

互聯網	收盤價	目標價	潛在漲幅
	港元 420	港元 535	+27%

2018年3月23日

騰訊 (700 HK)

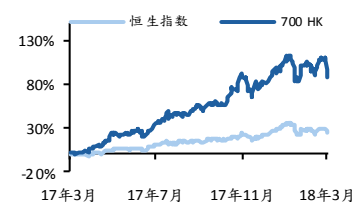
看好 2018 年手游業務，金融增長可期，大股東減持影響短暫

- 騰訊 3 月 23 日發公告，大股東 Naspers 于當日減持。騰訊大股東 MIH TC (Naspers 附屬公司，騰訊持股股東) 按 769.4 億港元總價出售約 1.9 億股騰訊股份，占總發行股份約 2%，交易價格每股 405 港元。MIH 于 2001 年以 3200 萬美元入股騰訊，持股 46%，截至本次交易前，其持股比例為 33.17%，總價值達 1650 億美元，本次出售後，持股比例降至 31.17%。據報導，本次轉讓已獲得對沖基金及多家中資背景機構等全部認購。
- 騰訊 3 月 21 日發佈 2017 業績，由於手遊表現低於預期，次日股價下跌 3%，加上股東減持，至今累計跌 9%，但我們認為 2018 年手遊表現可期。2017 年手游毛收入 628 億元 (人民幣，下同)，同比增 64%。2018 年手遊包括：QQ 炫舞、地下城與勇士、劍網 3 等多個經典 IP 手遊版，我們估計全年手游毛收入仍會有同比 50% 的增長，其中王者榮耀表現穩定，QQ 飛車估計貢獻超過 100 億元毛收入。
- 騰訊新業務收入增速快，金融服務收入是未來最大增長點。根據財報數據，2017 年，金融相關收入及雲收入合計達到 433 億元，我們估算其中金融相關收入已達 400 億元，同比增 160%。2017 年，財付通 (微信支付+QQ 錢包) 綁卡用戶超過 8 億，微信線下支付規模較 2016 年翻倍增長，理財通資產管理規模達到 3,000 億元 (餘額寶 1.5 萬億元)，微粒貸消費貸款餘額超過 1,000 億元。未來，騰訊將繼續在金融全產業鏈佈局，包括消費貸款 (微粒貸，日息 0.02%-0.05%，免息期 1-19 天不等)、財富管理 (理財通) 微眾銀行等服務，是騰訊長期最大增長點。
- 估值：騰訊手游、金融服務及廣告仍有增長空間，金融服務及雲收入占比的提升 (預計 2018 年將升至 21%) 雖然會拉低利潤率，但長期來看，是騰訊提升估值的重要佈局業務。我們認為大股東減持對公司業務無影響，且仍持股 31%，未來兩年不會繼續減持。我們給予騰訊 2018 年 45 倍市盈率，以及金融服務 12 倍 2018 年市銷率，對應 1000 億美元金融業務估值，維持買入評級及 535.00 港元的目標價，對應 2018 年/19 年 53 倍/42 倍市盈率。

個股評級

買入

1 年股價表現



資料來源: 彭博

股份資料

52 周高位 (港元)	476.60
52 周低位 (港元)	218.2
市值 (港元百萬)	3,989,738
日均成交量 (百萬)	27.37
年初至今變化 (%)	3.45
200 天平均價 (港元)	367.96

資料來源: 彭博

谷馨瑜 CPA

connie.gu@bocomgroup.com

(86) 10 8800 9788 - 8045

孫夢琪

mengqi.sun@bocomgroup.com

(86) 10 8800 9788 - 8048

周詰

zhe.zhou@bocomgroup.com

(86) 10 8800 9788 - 8041

財務資料一覽

年結 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入 (百萬人民幣)	151,938	237,760	332,841	436,116	535,349
同比增長 (%)	48	56	40	31	23
淨利潤 (百萬人民幣) ^A	45,420	65,126	83,887	104,584	122,797
每股盈利 (人民幣) ^A	4.79	6.83	8.77	10.92	12.79
同比增長 (%)	40	43	29	25	17
市盈率 (倍)	76	53	41	32	28
每股帳面值 (人民幣)	20	26	38	53	69
市賬率 (倍)	18	13	9	7	5

資料來源: 公司資料、交銀國際預測 ^A非 GAAP 基礎

2018年3月23日

騰訊 (700 HK)

王者榮耀、QQ 飛車手遊收入估算

王者榮耀：我們估算王者榮耀全年流水約 160 億-200 億元，對騰訊手遊貢獻 25-30% 的收入，DAU 5000 萬左右，MAU 1.8 億，月均付費率 15%。2018 年 1 季度，遊戲玩家雖然被吃雞遊戲部分分流，但受春節推動，王者榮耀手遊收入繼續排在 App Annie 暢銷榜第一名。騰訊新遊戲 QQ 飛車在去年 12 月發佈之後，迅速排到第二位，已超過夢幻西遊。

QQ 飛車：QQ 飛車繼承了此前 PC 版的經典賽道、玩法，以及人物裝扮，並加入基於手遊操作的新操作模式以及與 QQ 音樂版權合作。該遊戲從用戶群體角度看，一方面可拉動原 PC 端玩家的回歸（註冊人數 4.5 億，ACU 300 萬），另一方面由於操作簡單、單局時間短，仍可吸引新玩家的加入。按照 DAU 2000 萬，ARPU 100 元/月，我們估計月流水超 10 億元，全年流水將超過 100 億元。

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義：

買入：預期個股未來 12 個月的總回報**高於**相關行業。
中性：預期個股未來 12 個月的總回報與相關行業**一致**。
沽出：預期個股未來 12 個月的總回報**低於**相關行業。
無評級：對於個股未來 12 個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義：

領先：分析員預期所覆蓋行業未來 12 個月的表現相對於大盤標竿指數**具吸引力**。
同步：分析員預期所覆蓋行業未來 12 個月的表現與大盤標竿指數**一致**。
落後：分析員預期所覆蓋行業未來 12 個月的表現相對於大盤標竿指數**不具吸引力**。
香港市場的標竿指數為**恒生綜合指數**，A 股市場的標竿指數為 **MSCI 中國 A 股指數**，美國上市中概股的標竿指數為**標普美國中概股 50 (美元) 指數**。

2018年3月23日

騰訊 (700 HK)

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點并無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們并無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益，除了一位覆蓋分析師持有世茂房地產控股有限公司之股份。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、國聯證券股份有限公司、鄭州銀行股份有限公司、盈健醫療集團有限公司、中糧肉食控股有限公司、河北翼辰實業集團股份有限公司、中國飛機租賃集團控股有限公司、東方證券股份有限公司、無錫市建設發展投資有限公司、國銀金融租賃股份有限公司、鳳凰醫療集團有限公司、光大證券股份有限公司、中國首控集團有限公司、佳源國際控股有限公司、瀘州市興瀘水務(集團)有限公司、中國郵政儲蓄銀行股份有限公司、招商證券股份有限公司、山東省國際信託股份有限公司、廣東康華醫療股份有限公司、中信建投證券股份有限公司、交銀國際控股有限公司、HPC Holdings Limited、國泰君安證券股份有限公司、中原銀行股份有限公司、四川能投發展股份有限公司及光年控股有限公司有投資銀行業務關係。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有東方證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有光大證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有國聯證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有國泰君安證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中國宇華教育集團有限公司的股本證券逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示并保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，并且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，并且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、并可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來、或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當并提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告并非旨在包含投資者所需要的所有資訊，并可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因數所影響。交銀國際證券不暗示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供資料之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而非非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的附屬公司。