重點摘錄

- 近期歐洲因利空消息不斷，導致國際資金流連 6 週流出歐洲，8/7~8/15 當週的流出額更創 2011 年 8 月以來的新高為 35 億美金，歐股重挫至今年 3 月以來的新低。有鑑於歐洲近期經濟成長步伐也較為減緩，德、法 Q2 GDP 成長率低於前期；第一資本短期對歐股轉為中立看待，長期仍偏多看待。可待指數止穩後，逢低進場經濟成長增速較快的西班牙(EWP US EQUITY)。
- 阿里巴巴集團除了 B2B、B2C 和 C2C 之業務外，創立至今亦積極跨足各大領域，本期將詳細介紹阿里巴巴集團佈局九大方向：社群、定位系統、物流、移動端、娛樂產業、健康醫藥產業、教育產業、軟體、雲端與物聯服務以及 O2O。最終我們將融合主要業務與轉投資事業分析阿里巴巴上市後合理估值，預估阿里巴巴九月份在美國上市市值將達 1,830 億美元。
- 近來國際地緣政治風險逐步攀高，逐漸衝擊到成熟市場的表現；但與此同時，資金卻已悄悄流入新興市場，而印尼股市則是這波被關注的主要市場之一。除了受惠於經濟趨穩外，在改革派候選人當選新任國家領導人激勵下，更帶動資金湧入。第一資本建議投資人，目前仍舊可佈局法巴印尼股票基金，並預期印尼股市有望挑戰前波的歷史高點。

研究團隊

歐股、債券－Joanne Hu
滬深港股－Emma Yu
新興、日股、原物料－Jack Lai

目錄

1. 歐洲短期中立看待，待指數止穩後可佈局西班牙……P2
2. If not now, when? If not me, who? 巨人的崛起－阿里巴巴(下)…P7
3. 政局趨穩及改革在即，印尼後市持續看俏…… P16
4. 本月推薦投資組合……P24

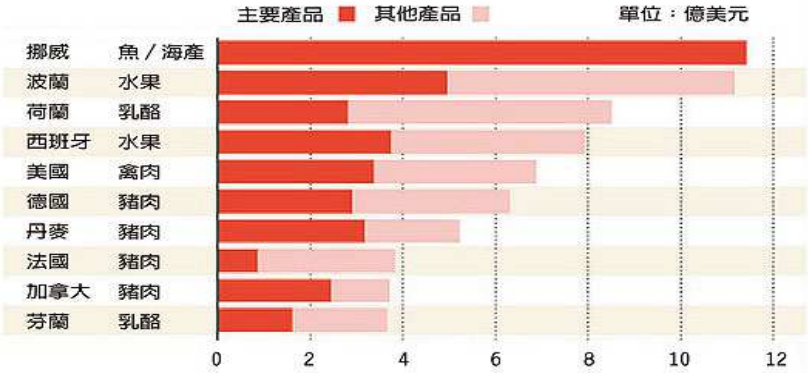
歐洲短期中立看待，待指數止穩後可佈局西班牙

一、歐洲景氣回顧

烏俄關係持續緊張，經濟制裁恐影響歐洲經濟及天然氣價格

在西方對俄羅斯實施第三輪制裁，切斷俄羅斯部份的對外融資渠道後，俄羅斯在8/7宣布禁止美國、歐盟、加拿大、澳洲和挪威所有肉類、魚、乳製品、水果和蔬菜進口，為期一年。歐洲統計局的數據顯示，去年俄羅斯向歐盟進口總值160億美元的食品，約占歐盟總出口一成；圖1列示俄禁運食品的十大供應國，挪威、波蘭和荷蘭將首當其衝。

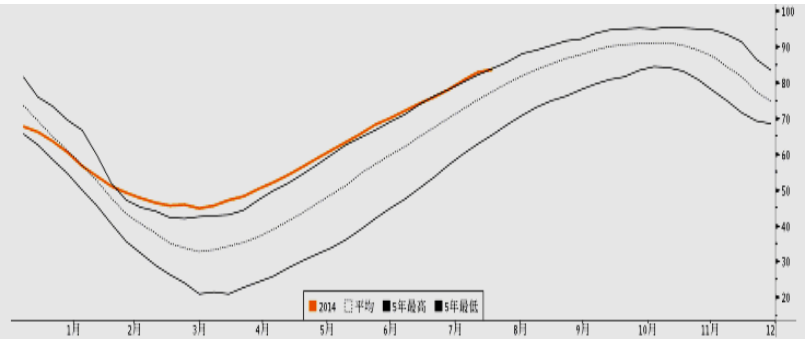
圖1：俄禁運食品的十大供應國



資料來源:華爾街日報

另外,烏克蘭議會在8/14的最終決議中通過對俄制裁法案，其中最重要的一項就是禁止任何途經烏克蘭的中轉運輸，這包括俄通往歐洲的航班和俄向歐洲供應的天然氣。歐洲30%天然氣來自俄羅斯，其中15%的天然氣是透過烏克蘭的管線，雖然歐盟目前的天然氣儲量仍在5年最高的平均水位，尚無威脅。但過去一到10月天然氣需求量大，儲量將會開始下滑，因此預估未來歐洲天然氣價格恐將走升。

圖2：歐盟天然氣儲量



資料來源:彭博

歐洲各國中德國的影響程度最大，ZEW 指數連 8 個月下滑

在烏俄關係更加緊繃、各方紛紛實施經濟制裁的情況下，德國的經濟受傷最深。德國作為歐元區最大經濟體，也是俄羅斯在歐洲地區最大的貿易夥伴。據統計，2013年德國對俄商品出口360億歐元，佔歐盟對俄出口商品總量的35%。在俄的德國企業目前約為6,200家，德國國內約有35萬個就業機會直接與德俄貿易有關。從近期的的經濟數據顯示，德國經濟增速減緩，8月的ZEW經濟成長預期指數連8個月下滑，6月工業產出年比及工業訂單年比皆連2個月下滑，並降至-0.4%及-2.3% ，為負成長。從圖3中可以看出德國ZEW經濟成長預期過去與GDP年比走勢呈現一致，甚至較為領先；隨後8/14公佈的德國Q2 GDP年比也確實較前期下滑。

圖3：德國GDP年比與ZEW成長預期指數(2004/8~2014/07)

資料來源:彭博

表1：歐洲前五大經濟體Q2 GDP成長率

	預估	實際	前期
英國	3.1%	3.2%	3%
歐元區	0.7%	0.7%	0.9%
德國	1.4%	1.2%	2.3%
法國	0.3%	0.1%	0.8%
義大利	0.1%	-0.3%	-0.4%
西班牙	1.1%	1.2%	0.5%

註：綠色-優於前期　紅色-遜於前期

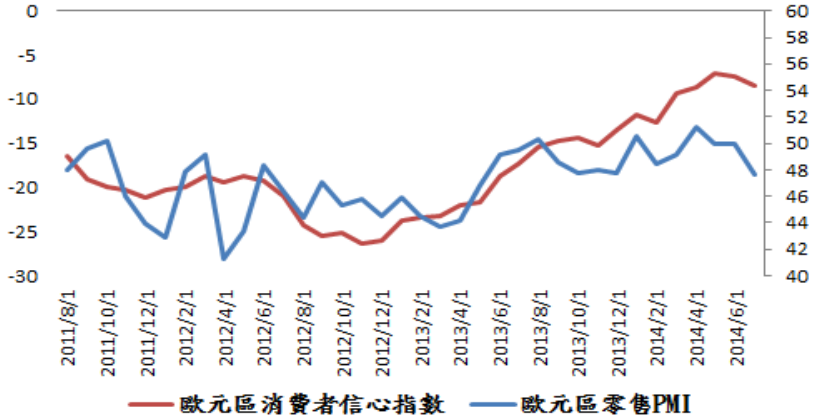
資料來源:彭博

除了德國的GDP表現較前期下降之外，法國Q2年比只有0.1%，凸顯近期歐洲成長的腳步呈現趨緩。展望Q3，歐元區7月的

歐元區成長減緩，經濟數據尚未完全回溫

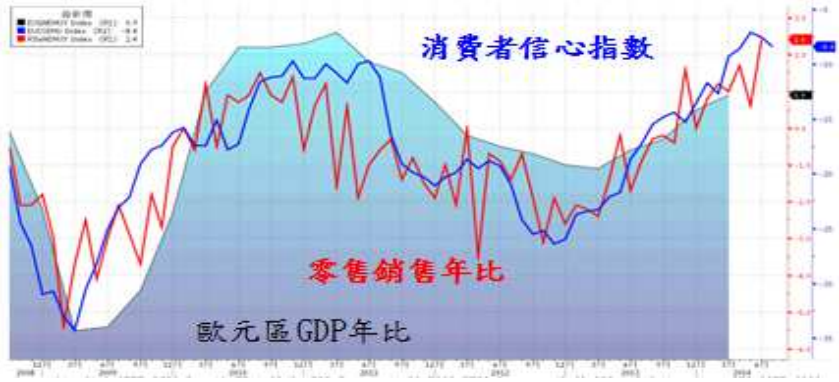
製造業PMI與上個月持平，德國7月製造業PMI則創3個月新高，上升到52.4，製造業有開始止跌回溫的跡象。但代表內需的歐元區零售銷售PMI在7月卻跌至景氣榮枯線50之下，顯示消費尚未回溫；從圖4和圖5中可以看出零售銷售PMI領先消費者信心指數，消費者信心指數又再領先零售銷售年比，因此零售銷售PMI最具景氣領先性。另外歐元區7月的CPI年比為0.4%，仍持續下滑，顯示歐元區的通縮風險猶存；綜合上述7月份的數據顯示歐元區經濟尚未完全回溫。

圖4：零售PMI及消費者信心(2011/08~2014/07)



資料來源:彭博

圖5：消費者信心與零售銷售年比(2008/09~2014/07)



資料來源:彭博

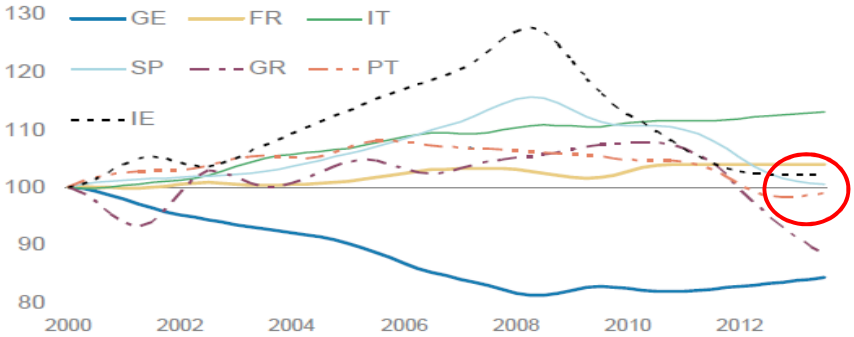
二、投資亮點

結構性改革幫助西班牙成為歐洲經濟成長增速最快的國家

在上頁表 1 各國 Q2 的 GDP 成長率中，西班牙的表現不僅優於前期之外還超乎預期，經濟增速創 6 年最快；西班牙政府並上調了今明兩年的 GDP 成長預期至 1.5%和 2%。西班牙經濟部長並表示將會繼續改善勞動力市場及推行財政改革，其中包括修改金融法案、破產法案以及審計法案等。

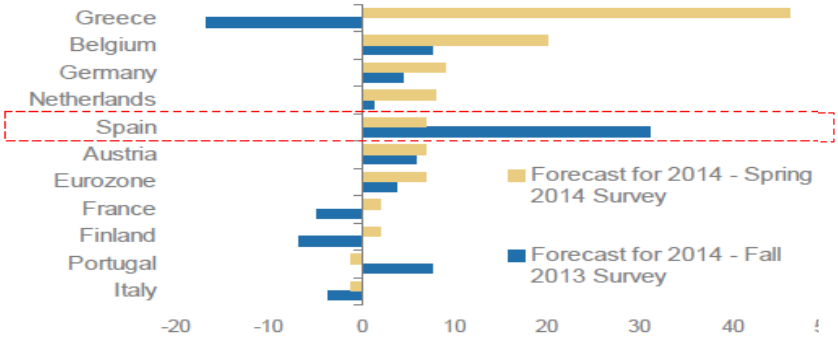
歐洲央行德拉吉也稱讚西班牙在結構性改革上的努力，並呼籲歐洲其他國家應進行改革。西班牙的例子顯示進行經濟改革的國家正顯現出更強的經濟表現。西班牙近年不僅在企業稅負上有所降低，勞動單位成本也逐漸下降，進而提升生產力，MorganStanley 在今年調查各企業的資本支出也較去年底原先計畫的大幅增加，未來各季 GDP 成長率預期也是逐漸成長(見圖 8)。

圖 6：歐洲各國單位勞動成本



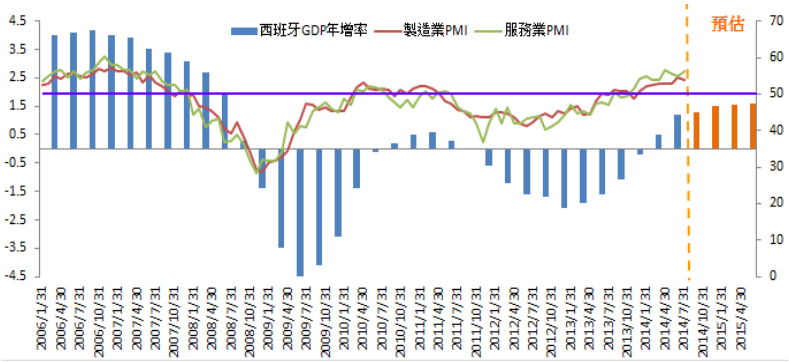
資料來源: MorganStanley

圖 7：歐洲各國製造業投資支出計畫



資料來源: MorganStanley

圖 8：西班牙 GDP 年比與 PMI(2006/3~2015/6)



資料來源:第一資本整理

三、投資策略

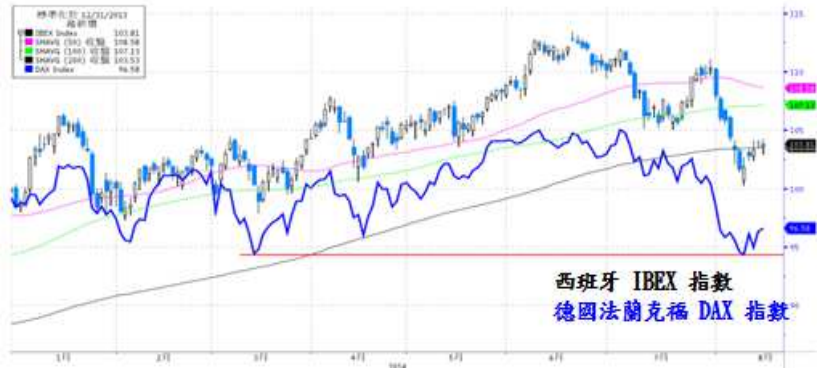
歐股短期中立看待，建議可待指數止穩後進場佈局成長增速快的西班牙(EWP US EQUITY)

近期歐洲因利空消息不斷,除了葡萄牙公司財務危機之外，烏俄關係也持續緊張。各方互相經濟制裁，導致國際資金流連 6 周流出歐洲，(8/7~8/15)當週的流出額更創 2011 年 8 月以來的新高為 35 億美金，歐股重挫至今年 3 月以來的新低，德國 10 年期公債殖利率也逼近 1%。

此外，有鑑於歐洲近期經濟成長步伐也較為減緩，德、法 Q2 GDP 成長率低於前期，雖歐元區 7 月的製造業 PMI 有止跌的現象，但零售銷售 PMI 下跌至景氣榮枯線 50 之下，為 47.6。

第一資本短期對歐股轉為中立看待，待地緣政治風險解除或經濟數據回溫，再行投資歐股。我們認為歐洲基本面高點未到，歐洲央行在 8 月月度報告中雖把今年的 GDP 成長率從 1.1%下調至 1%，但仍維持 2015 及 2016 的預期不變，為 1.5%及 1.7%，因此長期對歐股仍偏多看待。可待指數止穩後，逢低進場經濟成長增速較快的西班牙(EWP US EQUITY)，在下圖中也可以看出西班牙的表現相對抗跌，預估未來上檔空間有望到 10%。

圖 9：西班牙 IBEX 與德國 DAX 指數走勢圖(年至今)



資料來源:彭博

If not now, when? If not me, who? 巨人的崛起－阿里巴巴（下）

在上一期中，主要介紹阿里巴巴集團的核心業務，本期將介紹阿里巴巴集團創立至今的併購佈局，包含了社群、定位系統、物流、移動端、娛樂產業、健康醫藥產業、軟體、雲端與物聯服務與 O2O 等八大領域佈局。最終，我們經從主要業務與併購版圖分析阿里巴巴上市後合理估值。

一、阿里巴巴版圖介紹

（一）社群佈局

1、陌陌

2012 年 10 月，阿里巴巴投資近 2000 萬美金於中國約會交友 APP「陌陌」，陌陌為根據地理位置幫助使用者尋找志同道合人士的交友平臺。截至 2014 年 2 月，陌陌註冊用戶數突破 1 億人，月活躍用戶達 4,000 萬。

社群佈局目前仍以新浪微博效益最大

2、新浪微博

2013 年 4 月，阿里巴巴以 5.86 億美元入股中國最大社交媒體平台新浪微博，目前持有股權共 32%，經由新浪微博全球 2.81 億用戶，阿里巴巴預測在收購後三年社群購物模式交易規模將達 3.8 億美元，創造營收超過 1.2 億美元。2013 年 8 月阿里巴巴隨即推出「微博淘寶版」，使微博與淘寶用戶的帳戶互通，淘寶賣家可輕易透過微博進行品牌行銷、客戶服務，買家也可更迅速的交換資訊並進行購物，上限一個月後淘寶商家互動量多出六倍，流量成長五倍。截至 2014 年 6 月，微博綁定淘寶帳號的用戶超過 2,300 萬。

2014 年 1 月，新浪微博宣佈將與支付寶合作，推出「微博支付」，無論是線上交易或線下日常消費（水電煤繳費、儲值），微博用戶皆可直接透過支付寶付款。另外，亦推出「向微博好友轉賬」功能，將進一步強化微博「瀏覽—興趣—下單—支付—分享」的社群行銷優勢。2014 年 7 月則進一步正式開放企業微博帳號使用「微博支付」。

3、阿里旺旺與來往

阿里旺旺是為淘寶和阿里巴巴交易所量身打造的即時溝通交易工具，目前僅在淘寶與阿里巴巴買、賣家之間使用。2013 年 9 月，阿里巴巴發布了旗下第一款社群通訊平台「來往」，透過創新的「扎堆」功能，如果被

朋友正在討論的有趣話題吸引，即可加入「扎堆」討論，參與的人數越多，話題也更容易被其他人看到，藉而認識朋友的朋友。不過來往上線至今使用人數仍較少，無法如同競爭對手微信得到廣大回響。

4、Tango

Tango 為美國手機傳訊服務 APP，除了傳遞訊息以外，還可透過 Facebook 玩遊戲和分享照片、透過 Spotify 分享音樂。目前註冊用戶約 2 億人，活躍用戶 7,000 萬人。

（二）定位系統佈局

1、高德地圖

市佔第二大之地圖服務商與政策支持之北斗衛星導航系統結合

2014 年 2 月阿里巴巴完成高德地圖的全資收購。目前向德國福斯和美國通用汽車等在中國市場銷售的新車提供數據。近年來，高德還積極拓展面向智慧手機的業務。根據中國 IT 研究中心統計，截至 2013 年 10 月，中國智慧手機地圖用戶達到 4.54 億人；百度的市佔率超過 50%，而高德則超過 20%，排名第二。

2、北斗運營服務公司

根據中國科技部發佈的《導航與位置服務科技發展“十二五”專項規劃》，希望扶植中國國內特有的「北斗衛星導航系統」，推升導航與位置服務產業形成人民幣 1000 億元以上的規模。在政策利多下，阿里巴巴正在計劃與中國兵器工業集團合資成立北斗運營服務公司，計畫藉由北斗衛星導航系統提供定位服務；阿里巴巴也是唯一進入北斗系統的互聯網巨頭，高德地圖與北斗系統的結合令人期待。

目前 GPS 仍佔據全球及中國國內導航業 90%以上的市場。不過北斗一代自 2003 年底正式運行以來，到目前為止註冊用戶數大約在 10 萬，主要應用在國防安全領域，以及一些特定行業如漁業、氣象、交通、通信、電力等領域，其中漁業應用最廣，佔比超過 60%，不過民用市場仍勢弱。

（三）物流佈局

1、菜鳥物流

中國國內掌握主要物流通路，並積極佈署東南亞與國際物流系統

2013 年阿里巴巴、銀泰集團、復星集團、富春集團、順豐集團、三通一達（申通、圓通、中通、韻達），以及相關金融機構共同宣佈，「中國智慧物流骨幹網」項目

（簡稱 CSN），共同成立菜鳥網絡公司，使用其豐富的物流數據分析能力，目標是實現全境 24 小時送達。2014 年 6 月進一步與中國郵政合作，擴大在物流和配送等領域資源互惠。

2、新加坡郵政、中海集運合作協議與 Shoprunner

阿里巴巴亦積極佈局海外物流體系，去年阿里巴巴即以 2.06 億美元投資美國網購快遞服務商 ShopRunner（小綠人），ShopRunner 目前為幾十家美國大型零售商提供運送服務。

2014 年 5 月，阿里宣佈戰略投資 2.49 億美元取得新加坡郵 10.35%股權，並合作建立「國際電商化物流平台」，此項投資將成為擁有東南亞物流能力和配送網絡的第一步。

另外，阿里巴巴、中海科技與中海集運簽署合作協議，打造以海運整箱國際物流運輸服務為主體的物流服務網路，使客戶可以線上查詢物流運價、線上完成物流下單、線上諮詢、線上結算、線上追蹤貨物狀態等。

（四）移動端佈局

1、UC 優視

收購中國最大移動瀏覽器 UC 與積極進攻手機遊戲，顯示阿里巴巴佔據移動端入口之野心

相較百度、騰訊，阿里巴巴較缺乏移動端入口，故阿里巴巴先在 2014 年 4 月與中國大型移動網絡瀏覽器品牌聯合成立一移動搜索企業－神馬搜索。6 月即對 UC 優視進行全資收購，收購完成後 UC 優視成為阿里巴巴旗下的移動事業群，負責整合公司的瀏覽器、移動搜索、遊戲和應用產品。UC 瀏覽器目前在全球擁有 5 億季度活躍用戶。

2、阿里手機遊戲平台、美國手遊公司 Kabam

2014 年 1 月，阿里巴巴集團宣佈將推出手機遊戲平台，並以「二八分成」的低價策略進行市場競爭，顯示其進軍手遊市場的企圖心。8 月，阿里巴巴以 1.2 億美金投資美國手遊公司 Kabam，Kabam 承諾在未來三年內通過阿里巴巴發布 10 個游戲，其正在根據《Lord of the Rings》系列開發的游戲將打頭陣。Kabam 目前已開發 30 多款遊戲，用戶遍及全球 150 多個國家。

（五）娛樂產業佈局

阿里巴巴完整佈局文化娛樂產業之內容、籌資、行銷與網路視頻平台

1、阿里巴巴影業集團（文化中國）

2014 年 3 月，阿里巴巴出資 62.44 億港幣，獲得文化中國 60%的股份，5 月進一步改名為「阿里巴巴影業集團」

。文化中國是一家以報章媒體經營、移動新媒體運營與影視劇攝製等為主業的綜合性文化產業集團，目前已經有陳可辛、周星馳等導演的優先投資權，著名動作明星李連杰亦加入董事會。

2、華數傳媒戰略合作

阿里巴巴也在 2014 年 4 月宣佈和華數傳媒達成戰略合作，並在公告中稱雙方同意進行原創內容、影片、遊戲、音樂和教育合作，借助其播控牌照、內容資源和渠道，共同拓展文化傳媒產業鏈上下游。

3、娛樂寶

投資人最少只需要投入 100 元人民幣就有機會參與決定拍攝哪部電影、由誰執導及由誰主演，用戶最高投資額為 200 元，預期年化收益率達 7%。除了獲得資金回報，也有機會獲得「娛樂權益」，主要指電影票，劇組探班等電影周邊產品，故娛樂寶不僅是一個融資渠道，更是一種全新的產品營銷方案，目前預約人數達到 11.2 萬人。

4、優酷土豆

在內容、籌資與行銷兼備下，尚缺網路視頻平台，故阿里巴巴在 4 月隨即宣佈投資 12 億美元，取得中國網路視頻平台優酷土豆 18.5%的股權。優酷土豆在網路視頻平台市佔率超過 40%，而在移動互聯網領域，優酷的應用時間長度則僅次於支付寶和淘寶排名第三。

（六）健康醫藥產業佈局

1、中信 21 世紀

健康醫藥產業主要透過中信 21 世紀之核心數據，建立中國藥品平台

2014 年 1 月，阿里巴巴宣佈以 1.7 億美元投資中信集團旗下中信 21 世紀，共持股 54.3%，並向董事會提議更名為「阿里健康信息技術有限公司」。中信 21 世紀核心業務為提供醫療藥品行業電子監管類訊息服務，旗下擁有中國藥品電子監督網，在醫療健康領域已經積累大量的核心數據，有利阿里巴巴建立中國藥品數據平台。

2、藥品安全計劃

目前天貓已設有「醫藥館」，共有 81 家藥企進駐，阿里巴巴也拿下了中國第一張第三方網上藥品交易牌照，於網路醫藥產業已搶先佔有一席之地。阿里巴巴也在今年宣佈啟動「藥品安全計劃」，今後用戶使用淘寶和支付寶手機客戶端，掃描包裝盒上的藥品監管碼，即可以查看藥品資訊，包括生產日期、有效日期、該監管碼查詢

次數、生產企業、銷售企業等，藉此分辨藥品真偽；若是掃描藥品盒上的條碼，亦可直接導入銷售業面。

（七）教育產業佈局

教育產業選擇台灣線上真人英語教育平台 TutorGroup

淘寶平台上透過開通淘寶同學服務跨足教育產業，2014 年 2 月，阿里巴巴、淡馬錫與啟明投資一起參與 TutorGroup 的 B 輪融資，投資總額接近 1 億美元，也成為阿里巴巴第一次投資台灣網路公司。TutorGroup 為真人英語線上教學學習平台 TutorGroup，在北京、上海及矽谷等都有據點，提供超過 500 萬堂課程。旗下擁有四個品牌：TutorABC 以台灣市場為主、以中國為主的是 VIPABC、針對國高中生的 TutorABC Jr.和華語教學平台 TutorMing。

（八）軟體、雲端與物聯服務佈局

阿里雲服務延伸至金融、氣象、家電與物聯網

1、恒生電子

2014 年 4 月馬雲通過恒生集團持有恒生電子 20.62%的股份，成為恒生電子的實際控制人。恒生電子主要替金融產業銀行、證券、基金、信託、保險等期貨提供 IT 產品與服務，是中國國內唯一一家能夠提供全面解決方案的全牌照 IT 服務公司。恆生電子 2013 年年報顯示，公司在基金、證券、保險、信託資管領域核心市場佔有率分別達到 93%、80%、90%、75%，在證券帳戶系統、證券櫃檯系統、銀行理財業務平台、信託核心業務平台、期貨核心系統的市場佔有率分別達到 57%、43%、85%、41%、42%。

阿里巴巴投資恆生電子成為打造金融雲的第一步，馬雲的理想是未來金融機構都不需要擁有 IT 基礎設施，全部都可由阿里巴巴金融雲提供。

2、中國氣象局合作協議

中國氣象局宣佈大量氣象數據將透過阿里雲計算平台進行分析應用，未來亦打算透過來往、旺旺、支付寶錢包、高德地圖等產品多管道，傳播氣象災害預警資訊，甚至進一步聯手開發氣象金融產品，這次合作案也是阿里雲獲得首件中國國家部委級合約。

3、阿里巴巴物聯網平台（alink.aliyun.com）

阿里巴巴物聯網平台（alink.aliyun.com）於 2014 年 6 月正式發佈，將整合雲計算、支付、電商等功能，提供一條龍式的解決方案，使得智能裝置創業者可快速地採用上述資源推出產品。

4、美的集團合作協議

阿里巴巴與美的集團協議雙方將共同構建基於阿里雲的物聯網開放平台，實現家電產品的連結和遠端控制，未來美的相關產品都將接入此平台(AliyunConnected)。今年 3 月應用阿里雲技術的「美的物聯網智慧空調」也在天貓獨家販售，其中最便宜的型號售價僅 3,399 元人民幣。

（九）O2O 佈局

1、百貨業

阿里巴巴主要透過與大型百貨業合作線上支付與線下消費

華聯股份與阿里巴巴首個合作項目將在華聯旗下的北京萬柳購物中心運行，阿里巴巴將提供企業 O2O 服務，在物流、營銷、會員、數據、支付等展開合作。

另外，阿里巴巴以 53.7 億對銀泰商業進行戰略投資，取得 9.9%股權，並認購銀泰百貨 4.78 億美元的可轉換債券，若轉換成股份，阿里巴巴將獲得銀泰百貨至少 25%的股權。雙方將全面連結會員體系、支付體系和商品體系，允許購物者用智能手機付款等合作方案，市場十分看好阿里巴巴的電子商務實力與銀泰百貨的實體零售實力的結合。

2、快的打車

阿里巴巴同時投資國際 Lyft 與中國國內市佔率最高之「快的打車」

阿里巴巴透過併購計程車 APP 軟體「快的打車」以掌握迅速崛起的計程車市場，乘客可以直接使用支付寶或掃描二維碼支付車費，截至今年第一季，快的打車總覆蓋城市達 261 個，較上一季度增長 6.5 倍；日訂單量超過 623 萬單，年增 20.7 倍。

「快的」目前市佔率達 57.6%，騰訊旗下的「嘀嘀打車」市佔率達 39.8%，市場完全被兩大陣營壟斷。雙方亦透過大量的現金回饋吸收用戶，根據統計快的打車之補貼金額至少有 6 億人民幣，滴滴打車則高達 14 億人民幣。不過，兩大陣營已共同宣佈由於使用客層已穩定，5/17 起不再補貼乘客現金。

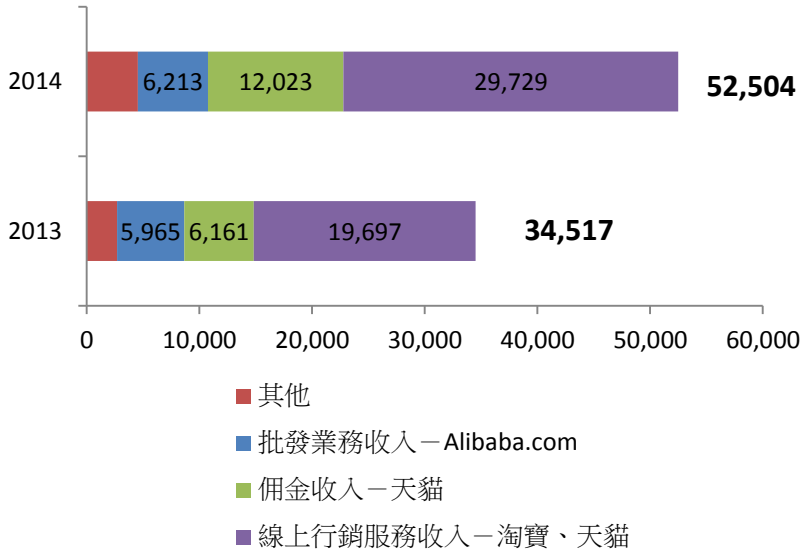
阿里巴巴亦有參與全球最大的拼車軟件 Lyft 最新一波融資。目前 Lyft 已覆蓋 30 個城市，市場預估 Lyft 市值已超過 7 億美元。

二、阿里巴巴價值預估

在上期中我們曾提到，目前阿里巴巴主要營收來源仍來自線上行銷服務收入、佣金收入和批發業務收入（詳見圖 1），不過

目前市場上並無完全與阿里巴巴相同的業務內容與獲利模式，故我們將三項主要業務分開評估，並找出與其類似的上市公司，用以評估其市場價值。

圖 1：阿里巴巴營收成分分析（單位：百萬人民幣）



資料來源：阿里巴巴財報，第一資本整理

B2C 業務每個活躍用戶貢獻之營收較高，故市場給予每個活躍用戶較高市值

觀察 Ebay 的業務結構，包括佣金收入（店鋪費、成交手續費）和服務收入（行銷廣告方案），與阿里巴巴業務內容最相似。相較之下，京東與亞馬遜較專注在 B2C 業務。目前可觀察到京東與亞馬遜每個活躍帳戶的營收貢獻明顯較 Ebay 大（詳見表 2 第 3 欄），故市場也給予每個活躍帳戶較高的市值（詳見表 2 第 4 欄）。

淘寶與天貓擁有高市佔率，且不必負擔存貨成本，極具競爭力

阿里巴巴的淘寶與 Ebay 最大的優勢，在於不收取店鋪費和成交手續費；而天貓與京東與亞馬遜最大的優勢則在於不必背負存貨成本，再加上不論是淘寶或是天貓在中國的市佔率皆明顯高於 Ebay、京東和亞馬遜，故淘寶和天貓之活躍帳戶價值應較 Ebay、京東和亞馬遜為高。

但由於淘寶與天貓的變現能力相對較弱（總交易金額轉化成營收的能力，以營收佔總交易金額比例來計算，詳見表 1 第 5 欄），故我們預估阿里巴巴每個活躍帳戶貢獻市值達 800 美元，僅略高於京東。

而根據阿里巴巴廣告收入（主要由淘寶貢獻）和佣金收入（主要為天貓貢獻）比例為 72%和 28%，故我們估算出淘寶和天貓每個活躍帳戶市值分別為 570 美元和 230 美元。

分別乘上總活躍用戶，可得阿里巴巴 C2C 業務和 B2C 業務之市場價值分別可達 1,363 億美元和 257 億美元（詳見表 1 第 1 欄）。

表 1：

單位：百萬美元	市值	總交易金額	營收	變現能力
Alibaba-行銷廣告	$136,230	$252,271	$4,864	1.93%
Alibaba-佣金收入	$25,774	$72,148	$1,967	2.73%
Ebay	$65,710	$21,200	$16,047	75.69%
京東	$37,418	$23,820	$11,280	47.35%
Amazon	$150,753	$78,125	$60,903	77.96%
Alibaba-B2B	$4,307	$12,188	$359	2.94%
環球資源	$224	$95,248	$198	0.21%
慧聰	$1,317	$51,109	$137	0.27%

表 2：

單位：百萬美元	活躍帳戶數（收費會員數）	營收/帳戶數	市值/帳戶數
Alibaba-行銷廣告	239	20	570
Alibaba-佣金收入	112	18	230
Ebay	128	125	513
京東	47	238	789
Amazon	244	250	618
Alibaba-B2B	0.69	520	6242
環球資源	0.03	7656	8690
慧聰網	0.18	761	7315

中國市場中仍以中小企業家數最多，Alibaba.com 同時具有高市佔率與高變現能力

中國 B2B 市場前三大市佔率分別是 Alibaba.com、環球資源和慧聰網，故我們以這三家來做比較。由於環球資源會員收費較高，故其會員數較少，使其每個活躍帳戶的營收貢獻與市值都較高（詳見表 2 第 3、4 欄）。但中國市場中仍以中小企業家數最多，中小企業主經濟能力較有限，故收費較低的 Alibaba.com 與慧聰網明顯擁有較多會員（表 2 中 Alibaba-B2B

、環球資源和慧聰網第 2 欄數目為收費會員數)。另外，表 3 中可以發現，慧聰網的市值營收比(PSR)也較環球資源高，顯示每一塊美金的營收，市場給予慧聰網較高的市值，表示市場也較看好慧聰網的低價會員費策略。我們進一步觀察變現能力則是阿里巴巴表現明顯最佳（詳見表 4 第 5 欄)，故由阿里巴巴營收規模大約是環球資源和慧聰網的 2~3 倍之下，預估阿里 PSR(price-to-sales ratio，營收股價比)可達 12 倍，故估 B2B 業務市值可達 43 億美金（詳見表 4 第 1 欄)。

表 4：阿里巴巴 B2B 業務估值比較

單位：百萬美元	市值	營收	PSR	變現能力
Alibaba-B2B	$4,307	$359	12	2.94%
環球資源	$224	$198	1.14	0.21%
慧聰	$1,317	$137	9.61	0.27%

資料來源：第一資本整理

第一資本預估阿里巴巴上是估值落在 1,830 億美元

將三項業務所估出之市值相家可得到阿里巴巴本業市值可達 1,633 億美金（詳見表 4)，我們進一步進算阿里巴巴的隱含價值（EV）後，再加入轉投資企業市值，即可得到我們所預估之阿里巴巴上市後估值應落在 1,830 億美元。

表 5：阿里巴巴估值（單位：百萬美元）

本業市值	**$166,311**
−現金	$5,316
+(短期借款+長期負債)	$6,607
隱含價值（EV)	**$167,602**
新浪微博	$1,376
高德地圖	$1,424
中信 21 世紀	$3,313
文化中國	$2,629
恒生電子	$597
優酷土豆	$705
新加坡郵政	$309
UC	$5,000
銀泰集團	$209
阿里巴巴估值	**$183,164**

資料來源：第一資本整理

政局趨穩及改革在即，印尼後市持續看俏

一、新興市場重獲資金動能，印尼備受期待

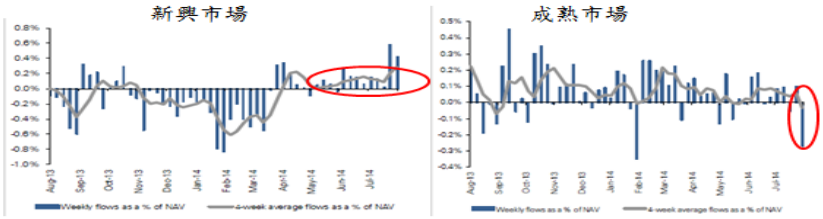
近來國際地緣政治風險逐步攀高，尤其是烏克蘭事件的增溫，導致歐美國家聯合對俄羅斯提出經濟制裁；但俄國總統普丁也不甘示弱，提出禁止農產品進口的反擊動作。此外，8/7 日美國總統歐巴馬正式授權空軍空襲伊拉克反叛組織 ISIS，嚴重衝擊投資人信心，造成成熟市場股市的回檔修正。

但與此同時，資金卻已悄悄流入新興市場(見圖 1)，除了作為避險外，也逐步恢復對新興市場的信心，一反 2013 年 5 月因美國聯準會可能升息導致資金大舉撤離新興市場的擔憂。累積今年全球主要股市表現(見圖 2)，新興市場表現最為搶眼，阿根廷漲幅高達 58%，居全球之冠，其次為印度上漲 22.4%與印尼的 20.95%。阿根廷陷入債務違約疑慮，股市大漲令人意外；印度股市則續創歷史新高，讓投資人居高思危；而印尼則是下一個最令人期待的市場，有望挑戰前波高點。

但印尼在今年年初卻是被外資點名為「脆弱五國」之一的國家，為何在今年表現如此搶眼呢？主要係受惠於經濟趨穩，加上預期改革派候選人佐科威（Joko Widodo）接任國家領導人激勵下，資金持續湧入(見圖 3)。因此，本文將延續今年 2 月月報的觀點，進一步了解印尼目前經濟現況及未來的投資契機。

新興市場重獲資金動能

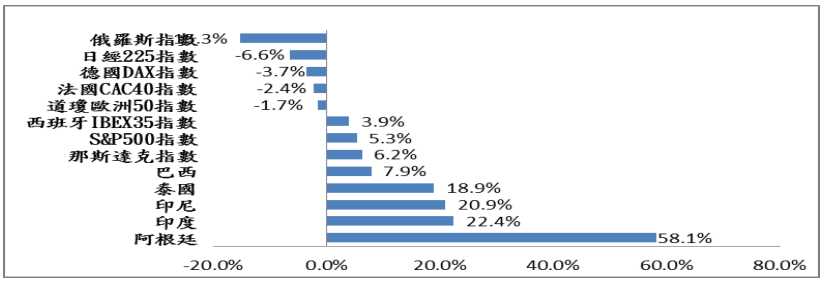
圖 1：成熟市場與新興市場資金流向比較



資料來源:德意志銀行、第一資本整理

印尼股市表現搶眼

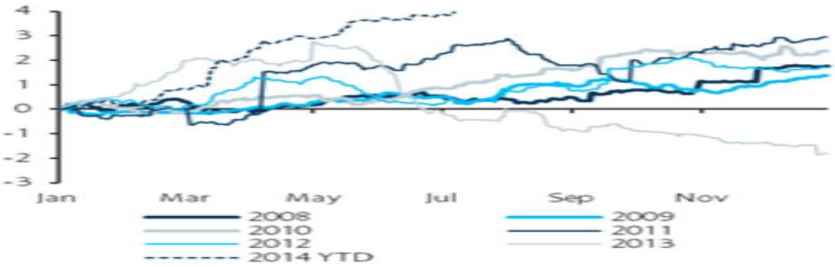
圖 2：今年以來全球主要股市表現



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

圖 3：外資流入印尼股市走勢

佐科威過去的績效，贏得外資持續的信任



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

二、投資亮點

（一） 佐科威過去政績，令人期待印尼的未來

印尼總統大選於今年 7/9 日正式落幕，由具改革色彩的民主黨佐科威最終仍以 5%小幅差距贏得勝選。佐科威出生於印尼的貧民階層，但靠著自己的才能成為成功的家具商，並於 2005 年當選梭羅市長，主政期間作風踏實，不但將貧民窟的居民搬遷到多層住宅內，並且妥善拆遷雜亂無章的傳統市場。於 2012 年再度當選雅加達省長，先後展開多項大眾運輸建設計畫，紓解交通瓶頸，並推動救助貧民政策，聲望持續攀升。佐科威於 2012 年被評為全球最佳市長第三名，於今年又被富比士雜誌列入「世界 50 大領導人」之一，並將他的「雅加達經驗」視為印尼未來發展的範本。

（二） 印尼經濟數據持續升溫

從印尼近期的數據來看，都不難發現印尼的經濟持續在升溫，7 月製造業指數除了連續 11 個月處在擴張狀態之外，更是上升至 2 年新高 52.7（見圖 4）。

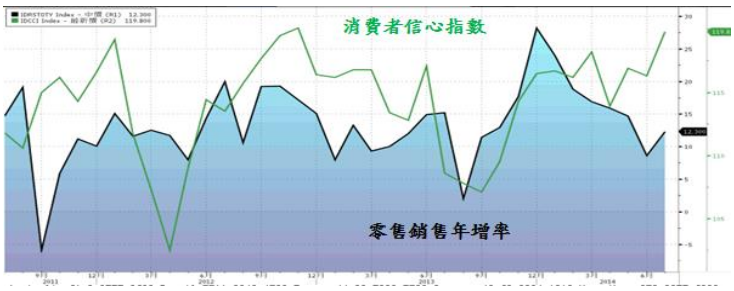
圖 4：印尼製造業指數走勢

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

另外，7 月印尼消費者信心指數亦創 20 個月來新高，顯示印尼民眾消費意願持續高漲（見圖 5），而今年年初以來零售銷售呈現下滑的現象主要是季節性因素所致(見圖 6)，每年年底為聖誕節及新年的消費旺季，之後都有放緩的跡象。因此，印尼消費數據短期或有波動，但預期靠近年底的消費數據將持續升溫。

印尼民眾消費信心再創 20 個月新高

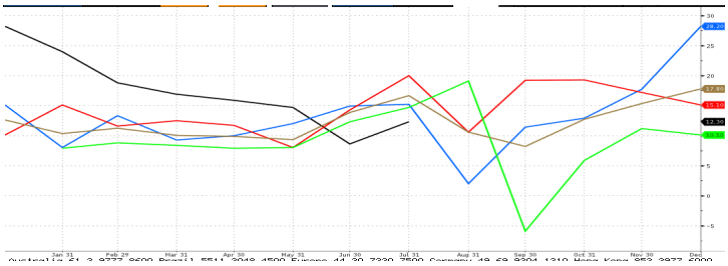
圖 5：印尼零售銷售與消費者信心指數



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

預期靠近年底，印尼消費數據再度升溫

圖 6:印尼零售銷售近 5 年走勢



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

（三） 外國直接投資再創歷史新猷

根據印尼投資協調委員會統計，代表外國人長期投資信心指標的印尼第二季外國直接投資(Foreign Direct Investment，FDI)金額達 780 兆印尼盾(約 67 億美金)，再創歷史新猷，且年增率達 16.7%，較前期 9.9%明顯上升，顯示外國直接投資都有持續升溫的跡象，擺脫先前市場擔憂因政治不確性將下滑的疑慮(見圖 7)。

展望未來，新任選總統佐科威的一項重要政策就是加快註冊和啟動新公司的流程。平均而言，2013 年這個流程需要 48 天，佐科威計畫在其任期內將這個流程時間縮短至 15 天，預期將有利外國直接投資的規模再度擴大

印尼外國直接投資金額再創歷史新高

圖 7:印尼外國直接投資金額走勢

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

（四） 印尼雙赤字問題獲得改善

印尼先前被外資評為脆弱 5 國的原因就是雙赤字問，但從近期數據來看，隨著全球經濟持續復甦下，印尼出口數據持續升溫,有利於貿易赤字的改善(見圖 8)。此外，印尼的政府負債低於 30%且持續在降低，同時預算赤字問題也持續在改善，都顯示印尼的財政體質進入佳境（見圖 9)。

印尼出口持續升溫，有利於貿易赤字改善

圖 8:印尼進出口數據

資料來源:Bloomberg、第一資本整理

印尼財政體質步入佳境

圖 9:印尼財政體質

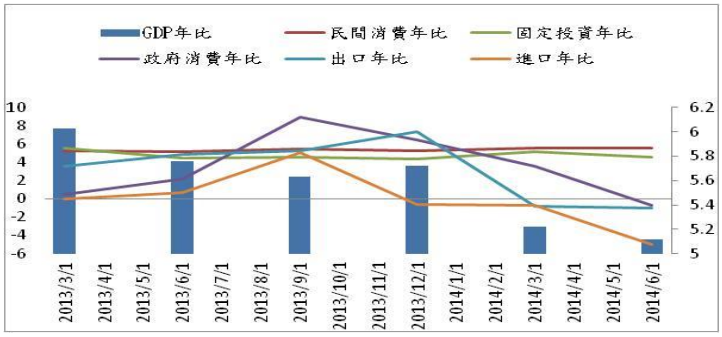
資料來源:Bloomberg、第一資本整理

（五） 預期印尼 GDP 將逐季增溫

根據印尼央行報告顯示，印尼第二季 GDP 從前期 5.22% 下滑至 5.12%，不如預期且創 5 年來新低；但主要是受到政府支出縮減及從今年 1 月起禁止未經加工的原礦石出口所致。然而進一步從 GDP 結構來看（見圖 10），支撐印尼經濟成長最大動力的消費卻依然暢旺（消費佔 GDP 達 56%），年增率仍為各分項數據之冠 5.59%。

印尼消費依舊暢旺，支撐 GDP 成長

圖 10：印尼 GDP 成分變動走勢

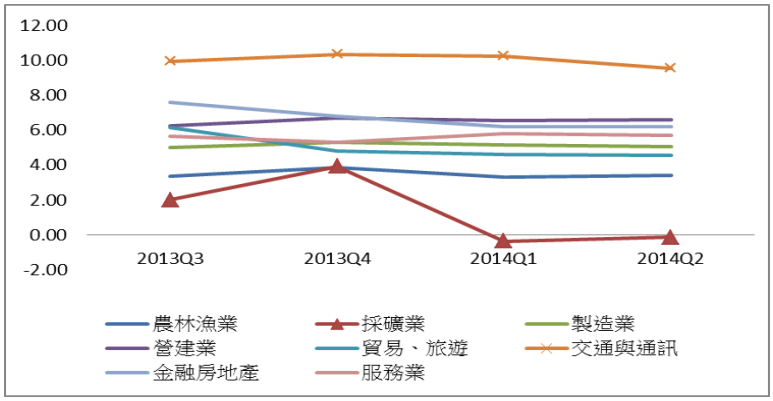


資料來源:Bloomberg、第一資本整理

另外，從印尼國內各產業結構來看（見圖 11），除了採礦業受到政策影響而有所衰退外，其餘主要產業仍穩定成長，且採礦業也有改善的現象，而交通與通訊產業成長動能最強。

除採礦業衰退外，其餘產業穩定成長

表 11：印尼各產業成長狀況

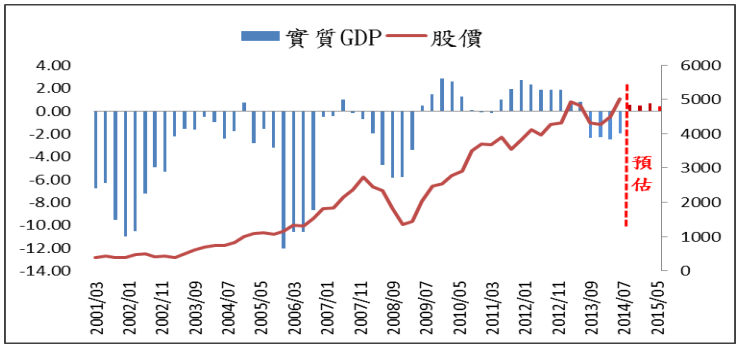


資料來源:印尼統計局、第一資本整理

綜合上述，隨著印尼經濟數據的升溫，財政體質步入佳境。第一資本預期印尼景氣位置已步入成長階段，將支撐印尼股價持續走揚（見圖 12）。

印尼景氣步入成長階段

圖 12：印尼股市與實質 GDP 走勢



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

（六） 印尼股市本益比仍屬合理

自年初以來，印尼股市雖已大漲 20%，且指數再創 1 年多的新高 5,177 點。從股價本益比來看(見圖 13)，隨著企業獲利持續走高下，使得股市的本益比目前仍屬合理，甚至還遠低於金融風暴前夕的高點。

印尼股市本益比仍屬合理

圖 13：印尼股市與 P/E 走勢

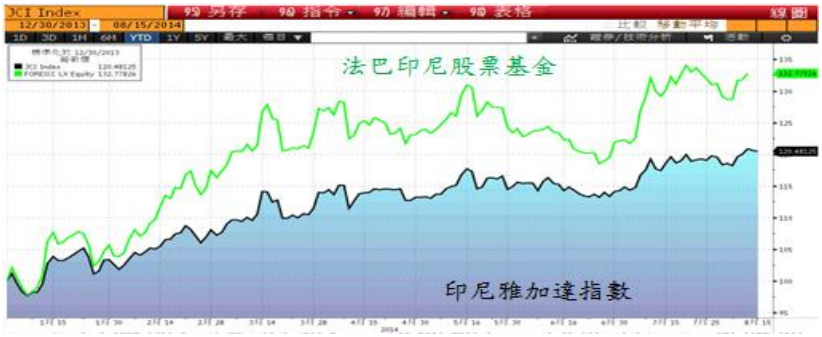
資料來源:Bloomberg、第一資本整理

三、投資策略

隨著印尼政治不確定性消除，加上經數據持續升溫影響，第一資本建議投資人依舊可以佈局法巴印尼股票基金(代碼為:FOREICC LX)。除了法巴印尼股票基金今年以來績效明顯優於大盤指數外(見圖 14)，第一資本亦看好該基金的佈局策略，該基金看好印尼的消費力道，加強佈局在內需相關產業，如電訊、基建及運輸等類股(見表 1)。

法巴印尼基金績效明顯優於大盤

圖 14:法巴印尼股票基金



資料來源:Bloomberg、第一資本整理

表 1:法巴印尼基金產業配置表

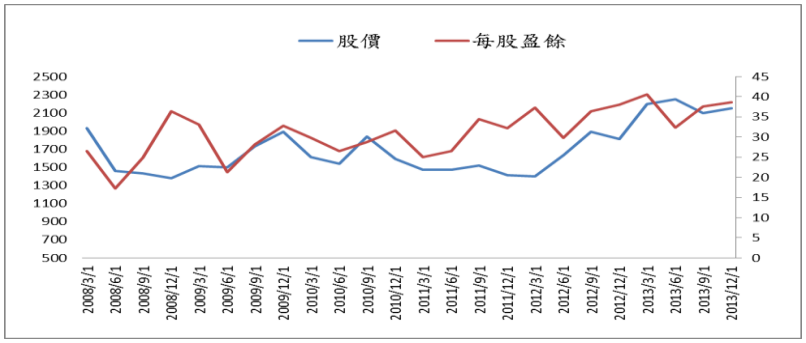
	of the portfolio	compared with the index
Finance	28.36%	1.56
Consumer Staples	16.95%	1.36
Consumer Discret.	14.83%	1.26
Telecom Services	12.50%	4.54
Industrials	8.13%	1.94
Materials	7.56%	1.02
Utilities	4.97%	1.92
Health Care	4.19%	2.08
Energy	1.75%	-2.64
Info. Technology	0.75%	0.61

資料來源:法巴基金 7 月月報、第一資本整理

以基金最大持股印尼電信(TLKM IJ)為例，基金經理人看好印尼民眾的消費力，且交通與電信是國內成長力道最大的產業(見圖 11)，年增率高達 10%左右，因此基金持有很高的比重在印尼電信，該公司是印尼國內最大電信公司，公司營收佔國內 Indosat、XL 等三大電信公司整體營收比重達 60%，整體用戶數更是高達 1.7 億，公司主要業務為手機銷售(40%)、網路資料傳輸(34%)、固網(16%)等。JP Morgan 看好印尼電信的領導地位及資源整合能力，且有望在下一波付費電視的熱潮中大幅獲利，仍建議買進印尼電信。

印尼電信獲利持續走揚

圖 15:印尼電信股價與 EPS 走勢

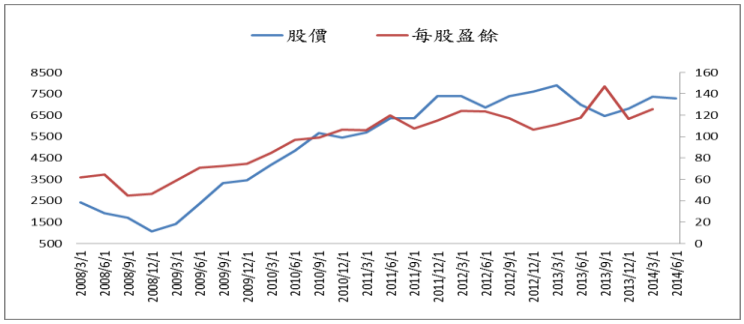


資料來源:Bloomberg 第一資本整理

另外，以基金主要持股的阿斯特拉國際為例(ASII IJ)，該公司為印尼最大機動車公司，在國內汽車與機車的市佔率均達50%以上。基金經理人看好民眾的消費力，同時國內汽機車銷售數量續創歷史新高下，加強佈局在阿斯特拉國際。JP Morgan 指出，印尼民眾消費信心高漲，每月汽車銷售達 10 萬輛的成長力道，預期阿斯特拉國際明年營收成長將從今年的 5.8%大幅提高至 13.6%，EPS 也從今年的 510 印尼盾成長 10%至明年的 564 印尼盾(見圖 16)。

阿斯特拉國際獲利持續攀升

圖 16:阿斯特拉國際股價與 EPS 走勢



資料來源:Bloomberg 第一資本整理

本月推薦投資組合

推薦 股票/ETF

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
iShares費城交易所半導體ETF	2014/7/7	-4.07%	-3.88%	8.59%	34.18%	北美半導體BB值維持擴張訊號
SPDR非必需消費類股ETF	2014/8/11	0.89%	-0.15%	6.27%	13.35%	Home Depot CEO看好公司未來營運展望
PowerShares納斯達克100指數ETF	2014/6/30	3.22%	1.49%	11.24%	28.37%	下半年穿戴式裝置與物聯網商機增溫
iShares MSCI Spain ETF	2014/5/6	-5.90%	-3.55%	-3.93%	21.45%	西班牙為南歐地區成長最快速的國家，各項經濟數據也表現亮眼，建議可佈局享受南歐快速增長的獲利
iShares MSCI 歐元區 ETF	2014/2/12	-5.77%	-4.55%	-7.68%	7.46%	預估英國成長力道恐趨緩，而歐元區基本面仍向好且高點未到，建議改佈局歐元區
iShare那斯達克生技指數ETF	2014/02/25	-6.50%	2.59%	18.58%	35.63%	近期生技公司併購活動活躍，有利股價表現，且生技類股走勢亦有持穩跡象，建議布局
恆生H股ETF	2014/05/19	6.79%	0.19%	3.41%	9.32%	預期中國經濟狀況持穩且資金流動性充裕，建議布局以捕捉大盤反彈行情
滬深300ETF	2014/06/03	-0.90%	0.73%	-3.51%	-6.47%	預期中國經濟狀況持穩且資金流動性充裕，建議布局以捕捉大盤反彈行情
EPHE US菲律賓ETF	2014/02/07	22.00%	4.30%	2.50%	9.67%	菲律賓信評相繼獲得調升，加上出口改善影響，菲律賓後勢看好
XLE US能源類股ETF	2014/6/24	-3.60%	-3.20%	2.10%	17.28%	伊拉克政治風險、夏季用油高峰，支撐油價走高
NKY US日股ETF	2014/7/1	-1.62%	-1.40%	7.00%	7.40%	消費稅問題逐漸淡化，日本數據持續改善，日股重拾成長動能
蘋果	2014/6/2	8.57%	2.29%	15.91%	37.07%	八月份新品推出可望帶動換機潮
長城汽車	2014/06/09	5.03%	-2.42%	-25.49%	-17.01%	上海等地紛紛實行新能源汽車補助政策，利好積極發展新能源汽車廠商
中國中鐵	2014/06/09	0.00%	9.57%	8.71%	20.12%	今年已第三度調高鐵路投資，利好鐵路建設產業，建議佈局中國主要鐵路建設廠商之一中國中鐵

推薦 債券

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
委內瑞拉國有石油	2013/11/15	8.03%	-0.15%	1.13%	-0.20%	為今年10月到期，票息4.9%的債券，具到期日近，風險較小
恆大地產	2014/05/26	1.77%	-0.80%	1.54%	0.08%	中國前十大的地產公司，且票息較高有9.25%

推薦 共同基金

名稱	推薦日期	績效表現				產品簡述
		推薦以來	近一個月	近一季	近一年	
GAM Star 中國股票基金	2014/06/03	3.93%	2.29%	1.41%	24.81%	基金主要布局資訊科技類股與博奕類股，且目前淨值位於相對低位，建議長期布局以捕捉中國經濟於下半年微刺激政策見效下的成長潛力
FOREICC LX印尼基金	2014/2/7	22.84%	-0.95%	1.65%	7.00%	印尼政局趨穩，改革派當選新任總統，加上經濟數據好轉，後勢持續看好
INVANDA ID東協基金	2014/2/7	18.77%	0.85%	3.80%	4.24%	東協體質強健，且擁有龐大的內需市場及廉價的勞動力，未來成長力道大
JFTHAII HK泰國基金	2014/2/7	21.27%	3.60%	10.15%	5.22%	預期泰最糟糕的情況已過，短期或有波動，但長線看好
GLJAAUS ID日本基金	2014/7/31	-2.60%	-1.74%	3.83%	10.10%	消費稅問題逐漸淡化，日本數據持續改善，日股重拾成長動能