



2014年4月30日

公司研報

評級：買入

目標價：HK\$ 690\*

|         |        |
|---------|--------|
| 股價(港元)  | 509.5  |
| 預期股票回報  | 35.43% |
| 預期股息收益率 | 0.35%  |
| 預期總回報   | 35.77% |

|               |            |
|---------------|------------|
| 前報告評級及目標價(港元) | 買入; 690    |
| 前次報告日期        | 2014年3月25日 |

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

\* 目標價基於分拆前股份總數計算，股份分拆生效日為2014年5月15日

主要資料

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| 52周高/低(港元)      | 646/259.6 |
| 發行股數(百萬)        | 1,865     |
| 市值(百萬港元)        | 950,218   |
| 3個月日均成交額(百萬港元)  | 3,836.6   |
| 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

FY13 收入構成 (%)

|          |       |
|----------|-------|
| 增值業務 VAS | 74.4  |
| 線上廣告     | 8.3   |
| 電子商務     | 16.2  |
| 其他業務     | 1.0   |
| 合計       | 100.0 |

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 | (4.77) | (6.53) |
| 3個月 | (6.26) | (8.15) |
| 6個月 | 18.88  | 22.52  |

\*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

## 騰訊控股 (0700 HK)

### 攜手好萊塢巨擊，對騰訊有積極正面影響

- 騰訊與美國影視巨擊華納兄弟在線上影視租賃播放方面的合作，將提升騰訊的收入增長潛力。我們認為此次兩大企業合作所帶來的正面作用，能較好地沖抵近期中國政府對國內網路內容審查給騰訊股價帶來的負面影響
- 近期香港 TMT 板塊遭遇重大調整，但我們認為，騰訊的基本面並沒有發生惡化情況，因此近期的市場估值調整，反而令公司股價更具吸引力
- 我們維持對騰訊的“買入”評級及目標價 690 港元，對應我們 2014 年預測市盈增速比率值 (PEG) 為 0.95 倍

與華納兄弟合作有正面促進作用。騰訊與全球最具影響力的電影製作商之一美國華納兄弟公司合作，將為其中國客戶提供 Netflix 類流媒體服務。這一服務旨在打擊中國影視盜版活動。通過該合作項目，騰訊用戶可以以低至 1 美元的價格線上租賃華納兄弟的正版電影，觀看好萊塢新片。傳統的西方電影做法是先在劇院播放，然後出 DVD 銷售，最後才通過網上銷售。然而，由於中國的盜版活動猖獗，上述銷售模式面臨不夠及時，盈利效果不佳的風險。假設中國政府不採取任何干預措施的話，騰訊通過與華納兄弟進行的流媒體服務合作將有望利用騰訊的巨大流量優勢產生龐大的商機。

近期互聯網的媒體審查負面影響屬暫時性。中國政府在 2014 年 4 月 24 日以涉黃為由，吊銷新浪公司的《互聯網出版許可證》和《資訊網路傳播視聽節目許可證》，責令其停止從事互聯網出版和網路傳播視聽業務。

需要指出的是，中國還沒有電影分級制度，也不允許在任何媒體管道傳播成人內容。然而，由於對“成人內容”的具體形式與尺度界定較為含糊，因此互聯網公司有相當大的空間做自主決定。我們認為新浪執照被吊銷雖然沒有直接傷害騰訊，但顯然會有一定負面影響，令後者開展相關業務時需要更謹慎且偏保守。然而，我們認為有關負面影響只屬暫時性，並不會顯著衝擊騰訊在媒體和廣告方面的收益。

維持“買入”評級及 690 港元目標價。香港的 TMT 板塊近期遭遇重創，估值出現深度調整。如果依照我們 FY14E 的估計，騰訊的預測市盈增速比率值 (PEG 值) 已經從 3 月 25 日報告時的 0.81 跌至現價對應的 0.7。但我們認為騰訊基本面仍然穩健。考慮到它的行業領先地位，高淨資產收益率和快速增長的電商業務潛力，我們認為公司目前的估值水準頗具吸引力。維持“買入”評級，目標價 690 港元，對應 0.95x/0.58x FY14E/FY15E PEG。

風險因素(以下因素可能對我們的判斷構成風險): 1) 中國政府對於互聯網媒體內容的審查、網路金融服務和支付服務監管導致的行業風險; 2) 微信海外市場行銷成本攀升而變現過程滯後; 3) 國內電子商務過度競爭導致全行業利潤率下跌; 4) 手遊增長無法彌補傳統網遊業務的過快下滑; 5) TMT 行業的股價波幅擴大; 6) 並購後的風險。

業績表現及估值

| 截止12月31日財年   | 2011A  | 2012A  | 2013A  | 2014E  | 2015E   |
|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 收入(百萬人民幣)    | 28,496 | 43,894 | 60,437 | 86,031 | 121,206 |
| 收入同比變化 (%)   | 45.05  | 54.03  | 37.69  | 42.35  | 40.89   |
| 淨利潤(百萬人民幣)   | 10,203 | 12,732 | 15,502 | 22,943 | 34,840  |
| 淨利潤同比變化 (%)  | 26.69  | 24.78  | 21.76  | 48.00  | 51.85   |
| 每股盈利(人民幣元)   | 5.49   | 6.83   | 8.30   | 12.17  | 18.30   |
| 每股盈利同比變化 (%) | 26.85  | 24.46  | 21.45  | 46.61  | 50.42   |
| 每股淨資產(人民幣元)  | 15.32  | 22.16  | 31.02  | 40.35  | 55.88   |
| 每股淨資產同比變化(%) | 29.22  | 44.72  | 39.96  | 30.07  | 38.49   |
| 每股派息(港元)     | 0.75   | 1.00   | 1.20   | 1.77   | 2.65    |
| 市盈率 P/E (倍)  | -      | -      | 47.96  | 32.72  | 21.75   |
| 市淨率 P/B (倍)  | -      | -      | 12.83  | 9.87   | 7.12    |
| 股息收益率 (%)    | -      | -      | 0.24   | 0.35   | 0.52    |
| 平均淨資產收益率 (%) | 40.63  | 36.50  | 31.24  | 34.24  | 38.19   |
| 平均總資產收益率 (%) | 17.96  | 16.92  | 14.46  | 19.29  | 21.82   |

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         | 2013A         | 2014E         | 2015E          |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 互聯網增值服務            | 23,043        | 31,995        | 44,985        | 58,458        | 74,322         |
| 移動及電信增值服務          | 3,271         | 3,723         |               |               |                |
| 網路廣告               | 1,992         | 3,382         | 5,034         | 7,048         | 10,219         |
| 電子商務交易             | 0             | 4,428         | 9,796         | 19,592        | 35,266         |
| 其他收入               | 190           | 365           | 622           | 933           | 1,400          |
| <b>收入</b>          | <b>28,496</b> | <b>43,894</b> | <b>60,437</b> | <b>86,031</b> | <b>121,206</b> |
| 收入成本               | (9,928)       | (18,207)      | (27,778)      | (39,540)      | (50,906)       |
| 毛利                 | 18,568        | 25,686        | 32,659        | 46,491        | 70,299         |
| 銷售推廣及行政費用          | (7,204)       | (10,759)      | (15,683)      | (23,345)      | (30,301)       |
| 其它業務收益             | (735)         | (123)         | (2,305)       | (1,055)       | (1,161)        |
| 除所得稅前收益            | 12,099        | 15,051        | 19,281        | 24,200        | 41,159         |
| 所得稅                | (1,874)       | (2,266)       | (3,718)       | (3,630)       | (6,174)        |
| 淨利潤                | 10,225        | 12,785        | 15,563        | 23,039        | 34,985         |
| 非控制性權益             | 22            | 53            | 61            | 95            | 145            |
| 公司股東應占利潤           | 10,203        | 12,732        | 15,502        | 22,943        | 34,840         |
| 每股收益,基本            | 5.61          | 6.97          | 8.46          | 12.28         | 18.47          |
| 每股收益,攤薄值           | 5.49          | 6.83          | 8.30          | 12.17         | 18.30          |
| 每股股息 (港元)          | 0.75          | 1.00          | 1.20          | 1.77          | 2.65           |

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          | 10,694         | 13,484         |
| 無形資產                | 3,780         | 4,719         | 4,103          | 5,138          | 6,255          |
| 于聯營公司的權益            | 4,433         | 7,310         | 12,170         | 9,740          | 10,955         |
| 其他非流動資產項目合計         | 7,203         | 19,315        | 28,583         | 27,080         | 30,481         |
| <b>非流動資產合計</b>      | <b>21,301</b> | <b>38,747</b> | <b>53,549</b>  | <b>52,651</b>  | <b>61,174</b>  |
| 存貨                  |               | 568           | 1,384          | 2,939          | 5,290          |
| 應收票據及應收賬款           | 2,021         | 2,354         | 2,955          | 5,162          | 8,484          |
| 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         | 33,536         | 57,844         |
| 其他流動資產              | 18,659        | 16,326        | 23,754         | 20,040         | 21,897         |
| <b>流動資產</b>         | <b>35,503</b> | <b>36,509</b> | <b>53,686</b>  | <b>66,298</b>  | <b>98,508</b>  |
| <b>總資產</b>          | <b>56,804</b> | <b>75,256</b> | <b>107,235</b> | <b>118,949</b> | <b>159,683</b> |
| 應付票據及應付帳款           | 2,244         | 4,212         | 6,680          | 8,603          | 10,909         |
| 其它應付款及預提費用          | 5,014         | 6,301         | 10,246         | 11,184         | 14,545         |
| 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         | 4,989          | 8,415          |
| 其他短期流動負債            | 200           | 540           | 593            | 567            | 580            |
| <b>流動負債總額</b>       | <b>21,183</b> | <b>20,665</b> | <b>33,267</b>  | <b>28,044</b>  | <b>38,125</b>  |
| 借款                  |               | 2,106         | 3,323          | 3,323          | 3,323          |
| 長期應付票據              | 3,733         | 7,517         | 9,141          | 8,329          | 8,735          |
| 遞延所得稅負債             | 940           | 1,312         | 1,441          | 924            | 946            |
| 長期應付款項              | 1,860         | 1,509         | 1,600          | 1,554          | 1,577          |
| <b>非流動負債合計</b>      | <b>6,533</b>  | <b>12,443</b> | <b>15,505</b>  | <b>14,130</b>  | <b>14,581</b>  |
| <b>負債合計</b>         | <b>27,716</b> | <b>33,108</b> | <b>48,772</b>  | <b>42,175</b>  | <b>52,706</b>  |
| <b>總權益</b>          | <b>29,088</b> | <b>42,148</b> | <b>58,463</b>  | <b>76,774</b>  | <b>106,977</b> |
| 非控制性權益              | 625           | 851           | 518            | 684            | 601            |
| <b>歸屬於公司股東之股東權益</b> | <b>28,464</b> | <b>41,298</b> | <b>57,945</b>  | <b>76,090</b>  | <b>106,375</b> |
| 每股淨資產               | 15.32         | 22.16         | 31.02          | 40.35          | 55.88          |

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           | 2013A           | 2014E           | 2015E           |
|-----------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>年度盈利</b>                 | <b>10,225</b>   | <b>12,785</b>   | <b>15,563</b>   | <b>23,039</b>   | <b>34,985</b>   |
| 調整專案：                       |                 |                 |                 |                 |                 |
| 所得稅開支                       | 1,874           | 2,266           | 3,718           | 3,630           | 6,174           |
| 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)         | (873)           | (1,008)         |
| 按股權結算的股份酬金開支                | 733             | 905             | 1,168           | 1,718           | 2,381           |
| <b>營運資金變動：</b>              |                 |                 |                 |                 |                 |
| 應收賬款 (增加)                   | (251)           | (267)           | (606)           | (2,207)         | (3,323)         |
| 存貨(增加)                      | -               | (301)           | (815)           | (1,555)         | (2,351)         |
| 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           | 1,923           | 2,305           |
| 其他調節項目                      | 2,951           | 5,461           | 5,601           | 3,541           | 5,427           |
| <b>經營活動所得現金淨額</b>           | <b>15,194</b>   | <b>21,654</b>   | <b>27,492</b>   | <b>32,603</b>   | <b>47,082</b>   |
| 已付所得稅                       | (1,836)         | (2,225)         | (3,118)         | (3,564)         | (6,061)         |
| <b>經營活動所得現金流量淨額</b>         | <b>13,358</b>   | <b>19,429</b>   | <b>24,374</b>   | <b>29,039</b>   | <b>41,021</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)           | 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)        |
| <b>投資活動耗用現金流量淨額</b>         | <b>(15,355)</b> | <b>(16,270)</b> | <b>(19,134)</b> | <b>(16,501)</b> | <b>(17,900)</b> |
| <b>融資活動現金流量</b>             |                 |                 |                 |                 |                 |
| 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)         |
| <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>1,708</b>    | <b>822</b>      | <b>1,265</b>    |
| <b>現金及現金等價物增加淨額</b>         | <b>2,376</b>    | <b>773</b>      | <b>6,948</b>    | <b>13,360</b>   | <b>24,386</b>   |
| 年初的現金及現金等價物                 | 10,408          | 12,612          | 13,383          | 20,228          | 33,536          |
| 現金及現金等價物的匯兌虧損               | (172)           | (2)             | (103)           | (53)            | (78)            |
| <b>年末的現金及現金等價物</b>          | <b>12,612</b>   | <b>13,383</b>   | <b>20,228</b>   | <b>33,536</b>   | <b>57,844</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 | 2013A | 2014E | 2015E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率, %        | 58.52 | 55.00 | 54.04 | 58.00 | 58.00 |
| 經營利潤率, %      | 43.00 | 35.27 | 31.76 | 28.32 | 34.10 |
| 淨利率, %        | 35.81 | 29.01 | 25.65 | 26.67 | 28.74 |
| 淨資本回報率 ROE, % | 40.63 | 36.50 | 31.24 | 34.24 | 38.19 |
| 總資產回報率 ROA, % | 17.96 | 16.92 | 14.46 | 19.29 | 21.82 |
| 總負債/總資產, %    | 48.79 | 43.99 | 45.48 | 35.46 | 33.01 |

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