2,770 萬美元，同比持平，營收均居於公司的指引區間。毛利率下跌 7 個百分點至 46.2%，股東應占虧損為 1,370 萬美元，合每股虧損 21 美分，好於我們預期的虧損 23 美分。由於今年微博的開支預算為 1.6 億美元，並且貨幣化進程剛開始，我們預計新浪的虧損將延至 2Q。公司預計 2Q 的營收指引區間為 1.26 億-1.29 億，其中廣告收入為 1.03 億-1.05 億，同比增長 12%-14%，好於早先發佈業績的搜狐 2Q 的指引（同比 0.4%-5% 的增幅），但來自宏觀方面的阻力還是使得廣告略顯疲弱，而非廣告收入為 2,300 萬-2,400 萬美元，同比增 2%-7%。

➤ **微博 4 月開始全面商業化，廣告仍是主力：**微博 4 月份開始全面商業化：一是推出了全新的微博廣告產品，包括頂部、底部的品牌廣告，以及右側的推薦廣告如推薦帳號、推薦活動、推薦話題等，而廣告的投放方式均為基於社交圖譜資料分析之後的精准投放，微博 2H 還將推出中小企業和個人用戶的自助廣告平臺；二是企業帳戶全面升級至 2.0 版本，估計年底企業帳戶數達到 30 萬個；三是應用和遊戲平臺的分成，據我們的調研資料，目前微博平臺上的應用和遊戲數量分別為 5,140 個和 175 款，而遊戲平臺玩家數量在 100 萬以上的遊戲僅有 11 款。我們維持早期的判斷，由於微博平臺的強媒體屬性以及偏中高端的用戶類型，使得廣告仍是微博的營收主力，應用和遊戲貢獻顯著收益的可能性不大。

➤ **風險：**1) 新浪門戶和微博平臺的用戶群和廣告主重疊度較高，存在相互搶廣告預算的風險；2) 微博廣告效果待觀望。

➤ **維持目標價 74.9 美元，提升至買入評級：**我們還是維持新浪傳統業務 22.2 億美元、微博 25.2 億美元的估值，即相當於新浪未來 12 個月的目標市值為 47.4 億美元，合每股 74.9 美元，提升評級為買入。

表：盈利摘要

FY end at Dec 31	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
Total Revenue	402,617	482,829	576,975	711,255	889,910
Growth	12.29%	19.92%	19.50%	23.27%	25.12%
Net Profit	(19,339)	(302,418)	(2,651)	37,300	78,909
EPS	-0.312	-4.639	-0.040	0.565	1.196
Growth	-104.14%	1387.26%	-99.13%	NA	111.55%
P/E	NA	NA	NA	101.6	48.0
Dividend Per Share	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

資料來源：公司資料，第一上海預測

蔡浩

86755-33331812

simon.tsoi@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	互聯網
股價	57.41 美元
目標價	74.90 美元 (+30.47%)
股票代碼	SINA
已發行股本	6,512.5 萬股
總市值	37.97 億美元
52 周高/低	128.17 美元/46.86 美元
每股淨現值	16.65 美元
主要股東	T Rowe Price Associate 9.35% New-Wave Investment Holding 8.51%

股價表現



資料來源：彭博

主要財務報表

Income Statement						Financial Analysis					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
Revenue	402,617	482,829	576,975	711,255	889,910	Profitability					
Gross profit	234,207	267,481	282,718	373,409	489,450	Gross margin (%)	58.17%	55.40%	49.00%	52.50%	55.00%
Other income	0	0	0	0	0	EBITDA /revenue(%)	-3.76%	-64.98%	-3.31%	3.22%	7.50%
Sales and marketing	(137,964)	(301,143)	(309,836)	(358,473)	(430,716)	Net profit margin(%)	-4.80%	-62.63%	-0.46%	5.24%	8.87%
Operating income	96,243	(33,662)	(27,118)	14,936	58,734	Activity					
Interest and other income,net	8,804	16,327	16,327	16,327	16,327	Sales and marketing /revenue	34.27%	62.37%	53.70%	50.40%	48.40%
Investment income	(115,950)	(280,082)	8,000	8,000	8,001	Effective tax (%)	-77.37%	-1.68%	5.00%	5.00%	5.00%
Earning before tax	(10,903)	(297,417)	(2,791)	39,263	83,062	Dividend payout ratio (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Income tax	(8,436)	(5,001)	140	(1,963)	(4,153)	Inventory turnover	NA	NA	NA	NA	NA
Net income	(19,339)	(302,418)	(2,651)	37,300	78,909	Days of sales outstanding	74.7	76.5	75.0	75.0	75.0
Non-controlling interest	(245)	(326)	(34)	485	1,026	Days of paiable	199.2	240.7	250.0	250.0	250.0
Earning to SINA shareholders	(19,094)	(302,092)	(2,617)	36,815	77,883	Financial situation					
Depreciation and amortizaion	(4,574)	0	0	0	0	Total debt/total asset	0.24	0.24	0.22	0.23	0.24
EBITDA	(15,133)	(313,744)	(19,118)	22,936	66,735	Revenue/net asset	0.32	0.45	0.46	0.56	0.66
Growth						CFO/revenue	0.29	(0.11)	0.34	0.07	0.11
Total revenue (%)	12.3%	19.9%	19.5%	23.3%	25.1%	Earning before tax/revenue	1.24	18.22	0.17	(2.40)	(5.09)
EBITDA (%)	-103.7%	1973.2%	-93.9%	-220.0%	191.0%						

Balance Statement						Cachflow Statement					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
Cash	882,835	673,475	890,188	908,227	960,691	EBITDA	(15,133)	(313,744)	(19,118)	22,936	66,735
Account of recivable	125,824	154,435	160,523	188,114	224,824	Net interest	27,011	12,000	12,000	12,000	11,999
Inventory	0	0	0	0	0	Operating cash	(10,848)	(113,927)	186,605	2,264	6,176
Other current assets	0	0	0	0	0	Income tax	(8,436)	(5,001)	140	(1,963)	(4,153)
Total curren assets	1,008,659	827,910	1,050,711	1,096,341	1,185,515	Others	124,001	367,475	16,461	16,372	16,371
Fixed assets	33,289	74,511	52,129	70,342	98,540	CFO	116,595	(53,197)	196,087	51,609	97,128
Intangible assets	85,574	15,974	15,974	15,974	15,974	Capex	(20,892)	(21,657)	(21,183)	(30,213)	(40,197)
Long-term investment	508,113	463,938	463,938	463,938	463,938	Other investments	(215,018)	(2,406)	(2,354)	(3,357)	(4,466)
Doposit	455	9,114	9,114	9,114	9,114	CFI	(235,910)	(24,064)	(23,537)	(33,570)	(44,664)
Total assets	1,636,090	1,391,447	1,591,866	1,655,709	1,773,082	Liabilities changes	0	0	0	0	0
Account of payable	117,166	198,543	216,263	246,119	289,004	Equity changes	12,497	(8,216)	0	0	0
Short-term borrowing	0	0	0	0	0	Dividend	0	0	0	0	0
Other short term liability	130,858	2,200	2,200	2,200	2,200	Other finacing activities	(520)	0	0	0	0
Total short term liability	248,024	200,743	218,463	248,319	291,204	CFF	11,977	(8,216)	0	0	0
Long-term deposit	0	0	0	0	0	Change	(107,338)	(85,477)	172,551	18,039	52,464
Other liability	147,540	128,355	128,355	128,355	128,355	Cash at beginning	746,423	643,619	558,142	730,693	748,732
Total liability	395,564	329,098	346,818	376,674	419,559	Rate exchage	4,534	0	0	0	0
Non-controlling interest	0	6,679	6,645	7,129	8,155	Cash at end	643,619	558,142	730,693	748,732	801,196
Shareholders'equity	1,240,526	1,062,349	1,245,048	1,279,036	1,353,522						
Book value per share	20.26	16.31	19.12	19.64	20.78						
Working capital	760,635	627,167	832,248	848,023	894,311						

資料來源：公司資料，第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2012 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。