



2014年5月20日

公司研報

評級：買入

目標價：HK\$ 138*

股價(港元)	107.6
預期股票回報	28.25%
預期股息收益率	0.33%
預期總回報	28.58%

前期報告評級及目標價 買入; 138*
前次報告日期 2014年4月30日

分析員：陳宜輝
電話：(852) 2147 8819
電郵：markchen@abci.com.hk

* 目標價按分拆後預計股份數計算，股份分拆生效日為2014年5月15日；臨時代碼(2988 HK)將於5月29日截止使用，29日開始恢復使用原代碼(0700 HK)

主要資料

52周高/低(港元)	129/54
發行股數(百萬)	9,328
市值(百萬港元)	1,005,558
3個月日均成交額(百萬港元)	3,776
大股東及持股(%):	
Naspers Limited	34.02
馬化騰	10.25

來源：公司、彭博、農銀國際證券

FY13 收入構成 (%)

增值業務 VAS	74.4
線上廣告	8.3
電子商務	16.2
其他業務	1.0
合計	100.0

來源：公司、農銀國際證券

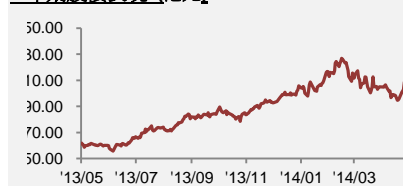
股價表現(%)

	絕對回報	相對回報*
1個月	2.38	2.62
3個月	(4.69)	(6.08)
6個月	28.40	32.60

*相對恒生指數

來源：彭博、農銀國際證券

1年期股價表現(港元)



來源：彭博、農銀國際證券

騰訊控股 (0700 HK) (2988 HK)*

電子商務的戰略性調整有助提升盈利率

- 京東的 IPO (5月22日開始交易) 將利好騰訊；我們認為騰訊電子商務的戰略性轉變，將進一步提升其利潤率
- 騰訊智慧手機的遊戲付費用戶環比增加一倍以上；總收入環增兩倍至超過 18 億元人民幣，進一步確立在中國遊戲產業的領先地位
- 我們維持對騰訊的“買入”評級及目標價 138 港元，對應我們 2014 年預測市盈增速比率值 (PEG) 為 0.95 倍

京東即將進行的 IPO 將同時見證騰訊在電子商務領域的戰略性轉變。我們認為，騰訊已經重塑其電商戰略，從原本的以高成本、龐大繁雜的線下實務交易為基礎(如 B2C) 特徵的電子商務，轉向相對較低成本的、更偏向輕資產的商家服務型平臺電商業務(如 O2O，讓零售商從線下向線上發展)，此外，集團會深度融合互聯網金融業務。我們相信此舉長遠看會顯著改善其盈利能力。該戰略的變化，加上其在高毛利的增值業務的顯著增長，將共同推高集團的整體毛利，這在其首季集團毛利從 4Q13 的 51.7% 勁升至 1Q14 的 57.6% 已經得到明證。

遊戲行業領導地位正進一步增強。今年首季其智慧手機遊戲的付費用戶環比猛增一倍以上，總收入環比增兩倍，超過 18 億元人民幣；其中 6 款遊戲在當季 iOS 的排名都躋身中國前 10 強。隨著暑假旺季的來臨，公司的遊戲及增值業務表現將會進一步提升。

廣告業務增長保持高速，預計未來這塊業務會進一步驅升盈利。騰訊有強大的社交網絡基礎(擁有強大的定價權，與京東的合作提升了其線上廣告的想像空間，未來幾季將有望成為盈收利器。QQ 空間的智慧端月活躍帳戶 (MAU) 達到 4.67 億，同比增長 44%；微信的同/環比則分別暴增 87%/11.5%。MAU 數位的快速增長說明騰訊的社交網絡業務仍然強健(這是廣告定價與發展空間的強大基石)。

維持買入評級，目標價為 138 港元。在近期 TMT 板塊的估值調整中騰訊股價有較大回檔。然而其首季業績完全符合預期，顯示其強健的基本面。我們認為近期中國政府對網絡媒體和互聯網金融的保守政策控制影響僅屬暫時性。考慮到騰訊的高淨資產收益率和快速增長的電商業務，我們認為其目前的估值仍極具吸引力。維持買入評級，目標價為 138 港元，反映 2014/15 年的 PEG 值為 0.95x/0.58x。

風險因素(以下因素可能對我們的判斷構成風險)：1) 中國政府對於互聯網媒體內容的審查、網絡金融服務和支付服務監管導致的行業風險；2) 微信海外市場行銷成本攀升而變現過程滯後；3) 國內電子商務過度競爭導致全行業利潤率下跌；4) 手遊增長無法彌補傳統網遊業務的過快下滑；5) TMT 行業的股價波幅擴大；6) 並購後的風險。

業績表現及估值

截止12月31日財年	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入(百萬人民幣)	28,496	43,894	60,437	86,031	121,206
收入同比變化 (%)	45.05	54.03	37.69	42.35	40.89
淨利潤(百萬人民幣)	10,203	12,732	15,502	22,943	34,840
淨利潤同比變化 (%)	26.69	24.78	21.76	48.00	51.85
每股盈利(人民幣元)*	1.10	1.37	1.66	2.43	3.67
每股盈利同比變化 (%)	26.85	24.46	21.44	46.61	50.99
每股淨資產(人民幣元)*	3.06	4.43	6.20	8.07	11.22
每股淨資產同比變化 (%)	29.22	44.72	39.96	30.07	39.01
每股派息(港元)*	0.15	0.20	0.24	0.35	0.53
市盈率 P/E (倍)	-	-	50.65	34.55	22.88
市淨率 P/B (倍)	-	-	13.55	10.42	7.49
股息收益率 (%)	-	-	0.22	0.33	0.50
平均淨資產收益率 (%)	40.63	36.50	31.24	34.24	38.19
平均總資產收益率 (%)	17.96	16.92	14.46	19.29	21.82

來源：彭博、農銀國際證券預測 (*歷史資料根據股份 1 拆 5 進行調整)



合併損益表 (2011A-2015E)

截止12月31日財年 (百萬人民幣)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
互聯網增值服務	23,043	31,995	44,985	58,458	74,322
移動及電信增值服務	3,271	3,723			
網路廣告	1,992	3,382	5,034	7,048	10,219
電子商務交易	0	4,428	9,796	19,592	35,266
其他收入	190	365	622	933	1,400
收入	28,496	43,894	60,437	86,031	121,206
收入成本	(9,928)	(18,207)	(27,778)	(39,540)	(50,906)
毛利	18,568	25,686	32,659	46,491	70,299
銷售推廣及行政費用	(7,204)	(10,759)	(15,683)	(23,345)	(30,301)
其它業務收益	(735)	(123)	(2,305)	(1,055)	(1,161)
除所得稅前收益	12,099	15,051	19,281	24,200	41,159
所得稅	(1,874)	(2,266)	(3,718)	(3,630)	(6,174)
淨利潤	10,225	12,785	15,563	23,039	34,985
非控制性權益	22	53	61	95	145
公司股東應占利潤	10,203	12,732	15,502	22,943	34,840
每股收益,基本	1.12	1.39	1.69	2.46	3.69
每股收益,攤薄值	1.10	1.37	1.66	2.43	3.67
每股股息 (港元)	0.15	0.20	0.24	0.35	0.53

* 歷史每股盈利及每股派息值均根據 2014 年 5 月的股份分拆進行調整。

來源：公司，農銀國際證券預測

合併資產負債表 (2011A-2015E)

12月31日 (百萬人民幣)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
固定資產	5,885	7,403	8,693	10,694	13,484
無形資產	3,780	4,719	4,103	5,138	6,255
于聯營公司的權益	4,433	7,310	12,170	9,740	10,955
其他非流動資產項目合計	7,203	19,315	28,583	27,080	30,481
非流動資產合計	21,301	38,747	53,549	52,651	61,174
存貨		568	1,384	2,939	5,290
應收票據及應收賬款	2,021	2,354	2,955	5,162	8,484
預付款項、按金及其他資產	2,212	3,878	5,365	4,621	4,993
現金及現金等價物	12,612	13,383	20,228	33,536	57,844
其他流動資產	18,659	16,326	23,754	20,040	21,897
流動資產	35,503	36,509	53,686	66,298	98,508
總資產	56,804	75,256	107,235	118,949	159,683
應付票據及應付帳款	2,244	4,212	6,680	8,603	10,909
其它應付款及預提費用	5,014	6,301	10,246	11,184	14,545
借款	7,999	1,077	2,589	1,833	2,584
流動所得稅負債	709	420	1,318	869	1,093
遞延收入	5,016	8,115	11,841	4,989	8,415
其他短期流動負債	200	540	593	567	580
流動負債總額	21,183	20,665	33,267	28,044	38,125
借款		2,106	3,323	3,323	3,323
長期應付票據	3,733	7,517	9,141	8,329	8,735
遞延所得稅負債	940	1,312	1,441	924	946
長期應付款項	1,860	1,509	1,600	1,554	1,577
非流動負債合計	6,533	12,443	15,505	14,130	14,581
負債合計	27,716	33,108	48,772	42,175	52,706
總權益	29,088	42,148	58,463	76,774	106,977
非控制性權益	625	851	518	684	601
歸屬於公司股東之股東權益	28,464	41,298	57,945	76,090	106,375
每股淨資產	3.06	4.43	6.20	8.07	11.22

來源：公司，農銀國際證券預測 (*每股淨資產值據2014年5月的股份分拆進行調整)



現金流量表 (2011A-2015E)

截止12月31日財年 (百萬人民幣)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
年度盈利	10,225	12,785	15,563	23,039	34,985
調整專案：					
所得稅開支	1,874	2,266	3,718	3,630	6,174
股息收入	-	(407)	(509)	(458)	(484)
固定資及投資物業折舊	1,208	1,880	2,484	2,182	2,333
無形資攤銷	726	733	1,106	919	1,013
利息收入	(469)	(836)	(1,314)	(873)	(1,008)
按股權結算的股份酬金開支	733	905	1,168	1,718	2,381
營運資金變動：					
應收賬款 (增加)	(251)	(267)	(606)	(2,207)	(3,323)
存貨(增加)	-	(301)	(815)	(1,555)	(2,351)
預付款項、按金及其他應收款項	(2,630)	(2,255)	(940)	744	(372)
應付帳款	828	1,689	2,036	1,923	2,305
其他調節項目	2,951	5,461	5,601	3,541	5,427
經營活動所得現金淨額	15,194	21,654	27,492	32,603	47,082
已付所得稅	(1,836)	(2,225)	(3,118)	(3,564)	(6,061)
經營活動所得現金流量淨額	13,358	19,429	24,374	29,039	41,021
投資活動現金流量					
進行業務合併生的付款 (扣除取得現金)	(1,444)	(435)	4	(215)	(106)
購買固定資、在建工程和投資物業	(4,060)	(3,657)	(4,788)	(2,956)	(3,872)
于聯營公司權益的付款	(3,529)	(3,668)	(4,456)	(4,062)	(4,259)
購買無形資的付款 / 預付款項	(788)	(869)	(1,200)	(1,035)	(1,117)
初步為期超過 3 個月的定期存款到期的收款	5,989	18,532	15,950	17,241	16,595
已收利息	415	626	536	581	558
已收股息	20	440	551	495	523
其他調節項目	(11,958)	(27,239)	(25,731)	(26,550)	(26,223)
投資活動耗用現金流量淨額	(15,355)	(16,270)	(19,134)	(16,501)	(17,900)
融資活動現金流量					
短期銀行借款所得款項	6,683	983	2,320	1,651	1,986
長期借款所得款項	0	2,215	2,846	4,555	3,701
發行長期票據所得款項淨額	3,761	3,768	1,847	2,807	2,327
發行普通股所得款項	160	238	308	273	291
向本公司股東支付股息	(838)	(1,108)	(1,468)	(1,288)	(1,378)
其他調節項目	(5,392)	(8,483)	(4,145)	(7,178)	(5,661)
融資活動 (耗用) / 所得現金流量淨額	4,373	(2,386)	1,708	822	1,265
現金及現金等價物增加淨額	2,376	773	6,948	13,360	24,386
年初的現金及現金等價物	10,408	12,612	13,383	20,228	33,536
現金及現金等價物的匯兌虧損	(172)	(2)	(103)	(53)	(78)
年末的現金及現金等價物	12,612	13,383	20,228	33,536	57,844

來源：公司，農銀國際證券預測

部分財務指標(2011A-2015E)

截止12月31日財年	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
毛利率, %	58.52	55.00	54.04	58.00	58.00
經營利潤率, %	43.00	35.27	31.76	28.32	34.10
淨利率, %	35.81	29.01	25.65	26.67	28.74
淨資本回報率 ROE, %	40.63	36.50	31.24	34.24	38.19
總資產回報率 ROA, %	17.96	16.92	14.46	19.29	21.82
總負債/總資產, %	48.79	43.99	45.48	35.46	33.01

來源：公司，農銀國際證券預測



權益披露

分析員，陳宜飆，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

農銀國際證券有限公司及/或與其有聯繫的公司，可能會向本報告提及的任何公司收取任何財務權益。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率
市場回報是 2009-2013 年市場平均回報率

股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.5
低	180 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數

波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等資訊不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等資訊的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立于大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何資訊或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員（們）負責報告的準備，為市場訊息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中資訊的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的資訊進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者（不包括投資銀行）決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入（包括投行和銷售部）有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等資訊所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的資訊可應要求而提供。

版權所有 2014 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司

電話：(852) 2868 2183