



2014 年 1 月 29 日

行業評級：優於大市

分析員：陳宜瀾

電話：(852) 2147 8819

電郵：markchen@abci.com.hk

主要資料

2014E 預測 P/E (x) 37.53

2014E 預測 PEG (x) 1.50

來源：公司、彭博、農銀國際證券

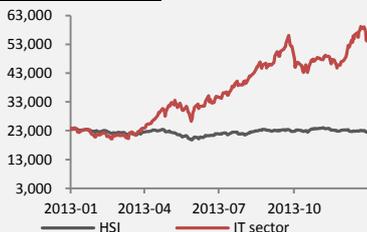
板塊表現(%)

	絕對回報	相對回報*
1 個月	23.40	28.66
3 個月	11.99	15.24
6 個月	60.49	60.22

\*相對恒生指數

來源：彭博、農銀國際證券

1 年期股價表現(HK\$)



來源：彭博、農銀國際證券

## 中國互聯網及媒體行業 2014 展望

### 移動網將成爲行業發展引擎

- ❖ 我們再次強調對於中國互聯網及媒體行業的“優於大市”評級。移動網(MI)業務的廣泛運用，令其變現能力不斷增強；尤其是在手遊、手機廣告及移動電子商務方面，變現能力的提升將會令企業盈利呈現爆發式增長。
- ❖ 中國的互聯網普及率方興未艾，未來五年或將迎來重要的高速增長期。
- ❖ 我們推薦騰訊控股(0700 HK)，並予以“買入”評級。我們看好該龍頭企業的行業地位及高度變現能力，其龐大及富有粘性的客戶群體已經成爲其業務的護城河，能有效防止外來競爭。

中國的互聯網普及率水準仍較低，約 45% 左右。預計未來幾年將進入快速增長期。此外，互聯網經濟占中國 GDP 的比重仍然很小，而移動互聯網(MI)經濟占互聯網經濟比重更小。我們預計，在未來 5 年，隨著更多移動網服務的推出，以及智慧手機價格的下跌，MI 用戶將急劇增長。

移動網業務在 2014 年有望爲企業產生可觀的盈利。隨著網路公司不斷推陳出新，使用者爲網路服務每月所願意付費的金額(ARPU)的上升，加上電子商務交易不斷從 PC 端向移動端延伸擴展，我們預計 MI 業務的變現模式將更爲成熟。

中國網路服務商還面臨如下積極發展誘因：

- “寬頻中國”計畫與“城鎮化”改革，將擴大農村地區的網路覆蓋率，促進網路經濟在中國農村的發展；
- 政府對 3G/4G/Wi-Fi 服務採取鼓勵態度，智慧手機價格逐步下跌以及手機應用軟體發展應用不斷增長，都有助於促進整個行業的縱深發展；
- 中國雄心勃勃的收入倍增計畫，有助於提升網路經濟的基礎消費能力；
- 網路金融服務的發展，以及政府對私營企業准入門檻的全面放寬，爲網路公司創造了商機。

“優於大市”的行業評級展望。我們預計，移動網的發展將會擴大中國線民基礎，擴大網路及服務覆蓋範圍，成爲推動整個網路板塊發展的引擎。此外，由於 MI 的便利性，智慧手機的普及率，以及 MI 應用(如社交平臺服務)的擴張，未來 MI 有可能產生比固網更大的網路需求——並最終化爲企業盈利。

推薦騰訊控股(0700 HK; 買入; 目標價: HK\$610)。公司是中國互聯網行業龍頭，擁有中國最大的線上社區，並在互聯網市場擁有領導地位。憑藉微信/QQ 的強大用戶基礎，騰訊正逐步成爲手機遊戲的分發中心，在 2014-15 年極有可能繼續成爲中國最大的手遊市場之一。此外，它在電子商務領域進行的積極舉措也極有可能在未來兩年產生可觀盈利。

行業風險因素: 1) 政府對互聯網/電商過度監管; 2) 移動網及電子商務的過度競爭令企業毛利率下跌; 3) 電腦網路遊戲的增長幅度意外放緩。

中國互聯網估值概覽(截止 2014 年 1 月 28 日)

公司	代碼	評級	股價(港元)	目標價(港元)	2014預測 市盈率(x)	2015預測 市盈率(x)	2014預測 PEG(x)	2015預測 PEG(x)	2014預測 股息回報率(%)	2015預測 股息回報率(%)
騰訊控股	0700 HK	買入	503.00	610	32.54	21.94	0.76	0.45	0.44	0.65
慧聰網	8292 HK	未評級	14.80	-	51.73	32.96	1.09	0.70	-	-
IGG 公司	8002 HK	未評級	8.43	-	90.48	20.49	-	-	-	-
金蝶國際	0268 HK	未評級	2.89	-	54.94	30.44	-	-	-	0.09
金山軟體	3888 HK	未評級	24.75	-	35.01	27.72	1.32	1.05	0.45	0.71

來源：彭博、農銀國際證券



## 目錄

<b>2014 行業展望：中國互聯網將進入全新發展時代</b>	<b>3</b>
股票選擇	3
一、中國互聯網：一個全新時代的到來	4
二、移動網未來五年有望呈現爆發式增長	6
（一）中國互聯網發展基數尚小，有巨大發展空間	6
（二）“寬頻中國”計畫成爲網路基礎設施的政策驅動因素	8
（三）中國“收入倍增”政策提升互聯網消費能力	9
（四）中國“城鎮化”政策將有利於互聯網消費模式的擴展	9
（五）中國的“三網融合”政策將拓展互聯網服務空間	10
三、移動互聯網的發展亮點與機遇	11
（一）2014 年移動互聯網會面臨哪些新的宏觀形勢與政策機遇？	11
（二）哪些互聯網業務將出現投資亮點？	11
四、行業評級及選股	16
五、中國互聯網股票對比	17
附錄 I：中國互聯網公司概覽	18
公司報告：騰訊控股 (0700 HK)	26
權益披露	29



## 2014 行業展望：中國互聯網將進入全新發展時代

- ❖ **移動網 (MI) 絡經濟發展將呈現高增長。**目前 MI 經濟占中國整體網路經濟及 GDP 的比重仍然非常低，而我們預計未來幾年 MI 經濟比重將會上升。
- ❖ **MI 服務的變現能力更趨成熟。**我們預計 MI 業務的變現能力將在 2014 年出現加速，其模式有望進一步趨於成熟。
- ❖ **相比發達經濟體，中國的網路覆蓋率低較低，這意味著巨大的增長空間。**我們預計 MI 市場在未來 5 年出現爆發式增長。
- ❖ **中國政府支持互聯網行業的發展：**
  - 政府推出的“寬頻中國”計畫和城鎮化政策將會提升農村網路覆蓋率；
  - 4G 牌照的發放，將為 MI 市場創造巨大商機；
  - 中國政府正不斷降低民企在傳統受監管行業（如金融、電信廣電服務領域等）的准入門檻，這也為網路公司的發展創造良機；
  - 中國鼓勵智慧手機製造業的內部競爭，將變相降低智慧手機使用成本，促進 MI 市場的發展；
  - 中國政府的收入倍增計畫有可能鼓勵更多線民使用付費的網路服務；
  - 中國的城鎮化發展戰略有助於推廣網路消費模式。

### 股票選擇

- ❖ **騰訊控股(700 HK; 買入; TP: HK\$610)。**公司是中國互聯網行業龍頭，擁有中國最大的線上社區，並在互聯網市場擁有領導地位。憑藉微信/QQ 的強大用戶基礎，騰訊正逐步成為手機遊戲的分發中心，在 2014-15 年極有可能繼續成為中國手游市場的領袖企業。此外，我們預計它在電子商務領域進行的積極舉措極有可能在未來兩年產生可觀盈利。

## 一、中國互聯網：一個全新時代的到來

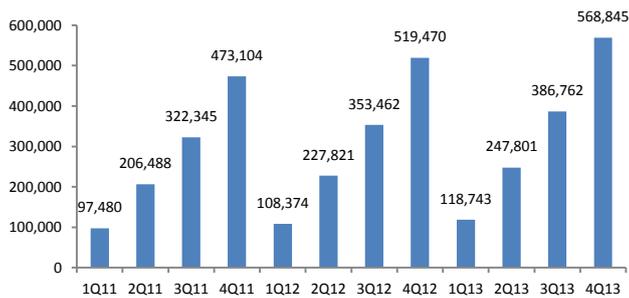
剛剛結束的 2013 年，中國 TMT 板塊中國的 TMT（科技、媒體及電信）行業表現有目共睹，特別是互聯網公司的估值，屢創新高。展望 2014 年，互聯網行業是否仍然具備高增長潛力，中國 TMT 行業整體發展的熱點何在，無疑將成為投資者關注的焦點。

我們認為，2014 年中國互聯網行業方興未艾，主要驅動力將來自移動互聯網的發展。原因如下：

### 1. 移動網經濟增長迅速，但占網路經濟的比重仍然較小

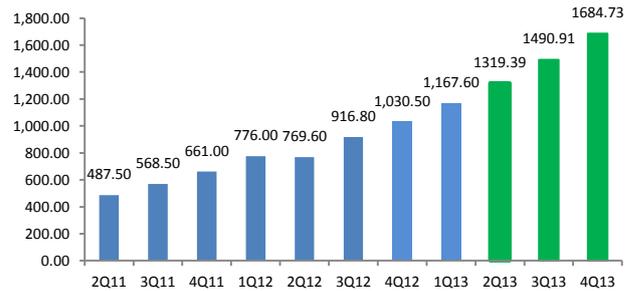
從 2009 年中國發出 3G 牌照開始，中國互聯網行業經歷了飛速發展的 4 年，從 2G 到 3G 的質變，極大地激發了消費者對於智慧終端機產品的需求，同時也初步形成中國移動互聯網的生態。根據 WIND 的資料，在 2012 年 3 月底，中國智慧手機的市場佔有率首次突破 50%，而當季的中國移動網路經濟總量也首次突破百億大關。儘管如此，移動網路經濟總量占整體網路經濟的總量仍然不大，截止 2012 年底，仍然只有 14.5%。

圖表：中國 GDP 情況（截止當季累計值，單位：億元人民幣）



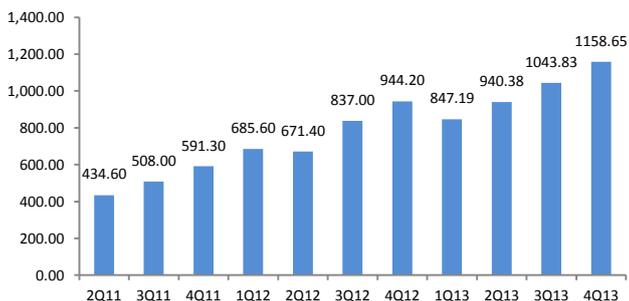
來源：WIND，農銀國際證券

圖表：中國網路經濟情況（當季值，單位：億元人民幣）



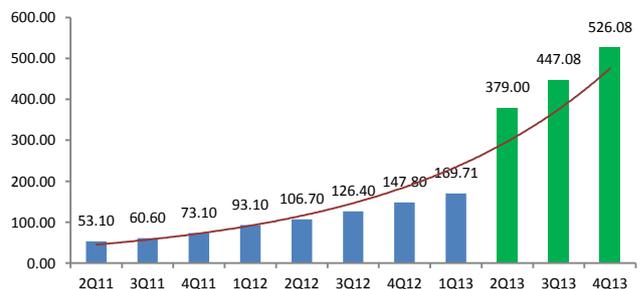
來源：WIND，農銀國際證券

圖表：中國桌面網路經濟（季度值，單位：億人民幣）



來源：WIND，農銀國際證券

圖表：中國移動網路經濟（季度值，單位：億人民幣）



\*农银国际证券预测

来源：WIND，农银国际证券

### 1. 移動網服務的變現模式在 2014 年將更清晰並日趨成熟

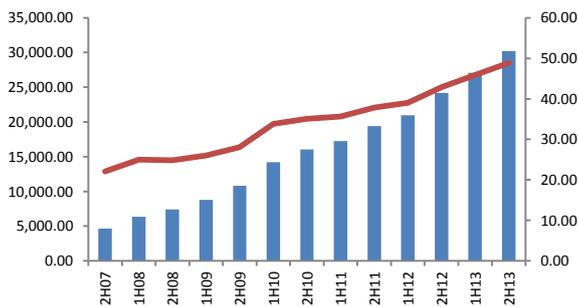
在 2013 年，隨著蘋果手機、平板電腦等終端產品的激增，移動互聯網的服務應用開始呈現爆發式發展。其中最為明顯的便是騰訊旗下的微信。截止 2013 年 8 月，微信的總體用戶數已經突破了 4 億大關。據騰訊官網披露的資料，2013 年第 3 季，微信的月活躍用戶數 (MAU) 已達至 2.72 億人，大約 1 年前 (2012 年第 1 季)，該數位僅僅為 0.59 億。

從歷史上來看，騰訊花了近 4 年時間，才實現了類似的 MAU 增長 (QQ 的 MAU 從 2003 年第 4 季的 8000 萬增至 2007 年第 2 季度的 2.73 億)。

微信 MAU 的增長從側面反映出中國移動互聯網的快速發展趨勢。然而，我們也要看到，即便是微信這樣成功的產品，其變現模式仍處於初步發展階段，整個 2013 年仍然處於平臺建設期。

隨著 2013 年手遊市場、APP 銷售增長及各類移動支付功能的開通，我們預計，在 2014 年中國移動網的產品與服務變現模式趨於成熟，這將促使整個行業的收入出現爆發性的增長。

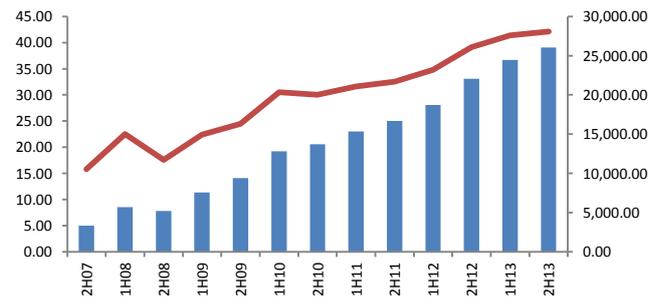
圖表：網路購物使用者規模(左，萬人)及網購使用率\*(右，%)



\*使用率為線上購物使用者占網路總使用者比

資料來源：WIND，農銀國際證券

圖表：網上付費用戶數(右，萬人)及其使用率\*(左，%)



\*使用率為網上付費使用者數占網路使用者總數比

資料來源：WIND，農銀國際證券

## 二、移動網未來五年有望呈現爆發式增長

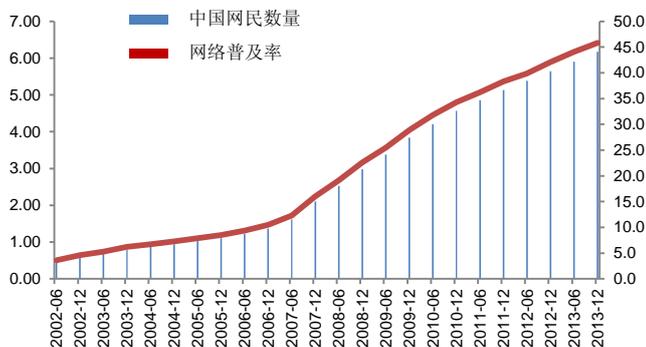
### (一) 中國互聯網發展基數尚小，有巨大發展空間

#### 1. 中國網路普及率仍偏低，增長可期

根據中國互聯網資訊中心（CNNIC）披露的資料，截至 2013 年 12 月，中國線民規模達到 6.18 億，網路普及率約為 45.8%。對比香港這樣的成熟市場，網路普及率高達 77.9%，這意味著中國的互聯網普及率仍然有極大的提升空間。

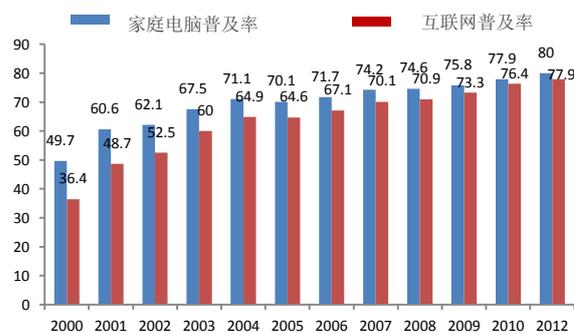
從港府披露的資料來看，香港網路普及率從 2001 年的 48.7% 至 2012 年的 77.9%，花了近 12 年時間，其中增長最為迅速的是 2001 年至 2004 年，平均每年增加超過 5 個百分點。考慮到中國的幅員廣闊，加上基礎設施的落後，我們認為中國或需要更多的時間，才能將互聯網的普及率提升至與香港類似的水準——這也意味著至少未來 5 年，中國的互聯網普及率仍然會處於上升通道。事實上，中國政府已經制訂了於 2020 年實現移動互聯網全面普及的目標，這也支援我們的預測。

圖表：中國線民數量（左，億人）及網路普及率（右，%）



資料來源：WIND，農銀國際證券

圖表：香港家庭電腦普及率與家庭上網普及率 (%)



資料來源：WIND，農銀國際證券

#### 2. 農村網路普及率尤其偏低

截止 2013 年底，中國的農村線民的普及率在 27.5% 左右，顯示互聯網在農村的普及率仍然有待提升。其中一個重要原因是中國農村傳統上主要靠電腦接入互聯網，而農村地廣人稀，有線寬頻入戶成本較高，給互聯網的普及帶來難題。

然而，正是由於固網的局限性，我們認為農村地區的移動網路需求將會迅速提升。我們考慮的其他因素如下：

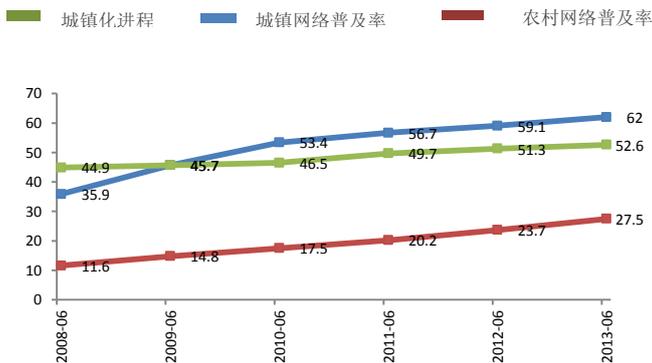
- i) 早期國家出臺的家電下鄉，農村資訊化建設等，為提升農村網路基礎設施打下了良好的基礎；
- ii) “寬頻中國”計畫的實施，將會進一步推動農村網路普及率的上升；
- iii) 智慧手機的普及，電信運營商拓展農村市場的策略（如中移動的“村通工程”和中國聯通的“資訊下鄉”）等，均會刺激農村手機線民數量的不斷增長。
- iv) 我們預計將有更多農村居民通過移動網成為線民。事實上，在 2013 年，農村線民增速達到 13.5%，明顯快於城鎮線民 8% 的增速，預期城鄉線民規模差距將繼續縮小。

### 3. 智慧手機市占率的提升，將會極大提升網路普及率

WIND 資料顯示，中國智慧手機的市占率高達 73.8%，但 CNNIC 披露的互聯網普及率僅 45.5%。這意味著，未來極有可能會有大量的（尚未成為線民的）智慧手機用戶，在幾年內會加入移動網路，成為移動網的用戶。

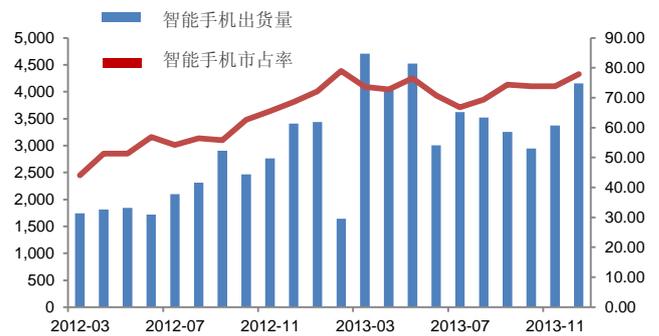
事實上，移動線民正成為中國新增線民的重要來源，特別在即時通訊、電商及手遊領域尤其如此。截止去年中，中國新增線民中，用手機上網的比例高達 70.0%。我們相信，2014 年這一進程將延續發展，令移動網路的滲透率進一步提升。

圖表：中國城鄉居民網路普及率及城鎮化進程（%）



資料來源：CNNIC, 農銀國際證券

圖表：智慧手機出貨量(單位：萬台) 及市占率\* (%)



\* 市占率指的是智慧手機出貨量占整個手機出貨量比重

資料來源：WIND, 農銀國際證券



## (二) “寬頻中國”計畫成爲網路基礎設施的政策驅動因素

中國政府於 2013 年 8 月推出“寬頻中國”計畫，提出主要的發展目標（如下），我們認爲，這些目標的實現，將會大大促進中國互聯網經濟的發展，創造良好的網路經濟生態，對互聯網企業將創造新的商機。

圖表：寬頻中國計畫各階段目標概覽

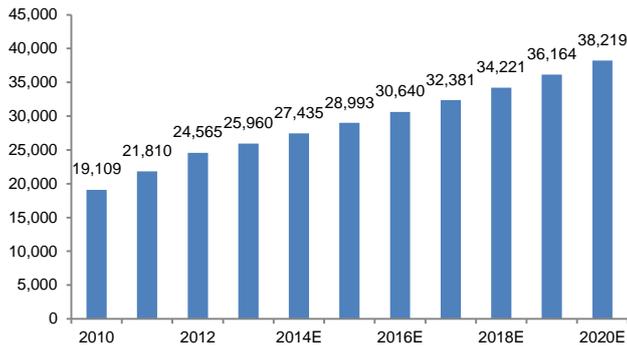
目標	單位	2013 年	2015 年	2020 年
<b>1.寬頻使用者規模</b>				
固定寬頻接入用戶	億戶	2.1	2.7	4
其中：光纖到戶（FTTH）用戶	億戶	0.3	0.7	—
其中：城市寬頻用戶	億戶	1.6	2	—
農村寬頻用戶	億戶	0.5	0.7	—
3G/LTE 用戶	億戶	3.3	4.5	12
<b>2.寬頻普及水準</b>				
固定寬頻家庭普及率	%	40	50	70
其中：城市家庭普及率	%	55	65	—
農村家庭普及率	%	20	30	—
3G/LTE 用戶普及率	%	25	32.5	85
<b>3.寬頻網路能力</b>				
城市寬頻接入能力	Mbps	20 (80%用戶)	20	50
其中：發達城市	Mbps	—	100 (部分城市)	1000(部分城市)
農村寬頻接入能力	Mbps	4 (85%users)	4	12
大型企事業單位接入頻寬	Mbps	—	>100	>1000
互聯網國際出口頻寬	Gbps	2500	6500	—
FTTH 覆蓋家庭	億個	1.3	2	3
3G/LTE 基站規模	萬個	95	120	—
行政村通寬頻比例	%	90	95	>98
全國有線電視網路互聯互通平臺覆蓋有線電視網路使用者比例	%	60	80	>95
<b>4.寬頻資訊應用</b>				
線民數量	億人	7	8.5	11
其中：農村線民	億人	1.8	2	—
互聯網資料量（網頁總位元組）	太位元組 (TB)	7800	15000	—
電子商務交易額	萬億元	10	18	—

資料來源：CNNIC, 農銀國際證券

### （三）中國“收入倍增”政策提升互聯網消費能力

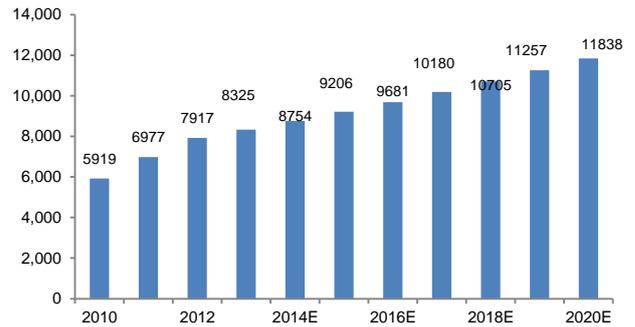
中國的人均 GDP 及人均收入仍然處於較低水準，不過中國政府已經制訂了到 2020 年人均收入比 2010 年翻番的目標，我們認為，這一目標將極大推動互聯網經濟的發展，為互聯網服務創造巨大的消費需求。

圖表：城鎮家庭人均年可支配收入 (人民幣元)



資料來源：WIND，農銀國際證券預測

圖表：農村居民家庭人均年純收入 (人民幣元)



資料來源：WIND，農銀國際證券預測

### （四）中國“城鎮化”政策將有利於互聯網消費模式的擴展

中國農村地區城鎮化的發展，有助於形成農村消費力的集中。從互聯網行業來看，我們認為，中國城鎮化的發展，有助於令互聯網的消費模式進一步在新型城鎮中得到普及。農村人口向城鎮集中，也有助於城鎮網路經濟規模的擴張。



## （五）中國的“三網融合”政策將拓展互聯網服務空間

三網合一指的是電信網、電腦互聯網和有線電視網三者融合發展。中國國務院於 2010 年下發了《關於印發推進三網融合總體方案的通知》，正式實施《推進三網融合的總體方案》。

按該《方案》指出：

- **2010-2012 年為試點階段：**主要以推進廣電和電信業務雙向階段性進入為重點，加快電信網、廣播電視網、互聯網升級和改進，組建國家級有線電視網路公司，初步形成適度競爭的產業格局；
- **2013-2015 年為推廣階段：**將總結推廣試點經驗，全面推進三網融合。

我們認為，三網融合同樣對中國網路媒體的發展將起到積極作用，一個最直接的影響是拓展了網路視頻的市場空間。如果中國政府在行業規管方面能進一步放鬆，並且允許民間資本更自由地進入傳統的媒體行業，將會更進一步拓展網路增值業務的增長空間。此外，4G 牌照的發放，預計移動網視頻發展將成為 2014 年的新亮點，擁有相關資源的公司將會獲得更多的投資者青睞。



### 三、移動互聯網的發展亮點與機遇

#### (一) 2014 年移動互聯網面臨哪些新宏觀形勢與政策機遇？

- 4G 牌照的發放，令產品創新更快更進一步；
- 傳統網路公司增加對移動網業務的投資，令這一行業加速發展；
- 智慧手機的不斷推陳出新，為移動互聯網提供了最基本的用戶基礎；
- 移動互聯正成為全球趨勢，令傳統商業紛紛開拓移動網業務模式，加速各項業務的變現進程；

#### (二) 哪些互聯網業務將出現投資亮點？

儘管移動網路經濟的發展將十分快速，但是我們認為，並非所有的移動業務都能獲得投資者的同等重視。

圖表：2012 -2013 中國線民對各類網路應用的使用率

應用	2013		2012		同比年增長率
	使用者規模(萬)	線民使用率	使用者規模(萬)	線民使用率	
即時通信	53,215	86.20%	46,775	82.90%	13.80%
網路新聞	49,132	79.60%	46,092	78.00%	6.60%
搜尋引擎	48,966	79.30%	45,110	80.00%	8.50%
網路音樂	45,312	73.40%	43,586	77.30%	4.00%
博客/個人空間	43,658	70.70%	37,299	66.10%	17.00%
網路視頻	42,820	69.30%	37,183	65.90%	15.20%
網路遊戲	33,803	54.70%	33,569	59.50%	0.70%
網路購物	30,189	48.90%	24,202	42.90%	24.70%
微博	28,078	45.50%	30,861	54.70%	-9.00%
社交網站	27,769	45.00%	27,505	48.80%	1.00%
網路文學	27,441	44.40%	23,344	41.40%	17.60%
網上支付	26,020	42.10%	22,065	39.10%	17.90%
電子郵件	25,921	42.00%	25,080	44.50%	3.40%
網上銀行	25,006	40.50%	22,148	39.30%	12.90%
旅行預訂	18,077	29.30%	11,167	19.80%	61.90%
團購	14,067	22.80%	8,327	14.80%	68.90%
論壇/bbs	12,046	19.50%	14,925	26.50%	-19.30%

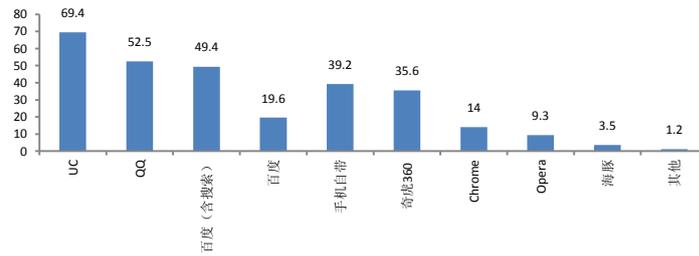
資料來源：CNNIC, 農銀證券

#### 1. 移動入口平臺建設

在傳統 PC 網路中，IE 及 Chrome 成為主要的網路流覽器，事實上佔據了網路入口。但是在移動互聯網上，移動入口的形態一直處於變化之中。從手機應用商店，到類似微信（whatsapp, LINE 等）即時通訊 APP，再至流覽器甚至手機桌面等，均有可能成為移動網路的入口。迄今為止，在移動網上尚未形成類似 IE 或 Chrome 這樣具備高度用戶粘性的入口平臺。

如果單純從手機的流覽器來看，中國移動網路市場上目前仍然處於戰國時代，儘管有 UC、QQ、百度、360 等重要的競爭者，但沒有一家公司敢聲稱自己擁有領導地位。

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）。

**圖表：中國移動網路流覽器產品品牌及其市場滲透率(2013 年 10 月統計)**


資料來源：中國互聯網路資訊中心，農銀國際證券

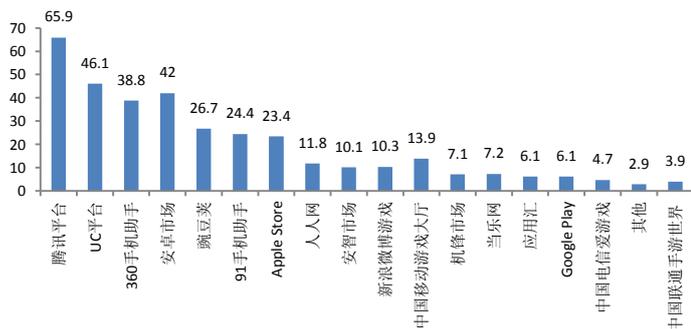
不過相比其他平臺，我們認為目前騰訊在移動網路的入口平臺競爭中優勢更強一些。特別是隨著去年微信 5.1 版本的推出，其入口優勢會更明顯，在綜合了諸如通訊、新聞資訊、遊戲、圖文傳輸、線上支付等功能後，微信已經成功利用了現有 PC 網路的龐大社區使用者基礎，迅速霸住移動端的入口位，並且逐步將這優勢延伸至電商及移動廣告領域。

從微信 5.1 版本的推出可以看出，騰訊已經遠遠拋離了類似 whatsapp 這樣的純即時通訊軟體對手，而更像是融合了“微博+QQ+淘寶”的一個全方位的移動社區平臺。

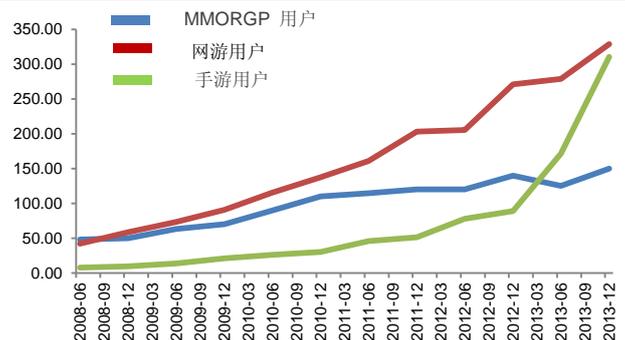
## 2. 擁有良好使用者體驗的互聯網應用產品公司，主要可以分為：

**(1) 實力雄厚的手機遊戲平臺及開發公司：**比起傳統的 PC 端遊和網頁遊戲，手遊能更有效地利用零碎的時間，而且與消費者的接觸更為深入。此外，得益于智慧手機的不斷普及及高速移動網路的覆蓋，手遊將實現傳統 PC 遊戲無法到達的人群。

儘管手遊仍然處於初步發展階段，用戶總數相對於大型多人線上角色扮演遊戲（MMORPG）和網遊均較少，但是其增長速度卻相當驚人（見下圖右）。預計實力雄厚的手遊開發商及手遊產品銷售平臺將會在未來幾年吸引更多玩家，成為市場焦點。

**圖表：手機遊戲平臺及各平臺產品使用者占整體手遊平臺用戶比率 (%)**


資料來源：WIND，農銀國際證券

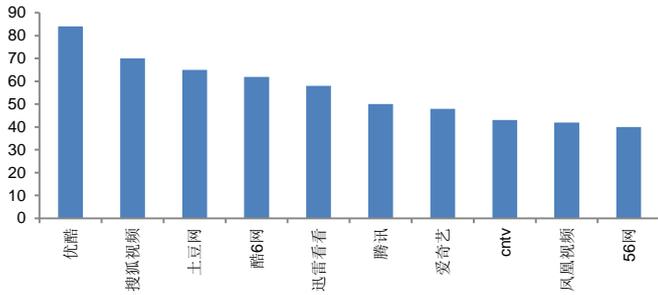
**圖表：MMORPG 類遊戲（百萬人）、網遊（百萬人）以及手遊用戶人數（萬人）**


資料來源：WIND，農銀國際證券

### (2) 移動媒體、線上旅遊、地圖搜索等產品開發商

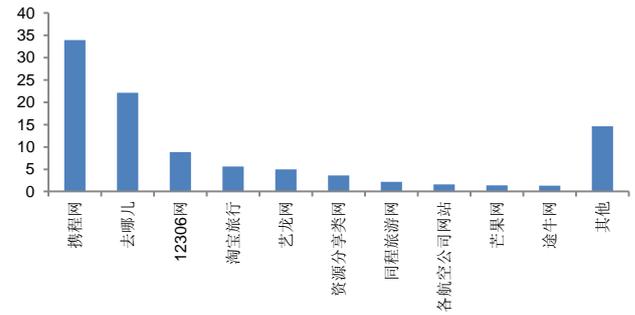
預計隨著智慧手機的普及及移動網服務的進一步擴展，將會有更多的線民使用移動網路，特別是在線上視頻與媒體產品、線上旅遊服務及搜索方面將會有更多的用戶關注。

圖表: 2013 年第三季度視頻網站評價得分排行前 10 位



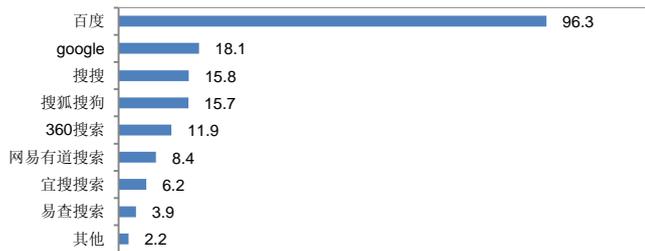
資料來源: 中國互聯網協會 (ISC), 農銀國際證券

圖表: 2013 年第 3 季線上旅行企業評價得分排名前 10 位



資料來源: ISC, 農銀國際證券

圖表: 中國手機綜合搜尋引擎線民滲透率情況 (2013 年第 3 季)



資料來源: ISC, 農銀國際證券

圖表: 手機搜尋引擎線民偏好 (首選率) 情況 (2013 年第 3 季)

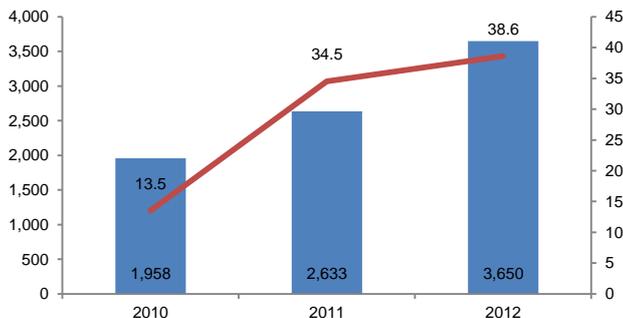


資料來源: ISC, 農銀國際證券

### (3) 物聯網科技公司將受惠於寬頻與 4G 業務的發展

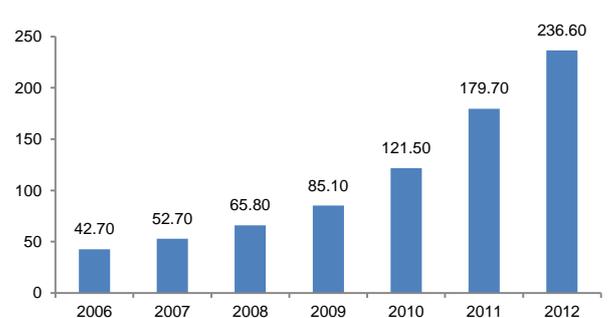
隨著中國寬頻基礎設施發展和 4G 業務的推出，網路資料的傳輸有可能變得更為便宜及便利。由此，物聯網企業有可能推出更多的創造性服務，並獲得更多的商機。特別地，一些相關的行業如射頻識別技術 (RFID) 板塊及相關產品，將會更進一步獲得推廣。

圖表: 中國物聯網市場規模(人民幣億元)及其增長率 (%)



資料來源: WIND, 農銀國際證券

圖表: 中國 RFID 市場規模 (人民幣億元)



資料來源: WIND, 農銀國際證券

### 3. 移動電子商務有望成企業盈利利器

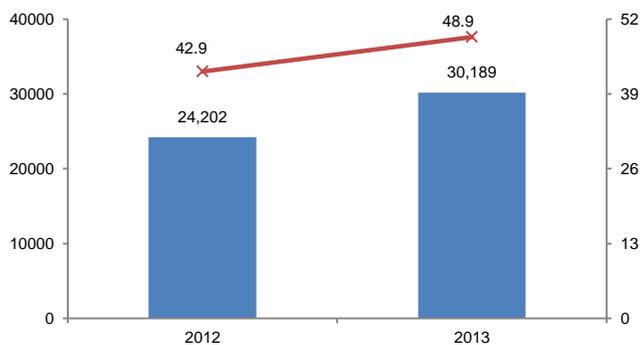
不論是 O2O 還是 C2B 商務模式，都會獲得更多關注。根據 CNNIC 的統計，與 2012 年相比，2013 年線民在進行購物搜索後進行線上購買的比例大幅度提升，增加了 22.5 個百分點。2012 年，線上線下購買情況差不多的線民，其購買管道重心已經逐漸從線下往線上購買傾斜，上述情況顯示，線民的線上購買意願快速增加。

同時，購物搜索後不購買的比例則大幅下降，從 2012 年的 8.3% 降至 2013 年的 1.6%，而線上購物在應用搜索功能的線民中的普及率越來越高。

CNNIC 同時顯示，2012 年電子商務使用者有 242.02 百萬人，但在 2013 年，迅速增至 301.89 百萬人。而對於電子商務服務的使用率，也從 42.9% 增加 6 個百分點至 48.9%。

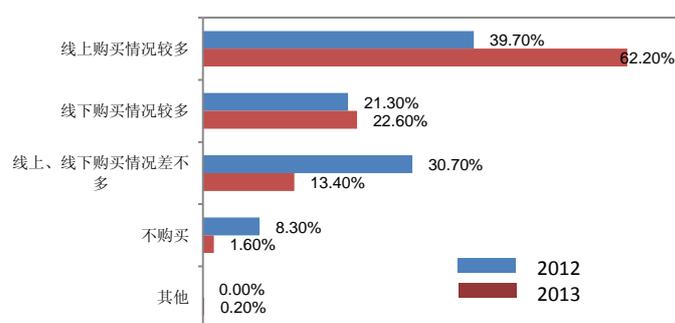
我們注意到，儘管電子商務正處於高速增長期，但是它占中國整體零售業的比重仍然很小，未來幾年將會持續高速增長。

圖表: 2012-2013 年 網路購物使用者數 (萬人) 及使用率 (%)



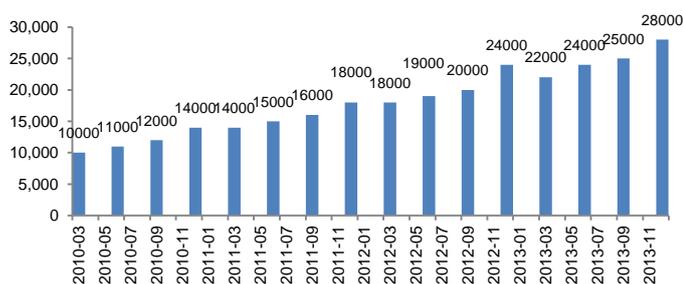
資料來源：中國互聯網路資訊中心，農銀國際證券

圖表: 2012-2013 年線民購物搜索後的購買管道變化情況



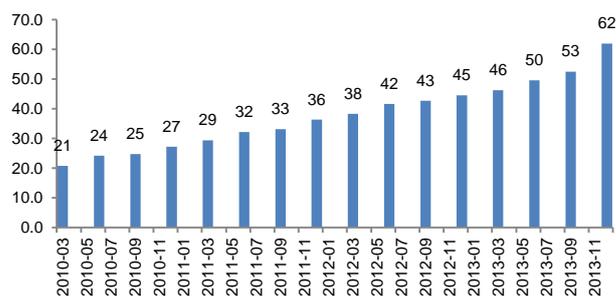
資料來源：中國互聯網路資訊中心，農銀國際證券

圖表: 電子商務市場規模當季值 (人民幣, 億元)



資料來源：WIND，農銀國際證券

圖表: B2B 運營商營收規模當季值 (人民幣, 億元)



資料來源：WIND，農銀國際證券

#### 4. 移動支付與線上金融服務將成為行業焦點

我們認為，受到電子商務業務的需求推動，以及網路公司不斷推陳出新，移動支付業務將成為未來幾年互聯網發展的亮點。從香港市場的發展來看，從 2001 年至 2012 年，線民上網進行網路購物及處理金融交易的比重從 14.5% 猛增至 44.5%，提升近 30 個百分點。

騰訊的財付通和淘寶的支付寶都是中國線上支付業務的重要平臺，但是我們預期會有更多的競爭者加入這個市場的競爭之中。此外，在線上金融領域，預計各家公司也將展開激烈的爭奪。從 2013 年來看，阿裡巴巴、騰訊和百度均已經在這方面有較大的動作。

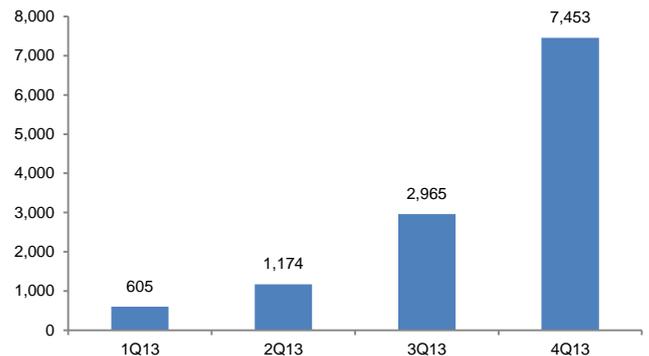
然而，政策不確定性是這項業務的最重要風險之一。儘管中國政府表達過對這些業務的寬容態度，也的確允許民間資本進入銀行領域，同時還降低了其他以前由國企壟斷的行業的准入門檻，但是我們認為，政策風險仍然不可忽視，特別是政府將會持續針對影子銀行推出相關的監管措施。不過，我們認為那些現金充足，擁有較大話語權的互聯網公司受政策的負面影響相對要小一些。

圖表：協力廠商互聯網支付市場規模季值（人民幣，億元）與季度環比增長率(%)



資料來源：WIND，農銀國際證券

圖表：2013 年協力廠商移動互聯網支付業務市場規模季值(人民幣，億元)



資料來源：WIND，農銀國際證券



## 四、行業評級及選股

### 行業評級：優於大市

我們認為，移動互聯網的發展將擴大線民基礎，提升滲透率，令全行業受惠。移動網路的便利性、智慧手機的高滲透率及不斷開發的移動網路功能將產生比 PC 網路更高的使用者需求，這些都有利於驅動行業整體收入水準。

### 選股

**推薦：騰訊控股 (0700 HK, 買入；目標價：610 港元)** 公司是中國互聯網行業龍頭，擁有中國最大的線上社區，並在互聯網市場擁有領導地位。憑藉微信/QQ 的強大用戶基礎，騰訊正逐步成為手機遊戲的分發中心，在 2014-15 年極有可能持續成為中國最大的手機遊戲下載市場。而它的電子商務也極有可能在未來兩年產生可觀盈利。



五、中國互聯網股票對比 (資料截止 2013 年 1 月 28 日)

彭博代碼	公司簡稱	價格	市值	2014 預測 市盈率	2015 預 測市盈率	2014 預測 PEG	2015 預測 PEG	2014 預 測 EPS	2015 預 測 EPS
香港掛牌的中國網路公司 (港元)									
<b>700 HK Equity-ABCI</b>	<b>騰訊</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	騰訊	503.00	936,642	43.78	34.23	1.66	1.30	8.96	11.46
3888 HK Equity	金山軟體	24.75	29,255	35.01	27.72	1.32	1.05	0.55	0.70
268 HK Equity	金蝶國際	2.89	7,345	54.94	30.44	NA	NA	0.04	0.07
1149 HK Equity	中國安芯	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	網龍	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	支遊控股	55.95	7,046	N/A	12.78	NA	NA	(0.19)	3.41
3777 HK Equity	中國光纖	1.73	2,521	5.74	4.73	NA	NA	0.24	0.29
8292 HK Equity	慧聰網	14.80	9,793	51.73	32.96	1.09	0.70	0.22	0.35
2383 HK Equity	TOM 集團	2.70	10,512	N/A	NA	NA	NA	NA	NA
行業平均		-	-	37.53	21.09	1.50	1.28	-	-
美國掛牌的中國網路公司 (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	網易	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	攜程	40.26	5,210	28.02	24.43	1.31	1.15	1.44	1.65
JOBS US Equity	51 求職	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	歡聚時代	65.28	3,604	46.17	31.43	NA	NA	1.41	2.08
NQ US Equity	網秦	16.19	842	15.42	11.46	0.39	0.29	1.05	1.41
行業平均		-	-	38.14	25.55	1.56	1.10	-	-
全球其他網路公司 (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	臉書	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	亞馬遜	394.43	180,544	140.37	82.62	3.78	2.22	2.81	4.77
Ebay US Equity	易買	53.16	68,821	17.80	15.74	1.21	1.07	2.99	3.38
AOL US Equity	美國線上	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 團購	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
行業平均		-	-	64.12	41.60	2.28	1.51	-	-

資料來源：彭博，農銀國際證券



## 附錄 I: 中國互聯網公司概覽

目前已有不少中國互聯網企業在香港及美國上市，以下是部分公司的基本情況簡介（由 WIND 資料庫及有關公司相關資料披露）：

### 1. 騰訊控股 (0700 HK)

**公司簡介：**集團為中國領先的互聯網服務與移動增值服務供應商，擁有中國最大的即時通信社區。集團現時有 3 項主要業務：互聯網增值服務、移動及通信增值服務與網路廣告。不過公司正大力發展電子商務平臺及自營業務。用戶可利用集團稱為 QQ 的即時通信平臺，以各種終端設備透過互聯網及移動與固定通信網路進行即時通信。

**經營範圍：**主要在中國為使用者提供互聯網增值服務、移動及電信增值服務、網路廣告服務以及電子商務交易服務。

#### 財務概覽：

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
每股盈利（基本），人民幣元	4.43	5.61	6.97
YoY, %	54.86	26.56	24.18
每股淨資產，人民幣元	11.85	15.47	22.28
YoY, %	77.01	30.54	44.03
淨資產報酬率，%	47.46	40.63	36.50
總資產報酬率，%	30.20	22.03	19.28
收入，百萬人民幣	19,675	28,531	43,894
YoY, %	58.16	45.10	53.85
經營利潤，百萬人民幣	9,838	12,254	15,479
YoY, %	63.41	24.55	26.33
稅前利潤，百萬人民幣	9,913	12,099	15,051
YoY, %	64.10	22.05	24.40
淨利潤，百萬人民幣	8,054	10,203	12,732
YoY, %	56.21	26.69	24.78
總資產，百萬人民幣	35,830	56,804	75,256
YoY, %	104.68	58.54	32.48
總負債，百萬人民幣	13,989	27,716	33,108
YoY, %	168.66	98.12	19.45
股東權益，百萬人民幣	21,757	28,464	41,298
YoY, %	78.65	30.83	45.09
總權益，百萬人民幣	21,841	29,088	42,148
YoY, %	77.59	33.18	44.90

資料來源：WIND, 公司



## 2. 金蝶國際 (3888 HK)

**公司簡介：**公司是亞太地區領先的企業管理軟體及電子商務應用解決方案供應商，是全球軟體市場中成長最快的獨立軟體廠商之一。金蝶開發及銷售兩大類軟體。一類是企業管理及電子商務應用軟體，包括為企業或政府構築電子商務或電子政務平臺的中間軟體。第二類是近年來，公司及其子公司開始發展的網路遊戲和休閒軟體。此外，金蝶也向全球範圍內的顧客提供與軟體產品相關的管理諮詢、策略執行與技術服務。

**經營範圍：**從事開發、製造及出售軟體產品及提供軟體相關技術服務。

### 財務概覽：

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
每股盈利（基本），人民幣元	0.34	0.29	0.38
YoY, %	(6.10)	(15.52)	31.15
每股淨資產，人民幣元	1.70	1.82	2.15
YoY, %	17.32	6.58	18.24
淨資產報酬率, %	21.29	16.12	18.67
總資產報酬率, %	16.61	11.90	13.00
收入, 百萬人民幣	973	1,025	1,416
YoY, %	(5.06)	5.39	38.15
稅前利潤, 百萬人民幣	440	385	528
YoY, %	(1.92)	(12.39)	37.02
淨利潤, 百萬人民幣	372	325	433
YoY, %	(3.81)	(12.82)	33.22
總資產, 百萬人民幣	2,445	3,015	3,641
YoY, %	19.79	23.30	20.79
總負債, 百萬人民幣	511	801	966
YoY, %	16.99	56.91	20.58
股東權益, 百萬人民幣	1,910	2,120	2,515
YoY, %	20.22	10.99	18.63
總權益, 百萬人民幣	1,934	2,213	2,675
YoY, %	20.55	14.43	20.87

資料來源：WIND, 公司



### 3. IGG 公司 (8002 HK)

**公司簡介:** 公司是快速發展的全球網路遊戲開發商及營運商，總部設在新加坡，並在美國、中國及菲律賓設有區域辦事處。公司為全世界的玩家提供多語言網頁遊戲、用戶端遊戲及手機遊戲。公司遊戲的目標客戶是中端玩家及高端玩家，彼等每天玩遊戲的時間通常不少於一小時。除在國外擁有業務外，公司在中國部署大部分開發人員，使公司能發揮成本優勢及以具成本效益的方式開發遊戲。

**經營範圍:** 主要從事網路遊戲的開發及經營。

#### 財務概覽:

	2011-12-31	2012-12-31
每股盈利 (基本), 人民幣元	(0.02)	(0.03)
YoY, %	--	(52.12)
BVPS, RMB	--	--
YoY, %	--	--
淨資產報酬率, %	--	(a)
總資產報酬率, %	--	(79.94)
收入, 百萬人民幣	31	43
YoY, %	--	39.26
經營利潤, 百萬人民幣	3	7
YoY, %	--	165.00
稅前利潤, 百萬人民幣	(8)	(13)
YoY, %	--	(55.17)
淨利潤, 百萬人民幣	(9)	(13)
YoY, %	--	(54.60)
總資產, 百萬人民幣	12	22
YoY, %	--	78.12
總負債, 百萬人民幣	55	77
YoY, %	--	41.69
股東權益, 百萬人民幣	(43)	(56)
YoY, %	--	(31.33)
總權益, 百萬人民幣	(43)	(56)
YoY, %	--	(31.33)

備註：公司 FY11 及 FY12 年的淨資產為負值，且出現淨虧損。

資料來源：WIND, 公司



#### 4 · 博雅互動(0434 HK)

**公司簡介：**公司是網路棋牌類遊戲開發商及運營商，戰略上特別重視移動遊戲。自公司於二零一零年九月在 iOS 平臺推出首款移動遊戲《德州撲克》以來，公司已在公司的最大目標市場(即中國大陸、香港、臺灣及泰國)確立移動棋牌類遊戲領域的領先地位。目前，公司提供合共 16 款網路遊戲，其中 13 款是以長久經典棋牌類遊戲為基礎的棋牌類遊戲。

**經營範圍：**主要從事開發及運營網路棋牌類遊戲業務。

#### 財務概覽：

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
每股盈利(基本)，人民幣元	0.18	0.52	0.66
YoY, %	--	183.42	27.85
BVPS, RMB	--	--	--
YoY, %	--	--	--
淨資產報酬率, %	--	80.80	62.58
總資產報酬率, %	--	51.79	39.20
收入, 百萬人民幣	156	318	518
YoY, %	--	103.59	62.88
經營利潤, 百萬人民幣	74	117	184
YoY, %	--	58.07	57.15
稅前利潤, 百萬人民幣	73	111	187
YoY, %	--	53.65	68.16
淨利潤, 百萬人民幣	73	88	143
YoY, %	--	20.41	62.15
總資產, 百萬人民幣	86	254	475
YoY, %	--	193.68	87.16
總負債, 百萬人民幣	22	100	172
YoY, %	--	347.16	72.74
股東權益, 百萬人民幣	64	154	302
YoY, %	--	140.21	96.52
總權益, 百萬人民幣	64	154	302
YoY, %	--	140.21	96.52

資料來源：WIND, 公司



#### 4. 雲遊控股 (0484 HK)

**公司簡介：**雲遊是中國領先的網頁遊戲研發商和發行商，公司的移動遊戲業務發展一日千里。雲遊成功研發並推出超過 30 款容易上手、具吸引力及受歡迎的遊戲。雲遊的自營發行平臺 91wan 發行 79 款自研及代理網頁遊戲，截至二零一三年六月三十日，有超過 1.79 億註冊用戶。雲遊的遊戲在 91wan 及超過 350 家發行平臺發行(包括由騰訊、奇虎 360、YY 等知名的運營網站)。雲遊的研發和發行綜合業務模式產生協同作用，有助提升公司的整體業績。其研發或發行的遊戲均採用道具收費模式，玩家可免費玩遊戲並可選擇購買虛擬道具提升遊戲體驗。

**經營範圍：**主要從事遊戲研發及發行業務。

##### 財務概覽：

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
每股盈利 (基本)，人民幣元	(0.40)	0.18	4.02
YoY, %	--	145	2133.33
BVPS, RMB	--	--	--
YoY, %	--	--	--
淨資產報酬率, %	--	(a)	(a)
總資產報酬率, %	--	9.84	56.03
收入, 百萬人民幣	95	384	777
YoY, %	--	303.89	102.25
經營利潤, 百萬人民幣	(40)	40	282
YoY, %	--	199.35	601.34
稅前利潤, 百萬人民幣	(40)	41	261
YoY, %	--	200.25	544.67
淨利潤, 百萬人民幣	(40)	18	218
YoY, %	--	144.20	1119.21
總資產, 百萬人民幣	108	255	522
YoY, %	--	135.68	104.86
總負債, 百萬人民幣	128	159	659
YoY, %	--	24.83	313.37
股東權益, 百萬人民幣	(20)	95	(137)
YoY, %	--	588.79	(243.15)
總權益, 百萬人民幣	(20)	95	(137)
YoY, %	--	588.79	(243.15)

備註：公司 FY10 及 FY12 淨資產值為負。

資料來源：WIND, 公司



## 5. 慧聰網(8292 HK)

**公司簡介：**慧聰網是中國領先的電子商務運營商之一。該公司憑藉專業的資訊服務與先進的互聯網技術，為中小型企業搭建可靠的供需平臺，提供全面的商務解決方案。憑藉過去 20 年來在各行業市場積累的專業經驗和技能，集團不僅以採用互聯網技術為基礎的產品買賣通為中小企提供全面的行銷解決方案，還通過本集團傳統的行銷產品－《慧聰商情廣告》與《中國資訊大全》為客戶提供多管道的、線上與線下相互配合的全方位服務。

集團透過其強大的媒體資源及客戶基礎，成功舉辦涉及約 50 個行業界別的十大企業評選，助中小企樹立品牌和促進業務交易。這種優勢互補、縱橫立體的架構，使集團在中國 B2B 行業的快速發展下，打造出一條獨特的發展道路。

**經營範圍：**經營網上交易平臺，透過企業網站 hc360.com 提供行業搜尋結果優化服務；及出版工商業目錄及黃頁目錄。

### 財務概覽：

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
每股盈利（基本），人民幣元	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
淨資產報酬率, %	3.51	18.20	21.58
總資產報酬率, %	1.68	7.68	9.03
收入, 百萬人民幣	318	438	549
YoY, %	22.72	38.00	25.14
經營利潤, 百萬人民幣	(4)	33	64
YoY, %	(191.10)	964.46	94.51
稅前利潤, 百萬人民幣	2	42	78
YoY, %	(93.81)	1745.26	86.17
淨利潤, 百萬人民幣	7	41	67
YoY, %	225.59	494.16	61.93
總資產, 百萬人民幣	450	623	855
YoY, %	20.41	38.50	37.29
總負債, 百萬人民幣	267	350	413
YoY, %	77.44	31.47	17.73
股東權益, 百萬人民幣	180	272	346
YoY, %	(15.81)	51.02	26.90
總權益, 百萬人民幣	183	273	443
YoY, %	(17.95)	48.73	62.45

資料來源：WIND, 公司



## 6. 中國安芯(1149 HK)

**公司簡介：**中國安芯控股有限公司是智慧安防領域優秀的方案提供商、運營服務商及設備製造商，專業為工業生產及城市公共提供安全預警及安防監控等業務。作為物聯網行業的先驅，集團致力於將高科技資訊技術應用於傳統行業，即將物聯網技術、紅外感測器技術、衛星定位系統、移動通信技術(LTE、WCDMA/TDS-CDMA)、負載均衡架構、網路工程、人工智慧、自動控制系統及嵌入式系統開發等先進技術引入安全生產監督管理領域，實現即時遠端監測、多級監控、智慧預警、應急協同救援、防災減災等應用目標，解決在工業生產及城市安全領域存在的問題。

**經營範圍：**于內地從事智慧監測預警應急救援指揮調度(ISD)系統研發、安裝及運營業務。

### 財務概覽：

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
每股盈利(基本)，人民幣元	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
淨資產報酬率, %	26.44	19.82	18.31
總資產報酬率, %	16.26	18.32	16.28
收入, 百萬人民幣	305	598	854
YoY, %	601.84	96.14	42.73
經營利潤, 百萬人民幣	194	365	482
YoY, %	649.07	87.71	32.04
稅前利潤, 百萬人民幣	183	402	615
YoY, %	1204.64	119.82	52.82
淨利潤, 百萬人民幣	245	404	548
YoY, %	142.96	65.05	35.54
總資產, 百萬人民幣	1,763	2,650	4,082
YoY, %	8.09	50.37	54.03
總負債, 百萬人民幣	257	75	672
YoY, %	(67.38)	(70.95)	800.22
股東權益, 百萬人民幣	1,505	2,573	3,410
YoY, %	78.68	70.92	32.52
總權益, 百萬人民幣	1,505	2,576	3,410
YoY, %	78.68	71.08	32.39

資料來源：WIND, 公司



## 7. 百度 (BIDU US Equity)

**公司簡介：**百度是全球最大的中文搜尋引擎以及最大的中文網站。于 2000 年 1 月成立以來，公司開發出大量的互聯網搜索產品及服務，其中包括：以網路搜索為主的功能性搜索，以貼吧為主的社區搜索，針對各區域、行業所需的垂直搜索，Mp3 搜索，以及門戶頻道、IM 等，全面覆蓋了中文網路世界所有的搜索需求。

在面對使用者的搜索產品不斷豐富的同時，百度還創新性地推出了基於搜索的行銷推廣服務，並成為最受企業青睞的互聯網行銷推廣平臺之一。2007 年 11 月，百度建立香港子公司。

**經營範圍：**該公司提供了中文的互聯網搜索產品及服務，其中包括：以網路搜索為主的功能性搜索，以貼吧為主的社區搜索，針對各區域、行業所需的垂直搜索，Mp3 搜索，以及門戶頻道、IM 等，全面覆蓋了中文網路世界幾乎所有的搜索需求。

### 財務概覽：

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
每股盈利（基本），人民幣元	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
淨資產報酬率, %	53.58	56.03	50.58
總資產報酬率, %	40.98	38.61	30.30
收入, 百萬人民幣	7,915	14,501	22,306
YoY, %	77.96	83.20	53.83
經營利潤, 百萬人民幣	3,959	7,577	11,051
YoY, %	146.66	91.39	45.86
稅前利潤, 百萬人民幣	4,061	7,809	11,965
YoY, %	141.29	92.29	53.22
淨利潤, 百萬人民幣	3,525	6,639	10,456
YoY, %	137.37	88.32	57.50
總資產, 百萬人民幣	11,048	23,341	45,669
YoY, %	79.45	111.26	95.66
總負債, 百萬人民幣	2,643	7,015	18,454
YoY, %	88.25	165.43	163.06
股東權益, 百萬人民幣	8,406	15,292	26,055
YoY, %	76.84	81.92	70.39
總權益, 百萬人民幣	8,406	16,326	27,215
YoY, %	76.84	94.22	66.70

資料來源：WIND, 公司



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：陳宜韞  
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，手遊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，每個穀殼帳號用戶邀請 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
<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
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
<b>非流動資產合計</b>	<b>21,301</b>	<b>38,747</b>	<b>42,020</b>	<b>49,555</b>	<b>51,042</b>
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
<b>流動資產</b>	<b>35,503</b>	<b>36,509</b>	<b>48,971</b>	<b>68,111</b>	<b>100,807</b>
<b>總資產</b>	<b>56,804</b>	<b>75,256</b>	<b>90,991</b>	<b>117,666</b>	<b>151,849</b>
應付票據及應付賬款	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
<b>流動負債總額</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
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
<b>非流動負債合計</b>	<b>6,533</b>	<b>12,443</b>	<b>8,856</b>	<b>8,918</b>	<b>6,674</b>
<b>負債合計</b>	<b>27,716</b>	<b>33,108</b>	<b>36,200</b>	<b>43,322</b>	<b>49,078</b>
<b>總權益</b>	<b>29,088</b>	<b>42,148</b>	<b>54,790</b>	<b>74,344</b>	<b>102,771</b>
非控制性權益	625	851	738	794	766
<b>歸屬於公司股東之股東權益</b>	<b>28,464</b>	<b>41,298</b>	<b>54,053</b>	<b>73,549</b>	<b>102,005</b>
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
<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>
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
<b>營運資金變動：</b>					
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
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>15,194</b>	<b>21,654</b>	<b>28,209</b>	<b>35,687</b>	<b>48,240</b>
已付所得稅	(1,836)	(2,225)	(2,730)	(3,920)	(5,841)
<b>經營活動所得現金流量淨額</b>	<b>13,358</b>	<b>19,429</b>	<b>25,479</b>	<b>31,767</b>	<b>42,399</b>
<b>投資活動現金流量</b>					
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)
<b>投資活動耗用現金流量淨額</b>	<b>(15,355)</b>	<b>(16,270)</b>	<b>(15,812)</b>	<b>(16,041)</b>	<b>(15,927)</b>
<b>融資活動現金流量</b>					
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)
<b>融資活動 (耗用) / 所得現金流量淨額</b>	<b>4,373</b>	<b>(2,386)</b>	<b>994</b>	<b>(696)</b>	<b>149</b>
<b>現金及現金等價物增加淨額</b>	<b>2,376</b>	<b>773</b>	<b>10,660</b>	<b>15,029</b>	<b>26,621</b>
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)
<b>年末的現金及現金等價物</b>	<b>12,612</b>	<b>13,383</b>	<b>23,957</b>	<b>38,941</b>	<b>65,496</b>

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。文中分析建立于大量的假設基礎上，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