



2015年3月19日

公司研報

評級：買入

目標價：161 港元

股價(港元) 135.9
 預期股票回報 18.35%
 預期股息收益率 0.26%
 預期總回報 18.62%

前期報告評級及目標價 買入; 153 港元
 前次報告日期 2014年11月13日

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

主要數據

52 周高/低 (港元)	143.3/97
發行股數 (百萬)	9,373
市值 (百萬港元)	1,273,791
3 個月日均成交額(百萬港元)	2,539
大股東及持股(%):	
Naspers Limited	33.62
馬化騰	9.86

來源：公司、彭博、農銀國際證券

FY14 全年收入分佈 (%)

增值 業務 VAS	80.21
線上廣告	10.53
電子商務	6.02
其他業務	3.24
合計	100.00

來源：公司、彭博、農銀國際證券

股價表現(%)

	絕對回報	相對回報*
1 個月	3.90	5.75
3 個月	17.46	12.23
6 個月	8.55	8.47

*相對恒生指數

來源：公司、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 (700 HK)

業績超預期，有望迎來多重變現利好，重申“買入”

- 騰訊手遊和線上廣告在第四季度強勁發力，收入環比分別勁增 46%和 6%，推動當季收入環比上升 6%，令全年收入同比上升 31%至 789.32 億，淨利潤同比增長 54%至 238.1 億（人民幣，下同）
- 管理層希望(主要來自朋友圈及公眾帳號)的微信廣告收入以不損害用戶體驗為前提實現穩步增長；預計有關業務在上半年僅平穩發展，但下半年有機會表現強勁
- 微眾銀行預期在 4 月正式投入運營；管理層希望以不受傳統銀行重視的個人消費及小微企業為服務重點，預計以輕資產模式為主，避免較複雜的業務模式
- 移動廣告，微眾銀行業務及手遊 ARPU 值的上升均構成中短線利好因素
- 重申“買入”評級，調升目標價至 161 港元；對應 0.85x FY15E 的 PEG 值

業績強於預期。騰訊 2014 年全年收入 789.32 億元，同比增 31%；期內淨利潤為 238.1 億，同比勁增 54%。來自智慧終端機的遊戲(含手機 QQ 和微信)在 4Q14 顯著反彈，當季收入達到 38 億，環比增長 46%，同比增長 533%。值得關注的是，當季付費用戶註冊數環比下跌了 5.6%。管理層預期有關資料會基本保持穩定，未來手遊的 ARPU 值增長動力將主要來自中重度遊戲玩家。在 2014 年第 4 季度，手機 QQ 和微信遊戲的 ARPU 值範圍從第 3 季度的 100-110 元勁增至 155-165 元。

移動廣告在 2015 財年迅速增長。騰訊已經開始在微信的朋友圈和公眾號上銷售廣告。為確保高品質的用戶體驗，公司僅推廣最大的 10 家客戶廣告。管理層表示中期目標以強化生態系統建設為主，不急於變現。因此我們預期朋友圈和公眾號會在下半年開始吸引更多廣告主。管理層計畫結合其參股公司京東商城、大眾點評、58 同城等，共同營建一個全生態系統，通過該系統驅動更多的(移動)廣告需求。此外，我們預計騰訊去年與 HBO 及美國 NBA 等內容供應商的合作，將有力地擴大其在視頻廣告市場的份額。

預計 O2O 業務和互聯網金融將穩健增長。除手遊和廣告外，騰訊的 O2O 業務和互聯網金融的迅速增長，令我們相信其 2015 年的變現能力會大大增強。管理層希望騰訊的網上銀行微眾銀行(WeBank)最早可以在四月開始運營。在互聯網金融平臺的支援之下，騰訊可以將現有的大量 O2O 服務，包括網上出行預訂，貨幣市場基金銷售，理財產品服務，小額支付服務(如微信紅包)，以及其他社會生活服務(諸如訂餐訂貨訂計程車、電商、線上教育等)融合在一起，形成閉環的虛擬生態系統。考慮到(類似產品如)Visa 和 MasterCard 近兩年的強勁增長(淨資產收益率 ROE 在近幾年高達 2 位數增長)，我們對騰訊的 O2O 和互聯網金融業務的前景持樂觀態度。

業績表現及估值

財年截止於12月31日	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
收入(百萬人民幣)	40,171	60,437	78,932	117,560	181,770
收入同比變化 (%)	40.97	50.45	30.60	48.94	54.62
淨利潤(百萬人民幣)	12,732	15,502	23,810	34,374	49,991
淨利潤同比變化 (%)	24.78	21.76	53.59	44.37	45.43
每股盈利(人民幣元)	1.37	1.66	2.55	3.61	5.18
每股盈利同比變化 (%)	24.46	21.47	53.31	42.00	43.32
每股淨資產(人民幣元)	4.43	6.20	8.55	11.73	16.33
每股淨資產同比變化(%)	44.72	39.94	37.85	37.16	39.21
每股派息(港元)	0.20	0.24	0.36	0.52	0.75
市盈率 P/E (倍)	-	-	42.84	30.17	21.05
市淨率 P/B (倍)	-	-	12.75	9.30	6.68
股息收益率 (%)	-	-	0.26	0.39	0.55
平均淨資產收益率(%)	36.50	31.24	34.52	35.89	37.15
平均總資產收益率(%)	16.92	14.46	13.91	18.52	20.29

來源：彭博，農銀國際證券預測

維持“買入”評級 目標價向上調整為 161 港元。我們向上調整了騰訊公司 FY15E 的每股預測收益，從 3.48 元調升至人民幣 3.61（增長 3.7%），以反映對於微信和微眾銀行的比原先更為樂觀的變現預期。這兩大業務極有可能成為公司 2015 財年的兩大催化劑因素。我們看好公司在移動互聯網平臺的良好前景，以及其移動廣告和社交服務業務方面的強大增大潛力。我們最新目標價向上調整至 161 港元（前目標價為 153 港元），對應 0.85 倍的 2015 年預測 PEG。

風險因素（以下因素可能對我們的判斷構成風險）： 1) 關於互聯網金融和媒體審查制度監管風險；2) 微信變現過程受阻或增長未如預期，微眾銀行的收益出現較大波動，或大大超過我們預期；3) 手遊板塊收入增長過度放緩；4) PC 遊戲業務下滑；5) 互聯網板塊股價波幅擴大；6) 公司增加並購活動後面臨的整合風險。



合併損溢表 (2012A-2016E)

截止12月31日財年 (百萬人民幣)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
互聯網增值服務	31,995	44,985	63,310	94,494	144,499
移動及電信增值服務	3,723				
網路廣告	3,382	5,034	8,308	14,124	24,010
電子商務交易	4,428	9,796	4,753	5,228	7,320
其他收入	365	622	2,561	3,713	5,942
收入	40,171	60,437	78,932	117,560	181,770
收入成本	(18,207)	(27,778)	(30,873)	(49,375)	(76,343)
毛利	25,686	32,659	48,059	68,185	105,426
銷售推廣及行政費用	(10,759)	(15,683)	(21,952)	(29,390)	(48,750)
其它業務收益	123	2,305	2,906	1,778	2,330
除所得稅前收益	15,051	19,281	29,013	40,573	59,006
所得稅	(2,266)	(3,718)	(5,125)	(6,086)	(8,851)
淨利潤	12,785	15,563	23,888	34,487	50,155
非控制性權益	53	61	78	113	164
公司股東應占利潤	12,732	15,502	23,810	34,374	49,991
每股收益,基本	1.39	1.69	2.58	3.67	5.26
每股收益,攤薄值	1.37	1.66	2.55	3.61	5.18
每股股息 (港元)	0.20	0.24	0.36	0.52	0.75

* 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 (2012A-2016E)

12月31日 (百萬人民幣)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
固定資產	7,403	8,693	7,918	8,306	8,112
無形資產	4,719	4,103	9,304	10,421	9,863
于聯營公司的權益	7,310	1,119	2,941	2,030	2,486
其他非流動資產項目合計	19,315	39,634	75,682	65,100	71,645
非流動資產合計	38,747	53,549	95,845	85,857	92,105
存貨	568	1,384	244	784	1,025
應收票據及應收賬款	2,354	2,955	4,588	8,229	10,906
預付款項、按金及其他資產	3,878	5,365	7,804	6,585	7,194
現金及現金等價物	13,383	20,228	42,713	62,242	114,199
其他流動資產	16,326	23,754	19,972	21,863	20,918
流動資產	36,509	53,686	75,321	99,703	154,241
總資產	75,256	107,235	171,166	185,560	246,346
應付票據及應付帳款	4,212	6,680	8,683	10,580	16,359
其它應付款及預提費用	6,301	10,246	19,123	14,107	19,995
借款	1,077	2,589	3,215	3,275	3,864
流動所得稅負債	420	1,318	461	890	675
遞延收入	8,115	11,841	16,153	13,997	15,075
其他短期流動負債	540	593	2,400	2,047	1,747
流動負債總額	20,665	33,267	50,035	44,895	57,715
借款	2,106	3,323	5,507	3,176	3,320
長期應付票據	7,517	9,141	25,028	17,085	22,067
遞延所得稅負債	1,312	1,441	2,942	1,753	2,348
長期應付款項	1,509	1,600	2,052	1,826	1,939
非流動負債合計	12,443	15,505	39,007	23,840	29,674
負債合計	33,108	48,772	89,042	68,735	87,389
總權益	42,148	58,463	82,124	116,825	158,958
非控制性權益	851	518	2,111	5,261	1,354
歸屬於公司股東之股東權益	41,298	57,945	80,013	111,564	157,604
每股淨資產	4.43	6.20	8.55	11.73	16.33

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(2012A-2016E)

截止12月31日財年 (百萬人民幣)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
年度盈利	12,785	15,563	23,888	34,487	50,155
調整:					
所得稅開支	2,266	3,718	5,125	6,086	8,851
股息收入	(407)	(509)	(458)	(484)	(471)
固定資及投資物業折舊	1,880	2,484	2,182	2,333	2,258
無形資攤銷	733	1,106	919	1,013	966
利息收入	(836)	(1,314)	(1,676)	(1,275)	(1,422)
按股權結算的股份酬金開支	905	1,168	2,055	3,268	4,893
營運資金變動:					
應收賬款 (增加)	(267)	(606)	(1,633)	(3,641)	(2,677)
存貨(增加)	(301)	(815)	1,140	(540)	(241)
預付款項、按金及其他應收款項	(2,255)	(940)	(2,439)	1,220	(610)
應付帳款	1,689	2,036	2,003	1,897	5,779
其他調節項目	5,461	5,601	11,480	(2,950)	8,222
經營活動所得現金淨額	21,654	27,492	42,586	41,413	75,703
已付所得稅	(2,225)	(3,118)	(4,298)	(5,104)	(7,423)
經營活動所得現金流量淨額	19,429	24,374	32,711	36,309	68,280
投資活動現金流量					
進行業務合併生的付款 (扣除取得現金)	(435)	4	(215)	(106)	(161)
購買固定資、在建工程和投資物業	(3,657)	(4,788)	(2,956)	(3,872)	(3,414)
于聯營公司權益的付款	(3,668)	(4,456)	(4,062)	(4,259)	(4,161)
購買無形資的付款 / 預付款項	(869)	(1,200)	(1,035)	(1,117)	(1,076)
初步為期超過 3 個月的定期存款到期的收款	18,532	15,950	17,241	16,595	16,918
已收利息	626	536	581	558	570
已收股息	440	551	495	523	509
其他調節項目	(27,239)	(25,731)	(38,438)	(26,223)	(26,387)
投資活動耗用現金流量淨額	(16,270)	(19,134)	(28,388)	(17,900)	(17,200)
融資活動現金流量					
短期銀行借款所得款項	983	2,320	1,651	1,986	1,819
長期借款所得款項	2,215	2,846	4,555	3,701	4,128
發行長期票據所得款項淨額	3,768	1,847	2,807	2,327	2,567
發行普通股所得款項	238	308	273	291	282
向本公司股東支付股息	(1,108)	(1,468)	(1,288)	(1,378)	(1,333)
其他調節項目	(8,483)	(4,145)	10,351	(5,661)	(6,420)
融資活動 (耗用) / 所得現金流量淨額	(2,386)	1,708	18,350	1,265	1,043
現金及現金等價物增加淨額	773	6,948	22,673	19,674	52,123
年初的現金及現金等價物	12,612	13,383	20,228	42,713	62,242
現金及現金等價物的匯兌虧損	(2)	(103)	(188)	(146)	(167)
年末的現金及現金等價物	13,383	20,228	42,713	62,242	114,199

來源: 公司, 農銀國際證券預測

部分財務指標(2012A-2016E)

截止12月31日財年	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
毛利率, %	54.04	60.89	58.00	58.00	58.00
經營利潤率, %	38.53	31.76	38.69	35.04	32.84
淨利率, %	31.69	25.65	30.17	29.24	27.50
淨資本回報率 ROE, %	36.50	31.24	34.52	35.89	37.15
總資產回報率 ROA, %	16.92	14.46	13.91	18.52	20.29
總負債/總資產, %	43.99	45.48	52.02	37.04	35.47

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 2010-2014 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。文中分析建立於大量的假設基礎上，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 2015 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