



2014年1月29日

公司研報

評級：買入

目標價：HK\$ 610

股價(港元) 503
 預期股票回報 21.27%
 預期股息收益率 0.44%
 預期總回報 21.71%

前期報告評級 買入; 479
 前次報告日期 2013年10月15日

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

主要資料

52 周高/低 (港元)	536/237
發行股數 (百萬)	1,862
市值 (百萬港元)	936,586
3 個月日均成交額(百萬港元)	1916
大股東及持股(%):	
Naspers Limited	34.02
馬化騰	10.2

來源：公司、彭博、農銀國際證券

1H13 Revenue breakdown (%)

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：公司、農銀國際證券

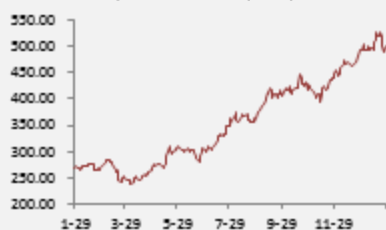
股價表現(%)

	絕對回報	相對回報*
1 個月	4.10	9.62
3 個月	20.22	24.10
6 個月	43.88	43.37

*相對恒生指數

來源：彭博、農銀國際證券

1-Year stock performance (HK\$)



來源：彭博、農銀國際證券

騰訊控股 (0700 HK)

騰訊微信變現加速，電商業務發展提速

- 自去年以來，騰訊在其微信平臺上增加了數項收費功能及服務，並在美國採取激進的行銷手段搶佔 MI 市場，未來騰訊還會推出多款收費手遊，所有這些都將強化其變現能力；
- 與順豐速運的戰略合作及其在華南城的投資，將奠定其電子商務市場的有利地位；
- 報告日前的股價對應我們預測 2014 年 PEG 約 0.7 倍，我們認為仍然吸引；維持買入評級並調升目標價至 610 元，對應約 0.9 倍今年預測 PEG

微信變現能力增強，市場擴大。公司在去年推出新版微信後，不斷推出新的收費服務及相關產品。據我們向有關企業瞭解，手游開發商更願意在騰訊的平臺上推廣手遊，這將有助於對變現能力的提升。此外，騰訊在美國市場的戰略性推廣非常進取，近期，每個穀歌帳號用戶邀請 5 名其他使用者加入微信，都會獲 25 美元餐券。這些措施將快速提升微信在美市場的滲透率和品牌知名度，從而進一步鞏固微信的變現基礎。

電商業務將受惠于戰略合作夥伴。去年 11 月，騰訊旗下的電子商務公司易迅宣佈與中國發展勢頭最快的速遞公司順豐速運合作，令騰訊電商獲得較有利的配送保證。作為中國最佳的速遞公司之一，順豐擁有自己的貨運飛機團隊，可以把易迅的貨物送至全中國 300 多個城市，覆蓋區域占中國 GDP 總量的 90% 以上（此前易迅僅能配送至 15 個省份的 100 多個城市）。順豐有 80-90% 的貨品可以在次日送抵，而在 1000 公里之外的較遠地區，也大部分可以在 3 天內送抵。值得一提的是，易迅本身也在申請物流牌照，此舉將會對騰訊的電子商務產生協同效應。

此外，騰訊今年 1 月戰略性地投資入股華南城（1668 HK）。後者在中國擁有大型倉儲物流基地及貿易基地。我們認為有關舉措將會令騰訊在電商業務方面實現迅速佈局，為未來的電子商務業務快速發展提供堅實的基礎。

維持“買入”評級，目標價 610 港元。鑒於公司出現新的發展，我們相應重估了騰訊 2014 年的收益情況。另外，在綜合考慮了騰訊的高淨資產收益率及處於高增長的電子商務前景後，我們認為公司目前股價所對應的市場估值（對應我們 FY14E 預測 PEG 值約為 0.7）較為吸引。維持買入評級，並提升目標價至 610 港元，新目標價對應我們 FY14 預測 PEG 值為 0.9。

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；6) 行業過熱導致股價波動。

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	64,742	102,376	147,730
收入同比變化 (%)	45.05	54.03	47.50	58.13	44.30
淨利潤 (百萬人民幣)	10,203	12,732	15,691	22,534	33,574
淨利潤同比變化 (%)	26.69	24.78	23.24	43.61	49.00
每股盈利 (人民幣元)	5.49	6.83	8.40	11.98	17.77
每股盈利同比變化 (%)	26.85	24.46	22.88	42.72	48.32
每股淨資產 (人民幣元)	15.32	22.16	28.92	39.11	54.00
每股淨資產同比變化 (%)	29.22	44.72	30.50	35.23	38.06
每股派息(人民幣元)	0.75	1.00	1.19	1.72	2.54
市盈率 P/E (倍)	-	57.06	46.44	32.54	21.94
市淨率 P/B (倍)	-	17.59	13.48	9.97	7.22
股息收益率 (%)	-	0.26	0.30	0.44	0.65
平均淨資產收益率 (%)	40.63	36.50	32.91	35.32	38.25
平均總資產收益率 (%)	17.96	16.92	17.24	19.15	22.11

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	0	0	0
網路廣告	1,992	3,382	5,919	10,358	17,609
電子商務交易	0	4,428	8,856	17,711	30,109
其他收入	190	365	713	1,354	2,437
收入	28,496	43,894	64,742	102,376	147,730
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
銷售推廣及行政費用	(7,204)	(10,759)	(17,480)	(30,109)	(41,907)
其它業務收益	(735)	(123)	(409)	(423)	(318)
除所得稅前收益	12,099	15,051	18,537	26,620	39,663
所得稅	(1,874)	(2,266)	(2,781)	(3,993)	(5,949)
淨利潤	10,225	12,785	15,756	22,627	33,714
非控制性權益	22	53	65	94	140
公司股東應占利潤	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,攤薄值	5.49	6.83	8.40	11.98	17.77
每股股息	0.75	1.00	1.19	1.72	2.54

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	1,240	2,657	4,516
應收票據及應收賬款	2,021	2,354	3,237	6,143	10,341
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	23,957	38,941	65,496
其他流動資產	18,659	16,326	17,492	16,909	17,201
流動資產	35,503	36,509	48,971	68,111	100,807
總資產	56,804	75,256	90,991	117,666	151,849
應付票據及應付帳款	2,244	4,212	6,474	10,238	13,296
其它應付款及預提費用	5,014	6,301	9,711	13,309	17,728
借款	7,999	1,077	3,648	2,554	3,474
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	27,344	34,404	42,404
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	36,200	43,322	49,078
總權益	29,088	42,148	54,790	74,344	102,771
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	54,053	73,549	102,005
每股淨資產	15.32	22.16	28.92	39.11	54.00

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	15,756	22,627	33,714
調整專案：					
所得稅開支	1,874	2,266	2,781	3,993	5,949
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	1,500	2,241	3,328
營運資金變動：					
應收賬款 (增加)	(251)	(267)	(883)	(2,905)	(4,199)
存貨(增加)	-	(301)	(672)	(1,417)	(1,860)
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	2,262	3,763	3,058
其他調節項目	2,951	5,461	5,286	6,373	6,744
經營活動所得現金淨額	15,194	21,654	28,209	35,687	48,240
已付所得稅	(1,836)	(2,225)	(2,730)	(3,920)	(5,841)
經營活動所得現金流量淨額	13,358	19,429	25,479	31,767	42,399
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	10,660	15,029	26,621
年初的現金及現金等價物	10,408	12,612	13,383	23,957	38,941
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	23,957	38,941	65,496

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	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	28.89	26.25	27.04
淨利率, %	35.81	29.01	24.24	22.01	22.73
淨資本回報率 ROE, %	40.63	36.50	32.91	35.32	38.25
總資產回報率 ROA, %	17.96	16.92	17.24	19.15	22.11
總負債/總資產, %	48.79	43.99	39.78	36.82	32.32

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 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