



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

分析师: 陈宜璠  
 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

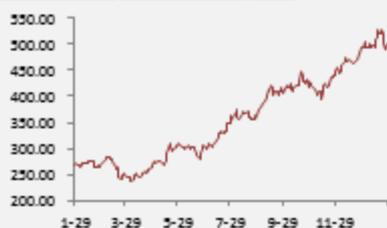
股价表现(%)

	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数项收费功能及服务, 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)
<b>净利润</b>	<b>10,225</b>	<b>12,785</b>	<b>15,756</b>	<b>22,627</b>	<b>33,714</b>
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