

INVESTING CHINA CONCEPTS STOCK

寻找最优中国公司

中国概念股2.0

透视赴美上市公司的黄金内幕

未来十年中国最赚钱的公司一网打尽

最够含金量的分析 最深度透彻的解读

了解中国最顶级公司，坚决不容错过的一本书

雪球财经◎著
i美股 出品

思源 斯凯 优酷网 麦考林 乡村基 博纳影业 诺亚财富 学大教育 汉庭

蓝汛 当当网 学而思 搜房网 软通动力 高德软件 明阳风电 康辉医疗

山西出版集团
山西人民出版社

INVESTING CHINA CONCEPTS STOCK

寻找最优中国公司

中国概念股2.0

雪球财经 ◎ 著
i美股 出品

山西出版集团
山西人民出版社



图书在版编目(CIP)数据

寻找最优中国公司：中国概念股 2.0 / 雪球财经著. —太原：
山西人民出版社，2011.5
ISBN 978-7-203-07218-8

I. ①寻… II. ①雪… III. ①上市公司 - 研究 - 中国
IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 052744 号

寻找最优中国公司：中国概念股 2.0

著 者：雪球财经

责任编辑：贺 权

特约编辑：张思伟

手机平台支持：马背科技 

装帧设计：李尘工作室

出 版 者：山西出版集团·山西人民出版社

地 址：太原市建设南路 21 号

邮 编：030012

发行营销：0351-4922220 4955996 4956039

0351-4922127 (传真) 4956038(邮购)

E-mail: sxskcb@163.com 发行部

sxskcb@126.com 总编室

网 址：www.sxskcb.com

经 销 者：山西出版集团·山西人民出版社

承 印 者：三河市南阳印刷有限公司

开 本：710mm × 1000mm 1/16

印 张：20.5

字 数：380 千字

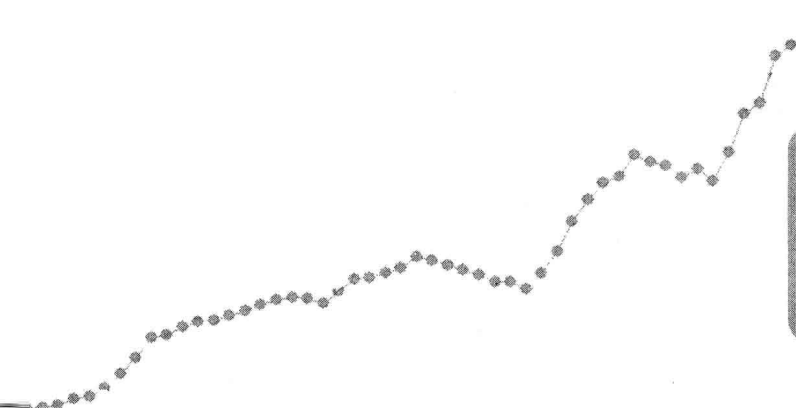
版 次：2011 年 5 月 第 1 版

印 次：2011 年 5 月 第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-203-07218-8

定 价：38.00 元

如有印装质量问题请与本社联系调换



序言

为你找到最优秀的中国上市公司

价值投资者——巴菲特的朋友和信徒们——最重要的使命，是寻找优秀的上市公司。

那么，最优秀的中国上市公司在哪里？

在境外。

这可不是开玩笑。

携程是不是最优秀的中国上市公司之一？它在美国上市。

百度是不是最优秀的中国上市公司之一？它在美国上市。

新浪是不是最优秀的中国上市公司之一？它在美国上市。

说它们是最优秀的中国上市公司，其实是有着清晰的估值体系，那就是综合考虑了这些公司的行业处境、品牌知名度、管理水平、财务状况、给投资者的回报。

这些因素加起来一分析，不需要你是特别的投资高手，都能够有清楚不过的结论，那就是有一批最优秀的中国上市公司，大都在境外上市，最集中的的是在美国纳斯达克和纽交所。

那么，这些最优秀的中国上市公司为什么不远万里跑到美国去上市？

最初的原因很简单，这些公司在 A 股根本上不了市。

上不了市的原因主要有以下几个：

首先是财务指标达不到 A 股的上市标准，只好去美国上市。

2005 年 8 月，百度在美国上市的时候，就有人提出这个疑问。我们来看看吧，百度 2003 年才宣布盈利，至上市时盈利的记录只有两年。而直

到上市当年前一个季度，百度的净利润才只有 30 万美元，相当于 240 万元人民币，这根本达不到 A 股中小板的上市条件，甚至达不到现在创业板的上市条件。

百度还算好的，新浪、搜狐、网易在美国上市的时候，公司不要说盈利，连盈利模式都说不清呢，更谈不上达到 A 股的上市标准。

其次是因为 A 股市场已经不堪各色公司变法“圈钱”。比如某次股市暴跌之后，很多投资者要求停止 IPO（首次公开募股），以阻止“资金被分流”。没想到监管部门从善如流，真把 IPO 给停了。但企业还是得融资啊！所以这段时间，中国移动、中国石油这些赚钱能力比较强的央企都跑到香港去圈钱，此后也去美国发行了 ADR（American Depositary Receipt，美国存托凭证）。

这个荒唐现象的背后是中美资本市场不同的设计逻辑。美国资本市场的逻辑是不认为交易所、监管部门有能力甚至有义务通过上市审核把控公司的质量，也不认为审核过往财务指标能鉴定出好公司，他们把鉴别好公司、坏公司的事情交给投资者和市场。他们也不认为交易所和监管部门对股价负有责任。甚至上市以后，监管部门和交易所也只管信息披露，对上市公司的监管更多是依赖投资者和第三方市场力量自己完成。

哪种思路更有效？到目前为止，美国资本市场上云集了全世界最优秀的上市公司，包括一批最优秀的中国上市公司。

所以本书想给所有希望购买最优秀中国公司股份的读者一个忠告：在美国上市的部分中国公司，可以说是上帝赐给中国价值投资者的最好礼物。很多中国公司通过在美国上市，在创新能力、公司治理方面已经与国际接轨，给价值投资者提供了“极好”的投资对象。美国投资者对中国企业的运营状况了解和理解有限，导致对中国公司股票估值经常出现严重偏差（有高估也有低估），这就给更了解公司运营情况的中国投资者提供了最好的机会。如果你知道这是家好公司，而美国人还不知道，你可以买入；如果你知道这是家坏公司，而美国人还不知道，你可以卖空。

作为国内首家美股投资专业网站，i 美股利用自己接近中国上市公司，接近中国市场的天然优势，对中国在美国上市的公司进行持续的投资研究。这里结集出版的，是 2010 年赴美 IPO 上市的中国公司的深入研究报告，通过这些报告，我们希望可以帮助投资者对 2010 年中国赴美上市公司有

一个整体的了解。

2010年，中国公司赴美上市再掀高潮，年内共有41家公司成功上市，而且现在看来高潮未断，2011年上半年估计至少还有20多家公司上市。这应该是有史以来最大的一拨儿赴美上市潮。与当年新浪、网易在美国接踵上市时一样，上市的有公认的行业龙头，有名不见经传的传统行业小公司，甚至有不少无厘头的“坏公司”。但在泥沙俱下中，还是不难看出，上市公司的主流，抓住了当下产业创新的热点：电子商务、移动互联网、社交网络。如果赋予这些公司一个共同特点的话，那就是升级版的2.0，更有创新、更有活力的公司2.0，这显然区别于新浪、网易这些上市多年略显疲态的1.0时代的中国概念股。

这些中国概念股2.0里面，哪家是未来的百度？哪家是未来的携程？成功的公司往往很早就具备成功的气质，如果通过阅读这些报告，找到这些公司走向成功的蛛丝马迹，那么，离你投资成功也就不远了。

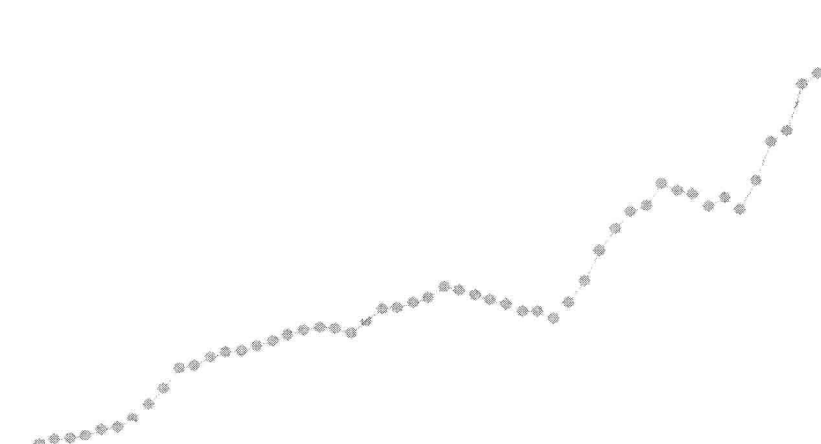
在接洽本书出版事宜之初，很多人士劝我，最好出版一本介绍美股投资技巧的书。我认为，那样的书已经有了，不劳我们再出一本。而研究公司，始终是投资者最基本的功课，也是i美股的基础业务。发掘最优秀的中国公司，则是i美股的职责和使命。

接下来我们会出版更多关于中国公司的研究报告，希望我们的投资报告和我们的网站一样，受到投资者的欢迎。

在此感谢亨通堂文化传播公司的精彩策划和专业编辑。

方三文（i美股创始人）





目录

序言 为你找到最优秀的中国上市公司 / 1

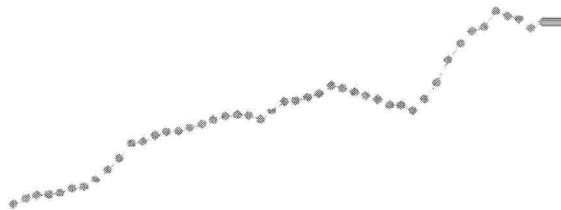
导读 2010年，中国公司赴美上市掀起新热潮 / 1

第一章 TMT行业（科技、媒体、通讯） / 1

- ▲优酷网 / 2
- ▲当当网 / 27
- ▲搜房网 / 39
- ▲麦考林 / 55
- ▲软通动力 / 64
- ▲高德软件 / 81
- ▲蓝汛 / 102
- ▲斯凯 / 116
- ▲博纳影业 / 138

第二章 消费品与消费服务行业 / 155

- ▲汉庭 / 156
- ▲中国经济型酒店投资研究报告 / 167



▲乡村基 / 180

▲诺亚财富 / 191

▲思源 / 209

第三章 教育行业 / 225

▲学大教育 / 226

▲学而思 / 242

第四章 其他行业 / 255

▲明阳风电（新能源行业） / 256

▲中国光伏行业研究报告

——你所不知道的中国光伏行业 / 276

▲康辉医疗（医疗卫生行业） / 293

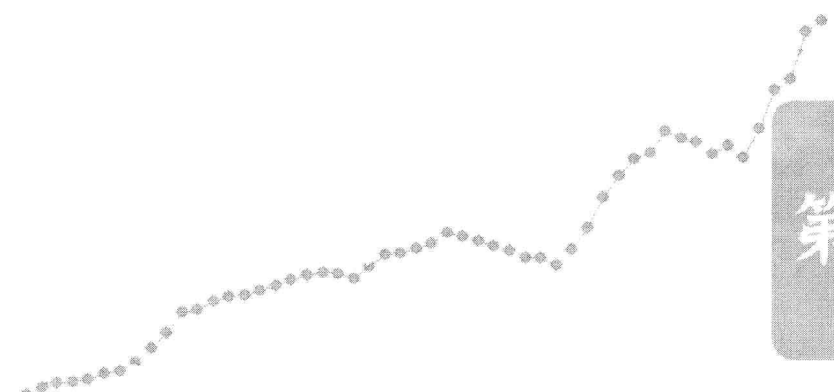
第五章 投资美股必读 / 303

▲为什么要投资美股 / 304

▲如何拥有一个美股账号 / 306

▲投资美股之券商对比 / 307

▲写给在美上市公司的员工 / 308



第一章

TMT行业（科技、媒体、通讯）

优酷网

这家公司拥有中国观看人数最多的视频网站，但自诞生起就未实现盈利，哪怕一个季度；

这家公司是中国融资最多最频繁的网络视频公司，上市前总融资额为 1.6 亿美元，同时也是烧钱最厉害的一家公司；

这家公司在不到 4 年里花费 8900 万元购买正版视频内容，却还是遭遇 448 起版权诉讼纠纷，以及竞争者激烈的指责；

这家公司更乐意人们将其与百度、腾讯、阿里巴巴等中国本土最赚钱的公司相提并论，而不只是将其放入同行业格局中；

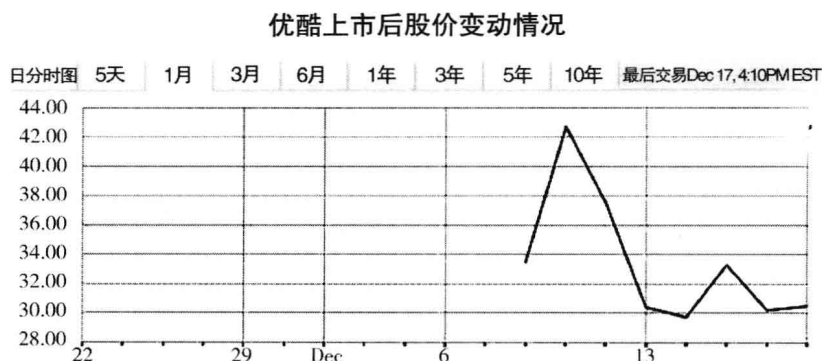
这家公司号称全员享有期权，包括公司里的清洁工大妈，不过创始人古永锵仍拥有 61.15% 的绝对投票权；

这家公司已经是中国网络视频业的大佬，却并不缺乏挑战者，最新进入这个行业的巨头们不仅实力雄厚，而且在竞争中更加不计成本。

优酷公司简介

优酷网创建于 2005 年，为中国观看人数最多的视频网站。优酷最初以模仿 YouTube 起家，迅速聚拢海量人气，目前强调其业务模式为“Hulu+Netflix”。优酷营收主要来源于网络广告，截至 2010 年三季度仍未实现盈利，不过亏损在逐渐收窄，2009 年总营收为 1.53 亿人民币。上市前优酷共融资 6 轮，总金额为 1.6 亿美元。2010 年 12 月 8 日，优酷在纽交所上市，发行价 12.8 美元，共售出 18 224 855 股 ADS，募集资金 2.33 亿美元，其中 1ADS=18 普通股。IPO 后优酷 CEO 古永锵持股 34.96%，并拥有 61.15% 的绝对投票权。

优酷上市后股价变动情况



2010年12月8日优酷登陆纽交所，上市当天股价暴涨161.25%，创下美国5年来IPO上市首日的涨幅之最，股价一度冲高至50美元，市值超越新浪，排名中国概念股第四位。但随后优酷股价犹如遭遇当头一棒，连续几日下跌，虽然12月中旬股价有所回涨，但还是难挽整体下滑局面。截至2010年12月20日，优酷股价报收30.8美元。

优酷网投资分析

这家公司拥有中国观看人数最多的视频网站，但仍未实现盈利，哪怕一个季度；

这家公司是中国融资最多最频繁的网络视频公司，总融资额为1.6亿美元，同时也是烧钱最厉害的一家公司；

这家公司在不到4年里花费8900万元购买正版视频内容，却还是遭遇448起版权诉讼纠纷，以及竞争者激烈的指责；

这家公司号称全员享有期权，包括公司里的清洁工大妈，不过创始人古永锵仍拥有61.15%的绝对投票权；

这家公司已然是中国网络视频业的大佬，却并非没有挑战与风险，挑战来自同一模式下的跟随者，也来自闯入这一领域欲抢食利润的互联网巨头。

这家公司就是优酷网，创建于2005年，2010年12月8日在纽交所上市。以下研究报告将从其发展历程和概况、业务构成与模式、营收与经营状况、面临的风险以及行业地位等多个方面进行解读。

一、优酷网发展历程与发展概况

1. 2005 年 -2006 年草创期：追逐热点，累积人气

2005 年 11 月，原搜狐总裁和首席运营官古永锵创立合一网络技术有限公司。2006 年 3 月，合一网络将旗下 300 万美元资金投入优酷。2006 年 6 月 21 日，优酷公测上线。优酷初创时模仿 YouTube 模式，定位为用户视频分享平台，即用户上传视频与他人分享，也可浏览他人的视频内容。优酷工作人员每天 24 小时不间断地对上传视频进行审核与推送。

在正式推出公测后，优酷凭借对当时社会热点的追踪，迅速聚拢起大量人气。比如当时重庆最牛钉子户事件、沈阳大雪事件、张钰事件。其中沈阳大雪的网友原创视频被多家电视台所引用。被热炒的还有草根故事“老人与狗”，一位独居孤苦老人最终在网友帮助下观看到天安门升旗仪式。对事件营销的良好把握让优酷从一开始就走在视频网站的发展前列。

2. 2007 年发展期：体验第一，快者为王

进入 2007 年，中国视频分享网站数量迅速蹿升，到年底达到 200 多家。此时优酷的核心战略为“快者为王”，古永锵对此的解释是“视频网速度不快，等于死”。优酷在这段时期主要追求的目标为“快”，不惜花费数亿资金布局全国网络，不断改善视频播放流畅度与上传视频的速度。

同年古永锵提出业内流传较广的“三个亿”理论：第一，视频是有钱人的游戏，融资必须上亿，否则别玩；第二，网站上每天播放视频的次数要上亿，否则只是小打小闹；第三，到 2009 年，优酷年收入要上亿，视频网站市场最终属于一到两家。“三个亿”理论随后成为古永锵新身份的象征。

此外，2007 年优酷先后与迅雷、百度、盛大、搜狐等建立广泛合作，网站品牌与影响力进一步提升。到当年 12 月 21 日，优酷日视频播放量（VV，即网站上视频播放总次数）率先突破 1 亿。

3. 2008 年寒冬期：有惊无险，合纵连横

2008 年金融危机爆发，一路高歌猛进的视频网站突然面临投资急剧减少的困境，大量公司宣布裁员，缩减支出。而优酷有幸在危机前获得 4000 万美元融资，顺利过冬。4000 万美元的融资被主要用于提升优酷平台技术优势、加大品牌认知度和抢占市场份额方面。

在获得资金支持后，优酷推出“合计划”，开始四处出击、合纵连横。其中“合计划 1.0”让优酷与百家电视台、大型影视音乐公司成为热点联盟伙伴，120 多个视频官网落户优酷；“合计划 2.0”让优酷以电视剧合作及营销为业务重点，拿到 4 万部（集）总计 5 万小时的电视剧版权。

值得一提的是，在 2008 年 56.com 被迫关停期间，优酷迅速出击，吸引 56.com 大批用户。同年 7 月 9 日，优酷获得国家广电总局颁发的“信息网络传播视听节目许可证”，以及由北京广电总局颁发的“广播电视节目制作经营许可证”。

4. 2009 年血拼期：烽烟四起，格局初定

受到 Hulu 成功模式刺激，中国视频网在 2009 年纷纷调转船头，改走 Hulu 或 UGC+Hulu 模式，搜狐高清、百度奇艺先后出现。与其他靠融资度日的网站不同，搜狐高清、奇艺等网站资金实力雄厚，又无盈利压力，且拥有平台优势，它们的进入让视频网站的竞争空前激烈。这种激烈竞争集中体现在版权大战与诉讼大战上。

版权大战的核心为花钱抢优质热门资源，以资源博取用户与流量；诉讼大战的核心则是保护自身利益。2009 年 9 月 15 日，搜狐联合激动网、优朋普乐及版权方、政府有关部门启动“中国网络视频反盗版联盟”，扛起了“去盗版化”的大旗，对土豆、优酷等提起诉讼。一时间视频行业硝烟弥漫，张朝阳、古永锵、李善友等纷纷出场相互指责，口水战不断升级。

不过到 2009 年，视频行业格局已定。从网站点击量的排行情况来看，优酷、土豆堪称双寡头，同时位列视频网站第一阵营，其后才是酷 6、56.com 等第二阵营与其他第三阵营。不过单就正版长视频一项进行比较，优酷未进入第一阵营。目前在正版长视频第一阵营的为百度奇艺、搜狐高清与酷 6，三者均引用相关数据称自己为国内“正版长视频排行第一”。

5. 2010 年上市期：内容跨界，成功登陆纽交所

2010 年 2 月，优酷与土豆结盟，成立网络视频联播平台，意在以有限的正版资源换取更大的广告回报，同时开始主动反诉讼搜狐、酷 6 等网站；2010 年 3 月，用户收视数据产品“优酷指数”（index.youku.com）正式上线；2010 年 4 月，“优酷出品”战略登场，优酷开始搭建影视综艺制作发行体系；2010 年 8 月，优酷联合中影打造“十一度青春系列”，其中《老男孩》一片迅速席卷网络，此次尝试也让优酷从过去单纯的播放平台，走向制作、

发行前端；2010年9月，优酷全站支持 iPad、iPhone4 播放。

2010年12月8日，优酷在纽交所正式挂牌交易，开盘价为27.00美元，首日大涨161.25%，创下美国5年来IPO上市首日涨幅之最。据招股说明书披露，优酷融资所得金额在扣除需支付的承销折扣和发售佣金费用后，准备投入以下几个方面：大约拿出3000万美元用于技术革新、基础设施建设和产品开发；大约拿出2500万美元用于视频内容采购；约拿出2000万美元用于销售和市场营销投入以及其他公司的运营，包括补充营运资金和潜在的收购（暂时没有任何收购谈判）等。

二、优酷网的业务模式变迁

1. 初创时期：YouTube 的中国模仿者

2005年2月，视频分享网站鼻祖 YouTube 创建，自由分享理念加上强有力的技术平台，让其迅速蹿升为最热门的互联网创业公司。虽然当时该领域还有其他两个热点——PPS类的P2P直播，TIVO类的电视互动，但古永锵认为 YouTube 具有“无可比拟的市场优势”，优酷的创业模式就此确定。

在优酷诞生之前，2004年11月，乐视网已掀开中国视频网站之序幕。随后的2005年上半年，土豆网、56.com 和激动网相继上线，其中土豆、56.com 均为 YouTube 模式，激动网、乐视则走正版视频运营模式。YouTube 模式的优势在于创立初期，能够迅速吸引用户上传分享，积累视频资源与人气；缺点也明显，即所分享的视频质量参差不齐，分享方式零碎化、不连续，难以创造出商业价值。

2. 中期转型：YouTube+Hulu 模式

虽然 Hulu 出现之前，中国已有走正版视频模式的视频网站，但直到 Hulu 出现后，该模式才受到国内视频行业的广泛关注与模仿。Hulu 之所以受到热捧，主要原因在于 Hulu 用不到 YouTube 10% 的流量，产生了与 YouTube 相当的收入规模。通过优质内容去吸引用户，再通过广告盈利从此成为一条被证明有效的模式。2009年 Hulu 全年广告营收达1亿美元，占据美国视频广告市场33%的份额。

Hulu 的成功让身陷盈利模式困境的优酷、土豆们眼前一亮，并纷纷改走 UGC+Hulu 模式。从2008年开始，优酷用于版权资源购买上的资金急

剧增长。2007年为310万元人民币,而2010年前9个月就达5647万元人民币,为前者的18倍有余。

不过想吃Hulu模式这块蛋糕并不容易,与国外影视版权资源比较集中的情况不同,国内影视资源高度分散,要取得优质正版视频就需要不断砸钱购买热门资源,视频购买版权费用因此耗费巨大。为降低购买费用,各大网站开始尝试自制视频内容,优酷也是其中的先行者。

3. 最新定位: Hulu+Netflix 模式

在优酷上市前的路演中,古永锵对于优酷模式进行重新表述,称“优酷是一家互联网电视公司,它将Hulu与Netflix两大模式进行结合,并做到了YouTube的规模”,这也是优酷高层首次清晰描述优酷经营模式。

Hulu暂且不论,Netflix为目前受华尔街热捧的流媒体内容提供商,通过向订阅用户提供正版影视内容收取费用,其服务同时延伸至广阔的互联网电视及移动终端。在近一年来,Netflix股价飞速增长,2008年底股价为28美元,截至2010年12月9日,股价已飙涨至188美元,涨幅达570%。不过要走Netflix模式,优酷还将面临一系列困难,比如版权资源库建设、用户付费习惯培养、对于终端渠道的辐射。

此外,纵观近两年优酷策略,其至少在三个方向进行了最新探索。第一为内容自制。从2007年开始,优酷就积极试水制作网络短剧,比如《嘻哈4重奏》、《天生运动狂》等。到2010年,优酷正式推出“优酷出品”战略思路,从产业链下游平台向上游延伸,从单纯播放平台走向制作、发行前端。

第二个为网络无线视频。据优酷CTO姚键披露,截至目前已有50%以上的3G移动终端内置了优酷的客户端,而在2010年9月,优酷无线战略提速,全站支持iPad、iPhone4播放。至于无线视频收费模式,优酷则仍在探索中。

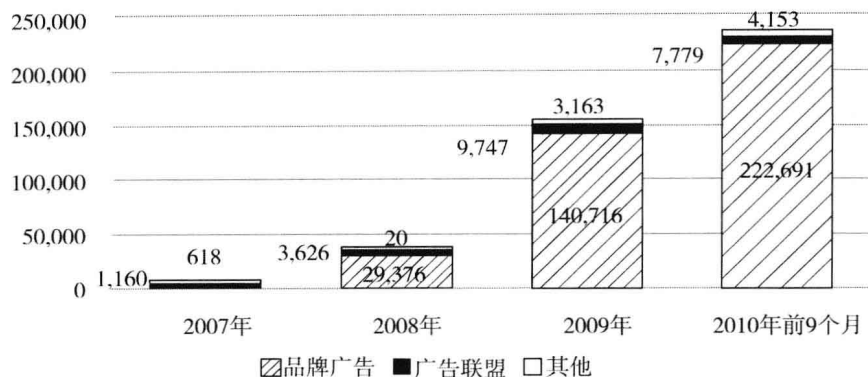
第三个为付费收看。未来优酷收费内容将包括三大部分:第一为正版优质视频资源,比如《阿凡达》;第二为演艺市场的网络发行,比如演唱会、话剧、相声等;第三为付费的教育培训内容,如英语考试辅导、考研辅导等各类辅导课。截至目前,优酷付费频道测试版只包括前两部分(即电影与教育)视频内容。



三、优酷营收构成：主营靠广告，探索多元化盈利模式

2007 年 -2010 年 Q3 优酷网营收构成变化情况

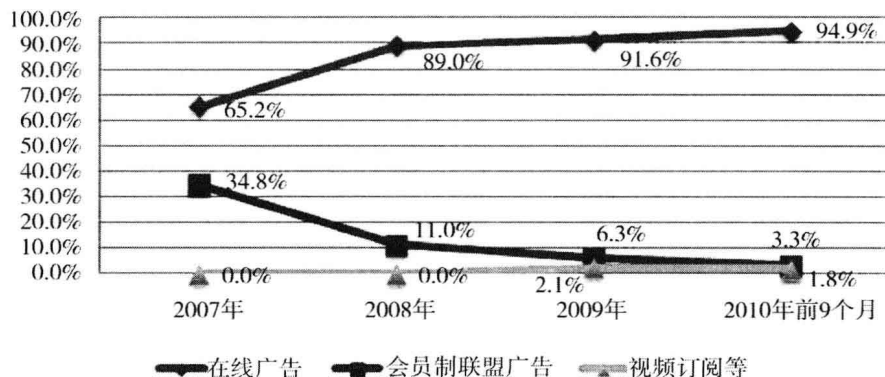
单位：千元人民币



如图所示，在优酷营收构成中，广告营收占到绝对主力，其他营收来自付费频道、移动视频、版权分销等，目前占总营收的比重很小。

1. 优酷网广告营收构成状况

2007 年 -2010 年 Q3 优酷网营收构成占比情况



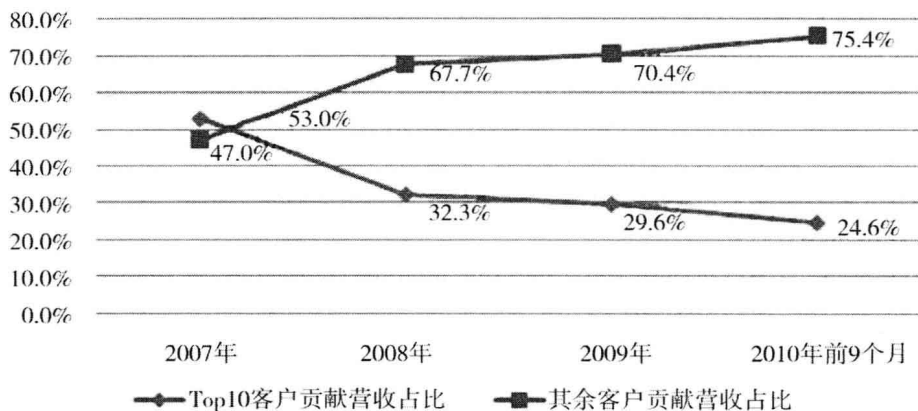
优酷广告营收来自两大部分：一部分是品牌广告营收，一部分是广告联盟带来的营收，其中品牌广告营收占大多数。2010 年前 9 个月，优酷品牌广告营收 2.2 亿元人民币，占总营收的 94.9%，来自广告联盟的营收占比为 3.3%。优酷目前提供的品牌广告种类包括：视频插播广告、显示广告、赞助广告等，其中主要是视频插播广告。优酷在线广告是通过广告代理机

构来联络负责的。

优酷广告联盟是与百度和谷歌进行合作,并与第三方进行分成。通过联盟,百度和谷歌将其客户的广告链接放置于优酷网上,这些广告直接跟优酷网视频内容和搜索关键字相关。近几年,优酷来自广告联盟的营收占总营收比重的趋势不断下降,优酷表示来自这一部分的营收占总营收的比重将会继续下降。

优酷近期营收增长主要是由于广告客户数量的增加,优酷目前共计有343家广告客户,2009年底为303家,2008年底为141家。其中Top10广告客户贡献的收入占比持续下滑,具体变化如下图:

优酷网 Top10 客户营收占总营收比例变化情况



2. 多元化盈利探索

除了广告营收外,优酷网还在探索多元化营收模式,开展移动视频业务、版权分销等业务,并与电子商务网站尝试合作分成,但这些业务目前占总营收的比重仍很小。

1) 付费频道:通过优酷付费频道,用户可以收看无广告、高画质的影片。目前优酷付费频道包括电影与教育两个子频道,其营收比重仍然很小,不过优酷管理层表示未来将在这项业务上发力。



2) 移动视频:优酷与中国的多个手机制造商合作,将优酷客户端内置于手机中,使3G手机用户能够直接观看优酷无线视频节目。