



买入

10% ↑

目标价格: 港币 150.00

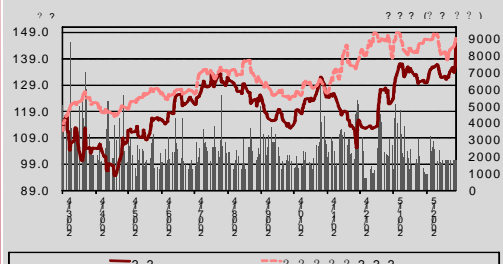
0700.HK

股价: 港币 135.90

目标价格基础: 市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20.8	4.6	21.5	17.6
相对恒生中国企业指数	20.8	5.3	15.7	(10.7)

发行股数(百万)	9,231
流通股(%)	56
流通股市值(港币百万)	1,254,493
3个月日均交易额(港币百万)	2,375
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
MIH TC Holdings	34

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2015年3月18日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

科技: 互联网

刘志成, CFA*

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

*孟昕、包仁诚为本报告重要贡献者

腾讯控股

业绩符合预期, 广告业务有潜在上升空间

14年4季度, 腾讯控股的收入和非一般会计准则下净利润分别比市场预期高2%和4%, 主要是因为游戏收入确认方法发生了调整。广告和游戏业务等多重催化剂将继续推动2015年腾讯的收入增长, 而其“连通”策略和投资将进一步提升其闭环的业务体系的表现。我们对腾讯控股重申买入。

支撑评级的要点

- **14年4季度业绩符合预期:** 移动游戏收入确认方法的调整为公司带来额外收入9.07亿人民币, 推升14年4季度移动游戏收入和整体收入增长至38亿人民币和210亿人民币。经营利润率持续缩窄至35.2%, 主要是因为收入分成成本和内容成本上升。非公认会计准则下净利润为67亿人民币。
- **广告和在线游戏收入上涨:** 腾讯正在探索如何在不影响用户体验的前提下通过微信朋友圈获得广告收入。虽然我们预计15年上半年此项业务的收入可能低于预期, 但是其他广告业务的快速增长将可以抵消, 并且我们看好微信朋友圈的长期前景。此外, 腾讯也将受益于移动游戏组合的调整, 中度-重度手机游戏将带来更丰厚的收入。我们预计移动游戏和新的客户游戏将带来更加广阔的每用户平均收入增长空间, 拉动2015年收入实现稳健增长。
- **建立封闭的业务体系:** 腾讯通过领先的垂直企业和公开平台战略合作, 抓住了O2O市场的机会。2015年的主要开支领域是O2O、支付服务和数字化内容, 这将进一步提升腾讯闭环的业务体系内的用户体验, 并创造出中长期的交易、广告和其他领域的机会。

影响评级的主要风险

- 移动/客户游戏收入增长放缓超出预期, 内容成本和/或O2O营销费用高于预期。

估值

- 我们维持2015年非公认会计准则下净利润311亿人民币的预测, 并将2016年非公认会计准则下净利润预测下调3%至401亿人民币。我们对腾讯控股重申**买入**评级, 目标价150.00港币, 对应36.3倍2015年预期非公认会计准则下市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币百万)	60,437	78,932	98,657	123,946	146,717
变动(%)	38	31	25	26	18
净利润(人民币百万)	15,502	23,810	28,667	36,893	45,938
全面摊薄每股收益(人民币)	1.660	2.545	3.064	3.943	4.910
变动(%)	27.4	53.3	20.4	28.7	24.5
市场预期每股收益(人民币)	-	2.578	3.404	4.260	5.300
先前预测每股收益(人民币)	-	-	3.207	4.226	NA
调整幅度(%)	-	-	(4.5)	(6.7)	NA
核心每股收益(人民币)	1.660	2.545	3.064	3.943	4.910
变动(%)	27.4	53.3	20.4	28.7	24.5
全面摊薄市盈率(倍)	65.8	42.9	35.6	27.7	22.2
核心市盈率(倍)	65.8	42.9	35.6	27.7	22.2
每股现金流量(人民币)	2.66	3.54	3.78	5.49	6.29
价格/每股现金流量(倍)	41.0	30.8	28.9	19.9	17.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	43.1	27.6	22.7	17.6	14.0
每股股息(人民币)	0.168	0.364	0.517	0.612	0.718
股息率(%)	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

腾讯控股 14 年 4 季度业绩电话会摘要

(1) 微信朋友圈广告

目前，此项服务还处于试运营，只有 10 个广告商，已经收到了用户和广告商的良好反响。公司预计微信朋友圈广告有望实现大幅收入增长，目前正在寻求合适的途径。用户体验仍是首要问题。全面推广的时间尚未确定。

(2) 微信官方账号广告

短期内，来自于微信官方账号的收入贡献将超过微信朋友圈。腾讯正通过广告吸金，越来越多的官方账号正在涉足此项服务。广告收入将按毛收入统计。

(3) 广告销售网络

腾讯将通过其封闭的业务模式，大力发展电子商务、O2O 和其他合作广告或商业网络业务。

(4) 视频内容成本

2015 年，腾讯将继续积极的投资于视频和其他数字内容。公司已经与 NBA、HBO 和其他数字内容供应商展开了合作。

(5) 移动游戏前景

游戏商正在努力将腾讯平台上的游戏业务的类别从休闲游戏扩大至中-重度游戏。季度每用户平均收入也从 3 季度的 120-130 人民币增长至 4 季度的 155-165 人民币。同时，3 季度总移动游戏收入为 30 亿人民币，其中收入分成达到 4.3 亿人民币。得益于新上线的游戏，腾讯的网页游戏组合好于同业。

(6) 微信 O2O 解决方案和公共平台

腾讯将与垂直领先企业进行合作，并对其投资，同时利用公共平台与服务供应商共建移动业务体系。

(7) 移动手机硬件

腾讯不会直接进入硬件生产领域，但是会与相关企业合作。独家代理的合作方式不太可能。

(8) 微信和 QQ 的电子商务业务

虽然腾讯与京东合作，提供集中的 B2C 电子商务，但是公共平台仍然坚持去集中化和 C2C 电子商务业务。

(9) 红包

QQ 钱包和微信支付的合计银行卡账户已经超过了 1 亿。商品的现金额及优惠红包和用户发出的红包总量分别是腾讯在农历春节期间红包营销费用的 10 倍和 100 倍。

(10) 微众银行

微众银行定于 4 月营业。初期，微众银行将服务于个人客户和被传统银行所忽略的小企业。微众银行将成为与现有银行合作的平台。

图表 1. 腾讯季度业绩摘要及预测

损益表(人民币, 百万)	2013	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2015E	2016E
总收入	60,437	18,400	19,746	19,808	20,978	78,932	21,977	23,783	25,842	27,054	98,657	123,946
增值服务	44,985	14,413	15,713	16,047	17,137	63,310	18,496	18,922	20,012	20,568	77,998	91,822
在线广告	5,034	1,177	2,064	2,440	2,627	8,308	2,368	3,580	4,421	4,965	15,334	24,357
其他	622	286	645	862	768	2,561	1,114	1,281	1,409	1,521	5,324	7,767
销售成本	(27,778)	(7,800)	(7,574)	(7,167)	(8,332)	(30,873)	(8,488)	(9,028)	(9,710)	(10,228)	(37,454)	(46,311)
毛利润	32,659	10,600	12,172	12,641	12,646	48,059	13,489	14,756	16,132	16,825	61,203	77,635
销售和营销费用	(5,695)	(1,855)	(1,973)	(1,906)	(2,063)	(7,797)	(2,242)	(2,378)	(2,584)	(2,705)	(9,910)	(12,339)
研发费用	(5,095)	(1,512)	(1,881)	(2,027)	(2,161)	(7,581)	(2,242)	(2,355)	(2,533)	(2,557)	(9,685)	(11,419)
一般和管理费用	(4,893)	(1,425)	(1,572)	(1,763)	(1,814)	(6,574)	(1,824)	(1,926)	(2,145)	(2,245)	(8,141)	(10,065)
经营利润	19,194	7,790	7,843	7,515	7,394	30,542	8,262	9,206	9,716	10,188	37,372	47,732
财务成本, 净值	(84)	(238)	(354)	(317)	(273)	(1,182)	(320)	(340)	(350)	(360)	(1,370)	(1,540)
投资收入, 净值	170	44	23	(139)	(275)	(347)	(200)	(100)	(100)	(100)	(500)	(550)
税前利润	19,280	7,596	7,512	7,059	6,846	29,013	7,742	8,766	9,266	9,728	35,502	45,642
所得税	(3,718)	(1,164)	(1,686)	(1,383)	(892)	(5,125)	(1,200)	(1,841)	(1,760)	(1,654)	(6,455)	(8,449)
净利润	15,502	6,457	5,836	5,657	5,860	23,810	6,462	6,825	7,405	7,974	28,667	36,893
非公认会计准则下净利润	16,975	5,194	5,874	6,433	6,723	24,224	7,011	7,420	8,051	8,651	31,133	40,113
非公认会计准则下摊薄每股收益(港币)	2.30	0.69	0.78	0.87	0.90	3.25	0.94	0.99	1.07	1.15	4.14	5.33

增长分析(%)

总收入 - 同比	38	36	37	28	24	31	19	20	30	29	25	26
总收入 - 环比		8	7	0	6		5	8	9	5		
非公认会计准则下净利润 - 同比	19	29	42	47	51	43	35	26	25	29	29	29
非公认会计准则下净利润-环比		17	13	10	5		4	6	9	7		

利润率分析(%)

毛利率	54.0	57.6	61.6	63.8	60.3	60.9	61.4	62.0	62.4	62.2	62.0	62.6
销售和营销费用	9.4	10.1	10.0	9.6	9.8	9.9	10.2	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
研发费用	8.4	8.2	9.5	10.2	10.3	9.6	10.2	9.9	9.8	9.5	9.8	9.2
一般和管理费用	8.1	7.7	8.0	8.9	8.6	8.3	8.3	8.1	8.3	8.3	8.3	8.1
经营利润率	31.8	42.3	39.7	37.9	35.2	38.7	37.6	38.7	37.6	37.7	37.9	38.5
实际税率	19.3	15.3	22.4	19.6	13.0	17.7	15.5	21.0	19.0	17.0	18.2	18.5
非公认会计准则下净利率	28.1	28.2	29.7	32.5	32.0	30.7	31.9	31.2	31.2	32.0	31.6	32.4

资料来源: 公司数据、中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	60,437	78,932	98,657	123,946	146,717
销售成本	(27,778)	(30,873)	(37,454)	(46,311)	(52,344)
经营费用	(9,858)	(13,727)	(19,841)	(25,712)	(30,890)
息税折旧前利润	22,800	34,332	41,362	51,922	63,483
折旧及摊销	(3,606)	(3,790)	(3,990)	(4,190)	(4,390)
经营利润(息税前利润)	19,194	30,542	37,372	47,732	59,093
净利息收入(费用)	(84)	(1,182)	(1,370)	(1,540)	(1,850)
其他收益/(损失)	170	(347)	(500)	(550)	(500)
税前利润	19,280	29,013	35,502	45,642	56,743
所得税	(3,718)	(5,125)	(6,455)	(8,449)	(10,504)
少数股东权益	(61)	(78)	(380)	(300)	(300)
净利润	15,502	23,810	28,667	36,893	45,938
核心净利润	15,502	23,810	28,667	36,893	45,938
每股收益(人民币)	1.660	2.545	3.064	3.943	4.910
核心每股收益(人民币)	1.660	2.545	3.064	3.943	4.910
每股股息(人民币)	0.168	0.364	0.517	0.612	0.718
收入增长(%)	38	31	25	26	18
息税前利润增长(%)	24	59	22	28	24
息税折旧前利润增长(%)	26	51	20	26	22
每股收益增长(%)	21	53	20	29	25
核心每股收益增长(%)	21	53	20	29	25

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日:12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	20,228	42,713	60,535	79,822	104,264
应收帐款	2,955	4,588	4,824	6,060	7,174
库存	1,384	244	244	244	244
其他流动资产	29,119	27,776	32,730	40,975	48,996
流动资产总计	53,686	75,321	98,332	127,101	160,678
固定资产	10,734	12,016	16,502	22,259	29,026
无形资产	4,103	9,304	15,898	22,492	29,086
其他长期资产	38,712	74,525	83,933	93,583	103,522
长期资产总计	53,549	95,845	116,333	138,333	161,634
总资产	107,235	171,166	214,665	265,434	322,311
应付帐款	16,926	27,806	25,151	31,278	35,961
短期债务	2,589	5,049	5,049	5,049	5,049
其他流动负债	13,752	17,180	22,017	27,992	33,452
流动负债总计	33,267	50,035	52,217	64,319	74,462
长期借款	12,464	30,535	45,535	50,535	55,535
其他长期负债	3,041	8,472	8,472	8,472	8,472
股本	57,945	80,013	105,950	139,318	180,751
股东权益	518	2,111	2,491	2,791	3,091
少数股东权益	107,235	171,166	214,665	265,434	322,311
总负债及权益	6.33	8.67	11.48	15.09	19.58
每股帐面价值(人民币)	5.88	7.66	9.76	12.66	16.43
每股有形资产(人民币)	(0.56)	(0.77)	(1.08)	(2.63)	(4.73)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	15,502	23,810	28,667	36,893	45,938
折旧与摊销	3,606	3,790	3,990	4,190	4,390
净利息费用	84	1,182	1,370	1,540	1,850
运营资本变动	5,915	(1,888)	(216)	7,171	5,269
其他经营现金流	(733)	5,817	1,054	884	574
经营活动产生的现金流	24,374	32,711	34,865	50,678	58,021
购买固定资产净值	(4,599)	(9,472)	(6,709)	(8,180)	(9,390)
投资减少/增加	(4,452)	(29,862)	(14,000)	(14,000)	(14,000)
其他投资现金流	(10,083)	10,946	(6,561)	(8,561)	(8,561)
投资活动产生的现金流	(19,134)	(28,388)	(27,270)	(30,741)	(31,951)
净增权益	(1,290)	0	0	0	0
净增债务	4,699	20,531	15,000	5,000	5,000
支付股息	(1,541)	(3,358)	(4,774)	(5,649)	(6,628)
其他融资现金流	(160)	1,177	0	0	0
融资活动产生的现金流	1,708	18,350	10,226	(649)	(1,628)
现金变动	6,948	22,673	17,822	19,287	24,442
期初现金	13,383	20,228	42,713	60,535	79,822
公司自由现金流	5,240	4,323	7,595	19,937	26,070
权益自由现金流	9,939	24,854	22,595	24,937	31,070

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	37.7	43.5	41.9	41.9	43.3
息税前利润率(%)	31.8	38.7	37.9	38.5	40.3
税前利润率(%)	31.9	36.8	36.0	36.8	38.7
净利率(%)	25.6	30.2	29.1	29.8	31.3
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.5	1.9	2.0	2.2
利息覆盖率(倍)	227.6	25.8	27.3	31.0	31.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.5	1.9	2.0	2.2
估值					
市盈率(倍)	65.8	42.9	35.6	27.7	22.2
核心业务市盈率(倍)	65.8	42.9	35.6	27.7	22.2
目标价对应核心业务市	72.6	47.3	39.3	30.6	24.5
盈率(倍)					
市净率(倍)	17.3	12.6	9.5	7.2	5.6
价格/现金流(倍)	41.0	30.8	28.9	19.9	17.4
企业价值/息税折旧前利	43.1	27.6	22.7	17.6	14.0
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	12.8	9.6	2.4	1.9	1.7
应收帐款周转天数	16.0	17.4	17.4	16.0	16.5
应付帐款周转天数	82.9	103.4	98.0	83.1	83.6
回报率					
股息支付率(%)	9.9	14.1	16.7	15.3	14.4
净资产收益率(%)	31.2	34.5	30.8	30.1	28.7
资产收益率(%)	17.0	18.1	15.8	16.2	16.4
已运用资本收益率(%)	30.4	31.9	27.0	26.8	26.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371