

**中国：网络软件与服务**
**2015年03月19日**
**投资建议：**
**买入 (维持评级)**

 目标价隐含涨/跌幅：**17.7%**

 日期 **2015/03/18**

收盘价	<b>HK\$135.90</b>
十二个月目标价	<b>HK\$160.00</b>
前次目标价	<b>HK\$150.00</b>
香港恒生指数	<b>24,120.1</b>

**信息更新：**

- ▶ 腾讯 2014 年 4 季度净利润环比/同比增长 3.6%/50%，与本中心预估基本一致。
- ▶ 我们将目标价上调至 160 港元，重申买入评级。

**本中心观点：**

- ▶ 我们将 2015/16 年净利润预估上调 2%/8%，以反映腾讯网络游戏与广告业务的稳健增长。

**公司简介：** 腾讯为中国互联网服务与移动增值服务的主要供货商，并提供微信即时通讯服务。

**股价相对香港恒生指数表现**


市值	<b>RMB1,085,258.1 百万元</b>
六个月平均日成交量	<b>RMB1,247.6 百万元</b>
流通在外股数(百万股)	<b>9,373.2</b>
自由流通股数比例	<b>90.4%</b>
大股东：持股比例	<b>Naspers, 6.8%</b>
净负债比率	<b>(54.8%)</b>
每股净值 (2015F)	<b>RMB12.28</b>
市净率 (2015F)	<b>8.85 倍</b>

**简明损益表(RMB 百万元)**

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	60,437	79,229	98,832	120,402
营业利润	16,975	26,404	37,272	46,294
税后净利润*	15,500	24,052	30,660	38,376
每股收益(元)	1.67	2.60	3.31	4.15
每股收益年增长率 (%)	20.2	55.2	27.5	25.2
每股股利(元)	0.94	0.26	0.33	0.41
市盈率 (倍)	65.1	42.0	32.9	26.3
股利收益率(%)	0.9	0.2	0.3	0.4
净资产收益率 (%)	30.8	34.1	31.1	28.3

\* 归属股东税后净利润

**报告分析师：**
**王佳卉**

+86 21 6187 3821 nice.wang521@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

**应豪**

+86 21 6187 3824 francisying@yuanta.com

## 腾讯 (700 HK)

### 网络游戏与广告业务未来增长可期

**重申买入评级，目标价上调至 160 港元：**我们对腾讯重申买入评级，将目标价上调至 160 港元，隐含 18% 的上涨空间。我们依然看好腾讯，系因 1) 公司在中国互联网行业处于领先地位；2) 利用社交和娱乐平台庞大的用户群，实现业务持续增长；3) 扎实推进 O2O 生态系统建设。

**盈利稳健：**3 月 18 日盘后腾讯公布 2014 年 4 季度和 2014 年财务及运营业绩。4 季度营收环比/同比增长 5.9%/23.6% 至人民币 210 亿元，同期净利润环比/同比增长 3.6%/50% 至人民币 59 亿元。

2014 年 4 季度公司营收和净利润与本中心和市场预估基本一致。

**广告业务持续增长，带动网络游戏业务上升：**我们将 2014 年 4 季度稳健的营收归因于网络游戏业务的增长（环比增长 5.7%，2014 年 3 季度同比增长 2.2%）以及广告业务的持续增长。自 2014 年 3 季度技术问题得到解决后，微信平台发布了一系列新款游戏。腾讯广告业务增长主要受视频广告和移动社交网络效果广告营收增长所推动，后者主要受 QQ 空间手机版和微信公众账号所推动。我们预计公司广告业务将持续增长，动能来自 1) 投资腾讯视频内容，腾讯视频占据市场领先地位；2) 用户群达 5 亿的微信朋友圈，可通过该平台开展商业化。

**我们将 2015/16 年净利润预估上调 2%/8%：**我们调升净利润预估以反映腾讯 2014 年 4 季度的稳健业绩。我们也将 2015/16 年营收预估上调 3%/4%，以反映移动游戏增长和网络广告业务潜力高于预期。

**分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。**

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

## 盈利预估和估值

我们将腾讯 2015/16 年营收预估上调 3%/4%，以反映移动游戏增长和网络广告业务潜力高于预期。我们将 2015/16 年净利润预估上调 2%/8%，维持 2015 年净利率预估不变，以反映公司对视频内容的持续投资，公司管理层希望保持其市场领先地位。我们上调 2016 年净利率预估，以反映我们看好公司盈利能力的不断提升。

我们对腾讯重申买入评级，将目标价上调至 160 港元，隐含 18% 的上涨空间。我们依然看好腾讯，系因 1) 公司在中国互联网行业处于领先地位；2) 利用社交和娱乐平台庞大的用户群，实现业务持续增长；3) 扎实推进 O2O 生态系统建设。本中心估值系基于 2015 年预期市盈率和现金流折现估值加权平均计算得出。考虑到我们对中国 TMT 板块以及腾讯领先地位的看法，我们维持市盈率倍数 37 倍不变。本中心新的现金流折现估值目标价较前次升高 12%，反映我们对公司财务前景持更加乐观的看法。

主要下行风险：网络游戏增速低于预期、微信广告效果低于预期、微信和 QQ 的受欢迎度下降以及政治风险。

图 1：预估值及估值调整

人民币百万	调整前		调整后		差异	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
总营收	96,335	115,680	98,832	120,402	3%	4%
毛利润	61,330	72,741	62,838	76,533	2%	5%
净利润	30,081	35,613	30,660	38,376	2%	8%
毛利率	64%	63%	64%	64%	+0 个百分点	+1 个百分点
净利率	31%	31%	31%	32%	+0 个百分点	+1 个百分点
市盈率估值 (倍)	37		37		0%	
现金流折现估值 (港元)	146.9		163.9		12%	
目标价 (港元)	150.0		160.0		7%	

资料来源：公司资料，元大

图 2：财务预估

人民币百万	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014A	2015F	2016F
总营收	22,431	24,376	25,309	26,716	79,229	98,832	120,402
毛利润	14,298	15,480	16,114	16,947	48,356	62,838	76,533
净利润	6,923	7,426	7,869	8,335	24,052	30,660	38,376

资料来源：公司资料，元大

图 3：12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料，元大

图 4：12 个月预期市净率区间图



资料来源：公司资料，元大

## 资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金与短期投资	29,709	43,982	53,437	74,583	118,070
存货	568	1,384	1,808	2,263	2,757
应收帐款及票据	2,354	2,955	3,228	3,547	4,322
其他流动资产	3,878	5,365	6,990	8,763	10,675
<b>流动资产</b>	<b>36,509</b>	<b>53,686</b>	<b>65,463</b>	<b>89,156</b>	<b>135,824</b>
长期投资	12,978	24,694	30,790	37,690	37,423
固定资产	8,753	11,605	14,005	16,814	18,618
什项资产	17,016	17,250	16,606	21,622	28,558
<b>其他资产</b>	<b>38,747</b>	<b>53,549</b>	<b>61,401</b>	<b>76,125</b>	<b>84,600</b>
<b>资产总额</b>	<b>75,256</b>	<b>107,235</b>	<b>126,864</b>	<b>165,281</b>	<b>220,424</b>
应付帐款及票据	4,212	6,680	4,962	6,235	7,511
短期借款	1,077	2,589	2,589	2,589	2,589
什项负债	15,376	23,998	24,111	28,916	35,138
<b>流动负债</b>	<b>20,665</b>	<b>33,267</b>	<b>31,662</b>	<b>37,740</b>	<b>45,238</b>
长期借款	7,517	9,141	9,141	9,141	9,141
其他负债及准备	4,926	6,364	3,370	3,783	9,332
<b>长期负债</b>	<b>12,443</b>	<b>15,505</b>	<b>12,511</b>	<b>12,924</b>	<b>18,473</b>
<b>负债总额</b>	<b>33,108</b>	<b>48,772</b>	<b>44,173</b>	<b>50,664</b>	<b>63,711</b>
股本	0	0	0	0	0
资本公积	3,028	5,721	7,559	11,374	18,338
保留盈余	38,269	52,224	74,608	102,715	137,839
换算调整数	0	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>41,298</b>	<b>57,945</b>	<b>82,168</b>	<b>114,089</b>	<b>156,177</b>

资料来源: 公司资料、元大

## 现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
本期净利润	12,732	15,500	24,052	30,660	38,376
折旧及摊提	2,620	3,606	4,468	3,228	3,834
本期营运资金变动	3,837	8,186	(3,926)	3,530	4,317
其他营业资产	241	(2,918)	(757)	1,569	8,274
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>19,429</b>	<b>24,374</b>	<b>23,838</b>	<b>38,987</b>	<b>54,801</b>
资本支出	(3,970)	(4,881)	(6,433)	(7,452)	(7,324)
本期长期投资变动	(4,225)	(8,107)	(6,166)	(7,136)	0
其他资产变动	(8,076)	(6,146)	(148)	(741)	(790)
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>(16,270)</b>	<b>(19,134)</b>	<b>(12,747)</b>	<b>(15,329)</b>	<b>(8,114)</b>
股本变动	97	(1,295)	0	0	0
本期负债变动	(1,100)	4,699	0	0	0
其他调整数	(1,383)	(1,696)	(1,635)	(2,512)	(3,200)
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>(2,386)</b>	<b>1,708</b>	<b>(1,635)</b>	<b>(2,512)</b>	<b>(3,200)</b>
<b>本期产生现金流量</b>	<b>773</b>	<b>6,948</b>	<b>9,455</b>	<b>21,145</b>	<b>43,488</b>
<b>自由现金流量</b>	<b>3,159</b>	<b>5,240</b>	<b>17,084</b>	<b>28,721</b>	<b>49,565</b>

资料来源: 公司资料、元大

## 损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
<b>营业收入</b>	<b>43,894</b>	<b>60,437</b>	<b>79,229</b>	<b>98,832</b>	<b>120,402</b>
销货成本	(18,207)	(27,778)	(30,873)	(35,994)	(43,869)
<b>营业毛利</b>	<b>25,686</b>	<b>32,659</b>	<b>48,356</b>	<b>62,838</b>	<b>76,533</b>
营业费用	(10,759)	(15,684)	(21,952)	(25,566)	(30,239)
<b>营业利润</b>	<b>14,928</b>	<b>16,975</b>	<b>26,404</b>	<b>37,272</b>	<b>46,294</b>
利息收入	836	1,314	1,676	2,005	2,437
利息费用	(348)	(84)	(1,182)	(1,199)	(1,197)
利息收入净额	488	1,230	494	806	1,240
投资利益(损失)净额	407	509	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	(772)	565	2,412	(679)	(786)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	15,051	19,279	29,310	37,399	46,748
所得税费用	(2,266)	(3,718)	(5,163)	(6,618)	(8,221)
<b>税后净利润</b>	<b>12,732</b>	<b>15,500</b>	<b>24,052</b>	<b>30,660</b>	<b>38,376</b>
税前息前折旧摊销前净利	17,547	20,581	30,873	40,500	50,128
每股收益 (RMB)	1.39	1.67	2.60	3.31	4.15
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	1.39	1.67	2.60	3.31	4.15

资料来源: 公司资料、元大

## 主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
<b>年成长率 (%)</b>					
营业收入	54.0	37.7	31.1	24.7	21.8
营业利润	31.4	13.7	55.5	41.2	24.2
税前息前折旧摊销前净	31.9	17.3	50.0	31.2	23.8
税后净利润	24.8	21.7	55.2	27.5	25.2
每股收益	24.18	20.18	55.17	27.48	25.16
<b>获利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	58.5	54.0	61.0	63.6	63.6
营业利润率	34.0	28.1	33.3	37.7	38.4
税前息前 折旧摊销前净利率	40.0	34.1	39.0	41.0	41.6
税后净利润率	29.0	25.6	30.4	31.0	31.9
资产报酬率	19.4	17.1	20.6	21.1	20.0
净资产收益率	35.7	30.8	34.1	31.1	28.3
<b>稳定/偿债能力分析</b>					
负债权益比 (%)	20.4	20.1	14.2	10.2	7.5
净现金(负债)权益比(%)	50.1	55.2	50.4	54.8	67.9
利息保障倍数 (倍)	44.3	229.6	25.8	32.2	40.1
利息及短期债	10.8	7.2	8.1	10.2	12.7
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	55.9	289.0	20.2	32.5	45.8
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	13.6	9.1	6.3	10.3	14.5
流动比率 (倍)	1.8	1.6	2.1	2.4	3.0
速动比率 (倍)	1.7	1.6	2.0	2.3	2.9
净负债 (RMB 百万元)	(21,115)	(32,252)	(41,707)	(62,853)	(106,340)
每股净值 (RMB)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
<b>评价指标 (倍)</b>					
市盈率	78.3	65.1	42.0	32.9	26.3
股价自由现金流量比	63.1	38.3	59.1	35.2	20.4
市净率	24.1	17.4	12.3	8.8	6.5
股价税前息前折旧摊销 前净利比	56.8	49.1	32.7	24.9	20.1
股价营收比	22.7	16.7	12.7	10.2	8.4

资料来源: 公司资料、元大

## 附录 A: 重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 腾讯 (700 HK) - 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2012/05/18	224.00	260.00	260.00	买入	何景行
2	2013/06/06	300.20	325.00	325.00	持有-超越同业	王佳卉
3	2013/08/15	368.00	390.00	390.00	持有-超越同业	王佳卉
4	2013/11/14	410.80	430.00	430.00	持有-超越同业	王佳卉
5	2014/05/16	106.50	130.00	130.00	买入	王佳卉
6	2014/08/22	130.70	156.00	156.00	买入	王佳卉
7	2014/09/15	122.90	156.00	156.00	买入	王佳卉
8	2014/11/13	129.50	150.00	150.00	买入	王佳卉
9	2014/12/24	112.70	143.00	143.00	买入	王佳卉
10	2015/01/21	128.70	150.00	150.00	买入	王佳卉

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	202	49%
持有-超越同业	104	25%
持有-落后同业	44	11%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	6	1%
总计:	411	100%

资料来源: 元大

### 投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。  
限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

#### 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大宝来证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼