



2014年11月13日

公司研報

評級：買入

目標價：153 港元

| | |
|---------|--------|
| 股價(港元) | 129.2 |
| 預期股票回報 | 18.43% |
| 預期股息收益率 | 0.27% |
| 預期總回報 | 18.7% |

前期報告評級及目標價 買入：153*
 前次報告日期 2014年8月15日

分析員：陳宜熾
 電話：(852) 2147 8819
 電郵：markychen@abc.i.com.hk

* 目標價按分拆後預計股份數計算，股份分拆生效日為2014年5月15日

Key Data

| | |
|------------------|-----------|
| 52 周高/低 (港元) | 134/77.39 |
| 發行股數 (百萬) | 9,367 |
| 市值 (百萬港元) | 1,209,700 |
| 3 個月日均成交額 (百萬港元) | 2,171 |
| 大股東及持股 (%) : | |
| Naspers Limited | 34.02 |
| 馬化騰 | 10.25 |
| 來源：公司、彭博、農銀國際證券 | |

FY14 上半年收入構成 (%)

| | |
|-----------------|-------|
| 增值業務 VAS | 78.98 |
| 線上廣告 | 8.50 |
| 電子商務 | 10.09 |
| 其他業務 | 2.44 |
| 合計 | 100.0 |
| 來源：公司、彭博、農銀國際證券 | |

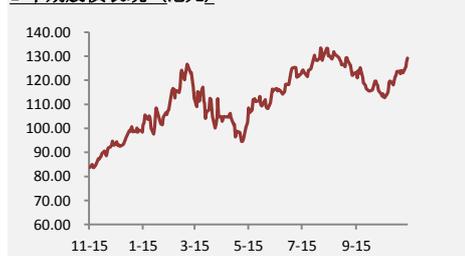
股價表現 (%)

| | | |
|------|--------|-------|
| | 絕對回報 | 相對回報* |
| 1 個月 | 13.93 | 10.07 |
| 3 個月 | (0.84) | 3.23 |
| 6 個月 | 21.31 | 15.92 |

* 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 (0700 HK)

業務仍穩健，近期將迎多重利好，維持“買入”

- 第 3 季收入平緩 (環比僅增 0.31%)，淨利潤按季微跌 3%，顯示移動網路業務的貨幣化可能需時比預期更長。儘管如此，3Q14 的經營資料顯示，客戶群正順利從 PC 端轉至移動端，我們認為此間盈利波動屬於正常
- 管理層預計微信業務變現需逐步進行，與市場的強勁增長預期明顯有出入；管理層預計移動廣告業務將增長迅速；公司互聯網金融業務進展順利
- 近期的利好催化因素包括：增值業務持續高增長，網路銀行新業務有望短期內試水，以及滬港通的實施令騰訊可受惠
- 維持“買入”評級及目標價 153 港元不變；目標價對應 0.77x FY15E 的 PEG 值。

第三季業績弱於市場預期。 收入 198.08 億元 (人民幣，下同) 同比增 28%，環比僅持平 (+0.31%)；季內淨利潤為 56.57 億，同比增 46%，但環比受移動遊戲收入影響下降 3%。管理層將移動 QQ 和微信移動遊戲收入下跌歸因於因需要在遊戲內推出訪客登錄選項而導致的升級受阻。在分析師會上，管理層稱該問題已解決，不會影響 4Q14 經營。

增值業務增速仍勁，PC 端向移動端轉移有序進行。 QQ 通訊的 MAU 按季微跌 1%，連續第 2 個季度下滑；QQ 空間的 MAU 按季下跌 1%；但是微信用戶按季勁升 7%。這顯示客戶從 PC 端向智慧手機轉移處於有序狀態。高級休閒遊戲 (ACG) 和 MMOG 的人均月付費 (ARPU) 區間繼續上移，且 ACG 的同時線上數 (ACU) 按季增 8%，都預示著增值業務仍有望保持健康增長。考慮到微信的 MAU 增長未如預期，我們略調整了騰訊付費用戶的比率。為促進變現，騰訊還需要較長時間教育使用者如何用手机付費及線上購買其收費產品/服務。儘管如此，我們對其增值業務的潛力不存懷疑。

2H14 及 FY15E 全年移動廣告業務將增長迅速。 騰訊線上廣告收入在第 3 季度環比季增 18%。管理層稱該業務仍然處於早期階段，我們預計隨著騰訊移動生態系統的完善，廣告業務將有巨大的增長空間，並且將逐步進入高增長區。

社區生活服務及互聯網金融業務擁有堅實的發展基礎。 隨著騰訊在多項社會生活服務領域 (包括訂餐、預約計程車、移動電商、網上教育、各式網上訂票等) 的開拓，它在這方面的市場份額將很快獲得提升，而其協力廠商移動支付市場的份額也有望進一步擴大 (騰訊在微信和移動 QQ 中均內置了移動支付應用程式)。管理層稱其網上銀行業務進展平穩。我們預計此項新業務有望在未來 3 個月開始部署。本集團今年初曾表示有意從事網上信用卡業務，隨著其獲頒網上銀行牌照，以及與多項社會生活服務應用程式的良好對接，再考慮到美國 Visa 和 Master 信用卡公司近年高達兩位數的淨資產回報率，我們對騰訊在這方面的業務潛力持樂觀態度。

業績表現及估值

| 財年截止於12月31日 | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 收入(百萬人民幣) | 28,496 | 43,894 | 60,437 | 80,487 | 111,418 |
| 收入同比變化 (%) | 45.05 | 54.03 | 37.69 | 33.18 | 38.43 |
| 淨利潤 (百萬人民幣) | 10,203 | 12,732 | 15,502 | 22,472 | 32,623 |
| 淨利潤同比變化 (%) | 26.69 | 24.78 | 21.76 | 44.96 | 45.17 |
| 每股盈利 (人民幣元) | 1.10 | 1.37 | 1.66 | 2.40 | 3.48 |
| 每股盈利同比變化 (%) | 26.85 | 24.46 | 21.44 | 44.62 | 44.85 |
| 每股淨資產 (人民幣元) | 3.06 | 4.43 | 6.20 | 8.08 | 11.09 |
| 每股淨資產同比變化 (%) | 29.22 | 44.72 | 39.96 | 30.30 | 37.22 |
| 每股派息(港元) | 0.15 | 0.20 | 0.24 | 0.35 | 0.50 |
| 市盈率 P/E (倍) | - | - | 61.24 | 42.50 | 29.34 |
| 市淨率 P/B (倍) | - | - | 16.38 | 12.62 | 9.20 |
| 股息收益率 (%) | - | - | 0.18 | 0.27 | 0.39 |
| 平均淨資產收益率 (%) | 40.63 | 36.50 | 31.24 | 33.63 | 36.29 |
| 平均總資產收益率 (%) | 17.96 | 16.92 | 14.46 | 15.14 | 19.21 |

來源：彭博，農銀國際證券預測



受惠於滬港通措施安排。騰訊是列入港股通的首批港股，隨著滬港通下週一（2014年11月17日）正式啟動，騰訊將從中受惠。目前騰訊是中國最大的互聯網企業之一，特別是在即時通訊和網路遊戲市場更屬於行業領導者。由於該股不在中國內地上市，因此其股票有望吸引有興趣投資中國互聯網行業領先企業的投資人。此外，與其內地同行相比，騰訊報告前的估值約 29.34 倍 FY15 預測市盈率，較A股同業如掌趣科技(300315 CH:32.5 倍)和樂視網(300104 CH:54.3 倍)要低得多，比起萬得A股互聯網板塊未來12個月預測市盈率均值(134 倍)，其估值更具有顯著吸引力。

維持“買入”評級，目標價 153 港元不變。我們調低了騰訊的 FY14E 每股盈利，從 2.66 元降至 2.40 元 (-9.8%)，以反映其短期內低於市場預期的移動業務變現情況。但我們認為從中長期看，該公司在移動互聯網的優勢仍然非常明顯，並且在移動廣告方面擁有巨大的發展潛力，在移動社交服務領域也有很大的增長空間，這些都將支持其未來的高盈利增長趨勢。我們預測其 FY15E 每股盈利將實現同比增長 44.85%，達到 3.48 元。我們的目標價反映 0.77 倍的 FY15E 市盈增長率 (PEG)。我們當前的估值還未包括其即將推出的網上銀行業務的價值。

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) 微信市場行銷成本攀升及變現過程滯後；3) 國內互聯網企業過度競爭導致的全行業利潤率下跌；4) 手遊增長放緩並且無法彌補傳統端遊業務的下滑；5) 互聯網板塊股價波幅擴大；6) 公司並購活動後面臨的整合風險。



合併損溢表 (2011A-2015E)

| 截止12月31日財年 (百萬人民幣) | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 互聯網增值服務 | 23,043 | 31,995 | 44,985 | 65,996 | 92,356 |
| 移動及電信增值服務 | 3,271 | 3,723 | | | |
| 網路廣告 | 1,992 | 3,382 | 5,034 | 8,155 | 11,417 |
| 電子商務交易 | 0 | 4,428 | 9,796 | 4,408 | 4,849 |
| 其他收入 | 190 | 365 | 622 | 1,928 | 2,796 |
| 收入 | 28,496 | 43,894 | 60,437 | 80,487 | 111,418 |
| 收入成本 | (9,928) | (18,207) | (27,778) | -37,829 | -46,795 |
| 毛利 | 18,568 | 25,686 | 32,659 | 42,658 | 64,622 |
| 銷售推廣及行政費用 | (7,204) | (10,759) | (15,683) | -21,841 | -27,854 |
| 其它業務收益 | (735) | (123) | (2,305) | -2,886 | -1,771 |
| 除所得稅前收益 | 12,099 | 15,051 | 19,281 | 23,703 | 38,539 |
| 所得稅 | (1,874) | (2,266) | (3,718) | -3,556 | -5,781 |
| 淨利潤 | 10,225 | 12,785 | 15,563 | 22,566 | 32,758 |
| 非控制性權益 | 22 | 53 | 61 | 94 | 136 |
| 公司股東應占利潤 | 10,203 | 12,732 | 15,502 | 22,472 | 32,623 |
| 每股收益,基本 | 5.61 | 6.97 | 1.69 | 2.41 | 3.48 |
| 每股收益,攤薄值 | 5.49 | 6.83 | 1.66 | 2.40 | 3.48 |
| 每股股息 (港元) | 0.75 | 1.00 | 0.24 | 0.35 | 0.50 |

* 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 (2011A-2015E)

| 12月31日 (百萬人民幣) | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
|---------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 固定資產 | 5,885 | 7,403 | 8,693 | 7,900 | 10,690 |
| 無形資產 | 3,780 | 4,719 | 4,103 | 4,000 | 5,117 |
| 于聯營公司的權益 | 4,433 | 7,310 | 12,170 | 48,000 | 30,085 |
| 其他非流動資產項目合計 | 7,203 | 19,315 | 28,583 | 27,080 | 30,481 |
| 非流動資產合計 | 21,301 | 38,747 | 53,549 | 86,980 | 76,373 |
| 存貨 | 0 | 568 | 1,384 | 200 | 727 |
| 應收票據及應收賬款 | 2,021 | 2,354 | 2,955 | 4,829 | 7,799 |
| 預付款項、按金及其他資產 | 2,212 | 3,878 | 5,365 | 4,621 | 4,993 |
| 現金及現金等價物 | 12,612 | 13,383 | 20,228 | 34,896 | 59,599 |
| 其他流動資產 | 18,659 | 16,326 | 23,754 | 16,900 | 20,327 |
| 流動資產 | 35,503 | 36,509 | 53,686 | 61,447 | 93,445 |
| 總資產 | 56,804 | 75,256 | 107,235 | 148,427 | 169,819 |
| 應付票據及應付帳款 | 2,244 | 4,212 | 6,680 | 8,049 | 10,028 |
| 其它應付款及預提費用 | 5,014 | 6,301 | 10,246 | 10,463 | 13,370 |
| 借款 | 7,999 | 1,077 | 2,589 | 1,833 | 2,584 |
| 流動所得稅負債 | 709 | 420 | 1,318 | 869 | 1,093 |
| 遞延收入 | 5,016 | 8,115 | 11,841 | 2,700 | 7,271 |
| 其他短期流動負債 | 200 | 540 | 593 | 567 | 580 |
| 流動負債總額 | 21,183 | 20,665 | 33,267 | 24,481 | 34,925 |
| 借款 | 0 | 2,106 | 3,323 | 8,000 | 5,669 |
| 長期應付票據 | 3,733 | 7,517 | 9,141 | 25,573 | 17,357 |
| 遞延所得稅負債 | 940 | 1,312 | 1,441 | 12,000 | 5,376 |
| 長期應付款項 | 1,860 | 1,509 | 1,600 | 2,000 | 1,800 |
| 非流動負債合計 | 6,533 | 12,443 | 15,505 | 47,573 | 30,202 |
| 負債合計 | 27,716 | 33,108 | 48,772 | 72,053 | 65,127 |
| 總權益 | 29,088 | 42,148 | 58,463 | 76,373 | 104,692 |
| 非控制性權益 | 625 | 851 | 518 | 684 | 601 |
| 歸屬於公司股東之股東權益 | 28,464 | 41,298 | 57,945 | 75,689 | 104,090 |
| 每股淨資產 | 3.06 | 4.43 | 6.20 | 8.08 | 11.09 |

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 (2011A-2015E)

| 截止12月31日財年 (百萬人民幣) | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
|-----------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 年度盈利 | 10,225 | 12,785 | 15,563 | 22,566 | 32,758 |
| 調整專案: | | | | | |
| 所得稅開支 | 1,874 | 2,266 | 3,718 | 3,556 | 5,781 |
| 股息收入 | - | (407) | (509) | (458) | (484) |
| 固定資及投資物業折舊 | 1,208 | 1,880 | 2,484 | 2,182 | 2,333 |
| 無形資攤銷 | 726 | 733 | 1,106 | 919 | 1,013 |
| 利息收入 | (469) | (836) | (1,314) | (1,644) | (1,265) |
| 按股權結算的股份酬金開支 | 733 | 905 | 1,168 | 2,019 | 3,044 |
| 營運資金變動: | | | | | |
| 應收賬款 (增加) | (251) | (267) | (606) | (1,874) | (2,970) |
| 存貨(增加) | - | (301) | (815) | 1,184 | (527) |
| 預付款項、按金及其他應收款項 | (2,630) | (2,255) | (940) | 744 | (372) |
| 應付帳款 | 828 | 1,689 | 2,036 | 1,369 | 1,979 |
| 其他調節項目 | 2,951 | 5,461 | 5,601 | 2,820 | 4,973 |
| 經營活動所得現金淨額 | 15,194 | 21,654 | 27,492 | 33,381 | 46,263 |
| 已付所得稅 | (1,836) | (2,225) | (3,118) | (2,982) | (4,848) |
| 經營活動所得現金流量淨額 | 13,358 | 19,429 | 24,374 | 30,400 | 41,415 |
| 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) | 4 | (215) | (106) |
| 購買固定資、在建工程和投資物業 | (4,060) | (3,657) | (4,788) | (2,956) | (3,872) |
| 于聯營公司權益的付款 | (3,529) | (3,668) | (4,456) | (4,062) | (4,259) |
| 購買無形資的付款 / 預付款項 | (788) | (869) | (1,200) | (1,035) | (1,117) |
| 初步為期超過 3 個月的定期存款到期的收款 | 5,989 | 18,532 | 15,950 | 17,241 | 16,595 |
| 已收利息 | 415 | 626 | 536 | 581 | 558 |
| 已收股息 | 20 | 440 | 551 | 495 | 523 |
| 其他調節項目 | (11,958) | (27,239) | (25,731) | (26,550) | (26,223) |
| 投資活動耗用現金流量淨額 | (15,355) | (16,270) | (19,134) | (16,501) | (17,900) |
| 融資活動現金流量 | | | | | |
| 短期銀行借款所得款項 | 6,683 | 983 | 2,320 | 1,651 | 1,986 |
| 長期借款所得款項 | 0 | 2,215 | 2,846 | 4,555 | 3,701 |
| 發行長期票據所得款項淨額 | 3,761 | 3,768 | 1,847 | 2,807 | 2,327 |
| 發行普通股所得款項 | 160 | 238 | 308 | 273 | 291 |
| 向本公司股東支付股息 | (838) | (1,108) | (1,468) | (1,288) | (1,378) |
| 其他調節項目 | (5,392) | (8,483) | (4,145) | (7,178) | (5,661) |
| 融資活動 (耗用) / 所得現金流量淨額 | 4,373 | (2,386) | 1,708 | 822 | 1,265 |
| 現金及現金等價物增加淨額 | 2,376 | 773 | 6,948 | 14,720 | 24,780 |
| 年初的現金及現金等價物 | 10,408 | 12,612 | 13,383 | 20,228 | 34,896 |
| 現金及現金等價物的匯兌虧損 | (172) | (2) | (103) | (53) | (78) |
| 年末的現金及現金等價物 | 12,612 | 13,383 | 20,228 | 34,896 | 59,599 |

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 | 2013A | 2014E | 2015E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率, % | 58.52 | 54.04 | 54.04 | 58.00 | 58.00 |
| 經營利潤率, % | 43.00 | 35.27 | 31.76 | 31.01 | 35.07 |
| 淨利率, % | 35.81 | 29.01 | 25.65 | 27.92 | 29.28 |
| 淨資本回報率 ROE, % | 40.63 | 36.50 | 31.24 | 33.63 | 36.29 |
| 總資產回報率 ROA, % | 17.96 | 16.92 | 14.46 | 15.14 | 19.21 |
| 總負債/總資產, % | 48.79 | 43.99 | 45.48 | 48.54 | 38.35 |

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 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