



2014 年 1 月 29 日

行业评级: 优于大市

分析员: 陈宜旻  
电话: (852) 2147 8819  
电邮: markchen@abci.com.hk

主要数据

2014E 预测 P/E (x)	37.53
2014E 预测 PEG (x)	1.50

来源: 公司、彭博、农银国际证券

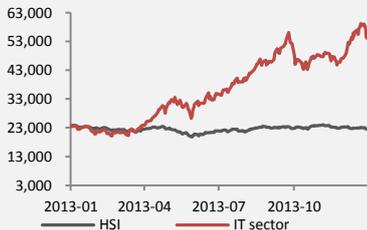
板块表现(%)

	绝对回报	相对回报*
1 个月	23.40	28.66
3 个月	11.99	15.24
6 个月	60.49	60.22

\*相对恒生指数

来源: 彭博、农银国际证券

1 年期股价表现(HK\$)



来源: 彭博、农银国际证券

# 中国互联网及媒体行业 2014 展望

## 移动网将成为行业发展引擎

- ❖ 我们再次强调对于中国互联网及媒体行业的“优于大市”评级。移动网 (MI) 业务的广泛运用, 令其变现能力不断增强; 尤其是在手游、手机广告及移动电子商务方面, 变现能力的提升将会令企业盈利呈现爆发式增长。
- ❖ 中国的互联网普及率方兴未艾, 未来五年或将迎来重要的高速增长期。
- ❖ 我们推荐腾讯控股 (0700 HK), 并予以“买入”评级。我们看好该龙头企业的行业地位及高度变现能力, 其庞大及富有粘性的客户群体已经成为其业务的护城河, 能有效防止外来竞争。

中国的互联网普及率水平仍较低, 约 45% 左右。预计未来几年将进入快速增长期。此外, 互联网经济占中国 GDP 的比重仍然很小, 而移动互联网 (MI) 经济占互联网经济比重更小。我们预计, 在未来 5 年, 随着更多移动网服务的推出, 以及智能手机价格的下跌, MI 用户将急剧增长。

移动网业务在 2014 年有望为企业产生可观的盈利。随着网络公司不断推陈出新, 用户为网络服务每月所愿意付费的金额 (ARPU) 的上升, 加上电子商务交易不断从 PC 端向移动端延伸扩展, 我们预计 MI 业务的变现模式将更为成熟。

### 中国网络服务商还面临如下积极发展诱因:

- “宽带中国”计划与“城镇化”改革, 将扩大农村地区的网络覆盖率, 促进网络经济在中国农村的发展;
- 政府对 3G/4G/Wi-Fi 服务采取鼓励态度, 智能手机价格逐步下跌以及手机应用软件应用不断增长, 都有助于促进整个行业的纵深发展;
- 中国雄心勃勃的收入倍增计划, 有助于提升网络经济的基础消费能力;
- 网络金融服务的发展, 以及政府对私营企业准入门槛的全面放宽, 为网络公司创造了商机。

“优于大市”的行业评级展望。我们预计, 移动网的发展将会扩大中国网民基础, 扩大网络及服务覆盖范围, 成为推动整个网络板块发展的引擎。此外, 由于 MI 的便利性, 智能手机的普及率, 以及 MI 应用 (如社交平台服务) 的扩张, 未来 MI 有可能产生比固网更大的网络需求——并最终化为企业盈利。

推荐腾讯控股(0700 HK; 买入; 目标价: HK\$610)。公司是中国互联网行业龙头, 拥有中国最大的在线社区, 并在互联网市场拥有领导地位。凭借微信/QQ 的强大用户基础, 腾讯正逐步成为手机游戏的分发中心, 在 2014-15 年极有可能继续成为中国最大的手游市场之一。此外, 它在电子商务领域进行的积极举措也极有可能在未来两年产生可观盈利。

行业风险因素: 1) 政府对互联网/电商过度监管; 2) 移动网及电子商务的过度竞争令企业毛利率下跌; 3) 电脑网络游戏的增长幅度意外放缓。

### 中国互联网估值概览(截止 2014 年 1 月 28 日)

公司	代码	评级	股价 (港元)	目标价 (港元)	2014预测 市盈率(x)	2015预测 市盈率(x)	2014预测 PEG (x)	2015预测 PEG (x)	2014预测 股息回报率(%)	2015预测 股息回报率 (%)
腾讯控股	0700 HK	买入	503.00	610	32.54	21.94	0.76	0.45	0.44	0.65
慧聪网	8292 HK	未评级	14.80	-	51.73	32.96	1.09	0.70	-	-
IGG 公司	8002 HK	未评级	8.43	-	90.48	20.49	-	-	-	-
金蝶国际	0268 HK	未评级	2.89	-	54.94	30.44	-	-	-	0.09
金山软件	3888 HK	未评级	24.75	-	35.01	27.72	1.32	1.05	0.45	0.71

来源: 彭博、农银国际证券



## 目录

<b>2014 行业展望：中国互联网将进入全新发展时代</b>	<b>3</b>
股票选择	3
<b>一、中国互联网：一个全新时代的到来</b>	<b>4</b>
<b>二、移动网未来五年有望呈现爆发式增长</b>	<b>6</b>
（一）中国互联网发展基数尚小，有巨大发展空间	6
（二）“宽带中国”计划成为网络基础设施的政策驱动因素	8
（三）中国“收入倍增”政策提升互联网消费能力	9
（四）中国“城镇化”政策将有利于互联网消费模式的扩展	9
（五）中国的“三网融合”政策将拓展互联网服务空间	10
<b>三、移动互联网的发展亮点与机遇</b>	<b>11</b>
（一）2014 年移动互联网会面临哪些新的宏观形势与政策机遇？	11
（二）哪些互联网业务将出现投资亮点？	11
<b>四、行业评级及选股</b>	<b>16</b>
<b>五、中国互联网股票对比</b>	<b>17</b>
<b>附录 I：中国互联网公司概况</b>	<b>18</b>
<b>公司报告：腾讯控股 (0700 HK)</b>	<b>26</b>
<b>权益披露</b>	<b>29</b>



## 2014 行业展望：中国互联网将进入全新发展时代

- ❖ **移动网（MI）络经济发展将呈现高增长。**目前 MI 经济占中国整体网络经济及 GDP 的比重仍然非常低，而我们预计未来几年 MI 经济比重将会上升。
- ❖ **MI 服务的变现能力更趋成熟。**我们预计 MI 业务的变现能力将在 2014 年出现加速，其模式有望进一步趋于成熟。
- ❖ **相比发达经济体，中国的网络覆盖率低较低，这意味着巨大的增长空间。**我们预计 MI 市场在未来 5 年出现爆发式增长。
- ❖ **中国政府支持互联网行业的发展：**
  - 政府推出的“宽带中国”计划和城镇化政策将会提升农村网络覆盖率；
  - 4G 牌照的发放，将为 MI 市场创造巨大商机；
  - 中国政府正不断降低民企在传统受监管行业（如金融、电信广电服务领域等）的准入门槛，这也为网络公司的发展创造良机；
  - 中国鼓励智能手机制造业的内部竞争，将变相降低智能手机使用成本，促进 MI 市场的发展；
  - 中国政府的收入倍增计划有可能鼓励更多网民使用付费的网络服务；
  - 中国的城镇化发展战略有助于推广网络消费模式。

### 股票选择

- ❖ **腾讯控股(700 HK; 买入; TP: HK\$610)。**公司是中国互联网行业龙头，拥有中国最大的在线社区，并在互联网市场拥有领导地位。凭借微信/QQ 的强大用户基础，腾讯正逐步成为手机游戏的分发中心，在 2014-15 年极有可能继续成为中国手游市场的领袖企业。此外，我们预计它在电子商务领域进行的积极举措极有可能在未来两年产生可观盈利。

## 一、中国互联网：一个全新时代的到来

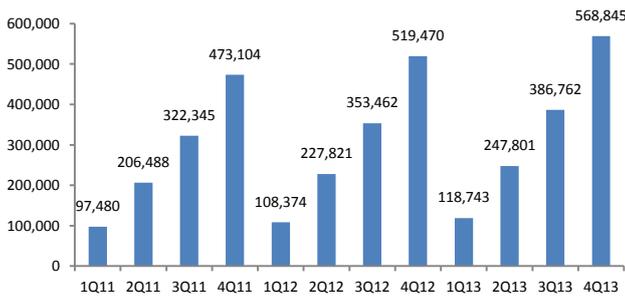
刚刚结束的 2013 年，中国 TMT 板块中国的 TMT（科技、媒体及电信）行业表现有目共睹，特别是互联网公司的估值，屡创新高。展望 2014 年，互联网行业是否仍然具备高增长潜力，中国 TMT 行业整体发展的热点何在，无疑将成为投资者关注的焦点。

我们认为，2014 年中国互联网行业方兴未艾，主要驱动力将来自移动互联网的发展。原因如下：

### 1. 移动网络经济增长迅速，但占网络经济的比重仍然较小

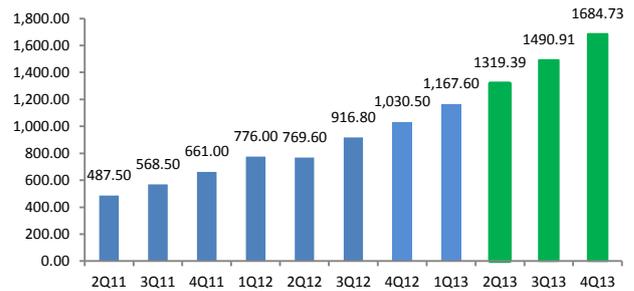
从 2009 年中国发出 3G 牌照开始，中国互联网行业经历了飞速发展的 4 年，从 2G 到 3G 的质变，极大地激发了消费者对于智能终端产品的需求，同时也初步形成中国移动互联网的生态。根据 WIND 的数据，在 2012 年 3 月底，中国智能手机的市场占有率首次突破 50%，而当季的中国移动网络经济总量也首次突破百亿大关。尽管如此，移动网络经济总量占整体网络经济的总量仍然不大，截止 2012 年底，仍然只有 14.5%。

图表：中国 GDP 情况（截止当季累计值，单位：亿元人民币）



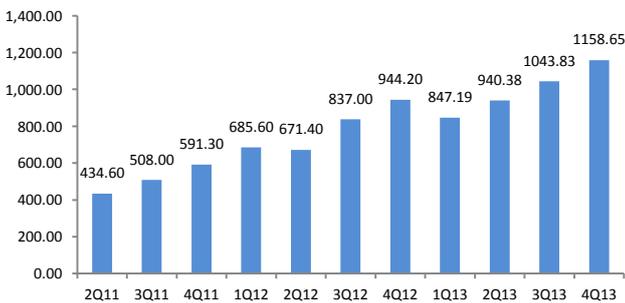
来源：WIND，农银国际证券

图表：中国网络经济情况（当季值，单位：亿元人民币）



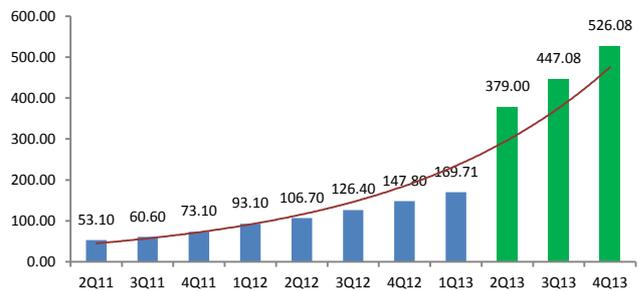
来源：WIND，农银国际证券

图表：中国桌面网络经济（季度值，单位：亿人民币）



来源：WIND，农银国际证券

图表：中国移动网络经济（季度值，单位：亿人民币）



\*农银国际证券预测

来源：WIND，农银国际证券

### 1. 移动网服务的变现模式在 2014 年将更清晰并日趋成熟

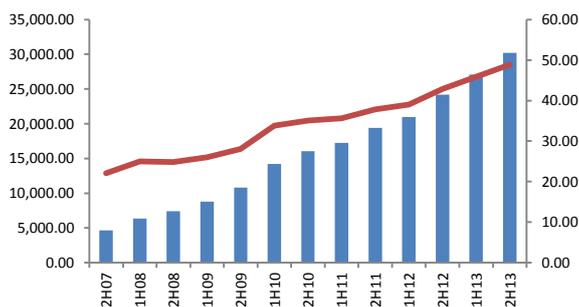
在 2013 年，随着苹果手机、平板电脑等终端产品的激增，移动互联网的服务应用开始呈现爆发式发展。其中最为明显的便是腾讯旗下的微信。截止 2013 年 8 月，微信的总体用户数已经突破了 4 亿大关。据腾讯官网披露的数据，2013 年第 3 季，微信的月活跃户数（MAU）已达至 2.72 亿人，大约 1 年前（2012 年第 1 季），该数字仅仅为 0.59 亿。

从历史上来看，腾讯花了近 4 年时间，才实现了类似的 MAU 增长（QQ 的 MAU 从 2003 年第 4 季的 8000 万增至 2007 年第 2 季度的 2.73 亿）。

微信 MAU 的增长从侧面反映出中国移动互联网的快速发展趋势。然而，我们也要看到，即便是微信这样成功的产品，其变现模式仍处于初步发展阶段，整个 2013 年仍然处于平台建设期。

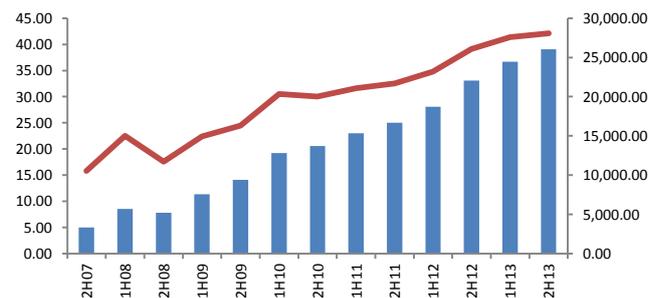
随着 2013 年手游市场、APP 销售增长及各类移动支付功能的开通，我们预计，在 2014 年中国移动网的产品与服务变现模式趋于成熟，这将促使整个行业的收入出现爆发性的增长。

图表：网络购物用户规模(左,万人)及网购使用率\*(右,%)



\*使用率为在线购物用户占网络总用户比  
资料来源：WIND，农银国际证券

图表：网上付费用户数 (右,万人)及其使用率\*(左,%)



\*使用率为网上付费用户数占网络用户总数比  
资料来源：WIND，农银国际证券

## 二、移动网未来五年有望呈现爆发式增长

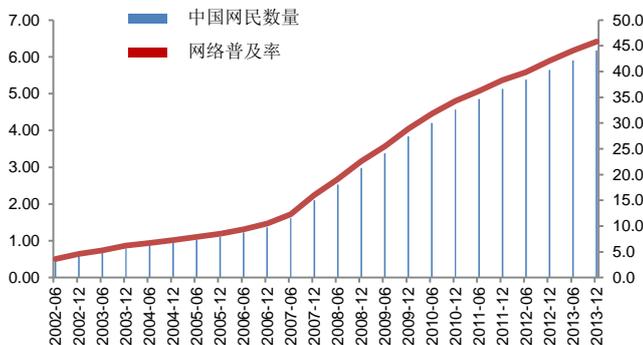
### (一) 中国互联网发展基数尚小，有巨大发展空间

#### 1. 中国网络普及率仍偏低，增长可期

根据中国互联网信息中心（CNNIC）披露的数据，截至 2013 年 12 月，中国网民规模达到 6.18 亿，网络普及率约为 45.8%。对比香港这样的成熟市场，网络普及率高达 77.9%，这意味着中国的互联网普及率仍然有极大的提升空间。

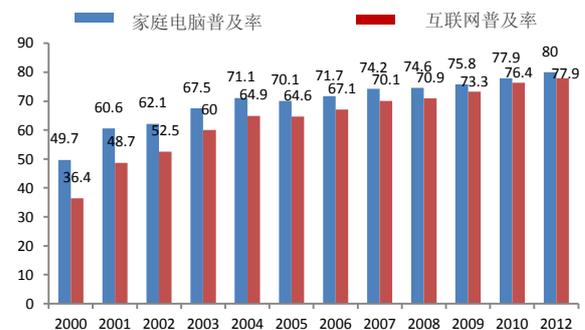
从港府披露的数据来看，香港网络普及率从 2001 年的 48.7% 至 2012 年的 77.9%，花了近 12 年时间，其中增长最为迅速的是 2001 年至 2004 年，平均每年增加超过 5 个百分点。考虑到中国的幅员广阔，加上基础设施的落后，我们认为中国或需要更多的时间，才能将互联网的普及率提升至与香港类似的水平——这也意味着至少未来 5 年，中国的互联网普及率仍然会处于上升通道。事实上，中国政府已经制订了于 2020 年实现移动互联网全面普及的目标，这也支持我们的预测。

图表：中国网民数量（左，亿人）及网络普及率（右，%）



资料来源：WIND，农银国际证券

图表：香港家庭电脑普及率与家庭上网普及率 (%)



资料来源：WIND，农银国际证券

#### 2. 农村网络普及率尤其偏低

截止 2013 年底，中国的农村网民的普及率在 27.5% 左右，显示互联网在农村的普及率仍然有待提升。其中一个重要原因是中国农村传统上主要靠电脑接入互联网，而农村地广人稀，有线宽带入户成本较高，给互联网的普及带来难题。

然而，正是由于固网的局限性，我们认为农村地区的移动网络需求将会迅速提升。我们考虑的其他因素如下：

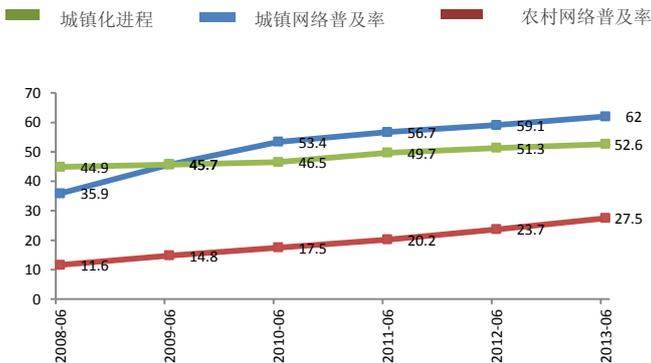
- i) 早期国家出台的家电下乡，农村信息化建设等，为提升农村网络基础设施打下了良好的基础；
- ii) “宽带中国”计划的实施，将会进一步推动农村网络普及率的上升；
- iii) 智能手机的普及，电信运营商拓展农村市场的策略（如中移动的“村通工程”和中国联通的“信息下乡”）等，均会刺激农村手机网民数量的不断增长。
- iv) 我们预计将有更多农村居民通过移动网成为网民。事实上，在 2013 年，农村网民增速达到 13.5%，明显快于城镇网民 8% 的增速，预期城乡网民规模差距将继续缩小。

### 3. 智能手机市占率的提升, 将会极大提升网络普及率

WIND 数据显示, 中国智能手机的市占率高达 73.8%, 但 CNNIC 披露的互联网普及率仅 45.5%。这意味着, 未来极有可能会大量的(尚未成为网民的)智能手机用户, 在几年内会加入移动网络, 成为移动网的用户。

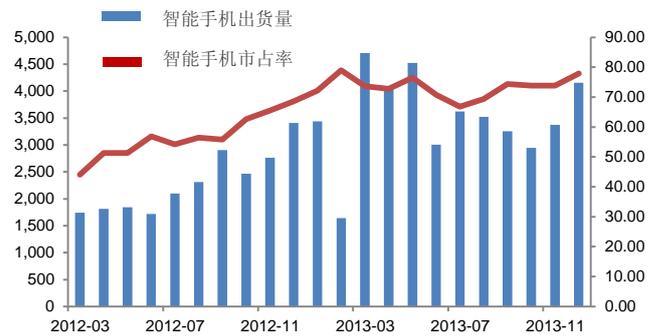
事实上, 移动网民正成为中国新增网民的重要来源, 特别在即时通讯、电商及手游领域尤其如此。截止去年中, 中国新增网民中, 用手机上网的比例高达 70.0%。我们相信, 2014 年这一进程将延续发展, 令移动网络的渗透率进一步提升。

图表: 中国城乡居民网络普及率及城镇化进程 (%)



资料来源: CNNIC, 农银国际证券

图表: 智能手机出货量(单位: 万台) 及市占率\* (%)



\* 市占率指的是智能手机出货量占整个手机出货量比重  
 资料来源: WIND, 农银国际证券



## （二）“宽带中国”计划成为网络基础设施的政策驱动因素

中国政府于 2013 年 8 月推出“宽带中国”计划，提出主要的发展目标（如下），我们认为，这些目标的实现，将会大大促进中国互联网经济的发展，创造良好的网络经济生态，对互联网企业将创造新的商机。

图表：宽带中国计划各阶段目标概览

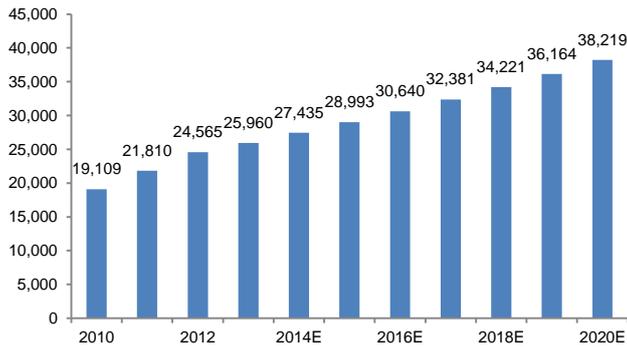
目标	单位	2013 年	2015 年	2020 年
<b>1. 宽带用户规模</b>				
固定宽带接入用户	亿户	2.1	2.7	4
其中：光纤到户（FTTH）用户	亿户	0.3	0.7	—
其中：城市宽带用户	亿户	1.6	2	—
农村宽带用户	亿户	0.5	0.7	—
3G/LTE 用户	亿户	3.3	4.5	12
<b>2. 宽带普及水平</b>				
固定宽带家庭普及率	%	40	50	70
其中：城市家庭普及率	%	55	65	—
农村家庭普及率	%	20	30	—
3G/LTE 用户普及率	%	25	32.5	85
<b>3. 宽带网络能力</b>				
城市宽带接入能力	Mbps	20 (80%用户)	20	50
其中：发达城市	Mbps	—	100 (部分城市)	1000(部分城市)
农村宽带接入能力	Mbps	4 (85%users)	4	12
大型企事业单位接入带宽	Mbps	—	>100	>1000
互联网国际出口带宽	Gbps	2500	6500	—
FTTH 覆盖家庭	亿个	1.3	2	3
3G/LTE 基站规模	万个	95	120	—
行政村通宽带比例	%	90	95	>98
全国有线电视网络互联互通平台覆盖有线电视网络用户比例	%	60	80	>95
<b>4. 宽带信息应用</b>				
网民数量	亿人	7	8.5	11
其中：农村网民	亿人	1.8	2	—
互联网数据量（网页总字节）	太字节 (TB)	7800	15000	—
电子商务交易额	万亿元	10	18	—

资料来源：CNNIC，农银国际证券

### （三）中国“收入倍增”政策提升互联网消费能力

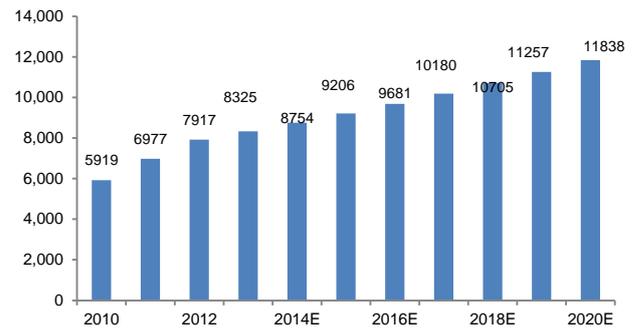
中国的人均 GDP 及人均收入仍然处于较低水平，不过中国政府已经制订了到 2020 年人均收入比 2010 年翻番的目标，我们认为，这一目标将极大推动互联网经济的发展，为互联网服务创造巨大的消费需求。

图表：城镇家庭人均年可支配收入 (人民币元)



资料来源：WIND，农银国际证券预测

图表：农村居民家庭人均年纯收入 (人民币元)



资料来源：WIND，农银国际证券预测

### （四）中国“城镇化”政策将有利于互联网消费模式的扩展

中国农村地区城镇化的发展，有助于形成农村消费力的集中。从互联网行业来看，我们认为，中国城镇化的发展，有助于令互联网的消费模式进一步在新型城镇中得到普及。农村人口向城镇集中，也有助于城镇网络经济规模的扩张。



### （五）中国的“三网融合”政策将拓展互联网服务空间

三网合一指的是电信网、计算机互联网和有线电视网三者融合发展。中国国务院于 2010 年下发了《关于印发推进三网融合总体方案的通知》，正式实施《推进三网融合的总体方案》。

按该《方案》指出：

- **2010-2012 年为试点阶段：**主要以推进广电和电信业务双向阶段性进入为重点，加快电信网、广播电视网、互联网升级和改进，组建国家级有线电视网络公司，初步形成适度竞争的产业格局；
- **2013-2015 年为推广阶段：**将总结推广试点经验，全面推进三网融合。

我们认为，三网融合同样对中国网络媒体的发展将起到积极作用，一个最直接的影响是拓展了网络视频的市场空间。如果中国政府在行业规管方面能进一步放松，并且允许民间资本更自由地进入传统的媒体行业，将会更进一步拓展网络增值业务的增长空间。此外，4G 牌照的发放，预计移动网视频发展将成为 2014 年的新亮点，拥有相关资源的公司将会获得更多的投资者青睐。



### 三、移动互联网的发展亮点与机遇

#### (一) 2014年移动互联网面临哪些新宏观形势与政策机遇？

- 4G 牌照的发放，令产品创新更快更进一步；
- 传统网络公司增加对移动网业务的投资，令这一行业加速发展；
- 智能手机的不断推陈出新，为移动互联网提供了最基本的用户基础；
- 移动互联正成为全球趋势，令传统商业纷纷开拓移动网业务模式，加速各项业务的变现进程；

#### (二) 哪些互联网业务将出现投资亮点？

尽管移动网络经济的发展将十分快速，但是我们认为，并非所有的移动业务都能获得投资者的同等重视。

图表: 2012 -2013 中国网民对各类网络应用的使用率

应用	2013		2012		同比增长率
	用户规模 (万)	网民使用率	用户规模 (万)	网民使用率	
即时通信	53,215	86.20%	46,775	82.90%	13.80%
网络新闻	49,132	79.60%	46,092	78.00%	6.60%
搜索引擎	48,966	79.30%	45,110	80.00%	8.50%
网络音乐	45,312	73.40%	43,586	77.30%	4.00%
博客/个人空间	43,658	70.70%	37,299	66.10%	17.00%
网络视频	42,820	69.30%	37,183	65.90%	15.20%
网络游戏	33,803	54.70%	33,569	59.50%	0.70%
网络购物	30,189	48.90%	24,202	42.90%	24.70%
微博	28,078	45.50%	30,861	54.70%	-9.00%
社交网站	27,769	45.00%	27,505	48.80%	1.00%
网络文学	27,441	44.40%	23,344	41.40%	17.60%
网上支付	26,020	42.10%	22,065	39.10%	17.90%
电子邮件	25,921	42.00%	25,080	44.50%	3.40%
网上银行	25,006	40.50%	22,148	39.30%	12.90%
旅行预订	18,077	29.30%	11,167	19.80%	61.90%
团购	14,067	22.80%	8,327	14.80%	68.90%
论坛/bbs	12,046	19.50%	14,925	26.50%	-19.30%

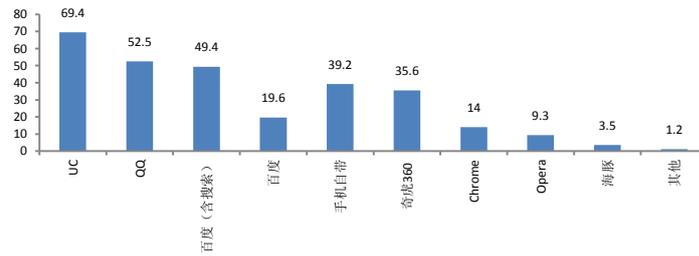
资料来源: CNNIC, 农银证券

#### 1. 移动入口平台建设

在传统 PC 网络中，IE 及 Chrome 成为主要的网络浏览器，事实上占据了网络入口。但是在移动互联网上，移动入口的形态一直处于变化之中。从手机应用商店，到类似微信 (whatsapp, LINE 等) 即时通讯 APP，再至浏览器甚至手机桌面等，均有可能成为移动网络的入口。迄今为止，在移动网上尚未形成类似 IE 或 Chrome 这样具备高度用户粘性的入口平台。

如果单纯从手机的浏览器来看，中国移动网络市场上目前仍然处于战国时代，尽管有 UC、QQ、百度、360 等重要的竞争者，但没有一家公司敢声称自己拥有领导地位。

UC 浏览器系优视公司产品。UC 的巨大市场渗透率源自其与中国移动公司(0941 HK)的合作,令后者在手机上预装 UC 浏览器产品,不过用户仍然可以自由转换使用其他移动网浏览器(如 QQ 或是百度的产品)。

**图表: 中国移动网络浏览器产品品牌及其市场渗透率(2013 年 10 月统计)**


资料来源: 中国互联网络信息中心, 农银国际证券

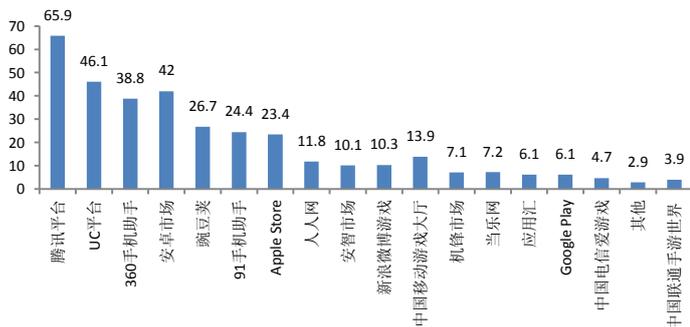
不过相比其他平台,我们认为目前腾讯在移动网络的入口平台竞争中优势更强一些。特别是随着去年微信 5.1 版本的推出,其入口优势会更明显,在综合了诸如通讯、新闻资讯、游戏、图文传输、在线支付等功能后,微信已经成功利用了现有 PC 网络的庞大社区用户基础,迅速霸住移动端的入口位,并且逐步将这优势延伸至电商及移动广告领域。

从微信 5.1 版本的推出可以看出,腾讯已经远远抛离了类似 whatsapp 这样的纯即时通讯软件对手,而更像是融合了“微博+QQ+淘宝”的一个全方位的移动社区平台。

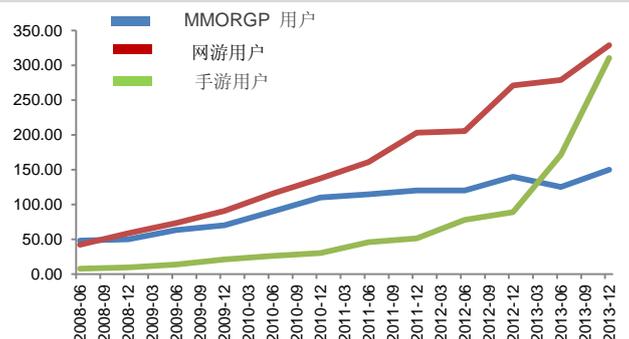
## 2. 拥有良好用户体验的互联网应用产品公司,主要可以分为:

**(1) 实力雄厚的手机游戏平台及开发公司:** 比起传统的 PC 端游和网页游戏,手游能更有效地利用零碎的时间,而且与消费者的接触更为深入。此外,得益于智能手机的不断普及及高速移动网络的覆盖,手游将实现传统 PC 游戏无法到达的人群。

尽管手游仍然处于初步发展阶段,用户总数相对于大型多人在线角色扮演游戏(MMORPG)和网游均较少,但是其增长速度却相当惊人(见下图右)。预计实力雄厚的手游开发商及手游产品销售平台将会在未来几年吸引更多玩家,成为市场焦点。

**图表: 手机游戏平台及各平台产品用户占整体手游平台用户比率 (%)**


资料来源: WIND, 农银国际证券

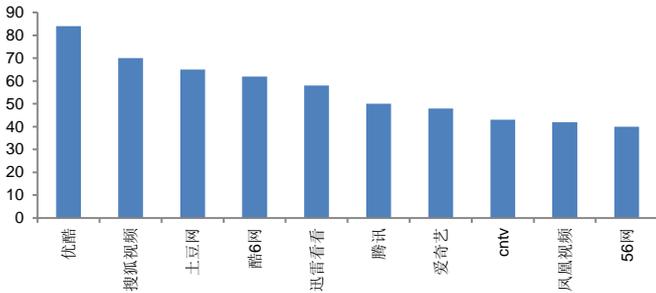
**图表: MMORPG 类游戏(百万人)、网游(百万人)以及手游用户人数(万人)**


资料来源: WIND, 农银国际证券

### (2) 移动媒体、在线旅游、地图搜索等产品开发商

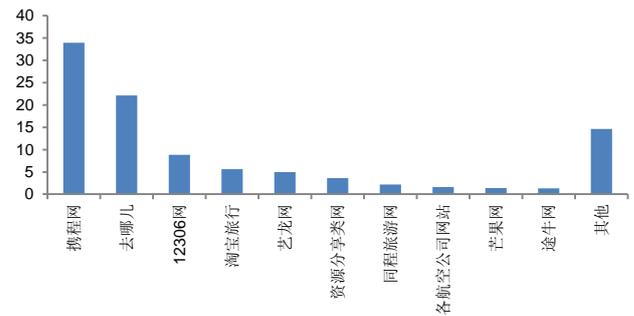
预计随着智能手机的普及及移动网服务的进一步扩展,将会有更多的网民使用移动网络,特别是在在线视频与媒体产品、在线旅游服务及搜索方面将会有更多的用户关注。

图表: 2013 年第三季度视频网站评价得分排行前 10 位



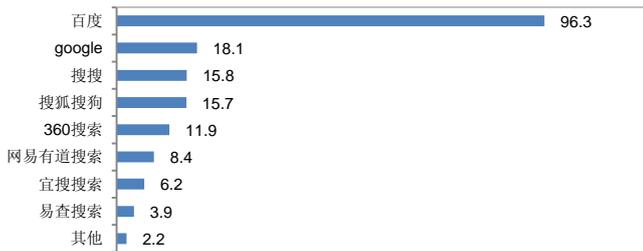
资料来源: 中国互联网协会 (ISC), 农银国际证券

图表: 2013 年第 3 季在线旅行企业评价得分排名前 10 位



资料来源: ISC, 农银国际证券

图表: 中国手机综合搜索引擎网民渗透率情况 (2013 年第 3 季)



资料来源: ISC, 农银国际证券

图表: 手机搜索引擎网民偏好 (首选率) 情况 (2013 年第 3 季)

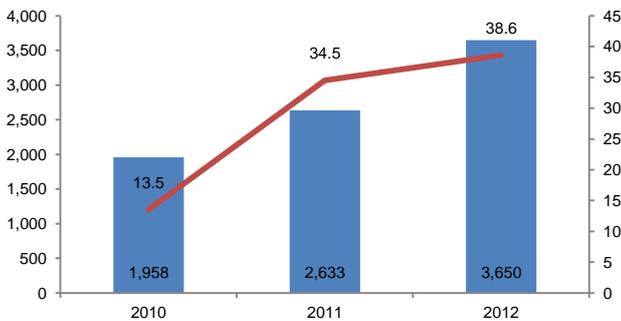


资料来源: ISC, 农银国际证券

### (3) 物联网科技公司将受惠于宽带与 4G 业务的发展

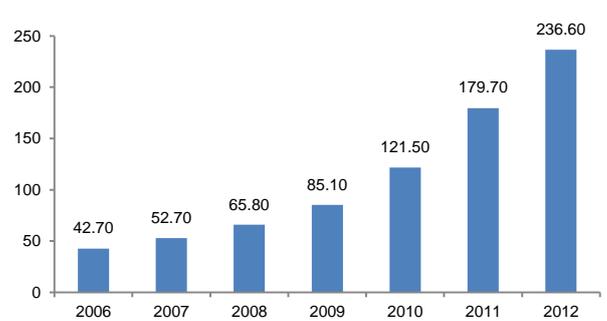
随着中国宽带基础设施发展和 4G 业务的推出,网络数据的传输有可能变得更为便宜及便利。由此,物联网企业有可能推出更多的创造性服务,并获得更多的商机。特别地,一些相关的行业如射频识别技术 (RFID) 板块及相关产品,将会更进一步获得推广。

图表: 中国物联网市场规模(人民币亿元)及其增长率 (%)



资料来源: WIND, 农银国际证券

图表: 中国 RFID 市场规模 (人民币亿元)



资料来源: WIND, 农银国际证券

### 3. 移动电子商务有望成企业盈利利器

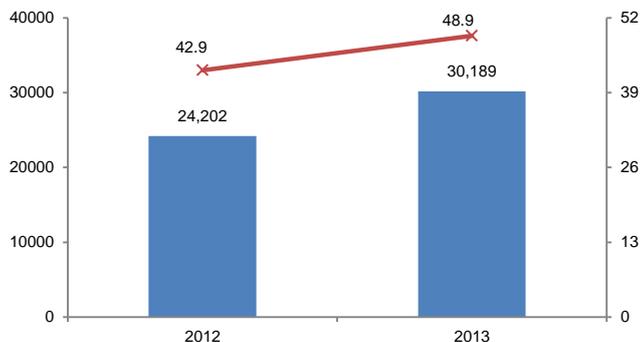
不论是 O2O 还是 C2B 商务模式，都会获得更多关注。根据 CNNIC 的统计，与 2012 年相比，2013 年网民在进行购物搜索后进行线上购买的比例大幅度提升，增加了 22.5 个百分点。2012 年，线上线下购买情况差不多的网民，其购买渠道重心已经逐渐从线下往线上购买倾斜，上述情况显示，网民的线上购买意愿快速增加。

同时，购物搜索后不购买的比例则大幅下降，从 2012 年的 8.3% 降至 2013 年的 1.6%，而线上购物在应用搜索功能的网民中的普及率越来越高。

CNNIC 同时显示，2012 年电子商务用户有 242.02 百万人，但在 2013 年，迅速增至 301.89 百万人。而对于电子商务服务的使用率，也从 42.9% 增加 6 个百分点至 48.9%。

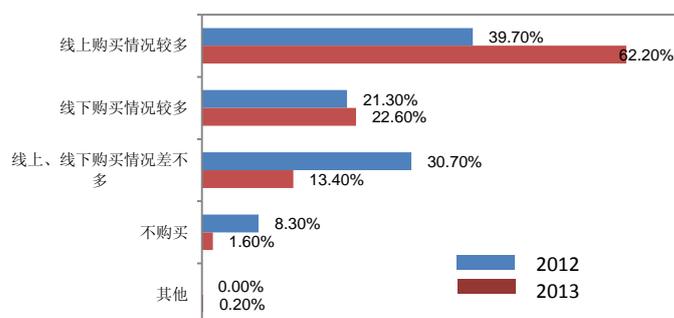
我们注意到，尽管电子商务正处于高速增长期，但是它占中国整体零售业的比重仍然很小，未来几年将会持续高速增长。

图表: 2012-2013 年 网络购物用户数 (万人) 及使用率 (%)



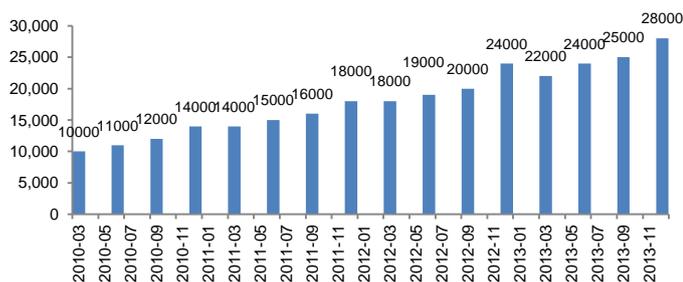
资料来源: 中国互联网络信息中心, 农银国际证券

图表: 2012-2013 年网民购物搜索后的购买渠道变化情况



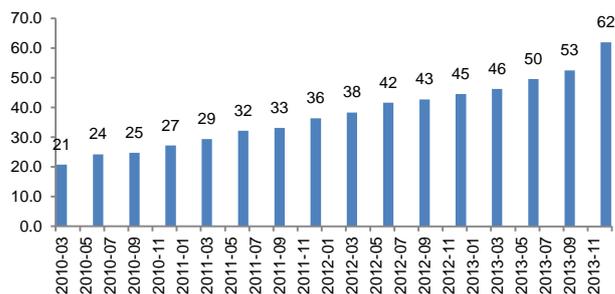
资料来源: 中国互联网络信息中心, 农银国际证券

图表: 电子商务市场规模当季值 (人民币, 亿元)



资料来源: WIND, 农银国际证券

图表: B2B 运营商营收规模当季值 (人民币, 亿元)



资料来源: WIND, 农银国际证券

#### 4. 移动支付与在线金融服务将成为行业焦点

我们认为，受到电子商务业务的需求推动，以及网络公司不断推陈出新，移动支付业务将成为未来几年互联网发展的亮点。从香港市场的发展来看，从 2001 年至 2012 年，网民上网进行网络购物及处理金融交易的比重从 14.5% 猛增至 44.5%，提升近 30 个百分点。

腾讯的财付通和淘宝的支付宝都是中国在线支付业务的重要平台，但是我们预期会有更多的竞争者加入这个市场的竞争之中。此外，在在线金融领域，预计各家公司也将展开激烈的争夺。从 2013 年来看，阿里巴巴、腾讯和百度均已经在这方面有较大的动作。

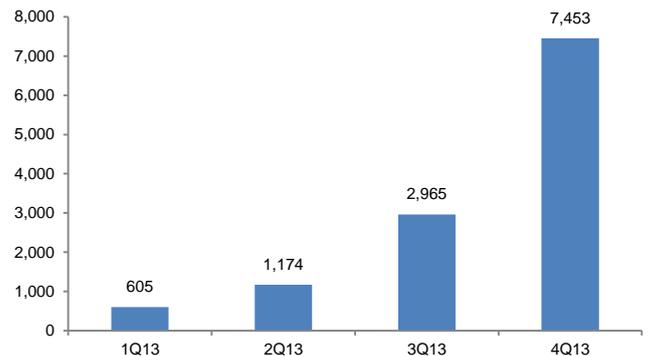
然而，政策不确定性是这项业务的最重要风险之一。尽管中国政府表达过对这些业务的宽容态度，也的确允许民间资本进入银行领域，同时还降低了其他以前由国企垄断的行业的准入门槛，但是我们认为，政策风险仍然不可忽视，特别是政府将会持续针对影子银行推出相关的监管措施。不过，我们认为那些现金充足，拥有较大话语权的互联网公司受政策的负面影响相对要小一些。

图表: 第三方互联网支付市场规模季值 (人民币, 亿元) 与季度环比增长率(%)



资料来源: WIND, 农银国际证券

图表: 2013 年第三方移动互联网支付业务市场规模季值(人民币, 亿元)



资料来源: WIND, 农银国际证券



## 四、行业评级及选股

### 行业评级：优于大市

我们认为，移动互联网的发展将扩大网民基础，提升渗透率，令全行业受惠。移动网络的便利性、智能手机的高渗透率及不断开发的移动网络功能将产生比 PC 网络更高的用户需求，这些都有利于驱动行业整体收入水平。

### 选股

**推荐：腾讯控股 (0700 HK, 买入；目标价：610 港元)** 公司是中国互联网行业龙头，拥有中国最大的在线社区，并在互联网市场拥有领导地位。凭借微信/QQ 的强大用户基础，腾讯正逐步成为手机游戏的分发中心，在 2014-15 年极有可能持续成为中国最大的手机游戏下载市场。而它的电子商务也极有可能在未来两年产生可观盈利。



五、中国互联网股票对比 (数据截止 2013 年 1 月 28 日)

彭博代码	公司简称	价格	市值	2014 预测 市盈率	2015 预 测市盈率	2014 预测 PEG	2015 预测 PEG	2014 预 测 EPS	2015 预 测 EPS
香港挂牌的中国网络公司 (港元)									
<b>700 HK Equity-ABCI</b>	<b>腾讯</b>	<b>503.00</b>	<b>936,642</b>	<b>32.54</b>	<b>21.94</b>	<b>0.76</b>	<b>0.45</b>	<b>11.98</b>	<b>17.77</b>
700 HK Equity	腾讯	503.00	936,642	43.78	34.23	1.66	1.30	8.96	11.46
3888 HK Equity	金山软件	24.75	29,255	35.01	27.72	1.32	1.05	0.55	0.70
268 HK Equity	金蝶国际	2.89	7,345	54.94	30.44	NA	NA	0.04	0.07
1149 HK Equity	中国安芯	2.08	6,261	8.60	6.54	NA	NA	0.24	0.32
8002 HK Equity	IGG 公司	8.43	11,455	90.48	20.49	NA	NA	0.01	0.05
777 HK Equity	网龙	15.78	8,026	13.88	14.84	1.94	2.08	0.89	0.83
434 HK Equity	博雅	12.08	8,910	33.63	26.15	NA	NA	0.28	0.36
484 HK Equity	支游控股	55.95	7,046	N/A	12.78	NA	NA	(0.19)	3.41
3777 HK Equity	中国光纤	1.73	2,521	5.74	4.73	NA	NA	0.24	0.29
8292 HK Equity	慧聪网	14.80	9,793	51.73	32.96	1.09	0.70	0.22	0.35
2383 HK Equity	TOM 集团	2.70	10,512	N/A	NA	NA	NA	NA	NA
行业平均		-	-	37.53	21.09	1.50	1.28	-	-
美国挂牌的中国网络公司 (美元)									
SINA US Equity	新浪	71.84	4,787	76.75	34.99	2.04	0.93	0.94	2.05
SOHU US Equity	搜狐	73.73	2,822	60.68	39.20	3.98	2.57	1.22	1.88
NTES US Equity	网易	76.26	9,966	13.44	12.02	1.01	0.90	5.67	6.34
BIDU US Equity	百度	164.24	57,474	31.90	24.85	1.47	1.15	31.15	39.99
QIHU US Equity	奇虎 360	94.38	11,587	70.80	44.79	1.46	0.92	1.33	2.11
CTRP US Equity	携程	40.26	5,210	28.02	24.43	1.31	1.15	1.44	1.65
JOBS US Equity	51 求职	75.06	2,169	26.09	22.63	1.30	1.13	2.88	3.32
PWRD US Equity	完美世界	19.41	955	12.13	9.69	1.08	0.86	9.69	12.12
YY US Equity	欢聚时代	65.28	3,604	46.17	31.43	NA	NA	1.41	2.08
NQ US Equity	网秦	16.19	842	15.42	11.46	0.39	0.29	1.05	1.41
行业平均		-	-	38.14	25.55	1.56	1.10	-	-
全球其他网络公司 (美元)									
GOOG US Equity	谷歌	1123.01	375,184	25.45	21.50	1.38	1.17	44.13	52.24
FB US Equity	脸书	55.14	140,067	66.12	49.10	2.25	1.67	0.83	1.12
YHOO US Equity	雅虎	38.22	38,772	23.08	20.19	NA	NA	1.66	1.89
Amzn US Equity	亚马逊	394.43	180,544	140.37	82.62	3.78	2.22	2.81	4.77
Ebay US Equity	易买	53.16	68,821	17.80	15.74	1.21	1.07	2.99	3.38
AOL US Equity	美国在线	48.80	3,829	24.21	20.55	1.70	1.44	2.02	2.38
LNKD US Equity	LinkedIn	212.69	25,396	131.94	95.42	2.57	1.86	1.61	2.23
GRPN US Equity	Groupon 团购	10.52	7,170	114.35	42.42	3.05	1.13	0.09	0.25
YNDX US Equity	Yandex 搜索	37.68	12,278	33.81	26.88	NA	NA	38.78	48.76
行业平均		-	-	64.12	41.60	2.28	1.51	-	-

资料来源: 彭博, 农银国际证券



## 附录 I: 中国互联网公司概况

目前已有不少中国互联网企业在香港及美国上市，以下是部分公司的基本情况简介（由 WIND 数据库及有关公司相关资料披露）：

### 1. 腾讯控股 (0700 HK)

**公司简介：**集团为中国领先的互联网服务与移动增值服务供货商，拥有中国最大的实时通信社区。集团现时有 3 项主要业务：互联网增值服务、移动及通信增值服务与网络广告。不过公司正大力发展电子商务平台及自营业务。用户可利用集团称为 QQ 的实时通信平台，以各种终端设备透过互联网及移动与固定通信网络进行实时通信。

**经营范围：**主要在中国为用户提供互联网增值服务、移动及电信增值服务、网络广告服务以及电子商务交易服务。

#### 财务概览：

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
每股盈利（基本），人民币元	4.43	5.61	6.97
YoY, %	54.86	26.56	24.18
每股净资产，人民币元	11.85	15.47	22.28
YoY, %	77.01	30.54	44.03
净资产报酬率，%	47.46	40.63	36.50
总资产报酬率，%	30.20	22.03	19.28
收入，百万人民币	19,675	28,531	43,894
YoY, %	58.16	45.10	53.85
经营利润，百万人民币	9,838	12,254	15,479
YoY, %	63.41	24.55	26.33
税前利润，百万人民币	9,913	12,099	15,051
YoY, %	64.10	22.05	24.40
净利润，百万人民币	8,054	10,203	12,732
YoY, %	56.21	26.69	24.78
总资产，百万人民币	35,830	56,804	75,256
YoY, %	104.68	58.54	32.48
总负债，百万人民币	13,989	27,716	33,108
YoY, %	168.66	98.12	19.45
股东权益，百万人民币	21,757	28,464	41,298
YoY, %	78.65	30.83	45.09
总权益，百万人民币	21,841	29,088	42,148
YoY, %	77.59	33.18	44.90

资料来源：WIND，公司



## 2. 金蝶国际 (3888 HK)

**公司简介:** 公司是亚太地区领先的企业管理软件及电子商务应用解决方案供应商，是全球软件市场中成长最快的独立软件厂商之一。金蝶开发及销售两大类软件。一类是企业管理及电子商务应用软件，包括为企业或政府构筑电子商务或电子政务平台的中间软件。第二类是近年来，公司及其子公司开始发展的网络游戏和休闲软件。此外，金蝶也向全球范围内的顾客提供与软件产品相关的管理咨询、策略执行与技术服务。

**经营范围:** 从事开发、制造及出售软件产品及提供软件相关技术服务。

### 财务概览:

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
每股盈利 (基本), 人民币元	0.34	0.29	0.38
YoY, %	(6.10)	(15.52)	31.15
每股净资产, 人民币元	1.70	1.82	2.15
YoY, %	17.32	6.58	18.24
净资产报酬率, %	21.29	16.12	18.67
总资产报酬率, %	16.61	11.90	13.00
收入, 百万人民币	973	1,025	1,416
YoY, %	(5.06)	5.39	38.15
税前利润, 百万人民币	440	385	528
YoY, %	(1.92)	(12.39)	37.02
净利润, 百万人民币	372	325	433
YoY, %	(3.81)	(12.82)	33.22
总资产, 百万人民币	2,445	3,015	3,641
YoY, %	19.79	23.30	20.79
总负债, 百万人民币	511	801	966
YoY, %	16.99	56.91	20.58
股东权益, 百万人民币	1,910	2,120	2,515
YoY, %	20.22	10.99	18.63
总权益, 百万人民币	1,934	2,213	2,675
YoY, %	20.55	14.43	20.87

资料来源: WIND, 公司



### 3. IGG 公司 (8002 HK)

**公司简介:** 公司是快速发展的全球网络游戏开发商及营运商,总部设在新加坡,并在美国、中国及菲律宾设有区域办事处。公司为全世界的玩家提供多语言网页游戏、客户端游戏及手机游戏。公司游戏的目标客户是中端玩家及高端玩家,彼等每天玩游戏的时间通常不少于一小时。除在国外拥有业务外,公司在中国部署大部分开发人员,使公司能发挥成本优势及以具成本效益的方式开发游戏。

**经营范围:** 主要从事网络游戏的开发及经营。

#### 财务概览:

	2011-12-31	2012-12-31
每股盈利(基本),人民币元	(0.02)	(0.03)
YoY, %	--	(52.12)
BVPS, RMB	--	--
YoY, %	--	--
净资产报酬率, %	--	(a)
总资产报酬率, %	--	(79.94)
收入, 百万人民币	31	43
YoY, %	--	39.26
经营利润, 百万人民币	3	7
YoY, %	--	165.00
税前利润, 百万人民币	(8)	(13)
YoY, %	--	(55.17)
净利润, 百万人民币	(9)	(13)
YoY, %	--	(54.60)
总资产, 百万人民币	12	22
YoY, %	--	78.12
总负债, 百万人民币	55	77
YoY, %	--	41.69
股东权益, 百万人民币	(43)	(56)
YoY, %	--	(31.33)
总权益, 百万人民币	(43)	(56)
YoY, %	--	(31.33)

备注: 公司 FY11 及 FY12 年的净资产为负值,且出现净亏损。

资料来源: WIND, 公司



#### 4. 博雅互动(0434 HK)

**公司简介:** 公司是网络棋牌类游戏开发商及运营商，战略上特别重视移动游戏。自公司于二零一零年九月在 iOS 平台推出首款移动游戏《德州扑克》以来，公司已在公司的最大目标市场(即中国大陆、香港、台湾及泰国)确立移动棋牌类游戏领域的领先地位。目前，公司提供合共 16 款网络游戏，其中 13 款是以长久经典棋牌类游戏为基础的棋牌类游戏。

**经营范围:** 主要从事开发及运营网络棋牌类游戏业务。

#### 财务概览:

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
每股盈利(基本), 人民币元	0.18	0.52	0.66
YoY, %	--	183.42	27.85
BVPS, RMB	--	--	--
YoY, %	--	--	--
净资产报酬率, %	--	80.80	62.58
总资产报酬率, %	--	51.79	39.20
收入, 百万人民币	156	318	518
YoY, %	--	103.59	62.88
经营利润, 百万人民币	74	117	184
YoY, %	--	58.07	57.15
税前利润, 百万人民币	73	111	187
YoY, %	--	53.65	68.16
净利润, 百万人民币	73	88	143
YoY, %	--	20.41	62.15
总资产, 百万人民币	86	254	475
YoY, %	--	193.68	87.16
总负债, 百万人民币	22	100	172
YoY, %	--	347.16	72.74
股东权益, 百万人民币	64	154	302
YoY, %	--	140.21	96.52
总权益, 百万人民币	64	154	302
YoY, %	--	140.21	96.52

资料来源: WIND, 公司



#### 4. 云游控股 (0484 HK)

**公司简介:** 云游是中国领先的网页游戏研发商和发行商, 公司的移动游戏业务发展一日千里。云游成功研发并推出超过 30 款容易上手、具吸引力及受欢迎的游戏。云游的自营发行平台 91wan 发行 79 款自研及代理网页游戏, 截至二零一三年六月三十日, 有超过 1.79 亿注册用户。云游的游戏在 91wan 及超过 350 家发行平台发行(包括由腾讯、奇虎 360、YY 等知名的运营网站)。云游的研发和发行综合业务模式产生协同作用, 有助提升公司的整体业绩。其研发或发行的游戏均采用道具收费模式, 玩家可免费玩游戏并可选择购买虚拟道具提升游戏体验。

**经营范围:** 主要从事游戏研发及发行业务。

#### 财务概览:

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
每股盈利 (基本), 人民币元	(0.40)	0.18	4.02
YoY, %	--	145	2133.33
BVPS, RMB	--	--	--
YoY, %	--	--	--
净资产报酬率, %	--	(a)	(a)
总资产报酬率, %	--	9.84	56.03
收入, 百万人民币	95	384	777
YoY, %	--	303.89	102.25
经营利润, 百万人民币	(40)	40	282
YoY, %	--	199.35	601.34
税前利润, 百万人民币	(40)	41	261
YoY, %	--	200.25	544.67
净利润, 百万人民币	(40)	18	218
YoY, %	--	144.20	1119.21
总资产, 百万人民币	108	255	522
YoY, %	--	135.68	104.86
总负债, 百万人民币	128	159	659
YoY, %	--	24.83	313.37
股东权益, 百万人民币	(20)	95	(137)
YoY, %	--	588.79	(243.15)
总权益, 百万人民币	(20)	95	(137)
YoY, %	--	588.79	(243.15)

备注: 公司 FY10 及 FY12 净资产值为负。

资料来源: WIND, 公司



## 5. 慧聪网(8292 HK)

**公司简介:** 慧聪网是中国领先的电子商务运营商之一。该公司凭借专业的信息服务与先进的互联网技术,为中小型企业搭建可靠的供需平台,提供全面的商务解决方案。凭借过去 20 年来在各行业市场积累的专业经验和技能,集团不仅以采用互联网技术为基础的产品买卖通为中小企提供全面的营销解决方案,还通过本集团传统的营销产品—《慧聪商情广告》与《中国信息大全》为客户提供多渠道的、在线与线下相互配合的全方位服务。

集团透过其强大的媒体资源及客户基础,成功举办涉及约 50 个行业界别的十大企业评选,助中小企树立品牌和促进业务交易。这种优势互补、纵横立体的架构,使集团在中国 B2B 行业的快速发展下,打造出一条独特的发展道路。

**经营范围:** 经营网上交易平台,透过企业网站 hc360.com 提供行业搜寻结果优化服务;及出版工商商业目录及黄页目录。

### 财务概览:

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
每股盈利(基本),人民币元	0.01	0.08	0.12
YoY, %	222.73	459.86	51.45
BVPS, RMB	0.37	0.50	0.62
YoY, %	(15.93)	35.16	23.33
净资产报酬率, %	3.51	18.20	21.58
总资产报酬率, %	1.68	7.68	9.03
收入, 百万人民币	318	438	549
YoY, %	22.72	38.00	25.14
经营利润, 百万人民币	(4)	33	64
YoY, %	(191.10)	964.46	94.51
税前利润, 百万人民币	2	42	78
YoY, %	(93.81)	1745.26	86.17
净利润, 百万人民币	7	41	67
YoY, %	225.59	494.16	61.93
总资产, 百万人民币	450	623	855
YoY, %	20.41	38.50	37.29
总负债, 百万人民币	267	350	413
YoY, %	77.44	31.47	17.73
股东权益, 百万人民币	180	272	346
YoY, %	(15.81)	51.02	26.90
总权益, 百万人民币	183	273	443
YoY, %	(17.95)	48.73	62.45

资料来源: WIND, 公司



## 6. 中国安芯(1149 HK)

**公司简介:** 中国安芯控股有限公司是智能安防领域优秀的方案提供商、运营服务商及设备制造商，专业为工业生产及城市公共提供安全预警及安防监控等业务。作为物联网行业的先驱，集团致力于将高科技信息技术应用于传统行业，即将物联网技术、红外传感器技术、卫星定位系统、移动通信技术(LTE, WCDMA/TDS-CDMA)、负载均衡架构、网络工程、人工智能、自动控制系统及嵌入式系统开发等先进技术引入安全生产监督管理领域，实现实时远程监测、多级监控、智能预警、应急协同救援、防灾减灾等应用目标，解决在工业生产及城市安全领域存在的问题。

**经营范围:** 于内地从事智能监测预警应急救援指挥调度(ISD)系统研发、安装及运营业务。

### 财务概览:

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
每股盈利(基本), 人民币元	0.16	0.16	0.20
YoY, %	115.08	-0.43	22.17
BVPS, RMB	0.72	0.96	1.21
YoY, %	109.60	32.59	25.70
净资产报酬率, %	26.44	19.82	18.31
总资产报酬率, %	16.26	18.32	16.28
收入, 百万人民币	305	598	854
YoY, %	601.84	96.14	42.73
经营利润, 百万人民币	194	365	482
YoY, %	649.07	87.71	32.04
税前利润, 百万人民币	183	402	615
YoY, %	1204.64	119.82	52.82
净利润, 百万人民币	245	404	548
YoY, %	142.96	65.05	35.54
总资产, 百万人民币	1,763	2,650	4,082
YoY, %	8.09	50.37	54.03
总负债, 百万人民币	257	75	672
YoY, %	(67.38)	(70.95)	800.22
股东权益, 百万人民币	1,505	2,573	3,410
YoY, %	78.68	70.92	32.52
总权益, 百万人民币	1,505	2,576	3,410
YoY, %	78.68	71.08	32.39

资料来源: WIND, 公司



## 7. 百度 (BIDU US Equity)

**公司简介:** 百度是全球最大的中文搜索引擎以及最大的中文网站。于 2000 年 1 月成立以来, 公司开发出大量的互联网搜索产品及服务, 其中包括: 以网络搜索为主的功能性搜索, 以贴吧为主的社区搜索, 针对各区域、行业所需的垂直搜索, Mp3 搜索, 以及门户频道、IM 等, 全面覆盖了中文网络世界所有的搜索需求。

在面对用户的搜索产品不断丰富的时候, 百度还创新性地推出了基于搜索的营销推广服务, 并成为最受企业青睐的互联网营销推广平台之一。2007 年 11 月, 百度建立香港子公司。

**经营范围:** 该公司提供了中文的互联网搜索产品及服务, 其中包括: 以网络搜索为主的功能性搜索, 以贴吧为主的社区搜索, 针对各区域、行业所需的垂直搜索, Mp3 搜索, 以及门户频道、IM 等, 全面覆盖了中文网络世界几乎所有的搜索需求。

### 财务概览:

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
每股盈利 (基本), 人民币元	101.28	190.27	298.62
YoY, %	135.75	87.87	56.95
BVPS, RMB	241.20	437.98	745.17
YoY, %	76.36	81.59	70.14
净资产报酬率, %	53.58	56.03	50.58
总资产报酬率, %	40.98	38.61	30.30
收入, 百万人民币	7,915	14,501	22,306
YoY, %	77.96	83.20	53.83
经营利润, 百万人民币	3,959	7,577	11,051
YoY, %	146.66	91.39	45.86
税前利润, 百万人民币	4,061	7,809	11,965
YoY, %	141.29	92.29	53.22
净利润, 百万人民币	3,525	6,639	10,456
YoY, %	137.37	88.32	57.50
总资产, 百万人民币	11,048	23,341	45,669
YoY, %	79.45	111.26	95.66
总负债, 百万人民币	2,643	7,015	18,454
YoY, %	88.25	165.43	163.06
股东权益, 百万人民币	8,406	15,292	26,055
YoY, %	76.84	81.92	70.39
总权益, 百万人民币	8,406	16,326	27,215
YoY, %	76.84	94.22	66.70

资料来源: WIND, 公司



2014年1月29日

公司研报

评级: 买入

目标价: HK\$ 610

股价(港元)	503
预期股票回报	21.27%
预期股息收益率	0.44%
预期总回报	21.71%

前期报告评级	买入; 479
前次报告日期	2013年10月15日

分析员: 陈宜旻  
电话: (852) 2147 8819  
电邮: markchen@abci.com.hk

主要数据

52周高/低(港元)	536/237
发行股数(百万)	1,862
市值(百万港元)	936,586
3个月日均成交额(百万港元)	1916
大股东及持股(%):	
Naspers Limited	34.02
马化腾	10.2

来源: 公司、彭博、农银国际证券

1H13 Revenue breakdown (%)

增值业务 VAS	76.68
在线广告	7.69
电子商务	14.72
其他业务	0.91
合计	100.00

来源: 公司、农银国际证券

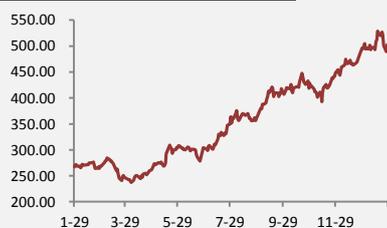
股价表现(%)

	绝对回报	相对回报*
1个月	4.10	9.62
3个月	20.22	24.10
6个月	43.88	43.37

\*相对恒生指数

来源: 彭博、农银国际证券

1-Year stock performance (HK\$)



来源: 彭博、农银国际证券

## 腾讯控股 (0700 HK)

### 腾讯微信变现加速, 电商业务发展提速

- 自去年以来, 腾讯在其微信平台增加了多项收费功能及服务, 并在美国采取激进的营销手段抢占 MI 市场, 未来腾讯还会推出多款收费手游, 所有这些都将强化其变现能力;
- 与顺丰速运的战略合作及其在华南城的投资, 将奠定其电子商务市场的有利地位;
- 报告日前的股价对应我们预测 2014 年 PEG 约 0.7 倍, 我们认为仍然吸引; 维持买入评级并调升目标价至 610 元, 对应约 0.9 倍今年预测 PEG

**微信变现能力增强, 市场扩大。**公司在去年推出新版微信后, 不断推出新的收费服务及相关产品。据我们向有关企业了解, 手游开发商更愿意在腾讯的平台上推广手游, 这将有助于对变现能力的提升。此外, 腾讯在美国市场的战略性推广非常进取, 近期, 每个谷歌账号用户邀请 5 名其他用户加入微信, 都会获 25 美元餐券。这些措施将快速提升微信在美市场的渗透率和品牌知名度, 从而进一步巩固微信的变现基础。

**电商业务将受惠于战略合作伙伴。**去年 11 月, 腾讯旗下的电子商务公司易迅宣布与中国发展势头最快的速递公司顺丰速运合作, 令腾讯电商获得较有利的配送保证。作为中国最佳的速递公司之一, 顺丰拥有自己的货运飞机团队, 可以把易迅的货物送至全中国 300 多个城市, 覆盖区域占中国 GDP 总量的 90% 以上(此前易迅仅能配送至 15 个省份的 100 多个城市)。顺丰有 80-90% 的货品可以在次日送抵, 而在 1000 公里之外的较远地区, 也大部分可以在 3 天内送抵。值得一提的是, 易迅本身也在申请物流牌照, 此举将会对腾讯的电子商务产生协同效应。

此外, 腾讯今年 1 月战略性地投资入股华南城 (1668 HK)。后者在中国拥有大型仓储物流基地及贸易基地。我们认为有关举措将会令腾讯在电商业务方面实现迅速布局, 为未来的电子商务业务快速发展提供坚实的基础。

**维持“买入”评级, 目标价 610 港元。**鉴于公司出现新的发展, 我们相应重估了腾讯 2014 年的收益情况。另外, 在综合考虑了腾讯的高净资产收益率及处于高增长的电子商务前景后, 我们认为公司目前股价所对应的市场估值(对应我们 FY14E 预测 PEG 值约为 0.7) 较为吸引。维持买入评级, 并提升目标价至 610 港元, 新目标价对应我们 FY14 预测 PEG 值为 0.9。

**风险因素(以下因素有可能对我们的估值判断构成风险):** 1) 中国对电子商务行业加强监管产生的风险; 2) 用于微信的市场推广及营销成本意外增加但营收不佳, 使微信平台的盈利能力可能令市场失望; 3) 来自国内电子商务公司的竞争日趋激烈; 4) 电脑网络游戏的增长幅度意外放缓; 5) 2013 年下半年的利润比上半年减少或低于预期; 6) 行业过热导致股价波动。

#### 业绩表现及估值

截止12月31日财年	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入(百万人民币)	28,496	43,894	64,742	102,376	147,730
收入同比变化 (%)	45.05	54.03	47.50	58.13	44.30
净利润(百万人民币)	10,203	12,732	15,691	22,534	33,574
净利润同比变化 (%)	26.69	24.78	23.24	43.61	49.00
每股盈利(人民币元)	5.49	6.83	8.40	11.98	17.77
每股盈利同比变化 (%)	26.85	24.46	22.88	42.72	48.32
每股净资产(人民币元)	15.32	22.16	28.92	39.11	54.00
每股净资产同比变化(%)	29.22	44.72	30.50	35.23	38.06
每股派息(人民币元)	0.75	1.00	1.19	1.72	2.54
市盈率 P/E (倍)	-	57.06	46.44	32.54	21.94
市净率 P/B (倍)	-	17.59	13.48	9.97	7.22
股息收益率 (%)	-	0.26	0.30	0.44	0.65
平均净资产收益率(%)	40.63	36.50	32.91	35.32	38.25
平均总资产收益率(%)	17.96	16.92	17.24	19.15	22.11

来源: 彭博, 农银国际证券预测



合并损益表 (2011A-2015E)

截止12月31日财年 (百万人民币)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
互联网增值服务	23,043	31,995	49,254	72,953	97,574
移动及电信增值服务	3,271	3,723	0	0	0
网络广告	1,992	3,382	5,919	10,358	17,609
电子商务交易	0	4,428	8,856	17,711	30,109
其他收入	190	365	713	1,354	2,437
<b>收入</b>	<b>28,496</b>	<b>43,894</b>	<b>64,742</b>	<b>102,376</b>	<b>147,730</b>
收入成本	(9,928)	(18,207)	(29,134)	(46,069)	(66,478)
毛利	18,568	25,686	35,608	56,307	81,251
销售推广及行政费用	(7,204)	(10,759)	(17,480)	(30,109)	(41,907)
其它业务收益	(735)	(123)	(409)	(423)	(318)
除所得税前收益	12,099	15,051	18,537	26,620	39,663
所得税	(1,874)	(2,266)	(2,781)	(3,993)	(5,949)
净利润	10,225	12,785	15,756	22,627	33,714
非控制性权益	22	53	65	94	140
公司股东应占利润	10,203	12,732	15,691	22,534	33,574
每股收益,基本	5.61	6.97	8.42	12.06	17.85
每股收益,摊薄值	5.49	6.83	8.40	11.98	17.77
每股股息	0.75	1.00	1.19	1.72	2.54

来源：公司，农银国际证券预测

合并资产负债表 (2011A-2015E)

12月31日 (百万人民币)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
固定资产	5,885	7,403	10,703	13,830	17,043
无形资产	3,780	4,719	5,548	6,397	7,235
于联营公司的权益	4,433	7,310	5,872	6,591	6,231
其他非流动资产项目合计	7,203	19,315	19,898	22,737	20,532
<b>非流动资产合计</b>	<b>21,301</b>	<b>38,747</b>	<b>42,020</b>	<b>49,555</b>	<b>51,042</b>
存货		568	1,240	2,657	4,516
应收票据及应收账款	2,021	2,354	3,237	6,143	10,341
预付款项、按金及其他资产	2,212	3,878	3,045	3,461	3,253
现金及现金等价物	12,612	13,383	23,957	38,941	65,496
其他流动资产	18,659	16,326	17,492	16,909	17,201
<b>流动资产</b>	<b>35,503</b>	<b>36,509</b>	<b>48,971</b>	<b>68,111</b>	<b>100,807</b>
<b>总资产</b>	<b>56,804</b>	<b>75,256</b>	<b>90,991</b>	<b>117,666</b>	<b>151,849</b>
应付票据及应付账款	2,244	4,212	6,474	10,238	13,296
其它应付款及预提费用	5,014	6,301	9,711	13,309	17,728
借款	7,999	1,077	3,648	2,554	3,474
流动所得税负债	709	420	564	492	528
递延收入	5,016	8,115	6,566	7,340	6,953
其他短期流动负债	200	540	381	471	426
<b>流动负债总额</b>	<b>21,183</b>	<b>20,665</b>	<b>27,344</b>	<b>34,404</b>	<b>42,404</b>
借款		2,106	2,011	1,917	1,341
长期应付票据	3,733	7,517	4,035	4,186	2,520
递延所得税负债	940	1,312	1,126	1,219	1,172
长期应付款项	1,860	1,509	1,684	1,596	1,640
<b>非流动负债合计</b>	<b>6,533</b>	<b>12,443</b>	<b>8,856</b>	<b>8,918</b>	<b>6,674</b>
<b>负债合计</b>	<b>27,716</b>	<b>33,108</b>	<b>36,200</b>	<b>43,322</b>	<b>49,078</b>
<b>总权益</b>	<b>29,088</b>	<b>42,148</b>	<b>54,790</b>	<b>74,344</b>	<b>102,771</b>
非控制性权益	625	851	738	794	766
<b>归属于公司股东之股东权益</b>	<b>28,464</b>	<b>41,298</b>	<b>54,053</b>	<b>73,549</b>	<b>102,005</b>
每股净资产	15.32	22.16	28.92	39.11	54.00

来源：公司，农银国际证券预测



现金流量表 (2011A-2015E)

截止12月31日财年 (百万人民币)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>年度盈利</b>	<b>10,225</b>	<b>12,785</b>	<b>15,756</b>	<b>22,627</b>	<b>33,714</b>
调整项目:					
所得税开支	1,874	2,266	2,781	3,993	5,949
股息收入	-	(407)	(407)	(407)	(407)
固定资及投资物业折旧	1,208	1,880	1,544	1,712	1,628
无形资产摊销	726	733	729	731	730
利息收入	(469)	(836)	(520)	(608)	(655)
按股权结算的股份酬金开支	733	905	1,500	2,241	3,328
<b>营运资金变动:</b>					
应收账款 (增加)	(251)	(267)	(883)	(2,905)	(4,199)
存货(增加)	-	(301)	(672)	(1,417)	(1,860)
预付款项、按金及其他应收款项	(2,630)	(2,255)	833	(416)	208
应付账款	828	1,689	2,262	3,763	3,058
其他调节项目	2,951	5,461	5,286	6,373	6,744
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>15,194</b>	<b>21,654</b>	<b>28,209</b>	<b>35,687</b>	<b>48,240</b>
已付所得税	(1,836)	(2,225)	(2,730)	(3,920)	(5,841)
<b>经营活动所得现金流量净额</b>	<b>13,358</b>	<b>19,429</b>	<b>25,479</b>	<b>31,767</b>	<b>42,399</b>
<b>投资活动现金流量</b>					
进行业务合并生的付款 (扣除取得现金)	(1,444)	(435)	(940)	(687)	(813)
购买固定资、在建工程和投资物业	(4,060)	(3,657)	(3,858)	(3,758)	(3,808)
于联营公司权益的付款	(3,529)	(3,668)	(3,598)	(3,633)	(3,616)
购买无形资产的付款 / 预付款项	(788)	(869)	(829)	(849)	(839)
初步为期超过 3 个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
其他调节项目	(11,958)	(27,239)	(19,598)	(23,419)	(21,509)
<b>投资活动耗用现金流量净额</b>	<b>(15,355)</b>	<b>(16,270)</b>	<b>(15,812)</b>	<b>(16,041)</b>	<b>(15,927)</b>
<b>融资活动现金流量</b>					
短期银行借款所得款项	6,683	983	3,833	2,408	3,120
长期借款所得款项	0	2,215	1,108	1,661	1,385
发行长期票据所得款项净额	3,761	3,768	3,764	3,766	3,765
发行普通股所得款项	160	238	199	219	209
向本公司股东支付股息	(838)	(1,108)	(973)	(1,040)	(1,007)
其他调节项目	(5,392)	(8,483)	(6,937)	(7,710)	(7,324)
<b>融资活动 (耗用) / 所得现金流量净额</b>	<b>4,373</b>	<b>(2,386)</b>	<b>994</b>	<b>(696)</b>	<b>149</b>
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>2,376</b>	<b>773</b>	<b>10,660</b>	<b>15,029</b>	<b>26,621</b>
年初的现金及现金等价物	10,408	12,612	13,383	23,957	38,941
现金及现金等价物的汇兑亏损	(172)	(2)	(87)	(45)	(66)
<b>年末的现金及现金等价物</b>	<b>12,612</b>	<b>13,383</b>	<b>23,957</b>	<b>38,941</b>	<b>65,496</b>

来源: 公司, 农银国际证券预测

部分财务指标(2011A-2015E)

截止12月31日财年	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率, %	58.52	55.00	55.00	55.00	55.00
经营利润率, %	43.00	35.27	28.89	26.25	27.04
净利率, %	35.81	29.01	24.24	22.01	22.73
净资产回报率 ROE, %	40.63	36.50	32.91	35.32	38.25
总资产回报率 ROA, %	17.96	16.92	17.24	19.15	22.11
总负债/总资产, %	48.79	43.99	39.78	36.82	32.32

来源: 公司, 农银国际证券预测



## 权益披露

分析员，陈宜飏，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报
持有	市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 < 市场回报
卖出	股票投资回报 < 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2009-2013 年市场平均回报率

### 股价风险的定义

评级	定义
很高	2.6 $\leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率
高	1.5 $\leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	1.0 $\leq$ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

### 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2014 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183