



2013年11月27日
公司報告
評級：買入
目標價：479 港元

股價(HK\$)	437.0
預期股票回報	9.61%
預期股息收益率	0.34%
預期總回報	9.61%

前期報告評級 買入; 479 港元
前次報告日期 2013年10月15日

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

主要資料

52 周高/低 (港元)	455/237
發行股數 (百萬)	1,859.4
市值 (百萬港元)	812,637
3 個月日均成交額(百萬港元)	1584
大股東及持股(%):	
Naspers Limited	33.9
馬化騰	10.2

來源：公司、彭博、農銀國際證券

1H13 收入構成 (%)

增值 業務 VAS	76.68
線上廣告	7.69
電子商務	14.72
其他業務	0.91
合計	100.00

來源：農銀國際證券

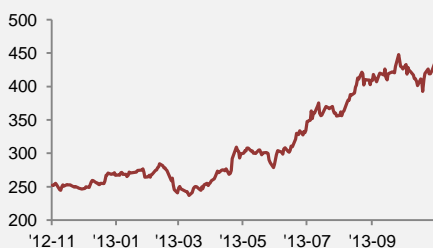
股價表現(%)

	絕對回報	相對回報*
1 個月	2.5	(1.8)
3 個月	22.7	12.7
6 個月	43.7	40.4

*相對恒生指數

來源：彭博、農銀國際證券

1 年期股價表現(HK\$)



來源：彭博、農銀國際證券

騰訊控股(700 HK)
與農銀國際投資者見面會摘要

- 海外投資者關注騰訊與奇虎之間的反壟斷訴訟，並擔憂是否會引發騰訊收費空間縮窄。騰訊方面則表示，無需擔心收費空間問題。騰訊過去 10 多年來一直提供免費即時通訊服務，但收費專案卻不斷多元化。騰訊指出，公司電子商務和線上廣告收入增長迅速，特別是後者的增速高於行業水準。
- 騰訊當前的電子商務仍然處於初級階段；不過微信所攜帶的手機支付功能令客戶可以用手機購買實際物品與服務，特別是有助於開拓公司客戶，為電子商務帶來巨大潛力。
- 我們預期會有更多公司付費客戶加入騰訊，為騰訊的電子商務板塊發展帶來強大的發展動力。維持對該公司的“買入”評級。

收入多元化將促進集團長遠發展。騰訊擁有中國最大的即時通訊社區，並且提供了眾多免費網路服務 (如 QQ 通訊，免費電子郵件，博客及微博等)。在奇虎與騰訊的反壟斷案件中，法庭曾判斷騰訊不因提供免費服務而構成壟斷，但海外投資者擔憂，法庭這一判斷會否反而縮窄了騰訊的收費空間。騰訊方面表示，公司不會更改基本服務免費的政策，因為這一服務為其他收費專案提供了支援，但也無需擔憂免費服務會令收費空間受限。事實上，公司成功地開拓了多種收費專案，有包月也有按專案收費(如 QQ 秀、QQ 會員帳戶、QQ 音樂及空間等均有收費服務)。公司近年進入電子商務領域，進一步多元化收入業務種類，並擴大公司客戶群體。公司特別指出，現有的線上廣告收入增長迅速，儘管目前占全公司收入比重較小，但增速處於行業前茅。

移動支付將令商業化提速。騰訊表示，手機移動支付的發展對公司發展具戰略性重大意義。和 Q 幣只能購買虛擬服務產品不同，騰訊內置於微信平臺上的移動支付功能把用戶的微信帳戶和銀行卡聯接起來，使得客戶方便購買線下實際商品和服務。我們留意到，過去一段時間以來，騰訊加大與協力廠商合作夥伴 (多以公眾帳戶形式存在) 的合作，發展了包括麥當勞、小米手機等客戶。我們預計未來微信平臺上的協力廠商合作夥伴數目將出現爆發式增長。

微信/WeChat 收入將趨於多元化。騰訊將微信定位於一個“移動生活平臺”，而非僅僅是一個聊天交流工具。考慮到現階段的發展情況，公司預計短期內主要還是靠遊戲為主要收入來源，但是從長遠來看，移動電子商務、線上廣告及各類移動增值服務將成為微信的更主要收入增長驅動力。

維持買入評級。我們 12 月的目標價為 479 港幣，對應 2014 年預測 PEG 比率值為 0.8 倍，預測市盈率 32.4 倍，預測市淨率 9.8 倍。不過，如果公司的商業化進程發展順利，好於我們預測水準，我們極有可能會進一步提升該股的目标價 (關於騰訊公司的更多業務分析，請詳見我們於 10 月 15 日發出的首發報告)。

風險因素 (以下因素有可能對我們的估值判斷構成風險)：1) 中國政府對電子商務行業加強監管產生的風險；2) 用於微信的市場推廣及行銷成本意外增加但盈收不佳，使微信平臺的盈利能力可能令市場失望；3) 來自國內電子商務公司的競爭日趨激烈；4) 電腦網路遊戲的增長幅度意外放緩；5) 2013 年下半年的利潤比上半年減少或低於預期。

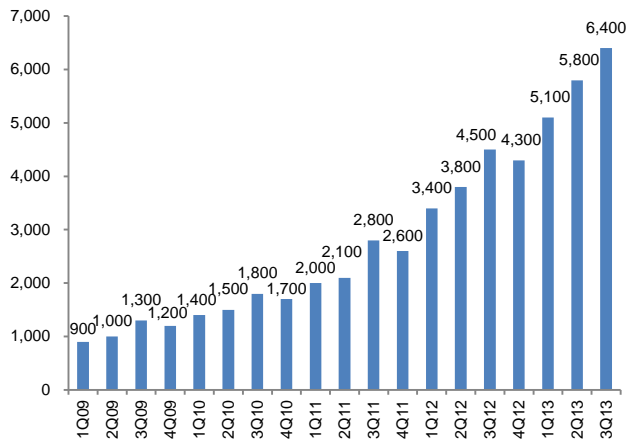
業績表現及估值

截止12月31日財年	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入(百萬人民幣)	28,496	43,894	63,856	99,410	142,686
收入同比變化 (%)	45.05	54.03	45.48	55.68	43.53
淨利潤 (百萬人民幣)	10,203	12,732	15,481	21,891	32,437
淨利潤同比變化 (%)	26.69	24.78	21.59	41.40	48.18
每股盈利 (人民幣元)	5.49	6.83	8.28	11.64	17.17
每股盈利同比變化 (%)	26.85	24.46	21.24	40.53	47.50
每股淨資產 (人民幣元)	15.32	22.16	28.83	38.73	53.10
每股淨資產同比變化(%)	29.22	44.72	30.07	34.34	37.12
每股派息(人民幣元)	0.75	1.00	1.17	1.68	2.45
市盈率 P/E (倍)	-	50.36	41.54	29.56	20.04
市淨率 P/B (倍)	-	15.53	11.94	8.88	6.48
股息收益率 (%)	-	0.29	0.34	0.49	0.71
平均淨資產收益率(%)	40.63	36.50	32.53	34.56	37.47
平均總資產收益率(%)	17.96	16.92	17.10	18.87	21.83
淨債/淨資產比 (%)		淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源：彭博、農銀國際證券預測

圖表: ACG 遊戲平臺的平均同時線上人數 (1Q09-3Q13)

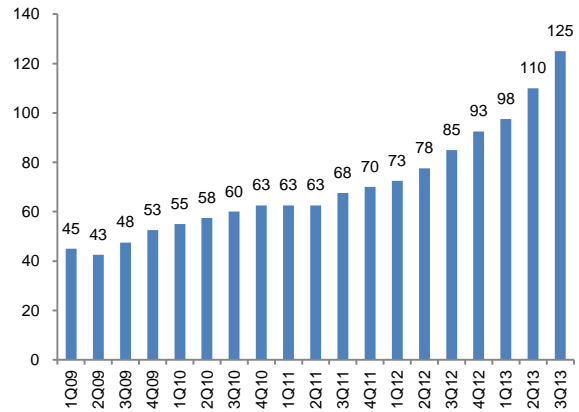
(單位: 千人)



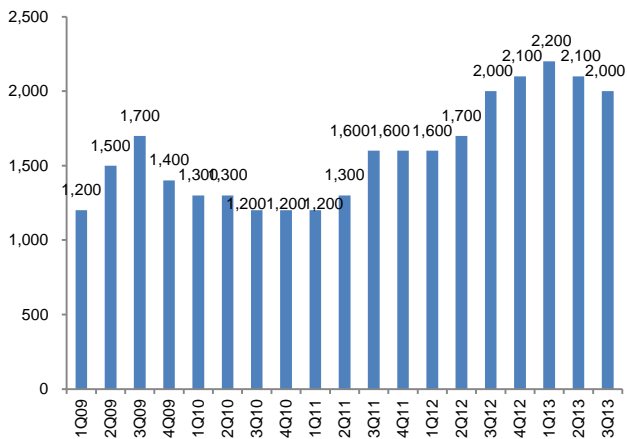
來源: 公司, 農銀國際證券

圖表: ACG 遊戲平臺的 ARPU 值中位數 1Q09-3Q03

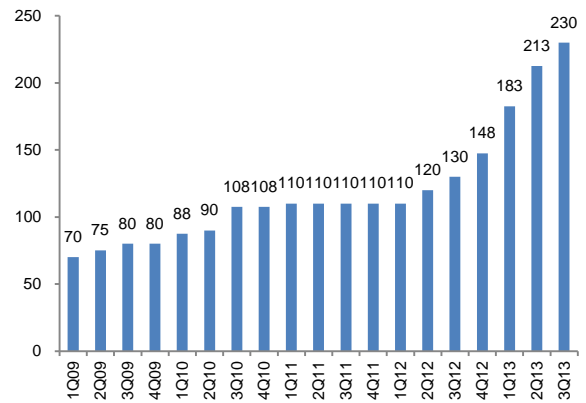
(單位: 人民幣元)



來源: 公司, 農銀國際證券

圖表: 大型多人線上遊戲(MMOG)平均同時線上人數 1Q09-3Q13 (單位: 千人)


來源: 公司, 農銀國際證券

圖表: 大型多人線上遊戲的 ARPU 值中位數 1Q09-3Q03 (單位: 人民幣元)


來源: 公司, 農銀國際證券

圖表 26: 互聯網/社交網路公司對比 (截止 2013 年 11 月 26 日)

代碼	公司名稱	市值	P/E FY13E	P/E FY14E	PEG FY13E	PEG FY14E	每股 EV	EPS FY13E	EPS FY14E
香港科網類, 單位: 港元									
700HK Equity-ABCI	騰訊-ABCI 預測	812,637	39.83	28.34	2.14	0.80	---	8.28	11.64
700HK Equity	騰訊-市場平均預 期 (彭博)	812,637	38.41	30.14	1.44	1.13	191.86	8.94	11.39
3888HK Equity	金山軟體	22,000	26.63	21.20	1.06	0.84	2.82	0.55	0.69
777HK Equity	網龍	8,326	10.58	12.90	2.00	2.43	6.66	1.22	1.00
484HK Equity	雲遊	6,725	---	---	---	---	---	---	---
在美上市中國科網股, 單位: 美元									
SINA US Equity	新浪	4,986	78.44	36.38	1.46	0.68	39.65	0.95	2.06
SOHU US Equity	搜狐	2,458	46.60	34.23	3.05	2.24	34.27	1.38	1.88
NTES US Equity	網易	8,791	11.90	10.63	0.90	0.80	23.07	5.65	6.33
BIDU US Equity	百度	54,822	30.41	23.68	1.24	0.97	91.53	31.38	40.30
QIHU US Equity	奇虎 360	9,625	60.63	37.73	1.33	0.82	26.59	1.29	2.08
CTRP US Equity	攜程	5,838	31.48	25.69	1.48	1.20	18.74	1.43	1.76
JOBS US Equity	51job	2,097	25.27	21.93	1.26	1.10	32.69	2.87	3.31
PWRD US Equity	完美時空	919	11.87	9.82	1.06	0.88	9.66	9.68	11.70
YY US Equity	歡聚時代	2,612	34.09	24.02	0.74	0.52	10.12	1.39	1.97
美國科網股, 單位: 美元									
GOOG US Equity	Google	349,432	23.74	20.01	1.43	1.20	573.98	44.06	52.27
FB US Equity	臉書 Facebook	111,685	54.20	40.16	1.82	1.35	23.55	0.83	1.12
YHOO US Equity	雅虎 Yahoo	36,814	24.94	22.02	2.11	1.86	14.58	1.46	1.65
Amzn US Equity	亞馬遜 Amazon	172,401	153.61	81.21	4.14	2.19	235.31	2.45	4.64
EbayUS Equity	eBay 網	63,487	18.21	15.63	1.24	1.07	47.22	2.69	3.14
AOL US Equity	美國線上	3,489	22.06	19.15	1.55	1.34	25.07	2.02	2.32
LNKD US Equity	LinkedIn	25,865	135.13	97.53	2.57	1.86	107.99	1.60	2.22
GRPN US Equity	Groupon 網站	6,060	101.91	37.63	3.10	1.14	3.02	0.09	0.24
YNDX US Equity	Yandex 網站	12,620	33.90	27.75	1.09	0.89	19.30	37.63	45.98
日本科網股, 單位: 日元									
4689 JP Equity	雅虎日本	2,795,418	22.28	20.71	2.03	1.89	384.88	21.82	23.47
韓國科網股, 單位: 韓元									
035720 KS Equity	韓國 Daum 公司	1,118,620	14.47	12.51	1.16	1.00	71.69	1110.00	1110.00

來源: 彭博, 農銀國際證券預測



合併損益表 (2011A-2015E)

截止12月31日財年 (百萬人民幣)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
互聯網增值服務	23,043	31,995	49,254	72,953	97,574
移動及電信增值服務	3,271	3,723			
網路廣告	1,992	3,382	5,919	10,358	17,609
電子商務交易	0	4,428	7,970	14,745	25,066
其他收入	190	365	713	1,354	2,437
收入	28,496	43,894	63,856	99,410	142,686
收入成本	(9,928)	(18,207)	(28,735)	(44,734)	(64,209)
毛利	18,568	25,686	35,121	54,675	78,478
銷售推廣及行政費用	(7,204)	(10,759)	(17,241)	(29,237)	(40,476)
其它業務收益	(735)	(123)	(409)	(423)	(318)
除所得稅前收益	12,099	15,051	18,289	25,861	38,320
所得稅	(1,874)	(2,266)	(2,743)	(3,879)	(5,748)
淨利潤	10,225	12,785	15,546	21,982	32,572
非控制性權益	22	53	64	91	135
公司股東應占利潤	10,203	12,732	15,481	21,891	32,437
每股收益,基本	5.61	6.97	8.31	11.71	17.25
每股收益,攤薄值	5.49	6.83	8.28	11.64	17.17
每股股息	0.75	1.00	1.17	1.68	2.45

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	2013E	2014E	2015E
固定資產	5,885	7,403	10,703	13,830	17,043
無形資產	3,780	4,719	5,548	6,397	7,235
于聯營公司的權益	4,433	7,310	5,872	6,591	6,231
其他非流動資產項目合計	7,203	19,315	19,898	22,737	20,532
非流動資產合計	21,301	38,747	42,020	49,555	51,042
存貨		568	1,116	2,212	3,760
應收票據及應收賬款	2,021	2,354	3,193	5,965	9,988
預付款項、按金及其他資產	2,212	3,878	3,045	3,461	3,253
現金及現金等價物	12,612	13,383	23,671	37,937	63,343
其他流動資產	18,659	16,326	17,492	16,909	17,201
流動資產	35,503	36,509	48,517	66,484	97,545
總資產	56,804	75,256	90,537	116,039	148,586
應付票據及應付帳款	2,244	4,212	6,386	9,941	12,842
其它應付款及預提費用	5,014	6,301	9,578	12,923	17,122
借款	7,999	1,077	3,595	2,336	2,966
流動所得稅負債	709	420	564	492	528
遞延收入	5,016	8,115	6,566	7,340	6,953
其他短期流動負債	200	540	381	471	426
流動負債總額	21,183	20,665	27,070	33,504	40,837
借款		2,106	2,011	1,917	1,341
長期應付票據	3,733	7,517	4,035	4,186	2,520
遞延所得稅負債	940	1,312	1,126	1,219	1,172
長期應付款項	1,860	1,509	1,684	1,596	1,640
非流動負債合計	6,533	12,443	8,856	8,918	6,674
負債合計	27,716	33,108	35,926	42,421	47,510
總權益	29,088	42,148	54,611	73,618	101,076
非控制性權益	625	851	738	794	766
歸屬於公司股東之股東權益	28,464	41,298	53,873	72,823	100,310
每股淨資產	15.32	22.16	28.83	38.73	53.10

來源：公司，農銀國際證券預測



現金流量表 (2011A-2015E)

截止12月31日財年 (百萬人民幣)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
年度盈利	10,225	12,785	15,546	21,982	32,572
調整專案：					
所得稅開支	1,874	2,266	2,743	3,879	5,748
股息收入	-	(407)	(407)	(407)	(407)
固定資及投資物業折舊	1,208	1,880	1,544	1,712	1,628
無形資攤銷	726	733	729	731	730
利息收入	(469)	(836)	(520)	(608)	(655)
按股權結算的股份酬金開支	733	905	1,479	2,176	3,214
營運資金變動：					
應收賬款 (增加)	(251)	(267)	(839)	(2,772)	(4,023)
存貨(增加)	-	(301)	(548)	(1,096)	(1,548)
預付款項、按金及其他應收款項	(2,630)	(2,255)	833	(416)	208
應付帳款	828	1,689	2,174	3,555	2,901
其他調節項目	2,951	5,461	5,153	6,120	6,525
經營活動所得現金淨額	15,194	21,654	27,887	34,857	46,893
已付所得稅	(1,836)	(2,225)	(2,693)	(3,808)	(5,643)
經營活動所得現金流量淨額	13,358	19,429	25,194	31,048	41,250
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)	(940)	(687)	(813)
購買固定資、在建工程和投資物業	(4,060)	(3,657)	(3,858)	(3,758)	(3,808)
于聯營公司權益的付款	(3,529)	(3,668)	(3,598)	(3,633)	(3,616)
購買無形資的付款 / 預付款項	(788)	(869)	(829)	(849)	(839)
初步為期超過 3 個月的定期存款到期的收款	5,989	18,532	12,261	15,396	13,828
已收利息	415	626	520	573	547
已收股息	20	440	230	335	282
其他調節項目	(11,958)	(27,239)	(19,598)	(23,419)	(21,509)
投資活動耗用現金流量淨額	(15,355)	(16,270)	(15,812)	(16,041)	(15,927)
融資活動現金流量					
短期銀行借款所得款項	6,683	983	3,833	2,408	3,120
長期借款所得款項	0	2,215	1,108	1,661	1,385
發行長期票據所得款項淨額	3,761	3,768	3,764	3,766	3,765
發行普通股所得款項	160	238	199	219	209
向本公司股東支付股息	(838)	(1,108)	(973)	(1,040)	(1,007)
其他調節項目	(5,392)	(8,483)	(6,937)	(7,710)	(7,324)
融資活動 (耗用) / 所得現金流量淨額	4,373	(2,386)	994	(696)	149
現金及現金等價物增加淨額	2,376	773	10,375	14,311	25,472
年初的現金及現金等價物	10,408	12,612	13,383	23,671	37,937
現金及現金等價物的匯兌虧損	(172)	(2)	(87)	(45)	(66)
年末的現金及現金等價物	12,612	13,383	23,671	37,937	63,343

來源：公司，農銀國際證券預測

部分財務指標(2011A-2015E)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率, %	58.52	55.00	55.00	55.00	55.00
經營利潤率, %	43.00	35.27	28.91	26.27	27.05
淨利率, %	35.81	29.01	24.24	22.02	22.73
淨資本回報率 ROE, %	40.63	36.50	32.53	34.56	37.47
總資產回報率 ROA, %	17.96	16.92	17.10	18.87	21.83
總權益/總負債, %	104.95	127.31	152.01	173.54	212.74
運營資本指標					
存貨流轉		32.05	25.75	20.23	17.08
應收款流轉		18.65	20.00	16.67	14.29
應付款流轉		5.82	5.53	5.61	5.77
平均存貨期 (DOH)		11.39	14.17	18.05	21.37
應收賬款周轉天數 (DSO)		19.57	18.25	21.90	25.55
應付帳款周轉天數		62.75	66.05	65.01	63.23
現金迴圈週期		(31.79)	(33.62)	(25.07)	(16.31)

來源：公司，農銀國際證券預測

常用術語

縮寫	定義與解釋 (英)	定義與解釋 (中)
ACG	Advanced Casual Game	高級休閒遊戲
ACU	Average Concurrent User accounts. Quarterly ACU is the average number of simultaneous online user accounts during the quarter.	平均同時線上用戶數
ARPU	Average Revenue Per User. Quarterly ARPU is online game net revenues derived from ACG or MMOG during the quarterly period divided by the quarterly active paying user accounts of these ACGs or MMOGs during the quarterly period. Tencent's definition of ARPU may not be comparable to similarly titled measures presented by other online game companies.	平均每月用戶收入
B2C	Business-to-consumer / Business-to-customer	商家 (企業) 至消費者銷售
C2C	Consumer To Consumer / Customer to Customer	消費者至消費者的銷售
Combined MAU of Weixin & WeChat:	Total number of user accounts that logged in Weixin or WeChat to send out messages at least once during the last month of the quarter.	微信 WeChat 合併月活躍帳戶數
CPA	Cost-per-Action	每次訪問行動的費用
CPC	Cost-per-click	每次點擊行動的費用
CPD	Cost per day	每天點擊成本
CPM	Cost Per Mille	每千人成本網路廣告費用
CPT	Cost Per Time	根據廣告展示時間收取的費用
DAU	Daily Active User Accounts	日活躍用戶數
DNF	Dungeon and Fighter	地下城與勇士
FPS	First Person Shooting	第一人稱射擊遊戲
FTTH	fibres-to-the-home	光纖到戶
GMV	Gross Merchandise Volume	(網站) 成交金額
IVAS	Internet value-added services	互聯網增值服務
LOL	League of Legends	英雄聯盟
LTE	Long Term Evolution (LTE)	4G LTE 技術
MAU	Monthly Active User accounts;	月活躍帳戶數
MAU--QQ IM	Total number of user accounts that logged in QQ at least once during the last month.	QQ 月活躍帳戶數
Mbps	megabits per second	百萬位元/秒
MCG	Mini Casual Game	小型休閒遊戲
MM ORGS	Massive Multiplayer Online Role-Playing Game	大型多人線上角色扮演遊戲
MMO Racing	Massive Multiplayer Online Racing	大型多人線上賽車遊戲
MMOFPS	Massive Multiplayer Online First-Person Shoot	大型多人線上第一人稱射擊遊戲
MMOG	Massive Multiplayer Online Game	大型多人線上遊戲
MMORTS	Massive Multiplayer Online Real-Time Strategy	大型多人線上即時戰略遊戲
MVAS	mobile & telecommunications value-added services	移動及電訊增值服務
O2O	Online To Offline	離線商務模式 (線上行銷線下消費)
PCU	Peak Concurrent User Accounts. Quarterly PCU is the highest number of simultaneous online user accounts during the quarter.	最高同時線上用戶數
PCU	Peak Concurrent User accounts	最高同時線上戶
PCU-- QQ IM PCU	The highest number of logged-in user accounts recorded on any time of a day during the quarter.	QQ 最高同時線上戶
SNS	Social Network Site	社交網站
TAC	Traffic Acquisition Cost	流量獲得成本
VAS	value-added services which contains IVAS and MVAS	增值服務
WeChat	A product of Tencent that leverages Weixin's technology to serve the international markets.	微信 (海外版)
Weixin	An extension of Tencent's mobile IM service, whose functions have been developed and become a mobile community.	微信

Source(s): Company, ABCI Securities

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 2007-2011 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。文中分析建立在大量的假設基礎上，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 2013 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