

## 互联网

**Mary Meeker** (互联网 – 美国和全球)  
(212) 761 8042 Mary.Meeker@morganstanley.com

**蔡慧 (Lina Choi)** (电信 – 中国)  
(852) 2848 6782 Lina.Choi@morganstanley.com

**Yoshiko Motoyama** (互联网 – 日本)  
(81) 3 5424-5912  
Yoshiko.Motoyama@morganstanley.com

*提供研究成果者:*

**谢国忠 (Andy Xie)** (中国经济)  
Andy.Xie@morganstanley.com

**史蒂芬·罗奇 (Stephen Roach)** (全球经济)  
Stephen.Roach@morganstanley.com

**Mark Shuper** (电信 – 中国)  
Mark.Shuper@morganstanley.com

**Viktor Ma** (科技 – 中国)  
Viktor.Ma@morganstanley.com

**温天力 (Eric Wen)** (科技 – 亚洲)  
Eric.Wen@morganstanley.com

**Brian Pitz** (互联网 – 美国)  
Brian.Pitz@morganstanley.com

**Brian Fitzgerald** (互联网 – 美国)  
Brian.Fitzgerald@morganstanley.com

**Minyan Liu** (传媒 – 中国)  
Minyan.Liu@morganstanley.com

**Shawn Kim** (科技 – 韩国)  
Shawn.Kim@morganstanley.com

**Mitchell Kim** (电信 – 韩国)  
Mitchell.Kim@morganstanley.com

**Javier Marin** (互联网 – 欧洲)  
Javier.Marin@morganstanley.com

*研究助理:*

Ramji Srinivasan  
Benjamin Dorr

## 行业概览

2004年4月14日

## 中国互联网报告

- 我们认为，投资者仍然低估了互联网在改变全球商业模式和消费者行为方面将会产生的影响 — 我们相信中国将成为证明这一论点的市场。
- 中国目前是世界第二大互联网用户市场（截止 2003 年年底达到 8000 万），而且有可能在五年内成为最大的市场。中国在历史上对传媒和通信方面的限制，为互联网使用率的迅速增长营造了一个良好的环境。
- 中国互联网已经在短信和在线游戏上处于世界领先地位，因而应当在无线短信和其他互联网数据应用领域大有作为。
- 在线广告和电子商务带来的创收虽已经上升很快，但仍处于萌芽阶段，主要是基于中国人均 GDP 水平比较低和可支配收入水平较低的缘故。
- 中国政府在抵制了一段时间后，看来是支持互联网作为支持本国和全球经济发展的重要工具。
- 摩根士丹利首席经济师史蒂芬·罗奇关注中国的经济会放慢，中国经济师谢国忠认为中国股票在总体上估价过高，但两人对中国经济发展和市值上升的长期前景仍然抱有信心。
- 在这一方兴未艾的市场进行投资时采用平衡稳妥的方式是至关重要。

本文件所载信息和意见不是旨在供全面研究、或提供财务或法律意见用途，及不应被依赖或用以取代任何有关个别情况的个别建议。

摩根士丹利与，或正寻求与，其研究报告中提及的公司有业务往来。所以，投资者应该明白本公司可能基于利益冲突而影响本报告的客观立场。投资者应把本报告仅仅作为其投资决定的其中一个考虑因素。

## 目录 — 报告的基本思路

任何行业分析都充满着变数，中国的互联网业更是如此。我们试图利用本报告提供“一站式”服务，让投资者了解中国互联网目前的状况和潜在的演变。

本报告共分为六节：

<b>概况</b> .....	4
<b>中国与全球背景下的互联网</b> .....	7
关于中国互联网的机遇和附带风险的思考	
<b>对科技公司所面临的全球形势的看法</b> .....	10
对美国和中国劳动力成本、理工科毕业生、技术创新能力和上市的全球性科技公司市值进行比较。	
<b>中国与互联网 — 行业、竞争和宏观议题</b> .....	14
我们把重点放在十四个议题上 — 涉及到行业、竞争和宏观问题 — 我们认为这些是可以反映这一充满活力的市场发展情况的重要指标。	
<b>中国互联网的行业形势</b> .....	15
1. 互联网用户的数量很大，而且还在迅速增加	
2. 网站使用率的相对增长势头强劲	
3. 比较年轻的用户活跃于互联网	
4. 在线媒体的开发仍然处于发展初阶	
5. 把手机与互联网连接起来的无线短信业务正处过渡阶段，发展前景依然可期	
6. 对宽带的认知度迅速上升	
7. 电子商务刚刚起步，而且有管制措施	
<b>中国互联网的竞争形势</b> .....	35
8. 跨国公司所面临的挑战为中国公司创造机遇	
9. 第三代互联网企业家给人留下深刻印象，尽管还缺少丰富的经验/领导能力	
10. 与互联网相关的收入和利润的可持续性仍然无法证明，但市场机遇很大	
<b>互联网在中国面临的宏观形势</b> .....	45
11. 政府重视大力发展互联网用户	
12. 政府的战略在某种程度上反映了促进国内（城市至农村）和全球贸易的需要	
13. 经济增长势头尽管放缓，但仍然很强劲	
14. 资本市场在过去一段时间一直保持强势	
<b>有关中国的数据/观点的出处</b> .....	54
有助于了解中国社会、政治、文化和经济动向的一系列资料来源。	
<b>全球互联网公司的概况</b> .....	60
我们重点列出了八家上市的和二十家未上市的中国互联网公司。我们还重点列出了四家台湾/新加坡公司、四家日本公司、四家美国公司和两家欧洲公司，因为我们认为这些公司可以反映地区市场发展趋势的前景。	

## 摩根士丹利对全球 TMT 市场的总体看法

### 中国鹤立鸡群

国家	2002年人口	2002年人均GDP	2002年固定电话用户	固网电话普及率	2002年电脑装机台数	电脑普及率	2002年移动电话用户	移动电话普及率	2002年有线电视用户	有线电视普及率	2002年互联网用户	互联网普及率	2002年信用卡/借记卡	信用卡/借记卡普及率
	(000's)	(US\$)	(000's)		(000's)		(000's)		(000's)		(000's)		(000's)	
<b>北美</b>														
美国	280,562	37,231	177,000	63%	198,469	71%	140,767	50%	70,343	66%	162,100	58%	785,300	280%
加拿大	31,902	22,813	22,043	69%	16,201	51%	14,316	45%	8,133	67%	14,200	45%	54,240	170%
<b>合计</b>	312,464		199,043		214,670		155,083		78,476		176,300		839,540	
<b>加权平均值</b>		35,759		64%		69%		50%		66%		56%		269%
<b>亚洲</b>														
<b>不包括日本</b>														
中国	1,284,303	963	214,000	17%	29,159	2%	206,616	16%	100,000	28%	59,000	5%	496,500	39%
印度	1,045,845	480	40,451	4%	7,818	1%	10,650	1%	40,000	23%	15,000	1%	10,817	1%
印度尼西亚	231,328	749	7,750	3%	2,744	1%	11,602	5%	125	0%	4,500	2%	9,745	4%
巴基斯坦	147,663	441	3,047	2%	591	0%	520	0%	30	0%	744	1%	0	0%
菲律宾	84,526	912	2,600	3%	2,062	2%	15,200	18%	1,438	9%	2,800	3%	5,176	6%
泰国	62,354	2,027	6,472	10%	1,983	3%	17,532	28%	156	1%	3,700	6%	2,700	4%
韩国	48,324	9,550	23,287	48%	12,988	27%	32,342	67%	3,865	26%	26,270	54%	104,800	217%
马来西亚	22,662	4,199	4,905	22%	3,813	17%	9,339	41%	50	1%	6,800	30%	4,400	19%
台湾	22,548	12,485	13,098	58%	4,791	21%	19,335	86%	4,949	72%	10,000	44%	31,600	140%
澳大利亚	19,547	20,417	11,070	54%	11,070	57%	13,354	72%	1,146	15%	5,500	28%	9,500	49%
香港	7,303	22,317	3,842	53%	3,082	42%	6,219	85%	605	28%	2,900	40%	9,100	125%
新加坡	4,453	20,265	1,934	43%	2,382	53%	3,245	73%	330	34%	2,000	45%	3,200	72%
新西兰	3,908	14,932	1,986	51%	1,648	42%	2,500	64%	38	3%	1,600	41%	2,916	75%
<b>合计</b>	2,984,764		333,980		84,132		349,100		152,732		140,814		690,454	
<b>加权平均值</b>		1,250		11%		3%		12%		22%		5%		23%
<b>日本</b>	126,975	31,441	61,888	49%	49,010	39%	79,082	62%	14,830	31%	52,800	42%	683,994	539%
<b>欧洲</b>														
俄罗斯	144,979	2,390	34,088	24%	8,348	6%	18,001	12%	16,184	32%	5,910	4%	6,438	4%
德国	83,252	23,906	56,541	68%	36,183	43%	59,532	72%	22,542	59%	34,240	41%	111,599	134%
英国	59,778	26,050	35,947	60%	23,731	40%	48,722	82%	3,349	14%	32,000	54%	121,274	203%
法国	59,766	23,808	36,293	61%	22,306	37%	38,587	65%	3,430	14%	21,000	35%	39,639	66%
意大利	57,716	20,583	27,505	48%	12,181	21%	49,058	85%	720	3%	20,375	35%	36,634	63%
西班牙	40,077	16,346	17,748	44%	7,841	20%	33,530	84%	850	7%	9,950	25%	54,408	136%
波兰	38,625	4,897	10,792	28%	4,077	11%	13,800	36%	5,408	39%	5,140	13%	16,837	44%
荷兰	16,068	26,130	7,858	49%	7,483	47%	12,666	79%	6,633	96%	8,900	55%	20,617	128%
比利时	10,275	24,019	4,947	48%	2,485	24%	7,437	72%	3,834	89%	3,400	33%	13,540	132%
捷克共和国	10,257	6,836	3,661	36%	1,794	17%	8,591	84%	872	24%	1,840	18%	5,423	53%
葡萄牙	10,084	12,109	4,556	45%	1,326	13%	8,572	85%	1,287	35%	3,260	32%	12,880	128%
匈牙利	10,075	6,352	3,736	37%	1,165	12%	6,863	68%	1,800	48%	2,300	23%	5,662	56%
瑞典	8,877	27,071	6,568	74%	5,518	62%	7,935	89%	2,369	53%	5,290	60%	6,517	73%
奥地利	8,170	25,239	3,096	38%	3,288	40%	6,703	82%	1,064	32%	3,213	39%	7,930	97%
瑞士	7,302	36,631	4,249	58%	4,264	58%	5,661	78%	2,727	85%	2,305	32%	7,405	101%
丹麦	5,369	32,106	3,277	61%	3,094	58%	4,130	77%	1,442	57%	3,364	63%	2,452	46%
芬兰	5,184	25,507	2,763	53%	2,347	45%	4,478	86%	1,020	44%	2,547	49%	2,171	42%
挪威	4,525	41,931	1,802	40%	2,381	53%	3,470	77%	852	41%	3,293	73%	5,422	120%
爱尔兰	3,883	31,368	1,286	33%	1,651	43%	3,252	84%	650	54%	1,021	26%	2,630	68%
<b>合计</b>	584,262		266,713		151,461		340,988		77,033		169,348		479,478	
<b>加权平均值</b>		16,435		46%		26%		58%		34%		29%		82%
<b>拉丁美洲</b>														
巴西	179,030	2,605	39,000	22%	14,138	8%	35,060	20%	3,482	7%	16,600	9%	108,610	61%
墨西哥	103,400	6,083	15,927	15%	8,472	8%	26,444	26%	3,076	13%	1,921	2%	42,881	41%
哥伦比亚	41,008	1,981	7,726	19%	2,053	5%	4,393	11%	719	8%	1,380	3%	11,588	28%
阿根廷	37,813	2,644	8,250	22%	3,749	10%	6,367	17%	8,058	77%	4,188	11%	23,313	62%
秘鲁	27,950	2,033	1,737	6%	1,568	6%	2,294	8%	419	7%	3,450	12%	2,917	10%
委内瑞拉	24,288	3,251	2,800	12%	1,488	6%	6,677	27%	2,464	46%	1,495	6%	7,637	31%
智利	15,499	4,250	3,700	24%	1,882	12%	6,134	40%	761	19%	3,110	20%	4,342	28%
<b>合计</b>	428,988		79,140		33,351		87,369		18,981		32,144		201,288	
<b>加权平均值</b>		3,446		18%		8%		20%		17%		7%		47%
<b>世界上其它国家</b>														
尼日利亚	129,935	329	755	1%	910	1%	45	0%	417	2%	165	0%	3,190	2%
埃及	70,712	1,210	8,080	11%	1,348	2%	11,715	17%	790	6%	800	1%	731	1%
土耳其	67,309	2,716	19,043	28%	2,911	4%	23,544	35%	1,278	8%	3,125	5%	37,008	55%
伊朗	66,623	1,597	12,384	19%	5,154	8%	3,769	6%	367	3%	1,300	2%	306	0%
南非	43,648	2,400	3,928	9%	3,314	8%	20,045	46%	2,539	25%	3,900	9%	19,614	45%
阿尔及利亚	32,278	1,677	2,136	7%	247	1%	123	0%	210	4%	72	0%	292	1%
沙特阿拉伯	23,513	8,122	3,627	15%	1,535	7%	3,788	16%	483	17%	410	2%	5,503	23%
以色列	6,030	17,033	3,036	50%	1,438	24%	5,363	89%	1,074	59%	2,492	41%	3,900	65%
<b>合计</b>	1,786,258		111,261		63,516		82,793		9,267		38,000		70,684	
<b>加权平均值</b>		10,265		6%		4%		5%		7%		2%		4%
<b>总计</b>	6,223,711		1,052,024		596,140		1,094,415		351,318		609,406		2,965,437	
<b>增长率</b>	1.1%	2.9%	2%		13%		19%		7%		26%		9%	
<b>加权平均普及率</b>				17%		10%		18%		21%		10%		48%

人口和GDP的数字是来自2002年CIA World Factbook和国际货币基金组织的数据 - 人均GDP是利用这些数据计算的。

固网电话是在用的电话总数（公用和商用）；资料来源 - 世界银行、摩根士丹利的估算。

有线电视用户的数字是基于世界银行的信息，并参照了Kagan World Media Ltd和Informa Media Group的有关资料；资料来源：世界银行、摩根士丹利估算数据、Kagan和Informa Media Group。

电脑的数字是原始的电脑总数（公用和商用），包括台式机和笔记本电脑；资料来源 - 世界银行、摩根士丹利的估算、IDC。

移动电话用户数据源自世界银行、摩根士丹利的估算、国际电信联盟和IDC。

互联网用户为上网的用户数量（用户可以共用/使用多台设备，在家庭和工作单位上网的用户只计算一次）；资料来源 - 摩根士丹利的估算、IDC。

信用卡数字包括借记卡；资料来源 - 摩根士丹利的估算、The Nilson Report (DRI/McGraw Hill)。

普及率数字的计算方式是相关数据除以人口，但固网电视普及率除外，在计算固网电视普及率时是除以家庭数量（资料来源 - Kagan、摩根士丹利的估算）。

<http://www.morganstanley.com/institutional/techresearch/2003TMT.html>

## 概况

### 背景……

我们多么希望我们能在着手研究中国互联网市场之前看到这份报告。六、七年来，我们一直对中国的潜力深感兴趣，但在去年年中之前，我们还并不认为应该是集中我们注意力的时候。在那个时候，各种数据表明，中国的互联网市场确实开始启动了。因此，我们带着一些明确的目的访问了中国：1) 了解中国互联网发展的主要推动力和关键问题；2) 对互联网今后会在中国如何发展建立起一个框架；及 3) 着手确定网络的赢家。和许多人一样，我们离开中国时，所产生的疑问要多于所找到的答案，不仅对中国互联网的巨大机遇有一种既景仰又兴奋的强烈感觉，也对许多风险确感忧心。

中国现在是互联网用户的第二大市场（2003 年达到 8000 万），仅次于美国，而且在五年内就可能跃居世界首位。这种发展势头是确实存在的：政府已提出了要求；人们对新闻、信息、娱乐和互连互通十分渴望；企业开始使用互联网，以图向全球扩张，在某种程度上是为了利用相对较低的劳动力成本；而且互联网的普及率（占人口的 6%）还很低。我们认为，中国互联网用户/使用率和网络短信及游戏的强劲增长势头还会持续下去。尽管很大的机遇是显而易见的，但因新兴的公司、新兴的技术、新兴的经济和不断变化的政府政策而产生的风险却不会很快消失。

我们之所以对前景很乐观，是因为互联网在促进中国经济的发展中将扮演重要角色，而且我们认为就长远来看具有创造财富的机遇。我们认为今后的十年或二十年将是令人神往的。

这是我们在过去十年里发表的系列报告中的第五份报告。在该系列报告中，我们试图搞清楚这些问题并且建立起关于市场演变情况的框架，而我们相信事实会证明这个市场是巨大和有活力的，其他报告包括：

*互联网报告 - 1995 年*

*互联网广告报告 - 1996 年*

*互联网零售报告 - 1997 年*

*在线分类广告报告：关于搜索、寻找和获得 (SFO)  
- 2002 年*

在本报告中，我们对中国互联网的现状和演变提出了我们的一些看法。它并没有涉及选股问题。我们已在其他的报告中指出，它们应当被看作是一场漫长比赛开始之前放在冰面上的冰球……我们现在还是这种看法。在我们观察近几年这些市场的演变时，我们认为，机遇和与此相关的变化会比我们预测的还要大。

让我们重温一下 1995 年 Paul Saffo 对互联网的评述：“……这一业务有始终如一的模式，作为整个社会和作为个人，我们都患上了我所说的高度近视。在这一模式中，我们对某些新技术可能产生的影响抱着希望和预期或者感到害怕，这使我们高估了其短期的影响，而现实总是不能达到这种过分的预期。因此，我们又感到失望，这使我们走回头路，低估了长期的影响——而我可以向您保证，这一次还是如此。这东西的短期影响会小于媒体的炒作，但是长期的影响将大大超过我们今天的想象。”

### *开发互联网对中国经济的发展有着重要的意义……*

我们认为，几年以后，中国政府可能会把它今天的互联网政策比照五十年代美国州际高速公路系统的推广——实际上，下了一个巨大的赌注，投入大量的资源来实施一项重要的计划，然后坐观它推动经济的发展。

中国领导人的首要任务是保证长期的、可持续发展的经济并保持较高的就业率。而被确定用以促进这种发展的手段是高科技。近几年来，互联网一直是世界科技创新的核心，而且在未来一段时间里还会是这种情况。一些占主导地位的上市的和未上市的互联网公司（根据收入、利润和所创造的财富）近期取得的成功，再加上互联网使用率增加和庞大规模的影响，进一步体现了互联网在帮助中国实现现代化的过程中所起的重要作用。

正如摩根士丹利经济师史蒂芬·罗奇和谢国忠所强调的，互联网是中国开发中西部并把中西部和全国

连通的唯一符合成本效益的方式。把这些欠发达地区与中国其他地区连成一体，需要在基础设施和城市化方面下很大的功夫——对一个没有用线路连接起来的国家来说，这是一个物流的挑战。因此，互联网对提高这个泱泱大国的劳动生产力是至关重要的，这意味着政府可能会继续支持互联网的发展。另外，中国的生产厂商也可以利用互联网，把它作为一个强大的、新的和公平的销售渠道，把产品和信息推向世界——尤其是价廉物美的产品。

要证明互联网可以起到的作用，我们不妨重温一下电子海湾(eBay)反复强调的“提高市场运作效率”的口号和 Google 反复强调的“提升信息寻找和创建的效率”的信条。作为高效交易的一个渠道和作为供应链管理的一种手段，互联网在全球范围内仍然是处于初级阶段，只有在更多国家和资源都上网的情况下，其发展前景才会更好。

人们只需看一下被我们称为“互联网优化者”的一些公司 03 年第四季度的关键数据，就可以认识这个效率问题：1) 戴尔的销售额为 120 亿美元（与上年同期相比提高 18%），而只有三天的库存，现金流转周期是负 36 天；2) eBay 的商品销售总额为 70 亿美元（与上年同期相比提高 53%），而库存为零；3) 亚马逊 2003 年的现金流转周期是负 27 天；4) 思科表示 2003 年（7 月）因互联网而节省的资金为 21 亿美元（客户服务为 9.2 亿美元，劳动力优化为 8 亿美元，供应链管理为 2.7 亿美元，网上学习是 1.4 亿美元）。

诚然，在中国经济和商业的现代史上充斥着令人失望的努力，这些领域包括农业、汽车和消费产品。一般来说，令人失望的原因都很简单——有人试图把一些东西强加给消费者，而消费者不想要或买不起。但是互联网虽然有政府的“推动”，但消费者也给予了很大“拉动”。互联网的互连互通不仅有利于实现政府发展各个现有和新兴产业的全球贸易的目标，而且有助于满足庞大的消费者对内容和媒体的需求。网吧随处可见，上网费也比较便宜，有巨大的手机用户群，价格对许多人来说都是可以支付得起的。今天，中国的移动和固定电话用户以及有线电视用户数量要超过世界上任何国家，在五年内还会有比世界任何国家更多的互联网用户，在十年内则还会有比它们更多的 PC 用户。

### 开放经济的“开放体系”……

全球对互联网的迅速认可——有史以来最重要的“开放体系”使中国人有了再度辉煌的机会。中国是世界上人口最多的国家，共有 13 亿人，占世界人口的 21%。正如史蒂芬·罗奇所指出的，早在 1850 年，中国在世界 GDP 中已占到了三分之一，而 1991 年最低点时，中国在世界 GDP 中仅占到 1.7%。今天，根据国际货币基金组织的统计，如果按市场汇率计算，中国的份额仅为 4%，而按实际购买力平价计算则占到 13%。在中国经济对外开放的同时，全球经济也在向与互联网有关的力量开放，从而使中国获得了一个特别的机遇。中国人认识到这一点，其辉煌的历史也证明，只要他们确定了重要的长远目标，他们便能集中力量和全面动员起来。现在，关键在于最具有挑战性的一个问题——付诸实施。

互联网有着可以促进贸易和经济发展的潜力，正因为如此，政府才把它列为重中之重。但这不能说明为什么数以千万的中国用户会接受互联网。理由是，与世界上其他地区一样，互联网迎合中国年轻人的心理，他们认为它好玩，潇洒，费用也可以承受，而最重要的是可以与手机连接。对许多用户来说，中国的互联网意味着无线短信，在线游戏、新闻和其他社会交往手段。因此，无线短信和在线游戏技术的相对市场普及率似乎超过了美国，类似于我们在亚洲其他市场所看到的情况。

### 许多公司都在支持中国的互联网……

在全球的互联网公司中，eBay 依托其本地和全球的交易系统（参见工具栏），相对来说可能是在中国的战略位置最好的，因为它的用户群十分庞大，加之很早就与上海的易趣网(EachNet)（如今是 eBay 易趣网）建立起了合作伙伴关系。这一市场上的竞争对手包括在线消费者交易企业淘宝网(Taobao)——和在线产业链外包企业阿里巴巴(Alibaba)。两家企业都得到了日本的软银(Softbank)或其创始人孙正义(Masayoshi Son)的资助，而且两家都很有可能上市。要注意的是 Softbank 长期以来一直密切关注泛亚地区的科技股和互联网企业，在过去的十年里，日本是中国最大的贸易伙伴。此外，中国主要的门户网站新浪和主要搜索提供商 Yahoo!/3721 已成为合作伙伴，准备在今后六个月内开始进行中国的在线拍卖交易，所希望利用的是

3721 与小型企业的关系、雅虎 (Yahoo!) 的搜索技术和新浪的影响力。

除了无线短信领域之外，中国的大部分互联网公司至少在产品开发上似乎满足于跟随在全球竞争对手之后。但是跨国公司在中国面临着固有的挑战，这为优秀的当地公司提供了机会。中国是在手机短信和在线游戏方面崛起的佼佼者，看起来很有前途，而其创造力也给人留下深刻印象。目前还不能断定，相对缺少经验的管理团队是否能形成长期的竞争优势和独特的创造力。尽管中国的互联网用户数量很大，但中国互联网公司的收入和利润水平还很低——新浪、搜狐和网易 03 年第四季度合计的收入和利润

分别为 8300 万美元和 3900 万美元。与九十年代中期的美国一样，目前还处于起步阶段。

中国的许多突变力量既带来了机遇，也带来了风险：互联网和手机使用率大幅度增长、投资猛增、经济增长放缓的影响、与国有企业大量人员下岗有关的失业、银行系统的问题、腐败、加入世贸组织后的调整、进一步开放贸易、北京 2008 年奥运会的影响、日趋激烈的竞争、以及“资本共产主义”的演变。事实上，复杂性、挑战和机遇都是很大的。我们一位伙伴是在中国经商的行业老手，用他的话说就是：“抓紧绳索，急流勇进”。

### 电子海湾 (eBay) — 全球在线交易的佼佼者

**eBay 绝对属于草根企业，这在中国是很受欢迎的……根本上说，eBay 的平台与中国经济和社会使命组合，可能是一个举足轻重的大主意……**

我们认为 eBay 是全球在线交易和商务的最佳代表，从它的的数据就可以看出强大的市场发展势头。03 年第四季度，eBay 的商品销售总额 (GMS) 与上年同期相比上升了 53%，达到 70 亿美元 (eBay 的公布收入增加到 6.48 亿美元，预计物品交易数量增长 47%，达到了预计的 1.47 亿美元；eBay 在线和离线的 PayPal 支付 (按单位计) 上升 74%，达到 6800 万；实际进行交易的用户增长 49% 达到 4100 万；美国以外地区的收入增加 96%，达到公布地区交易收入的 42%，跨境交易在 GMS 中占到了近 15%。

也许最值得注意的是，eBay 从来没有连续一个季度 GMS 或收入增长出现下降趋势——我们很难找到这样规模的公司 (按照 GMS 及/或收入计) 能达到这样的里程碑，我们认为没有第二家公司能像处于目前发展阶段的 eBay 一样发展得这么快。

我们把重点放在 eBay 的数据上，因为我们认为这些数据可以反映全球在线交易和商务机会的势头和规模。EBay 模式在美国、德国和巴西等地在收藏品、

服装、计算机和汽车等各个市场上点燃了电子商务的希望之光。事实证明，在促进商品交易方面，特别是 2003 年平均售价仅为 47 美元左右的商品方面 (1998 年为 40 美元) 这是成功的。值得注意的是，根据该公司 2003 年 4 月进行的一次调查，有 46% 的用户在网站上搜索“二手”物品，同时有 39% 的用户在搜索“便宜货”。我们认为这种希望获得更佳性价比的趋势还会延续下去，而这对新兴市场的消费者来说是特别重要的。

EBay 称，其网站上全职或兼职的全球销售者基数在迅速增长 (截止 04 年 2 月达到 43 万)，这说明 eBay 平台上的企业销售者数量十分可观。

从根本上讲，是互联网促使 eBay 的购买/销售/交易系统在全球范围内迅速发展。eBay 使得交易的效率不断提高，同时交易产品的种类也在不断增加 (截止 03 年第四季度超过 45000 种)。

虽然 eBay 通过 eBay 易趣网在中国的发展目前仍处于初级阶段 (截止 03 年第四季度确认的注册用户为 430 万 [与上年同期相比增加 231%])，eBay 平台在满足日益增长的中国各种物品交易需求上的机会可能会很大，因为它可以使本地的乃至世界各地的卖主和买主更方便地进行联系。



## 中国与全球背景下的互联网

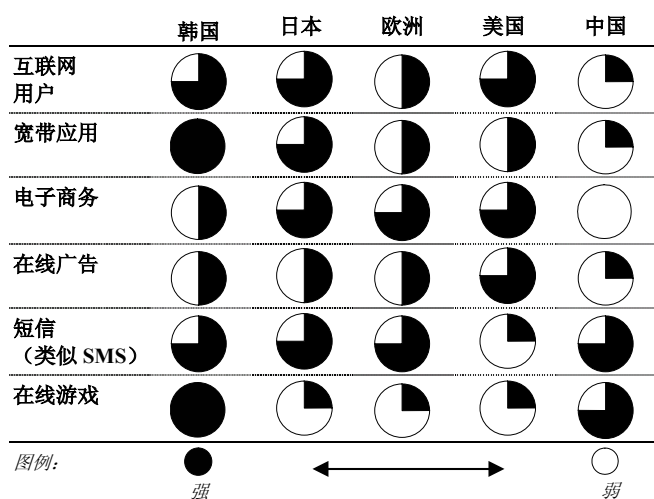
### 互联网的演变在全球各地不尽相同……

要搞清楚中国互联网的潜在演变，就必须搞清楚互联网在全球范围内发展的复杂过程和迄今为止在中国的发展历史。尽管在各地区的演变有许多相似之处，但各个市场在时间和演变方式上还是有差异的。

从附表 1 列出的情况可以看出，美国、欧洲、日本、韩国和中国在互联网技术和服方面处于相对领先的地位。圆圈内阴影越多，相应国家或地区在某一技术/服务方面的相对领先程度就越高。

附表 1

#### 在互联网技术和服方面的相对领先程度 美国、欧洲、日本、韩国、中国



资料来源：摩根士丹利股票研究部。

从电子商务交易量、在线广告和搜索来说，美国是最先进的市场。很多纵向市场——像订票、旅行、交易和求职——美国也是最发达的，这体现了美国经济的广度和深度，在软件和服务创新上的实力，以及创业精神和激烈竞争的传统。

而在另一方面，与北欧一些国家（如挪威、丹麦和瑞典）相比，美国互联网用户的普及率并不是最高。而与移动-互联网短信和游戏相关的市场在日本、韩国和中国等一些亚太地区国家则比较发达——在某种程度上是因为人口构成及/或固话的放松管制相对滞后，最初导致通过移动业务接入的门槛较低。随着固定网络放开和竞争加剧使接入固话/宽带的门槛降低，形势迅速发生了变化。美国的公司通常在接入和内容上有明显的划分；欧洲的公司，比如运营商拥有的 T-Online（德国）和 Wanadoo（法国），因为在语言和地域上存在着天然的限制因素，往往是偏重于接入业务而在内容服务上比较有限。

在亚洲市场，宽带业务也显示出强劲的发展势头。韩国在消费者宽带普及率上处于世界领先地位（截止 2002 年年底，根据 IDC 的统计，达到 70% 的家庭），值得关注的是，韩国的在线游戏和其他视频内容使用率也因此而特别高。

不过，全球互联网的领先者（按照多个市场用户/使用率数据排序），仍然是美国的公司，包括雅虎 Yahoo!、微软 Microsoft、Google、电子海湾 eBay 和亚马逊 Amazon.com。我们认为，由于它们之间的激烈竞争，美国互联网的领跑公司在继续改进用户体验从而在线下业务上抢夺市场份额的过程中，无论在总体上还是个体上，将仍然保持领先。不过，能否成功还将取决于在全球的扩张——而中国市场的规模和重要性是不容忽视的。

国际性公司发现，除了投资当地合作伙伴之外，实现亚洲市场的本土化是有挑战性的。这些市场的通信基础设施往往对使用率/销售商行为有很大的影响，在线支付有时还是滞后的，从而导致了更加分散、更有活力的竞争格局。这种情况导致一些本地公司的崛起，比如日本的 Yahoo! Japan；韩国的 Daum；以及中国的新浪、搜狐、网易、Tom Online、eBay 易趣网（eBay）、3721（Yahoo!）、盛大网络和腾讯。

### 中国的互联网公司正在利用本地的机会……

我们重点列出的中国本地公司，是在互联网方面处于国际领先地位者的竞争对手，它们提供各种在线服务，包括门户网站、游戏网站和书店。尤其值得一提的是中国的门户网站——新浪、搜狐、网易和 Tom Online (Tom.com)——这些网站主要是靠广告收入进入资本市场的，但在某种程度上靠业务多样化比如无线短信和在线游戏生存了下来。

在这些网站中，有极具有中国特色的新秀，比如 3721 (与 Yahoo! 合作)，这个搜索引擎网站向企业出售中文关键词，还有百度，一个中文搜索引擎网站。纵向业务市场上的其他一些公司也开始崛起，侧重的是游戏、教育、商务、旅游和求职等领域。

摩根士丹利分析师 Minyan Liu 指出，和世界上其他地区不同，中国传统的传媒公司往往不是大财团。她说，在通常情况下，中国电视台很少进军报业，反之亦然。另外，大部分电视和报业公司也没真正进军互联网。话虽这么说，但值得注意的是，根据 Alexa.com 截止 04 年 4 月 12 日的排行榜，中国中央电视台 (CCTV) 作为中国的国家电视台，是中国排名第十八位的网站。(Alexa.com 排行榜和限制因素的说明请参见第 16 页)。亚洲科技股分析师温天力认为，中央电视台之所以排名这么高，是因为它是中国主要的信息来源的名声在外，有大批的记者可以跑新闻，另外在 CCTV 的主页上还有一些免费的视频连接。据他估计，主页上 50 - 70% 的连接，只需一到二下点击，即可获得各种完整的、自由流的新闻视频。

虽然近几个季度互联网领域的兼并和合作活动热闹非凡，我们认为在今后一年里这一领域还会继续活跃，各公司会设法在其互联网产品及服务的深度和广度上狠下功夫。

### 中国的在线“内容”仍在演变……

我们的一位伙伴指出，中国在线内容的演变可能会不同于世界上的其他地区。其影响因素如下：1) 不发达的和分散的本地线下内容和分散的传播渠道；2) 全球线下内容严重的盗版情况；3) 宽带和无线互连互通迅速增长；4) 人们对在线娱乐和通信的高度兴趣；5) 高度开发的无线短信和在线

游戏的小额支付系统。总之，向用户提供低价的、大量的高速宽带数字内容的新商业模式的机遇，可能将是非常可观的。之所以会出现这种情况，在某种程度上是因为传统的线下销售商上网的可能损失要大大少于它们在比较成熟的市场上的可能损失。

2003 年，中国的移动用户与互联网用户的比率为 3.5 : 1，任何大的市场都远没有达到这种比率 (见附表 27)。仅仅根据数量、兴趣和发展势头，中国就有可能在移动电话和互联网互连互通/短信领域逐渐在规模上取得优势。中国这么快就已处于领跑的地位给人留下了深刻的印象。中国目前的市场普及率还比较低，因此这场比赛 (及随后的较量) 还只是刚刚开始。(参见第 25 页)

开发高效的在线支付系统堪称另一个新的机遇。中国目前还缺少大众在线支付系统，而这种系统对互联网的发展是至关重要的。另外中国也缺少用户生成的反馈评级系统，事实证明，eBay、亚马逊和雅虎等公司的这些系统都是非常有效的。在这方面已经有公司参与 (参见第 43 页)，但现在要确定最后的赢家还为时过早……

不过，在宏观的层面，中国互联网市场在某些方面的发展与美国市场的发展是一样的——以有广泛基础的门户网站形成最初的发展动能，然后纵向业务公司再在不同市场上起到推动作用。门户网站对纵向业务公司进行了一系列的收购。新浪 04 年 3 月收购了网兴科技 Crillion (SMS)，03 年 1 月收购了广州讯龙 MeMeStar (SMS)，03 年 12 月收购了财富之旅 Fortune Trip (旅行)，搜狐 03 年 11 月收购了一起一起上 17173 (游戏)，03 年 11 月收购了焦点 Focus.cn (房地产)。尽管如此，许多独立的纵向业务公司，包括盛大网络 (游戏)、阿里巴巴 (B2B/提供信息源) 和百度 (搜索)，似乎保持着强劲的发展势头。另外一些主要的中国公司，比如 eBay 易趣网和 3721，分别与 eBay 和雅虎建立了很牢固的关系。

而在宏观的层面，美国和中国在线下的竞争力度存在很大的差异。美国的基础设施是经过几十年的技术和社会创新建立起来的，而中国在许多方面还要拆除旧的基础设施，重新开始。这可能会对新一代应用和服务的发展造成影响——就像我们已经开始



在日本等国所看到的情况一样。中国人往往坚持认为，新技术可以使他们跳跃过时的业务，手机跳跃固网电话的发展就证明了这一点。

***但是中国的互联网公司/在这方面的努力并非没有风险……***

我们认为，投资者对中国互联网公司最大的一些疑问往往涉及到以下一些方面：

- 各门户网站利润很高的 SMS 和与传讯相关的收入的可持续性和连贯性，尤其是在从 SMS 向新一代传讯业务过渡的情况下；
- 各公司之间的竞争（比如新浪与搜狐），因为各公司都要力争取得可持续的长期竞争优势，尤其是在业务管理经验仍处于初级发展阶段的情况下；
- 新兴市场的竞争和收费化（比如游戏和商务），因为各公司都在设法在新的市场上赢得一席之地；
- 尚在初级阶段的在线广告和电子商务业务的开发；
- 互联网内容计划不断增加和发展，包括涉及视频媒体、用户制作的内容、反馈和搜索的新产品；
- 在线计费/付费的潜在发展的确定性，可信度/安全性和在线物流/经销系统的开发；
- 互联网一些纵向市场的潜在规模与范围；
- 外国公司（比如 eBay 和 雅虎）能否在中国市场上占一席之地；

- 中国移动（截止 04 年 4 月 12 日市值为 580 亿美元）和中国联通（截止 04 年 4 月 12 日市值为 120 亿美元）在互联网发展上的演化；
- 确定根据对应风险调整的适当的估值方法；
- 中国经济放缓对中国互联网的发展和对中国互联网公司的影响。

***与以往一样，平衡的投资方法是至关重要的……***

总体而言，对于中国的互联网来说，我们仍乐观地认为收入增长率会很高，而且可以用来赚钱的用户基数很大并且在不断增加。我们认为，对投资者来说，高度资本化的中国互联网公司所代表的合计市值低于潜在的市场机遇，而随着时间的推移，这种潜在的市场机遇就会彰显出来。

在我们看来，新浪是中国互联网的最佳代表，而携程 (Ctrip) 目前则是中国新兴的在线纵向市场的最佳代表。

中国的互联网现在仍处于最初的发展阶段，投资者应当认识到波动性将是这一新兴市场的现实。与以往在初级市场的投资一样，进行风险调整的投资方法是至关重要的。

虽然摩根士丹利对中国长期的机会很有信心，但我们要指出全球经济师史蒂芬·罗奇近期强调中国经济在经过一段时期的高速增长后已开始放缓，而且摩根士丹利的中国经济师谢国忠也认为目前中国经济和股票价格都有很大的下滑风险。

*在后续报告中，我们将提供更多关于当地市场参与者和相关竞争动态的详情。*

## 对科技公司所面临的全球形势的看法

由于近期关注的是中国和美国之间的竞争动态，因此我们将再提出一些看法和补充数据。如果您对这一主题感兴趣，请参阅史蒂芬·罗奇最近的文章“我们为什么要感谢中国”及他最近在中国发展论坛上的演讲。

### **科技、科技、科技，中国、中国、中国，工作、工作、工作……**

在和中国的科技精英们对话的时候，很少有谁不谈到产生如此之多科技创新的美国商业文化——目前许多中国商界人士也试图在效仿。中国人在某种程度上是借互联网的东风，试图按照他们所赞许的美国模式重新打造中国经济。

但我们遇到的一些中国人也告诉我们，在他们看来，美国目前似乎被以下一些因素拖了后腿：

- 过于关注恐怖主义，而使有利于经济发展的科技进步受到了影响，包括宽带的应用（尽管我们不太明白为何两者会相互排斥）；
- 设法增加对被认为是世界最高效的资本市场制度的限制；
- 试图限制激励机制（比如股票期权计划）的使用，而这种机制（基于风险/回报）曾在某种程度上促进了技术创新；
- 在对学术成果的奖励和鼓励方面缺少明确的重点（尤其是在技术领域）；

另外，在我们结束中国之行返回硅谷时，我们也感到很惊讶，许多美国的科技老将竟然对中国持续强劲的经济和制造业的增长甘拜下风，就像在七十年代和八十年代对日本和四小龙也曾有过似乎的担忧一样。

### **是的，中国的相对劳动力成本确实是有诱惑力……**

正如各种报告所说的，中国劳动力成本的数据让人瞩目。请看以下来自携程（Ctrip）的统计数字。携程是中国的一家线上/线下旅游公司。截止 03 年第四季度，携程有 1,600 名员工，年营业支出（opex）仅为每名员工 6,751 美元。这么低的员工人均营业支出是值得注意的，不过我们要补充的是，有将近

一半的携程员工是在公司的电话服务中心工作，而这里是劳动力流动性很强的地方。

为了进行对比，我们查询了一下标普 500 指数公司（主要是美国公司）的 FactSet 数据库，发现员工人均年营业支出的中值（基于 225 家公司现有数据中的研发经费加上 SG&A）是 73,000 美元，营业支出在收入中的比例中值为 28%。根据对中国公司类似的查询表明（基于恒生中国企业指数（HSCEI）的 37 家公司），员工人均年营业支出的中值（基于研究经费 + SG&A）是 7000 美元，业支出在收入中的比例中值为 8%。

显然，投资者和科技股经理需要根据具体情况来考虑相对的劳动力成本。中国仍然是一个发展中国家，2003 年人均 GDP 为 1,062 美元（而相比之下，美国是 37,312 美元），这就产生了许多与这么低的 GDP 相关的问题。就中期来说，我们认为美国面临的主要技术挑战是如何在创新方面保持领先的地位，而对中国来说，则是如何利用互联网与其他市场相连，以保持增长和（利用相对较低的劳动力成本）从亚洲邻国手中抢夺制造业的市场份额。

### **美国一直处于技术创新的前沿……**

回顾历史，我们很难对美国技术创新的前景抱悲观的态度。历史证明，一些好的想法可以对竞争、创造力、投资、业务模式的发展、就业岗位的增加和财富的创造起到很大的促进作用。我们回想一下在过去的二十多年里以下这些人物所做出的贡献：Hewlett/Packard（惠普）；Noyce/Moore/Grove（英特尔）；Jobs/Wozniak（苹果）；Rosen/Canion（康柏）；Gates/Allen/Ballmer（微软）；Ellison（甲骨文）；McNealy/Joy/Bechtolsheim（升阳 Sun Microsystems）；Bosack/Lerner/Morgridge/Valentine/Chambers（思科）；Cook/Proulx（Intuit）；Hawkins/Gordon/Probst（Electronic Arts）；Dell（戴尔）；Jacobs（高通 Qualcomm）；Case（美国在线）；Clark/Andreessen（网景 Netscape）；Yang/Filo/Semel（雅虎）；Bezos（亚马逊）；Omidyar/Whitman（eBay）；以及最近的 Brin/Page/Schmidt（Google）。

在八十年代和九十年代，当格局发生变化时，美国在制造业落败，有一部分被劳动力成本较低的地区抢去，但美国却在软件、互联网、服务和 VLSI（超大规模集成电路）设计上弥补了过来，在某种程度上是受益于创新和工程技术人才与有效的激励机制。

### **但是创新与教育之间是有关联性的……**

然而，当技术创新能力 — 尤其是在宽带和无线方面，与被互联网激活的海外低劳动力成本优势相结合时，过去叱咤风云的美国人现在就有理由更加担心了。史蒂芬·罗奇指出，虽然到目前为止仅有 400,000 个美国就业岗位转移到海外，这种外包趋势有可能加剧。

随着其他国家建立起强大的工程和技术中心，对美国受过教育的劳动力的潜在影响只会使这种风险增加。根据国家科学委员会 2002 年 *科学与工程* 技术指标：

*“美国可能会面临更加激烈的对高级人才的国际竞争。此外，随着发展中国家生活水平的提高和其他工业化国家加大在国际上招聘人才的力度，美国的相对吸引力可能会下降。随着其他地区建立起形成竞争的优秀人才中心，美国在 S&T（理科）的突出优势也可能会丧失。外国的毕业生在结束培训之后，可能会认为回国比留在美国更有吸引力，企业在海外也可以找到水平很高的人才……而另一方面，在获得 S&E（工科）博士学位的外国年轻学生有一半以上还是留在了美国，在一段时间内这一趋势还没有多大的变化。”*

我们最后还要补充另一组经常被忽视的统计数字。据摩根士丹利经济师谢国忠及 Chetan Ahya 和国家教育统计中心提供数据，2002 年有 46 万多中国人和 29.2 万多印度人获工程本科学位，而相比之下，美国只有 7.3 万多人。如果再加上印度和中国在国外学习后回国的 4 万多人，这种差异就更大了。

由于工程技术人才是科技发展的核心，因此印度和中国工程技术毕业生数量的增加可能意味着创新的动力也会转到海外。不过，这些数字并不能体现创新的文化要素，而管理技术的重要性、发达的资本市场、教育的密度/深度/广度和总体的经验也不能

相提并论。硅谷之所以能创新，不仅是因为那里云集了大批的工程技术人员（其中许多人出生在外国，在美国接受教育），而且还因为那里有市场造就的勇于冒险的亚文化，让好的想法获得异乎寻常的奖励和回报。

目前，中国的公司处在艰苦创业和增加收入及利润的阶段，购买成熟的技术短期内比花钱搞销售和营销，开发别处已有的技术少担风险。因此，中国的工程技术往往在尖端技术的研究方面还缺乏经验，而这肯定会影响到创新和创造力。

### **虽然市值可以反映过去和现在的情况，但并不总是与未来前景一致……**

市值超过 100 亿美元的全球性科技公司中，北美公司占了很大的比重。我们分析一下全球五个核心技术领域（硬件、通信设备、半导体、互联网和软件/IT 服务）各公司的市值（截止 04 年 4 月 12 日），并按地区对这些市值超过 100 亿美元的公司进行分类。（见附表 2）

从各公司全球市值可以看出，在 86 家国际科技公司中，有 55% 在北美（包括加拿大的北电），有 27% 在日本，有 13% 在欧洲，有 6% 在亚太地区。在亚太地区的五家公司中，有三家在台湾（从事硬件生产的鸿海和从事半导体生产的台积电及联电），有一家在韩国（从事半导体生产的三星），还有一家在美国（从事服务的 Infosys）。各地区各领域密集度最高的是北美的软件业，共有 12 家公司（占到 75%）（包括微软和甲骨文等公司）。

在市值超过 100 亿美元的公司的排行榜中，目前还没有一家中国公司 — 中国按市值计算最大的上市科技公司是 UT 斯达康（UTStarcom）（通信），其市值为 40 亿美元，其次是联想（硬件），为 30 亿美元。中国三大专业互联网公司（新浪、搜狐和网易）的合计市值接近 50 亿美元（截止 04 年 4 月 12 日）。

谢国忠和中国科技股分析师 Viktor Ma 认为，一些中国的科技公司（比如 UTStarcom、联想和其他一些公司）在未来十年内市值有可能超过 100 亿美元，其原因在于它们在快速发展的中国市场上的某些领域占据了主导地位，而且它们在中国的低成本结构

有很多的出口或外包机会。互联网所产生的外包机会，也可以使中国（包括印度）继续大力发展 IT 服务。占主导地位的中国互联网公司总体来说有可能继续支持强劲的增长，但是在未来的几年里增长可能局限于国内市场，尽管在在线短信和游戏上中国公司可能会出现向国际扩张的机会。在软件上，由于成功需要的规模经济和知识基础，可能还需要许多年中国才能在全球产生影响力。尽管如此，应当注意 Linux 在中国的发展，尤其是它可能与本地或全球的互联网和软件业领导者结成合作伙伴关系。

### **往往在专注、激情和智商水平交汇的情况下才会有创新……**

在技术上，大赢家一般是通过发现/开发/创建崭新的市场，并在此过程中推行自己的技术标准和知识产权，从而在市场份额上处于领先地位而成为大赢家的。互联网最令人神往的一点是，自 1995 年网景（Netscape）网络浏览器投入商业使用以来，互联网已以极快的速度成为一个全球开放的计算机系统。由于它应用的速度和各市场不同的需求和机会，互联网的延伸（有线和无线）在世界各地以不同的速度发展着。

互联网在快速地发展，确定新兴领域新标准的机会还刚刚显现。世界上的许多人手里拿着这张虚拟蓝图的绘图笔。深具讽刺意味的是，就在几年前一些人还认为互联网已经结束了——而实际上它刚刚开始，而且它并不全是打着美国制造的标识。

### **新技术的快速应用**

十年前，您可能还很难发现有任何人能准确地预测以下一些目前已变为现实的情况：

- 中国将拥有 8000 多万互联网用户；
- 韩国的宽带使用率，相对来说要高于其他任何国家；
- 在线游戏公司（中国的盛大网络）将拥有 2.36 亿非唯一注册用户；
- 2003 年全球手机铃声市场的预计年收入将超过 30 亿美元，欧洲大约占了三分之二的市场份额；
- 在 2003 年全球销售的移动电话（7000-8000 万部）中，每六部就有一部可以拍照，而且照片可以在数秒之内发送给其他设备；
- 苹果公司将在全球在线收费音乐市场上占到 70% 以上的市场份额；
- 一家全球互联网公司（Yahoo!）在最近十二个月时间里完成超过 10 亿次的数据流传输（主要是音乐视频）；
- 一个全球搜索引擎（Google）的新闻网站每月平均有美国访问者超过 400 万，在没有人干预的情况下，可以自动汇集来自 4500 个来源的新闻；
- 一家全球在线交易公司（eBay）在 03 年第四季度可以促成价值为 70 亿美元的商品交易，与上年同期相比增加 53%；
- 日本在网路电话（VoIP）的宽带用户上处于世界领先地位，截止 04 年 3 月，软银集团的“Yahoo! BB”用户达到 400 万；
- 思科在全球拥有 200 多万个 VoIP 网路电话装置。

附表 2

上市的全球性科技公司，市值大于 100 亿美元，按附属板块和地区分类（十亿美元，以百万为单位）

	北美*	欧洲	日本	亚太地区
<b>硬件**</b>	IBM \$158 戴尔 (Dell) 91 惠普 (HP) 70 EMC 31 升阳(Sun Micro) 16 施乐 (Xerox) 12 Lexmark 12 苹果 (Apple) 10 Pitney Bowes 10 Flextronics 10	—	佳能 (Canon) \$46 索尼 (Sony) 39 松下 (MEI) 38 日立 (Hitachi) 26 夏普 (Sharp) 20 理光 (Ricoh) 15 东芝 (Toshiba) 15 三菱电机 (Mitsubishi Elec) 13 东京电子 (Tokyo Electron) 12 Keyence 12 HOYA 11 三洋 (Sanyo) 10 日东电工 (Nitto Denko) 10 TDK 10	鸿海 (Hon Hai) \$11
<b>通信</b>	思科 (Cisco) \$166 摩托罗拉 (Motorola) 43 *北电 (Nortel) 25 朗讯 (Lucent) 19 康宁(Corning) 15 安捷伦(Agilent) 15 Juniper 11 Research in Motion 10	诺基亚 (Nokia) \$82 西门子 (Siemens) 67 爱立信 (Ericsson) 47 飞利浦 (Philips) 40 阿尔卡特 (Alcatel) 22	京瓷 (Kyocera) 17 村田制作所 (Murata) 16 富士通 (Fujitsu) 13 (此外包括许多日本硬 件)	—
<b>半导体</b>	英特尔 (Intel) \$177 高通 (Qualcomm) 54 德仪 (TI) 51 Applied Materials 38 Analog Devices 19 Maxim 16 Xilinx 14 Linear 12 Broadcom 11 Micron 11 KLA-Tencor 10	飞利浦电子(Philips Elec) \$40 意法半导体 (STMicro) 21 英飞凌 (Infineon) 11	Rohm 16 日本电气 (NEC) 16	三星 (Samsung) \$79 台积电 (TSMC) 38 联电 (UMC) 16
<b>互联网</b>	电子海湾 (eBay) \$50 雅虎 (Yahoo!) 37 InterActive 21 亚马逊 (Amazon.com) 19 Adobe 10 时代华纳 (Time Warner) 76	Wanadoo \$16 T-Online 15	Yahoo! Japan \$47 软银 (Softbank) 19	—
<b>软件 / 服务</b>	微软 (Microsoft) \$275 甲骨文(Oracle) 64 First Data 38 ADP 26 State Street 18 Computer Associates 16 Electronic Arts 16 Symantec 15 Paychex 14 艾森哲(Accenture) 13 Veritas 11 EDS 10	SAP \$53	任天堂 (Nintendo) \$14 NTT Data 13	Infosys \$11
<b>互联网用户</b>	176	169	53	141
<b>PC</b>	215	151	49	84
<b>移动电话</b>	155	341	79	349
<b>固网电话</b>	199	267	63	322

资料来源：市值截止 04 年 4 月 12 日。用户数据截止 2002 年。\* 北电在加拿大。\*\* 日本的硬件/通信公司是大型综合企业，而且许多公司在电信设备和部件上很活跃。

---

## 中国与互联网 — 行业、竞争和宏观议题

---

在这一节中，我们详细讨论十四个重要议题 — 涉及到行业、竞争和宏观问题 — 我们认为这些是可以反映这一充满活力的市场发展情况的重要指标。

### 中国互联网的行业形势

1. 互联网用户的数量很大，而且还在迅速增加
2. 网站使用率的相对增长势头强劲
3. 比较年轻的用户活跃于互联网
4. 在线媒体的开发仍然处于发展初阶
5. 把手机与互联网连接起来的无线短信业务正处过渡阶段，发展前景依然可期
6. 对宽带的认知度迅速上升
7. 电子商务刚刚起步，而且有管制措施

### 中国互联网的竞争形势

8. 跨国公司所面临的挑战为中国公司创造机遇
9. 第三代互联网企业家给人留下深刻印象，尽管还缺少丰富的经验/领导能力
10. 与互联网相关的收入和利润的可持续性仍然无法证明，但市场机遇很大

### 互联网在中国面临的宏观形势

11. 政府重视大力发展互联网用户
  12. 政府的战略在某种程度上反映了促进国内（城市至农村）和全球贸易的需要
  13. 经济增长势头尽管放缓，但仍很强劲
  14. 资本市场在过去一段时间一直保持强势
-



## 中国互联网的行业形势

### 1. 互联网用户的数量很大, 而且还在迅速增加

**中国在互联网用户数量上排名第二, 在五年内有可能成为最大的市场……**

2003年, 中国的互联网用户达到8000万(按年同比增长40%), 令人瞩目地排名世界第二, 仅次于美国的1.85亿(按年同比增长14%)。如果能保持近期的预计年增长率(美国每年10%, 中国30%), 中国在五年内将成为世界互联网用户数量最多的国家。要注意的是中国的相对普及率还很低——2003年, 估计中国只有6%的人口使用互联网, 相比之下, 美国为60-65%。

**中国在其他主要TMT市场已经排名第一……**

虽然并不是所有的技术、媒体和电信(TMT)市场都是一样的, 但我们认为, 要认识市场普及率的机会, 把五个主要的TMT市场(即固网电话、电脑装机、移动电话、有线电视和互联网用户)的增长率和普及率作为对比的基准是有意义的(见附表3-7)。

截止2002年底, 中国在五个核心市场中的三个市场排名第一, 而美国则在五个市场中的二个市场排名第一。按照目前的增长率, 中国在十年内就可能在所有五个市场上排名第一。鉴于中国在这些重要的技术市场上有很大的发展潜力, 中国迫切希望开发自己的知识产权并争取成为这些越来越相关的市场的技术标准的制订者。

附表3

#### 中国在2002年TMT各类别的全球排行榜上位居前列

TMT类别	全球排名	部(百万)	2002年增长
移动电话	1	207	43%
有线电视用户	1	100	10
固网电话	1	202	13
<b>互联网用户</b>	<b>2</b>	<b>59</b>	<b>75</b>
电脑装机	4	29	21

资料来源: 摩根士丹利研究部。

附表4

#### 领先的移动电话市场 - 2002年

国家	移动电话(百万)	2002年增长	普及率	在世界上所占的比例
1 中国	207	43%	11%	18%
2 美国	141	10	50	13
3 日本	79	9	57	7
4 德国	60	6	68	5
5 意大利	49	0	85	4

资料来源: 摩根士丹利研究部。

附表5

#### 领先的固网电话市场 - 2002年

国家	固网电话(百万)	2002年增长	普及率	在世界上所占的比例
1 中国	214	20%	17%	20%
2 美国	177	(4)	63	17
3 日本	62	2	49	6
4 德国	57	3	68	5
5 印度	40	6	4	4

资料来源: 摩根士丹利研究部。

附表6

#### 处于领先地位的电脑装机市场 - 2002年

国家	Installed PCs(百万)	2002年增长	普及率	在世界上所占的比例
1 美国	198	12%	71%	33%
2 日本	49	11	39	8
3 德国	36	14	43	6
4 中国	29	21	2	5
5 英国	24	9	40	4

资料来源: 摩根士丹利研究部。

附表7

#### 互联网用户市场排行榜 - 2002年

国家	互联网用户(百万)	2002年增长	普及率	在世界上所占的比例
1 美国	162	14%	58%	27%
2 中国	59	75	5	10
3 日本	53	27	42	9
4 德国	34	14	41	6
5 英国	32	33	54	5

资料来源: 摩根士丹利研究部。

## 2. 网站使用率的相对增长势头强劲

### 亚洲主要互联网站使用率很高……

世界上 25 个通信量最大的网站有 9 个在中国，8 个在美国，6 个在宽带使用率很高的韩国，一个在日本，一个在香港（见附表 8 - Alexa 2004 年 4 月的排行榜）。

Alexa 是 Amazon.com 拥有的，它根据使用工具栏的三个月合计的历史访问量数据来提供各网站用户和使用率数据/趋势。据 Alexa 估计，（截止 04 年 2 月），大约有 2000 万 Alexa 工具栏被下载，大约每月有 50 万在使用。收集独立互联网用户和使用率数据的方法在中国还不是很发达，坦率地讲，世界上的大部分市场也是如此。我们希望这类数据收集工具和调查能随着时间的推移不断改进，但目前我们还是使用这些数据并承认存在着偏差和局限性。

比如，Alexa 数据可能有点偏重亚洲国家，因为其结果主要受 Alexa 工具栏选择下载的影响。不过，我们认为这些数据在网站业务量和兴趣上有指示性的意义。另外，值得注意的是，在宽带较为普及的韩国，网站的排行榜如此之高——这充分说明在普及宽带接入后，在线活动就会很活跃和强劲上升。

### 中国互联网使用率的上升应当对通信量的增长起到促进作用……

就绝对数而言，在可预见的未来，中国每年增加的互联网用户可能会超过其他任何国家。所以，仅仅基于核心市场的潜在增长，这些中国网站流量的总体发展势头，就可能超过其他国家。

**全球互联网的领导者 — 比如雅虎、微软、Google、eBay 和亚马逊 — 需要越来越把重点放在中国，因为这个国家的市场规模巨大……**

我们认为，到目前为止，eBay（通过其与中国的 eBay 易趣网的关系）是最有闯劲和最成功的。

附表 8

Alexa — 全球网站通信量排行榜

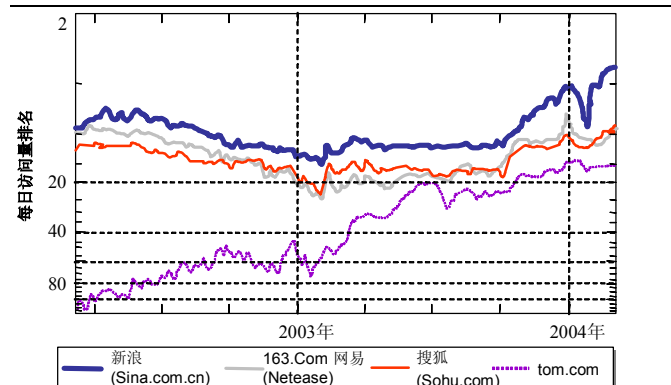
排名	网站名称	国家
1	雅虎! (Yahoo!)	美国
2	MSN	美国
3	Google	美国
4	新浪 (Sina)	中国
5	daum.net	韩国
6	Yahoo! Japan	日本
7	Naver.com	韩国
8	微软 (Microsoft)	美国
9	搜狐 (Sohu)	中国
10	163.com 网易 (NetEase)	中国
11	电子海湾 (eBay)	美国
12	Passport.net	美国
13	3721 (Yahoo)	中国
14	百度 (baidu.com)	中国
15	Tom.com	中国
16	香港新闻集团 (Newsgroup.com.hk)	香港
17	亚马逊 (Amazon.com)	美国
18	腾讯 (Tencent.com)	中国
19	Nate	韩国
20	Sayclub.com	韩国
21	Go	美国
22	世纪龙 (21CN)	中国
23	Bugs.co.kr	韩国
24	中国人 (搜狐) ChinaRen (Sohu)	中国
25	NetMarble	韩国

资料来源: www.alex.com, 04 年 4 月 12 日。

附表 9 列出了 Alexa 提供的主要门户网站的每日访问量。在该表中，我们注意到三大网站 — 新浪、搜狐和网易（即图中的 163.com） — 都保持了相当可观的访问量排名。基本上可以说，这些网站已跻身于全球二十大网站之列。

附表 9

中国 — Alexa 提供的各门户网站每日访问量排行榜



资料来源: www.alex.com, 04 年 4 月 12 日, 163.com 即网易 NetEase.com。

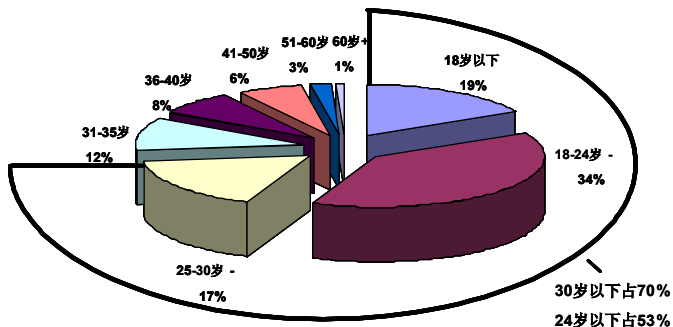
### 3. 比较年轻的用户活跃于互联网

*在网上, 孩子们的使用方式可能预示着所有人的使用趋势……*

中国 70% 的互联网用户是 30 岁以下的年轻人（见附表 10），对他们来说，价格已经可以承受——在某种程度上是因为网吧很普及，而互联网接入的费用比较低。

附表 10

#### 中国 — 互联网用户年龄统计



资料来源：CNNIC，第 13 份关于中国互联网发展的统计调查报告，2004 年 1 月。

#### 中国互联网使用的互动性往往都超过其他一些国家……

根据 CNNIC（中国因特网网络信息中心）（附表 11）统计，虽然电子邮件、搜索、新闻和网站导航在所列出的最经常使用的在线服务中占据了主导地位，但互动服务（包括网上聊天、公告板和游戏）在中国也是经常使用的；不过 PC 至电话的 SMS 作为一种通信方式，使用率要低于更受欢迎的电话至电话的 SMS。从使用方式可以看出，在不以自我表现和互动见长的中国文化中，互联网为增加互动性开辟了天地。另一方面，与美国的用户相比，中国的用户很少使用在线商务和在线音乐。

附表 11

#### 中国 — 最经常使用的在线服务

网上服务	调查回复者%
电子邮件	88%
搜索引擎	62
新闻	59
网站/网页导航	47
网上聊天	39
软件下载/上载	39
社区公告栏/论坛	19
学校和同学公告栏/论坛	16
网络游戏	15
多媒体娱乐（MP3, FLASH 等）	8
网上购物	7
网上教育	6
个人网站	5
网上招聘	5
网上银行业务	5
电子杂志	4
短信	4
股票交易	4
视频播放	4
网上实况转播	2

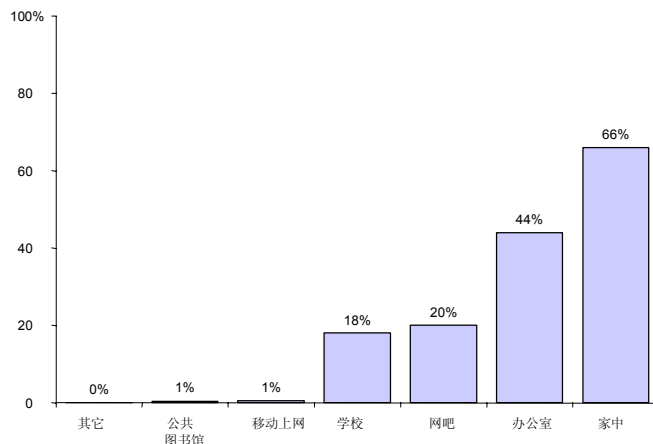
资料来源：CNNIC 第 13 份关于中国互联网发展的统计调查报告，2004 年 1 月。包括前 12 次调查时所收集的数据。这次调查采用了多种调查方式，包括计算机自动搜索，在线内容、在线抽样，内容和有关组织报告的数据。允许被调查者选择多个答案。

#### 中国的年轻人喜欢在网上进行社交，而且往往和线下的半社交环境结合在一起……

我们不能低估中国互联网的社交功能。就网上用户在网结交而不见面的朋友平均人数而言，中国在世界列在第一位，这说明网上社区和互连互通在中国市场的重要性（参见附表 13）。可以想象的到，中国推行“独生子女政策”在某种程度上造成了这种趋势。在中国有“一张嘴，六个兜”的说法。这是说作为独生子女的年轻人是有经济来源的，这是因为父母、祖父母和外祖父母都有收入，而且他们很关注孩子的幸福。人们不仅在网上与他人交往，而且经常聚集在网吧进行交往。中国互联网用户有 20% 去过网吧（见附表 12）。

附表 12

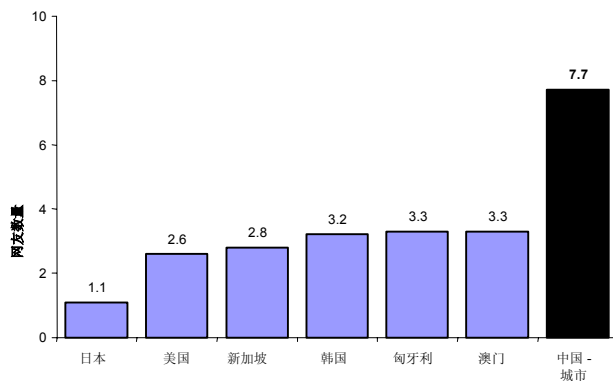
## 中国 — 按接入地点分类的互联网用户比例



资料来源：CNNIC，第 13 份关于中国互联网发展的统计调查报告，2004 年 1 月。允许被调查人在接入地点上作出多个回答。

附表 13

## 从未见面的网上朋友的平均人数



资料来源：世界互联网项目，UCLA 通信政策中心，2004 年 1 月。

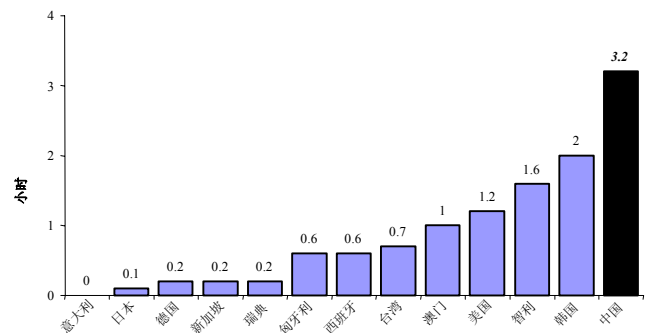
在中国，网吧是上网的重要场所。据 Viktor Ma 估计，在中国有 20 多万个网吧，使用着近 500 万台电脑。Viktor 认为，网吧大部分都不在大都市，而在一百万至四百万人口规模的二级城市。这些地区的收入水平和家庭电脑普及率要低于东部沿海地区的大城市。城市里大批外来务工人员使网吧用户的队伍进一步壮大。很低的上网费吸引了大批新用户。在一些地方，

比如说重庆，网吧每小时的收费仅为 0.30 元人民币（0.03 - 0.04 美元）（见附表 17）。

中国政府对网吧的“非法”上网十分关注。警方对互联网的访问量进行监测，并定期在全国各地对非法网吧进行打击，但是未能阻止这一业务的发展，不管是有执照的，还是没有办理执照的。为了监管和铲除网吧领域的较小型经营者，中国文化部在 2003 年颁发了十张执照，以实行全国性的特许经营，并于 2003 年 6 月 5 日宣布暂时不再审批网吧特许经营执照。全国性的网吧特许经营需要至少 600 万美元的注册资金，要在两个省、自治区或直辖市开办至少 20 个分店。另外，所有的网吧至少要距离中小学校 200 米。迄今，中国联通是唯一获得了全国性特许经营计划的公司。该公司准备在 2003 年开 700 个网吧，2004 年增加到 150 - 200 个直接拥有的分店和 2,500 - 2,800 个特许经营分店。

附表 14

## 互联网用户每周在其他地点的平均上网时间（家中/工作单位/学校除外）



资料来源：世界互联网项目，UCLA 通信政策中心，2004 年 1 月。

值得注意的是，在家中/工作单位/学校之外的每周平均上网时间方面，中国在世界排名第一（见附表 14 - UCLA 最近发表的世界互联网项目报告）。这些数据进一步证明网吧和手机上网在中国市场的重要性。

### 在通常情况下,孩子并没有很多的可支配收入 — 中国也不例外……

虽然中国较低的相对收入决定了总体消费者购买力和企业购买力,但中国在互联网上的购买力特别低是因为主要是年轻人上网。中国互联网用户年龄比较小,这影响到了互联网使用的方式和在网上花钱的数额。据中国因特网网络中心(CNNIC)统计,大约有66%的互联网用户每年的收入低于180美元(1,500元人民币)。谢国忠还补充说,中国家庭月平均收入为195美元(1,600元人民币),农村地区平均为110美元,城市地区为350美元。

### 没错,是小数目,但聚沙可以成塔……

许多迎合年轻人的、通信量很大的收费服务(包括手机铃声和短信、游戏和约会等基于网上社区的体验)价格都很低。如附表15所示,就主要的中国互联网门户网站而言,与短信和游戏业务相关的收入流已开始增加。

附表 15

#### 中国 — 03 年第四季度互联网门户网站收入分类

公司	收入(百万美元)	广告	短信	游戏/其它
新浪(Sina)	\$38	34%	60%	6%
搜狐(Sohu)	25	39	58	4
网易(NetEase)	20	16	40	44
Tom Online	18	3	82	15

资料来源:公司报表,搜狐把游戏包括在短信里,游戏在03年第四季度的收入中还不到2%。

盛大网络最近向美国证监会提出的F1文件称,其在线游戏的价格是每小时0.28-0.55元人民币(0.03-0.07美元)。一段时间(2-30天)不受限的接入费用为5-45元人民币(0.60-5.44美元)。假定在线游戏玩家每周平均玩9-10个小时,上网费每小时为0.24美元,那么玩家每周只需支付2.90美元。在这种框架下,盛大网络04年第一季度的有效付款账户达到1120万个。付款一般是根据使用情况,付款方式为预付卡/虚拟卡或包括在手机每月账单内的小额付款。

上网和与手机连接时的娱乐、潇洒和低费用,似乎迎合了中国年轻人的心理。由于互动性在线服务使用小额付款,因此互联网造就了中国第一个没有猖狂盗版问题的技术市场。据商业软件联盟估计,中国有90%

以上的应用软件是非法复制的,而世界平均比例为39%。

### 中国的在线游戏在迅速发展……

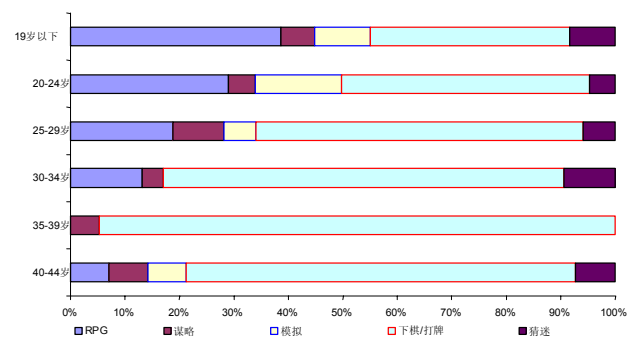
如附表11所示,在线游戏对年轻人来说是一个很大的市场机会。虽然许多行业数据有很大的随意性,但温天力估计中国目前大约有1500-2000万在线游戏玩家,其中有400-500万是付费的,他们要探索的电子世界,比如盛大网络的《传奇II》或网易的《大话西游II》。这些受欢迎的游戏,与市场上出售的许多游戏一样,都属于“大型多玩家在线角色扮演(MMORPG)”。第一人称的枪手在网吧也很受欢迎。其他的在线游戏选择有快捷简单的插板式游戏,但从历史的情况看这类游戏不太赚钱。

据IDC称,中国在线游戏玩家的平均年龄是23岁,作为外国游戏许可者和本国游戏开发商的网易则称,它的用户有50%是在网吧里玩游戏。从附表17可以看出中国在线游戏目前的市场架构,以及开发商、运营商、运营商和网吧之间的收入分配关系。

温天力认为,中国人对在线游戏的兴趣在某种程度上是年轻人的一种文化心理现象,这是因为在线游戏玩起来可以天马行空,与中国严格的教育制度形成了鲜明的对照。另外内容也是成功的,中国神话和武术的传统是受欢迎的原因之一。

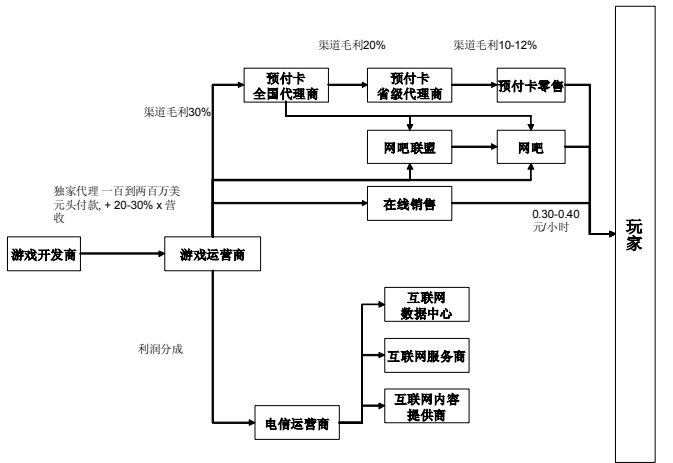
附表 16

#### 中国 — 不同年龄组所玩的在线游戏



资料来源:ChinaLabs.

附表 17  
中国 — 在线游戏的价值链



资料来源：摩根士丹利研究部，Eric Wen。

附表 18  
中国 — 在线游戏的市场份额

(以百万美元为单位)

服务提供商	2001年 收入	2001年 市场份额	2001年 排名	2002年 收入	2002年 市场份额	2002年 排名
盛大网络 (Shanda Networking)	\$16	34%	1	\$30	31%	1
华义 (Waei)	11	24	2	17	17	2
Enix 软星 (Enix Softstar)	0	0	9	12	12	3
中国网龙 (Online-game)	3	6	4	7	7	4
亚联 (Asiagame)	2	5	5	4	4	5
联众 (ourgame)	3	8	3	4	4	6
第三波 (AcerTWP)	1	3	6	3	3	7
网易 (NetEase)	0	0	9	3	3	8
游戏橘子 (NC Gamania)	1	2	7	2	2	9
昱泉 (Interserv)	1	2	8	1	1	10
其它 (Others)	7	15		15	15	

资料来源：IDC，2003 年第一季度。可能没有体现公开宣布的结果。

虽然在线和离线游戏需求很容易搞清楚，但我们认为，在线游戏还有很大的发展空间。从供应商的角度看，小额付款为游戏开发商提供一种比卖单机游戏更赚钱的选择。把这一供应因素与高成本的游戏机硬件和网吧在线游戏的社会现象加在一起考虑，人们就可以明白为何在线游戏看来是可以为年轻人提供互动的最佳市场机会。这一市场上的领先者在 2001 年和 2002 年都有很高的增长（见附表 18 中的 IDC 数据）。

据 IDC 称，大部分在线游戏内容是由外国（韩国）内容提供商所主导，这些提供商只是（与中国或台湾的合作伙伴合作）把目前投放中国市场的游戏本土化。虽然韩国的游戏内容在未来一、两年内可能会继续在

市场上占主导地位，但我们认为，从长远来看，会出现更多由本国开发的内容的趋势，其原因如下：

- 据网易等公司称，随着时间的推移，韩国游戏内容的许可和本土化费用已经增加；
- 本国文化内容对本国玩家可能更有吸引力；
- 政府鼓励加大在本国开发上的力度；
- 台湾在历史上曾经有过把本国内容与本土化内容进一步结合的先例，尽管前几年曾出现过媒体受韩国影响的潮流。

附表 19 和附表 20 列出的是目前十大付费在线游戏和目前 beta 测试版（即将作为收费版本发布）的十大在线游戏。要注意的是，韩国的游戏在 beta 测试版的排行榜中占主导地位，这说明其市场领先地位在短期内不会削弱。

附表 19  
中国 — 十大收费在线游戏

游戏	运营商	开发商	原产地
仙境传奇 (RO)	智冠 (Softworld)	GRAVITY	韩国
奇迹 (MU)	九城 (The9)	Webzen	韩国
大话西游II (Westward Journey II)	网易 (NetEase)	网易 (NetEase)	中国
剑侠情缘 (JX/Swords Online)	金山 (Kingsoft)	金山 (Kingsoft)	中国
魔力宝贝 (Crossgate)	软星 (Softstar)	Enix	日本
传奇 (Legend)	盛大网络 (Shanda Networking)	Actoz	韩国
传奇3 (Legend 3)	光通 (OPTISP)	Actoz	韩国
传奇世界 (Legend World)	盛大网络 (Shanda Networking)	盛大网络	中国
金庸群侠传 (Jin-Yong's Legends)	中华网龙 (Chinese Gamer)	智冠 (Softworld)	台湾
石器时代 (Stoneage)	华义 (Waei)	华义 (Waei)	台湾

资料来源：E-Play，截止 04 年 2 月。

附表 20  
中国 — 十大 Beta 测试版在线游戏

游戏	运营商	开发商	原产地
吞食天地 (TS Online)	中华网龙 (Chinese Gamer)	中华网龙	台湾
A3	亚联/海虹 (AsiaGame/Haihong)	Actoz	韩国
梦幻西游 (Westward Journey Fantasy)	网易 (NetEase)	网易 (NetEase)	中国
神之领域 (Asgard)	兆鸿科技 (Zhaoh Tech)	Nexon	韩国
机甲战神 (M2)	瑞乐科技 Qile Entertainment	昱泉 (Interserv)	台湾
绝对女神 (GTH Online)	金玉天立 (Jinyutianli)	JYSTech	韩国
雷霆战队 (Karma Online)	Tom.com	DragonFly	韩国
梦想 (NetDream)	eNet	Codinet	韩国
彩虹冒险 (Survival Project)	欢乐数码 (HappyDigi)	Hanbitsoft	韩国
征服 (TQZF)	天暗数码 (NetDragon)	天暗数码	中国

资料来源：E-Play，截止 04 年 2 月。



**电子游戏是一种热门业务，对销售商来说则充满了挑战……**

虽然我们认为在线游戏作为一个重要发展市场有很好的前景，但并不是所有的新进入者都像盛大网络一样初战告捷，更不要说能开发游戏软件了。

在线游戏公司面临着与本报告提及的其他互联网公司一样的风险——其他分散的市场产生了开发商的执行风险，尤其是在其试图抓住“潇洒时髦”这个移动目标的情况下。温天力指出，目前市场上已经有 54 种 Beta 测试版游戏，而这一市场目前收钱的也仅有 59 款游戏。在线游戏的供应过剩会对资金不多的非多元化开发商造成损害，同时大量质量低劣的产品也会对整个市场造成损害——类似美国频视游戏生产商在八十年代遇到的情况。

而更重要的是，游戏市场会逐渐集中在一些大作上。如果用户沉迷于一种 MMORPG，那么这种游戏就会获得成功，产生隐没成本，从而有助于忠诚度；另外 MMORPG 也可以因网络效应而获得成功。这两个因素预示着即将出现一场争夺市场领先地位的大战。

应当注意一下与成立于 1982 年的美国游戏开发商 Electronic Arts 的比较。Electronic Arts 在增长和市值方面已成为世界上最大的独立娱乐软件公司，但 EA 是直至近几年才被看作为是一家有长期可持续发展的竞争优势的公司。

虽然我们认为在线游戏作为一个重要发展市场有很好的前景，但由于存在这些风险，因此并不是所有的新进入者都像盛大网络一样初战告捷，更不要说能开发游戏软件了。

## 4. 在线媒体的开发仍然处于发展初阶

**相对来说，中国人对新闻流动和信息有特别大的兴趣……**

历史上的媒体管制措施（从电视、印刷到娱乐）为新兴的在线媒体提供了一个特别肥沃的土壤，同时互联网（利用和不利用移动电话）也能提供以前根本无法发送、接收或互动的信息。在一个新闻流动被切断多年的市场上，能够接收信息和并能够表达自己看法的喜悦是不应被低估的。在整个网络上，用户生成的内容（UGC）越来越普遍，越来越受到关注。虽然中国仍然存在政府审查和监督的问题，但审查和监督似乎是针对“有争议的”政见和色情的领域。

如果可以倒退回去看一下中国媒体、技术和互联网的发展过程，就会想起老的编程人员说的一个笑话：“上帝是怎么用六天时间创造世界的？他没有一个用户群。”当然，中国人是一群有热情、有智慧、有好奇心的“用户群”，有悠久的历史和文化，还有辽阔的土地和众多的人口。但互联网能够以便宜和高效的方式提供许多东西，包括获得全球的新闻/信息/娱乐/教育，以互动的方式表达自己的看法，与他人交往，还能在全球范围内直接购买/出售物品，而中国以前却没有这么大的“用户群”。

**让许多人感到惊奇的是，互联网已对实行某种政治变革起到了促进作用……**

温天力指出，互联网在监督和实行政治变革方面起到了一定的作用。由此而来，随着越来越多的中国人逐渐开始设法搜寻没有经过编辑的和有独立见解的信息，并把互联网作为表达对一些问题看法的手段，中国的互联网的使用率提高了。温天力重点谈到以下两个情况，当时互联网对建立公共舆论的论坛起到了促进作用，最后导致积极的变革：

1) 在孙大武的案件中（03年11月），中国河北省的这位成功的企业家被指控非法吸纳银行存款并利用这些存款为自己谋利。孙先生辩称，他真正的罪行是拒绝向当地有关部门行贿。许多中国公民对这一案件作出了反应，就如何处理在无法法律规定时期积累的灰色财富问题展开了网上辩论。

最终，孙先生被处以缓刑和较小的一笔罚款。

2) 在孙志刚案件中（03年3月），这位在广州工作的专业人员因没有带身份证而被警方当作非法外来人员拘捕，后来死在警方的收容所里。在这一事件中，由中国公民率先在互联网展开的讨论，最终使中国人大废除了五十年前出台的“收容和遣返大城市非法外来人员”的法规，在警方收容所殴打孙志刚致死的有关12人因此而被判罪。

**广告客户关注的是眼球 — 过去如此，将来也是如此……**

我们认为，在线游戏、短信、广告和搜索使用率和收入增长的积极发展趋势是令人振奋的。但是，从绝对和相对角度来讲，由于这些市场处于起步阶段，因此收费化水平还很低，尽管目前有向积极方面发展的趋势。我们认为大部分互联网公司在基数方面都面临着同样的挑战 — 寻找有效的方法从数以千万的用户和行动中获取小额的付款。

中国整个的广告和营销市场 — 包括线上和线下 — 似乎没有得到充分的发掘。2003年，广告和营销收入在中国名义GDP中所占的比例为1%，而美国是4%（见附表21）。

我们在分析世界其他地区的情况时，也认为中国的在线广告没有得到充分的发掘。根据附表21中有关在线广告的估算数字，2003年，新浪、搜狐和网易在这一市场上占到了85%。我们估计，在这笔收入中，有80%以上是来自线上广告，其余的来自搜索。与“互动广告局”（IAB）关于2003年美国市场的数据对比，美国在线广告收入有71%是来自核心的在线广告，有29%与搜索有关（2002年为8% — 与上年相比增长了300%以上）。

附表 21  
中国和美国的广告市场

(美元以百万为单位, 数字以百万为单位)

	中国 2003E	美国 2003E
<b>广告和营销服务产业合计收入</b>	<b>\$12,484</b>	<b>\$450,844</b>
按年增长	12%	4%
<b>广告代理商营收</b>	<b>\$5,040</b>	<b>\$54,101</b>
在广告业合计收入中所占的比例	40%	12%
按年增长	5	4
<b>广告和营销服务合计净收入</b>	<b>\$7,444</b>	<b>\$396,743</b>
在GDP中所占的比例	1%	4%
按年增长	17	4
<b>电视广告净收入</b>	<b>\$3,350</b>	<b>\$37,422</b>
有电视的家庭	294	108
在广告合计收入中所占的比例	45%	9%
按年增长	20	1
<b>报纸广告净收入</b>	<b>\$2,527</b>	<b>\$39,576</b>
在广告合计收入中所占的比例	34%	10%
按年增长	14	2
<b>广播电台广告净收入</b>	<b>\$322</b>	<b>\$17,364</b>
在广告合计收入中所占的比例	4%	4%
按年增长	15	1
<b>杂志广告净收入</b>	<b>\$230</b>	<b>\$15,421</b>
在广告合计收入中所占的比例	3%	4%
按年增长	15	5
<b>其它媒体净收入 (户外和移动广告)</b>	<b>\$920</b>	<b>\$4,554</b>
在广告合计收入中所占的比例	12%	1%
按年增长	15	3
<b>网上广告净收入</b>	<b>\$96</b>	<b>\$7,217</b>
在广告合计收入中所占的比例	1%	2%
按年增长	52	20
<b>付费电视 收入 (1)</b>	<b>\$2,399</b>	<b>\$28,200</b>
按年增长	16%	6%
人口	1,287	290
互联网用户	80	185
基本闭路电视用户	90	64
<b>GDP</b>	<b>\$732,760</b>	<b>\$9,684,351</b>
按年增长	8%	3%

E = 摩根士丹利研究预测

资料来源: IDC, SAIC, Zenith Optimedia, 摩根士丹利研究部, 依据的是汇率 = 8.28 RMB/USD.

(1) 包括基本收入、数字广告和溢价, 以及PPV收入。

### 搜索/寻找/获得 (SFO) 在中国才刚刚开始增加……

与美国和欧洲搜索市场相比, 中国的搜索市场还处于较为初级的发展阶段。在美国和欧洲市场上, Google、Yahoo!、eBay、Amazon.com 和微软占了很大的比重。尽管对中国搜索引擎市场份额的领先者没有明确的一致意见, 但 3721 (按 ChinaLabs 的排名是第一) 和百度 (按 iResearch 的排名是第一) 似乎都有很大的影响力 (参见附表 22)。排名之所以不同, 可能是因为所采用的方法不同, —iResearch 可能没有把直接在互联网用户工具栏中进行的 3721 搜索的结果计算在内。iResearch 的结果是通过调查卷的方式获得的, 而 ChinaLabs 的 CLSI 指数则是基于

修订后的 Alexa 排行榜 (如果想要了解更多 Alexa 的情况及其局限性, 请看第二节)。

附表 22  
中国 — 主要门户网站的市场份额

排名	iResearch	比例	ChinaLabs	CLSI 指数
1	百度 (Baidu)	48%	3721	1,456
2	Google	30	百度 (Baidu)	1,008
3	3721	10	搜狐 (Sohu)	58
4	新浪 (Sina)	4	慧聪 (Huicong)	54
5	搜狐 (Sohu)	3	新浪 (Sina)	32

资料来源: ChinaLabs 截止 04 年 3 月, 2003 年 12 月的 iResearch。参见方法说明的原文。

从 03 年第二季度开始, 百度从一些门户网站 (新浪、搜狐、网易和 Tom) 的网址中消失, 其中一个原因是门户网站们希望搜索提供商多样化。门户网站与 Google 或 慧聪/中搜 (一家参与竞争的搜索公司) 成为合作伙伴。

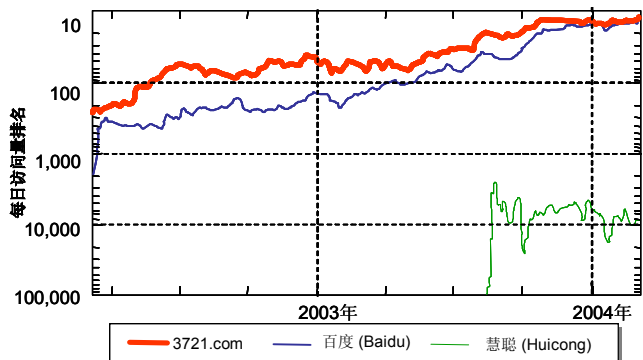
Google 逐渐加大了对中国的投入, 于 02 年 2 月推出了中文版的 AdWords。另外, Yahoo! 于 03 年 11 月收购了中国著名的关键词搜索公司 3721 并于 04 年 1 月宣布与新浪结成在线交易的合作伙伴关系, 而主要原因之一就是加大在中国在线搜索上的投入。

在未来几年里要密切关注中国搜索的竞争态势。由于中国缺少线下基础设施而无法有效地搜寻许多东西, 因此相对的在线机会将会特别有吸引力。

为了证明这一点, 我们对中国主要的搜索网站进行了简单的比较: 3721, 百度, 和慧聪 (最近更名为中搜)。

3721 是中国的一个“实名”关键词搜索引擎, 用户可以在在微软的互联网浏览器中的地址栏里键入公司的中文字 (“实名”), 而不是 URL。要得到 3721, 用户要从 3721 网站下载程序。据截止 04 年 3 月的公司报告称, 3721 已覆盖到 90% 以上的中国互联网用户。3721 之所以受到欢迎, 是因为它为中国用户提供了方便 — 对讲汉语的中国人来说, 记下英文的 URL 是有困难的。安装了 3721 之后, 用户就可以键入中文字, 从而简化程序, 比如键入计算机生产商“联想”二字, 即可直接进入该公司的网站。

附表 23  
中国搜索引擎每日业务量排名趋势



资料来源: www.alexa.com, 04 年 4 月 11 日。

百度是一个中文搜索引擎。百度通过自己的网站提供网页、新闻、mp3、图象和本地搜索。百度利用可以在窄带网络上提供中文内容的软件,能够区分两和三个字的中文姓名。该公司还通过自己的网站提供搜索引擎代理服务和安插按点击率付费的广告。

慧聪/中搜是一些较大门户网站的搜索提供商,它可以放在电脑桌面,这样用户就可以在 Microsoft Word、Excel 和 PowerPoint 中进行搜索。在附表 23 中并没有充分计入这两种搜索方式。除了其他局限性之外, Alexa 显示的只是网站的业务量,而通过一个较大的门户网站进行查询所产生的访问量可能是记入该门户网站(而不是提供结果的搜索引擎),而产生于 Microsoft Office Suite 的搜索业务量可能根本就没有计算在内。

数码相机的搜索结果  
三个中国搜索引擎

附表 24  
3721 — 数码相机的搜索结果



资料来源: www.3721.com, 04 年 2 月 27 日。

附表 25  
百度 — 数码相机的搜索结果



资料来源: www.baidu.com, 04 年 2 月 27 日。

附表 26  
慧聪/中搜 — 数码相机的搜索结果



资料来源: www.zhongsou.com, 04 年 2 月 27 日。

## 5. 把手机与互联网连接起来的无线短信业务正处过渡阶段,发展前景依然可期

### 中国可能还将继续在移动电话与互联网之间互连互通上占有越来越大的规模优势……

移动电话的销售在中国出现强劲的势头,其原因是移动电话的价格已可以承受,而且还可以向人们提供前所未有的互连互通和娱乐。中国目前是世界上最大的移动电话市场(2003年为2.69亿部,与上年相比增长30%)。我们时常听到的一句话是,中国的互联网市场之所以不同,不仅因为移动电话和互联网用户很多,而且还因为移动电话用户与互联网用户的比例很高,以及中国人如何利用互联网实现与自己的移动电话的通信。

2003年,中国的移动用户与互联网用户的比例3.5:1,没有一个大的市场可与中国相提并论(见附表27)。仅仅根据数量、兴趣和发展势头,中国就有可能在移动电话与互联网之间互连互通/短信上占有越来越大的规模优势。令人瞩目的是,中国在这么短的时间里就占据了领跑地位。中国目前的市场普及率还比较低,因此这场比赛(和随后的较量)还只是刚刚开始。

摩根士丹利亚太地区电信分析师 Mark Shuper 和蔡慧指出,越来越快的移动下载速度将会促进无线增值业务(WVAS)的创新。中国移动电话提供商为数不多且各自割据一方,在美国,有多家全国性运营商,中国与美国的市場相比,更容易采用和实行标准,并将因此从中受益。通过为软件和内容开发商提供有吸引力的收入分成协议,中国的移动提供商可以确保自己的短信平台系统能继续发展和兴旺。与所有的移动电话公司一样,中国移动和中国联通的重点是增加自己的ARPU(每个用户的平均营收),它们认为无线数据业务收入的增长(03年第四季度,中国移动为8%,中国联通为5%)是重要发展机会。

附表 27

### 移动电话和互联网用户的主要市场

国家	移动电话 (百万)	互联网 用户 (百万)	手机与 互联网 用户 比率	电脑 装机 (百万)
中国	207	59	3.5 : 1	29
美国	141	162	0.9 : 1	198
日本	79	53	1.5 : 1	49
德国	60	34	1.8 : 1	36
英国	49	32	1.5 : 1	24
意大利	49	20	2.5 : 1	12
南韩	32	26	1.2 : 1	13

资料来源: 摩根士丹利研究部 - TMT 产品与服务的全球市场规模 - 03年9月; 2002年年底的数据。

### 中国目前在 SMS 短信量上是第一大市场,这促使互联网门户网站的收入大幅增长……

中国互联网的领先者都在通过内部计划和一系列收购,来增加对短信业务(SMS)市场的投入。中国移动2000年开始提供中国最初的SMS短信服务。在2001年这一年中,新浪、搜狐、网易和Tom Online等门户网站推出了首批基于网络的与移动电话提供商的SMS连接。新浪为了大力发展自己的SMS业务,于03年1月收购了移动增值业务提供商广州讯龙MeMeStar,04年3月又收购了网兴科技Crillion。Tom Online通过03年第四季度收购雷霆无极的无极网络,使用户基数增加了一百万。雷霆无极的无极网络是一家无线互动语音应答(IVR)服务提供商。要了解该业务,请参见附表28。

根据公司报告,截止03年第四季度,四家专业的互联网公司支持着总计为3400万SMS用户(占总数的26%),其中新浪排在首位,达到1100万,其次是搜狐(1000万),Tom Online(900万),网易(400万)。

附表 28

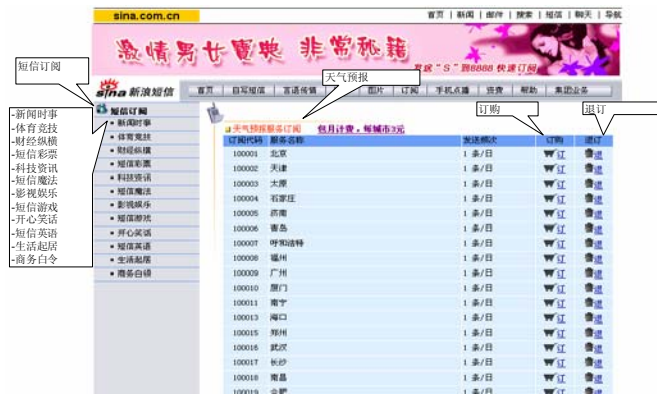
### 无线短信的产品分类

产品	说明
SMS	• 基本的文字短信
MMS	• 照片/图形短信
WAP	• 网上浏览(包括搜索)
IVR	• 获得语音信息和娱乐

资料来源: 摩根士丹利研究部。



附表 29  
新浪网 — SMS “推送”内容的实例



资料来源: www.sina.com

互联网上有各种内容（包括新闻报告和笑话），而门户网站可以使自己的用户（利用无线短信服务）十分方便地把内容发送给移动电话用户，反之亦然。如果想了解一般用户注册的方法，比如把新浪上的每日最新天气预报发送到手机上，请参见附表 29。短信和相关产品/服务的市场充满了活力；许多创业公司，比如掌上灵通 Linktone，注重的是创建/出售移动电话专用的增值业务（VAS），从而促进了创新。

SMS 短信分为两大类：

1) **手机至手机短信**。当一个移动用户向另一个移动用户发送一条 SMS 时，由发送方交费，每发送一条短信平均为 0.012 美元（0.10 元人民币）。门户网站没有介入这类业务；

2) **电脑至手机的短信**。当移动用户从一个网站“下载”内容（比如手机铃声）时或者当网站向手机“发送”内容（比如每日最新的天气预报）时，向移动用户收取的内容费用是 0.12 美元至 0.60 美元（1 - 5 元人民币），这笔收入打到移动用户的账单 再由移动提供商向门户网站分成支付。这类短信可以和手机至手机短信区分开来。

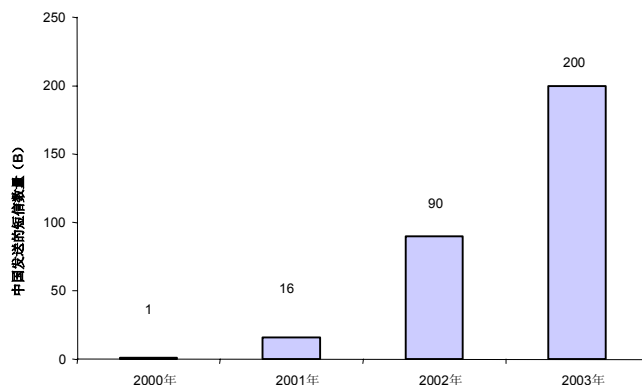
附表 30  
中国 — 门户网站的收入与无线计费

	收入	WVAS 收入	WVAS 占收入的 %
新浪 (Sina)	\$114	\$64	56%
搜狐 (Sohu)	80	47	59
Tom Online	77	56	72
网易 (NetEase)	66	32	49
<b>合计</b>	<b>\$337</b>	<b>\$199</b>	<b>59%</b>
<b>按年增长</b>	<b>171%</b>	<b>318%</b>	<b>19</b>

资料来源: 公司报表, 2003 年。WVAS 在收入所占比例的合计是 WVAS 按年增长的平均比例, 因为收入比例为百分点。

2003 年, 中国的门户网站的总体收入和无线收入增幅十分可观 (见附表 30)。请注意, 来自无线服务的平均收入比例幅度很大——2002 年为 40%, 2003 年增加到 59%。

附表 31  
中国 — 估算的 SMS 短信数量



资料来源: 摩根士丹利研究部。

总而言之, 短信使用的增长十分强劲, 2003 年 1.3 亿以上的注册用户发送了大约 2000 亿条短信, 与上年相比增加了 122% (参见附表 31)。75% 以上的 SMS 通信是在移动电话之间进行的, 其余的估计是在 PC 发给手机或手机发给 PC 的。

据 Mark Shuper 说, 有一半的中国移动电话用户开始发送个人至个人的 SMS, 大约有三分之一的用户在自己的手机上使用非 SMS 数据业务。相比之下, 大约有 80 - 90% 的日本手机用户目前通过 DoCoMo's i-Mode 服务或其竞争对手提供的服务来获取某种形式的无线数据。



为了表明无线增值业务市场有多大的发展，我们重点分析了一个类似的相关市场——手机铃声市场。据 ARC 集团估算，2003 年全球可下载手机铃声市场产生了大约 30 亿美元的收入（与上年相比增加了 40%）。这方面的估算有很大的差异。ARC 集团的估算是假定大约出售了 60 亿手机铃声，平均售价为 0.60 美元。据 Durlacher 和 ARC 集团估算，普及率最高的地区是欧洲，占到了 63% 的市场。

*不过，2003 年 SMS 的增长在放缓，其原因是出台了大量的法规，监管方面也有变化，再加上向新一代无线业务过度……*

蔡慧指出，监管风险仍可能是中国短信业要面临的现实。监管部门是信息产业部（MIIT）。该部门似乎不太关注特许经营，而是密切关注互联网的内容——禁止敌对的政治观点和过份的内容。

03 年第三季度，信息产业部下令清理有伤风化的内容，结果导致整个行业的 SMS 业务量大幅度下降，在三至六个月的时间内影响了门户网站的收入增长。在附表 32 中，我们列出了 Tom Online 增长放缓的实例，这是在 04 年 3 月 F1 文件中披露的——尤其要注意的是 SMS 付费订购净增长率下降，03 年第二季度为 300 万，03 年第四季度下降到 100 万，订户平均下载数量 03 年第一季度为 15 条，03 年第四季度下降到 8 条。

附表 32

## Tom Online — SMS 经营数据

(除下载订户之外，统计数字以百万为单位)

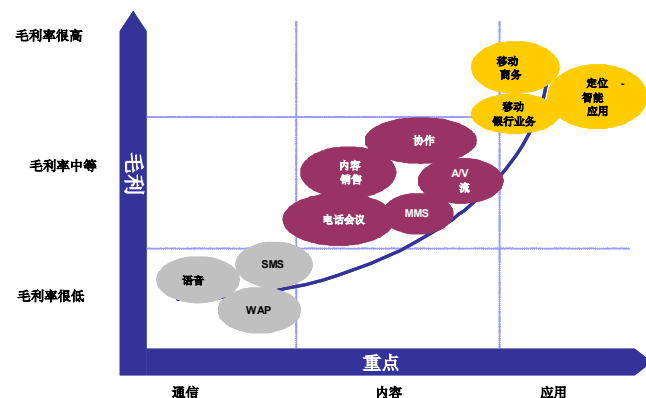
	03年第一季度	03年第二季度	03年第三季度	03年第四季度
注册用户	16	18	22	27
新用户	--	2	4	5
短信订阅	6	9	9	9
短信净增长	--	3	(0)	1
短信下载	83	89	79	73
下载/用户	15	10	9	8

资料来源：公司报告。

蔡慧认为，随着新一代业务发展势头的增强和 SMS 增长的放缓，随着移动业务从基本通信向内容和应用过渡，中国可能会利用新一代无线短信技术（包括彩信业务 [MMS]，无线应用协议 [WAP] 和互动语音应答 [IVR]），成为领导者之一，尽管新一代产品及服务的较高价格会抑制发展势头。

附表 33

## 中国 — 移动平台的演变



资料来源：IDC 2003。

不过，消费者还需要一些时间从 SMS 向高档的应用过渡，这在某种程度上是因为 MMS/WAP 产品的价位较高，加之中国手机用户对价格十分敏感。以下的看法也证明了这一点：即中国的短信收费水平，与全球标准相比已经很低（见附表 34），不可能进一步下降，因为移动运营商目前在实施“一揽子计划”，以增加使用量。

附表 34

## 中国 — 亚太地区其他国家的短信收费

(美元)

	短信 每条信息	MMS 每条信息
中国	\$0.01	\$0.24
澳大利亚	0.16	0.59
香港	0.06	0.64
韩国	0.03	0.86
新西兰	0.14	--
菲律宾	0.02	0.27
新加坡	0.06	0.50
泰国	0.08	0.26
台湾	0.09	0.29

资料来源：摩根士丹利研究报告，蔡慧，数字为美元。

*中国向 MMS 和新一代无线业务过渡，给门户网站带来了机遇和风险……*

由于信用卡和网上支付系统的使用在中国受到限制，因此门户网站很难直接从用户那里收取内容费用。因此，门户网站通过移动电话提供商来获得与短信相关

的计费收入。在目前的交易中，移动提供商把大约这类收入的 80 - 85% 汇给互联网公司（见附表 35）。虽然有人担心移动公司会提出更苛刻的条件，但近期的威胁是有限的，因为移动运营商从点对点 SMS 中获得的收入要大得多。有人认为，每发送一条点对点短信，就会产生“乘数效应”，因为手机短信的接收者经常把短信再转发给其他用户。对这些增加的短信，移动电话提供商并没有与门户网站分享收入。

据 IDC 统计，彩信 MMS 的金额 2003 年增加到 2.21 亿美元（与上年相比增长了 84%）。随着 MMS 金额的增加，运营商可能会重新考虑以前的收入分成协议（见附表 35）。虽然蔡慧认为不能排除移动电话运营商要求提供收入分成比例的风险，但这不可能是近期的威胁。

中国移动和中国联通的无线数据收入主要是来自服务提供商（SP）带来的额外接入时间和传输费；内容分成收入在总体收入中仅占很小的比重。因此，我们认为，移动运营商会使服务提供商的经济利益得到充分的保证，从而进一步对使用起到刺激作用。

新的移动电话运营商——中国电信和中国网通——如果在未来 12 - 18 月内获得 3G 移动电话许可证，就有可能进入这一市场。这种竞争在某种程度上也会缓解潜在的收入分成压力。将来，移动电话运营商与服务提供商之间的关系应当是多方对多方的关系。

总而言之，消费者对有线和无线互连互通的需求增加，将有可能继续推动互联网和移动电话公司在新产品计划上进行合作。在许多领域，亚洲的市场——包括中国在内——将会领先一步。尽管如此，与韩国和日本相比，中国在数据业务的增长上还会有很大的空间。如果我们把韩国电信和 NTT DoCoMo 作为地区数据使用的参照标准，那么这种增长趋势是有吸引力的（见附表 37）。

附表 35

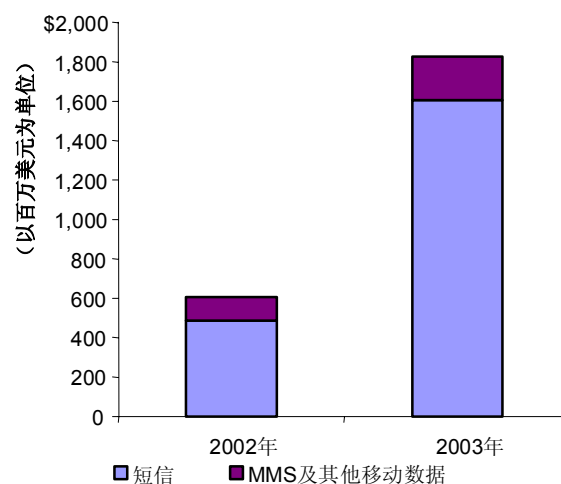
## 中国 — 短信收费，收入分成安排

服务提供商	内容收费		收入比例	传送收费 每条信息 收费
	每条信息 收费	每月订购 收费		
短信（中国移动）	0.012-0.242	0.242-3.625	85%	0.006-0.010
短信（中国联通）	0.006-0.242	0.242-3.625	83	无
MMS（中国移动）	0.036-0.483	0.604-4.833	85	0.016-0.036
WAP（中国移动）	--	0.242-1.208	85	无

资料来源：Tom Online F-1。（1）内容费用的分成比例在 55% 至 83% 之间，不过，2003 年，Tom Online 通过中国联通的平台向用户提供无线数据服务，所得到的内容费用基本上都是 83%。

附表 36

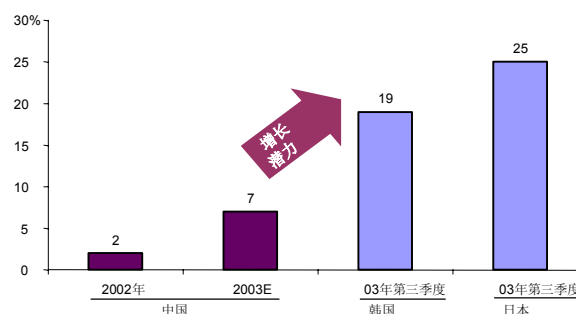
## 中国 — MMS 与 SMS 收入分类



资料来源：IDC。

附表 37

## 中国 — 运营商收入的%数据与韩国和日本的对比



资料来源：IDC，NTT DoCoMo - 日本，韩国电信 - 韩国。

## 6. 对宽带的认知度迅速上升

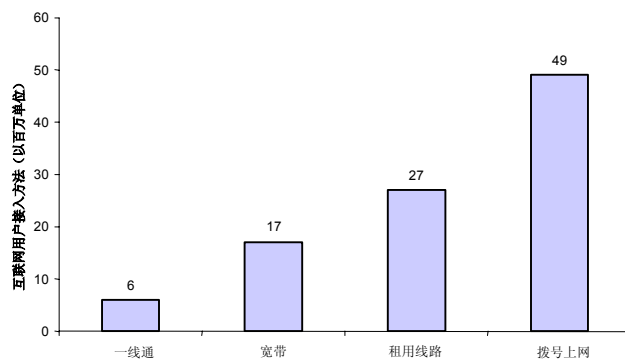
### 宽带增长仍然是提高互联网使用率的关键……

虽然中国的宽带技术与海外的速度仍有很大的差距——平均为 500 Kbps，而全球其他市场宣传的达到 1.5 - 2.0 Mbps（日本高达 46 Mbps）——但据 CNNIC 统计，中国宽带用户数量 2003 年还是上升到 1700 万（与上年相比增长了 164%）。

据 Mark Shuper 和蔡慧估计，中国的宽带接入有 80% 以上是基于 ADSL，平均上网速度为 500 Kbps。根据中国电信 2003 财年的数字，每个宽带用户平均缴费为 18 美元/月。中国网通（CNC）是中国北方十省主要的基于 ADSL 的宽带接入提供商。它预计，随着更便宜的月收费方案（比如每月使用 30 个小时收费 10 美元）的推动，宽带用户的数量将继续快速增长。我们认为，宽带的增长仍将对互联网使用的发展至关重要，这是由于两个简单的原因：1) 高速；2) “始终开启”功能。此外，政府重视、在线用户体验普遍改进、在线游戏猛增和宽带服务方案有可能捆绑更多服务相关的增长促进因素应当成为增长的催化剂。

附表 38

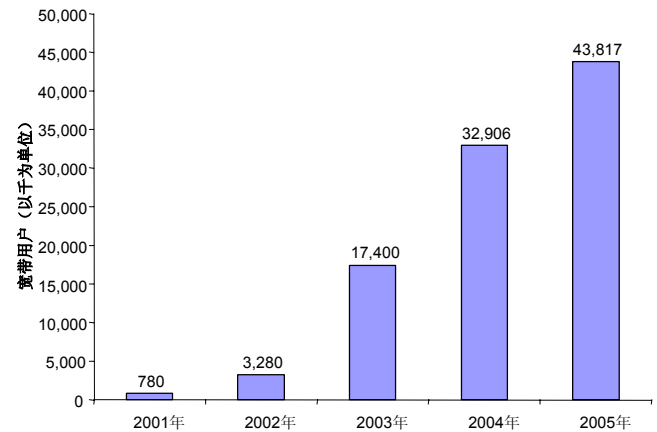
### 中国 — 互联网用户的上网方式



资料来源：CNNIC 第 13 份关于中国互联网发展的统计调查报告，2004 年 1 月。每一种类都重复计算了使用多种方式的用户，因此所有种类的总数 (9900 万) 要高于合计用户数量 (8000 万)。租用线路 = 用户先通过以太网接入局域网，再通过专用的租用线路接入互联网。宽带 = 用户使用 xDSL、有线调制解调器等。

附表 39

### 中国 — 估算的宽带用户



E = 摩根士丹利研究预测。

资料来源：CNNIC，蔡慧

蔡慧指出，中国电信和中国网通计划 2004 年财年将其宽带用户基数增加 1500-2000 万，到 03 年第四季度合计的基数为 1100 万。在附表 39 中，我们提供了估算的中国宽带用户数据，并指出 2003 年用户人口与使用人口比率为 63%。

### 宽带增长意味着在线游戏的增长，反之亦然……

如果韩国的互联网使用情况可以预测中国互联网使用趋势，如果中国主要游戏公司可以保持增长势头，那么公平地讲，在线游戏与宽带接入的增长就应当是相互依存的。在线游戏应当是中国宽带应用的重要促进因素，而宽带使用也应当促进在线游戏的上网娱乐时间。

与中国相比，韩国的宽带应用率和在线游戏普及率都比较高——2002 年，玩在线游戏的互联网用户为 45%。据 IDC 统计，大约有 32% 的韩国互联网用户为在线游戏付费，付费在线游戏所产生的收入为 2.89 亿美元。不过，在绝对数量上，中国的市场由于其规模很大，因此可以超过这些数字，尽管普及率还低得多。中国主要的游戏公司盛大网络，自称截止 2003 年 12 月其游戏的非唯一注册用户达到 2.36 亿，同时在线人数 (concurrent usage) 高达 120 万。2003 年，盛大网络的收入增加到 7200 万美元，与上年相比增长 66%（参见附表 40 中盛大网络的经营数据）。许多韩国提供商通过特许协议与中国公司结成合作伙伴关系（比如盛大网络与 Actoz/Wemade 在《传奇 II》上

取得的成功，尽管两家公司目前陷入激烈的诉讼之争，还有九城与 Webzen 通过 9Webzen 和 GameNow 取得的成功），另外许多韩国提供商以前也曾与台湾的公司结成合作伙伴关系（比如游戏橘子 Gamania 与 NCsoft，目前以 NC Gamania 进军中国市场）并取得同样成功的结果，

随着中国宏观经济环境（家庭收入、家庭平均媒体支出等）的改进，游戏环境也可能发生很大的变化，因为它受到其他互动娱乐选择的影响，包括游戏机。换言之，在线游戏的市场机会不应当减少，但目前存在的和近期将出现的市场机会形式可能要重新界定。

附表 40

**盛大网络 — 财务和经营数据**

(以千美元为单位)

	2001A	2002A	2003A
收入	\$550	\$39,414	\$72,490
按年增长%	92%	7067%	84%
注册账户	1,900,000	88,000,000	236,000,000
按年增长%	--	4532%	168%
高峰同时上网用户	72,035	627,276	1,185,844
按年增长%	--	771%	89%
平均同时上网用户	43,736	278,186	683,917
按年增长%	--	536%	146%
MMORPG用户每小时平均收入 (2)	\$0.014	\$0.017	\$0.021
按年增长%	--	17%	21%

资料来源：盛大互动娱乐公司的 F1 文件，04 年 4 月 2 日。

(1) 以不同的名称玩游戏，用户必须注册新的账户，在一个名称下，用户可能会有多种账户。

(2) 根据盛大网络所报的资料，为了保证按年的一致性，汇率是根据 03 年 12 月 31 日 8.2767 元人民币/1 美元计算的。所报的资料注明是人民币账户。

今天的社交环境已经由网吧在线游戏所营造，而仅仅 20 - 30 年前，类似的社交环境在美国还是由游戏大堂所营造。IDC 的报告称，由于亚太地区其他国家存在着有在家中玩游戏和在社会上玩游戏两种方式 — 比如韩国，有 92% 的在线游戏玩家在家中玩，有 57% 的到网吧玩 — 中国的在线游戏市场在未来几年里很可能从公开场合玩游戏转向私下场合玩游戏。虽然盗版和费用问题仍然妨碍游戏机的使用（时间会证明），但个人宽带接入可能会促使市场结构、甚至年龄结构发生变化。这种关系是双向的 — 随着越来越多的玩家希望在家中上网玩游戏，在线游戏市场也会促进宽带市场的发展。

## 7. 电子商务刚刚起步，而且有管制措施

### 中国电子商务的使用率还很低……

只有 21% 的中国城市互联网用户从网上购物，而美国则有 38% 的互联网用户从网上购物（参见附表 41）——中国的这个数字可能是夸大的，因为人们购买的产品不同（比如中国的手机铃声和约会服务等虚拟产品与美国的书籍和电影等实物产品）因此没有可比性。

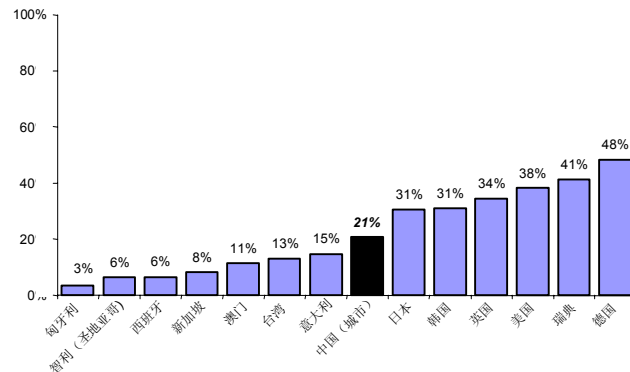
中国的企业对企业（B2B）、企业对消费者（B2C）和消费者对消费者（C2C）电子商务普及率，在某种程度上受到中国基础设施限制因素的制约，这些限制因素其中包括：1) 信贷/支付系统不健全；2) 物流/配送系统效率不高；3) 诚信度不高；4) 安装 PC 的基数小；5) 收入水平低。

虽然中国在线媒体的发展可能比美国要落后几年，在线游戏和无线通信的发展可能又比美国要领先一年多，但从目前情况下，中国电子商务的发展比美国要落后四年多。

中国电子商务的利好消息是，就总体而言，中国网下和网上的物质及金融基础设施的建设还没有完成。我们认为，互联网将影响到中国未来的消费者和企业理财方式、物流和批发/零售和配送的发展，这种影响是不应低估的。

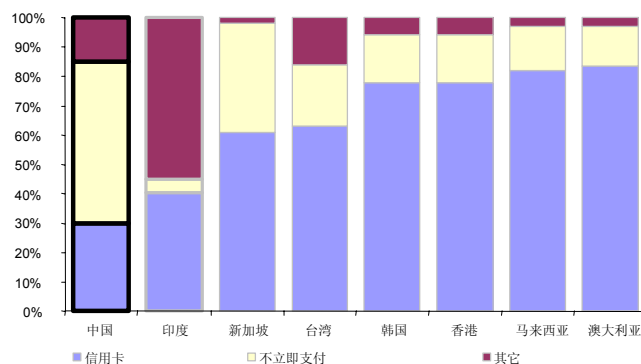
此外，正如 eBay 易趣网在中国所证明的，电子商务并不仅仅是交易。几年之前，eBay 易趣网 90% 以上的交易量是在城市地区（一般是计算机这类产品），而今天有一半以上的交易是在农村地区。化妆品、珠宝和服装是 eBay 易趣网站上列在前列的产品。有趣的情况是，eBay 易趣网在逐渐成为引领时尚潮流的网站（和教育网站）——偏远地区的人们不仅可以发现流行的东西，而且还能够发现和购买过去得不到物品。

附表 41  
从网上购物的互联网用户比例



资料来源：世界互联网工程，UCLA 通信政策中心 — 2004 年。

附表 42  
亚太地区 — 按地区划分的互联网网上购物者的付款方式



资料来源：IDC, Marco Polo Survey, 2003 年。

在美国和其他发达国家，eBay 通过难以寻找的、古老的、有收藏价值的物品及二手商品和削价的季节性零售产品的交易，已使交易量达到可观的程度。在中国，由于许多消费者很难在网下找到季节性零售产品，因此，相比较而言，这一市场对中国的 eBay 易趣网来说要比其他许多市场大得多。



### 中国在电子商务上落后的五个原因……

- 1) **信贷/支付系统不健全** — 中国是一个以现金支付为主的经济体，一是因为担心交易双方的欺诈，二是因为金融服务行业不发达。据 CNNI 称，在互联网上，网上支付在网上交易中仅仅占到 36%，付现金提货和邮局汇款则高达 50%。参见附表 42 中国网上购物支付方式与亚太地区其他国家的比较。

根据中国银联的数据，截止 2003 年，流通的银行卡为 6.5 亿张，其中大部分是借记卡或储蓄卡，其中 480 万张是真正使用的信用卡（没有存款要求，而且是循环信贷）。

中国网上支付系统的发展可能还需要很长的时间 — 我们在第 33 页上谈到一些关键的问题。

- 2) **物流/配送系统效率不高** — 与较发达的国家相比，把产品从甲地送到乙地，在中国并不总有高效率的办法。

经合发组织 (OECD) 对中国的物流/配送问题作了如下的总结（参见本报告第 58 页）：

*中国与经合发组织国家在配送上的发展差距是很大的。中国的配送行业还处于初级阶段。最能证明这一点的例子是：如果一家公司有两个仓库在两个地方，产品一地送到另一地，那么当地税务局总是把这种转运视为销售，要征收相应的税款。*

据温天力说，虽然全国邮政网络（中国邮政）在中国有很大的覆盖面并作为主要的配送交易设施（交货和付款），但它的客户服务被认为很差，而且其汇款的收费也高得不合理。中国邮政是一家国有企业，截止 2002 年，有 50 万名员工，7.6 万个支局、4 万辆卡车和 10 架飞机。如第 58 页所述，中国邮政已开始办理隔夜交货、票据支付、存款和物流等业务，并在努力全面加强技术方面的投入力度。

温天力指出，为了设法解决物流/配送/运输问题，中国主要的网上零售商 — 卓越网 joyo.com 和当当网 Dangdang — 正在发展自己的送货网络。卓越网 joyo.com 目前已向 22 个城市送货。当当

网在当地的一些送货合作伙伴使用快递员（一般是骑自行车）把货物送给终端客户，收钱，然后再交给公司。

- 3) **诚信度不高** — 在购买没亲眼看到的产品时，诚信度低和欺许多对电子商务构成了挑战。诚信、安全和欺诈对整个互联网来说一直是大问题；在中国，腐败现象要比许多国家更普遍，这是一个更大的问题。在某种程度上，这是因为缺少统一的法律体系，没有严格执法，消费者也没有积极呼吁。温天力指出，许多地区的政府并没采取什么措施来阻止进行欺诈的企业，因为地方的官僚机构认为，与对欺诈行为放任自流相比，不让这些欺诈的公司及其员工从事经营活动会对当地政府税收造成更大的损害。

结果，人们都不相信政府会下决心使他们免受欺诈。温天力还指出，消费者主动投诉在建立诚信“反馈回路”上也起着重要的作用，而在中国仍然存在着人治和独裁，公众不能通过法律手段制止和追索欺诈行为。

在诚信和安全方面，要注意的是，除了反馈系统之外，eBay 易趣网还开发一种卖主验证系统 — eBay 易趣网把卖主的居民身份证号码与政府的数据库进行比对，这一系统有助于抑制欺诈行为。

- 4) **安装 PC 的基数小** — 从根本上来讲，较大的 PC 安装基数对电子商务的发展至关重要，而中国的 PC 普及率仍然比较低。

据 Viktor Ma 估算，中国 2003 年 PC 安装基数为 6500 万台，其中 1900 台是安装在家中，占 29%。据 Rebecca Runkle 估算，美国的 PC 安装基数为 2.25 亿台，其中 9500 万台是安装在家中，所占比例为 42%。不过，值得注意的是，这些安装在家中的 PC 都集中在大城市。在大城市，PC 的普及率可能高达 100%，这是广州 2002 年按家庭计算出的数字。据 Viktor 估算，在北京、上海和深圳等大城市，按家庭计算，家庭 PC 普及率大约为 50%。这就意味着，至少从硬件的角度讲，这些在经济上比较领先的城市已具备开展电子商务的条件。

5) **收入水平较低** — 人均相对 GDP 较低（2003 年是人均 1,062 美元，相比之下，2003 年美国人均 GDP 为 37,312 美元，世界水平是人均 5,649 美元），这本身就能说明问题。

谢国忠补充说，在大城市 18-25 岁年龄组的中国人每年人均可支配收入为 2,000 美元。如第 18-19 页所述，他们没有多少钱去购买常常在网上出现的那些自选物品。城市家庭的收入是农村地区家庭的三倍。城市家庭在教育、文化娱乐服务方面的支出，1990 年占总生活支出的 9%，2002 年增加到 15%，而典型的农村家庭还要把近一半的收入花在食物上（相比之下，美国家庭平均支出 13%）。

### **开发有效的网上支付系统对中国电子商务的发展是至关重要的……**

我们认为，开发高效的网上支付系统（再配上用户生成的反馈评估系统，事实证明这些系统对 eBay、Amazon.com 和 Yahoo! 等公司都十分有效）对中国互联网的发展是十分必要的。尽管如此，这仍然是一个处女地，现在就确定谁将成为赢家还为时过早……

#### **移动电话提供商？**

中国在网上支付系统上显然要落后于亚洲其他国家（见附表 42）。不过，中国的移动电话提供商（中国移动和中国联通）已建立起了手机支付系统，网上购物可以按客户移动电话账单收款。这种支付模式虽然不是中国独有的，但已起到了很大推动作用，同时与亚太地区其他国家相比，与 SMS 相关的购物支付在中国网上购物总额中占了较大的比例（见附表 44）。另外，在线游戏提供商（有些是采用预付卡）十分成功。值得一提的是，由于意味着各自要承担责任，预付卡（持卡人把钱存在里面）和移动计费这两种方式（手机号与个人联系起来）都比较有效地限制了欺诈。

附表 43

### **按主要国家分类的移动电话用户**

（美元和用户以百万为单位）

公司	国家	03年第四季度	
		用户	市值
中国移动 (China Mobile)	中国	173.0	\$59
沃达丰 (Vodafone)	英国	128.6	167
中国联通 (China Unicom)	中国	96.0	12
Telefonica Moviles	西班牙	46.4	47
Cingular & AT&T Wireless (1)	美国	46.3	37
NTT DoCoMo	日本	46.2	109
Telecom Italia Mobile	意大利	44.9	49
Orange	法国	44.6	57
AMX/Telcel	墨西哥	39.3	26
Verizon Wireless	美国	37.4	104
T-Mobile (2)	德国	30.3	74
KDDI	日本	23.1	25

资料来源：公司数据，摩根士丹利研究部，市值数据截止 04 年 4 月 9 日。  
(1) AT&T Wireless 的市值数据，(2) 德国电信的市值数据。

在我们看来，移动提供商自然会利用自己在用户基数大和扩展的计费系统上的竞争优势，与金融服务机构建立合作伙伴关系而大力发展中国的网上支付业务。截止 03 年第四季度，中国移动的手机用户已达到 1.73 亿（与上年相比增长 23%），中国联通达到了 9600 万（与上年相比增长 45%）（见附表 43）。由于两家提供商有自己的网站并与新浪、搜狐和网易等中国门户网站建立了关系，因此如果被允许开发这项业务并把它们积极性调动起来，它们就有可能起到更大的作用。

Mark Shuper 指出，尽管如此，除了与短信相关的购物外，移动增值业务收费平台暂时还不能用于在网上购买产品/服务。监管部门对电信运营商从事金融业务还有限制，在法律上禁止第三方收取欠款，另外客户还担心客户交易数据方面的个人隐私问题。

#### **银行卡？**

中国的信用卡产业目前正在增长，信用卡未清余额的强劲增长即可证明这一点，根据中国银联的数据，03 年第三季度增长 87%，达到 5.75 亿美元，而相比之下，2003 年国家贷款总额只增长了 21%（根据中国人民银行的数据库）。

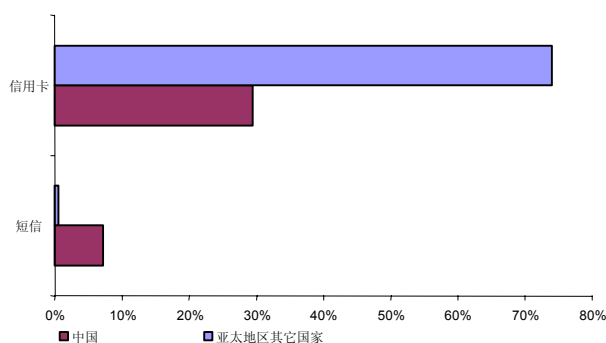
信用卡很有可能不会成为中国互联网的唯一支付方式。中国银联相当于中国的 Visa 或 MasterCard，是由八十五家国内金融机构和公司于 02 年 3 月成立的一个联盟。它是中国唯一一家银行卡结算组织，所提供的全国性银行卡信息交换网络可以进行银行卡

（包括借记卡，储蓄卡）的互兑操作。据中国银联称，截止 03 年第三季度，带有中国银联标识的银行卡数量达到 2.06 亿张，占银行卡总数的 32%。

银行卡可能会成为另一种互联网支付方式。同时值得注意的是中国银联（在广州和深圳）和 Capital E-store（在北京）已推出通过 SMS 的支付。

附表 44

#### 中国 — 与亚太地区其他国家相比的网上购物支付方式



资料来源：IDC。

#### PayPal?

网上支付系统在全球的领先者是 PayPal（eBay 的分支机构），注册账户为 4000 万（截止 03 年第四季度），现用账户为 1300 万（与上年相比增长 67%）。EBay 已制定了 PayPal 在全球的扩张计划，这项服务看起来很有可能继续增长。虽然 PayPal 的业务大部分在北美（03 年第四季度为 77%），但 PayPal 服务目前已在 37 个国家使用，并且已经在美国、加拿大和英国正式推广（有待 ELMI 的批准）。

我们认为，鉴于 eBay 利用 eBay 易趣网进军中国，因此中国对 PayPal 来说是一个巨大的市场机遇。但是目前，从中国监管部门的角度看，PayPal 的网上支付服务属于只能由银行提供的网上银行业务，因此须经中国银监会（CBRC）的批准。



## 中国互联网的竞争形势

### 8. 跨国公司所面临的挑战为中国公司创造机遇

中国监管、投资和政治环境方面的问题，对竞争提出了特别的挑战。Patrick Hardy 和美迈斯律师事务所 (O' Melveny & Myers LLP) 在中国的小组帮助我们整理出以下一些对这些问题看法。请注意，有关中国法律和规定的信息仅供参考，在任何特定的案例或情况下都不能作为法律建议或取代法律咨询。

#### **中国的市场是复杂的，尤其是对非中国公司……**

外国的公司/投资者在交易业务和提供内容上，肯定会遇到当地专业知识不够、后进入者的不利条件和语言障碍的实际挑战。另外，中国政府（地方和国家）还在媒体/娱乐内容传播和媒体/娱乐公司中外国股权上设置了障碍。总而言之，这些问题会为本土的团队提供很大的近期优势。

在历史上，外国公司，尤其是在科技领域的公司，一直在中国遭遇有力的挑战和困难。比如，据我们估算，由于猖獗的盗版，微软在中国只获得了其潜在收入的 10%。Yahoo! 和微软旗下的门户网站在中国一直落后于以新浪、搜狐和网易为代表的当地网站，在某种程度上是因为这些网站对本国的内容市场动态有比较深刻的理解和认识。

#### **外国投资受到很多限制……**

##### **媒体**

外国人在投资媒体上遇到很多限制，在这一领域，中国政府对外国的参与和影响特别敏感。Minyan Liu 指出，对中国广播电台、电视台、有线网络和报纸的外国投资是不允许的，在电影和报纸、杂志和音像产品的销售方面，外国投资则受到限制。如果获得国家广播电影电视管理局 (SARFT) 中外共同制作电影/电视连续剧的许可证，外国共同制作电视内容和电影是允许的。在 04 年 2 月之前，外国投资制作电视内容和电影是被禁止的。04 年 2

月颁布了一项法律，SARFT 首次允许“著名的”外国电视节目制作商与国有电视节目制作机构组建合资的节目制作公司，但是这类合资企业必须由中方拥有多数股权。“著名的”意思没有定义，要由 SARFT 来解释。另外对每年进口并在中国发行的外国影片数量也有限制。

##### **互联网与电信**

与对媒体的管制措施相比，对互联网与电信的限制要略微松一些。中国加入世贸组织之后，中国政府部分取消了对外商投资企业 (FIE) 的限制，外国投资者可以在任何增值电信企业的总股权中占到 49%，包括互联网内容提供商 (ICP) 业务。2003 年 12 月，这一比例上限增加到 50%。尽管放宽了条件，但是到目前为止，我们还没有听说主管部门批准了任何占 49% 或 50% 股权的外商投资的 ICP 公司。

##### **软件**

根据中国的《外商投资产业指导》，软件的开发和生产属于“鼓励的”类别，这样外国投资者在中国成立这类企业时就可以在审批过程中更加顺畅并获得优惠待遇。不过，在软件业还可以看出中国政府在实行保护主义的政策。按照国务院 2000 年 6 月和 2002 年 9 月下发的两个通知，政府采购时要优先考虑国内的软件产品和服务。另外，根据截止 04 年 3 月的新闻报道，中华人民共和国 (PRC) 准备在 2004 年夏季之前出台一项法律，要求政府从国内公司采购一定比例软件，包括操作系统。尽管我们不知道确切的比例，但有报道称这一比例高达 70%。这一限制对国内 Linux 提供商来说是一个兴奋剂，而对微软和其他软件开发商来说则是潜在的挑战。

#### **互联网在中国受到严格的监管……**

尽管看起来已开始实行开放的体制，但要让互联网公司成为一个可以生存的、完全运作起来的实体，中国互联网公司中的任何外国投资者还必须搞清楚官僚机构错综复杂的程序。

中国一直在制订以提高中国的竞争地位和确保外国投资有助于创造就业机会、增强国家竞争力和刺激本国的企业为目标的法规。中国的门户网站是在包括中国中央政府最高行政机构国务院及其领导下的各部委的法律体制下运作的，因此，运作互联网公司不仅必须符合信息产业部（MII）颁布的标准，还必须达到国家工商总局（SAIC）、新闻出版总署（GAPP）、国务院新闻办、公安部、国家保密局、文化部和中央或地方各级管理机构的要求。

虽然列出的这些监管机构看起来很多，但可以把监管的性质分为两类：产业和内容。我们先谈一下信息产业部/国务院等对产业进行管理的机构，然后再分析主要对内容进行管理的其他机构。

#### *关于产业的规定和要求……*

信息产业部与国务院共同负责电信产业的全面管理，其中包括：颁发许可证，确定业务活动的范围，确定互连的方式，制订资费和服务费政策并保证竞争。1998年，信息产业部在成立时就继承了前邮电部的职责。

2000年9月，国务院颁布了《电信管理规定》，把电信企业划分为一般类型电信企业和增值类电信企业。根据2003年4月1日生效的、经过修订的《电信企业分类目录》，互联网公司，包括互联网服务提供商（ISP）和互联网内容提供商（ICP），都被列为增值电信企业，需要获得必要的许可证。另外，《ICP管理规定》（ICP规定）又把增值类电信经营许可证分为跨省许可证和省内许可证。跨省增值类电信经营许可证适用于准备在多个省、自治区和直辖市从事经营活动的ICP，须经信息产业部批准；而省内许可证由各省的信息产业部的对口部门颁发。《ICP规定》还要求所有的ICP在自己的主页上显示许可证。

2001年，信息产业部颁布了《外商投资电信企业管理规定》（电信外资企业规定），确定了外商投资指导原则和要求。《电信外资企业规定》取消了对外商股权的限制，提出在中国加入世贸组织后实行更平稳的过渡。根据《电信外资企业》规定中的条款，信息产业部是外商投资电信企业的主管部门。除了前面提到的外商股权限制之外，增值类电信企业中的外方投资者还要有在本国市场同一行

业的经验，省际增值类电信外资企业必须有至少120万美元的注册资金。所有这类企业都必须组建中外合资企业。

#### *关于内容的规定和要求……*

从内容监管的角度，一些政府部门制订一些规定，这些规定由这些具体部门实施，或者由信息产业部根据其权限实施。

这些限制有的很具体，比如禁止赌博，有的则很宽泛，比如禁止“异端学说或封建迷信”的传播，有的类似于美国的政策，比如对诽谤的限制，有的则不同于美国的政策，比如对“有损国家尊严或利益”的内容的限制。这种宽泛而又有些不明确限制归纳起来就是，禁止ICP制作、复制、播发或传播包含任何被认为危害国家主权、有损国家统一、激起种族仇恨、传播色情、暴力或恐怖内容或扰乱社会安定的内容。

此外，公安部可以审查外国不健康的内容，甚至命令ISP阻止网民访问外国网站。因此，常常可以发现一些敏感时期会“暂时无法接通”，比如台湾总统选举临近的时候。从国家安全的角度，中国互联网的内容也受到监管和限制。国家保密局可以阻止查封被指控泄露国家机密的国内网站。

虽然一些公司认为对内容的这些限制和审查极大地妨碍了经营活动，但大部分关于内容的限制并不是为了限制内容而限制内容，而是要对法律上认可的内容的传播进行监督。

- 卫生部和国家食品药品监督管理局（SFDA）对网上医药信息的传播进行监管；禁止网上诊断或治疗，同时医药电子商务须经SFDA另外批准并接受日常的监督。
- 国务院新闻办对新闻和非新闻机构传播新闻进行监管。中央新闻机构或省级新闻单位经批准可以设立网站。非新闻机构的网站只允许公布来自国内新闻网站的新闻。如果要为海外新闻网站提供连接，必须提前另外获得批准。

- 从事作品选择、编辑和加工并将这类作品在互联网公布的互联网出版商由新闻出版总署负责审批。
- 国家工商总局对广告活动进行监管并负责颁发广告营业执照。
- 文化部要求对“互联网文化活动”实行许可制度，互联网文化活动的定义为通过互联网制作、发送和传播的音像制品、游戏、表演/戏剧、艺术品和动画片。
- 省一级主管部门可以要求对某些服务实行额外的许可，类似于美国各州的要求。比如，尽管目前针对中国 SMS 没有国家立法，但上海通信管理局要求在上海经营的短信内容提供商必须获得 SMS 营业执照。

鉴于监管要求很多，再加上这些要求有的确实执行，有的则认为是有选择的执行，因此在中国市场投资，仍然是有利于有丰富经验的投资者。

### **投资者还必须处理复杂的投资架构和司法问题……**

为了应对互联网企业外方股权方面的限制，中国互联网企业的大部分外方参与者都采用十分复杂的公司架构，包括多个海外控股公司和契约式经营协议，其中许多协议在法律上能否执行还有疑问。这给投资者造成了困难，因为一旦需要股东提起诉讼或提起其他诉讼，最初使投资成为可能的那些架构，就会成为阻碍所有权判定和有效执行的架构。

例如，在纳斯达克上市的专业互联网公司（比如新浪、搜狐和网易）的股权结构已被证明是错综复杂的，在与中国国内公司进行契约合作时通常涉及到开曼群岛注册的股份公司。例如，由于目前中国的法律和限制，广州网易经营着网易网站和北京广易通广告有限公司，而广易通广告作为广州网易拥有 80% 股权的子公司，根据与（实际的）网易签订的契约，经营着在线广告业务。（实际的）网易创始人首席设计师和董事丁磊（William Lei Ding）拥有广州网易 80% 的股权，丁磊的兄弟、（实际的）网易前雇员丁博（Bo Ding）拥有 20% 的股权。丁

博还拥有广易通广告剩余的 20% 的股权。明白了吗？

简单的讲，这种契约性安排的目的在于让外国公司获得对国内公司有效的管理控制权（这些控制权因法律原因无法通过他们的控股权来获得）和把国内控股公司所产生的营收计入报表的权利。从目前情况看，采用这种安排完全是为应对中国限制外国对互联网领域投资的规定。这种做法被外国公司广泛采用，包括在纳斯达克上市的一些公司，但这种做法会有被中国政府视为非法和不可执行的风险。虽然加入世贸组织后放宽了管制，但这种安排似乎仍是广泛采用的契约架构。在有些情况下，外国公司把中国公司的财务数据列入自己的财务报表，要求获得中国公司 100% 的受益股权，尽管中国公司 100% 的法定股权实际上是由作为“母公司”在当地的代理人或指定人的中国公民控制的。根据公司上报的资料，我们注意到新浪主要是通过北京新浪互联网信息服务有限公司（北京新浪）在中国开展自己的互联网业务。北京新浪是被列入新浪综合财务报表但由新浪通过契约协议控制的一家中国公司。新浪首席执行官和董事汪延（Yan Wang）拥有北京新浪 3% 的股权，新浪其他六位未担任主管的中国雇员拥有 97% 的股权。在这种情况下，外国公司也是有风险的，因为国内公司可以违反与外国公司签订的协议，而外国公司在中国则没有有效的追索权。当然，事实上，这些受控的国内公司一般都是由实际公司的创始人或骨干雇员自己创立的，因此风险有所减少。

实际上，中国的法律制度本身也会造成问题，因为它是基于成文法的民法制度，而不是除了解释成文法之外也注重判例的普通法制度——判例制度往往增加对争议结果的可预见性而使大家觉得有法可依。另外，判决和裁定的执行，以及外币兑换和汇出，是外国投资者在中国开展经营活动时要面临的其他一些障碍。

### 加入世贸组织可能有助于限制隐含的技术转让要求，但还要时间来证明……

在历史上，中国经常出台外商投资政策的规定，鼓励技术转让，以培育国内的公司。外国公司为当地的分支机构(或未来的竞争对手)提供教育或技术，以换取市场准入。例如，IBM 就曾提供过电脑培训，以换取电脑销售市场的准入。有时，合作的形式是组装、生产或本地化。然而，不利的方面是，人们私下都认为，一旦遇到中方违反知识产权的问题，政府就会视而不见。虽然中国希望改进对知识产权的保护并取消技术转让的障碍，以达到世贸组织的(和其他的)要求，但是外国投资者应当了解一些现有保护主义框架的实例。

随着近二、三十年来开始实行开放的贸易政策，中国成为了外商投资的风水宝地。许多外国公司相互竞争，增加在中国经营所要求的技术转让来获得生意。结果，许多公司相互合作(比如八十年代和九十年微软和甲骨文结成的销售合作伙伴关系)，以增加和中方谈判的法码，尽管另外一些公司接受转让知识产权作为进入市场的必须成本的做法。美国产业与安全局(前美国出口管理局)在“美国对中华人民共和国商业技术转让”报告中指出，进入市场的成本既包括实际的监管，也包括法定的监管。1988 年，中国颁布了“技术进口合同实施条例”(1988 年的条例)，旨在规范一些技术转让的做法，这些做法在许多方面都有利于中国的被许可人。该条例后来被“技术进出口管理规定”取代。2001 年 12 月 10 日颁布的这个规定在取消许多不利于外国许可人的要求方面向前迈进了一大步(参见附表 45)。

技术转让在私营部门增加的同时，在公共部门也有增加。技术转让最大的来源之一是转让军事技术的美国政府本身。虽然这些转让使其他国家进一步实现了现代化，从而促进了政治和经济的稳定，但也有人批评这些政策威胁美国安全，同时促进海外外包业的发展。

附表 45

### 技术转让要求 —1988 年与 2001 年的比较

	1988 年的条例	2001 年的规定
<b>审批程序</b>	所有技术转让合同均须经外经贸部或地方办事机构批准。外方事实上面临着两轮的谈判：先是与中方合作伙伴谈判，再和中国主管部门谈判。	大部分技术转让只需在外经贸部备案登记。技术转让只有在有限的情况下才须报批。
<b>使用权</b>	包括禁止外方强行要求与中方合作伙伴签订技术转让合同的九条“不合理的”限制，比如限制销售渠道或严禁合同到期后使用。	包括禁止许可人强行要求与被许可人签订技术转让合同的七条限制性规定，比如限制被许可人的原材料来源或要求被许可人接受不必要的条件。
<b>性能保证与可行性研究报告</b>	要求外方许可人作出性能保证(尽管常常是很难达到的条件)；可行性研究报告是合同审批时必不可少的。	--
<b>保护商业机密</b>	“在谈判和合同审批过程中，有意向的被许可人没有义务为外国的技术保密或避免使用，除非另外签订保密协议。”专有信息被盗用，工作单位可能会承担责任，而不是员工承担责任。技术许可一般在 5-10 年后或合同终止时到期，这时中方合作伙伴就可以自由地和不受限制地使用技术。	允许双方就各个合同和任何保密规定的期限进行谈判。合同还可以禁止被许可人在合同期满后使用技术。

资料来源：美国出口管理局，美国商务部，O'Melveny & Myers LLP.

尽管世贸组织对成员国之间的技术转让有限制，但最初的实例表明，中国仍然存在必需改革的保护主义框架。最近出现的而且还在继续的无线局域网集成电路（Wireless LAN IC）和半导体增值税方面的争议仅仅是两个实例。在 WLAN 的争议中，中国实行的是自己 WLAN IC 的标准，它不同于 IEEE 的标准，此举旨在保护本国的加密技术（在美国政府交涉下，中国最近已经同意无限制推迟这个计划）。外国公司要与特别选定的国内公司合作，以进口产品，这一安排的另一个内容是，外国公司要与人共享很大一部分知识产权。英特尔和 Broadcom 对这种要求表示反对，但中国并没有改变自己的立场。在最近的半导体增值税争议中，中国对进口芯片征收 17% 的增值税，而国内公司只缴纳 3 - 6%。2003 年 3 月 18 日，美国向世贸组织提交了对中国的正式控告。为了回应美国的控告，中国于 2004 年 3 月 26 日同意就半导体增值税举行会谈。

#### **中国加入世贸组织对外商投资的积极影响……**

中国是世界上人口最多的国家，中国于 01 年 12 月加入世界贸易组织（WTO），这在许多方面改变了外国公司与中国做生意的方式和在中国做生意的方式，反过来对中国公司也是一样。从较高的层面来讲，成为世贸组织的成员国，可以放宽对许多产业的管制，加快改革的步伐，同时也可以促使中国在自由贸易的基础上实行更开放的市场经济。此外，外商直接投资（FDI）活动的增加，也应当有助于中国提高本国的资本和人力效率。

从较详细的层面来讲，中国成为世贸组织的成员国，应当有助于遵守基于规定的监管制度，增加制定政策过程的透明度，加快采用国际最佳做法的速度，逐步取消保护性关税，以及拆除非关税壁垒。另外，中国成为世贸组织成员国，可以更明确地界定和更好地保护所有权，有助于建立更完善和更有效的法律框架，依照 TRIPS（与贸易相关的知识产权问题）进一步保护知识产权，并通过非歧视性进口、出口和关税政策，努力营造一个更公平的竞争环境。最根本的问题是，中国加入世贸组织应当使中国成为对做生意的外国人更有吸引力的地方。

虽然中国已作出了一系列将在几年内逐步兑现的承诺，但承诺的执行一直很缓慢。例如，直到取消外商投资限制一年多之后，才允许外国人在中国设

立汽车贷款公司。这方面的发展动态应当密切加以注视。另外还有许多非关税壁垒，从理论上讲这些壁垒既适用于国内公司，也适用于外国公司，但实际运用过程中是不利于新进入这些产业的外国公司。

如附表 46 所示，世贸组织在很大程度上为互联网业务的投资打开了大门，至少从理论上讲是这样。

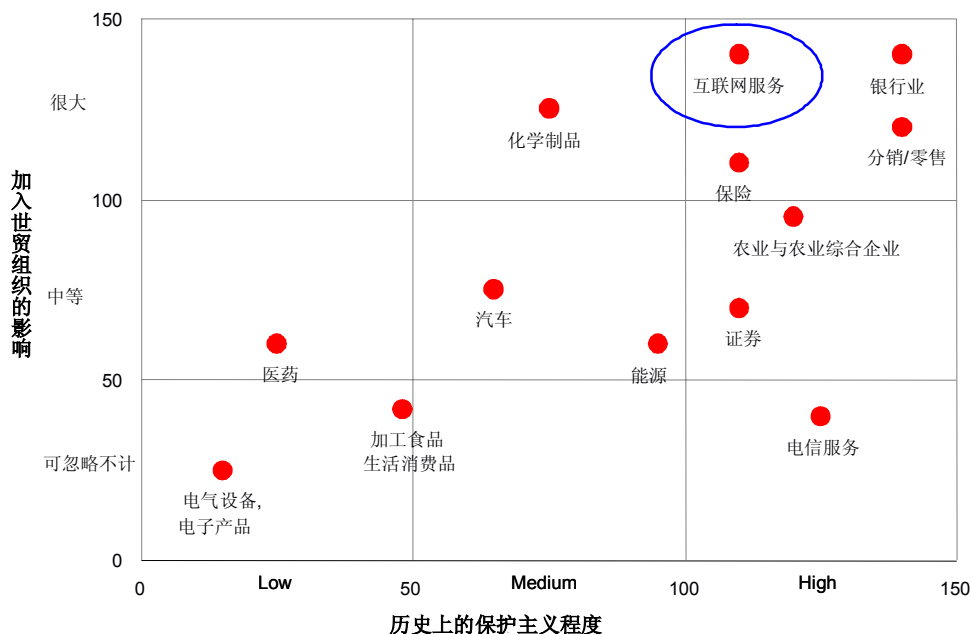
中国加入世贸组织之后，除了行业开放和放宽对外商投资的限制之外，其他的发展趋势也将影响外国企业与中国的相互关系。以前在中国必须从平地建起的公司，现在可以获得现有企业的战略股权。例如，中国 A 股公司未上市交易的国有股和法人股重新对外资开放，受到了外国战略投资者和金融投资者的热烈欢迎。不同单元单一操作的项目方式正被合并为统一操作的方式。最后一点是，合作的期限也变长了，从限定的期限向无限期转变。

2004 年 2 月，美国商务部发布了中国加入世贸组织后的情况报告。从美国的角度看，中国作出的一些承诺还没有兑现，其中包括：1) 知识产权的强制执行；2) 监管的透明度；3) 遵守国际标准和制定相互竞争标准；4) 非歧视性关税政策。不过，从总体上讲，商务部的基调是肯定的，并支持中国的转型。

如想了解更多中国加入世贸组织后的情况，请参见美迈斯律师事务所（O' Melveny & Myers LLP）的“中国的法律与政策摘要”，Baker & McKenzie 的“中国与世贸组织指南”，世贸组织的“中国加入 WTO 工作小组报告”，以及 Freshfields Bruckhaus Deringer 的“中国加入世贸组织：改革概述”。

附表 46

## 与历史上保护主义程度相比，中国成为世贸组织成员对部分产业的影响



资料来源：美中商会，麦肯锡分析报告。

### 渠道和销售控制往往是国内公司的强项……

外国公司往往是在技术上领先一步，但事实证明要仿效当地竞争对手有效的销售能力往往是很困难的。外国公司面临技术本土化和发布能让中国人共鸣的营销信息方面的挑战，因为在这一市场上，本地人的口味变化得很快。

例如，2003年，诺基亚和摩托罗拉等外国手机制造商发现它们中国竞争对手的市场份额从40%增加到56%，而市场份额的增加主要是因为中国手机厂商实施了有效的促销计划，利用了中国本地的劳动力成本，同时建立了有效的直销渠道。

对中国的本地互联网公司来说，经常进行促销和“地毯式促销轰炸”是它们增加市场份额的惯技。在网上旅游方面，Ctrip是以在大机场分发免费预订卡而出名。在游戏领域，为了增加销售渠道的覆盖范围，开发商和运营商都建立了自己的在线销售平台，把全国各地的大批网吧连接起来。

### 国内公司的竞争力在不断增强……

在中国最初开放外贸时，外国的产品是质量和身份的象征。尽管政府实行大量贸易方面的限制，消费者还是争相购买这些外国产品（主要是日本货）。然而，随着合资企业和国内公司价廉物美的产品不断在市场上扩散，情况在逐渐发生变化。国内产品已在大型家用电器、电视机、DVD播放机和手机等市场取得了很大的市场份额，而中国政府一直在为成功阻击国际公司的本地公司喝彩加油。

### 不断变化的情况……

考虑到还在实行监管，还有隐含的保护主义环境，外国公司在销售与营销上仍处于劣势，而且国内公司的竞争力在不断增强等等因素，跨国公司必须在中国市场充满热情的同时，不忘这些困难。同时，沧海横流显英雄本色，最优秀的公司将能够在这个真正不断变化的市场上应对自如。



附表 47

## 中国 — 部分公司的外商投资模式

模式	企业	备注
外商独资企业 (WFOE)	摩托罗拉 (100%)  Avansys (Emerson 100%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>摩托罗拉的 WFOE 地位非常独特, 这是因为它在中国有大笔的投资而且还在不断投资。</li> <li>Emerson 从华为购买了 Avansys 100% 的股权, 华为是一家民营企业。</li> <li>尽管允许外方占有 100% 的股权, 但还在技术转让和出口上实行严格的要求。</li> </ul>
拥有多数股权的“外商投资企业”(FIE)	Leshan Phoenix (ON Semi 60%) 西门子上海移动 (西门子 60%) 3Com 华为 (3Com 49%) - 3Com 有两年后拥有 51% 股权的选择权。 上海贝尔 (阿尔卡特 50% + 1 股份)	<ul style="list-style-type: none"> <li>可能有各种法定的架构, 比如: <ul style="list-style-type: none"> <li>中外“合作”公司 (CJV)</li> <li>中外“合资”公司 (EJV)</li> </ul> </li> <li>在大部分情况下, 合资公司都是有限责任公司 (LLC)。可以重新组建成一个股份有限公司。</li> </ul>
拥有少数股权的“外商投资企业”(FIE)	华虹-NEC (NEC 29%) ASMC (飞利浦 38%) 青岛啤酒 (Anheuser-Busch 27% 的股权, 20% 表决权)	<ul style="list-style-type: none"> <li>跨国公司是有影响力但没有控股权的实体。随着中国加入世贸组织, 如果跨国公司要增加控制权, 大部分可能会重组/买断。</li> </ul>
战略性“下锚”	乐山凤凰 (摩托罗拉 10%) 宏力 Grace Semiconductor (SST 5%) 中国铝业 (美铝 8%) 平安保险 (汇丰 10%) 中石化 (美孚, 壳牌, BP Amoco 8.3%)  eBay 易趣网 (1) 3721 NSC (与雅虎香港 Yahoo! Hong Kong Ltd 有关系) (2) PICC (AIG 9.9%) 民生银行 (新桥 4.82%) SH 浦东开发银行 (花旗银行 4.62%, 有选择权增加到 24.9%)	<ul style="list-style-type: none"> <li>可以有多种公司形式</li> <li>战略投资者可能因多种原因参与: <ul style="list-style-type: none"> <li>寻求生产能力</li> <li>寻求运作的合资公司</li> <li>寻求技术许可关系</li> <li>金融投资</li> <li>表明对当地的承诺</li> <li>履行对当地的承诺</li> </ul> </li> </ul>
技术许可者	Huajing (Agere) ASMC (北电) 中芯国际 SMIC (东芝) 宏力 Grace (OKI)	<ul style="list-style-type: none"> <li>中芯 SMIC 和 宏力 Grace 是“新一代的”实体, 完全是靠融资 (非战略性的) 有限的但很重要的地方政策投资</li> <li>战略投资者是作为技术供应商或被动的合资企业合作伙伴参与</li> </ul>

资料来源: 摩根士丹利研究部。

(1) eBay 易趣网是特拉华州的一家公司, 它与当地的子公司合作, 经营着 www.Eachnet.com, 这是一个在中国的电子商务网站。EBay 和易趣网先于 2002 年 3 月建立起战略关系, 当时 eBay 购买了 33% 的易趣网股权。2003 年, eBay 购买了易趣网剩余的 67% 的股份。

(2) 3721 网络软件有限公司 (3721 NSC) 是一家与北京 3721 进行“技术合作”的香港公司。2004 年 1 月, Yahoo 控股 (香港) 有限公司 (Yahoo Inc 的子公司) 完成了对 3721 NSC 的收购。



## 9. 第三代互联网企业家给人留下深刻印象，尽管还缺少丰富的经验/领导能力

**事实证明，与世界上的同行相比，中国互联网的领导人物能够很快跟上潮流……**

第一代企业家（比如中国网通田溯宁 Edward Tian）和第二代企业家（包括新浪、搜狐和网易的领导人物）奠定了重要的基础，而第三代企业家（创办了民营企业）看起来非常全面、勇于创新，有经验、有良好教育和有进取精神。

事实证明，到目前为止，与世界上的同行相比，中国互联网的领军人物能够很快跟上潮流，他们显示出非凡的才干，创造性地使互联网的商业模式，使之适合中国的情况。其中许多领军人物九十年代在美国接受教育，然后回到中国开展互联网方面的工作。但是我们认为，现在还不能判定他们是否有独特的创造力。尽管如此，在移动短信上脱颖而出（比如民营企业腾讯）和在网络游戏上脱颖而出（比如民营企业盛大网络）的中国佼佼者，显示出了希望，其创造力和领导能力给人留下了深刻印象；然而，与大多数中国互联网公司一样，它们没有时间或经验来展示它们是否能够开创和维持“经久不衰 (Build to Last)”的万世基业（“Build to Last”是作者/咨询顾问吉姆·科林斯说的话）。

**我们何时才能见到中国的比尔·盖茨、迈克尔·戴尔或拉里·埃利森？**

虽然中国商界的成功事例给人留下深刻的印象，但目前仍然缺少有才干并有经验的职业经理人和核心的技术型负责人/幻想家。中国人有好奇、深思、创业和冒险的悠久传统，但是人们认为，过一段时间可能会显现出多年禁锢（如不能公开辩论）所产生的影响。许多企业家对潜在市场和监管趋势（比如开始关注财产所有权问题）满怀信心，但我们也要注意人们十分担心一切会在一夜之间发生变化，比较压抑的环境会再次出现。

**我们总是回归于我们的“公司赢家特性一览表”……’**

我们的投资方式是在华尔街二十多年的职业生涯过程中形成的。如果您阅读我们的资料，您就会知道我们在确定成功公司时要查对一个列出二十个特性的对照表。随着时间的推移，成功的公司一般变成成功的股票——我们年复一年下这样的赌注；对美国来说，这就像每天太阳都要升起一样合乎情理。我们列出的确定成功公司的特性如下，要注意的是，在我们决定推荐一只股票之前，我们都要下很大的功夫，以确定该公司是否达到标准或是否有达到标准的潜力。

- 1) 很大市场机会——在1亿美元市场上占有100%市场份额的公司不如在10亿美元市场上占到10%市场份额而且市场份额不断上升的公司
- 2) 好的技术/服务，可以为其客户提供一个不可或缺的价值/服务题材；
- 3) 简单、直接的使命和有影响力的文化；
- 4) 有使命感的（而不是唯利是图的）、充满激情的、坚定不移的创始人；
- 5) 技术骨干（从不低估 Bill Joy、Jim Clark 的能力）；
- 6) 出色的管理团队/董事会/尽心尽力的合作伙伴；
- 7) 能够处变不惊并在混乱状况下游刃有余；
- 8) 领先的/可持续的市场地位并拥有先发制人的优势；
- 9) 知名品牌，在影响力和市场份额上都处于领先地位；
- 10) 在世界各地都有足迹；
- 11) 疯狂地坚持客户至上，客户基数迅速增加；
- 12) 执着而忠实的客户；
- 13) 可扩展的产品类型，并且注重不断改进和更新换代；
- 14) 明确的、周全的销售方案；
- 15) 有可能增加与客户的“接触点”；
- 16) 牢靠的业务和里程碑式的发展势头；
- 17) 年息式的业务，可持续的经营杠杆并能设置进入门槛；
- 18) 很高的毛利；
- 19) 有办法提高盈利；
- 20) 低成本的架构并注重开发。

这就是我们用来衡量中国互联网公司的对照表。……

## 10. 与互联网相关收入和利润的可持续性仍然无法证明，但市场机遇很大

### 无线短信给专业互联网公司带来了福气……

虽然中国三大专业互联网公司（新浪、搜狐和网易）的收入和利润在过去八个季度里大幅度上升，但这主要是靠意料之外的短信增长（主要是 SMS）。合计起来，短信在 03 年第四季度总收入中占到了 60%（并成为主要的利润——要注意的是，这三家公司的平均营业毛利是 45%，而 02 年第四季度的平均营业毛利为 28%）。（详情参见附表 48）

### 无线短信还会继续带来福气吗？

#### 1) 移动运营商是否会就不利于门户网站的条件重新进行谈判，SMS 发展的前景如何？

我们认为，近期过于依赖 SMS 收入可能是福，也是祸。虽然我们不能忽视这种潜在的风险，但蔡慧认为这种状况最终对互联网公司绝对是有利的；移动运营商希望通过为门户网站提供足够的激励，为内容的开发营造一个良好的环境。目前，移动提供商似乎认为它们仍可以继续维持使它们和门户网站双赢的局面。另外，从 SMS 向目前已投入使用的新一代短信的过渡，可能会给主要的公司带来混乱（和机遇）。

#### 2) 居领先地位的中国互联网公司这么高的营业毛利能否长期维持下去？

我们的基本看法是，互联网公司应当可以维持很高的营业毛利，因为：1) 本身的毛利就很高（第四季度平均超过 69%）；2) 营业支出相对较低。尽管如此，短信收入方面任何不利的波动都会影响到营业毛利，营业支出也需要增加（尤其是研究与开发和销售与营销方面的支出）。

### 接下来还会有什么福气？

中国互联网公司面临的主要挑战之一是，新的市场看来以井喷式的速度发展——由于出现仿效者，因此最初创新者的竞争优势似乎以同样的速度消失。

经营网络短信的腾讯和经营在线游戏的盛大网络近期的发展势头证明，新的公司可以制订新的竞争游戏规则，而老的公司必须迅速适应。这些公司往往像踢足球的七岁儿童一样，在球场跑着去追一个球。这就很难获得可持续的相对竞争优势和产生有后劲的现金流。

相比之下，美国主要的互联网公司（电子海湾 eBay、雅虎 Yahoo!，亚马逊 Amazon.com、Google 和微软）已经在各自的竞争领域里遥遥领先，尽管它们有不同的侧重点，但它们相互之间的竞争在不断加剧。这种分化在中国还没有出现。

尽管如此，我们认为 03 年第四季度新浪在绝对收入和收入增长率方面开始脱颖而出（新浪的收入为 3800 万美元，搜狐为 2500 万美元，网易为 2000 万美元；新浪的收入增长率与上年同期相比增长 197%——基数也很大，而搜狐和易网分别为 133% 和 78%）。Yahoo! 选择 04 年 1 月选择新浪为在线交易业务的合作伙伴，就说明新浪在市场上的相对地位。参见附表 48 中 03 年第四季度结果的比较。

附表 48

### 中国—03 年第四季度互联网门户网站收入分类

（以百万美元为单位）

公司 名称	收入	营业 毛利率	在收入中所占的比例		
			短信	广告	游戏/其它
新浪 (Sina)	\$38	45%	60%	34%	6%
搜狐 (Sohu)	25	40	58	39	4
网易 (NetEase)	20	61	40	16	44
Tom Online	18	32	82	3	18
平均	\$25	45%	60%	23%	18%

资料来源：公司报表，搜狐的游戏包括在短信中，03 年第四季度还不到收入的 2%。

我们强调新浪、搜狐、网易、Tom Online 和 Chinadotcom 达到目前的地位所走的战略途径。最初，所有这些公司都是门户网站，但为了在互联网泡沫破灭后生存下来，各公司走了不同的路以显示自己的特色并使自己的收入来源多元化。网易开始进军在线游戏，新浪和搜狐也都随后跟进。新浪进军 SMS，并于 03 年 1 月收购广州讯龙 MeMeStar（中国的一个移动增值服务提供商）。Tom Online 是利用自己原有的多元化、覆盖多种媒体的资产优

---

势。Chinadotcom 则试图把自己变为企业软件/外包公司。

在我们看来，如果主要的互联网公司能在 2004 年保持短信、广告、游戏和其他新项目可靠的收入增长，那它们在今后几年就应该很稳定……

## 互联网在中国面临的宏观形势

### 11. 政府重视大力发展互联网用户

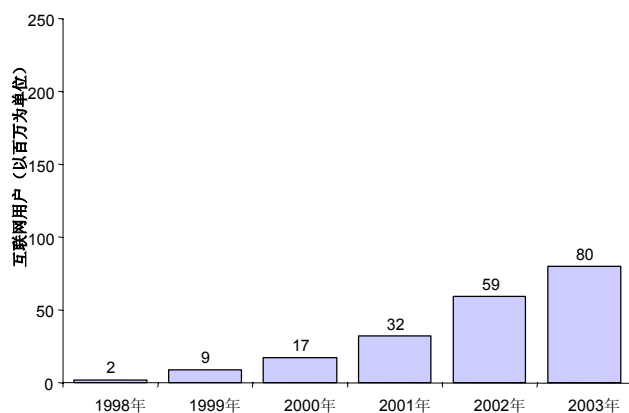
#### 互联网与中国政府……

九十年代，中国公众最初对互联网产生的热情受到主管部门的怀疑。但近几年来，随着互联网使用率猛增（参见附表 49），官方的政策已把互联网作为国家的一个重点。在中共中央下发的关于国民经济和社会发展第十个五年计划的建议中，提高互联网使用率和增加互联网的接入被作为 2001 年至 2005 年的一项行动项目。如附表 49-50 所示，互联网、移动电话和电脑用户的增长是十分可观的。

美国认为，今后几年，中国政府可能会认识到，目前互联网的发展就好比五十年代美国州际高速公路系统的推广——实际上是下了一个大的赌注，投入大量的资源来实施一项重要的计划，然后坐观其促进经济的发展。

附表 49

#### 中国 — 互联网用户



资料来源：IDC, CNNIC, 第 13 份关于中国互联网发展的统计调查报告, 2004 年 1 月, 摩根士丹利研究报告。

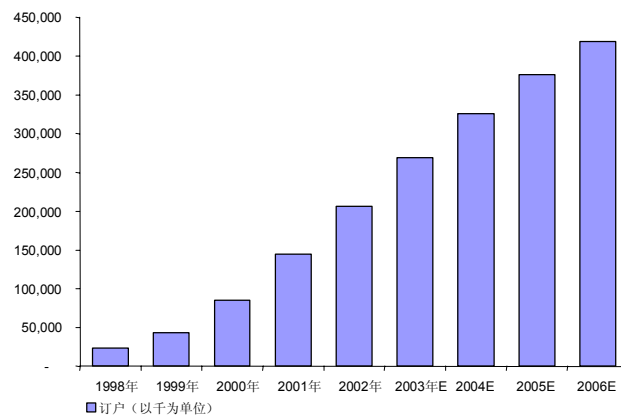
#### 经济和技术的发展可以并行不悖

中国领导人把长期、可持续的经济增长作为首要任务。科技被确定为促进经济发展的手段。在 2001 年开始实施的最新的五年计划中，中国共产党(CPC)提出了把信息产业变为经济中主导产业的目标。互联网用户和移动电话用户的大幅度增长似乎就已经体现了这一政策（见附表 49 和附表 50）。

Mark Shuper 和蔡慧说，为了支持这项工作，2001 年至 2003 年期间，中国（政府和中国的公司）在数据和与互联网相关的基础设施上投资 100-150 亿美元。政府对 IT 企业实行了税收激励措施，并且鼓励敢于冒风险的企业家拥有股权。尽管目前的趋势是有利的，但我们还要提到历史上中共有因意想不到的非经济原因而迅速改变政策的先例。

附表 50

#### 中国 — 移动电话用户

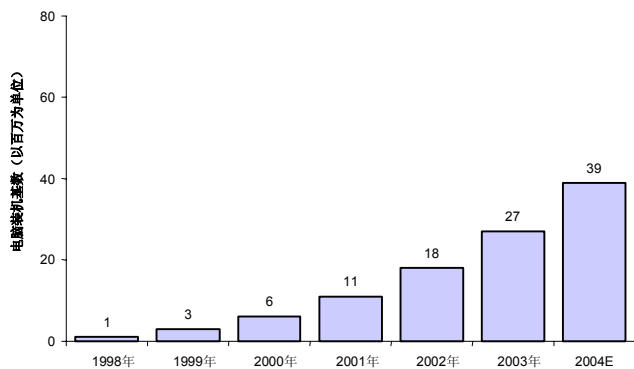


E = 摩根士丹利研究预测。

资料来源：IDC, CNNIC 第 13 份关于中国互联网发展的统计调查报告, 2004 年 1 月, 摩根士丹利研究报告, 蔡慧, Mark Shuper.

附表 51

## 中国 — 安装 PC 基数



E = 摩根士丹利研究预测

资料来源: IDC, CNNIC 第 13 份关于中国互联网发展的统计调查报告, 2004 年 1 月, 摩根士丹利研究报告。Viktor Ma。

温天力认为互联网是中国经济中重组的力量。政府利用国有企业的 IPO 来帮助这些企业按国际会计准则和商业惯例进行重组, 同时 IPO 也可以使互联网公司竞争、刺激或取代线下产业, 而其中大部分是旧的计划经济的产物。截止 04 年 4 月, 几乎所有上市的中国互联网公司都是在海外的市场上市, 须符合美国 GAAP 并接受投资者的严格审查。对一些中国公司来说, 在纳斯达克上市有助于解决因中国旧经济中的腐败所引起的一些问题。

同样重要的是, 中国政府在某种程度上不仅仅认为互联网是一个变革的力量, 也认为互联网是一支武装现有体制的力量。第十个五年计划和各级政府实体参与互联网业务就证明了这一点。

最后一点, 互联网公司帮助政府招聘到一些曾旅居海外的中国公民 (大部分都有技术专业) 回国效力。

## 12. 政府的战略在某种程度上反映了促进国内（城市至农村）和全球贸易的需要

### *中国能实现东西部融合吗？*

中国 60%（据谢国忠的统计）的人口居住在农村地区（那里互联网普及率比较低），把农村和城市居民连接起来是一大挑战，也是中国经济平衡发展的关键。

互联网能够实现普及教育 — PRCEDU 即为一例 — 还能激发创业精神，而且它能把低成本产品和服务的生产商与国外的买主联系起来。EBay 旗下的 eBay 易趣网、阿里巴巴网站（侧重 B2B）和淘宝网（侧重 C2C）等在线交易公司在种类和用户数量上的强劲增长 — 见附表 53 - 55 — 表明这些市场还处于初级发展阶段。另外，新浪和雅虎 Yahoo!（用它的 3721、Overture 和 Inktomi 资产）最近成立的一个在线交易合资企业，也表明把买主与卖主联系起来的极具潜力。

中国在线交易过程备受关注的的原因之一是这一过程的草根性质。在线交易过程可以适用于相对收入水平相差很大的经济体，因为在线交易系统实际上是与价格和产品无关，而且天生适合规模化经营。例如，2 美元的明信片、5 美元的衬衫、1,000 美元的电脑和 30,000 美元的轿车都可以在同一系统上出售 — 是买主和卖主自己来决定适合自己情况的价格。

谢国忠和史蒂芬·罗奇强调，互联网是非常重要的，因为它是中国西进 — 开发中国欠发达的中西部地

区 — 并设法同时实现全国互连互通的唯一符合成本效益的手段。把这些新开发的地区与中国其他地区融为一体，需要庞大的基础设施和城市化进程。这对没有线路相连的中国提出物流方面的巨大挑战。因此，互联网对这个泱泱大国提高生产力是至关重要的 — 这意味着政府可能会继续支持互联网的发展。另外，中国的生产商完全可以把互联网作为一个新的、公平的销售渠道，让产品和信息走向世界 — 尤其是价廉物美的产品。

### *世界能实现东西方融合吗？*

许多主要作为加工组装(OEM)的小型民营生产厂家，在某种程度上受到加入 WTO 促进出口增长的鼓舞，纷纷通过网络来发展自己的品牌业务（一般是以英语为标准进行交易）。

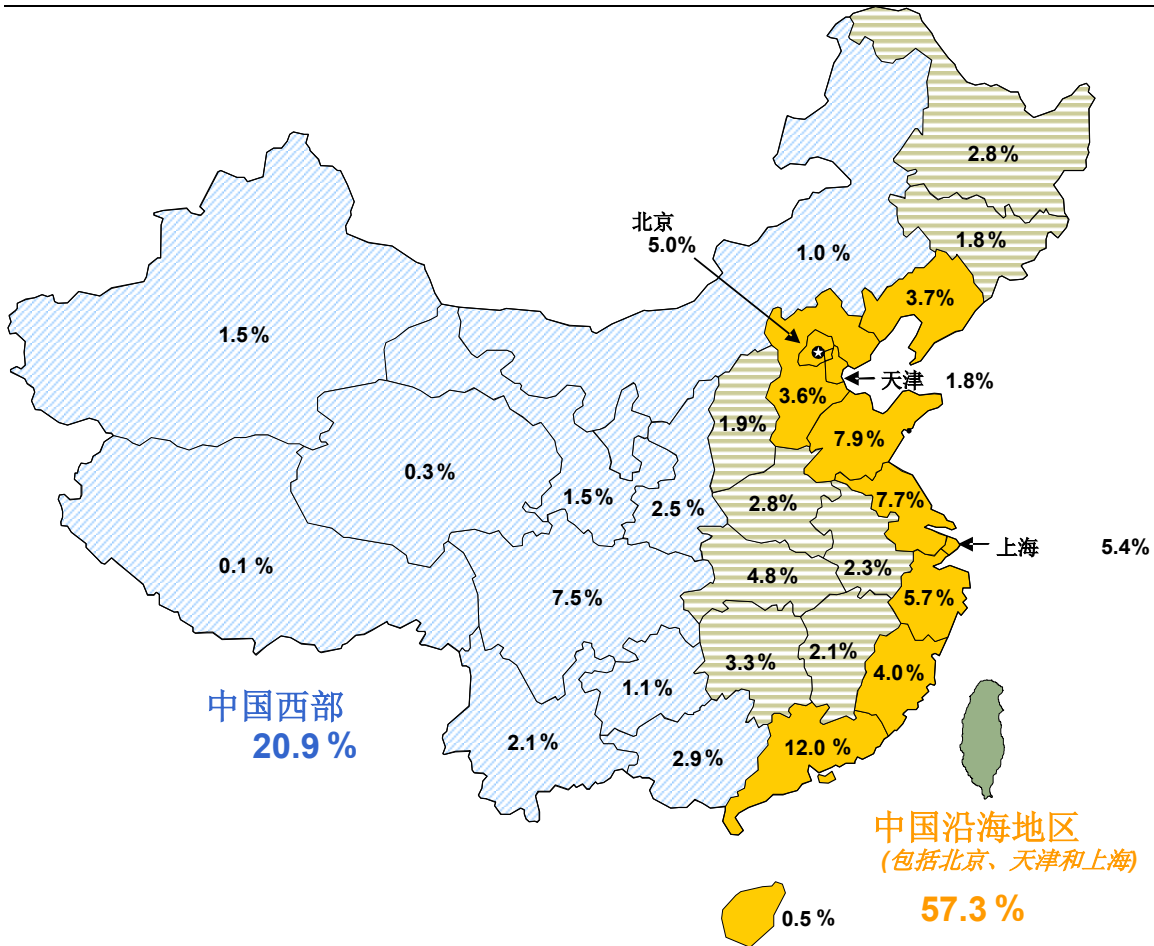
此外，网络还为家电制造商海尔等中国的生产商提供了一个新的、高增长、低成本的销售渠道。在这种情况下，由于产品价格低、质量高，因此产品可以有极高的在线反馈评价，从而形成有效的销售周期。极高的客户评价，可以增强潜在买主的信心而且增加自己对品牌的责任心，从而实现更多的销售。欲知详情，请访问 [www.amazon.com](http://www.amazon.com)，键入“wine refrigerator”，了解在线反馈对海尔这样的公司的影响。

我们认为，实际上，有了在线反馈之后，优秀家电认证标志（Good Housekeeping Seal of Approval）就被取代了，精明的销售商抢夺网上市场份额的机会也是很大的。互联网作为一个销售渠道所形成的市场透明度，再加上用户提供的在线反馈评价（eBay、Amazon.com 和 Yahoo! 率先搞起来的），开创了可以实时地判断产品质量/体验的新的标准。



附表 52

中国 — 互联网用户集中在沿海地区和大都市地区



资料来源: CNNIC, 第13份关于中国2003年互联网开发的统计调查报告, 04年1月。

附表 53  
eBay 易趣网 — 网页与登载信息



<b>登载目录总数</b>	<b>567,969</b>
<b>按月增长</b>	<b>16%</b>
<b>主要类型</b>	
化妆品	106,507
珠宝	54,561
服装	41,113
收藏品	35,698
玩具	31,581
居家	28,628
手机	27,425
电脑	25,273
音乐	24,357
体育	21,267

资料来源: www.eachnet.com, 主要种类, 截止 04 年 3 月 17 日, 以百万为单位, 04 年 2 月 17 日至 04 年 3 月 17 日的增长额。

附表 54  
阿里巴巴 — 网页与登载信息



<b>登载目录总数</b>	<b>251,141</b>
<b>按月增长</b>	<b>2%</b>
<b>主要类型</b>	
家用产品	31,425
服装时尚	23,308
工业产品	21,218
工艺礼品	18,798
电子产品	18,006
家用电器	12,938
运动休闲	12,607
纺织皮革	12,299
建筑施工	11,798
商业服务	9,849

资料来源: www.alibaba.com, 主要种类, 截止 04 年 3 月 17 日, 以百万为单位, 04 年 2 月 17 日至 04 年 3 月 17 日的增长额。

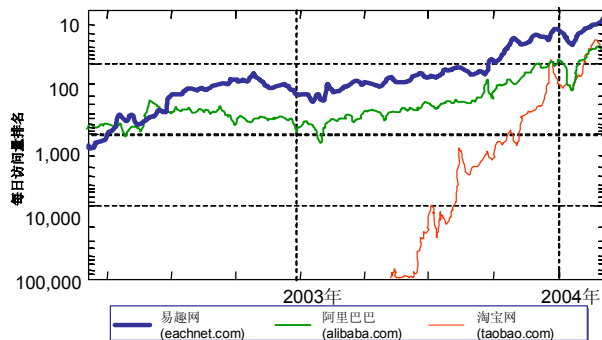
附表 55  
淘宝网 — 网页与登载信息



<b>登载目录总数</b>	<b>986,919</b>
<b>按月增长</b>	<b>18%</b>
<b>主要类型</b>	
书籍	286,632
化妆品	105,796
服装	77,305
电影	72,394
音乐	58,343
珠宝	55,062
家居用品	29,402
电脑	27,836
手机	23,915
家庭影院	10,174

资料来源: www.Taobao.com, 主要种类, 截止 04 年 3 月 17 日, 以百万为单位, 04 年 2 月 17 日至 04 年 3 月 17 日的增长额。

附表 56  
阿里巴巴/eBay 易趣网/淘宝网业务量排位



资料来源: www.alex.com, 04 年 4 月 11 日。

---

**在线交易业务虽然仍处于初级阶段,但目前有很强的势头而且发展很好……**

在全球的互联网公司中,电子海湾 eBay 证明在中国处于最有利的地位,因其它很早就与上海的 eBay 易趣网结成了合作伙伴关系。

尽管如此,阿里巴巴和淘宝这两家由马云 (Jack Ma) 创办并得到日本软银及/或软银创始人孙正义 (Masayoshi Son) 支持的公司,也与易趣一样在商品登载上有强劲的发展势头,从而在剔除中间人把选择权力交给买主和卖主的革命中,形成 eBay 竞争最激烈的市场之一。

如附表 53-55 屏面显示和登载信息所示,截止 04 年 3 月 17 日,淘宝网排在前列,有 987,000 条目录(按月增长 18%);其次是易趣网,有 568,000 条目录(按月增长 16%);排在最后的是阿里巴巴,有 251,000 条目录(按月增长 2%),尽管它的目录数量较小,但这可能是因为它侧重的是 B2B,而不是消费者。

淘宝网的登载之所以领先于 eBay 易趣网,可能是由于淘宝网向卖主提供免费的商品登载(如果物品没有交易则自动重新登载),而 eBay 易趣网每笔交易要收取最高为 0.97 美元的佣金。登载数量和增长率并不是总能反映市场发展势头的全面情况,因为从登载到实际交易的转换率才是关键。我们目前难以确定淘宝网和 eBay 易趣网的转换率。下面的说法听上去似乎违反直觉,但实际上当卖主因为登载是要付费的而非常关注物品能否卖出时,用户(包括买主和卖主)的感觉往往要更好——因为这增加了人的紧迫感和出售欲望。我们感觉, eBay 易趣网的转换率可能要大大高于淘宝网。据我们估计, eBay 的转换水平为 40 - 50%。

最后,据 Alexa 称,如果分析一下每日业务量趋势的数据,就会发现,在过去的六个月里淘宝网的增长率要高于 eBay 易趣网(见附表 56)。要注意的是淘宝网的部分增长是因为该公司为许多合作伙伴提供了 Web 主机托管并把各网站相关的热门物品放入网站。而易趣网的部分损失可能是由于新浪与雅虎合办在线拍卖网站,因此停止了在新浪上发布广告所致。尽管有 Alexa 所说的限制因素(见第 16 页),但我们认为,相对的业务量趋势可以在很大程度上反映出发展方向。

### 13. 经济增长势头尽管放缓，但仍很强劲

摩根士丹利首席经济师史蒂芬·罗奇和谢国忠（中国经济师），经过深思熟虑后写了大量有关中国经济和商业环境的文章。我们在此摘录一些他们的看法……

#### 未来不大会比现在更好……

近些年中国经济的强劲势头促进了互联网的发展。但是，中国已开始压缩信贷，因此今后经济会急剧放缓。在经济放缓的过程中，中国的互联网发展会面临一些压力，但我们认为今后几年中国的国内消费有望迅速增加，这在某种程度上可以起到缓解作用。尽管如此，就连中国的领导层也担心中国经济过热，难以控制，史蒂芬·罗奇、谢国忠和摩根士丹利中国经济师任永欣（Denise Yam）在他们“中国减速”的报告中如是说。

**罗奇指出，中国经济的增长仍会很强劲，但现在需要调整，而在这一过程中，经济已经开始放缓，而且还可能继续放缓 — 在放缓的过程中可能会出现让人意外的情况……**

我坚信，中国经济马上就会减速。中国的领导层显然很担心过热的风险。这种担心可能会转化为行动，而这些行动则会导致中国GDP增长在2004年期间大幅下降。对于预计中国经济热潮会继续的国际金融市场和全球大宗商品市场来说，可能会出现软着陆也许会出乎意料。对于指望从中国旺盛需求中得到大力支持的中国贸易伙伴来说，可能出现的经济放缓也许会让人大吃一惊。

中国政府目前正在调整经济中最近出现的一些过热的问题。在截止2004年2月的五个月时，中国的银行贷款增长额平均为1510亿元人民币，大大少于去年前三个季度平均每月增长额2750亿元人民币。这说明中国经济因信贷而放缓，尤其是房地产投资和基础设施项目。这是必要的，因为近几年过剩的信贷已使上海和中国沿海地区其他一些城市的房地产出现泡沫。

目前，这种减速对实体经济的影响的初步迹象是很明显的：2004年前两个月工业产值的增长减缓到

16.6%，而2003年12月的按年增长幅度为18.1%。同时，2004年1月和2月出口增长降到28.8%的年均增长率，与03年第四季度40.5%的增幅相比有明显的下降。通货膨胀率也开始降低，2003年12月和2004年1月的平均水平为3.2%，而2004年2月则下降到2.1%的按年增长幅度。

全球商品市场应当开始感到中国经济放缓所带来的影响。在去年中国经济大幅增长之后，许多工业品价格猛涨 — 尤其是金属，比如铜（+50%）和镍（+125%）；另外，近几个月，铝和钢铁的价格也上涨了。据摩根士丹利金属产品分析师Wayne Atwell称，中国目前大约要消耗大多数全球产品的20%，与1985年4%的比例相比大幅上升。它对镍需求的影响可以说明中国因素如今对工业大宗商品市场的拉动作用。按照Atwell的计算，中国2003年占全球成品镍消耗量的11%，但其增长率 — 在过去三年里镍消耗量年平均增幅为29% — 却是很大的，这意味着2003年中国占全球镍需求增长的44%。另外，中国国家发展改革委员会主任马凯最近估计，2003年，中国占到世界原油总消耗量的7%，全球煤炭的31%，铁矿石的30%，钢铁产品的27%，铝的25%和世界水泥总消耗量的40%。

**罗奇还指出，鉴于中国对全球经济的影响，这一市场的变化将会影响到许多公司……**

跨国公司已迅速采取行动，把中国纳入全球的供应链。在过去两年里，每年有500多亿美元的外商直接投资进入中国，从而使中国成为世界上最大的外商直接投资接收国。在过去十年里，跨国公司在中国的子公司和日本、美国和欧洲的合资企业在中国出口总增长中的累计增幅中占到65%。外包已成为全球各公司提高效率策略中越来越重要的内容，这可以使发达国家的高成本生产被中国等发展中国家的低成本生产所取代。最后，世界各地的消费者也享受到这些好处。要注意的是，2003年美国进口1500亿美元（占进口的12%）价廉物美的中国产品，这对抑制通货膨胀率起到了作用。

中国出口行业的就业人数在不断上升，这主要是因为跨国公司在扩大其在中国的子公司。中国对外国制造的产品需求则促进了世界上其他地区的就业。

2003年，中国的进口需求增长了40%—中国在建立现代经济的基础设施的同时，还从日本、韩国、台湾和德国等国家购买了资本设备和技术。由于这些国家内需不足，它们向中国出口的企业已成为增长的重要来源—2003年，中国在美国出口增长中占到了21%。

**罗奇指中国正积极争取兼顾短期和长期的发展……**

中国废除国有经济的承诺是应当加以称赞的。对中国来说，这是保持繁荣的唯一途径，而对其他国家

来说，这是利用这一巨大市场的机会。西方人不应担心中国在改革的道路上采用不公平的竞争手段。中国自愿加入世贸组织已经确保了中国有责任遵守一个基于西方规则的制度。通过承诺进行如此巨大的改革，中国已经向世界其他国家提出了挑战。是的，中国的成功也是一种挑战：它使欧洲和日本等僵化过时的经济体意识到它们也必须变革，否则在这个迅速变化的时代就会有落伍的危险。中国是其他国家效仿的重要榜样，而绝不是一种威胁。世界的主要经济体只有在迎接竞争的挑战时才能进步发展。

## 14. 资本市场在过去一段时间一直保持强势

**哪里有投资，哪里就有投机 — 两者是不同的，两者也可以是相同的 — 事后看总是很清楚，当时并不了然……**

金钱和投机似乎都会跟着机会，中国的资本市场也不例外。

谢国忠指出，中国面临的挑战是，要在多条战线采取平衡的行动，而这涉及一些极大的冲突：债务与增长；固定货币与浮动货币；腐败与道德；贫困与富裕；共产主义与资产主义；失业与就业；国有企业与私营企业等。在过去的二十年里，中国在对外资开放市场的过程中，估计有 5500 亿美元主要投入了中国的出口生产。谢国忠预计，在今后十年里，外商直接投资每年可能再增长 1000 亿美元。

政府担心股市大跌会影响社会的稳定，这种担心阻碍了中国股票市场的发展。监管者似乎一直在控制筹资的速度，努力对市场进行管理。因此，去年的筹资总额仅为 160 亿美元，相比之下，银行贷款增加了 3350 亿美元，国内信贷总额增加了 3910 美元。

由于中国经济中负债与股权比率较高，再加上不良贷款率也很高，因此中国政府似乎决心要在融资领域进行改革，以便在 2006 抵御来自外国金融机构的

竞争。政府目前的重点是四大国有银行的重组和上市：中国建设银行、中国工商银行（ICBC）、中国银行和中国农业银行。目前看来，政府决定在股票市场进行改革只是时间问题。

中国全国的存款总额占到 GDP 的 45%，家庭存款占到家庭可支配收入的 30%。这么高的存款率应有助于中国高增长率的同时保持资本成本的低水平，。这还意味着，即使在政府不再限制筹资额度，让市场自己解决，就像台湾的情况，中国的股票估值也还可能高于其他地区。不过，随着改革的推进，风险溢价可能会发生较大变化，其他新兴市场的情况即可证明这一点。对中国股票市场的长期前景，谢国忠是看好的。

### **中国的互联网企业的趋势和股票特别容易波动……**

与全球的同类公司一样，三家中国主要的专业互联网公司（新浪、网易和搜狐）经历了极大的波动：2000 年上市（合计市值为 12 亿美元），00 年第二季度至第四季度达到高点（27 亿美元），01 年第二季度至第四季度跌入谷底（8200 万美元），01 年第三季度担心会在纳斯达克被摘牌，03 年第二季度/第三季度获得合计为 2.65 亿美元的可转债融资，目前的合计市值接近 50 亿美元（截止 04 年 4 月 12 日）。



## 有关中国的数据/观点的出处

我们发现可以利用五个资料来源来了解中国社会、政治、文化和经济形势的动态 — 一个是关于历史，一个是关于法制，一个是关于中国共产党(CPC)的第十个五年计划，一个是第十个五年计划中的科技/电信领域，还有一个关于中国在世界经济中的进步。其要点如下：

1) **中国：革命的世纪**。这份长达六个小时的资料(有DVD)详细介绍了中国在过去一个世纪的发展。它重点论述了蒋介石、毛泽东和邓小平的影响，提供了关于中国为什么成为今天的中国的相关背景。它详细介绍了中国历史上的重大事件，其中包括：1) 内战；2) 外国入侵；3) 共产主义运动的发展；4) 长征；5) 大跃进；6) 文化大革命和红卫兵；7) 社会主义市场经济的发展 — 未经过检验的共产主义和资本主义的混合物。

2) **中国法制的发展**。这篇文件是清华大学法学院副院长王振民(Zhenmin Wang)博士写的，发表在2000年夏季的《哈佛亚洲季刊》上。它重点论述了不断发展的中国法律制度所面临的挑战和机遇。任何现代社会的重要特征就是法制，从广义上法制可以理解为“一个对法律规定进行一致的和系统的运用的管理架构”。中国的法律制度在六十年代的文化大革命中几乎被摧毁。从八十年代初起，中国开始重视建立现代法律制度的需求/过程。1997年，中国共产党明确地把法制作为一项基本指导原则，并提出到2010年将建立起全面的法律框架。健全的法律框架不仅对保护公众利益和人权很重要，它在促进经济和社会发展和达到世贸组织提出的国际商业惯例方面也起着重要的作用。

3) **关于国民经济和社会发展第十个五年计划纲要的报告**。这是国务院总理朱镕基2001年3月在第九届全国人民代表大会第四次会议上的讲话，它回顾了第九个五年计划的基本情况，然后提出了第十个五年计划。这些由中国共产党根据二十年的情况制订的计划，确定了未来五年期间“中国经济和社会发展的目标、指导原则和主要任务”。第一个五年计划是1953年由毛泽东制订的，它依照的是苏联的五年计划(强调了自上而下的方式，共产党是采用这种方式来管理经济和社会的)。虽然随后的

讲话是对中国人民的一个动员令，但实际上它是有关经济的高层次的商业计划，它对重点领域和投入的程度提出了重要的看法。单从这一计划所涉及深度/广度就可以看出中国面临的机遇和挑战。

以下我们引用了这篇讲话的原文……(译文摘自该报告的中文版——译注)

过去五年，中国的国内生产总值……每年增长8.3%。人均国民生产总值比1980年翻两番的任务，已经超额完成……主要工农业产品产量位居世界前列，商品短缺状况基本结束。产业结构调整取得积极进展……淘汰落后和压缩过剩工业生产能力取得成效，重点企业技术改造不断推进。信息产业等高新技术产业迅速成长。基础设施建设成绩显著……经济体制改革全面推进，社会主义市场经济体制初步建立。国有大中型企业建立现代企业制度的改革取得重要进展。大多数国家重点企业进行了公司制改革，其中相当一部分在境内外上市。企业扭亏增盈成效显著……五年累计实际利用外资2894亿美元……

人民生活继续改善，总体上达到小康水平……“八七”期间制订的帮助8000万人脱贫计划基本实现……科技、教育加快发展，社会事业全面进步……廉政建设和反腐败斗争不断取得成效……香港、澳门社会稳定，经济发展……面对各种社会矛盾，我们始终抓住经济建设这个中心，采取有效措施促进国民经济持续快速健康发展……

在充分肯定成绩的同时，也要清醒地看到，经济和社会生活中还存在不少问题。主要是：产业结构不合理，地区经济发展不协调；国民经济整体素质不高，国际竞争力不强；社会主义市场经济体制尚不完善，阻碍生产力发展的体制因素仍很突出；科技、教育比较落后，科技创新能力较弱；水、石油等重要资源短缺，部分地区生态环境恶化；就业压力加大，农民和城镇部分居民收入增长缓慢，收入差距拉大；一些领域市场经济秩序相当混乱，重大安全事故时有发生；贪污腐败、奢侈浪费现象和形式主义、官僚主义作风还比较严重；一些地方社会治安状况不好。这些问题产生的原因比较复杂，不少也

同我们工作中的缺点和错误有关。我们必须高度重视，进一步采取措施，努力加以解决。

今后五年要着力调整产业结构、地区结构和城乡结构，特别要把产业结构调整作为关键……要把发展科技、教育放在突出位置，进一步实施科教兴国战略，振兴科技，培养人才，促进科技、教育与经济紧密结合……为到2010年国内生产总值比2000年翻一番奠定坚实基础……加强精神文明和民主法制建设……重点支持建设高速宽带信息网络、关键集成电路、新型运载火箭等重大高技术工程，形成我国高新技术产业的群体优势和局部强势……积极发展软件产业。加强信息基础设施建设。要在企业技术开发和生产营销、社会公共服务、政府行政管理等方面广泛应用数字化、网络化技术，把工业化和信息化更好地结合起来……

坚持把提高人民生活水平作为根本出发点……实施西部大开发战略，加快中西部地区发展，是我国迈向现代化建设第三步战略目标的重要部署……为国民经济和社会发展服务。发展教育，要面向现代化、面向世界、面向未来，着力推进素质教育，促进学生德、智、体、美全面发展……

加快建立和完善现代企业制度……对关系国民经济命脉和国家安全的重要企业，国家必须控股……坚持不懈地打击制售假冒伪劣产品、偷税、骗税、骗汇、走私等违法犯罪活动……重点培育和发展要素市场，尤其是资本市场。大力倡导诚实守信的职业道德，加快建立健全社会信用制度……要继续实施积极的财政政策，带动投资和促进消费。全面推进依法理财，强化税收征管，严格财政监督……照现代银行制度对国有独资商业银行进行综合改革……

要抓紧做好加入世贸组织的准备和过渡期的各项工作。采取切实措施，转变政府管理方式，提高企业竞争能力。深化改革，健全符合国际通行规则和我国国情的对外经济贸易体制……鼓励外商特别是跨国公司投资高新技术产业、基础设施等领域，以及在我国建立研究开发机构，参与国有企业的改组改造。

要确保国有企业下岗职工基本生活费和离退休人员基本养老金按时足额发放。同时，加快形成独立

于企业事业单位之外、资金来源多元化、保障制度规范化、管理服务社会化的社会保障体系……要努力保持低生育水平，促进优生优育……依法保护和合理利用淡水、土地、能源等宝贵资源……

对国有上市公司负责人和技术骨干，还可以试行年薪制和期权制……着力改善城乡居民的住行条件……视农村污染治理和环境保护，尤其是农业生产的化学污染……把依法治国和以德治国结合起来……尽早解决台湾问题，实现祖国完全统一，是中华儿女的共同期盼，是我们面临的重大任务。

4) **第十个五年计划纲要(2001-2005年) — 信息产业部**。这份文件是中国政府信息产业部编写的并于2000年公布，它重点阐述了电信业和IT/电子业的规划。

以下我们引用了这篇讲话的原文……(译文摘自“信息产业第十个五年计划纲要的中文版——译注)

信息化是我国产业优化升级和实现工业化、现代化的关键环节……将信息化放在如此高的战略地位，在党中央全会决议中是第一次，是党中央站在时代的前列作出的伟大战略决策……信息产业作为国民经济的基础产业、先导产业、支柱产业和战略性新兴产业……到2005年，我国电子信息产品出口占全国外贸出口额的比重将超过30%……到2005年，信息产业在国民经济各产业中位居前列，发展成为最大的产业……

通信网络是国民经济的基础设施……通信业已建成了接近世界水平的通信网络，固定电话和移动电话网络规模已经位居世界第二位……彩电、激光视盘机、彩管、程控交换机、移动电话、显示器等部分产品成为世界主要生产国……信息产业的增加值占GDP的比重由“八五”末的2%增加到“九五”末的4%……

主要产品产量快速增长，产销两旺。2000年主要电子产品年产量为：彩电3742万台、微型计算机860万台、局用程控交换机4657万线、数字移动交换机3630万户、数字移动电话5100万部、显示器4500万台、激光视盘机1100万台、集成电路50亿块、电子元器件2500亿只、彩管4300万只……

电子产品进出口贸易额连续4年顺差,出口额占机电产品出口额的50%……程控交换机、彩电、电话机、收录机等产品产销量居世界第一……微型计算机水平达到国际水平,新产品推出基本与国际同步,高性能计算机、高速路由器等产品技术取得突破性进展;软件技术发展很快,推出了具有自主知识产权的COSIX中文操作系统,中文信息处理系统国际领先。科研体制改革取得重大进展,技术创新、成果转化步伐明显加快。军事电子工业研制开发了一批国防建设急需的关键技术……

电信业进行了企业重组,形成了中国电信、移动、联通、网通、吉通、铁通、卫星等大的电信公司和集团公司……通信网积极利用国产设备及软件,为国内产业提供了市场,制造业的生产、创新也为通信业的快速发展和技术进步创造了一定的物质条件……国家给予的财政和税收等方面的优惠政策为制造业和软件业的发展提供了基本保证,地方各级政府的大力支持为电子信息产业的发展创造了良好的环境……

我国信息产业虽有长足发展,但与发达国家相比,差距依然很大:经济效益不高,关键技术相对落后,结构性矛盾仍很突出。主要表现为:

#### 1. 信息资源开发利用滞后

相对于通信网络建设的快速发展,信息资源的开发利用明显滞后,主要原因有以下几方面:

——信息资源开发和有偿使用的市场机制还未形成,信息知识产权缺乏保障。

——对信息资源开发利用的深度不够,整体认识不足。

——信息资源开发管理体制不健全。

——基础工作薄弱,信息服务业弱校

#### 2. 通信法制建设明显滞后,市场监管力度不够

——通信行业管理的相关法规和制度跟不上发展的需要。

——行业管理调控力度不足,网络资源没能得到充分利用,出现重复建设;频率、轨道、电信网码号等通信资源的分配和利用不尽合理,有偿使用的市场机制还未形成。

——资费结构不尽合理,资费体系不灵活,在一定程度上抑制了通信市场发展。

——电子产品市场监管与行业调控力度不够,

以致部分电子产品出现不正当竞争的状况。

#### 3. 结构与布局不尽合理

——电信支撑网建设滞后于通信能力的发展;通信产品制造业发展又滞后于网络建设,缺乏统筹规划、协调发展。

——国有邮政企业的资产结构、业务结构不合理,基础业务增长缓慢,业务拓展和市场开发比较薄弱。网络布局及服务手段、管理体制及经营机制还不适应市场需要,业务发展距规范化、规模化的要求还有一定的差距。

——电子行业结构性矛盾十分突出。产品结构层次不高;企业结构亟待调整,大部分国有企业距专业化、规模化的要求还有一定距离;地区工业布局结构趋同,低水平重复建设现象依然存在;产品出口中一般贸易比重偏小,国有企业出口量较校

#### 4. 企业管理和效益与世界先进水平存在明显的差距

——与发达国家水平相比,我国通信企业人均业务收入、劳动生产率、利润指标均存在明显差距,总体管理水平不够高,运营效益较低。国有邮政企业经营亏损严重。

——我国电子信息产品制造业的生产要素集约度参差不齐,层次不高,主要关键技术尚未摆脱受制于人的局面,全行业销售利润率远低于发达国家水平。

#### 5. 对制约信息产品制造业发展的瓶颈产业投资力度不够,研究开发费用严重不足

——融资渠道相对不足,对制约信息产品制造业发展的瓶颈产业的投资力度难以适应产业的高速发展。

——高技术风险投资机制尚未建立,科技成果很难实现产业化。

#### 6. 技术创新体系尚未形成,人才资源结构性矛盾突出

——电子信息产品中具有自有品牌和自主知识产权的产品较少,关键技术受制于人,科研成果转化为商品生产的不多,以企业为主体,产、学、研、用一体化的技术创新体系在大多数企业内尚未真正建立。

——人才结构性矛盾突出,普通劳动力过剩,管理人才、技术带头人以及高层次、复合型人才严重短缺。国有企业没有形成留住人才的机制。

#### 7. 软件、集成电路、新型元器件仍为制约我国电子信息产品制造业自主发展的瓶颈……

“十五”期间是我国信息产业快速发展的关键时期。我们要以党的十五届五中全会精神为指导，统一思想，提高认识，立足当前，谋划未来，实现“十五”信息产业的跨越式发展，争取在新世纪有一个好的开局……发达国家凭借其资金、技术和品牌优势，主要从事系统集成和高技术产品的开发与销售，而把技术含量较低的产品生产大量向发展中国家和地区转移。发达国家在行业中的地位更加突出。由于技术高速发展和市场激烈竞争，使得技术开发的难度和风险越来越大，所需经费和高科技人才投入越来越多，因此各大公司和国家间联合研究开发之风势不可挡。市场资金和技术的国际化使得国际竞争由资源、产品的竞争转向技术、品牌、资本和市场份额的竞争……电子产品大部分具有显著的规模经济效益。随着技术的飞速发展，其生产规模将越来越大，进入门槛将越来越高，没有巨额的资金投入，很难形成真正有竞争力的产业……

各种技术相互渗透，产品界限日趋模糊。数字化、多媒体等信息技术促进了电视、计算机、通信的逐步融合……数字化、宽带化、智能化、个人化是未来信息产业的主流技术……

到2005年，产业规模将在2000年基础上再翻一番，在国民经济各行业中名列前茅，信息产业增加值占GDP的比重将超过7%，成为带动国民经济增长、结构升级的支柱产业和增强综合国力的战略性新兴产业……中国电子信息产品制造业规模将位居世界电子信息产品制造业大国之列……在全社会广泛应用信息技术，提高计算机和网络的普及应用程度……[2005年的目标包括]移动通信交换设备总容量超过3.6亿户；因特网用户数达到2亿户，上网用户普及率达到15%；电话用户总数超过5亿户，全国电话普及率将超过40%；电话用户总数超过5亿户，全国电话普及率将超过40%；移动通信用户数达到2.6~2.9亿(普及率达到21%)；广播、电视网络基本覆盖全国，有线电视用户达到1.5亿户……主要产品年产量达到：集成电路200亿块、电子元器件5000亿只(其中片式元器件占80%)、微型计算机1800万台、移动通信手机1亿部、光纤2000万公里、彩色电视机4000万台、激光数字视盘机2000万台、彩色显像管4550万只、网络产品销售额370亿元、软件业销售额2500亿元……

加强技术创新，使我国信息产业的整体技术水平有明显的提高，使科技进步对信息产业经济增长的贡献率达到60%以上……国产信息技术产品的市场占有率达到60%……政府上网工程取得成效。县以上各级政府上网，地、市以上各级政府文件生成、收发电子化，公众上网查询可公开的政府信息……在中、小学普及计算机教育……力争基本实现企业对企业(B2B)方式的电子商务，大力推进企业对消费者(B2C)方式的电子支付系统……

“十五”期间，光传输网仍是建设发展的重点……为适应网络迅速发展的需要，大力发展具有自主知识产权的服务器、高速路由器、网络交换设备、网络接入设备、个人手持信息终端、网络与信息安全产品等网络产品以及网控、网管系统的开发、生产。围绕微型计算机的规模生产，积极发展与计算机配套的驱动器、主机板、非击打式打印机等外部设备及其关键零部件……重点支持自主的、安全的中文操作系统软件开发，大力支持技术开发平台、数据库管理系统、中文处理系统和网络管理系统……

使企业从依赖国家优惠政策和银行信贷的间接融资为主转向主要依靠国内外金融市场的直接融资为主……明确产权关系，建立健全法人治理结构，完成公司制改制。除涉及国家安全、提供重要公共产品和服务以及行业中的重要骨干企业采取国有经济控制外，其余改制为多元化投资主体的股份公司……营造有利于企业家发挥作用和才干的舆论环境。建立完善企业家和高级管理人员的激励机制和约束机制……采取切实可行的措施，鼓励资本、技术等生产要素参与收益分配，对企业领导人和科技骨干实行年薪制和股权、期权等办法，稳定人才队伍，形成吸引人才的良好环境……

到2010年，我国开始步入中等发达国家水平，并将初步进入信息社会，全社会信息资源开发利用的深度和广度明显提高，信息服务业快速发展，充分满足社会各方面需求，信息产业将成为国民经济的第一大产业，基本建成具有相当规模的、技术先进的国家信息化体系……从2006年到2010年，我国电子信息产品制造业、软件业预计将以年平均增长10%~15%的速度发展。到2010年，发展成为国民经济的第一大工业产业，产业规模有望与美、日并驾齐驱，雄居世界前列，成为世界电子制造业、

软件业的强国。主要产品技术居世界领先水平……全民信息化知识和技能显著提高，信息技术得到普遍应用，信息化工程取得显著成效。

温天力摘自该计划中有关邮政系统的要点内容……

1) 建立“三流、四部分”综合业务体系  
适应市场需求，在保证传统邮政业务发展的同时，大力开发、积极发展物流业务和以电子邮政为代表的电子信息类业务。邮政经营范围将由传统的邮政业务扩大到商贸、货运、仓储、社区服务等领域，利用邮政终端服务网、实物传递网和邮政计算机网的优势积极做好“三流融合”新业务的开发、应用，逐步形成以实物传递类、电子信息类、商品营销类、金融服务类等综合业务为一体的全国性邮政业务体系，为社会提供全方位、多功能的邮政服务。

2) 优化实物传递网，提高运行效率  
推行集约化邮政区域系统，重点是提高全国一、二级中心局的自动化水平，尤其是省会城市，满足标准化集装箱和格式信函的需要，为各局配备先进的分拣和运输设备。提高中心局的科技含量。到“十五”末（即 2005 年），50%以上邮件必须使用标准集装箱。

3) 进一步完善邮政综合计算机网络  
扩大邮政综合计算机网络的规模及应用范围，增强网络的系统功能和安全性能，保证网络的稳定运行，提高网络应用水平。积极建设中国电子邮政。

4) 加强邮政客户服务网络的建设  
加强邮政客户服务中心、服务终端、基础设施的建设。配合电子商务的发展需要，实现邮件投递和物品递送相互配合。在全国范围内，调整支局和网络节点的布局，优化节点绘声绘色和服务功能。在需求较大的城市，建立全套服务的客户中心。采用 CTI（计算机电信集成）和电话服务中心技术，建立电子服务平台，建立客户电话与互联网接入通道。

5) 经合发组织：中国在世界经济中的作用。这本 813 页的书由经济合作与发展组织（经合发组织）于 2003 年出版，它概要分析了中国经济的现

状，并且“分析了要应对进一步贸易和投资自由化挑战而必须加以调整的政策。”

我们摘录了本书的一些要点……

要想在世界经济进一步一体化中获得各种好处，中国经济必须从根本上进行调整。要想解决历史过渡时期造成效率普遍低下的问题，就要对各个经济部门进行资源再分配。 .

……[自] 1978 年以来，[中国]成为了战后经济发展最成功的国家之一。中国已成为世界上第七大经济体，外国直接投资的第二大国家……中国加入世界贸易组织（WTO）是中国二十多年来所走的改革之路上的一个重要里程碑，而不是意味着要改变方向……这种意愿说明，向国际市场开放可以促进市场规范、技术引进和国内经济改革要达到的其他重要目标。

两项相关的结构性调整，大大促进了中国改革时期的产业发展。第一是从改革初期的完全国有的产业模式向逐渐以“非公”企业为主的模式转变……第二个结构性调整是中国经济逐步向外国贸易和投资开放。

影响产业效益的最大问题是企业的经营效率普遍低下……与欧洲不同的是，中国产业的特点是生产设施普遍没有达到理想的规模，而且分散和重复。目前共有 200 多家汽车生产厂家，其中大部分每年只能生产几千两汽车。大部分机器设备已经老化。而且没有很好地利用规模经济，比如，中国有 8000 多家独立的水泥公司，而美国是 110 家，俄罗斯是 51 家，巴西是 58 家，印度是 106 家……

技术不足和创新能力有限是中国产业特有的问题。大部分国内公司的技术标准落后于国际标准。与经合发组织国家和印度等发展中国家相比，中国投入的资源所占的比例较小，而且科技产出较小，比如专利……大部分国营企业的管理人员技术水平很差，也没有与利润挂钩的激励措施，他们不重视技术。

金融系统的对外要求也是很大的问题。多年来政府实行指令性贷款，加之执行合同不利和腐败严重，造成了信贷的混乱，各银行的激励措施有限，甚至

不能坚持严格的贷款标准履行贷款合同……金融系统的这些问题从某种程度上反映出中国仍然是一个发展中国家……从九十年代初开始，加快了金融改革的步伐，旨在解决金融系统的这些问题。1996年颁布银行法后，进一步严格了银行贷款标准，加强了内部管理，增强了掌握银行贷款高级职工的责任感，并要求管理人员对新的问题贷款负责……从某种意义上讲，金融机构目前出现的问题说明企业客户的状况不佳。现在已形成严重的恶性循环。企业效益不高，致使银行不良贷款增加，银行利润下降，从而失去了大部分的核心市场……

中国九十年代的发展伴随着地区差距的加大。几乎所有的地区，收入和生活水平都有所提高，但沿海省份的发展是最快的，其次是中部地区的省份，而西部地区发展最慢。自八十年代以来，各地区在收入上的差距逐渐加大……

中国各地区和城市与农村地区在经济增长率上的差异和生活水平上不断拉大的差距，充分说明各地没有同步发展。与沿海省份相比，中国内陆省份连接内地与沿海的交通和通信基础设施普遍不太发达……

中国经济的运作明显低于其生产力的潜力。人力、资本、土地和其他资源利用率不高，其在各经济部门的配制不合理，而且使用效率也不高。提高资源利用率是中国在力图实现发展目标过程中所面临的最根本的挑战……另外中国在环保方面的其他主要问题是出现大范围的空气污染和水污染。中国近三分之一的地区遭受酸雨，城市污染在大城市十分严重，固体垃圾处理设备面临越来越大的压力……

中国的工业增长虽然引人瞩目，但是还有一些突出的矛盾。尽管中国已迅速融入国际市场，可是国内市场条块分割的情况仍然十分严重……虽然出现了一些效率很高并有国际竞争力的中国公司，但是大部分中国公司的规模仍然较小，资金不足，而且管理水平很差。

钢铁工业是中国最重要的产业领域之一，占到增值的6.5%，占到制造业就业人数的5.5%。1996年，中国成为世界上最大的粗钢生产国。从那以来，一

直保持着钢产量的增长，2000年粗钢产量达到1.273亿吨——占到世界合计钢产量的15%……

中国各种机动车的总产量在世界上名列第十。中国汽车工业的生产能力达到250万辆，但目前运行着大约70%的产能。中国每年还生产320万辆农用车和1120万辆摩托车。

中国与经合发组织国家在配送上的发展差距是很大的。中国的配送行业还处于初级阶段。最能证明这一点的例子是：如果一家公司有两个仓库在两个地方，产品从一地送到另一地，那么当地税务局总是把这种转运视为销售，要征收相应的税款……

在中国，零售业的参与者有很大的差别，有大型商场，有夫妻店，有通过互联网的电子商务，有集贸市场，甚至还有沿街叫卖的小贩。在各种零售模式中，大商场、集贸市场和夫妻店是最普遍的，它们在零售交易中占了很大的市场份额……大商场在中国是一种十分稳固的和颇受欢迎的模式，它是计划经济时期采用的，是作为日用消费品的主要销售点……1999年，大约有88,000个集贸市场（自由市场）遍布全国的城市和农村地区，从事着消费品的交易。全国各地大概有1540万个夫妻店。在某种意义上，夫妻店可以被视为中国零售业的主要零售模式，因为这类店在所有零售网点中占到了近88%，并占到零售市场份额的30%以上，而且还在中国零售业提供了75%的就业机会……新的零售模式，比如连锁店、超市、大型超市、折扣店，甚至电子商务（电子商店）已被引入中国的零售市场。

但是，严重的监管问题却影响了中国的经济状况。第一，监管方面的风险很高……第二，交易成本很高，因为监管环境十分复杂、层次很多，往往是随意加以干预，容易滋生腐败。第三，在许多领域，中国在准入和竞争上设置了许多内部和外部的监管壁垒。第四，监管力度不够……第五，制衡制度不够，比如缺少有效的司法制度来保证实行法制和高效的争议解决程序……第六，基础设施的瓶颈，使整个经济的生产成本增加，在某种程度上是因为缺少以市场为导向的监管制度。这些问题不会很快解决，中国在法律和监管方面的缺陷和风险，在可预见的未来要高于经合发组织国家。

---

## 全球互联网公司的概况

---

### *我们重点介绍……*

为了说明有代表性的中国互联网公司目前的状况，我们重点列出了 8 家上市公司和 20 家私营公司。我们列出的这些公司从事各种在线服务，包括门户网站、游戏网站和网上书店。我们将在后续的报告中提供这些公司及其相关竞争态势的详细情况。另外我们还重点列出 4 家台湾/新加坡的公司，4 家日本的公司，9 家韩国的公司，4 家美国的公司和两家欧洲的公司，因为我们认为可以从这些公司看出各地区市场的发展趋势。这些公司先是按市值排列，然后再按字母顺序排列。



附表 57  
部分上市的全球性互联网公司

(All figures in US \$)

公司	代码	4/9/04 股价	摊薄 股份	市值 (百万美元)	% 股价变化					
					2001年	2002年	2003年	2004年至今	52个星期	
<b>中国</b>										
新浪 (Sina)	Sina	\$41	58	\$2,380	(49%)	311%	419%	22%	\$50	\$9
网易 (NetEase)	NTES	57	33	1,850	(79)	1,675	222	53	72	17
搜狐 (Sohu)	Sohu	26	42	1,100	(49)	433	367	(13)	43	12
中华网 (Chinadotcom)	China	9	98	903	(33)	(6)	185	14	15	4
Tom Online	TOMO	14	49	682	--	--	--	--	17	11
携程 (Ctrip)	CTRP	29	15	432	--	--	--	(16)	43	24
<b>日本</b>										
雅虎! 日本 (Yahoo! Japan)	4689.T	12,369	4	44,763	(47)	60	331	84	13,593	2,303
软银 (Softbank)	9984.T	53	351	16,645	(53)	(29)	168	72	67	10
Rakuten	4755.Q	8,186	1	8,813	(12)	51	478	86	8,422	1,163
Trend Micro	4704.T	40	133	5,306	--	--	--	--	42	12
<b>韩国</b>										
NCsoft	036570.KS	69	19	1,302	181	(27)	155	24	76	19
NHN	035420.KS	80	15	1,201	--	--	209	37	91	28
Daum	035720.KS	42	15	619	116	6	68	(7)	68	32
Webzen	WZEN	9	49	432	--	--	--	(15)	14	8
<b>美国</b>										
电子海湾 (eBay)	eBay	76	662	50,290	103	1	91	18	77	43
雅虎! (Yahoo)	YHOO	56	687	38,589	(41)	(8)	175	25	56	24
Interactive	IACI	33	632	20,934	41	(16)	48	(2)	43	26
亚马逊 (Amazon)	AMZN	48	418	20,112	(30)	75	179	(9)	61	24
<b>欧洲</b>										
Wanadoo	NAD.PA	10	--	--	(39)	(11)	83	27	11	6
T-Online	TOIGn.DE	12	--	--	(20)	(42)	133	(8)	15	7
纳斯达克 (Nasdaq)	COMP	2,052.88	--	--	(21)	(32)	50	2	2,154	1,354

**基本面**

公司	收入		营业收益		营业EPS		F03A	F03E
	C03A	C04E	C03A	C04E	C03A	C04E	毛利率	营业毛利率
<b>中国</b>								
新浪* (Sina*)	\$114	\$189	\$41	\$73	\$0.76	\$1.20	70%	36%
网易* (NetEase*)	66	103	39	66	1.18	1.81	84	60
搜狐* (Sohu*)	80	121	32	52	0.79	1.24	69	40
中华网* (Chinadotcom*)	89	237	(0)	47	0.15	0.33	46	(0)
Tom Online	77	--	20	--	0.24	--	43	26
携程* (Ctrip*)	21	35	7	14	0.06	0.74	82	34
<b>日本</b>								
雅虎! 日本 (Yahoo! Japan)	721	1,148	401	743	129.69	244.62	93	56
软银 (Softbank)	--	--	--	--	--	--	--	--
Rakuten	171	194	45	46	(487.22)	25.94	91	26
Trend Micro	454	518	143	200	0.66	0.89	93	32
<b>韩国</b>								
NCsoft	140	200	46	81	1.41	3.53	88	33
NHN	144	198	56	76	3.21	4.56	64	39
Daum	123	176	34	57	1.49	2.42	59	27
Webzen	50	61	28	34	0.33	--	88	58
<b>美国</b>								
电子海湾 (eBay)	2,165	3,000	695	983	0.75	1.04	81	32
雅虎! (Yahoo!)	1,473	2,298	296	504	0.37	0.53	86	20
Interactive*	6,328	6,884	866	561	0.81	0.93	45	14
亚马逊 (Amazon)	5,264	6,568	361	488	0.61	0.93	24	7
<b>欧洲</b>								
Wanadoo	3,229	--	(89)	--	0.40	--	53	(3)
T-Online	2,284	--	(103)	--	0.32	--	59	19
标普500 (S&P 500)	--	--	--	--	55.01	--	--	--

**估值**

公司	市盈率		C03-C06 EPS CAGR (%)	C03E P/E 与 增长比率	市值与收入比率		企业价值与EBITDA比率	
	C03A	C04E			C03E	C04E	C03E	C04E
<b>中国</b>								
新浪* (Sina*)	54x	34x	--	--	21x	13x	32x	--
网易* (NetEase*)	48	31	--	--	28	18	32	--
搜狐* (Sohu*)	33	21	--	--	14	9	27	--
中华网* (Chinadotcom*)	61	28	--	--	10	4	82	--
Tom Online*	58	--	--	--	9	--	33	--
携程* (Ctrip*)	516	39	--	--	21	12	60	--
<b>日本</b>								
雅虎! 日本 (Yahoo! Japan)	95	51	40%	3.9x	62	39	103	57x
软银 (Softbank)	--	--	--	--	--	--	--	--
Rakuten	--	253	--	--	52	45	145	142
Trend Micro	60	45	18	2.9	12	10	29	22
<b>韩国</b>								
NCsoft	49	19	--	--	9	7	21	13
NHN	25	17	30	57.3	8	--	--	--
Daum	28	17	52	44.6	5	--	--	--
Webzen	26	--	--	--	--	--	--	--
<b>美国</b>								
电子海湾 (eBay)	101	73	34	3.0	23	17	61	44
雅虎! (Yahoo!)	153	106	48	3.2	26	17	83	46
亚马逊 (Amazon)	78	52	49	1.6	4	3	47	37
Interactive	41	36	--	--	3	3	13	15
<b>欧洲</b>								
Wanadoo	26	--	--	--	--	--	20	--
T-Online	38	--	17	177.7	6	5	20	21
标普500 (S&P 500)	--	--	12	--	--	--	--	--

资料来源: 公司报表, 摩根士丹利研究部。\*U/B/E/S 预测。 \*\*基于04年4月9日的兑换率: 1欧元 = 1.2070美元, 1美元 = 1141.85韩元, 1美元 = 105.91日元。

附表 58 中国 — 有代表性的互联网公司

公司	要点
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 地点</li> <li>• 重点</li> <li>• 上市/民营（所有者）</li> <li>• 市值</li> </ul>	
<b>新浪</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 门户网站</li> <li>• 上市（新浪）</li> <li>• 23.8 亿美元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 03 年第四季度收入 3800 万美元（按年增长 197%），营业收入 1600 万美元（按年增长 1451%）</li> <li>• 收入的 34%来自线上广告，60% 来自短信 SMS，6%来自游戏</li> <li>• 03 年第四季度营业毛利率为 40%</li> <li>• 04 年 1 月和雅虎合作进军线上交易</li> <li>• 通过收购 FortuneTrip 进入旅游业（12/03）</li> </ul>
<b>网易</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 门户网站</li> <li>• 上市（NTES）</li> <li>• 18.5 亿美元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 03 年第三季度收入为 1900 万美元（按年增长 44%），营业收益为 1200 万美元</li> <li>• 18%的收入来自广告，39%来自游戏；</li> <li>• 03 年第四季度的营业毛利率为 61%</li> <li>• 效益最好的在线游戏（大话西游 Westward Journey）是内部开发的</li> </ul>
<b>搜狐</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 门户网站</li> <li>• 上市（搜狐）</li> <li>• 11 亿美元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 03 年第四季度收入为 2500 万美元（按年增长 133%），营业收益为 1100 万美元（按年增长 22%）</li> <li>• 39%的收入来自广告；营业毛利率为 45%</li> <li>• 03 年 11 月收购游戏网站（一起一起上 17173.com）和房地产网站（焦点 Focus.cn）</li> </ul>
<b>Chinadotcom 中华网</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 企业软件外包</li> <li>• 上市（中国）</li> <li>• 9.03 亿美元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 03 年第四季度的收入为 2900 万美元（按年增长 87%），营业收益为 50 万美元</li> <li>• 安装 1000 多个客户网站，使用 CDC 软件的企业客户超过 600</li> <li>• 通过 CDC Mobile Unit 付费的用户超过 500 万</li> </ul>
<b>Tom Online</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 无线互联网</li> <li>• 上市（TOMO）</li> <li>• 6.82 亿美元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2003 年的收入为 7700 万美元（按年增长 157%），营业收益 2000 万美元</li> <li>• 2003 年的收入分类：无线业务 72%，广告 8%，商用企业解决方案 18%，上网卡 2%，截止 2003 年现金及等价物为 2300 万美元，</li> </ul>
<b>Ctrip（携程）</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 旅行</li> <li>• 上市（CTRP）</li> <li>• 4.32 亿美元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 03 年第四季度的收入为 800 万美元（按年增长 116%），营业收益为 300 万美元</li> <li>• 03 年第四季度宾馆房间预计为 882000，按年增长 18%</li> <li>• 加入客房网络的中国宾馆为 1,700 多个，海外为 750 个</li> <li>• 截止 03 年第四季度，84%的收入来自宾馆订房，11%来自飞机订票，3%来自包团旅游</li> </ul>
<b>Linktone 掌上灵通</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• MMS/SMS/游戏</li> <li>• 上市（LTON）</li> <li>• 2.82 亿美元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 专门从事无线增值业务，2003 年的收入为 1700 万美元</li> <li>• 在产品种类、运营商关系和销售/营销覆盖面的实力有助于其在越来越拥挤的市场上立足</li> <li>• 2003 年的毛利率为 62%</li> </ul>
<b>Huicong/Zhongsou（慧聪/中搜）</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 搜索</li> <li>• 上市（归 HC Int'l 所有）</li> <li>• 1.25 亿美元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2002 年的收入为 200 万美元（按年增长 356%）</li> <li>• 为新浪、搜狐、3721 和 Chinadotcom 提供搜索服务，2003 年下半年取代百度</li> <li>• 每天进行 1000 万次搜索</li> </ul>
<b>3721</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 搜索</li> <li>• 民营（与 Yahoo! HK 建立合作关系）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 截止 04 年 2 月，450,000 多家公司注册关键词服务</li> <li>• 根据公司报告，截止 04 年 2 月，达到 90%+ 中国互联网用户</li> <li>• 根据公司报告，截止 04 年 2 月，每天提供 5000 多万关键词解决方案</li> <li>• 03 年 11 年 Yahoo!为与 3721 建立合作关系支付了 1.2 亿美元</li> </ul>

资料来源：公司报表，摩根士丹利研究部。市值数据截止 04 年 4 月 12 日。

附表 59

## 中国 — 有代表性的互联网公司

公司	要点
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 地点</li> <li>• 重点</li> <li>• 上市/民营（所有者）</li> <li>• 市值</li> </ul>	
<b>21CN 世纪龙</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 娱乐门户网站</li> <li>• 民营（由中国电信广东分公司控股）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 一心要成为中国主要的宽带娱乐门户网站</li> <li>• 中国最大的 MP3 歌曲收藏。即时视频点播每月收费 3.62-6.04 美元</li> <li>• 主要的电子邮件提供商</li> </ul>
<b>51job 前程无忧</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 招聘</li> <li>• 民营</li> <li>• -</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 尽管在香港和中国仅有 16 个办事处，但客户超过 170,000</li> <li>• 注册登记的求职者超过 500 万，每周发给招聘单位的简历超过 100 万</li> <li>• 由 Doll Capital，加利福尼亚州的一家风险投资公司，投资创建，</li> </ul>
<b>阿里巴巴</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 电子商务（B2B）</li> <li>• 民营</li> <li>• -</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 04 年 2 月获得软银 Softbank 和其他现有的投资者提供的 8200 万美元的融资</li> <li>• 2003 年掌握着 1200 万美元的自由现金流</li> <li>• Web Properties 有 300 多万个注册会员</li> <li>• 估计每年交易价值为 30 亿美元</li> </ul>
<b>BabyCare（东方爱婴）</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 产前/产后用品</li> <li>• 民营</li> <li>• -</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 为中国的父母提供孕期和育婴服务及产品</li> <li>• 经营着育婴网站 Yaolan.com，会员超过 55 万</li> <li>• Yaolan（摇篮网）每个客户平均每月的综合费用为 250 美元</li> </ul>
<b>百度</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 搜索</li> <li>• 民营</li> <li>• -</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 每天进行 3000 多万次中文文章的搜索，为 30 多万个网页编索引</li> <li>• 2003 年 80% 的收入来自有赞助的搜索，10% 来自对企业的搜索软件许可，10% 来自对门户网站的许可</li> <li>• 管理层说 2003 年是盈利的</li> </ul>
<b>Chinaloop</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 营销</li> <li>• 民营（归 Consodata 所有）</li> <li>• -</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国 700 多万份客户资料的数据库</li> <li>• 出租 1K 名称/地址信息的价格是 181 美元，最低订购价为 604 美元</li> <li>• 欧洲的一家营销公司 ConsoData 拥有 50% 股权的子公司</li> </ul>
<b>Dangdang 当当</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 电子商务（书籍）</li> <li>• 民营</li> <li>• -</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2003 年的收入为 900 万美元（与上年相比增长 100%），毛利率为 25%</li> <li>• 书店有 210,000 多种书籍，800,000 多个访问者，4,000 多个订单/每天</li> <li>• 03 年 12 月 Tiger Tech Fund 以 750 万美元收购了 Dangdang 15% 的股权</li> </ul>
<b>eBay 易趣网</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 电子商务</li> <li>• 民营（与 eBay 有关系）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 03 年第四季度增加 100 万用户，用户总数达到 430 多万</li> <li>• 03 年 8 月，达到 800 多万美元 GMS</li> <li>• eBay 为其与易趣网建立关系支付了 1.8 亿美元，分两次交易，03 年 7 月 1.5 亿美元，02 年 3 月 3000 万美元</li> </ul>
<b>eLong 亿龙</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 旅行</li> <li>• 民营</li> <li>• -</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 为 Yahoo!、搜狐和新浪提供旅行服务</li> <li>• 1000 多万持卡人</li> <li>• Tiger Technology 和 Blue Ridge Capital 2003 年下半年投资 1500 万美元</li> </ul>

资料来源：公司报表，摩根士丹利研究部。市值 截止 04 年 4 月 12 日。

附表 60

## 中国 — 有代表性的互联网公司

公司	要点
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 地点</li> <li>• 重点</li> <li>• 上市/民营（所有者）</li> <li>• 市值</li> </ul>	
<b>joyo.com（卓越）</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 电子商务（零售）</li> <li>• 民营</li> <li>• -</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2003 年，收入与上年相比增长 70%</li> <li>• 每天收到 10,000 多个订单，价值约为 121,000 美元</li> <li>• 03 年 10 月，老虎基金 Tiger Technology Fund 以 620 万美元收购 joyo.com 20% 的股权</li> </ul>
<b>KongZhong.com（空中）</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• MMS/SMS/游戏</li> <li>• 民营</li> <li>• -</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2003 年中国移动排名第一的 MMS、移动游戏和 WAP 服务提供商</li> <li>• 03 年 1 月开始盈利</li> <li>• 每条短信的收入为 0.12-0.24 美元，其中 15% 的收入交给了中国移动</li> </ul>
<b>Ninth City 九城</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 游戏</li> <li>• 民营</li> <li>• -</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 与 the9.com 网站一起经营着一个网上社区</li> <li>• 与 Webzen 签订为期五年预付 50 万美元许可费和 20% 版税的协议，在中国发布 MU（韩国的一种主要游戏）</li> <li>• 报告称与 Vivendi Games 组建一个合资公司在中国发布 Warcraft</li> </ul>
<b>PRCEDU 弘成学习网</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 教育</li> <li>• 民营</li> <li>• -</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 与十多所大学建立合作关系</li> <li>• 现有 100 多门在线课程</li> <li>• 董事长是 UTStarcom 的创始人</li> </ul>
<b>盛大网络</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 游戏</li> <li>• 民营</li> <li>• -</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2003 年的收入为 7200 万美元（与上年相比增长 84%），净收益为 2800 万美元（与上年相比增长 66%）</li> <li>• 截止 2003 年，注册用户达到 2.36 亿用户，高峰时期同时上网的用户达到 120 万</li> <li>• 根据 2003 年 4 月的 IDC 报告，中国在线游戏的市场份额排名第一（超过 30%）</li> </ul>
<b>搜房</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 房地产信息</li> <li>• 民营</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 按访问者数量计算是中国最大的房地产信息网门户网站</li> <li>• 截止 2003 年 5 月，注册用户达到 700 万，每天网页浏览量约为 1300 万</li> <li>• 参与抵押前端服务，是二手房的 B-C 和 C-C 平台</li> </ul>
<b>淘宝网</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 电子商务</li> <li>• 民营</li> <li>• -</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 适合中国国内客户的因特网交易网站</li> <li>• 根据公司报告，截止 04 年 4 月，50 多万注册用户，1200 多万网页浏览/每天</li> <li>• 为卖主提供免费登载</li> <li>• 03 年 7 月从阿里巴巴获得一笔 1200 万美元的投资</li> </ul>
<b>腾讯</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中国</li> <li>• 即时短信</li> <li>• 民营（归 Naspers 所有）</li> <li>• -</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2200 多万用户注册订购 IM 服务</li> <li>• 6600 多万个现有用户 ID 号</li> <li>• 每天 7.6 亿条信息</li> </ul>

资料来源：公司报表，摩根士丹利研究部，市值截止 04 年 4 月 12 日。

---

## 为符合美国监管要求做出的有关内文所提及公司的重要披露

本报告的信息与观点是由Morgan Stanley & Co. Incorporated及其关联公司（“摩根士丹利”）编制。

负责起草本研究报告的主要研究分析师、策略师或研究员的取酬基于诸多因素，其中包括研究的质量、投资者客户的反馈、选股、竞争因素、公司收入以及总体投资银行业务的收入。

## 全球股票评级分配

(截止 2004 年 3 月 31 日)

股票评级类别	全部覆盖范围		投资银行客户 (IBC)		
	计数	占总数百分比	计数	占 IBC 总数百分比	占评级类别百分比
增持 (Overweight)	619	35%	262	41%	42%
持平 (Equal-weight)	785	44%	280	44%	36%
减持 (Underweight)	375	21%	101	16%	27%
总计	1,779		643		

数据包括目前已评级的普通股及美国存托收据 (ADR)。按照 NASD 及 NYSE 的要求，我们特在此披露增持 Overweight 是我们对股票的最高评级，相当于买入建议；持平 Equal-weight 及减持 Underweight 分别相当于中性及售出建议。然而，增持，持平和减持并不等同于买入，中性和售出，而是表示我们对股票相对比重的建议（参见以下定义）。投资者决定买入或卖出某一股票，应根据各自的情况（诸如投资者目前的持股情况）以及其它考虑因素而定。投资银行客户是指摩根士丹利或其联营公司在过去 12 个月曾向其提供投资银行服务及收取了服务费的公司。

### 分析师的股票评级

**增持 Overweight (O)**。指在今后 12—18 个月中，某只股票的全部回报在按风险调整后，预计将高于相关国家的 MSCI 指数的全部回报。

**持平 Equal-weight (E)**。指在今后 12—18 个月中，某只股票的全部回报在按风险调整后，预计将相当于相关国家的 MSCI 指数的全部回报。

**减持 Underweight (U)**。指在今后 12—18 个月中，某只股票的全部回报在按风险调整后，预计将低于相关国家的 MSCI 指数的全部回报。

**易波动 (V)**。根据对历史数据的定量评估，我们估计某一股票的价格在一个月内有高于 25% 的机会产生 25% 以上的波幅（或升或降），或根据分析师的意见，与过去三年相比，股价很可能在未来 1—12 个月有较大波幅。凡交易历史不足一年的股票均自动评为易波动股票（除非另有说明）。请注意，我们目前没有将其评级定为“易波动”的证券仍可能是易波动的。

除非另有说明，在本报告提及的目标价格的预期投资期为 12-18 个月。2002 年 3 月 18 日前的评级：SB=推荐买入；OP=跑赢大市；N=中性；UP=跑输大市。有关定义请参见 [www.morganstanley.com/companycharts](http://www.morganstanley.com/companycharts)。

### 分析师对行业的意见

**有吸引力 (A)**。分析师预计，在今后 12—18 个月，与有关大市指标相比，其所跟踪的产业总体表现具有吸引力。

**与大市等同 (I)**。分析师预计，在今后 12—18 个月，其所跟踪的产业总体表现与有关大市的指标等同。

**审慎 (C)**。分析师预计，在今后 12—18 个月，其所跟踪的产业总体表现与有关大市的指标相比应多行审慎。

本报告所探讨的公司股价分析图和评级历史亦可在如下网站查询：[www.morganstanley.com/companycharts](http://www.morganstanley.com/companycharts)。

您也可向摩根士丹利函索，地址是：Morgan Stanley at 1585 Broadway, 14th Floor (Attention: Research Disclosures), New York, NY, 10036 USA。

## 其它重要披露

关于涵盖在本结论的以决定价格目标所用的估值方法和有关实现这些目标的风险的讨论(如适用), 请参阅这些股票的最近期研究报告。阁下可通过贵销售代表或登录 [www.morganstanley.com](http://www.morganstanley.com) 的 ClientLink 或其它电子系统索取有关研究报告。

本报告并不提供量身定制的投资建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。本报告所探讨的证券可能不适用于所有投资者。摩根士丹利建议投资者应独立评估特定的投资和战略, 并鼓励投资者征求专业财务顾问的意见。具体的投资或战略是否恰当取决于投资者自身的状况和目标。

本报告并非购买或出售任何证券或参与任何交易策略的要约。摩根士丹利和 / 或其雇员可能在本报告提及的公司证券或其衍生产品中有投资, 并且可能以不同于本报告讨论的方式进行交易。衍生产品可能由摩根士丹利或有关人员发行。

摩根士丹利及其关联公司从事可能与本报告提及公司有关连的业务, 包括市场庄家及专门交易、风险套期以及其它自营交易、资金管理、投资服务和投资银行业务。摩根士丹利时根据基本原则向客户出售或买入其研究报告提及的公司的股本证券。

摩根士丹利竭力采用可靠和全面的信息, 但是我们并不对其准确性或完整性做任何保证。除非我们打算终止对个别覆盖公司的跟踪研究, 本报告所载意见或信息的任何变化, 摩根士丹利没有告知阁下的义务。

有关摩根士丹利的信息除外, 摩根士丹利的研究人员根据公开的信息资料撰写报告。其中的事实与观点并未经过摩根士丹利其它业务部门的专业人士, 包括投资银行专业人士的审阅, 因此不能反映后者已掌握有关信息。

摩根士丹利研究人员不时进行实地考察, 但严禁接受公司就此等造访提供的交通费付款或退回费用。

您投资的价值和收益, 可能因利率或汇率、证券价格或市场指数、公司的运营或财务状况或其它因素的变化而有所不同。在您的证券交易中行使期权或其它权利或许存在时间限制。过去的业绩未必能说明未来。对未来市场表现的估计是基于或许无法实现的假定。

致台湾读者: 关于在台湾进行交易的证券的信息是由英商摩根士丹利添惠证券有限公司台北分公司(“分公司”)发行, 由研究部主管何资文撰写或审阅。有关信息仅供参考。各位读者应独立地分析投资风险。**未经摩根士丹利明确的书面允许, 本刊物不得向媒体散发, 或被公众媒体所引用。**关于不是在台湾进行交易的证券的信息仅供参考, 及不应被当作是买卖此类证券的推荐或要求。分公司可以不为客户进行这些证券的交易。

本报告的某些信息来自摩根士丹利添惠亚洲有限公司上海代表处的雇员, 供摩根士丹利添惠亚洲有限公司所用。

本刊物在日本由 Morgan Stanley Japan Limited 发行; 在香港由摩根士丹利添惠亚洲有限公司发行; 在新加坡由 Morgan Stanley Dean Witter Asia (Singapore) Pte. 发行, 受新加坡金融管理局监管; 在澳大利亚由 Morgan Stanley Dean Witter Australia Limited (A. B. N. 67 003 734 576, 持牌交易商, 并同意对其内容负责的授权代理) 发行; 在加拿大某些省份, 由 Morgan Stanley Canada Limited 发行, 该公司业已批准并同意为加拿大发行的本刊物内容负责; 在西班牙由 Morgan Stanley, S. V., S. A. (一家摩根士丹利集团下属公司) 发行, 受西班牙证券市场委员会 (CNMV) 监管及该公司声明, 本文件是根据适用于西班牙法规规定的金融研究行为守则撰写并发表; 在美国由 Morgan Stanley & Co. Incorporated 及 Morgan Stanley DW Inc. 发行, 并对其内容负责; 而在英国本刊物经 Morgan Stanley & Co. International Limited 批准, 仅针对《2000 年金融服务及市场法》第 21 款规定之目的, 除非前文另有规定, 本刊物由 Morgan Stanley & Co. International Limited 在欧盟国发行。英国私人投资者应从 Morgan Stanley & Co. International Limited 代表获取有关投资的意见。在澳大利亚, 本报告及其任何内容仅针对《澳大利亚公司法》定义的“批发客户”发行。

本报告所载商标和服务标志均为各自所有者拥有。第三方数据提供者对其数据的准确性, 完整性和及时性概不做出任何陈述或保证, 且对此类数据有关的任何损失概不承担责任。全球行业分类标准 (“GICS”) 是由 MSCI 与 标准普尔联合制订并属其专有财产。

未经摩根士丹利的书面同意, 不得复印, 出售或转发本报告或其中任何部分。

摩根士丹利研究报告主要通过电子媒体, 及, 在若干情况下, 以印刷方式发送。

## 阁下亦可向我们索取有关推荐证券的其它信息。

本文件所载信息和意见不是旨在供全面研究、或提供财务或法律意见用途, 及不应被依赖或用以取代任何有关个别情况的个别建议。



