

買入

2008年8月5日

互聯網增值服務收入超過預期，提升公司目標價為 92.5 港元

- **2008年互聯網增值服務（不含網遊）收入將達到 30 億元人民幣：**平臺化戰略的持續實施，使得用戶在 QQ 上就能獲得幾乎所有在互聯網上的體驗，大大提升了 QQ 對用戶的吸引力和粘度；同時，08 年上半年中國線民增長至 2.53 億，在去年 1.62 億的基礎上增長了 56%，使得 QQ 註冊用戶和活躍用戶同步大幅增長。我們分析上半年 QQ 付費會員已經達到 800 萬，比去年末增長 60%，全年 QQ 會員預測將突破 1000 萬，實現收入 12 億元人民幣，同比翻倍增長。從歷史資料分析來看，QQ Zone 收入略高於 QQ 會員，基本與 QQ 會員同步增長，這兩塊是主要業務收入，因此我們預測該塊收入 08 年將實現 30 億元人民幣。
- **2008年網遊將實現 20 億元收入：**我們分析今年上半年網遊可以實現 8.7 億元人民幣收入，超過去年全年 7.9 億元。公司最新三款網路遊戲最高峰時各擁有超過 40 萬的用戶，我們預測全年網遊可以帶來 20 億元人民幣的收入。
- **廣告業務收入維持 08 年 9.9 億元收入不變，但費用支出提高近 5 千萬元人民幣：**雖然公司 2 季度四川地震影響了廣告收入，但獲得 2008 北京奧運賽事的互聯網轉播授權和 2010 年世界博覽會獨家互聯網合作夥伴將提升公司 08 年的廣告收入，因此我們維持 08 年 9.9 億元的收入不變。但相應的廣告費用支出將大大增加，增加了近 5 千萬元人民幣。
- **目標價調高至 92.5 港元，評級為買入：**我們提升了 08 年公司互聯網增值服務收入預測，因此 08 年收入和盈利預測的相應提升。我們設置騰訊目標價為 92.5 港元，該目標價相當於 09 年盈利的 33.6 倍，08 年盈利的 50 倍，09 年的 PEG 為 0.53。該目標價與現價相比，有 33% 的上升空間，維持投資評級為買入。

第一上海研究部

86755-33331811

主要資料

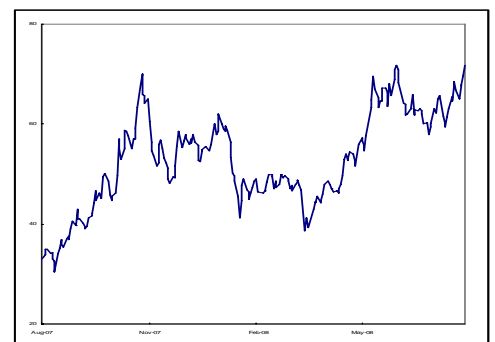
| | |
|---------|---|
| 行業 | 資訊科技 |
| 股價 | 69.35 港元 |
| 目標價 | 92.5 港元 (+33%) |
| 股票代碼 | 0700 |
| 市值 | 1243.45 億港元 |
| 已發行股本 | 17.93 億股 |
| 52 周高/低 | 28.5 港元/72.8 港元 |
| 每股淨現值 | 2.96 港元 |
| 主要股東 | MIH China (35.24%) Advance Data (12.81%) ABSA Bank (10.34%) |

表 1：盈利摘要

| 截止12月31日財政年度 | 2006实际 | 2007实际 | 2008预测 | 2009预测 | 2010预测 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 (百万人民币) | 2,800 | 3,821 | 7,083 | 10,103 | 14,643 |
| 变动 (%) | 96.3% | 36.4% | 85.4% | 42.6% | 44.9% |
| 净利润 (百万人民币) | 1,064 | 1,566 | 2,986 | 4,471 | 6,685 |
| 每股摊薄收益 (人民币) | 0.58 | 0.85 | 1.61 | 2.39 | 3.54 |
| 变动 (%) | 121.4% | 45.7% | 89.0% | 48.4% | 48.2% |
| 市盈率@69.35港元(倍) | 122.1 | 73.2 | 37.4 | 25.2 | 17.0 |
| 每股派息 (人民币) | 0.12 | 0.26 | 0.50 | 0.74 | 1.10 |
| 息率 (%) | 0.17% | 0.42% | 0.83% | 1.23% | 1.82% |

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

目標價 92.5 港元，評級維持買入

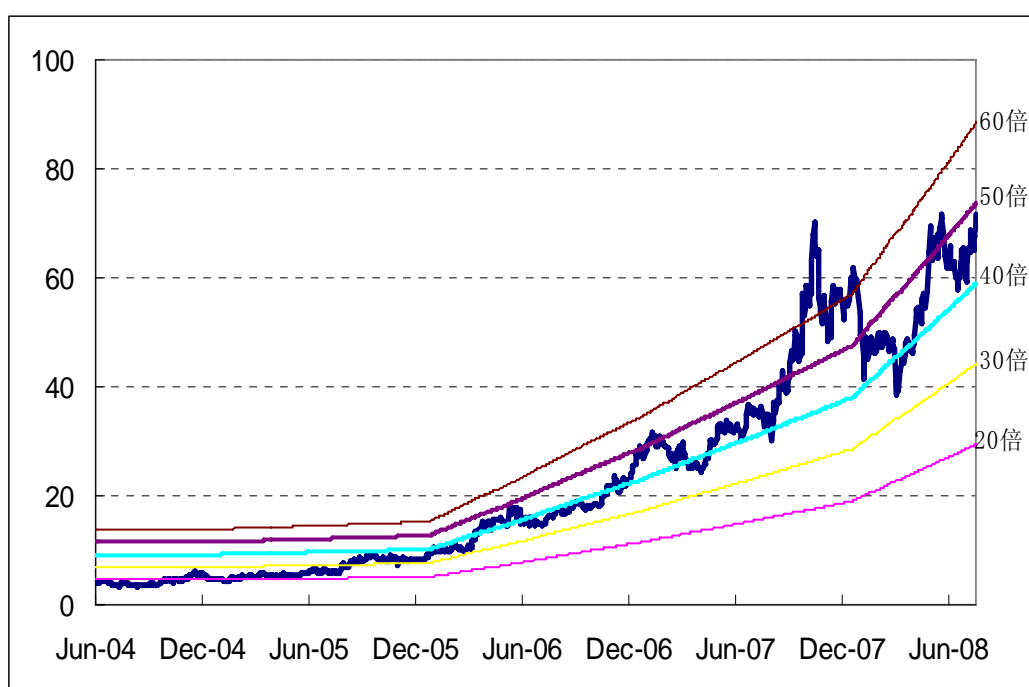
我們選取了同類型的互聯網公司，通過綜合分析，我們取騰訊目標價為 92.5 港元，該目標價相當於為 09 年每股盈利的 33.6 倍，08 年每股盈利的 50 倍。儘管行業 09 年市盈率為 26.9 倍，但預測公司盈利增長迅速，對應 09 年的 PEG 為 0.53，遠遠低於行業平均水準。

圖表 1：主要財務資料

| 公司 | 股票代码 | 上市地点 | 07年EPS | 08年EPS | 09年EPS | 10年EPS | 现价 | 09年PE | 09年PEG | CAGR |
|--------|-------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| 百度 | bidu | 美国 | 2.42 | 4.37 | 7.13 | 10.68 | 344.17 | 48.27 | 0.75 | 64.0% |
| Google | goog | 美国 | 15.59 | 19.71 | 24.19 | 28.93 | 467.86 | 19.34 | 0.85 | 22.9% |
| Yahoo | yhoo | 美国 | 0.47 | 0.44 | 0.55 | 0.71 | 19.80 | 36.00 | 2.44 | 14.7% |
| 网易 | ntes | 美国 | 1.31 | 1.43 | 1.66 | 1.62 | 23.12 | 13.93 | 1.90 | 7.3% |
| 搜狐 | sohu | 美国 | 0.90 | 3.28 | 4.04 | 4.45 | 79.21 | 19.61 | 0.28 | 70.4% |
| 新浪 | sina | 美国 | 1.12 | 1.57 | 2.06 | 2.66 | 46.20 | 22.43 | 0.67 | 33.4% |
| 阿里巴巴 | 1688 | 香港 | 0.21 | 0.27 | 0.37 | 0.53 | 10.54 | 28.49 | 0.79 | 36.2% |
| 行业平均 | | | | | | | | 26.87 | 1.15 | 35.6% |
| 騰訊 | 0700 | 香港 | 0.95 | 1.85 | 2.75 | 4.07 | 69.35 | 25.23 | 0.40 | 62.6% |

資料來源：Thomson，2008年8月4日股價，第一上海

圖表 2：騰訊 P/E Band



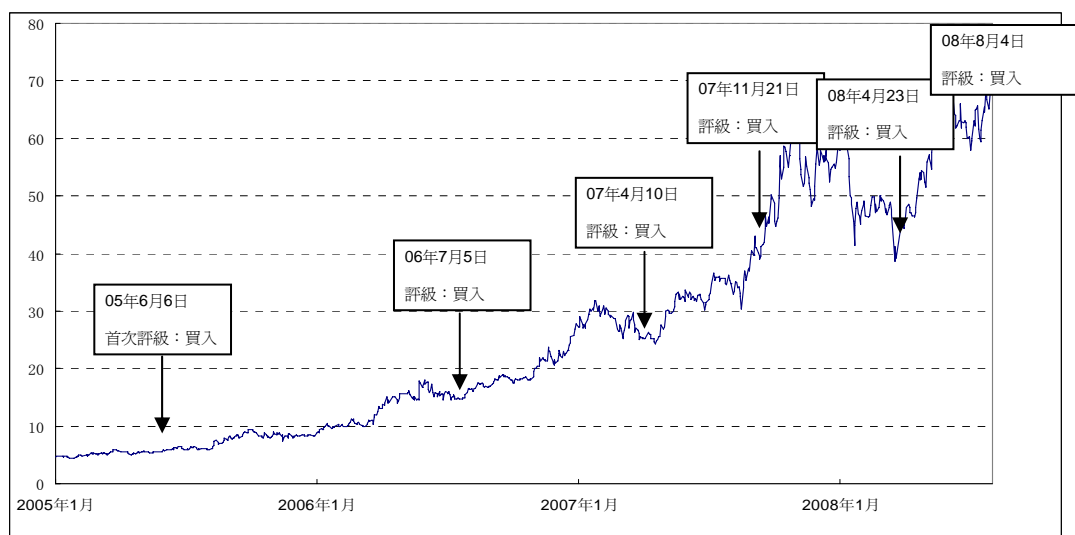
資料來源：Bloomberg，第一上海

圖表 3：騰訊分類業務收入預測

| 截止12月31日財政年度 | 2006实际 | 2007实际 | 2008预测 | 2009预测 | 2010预测 |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 互联网增值服务 | 1,825.34 | 2,513.73 | 5,000.00 | 7,317.07 | 10,800.00 |
| 增幅 | 132.0% | 37.7% | 98.9% | 46.3% | 47.6% |
| 移动及电信增值服务 | 700.11 | 807.65 | 1,090.32 | 1,201.64 | 1,311.95 |
| 增幅 | 35.3% | 15.4% | 35.0% | 10.2% | 9.2% |
| 网络广告 | 266.68 | 493.02 | 986.04 | 1,577.66 | 2,524.25 |
| 增幅 | 136.4% | 84.9% | 100.0% | 60.0% | 60.0% |
| 其他 | 8.30 | 6.53 | 7.00 | 7.00 | 7.00 |
| 增幅 | -13.8% | -21.3% | 7.2% | 0.0% | 0.0% |
| 收入 | 2,803.48 | 3,822.30 | 7,085.70 | 10,104.54 | 14,644.37 |
| 增幅 | 96.5% | 36.3% | 85.4% | 42.6% | 44.9% |
| 收入成本 | (817.06) | (1,117.56) | (1,711.46) | (2,266.06) | (3,044.88) |
| 增幅 | 73.9% | 36.8% | 53.1% | 32.4% | 34.4% |
| 毛利 | 1,987.38 | 2,705.11 | 5,375.08 | 7,838.91 | 11,599.95 |
| 增幅 | 107.8% | 36.1% | 98.7% | 45.8% | 48.0% |

資料來源：公司資訊，第一上海

圖表 4：歷史評級描述



主要財務報表

损益表

<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>

| | 2006年 实际 | 2007年 实际 | 2008年 预测 | 2009年 预测 | 2010年 预测 |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 收入 | 2,800.4 | 3,820.9 | 7,083.4 | 10,103.4 | 14,643.2 |
| 毛利 | 1,983.4 | 2,703.4 | 5,371.9 | 7,837.3 | 11,598.3 |
| 其他业务收入 | 832 | 692 | 115.9 | 131.4 | 197.2 |
| 销售及管理费用 | (903.3) | (1,137.6) | (2,103.7) | (2,903.7) | (4,200.5) |
| 营运收入 | 1,163.3 | 1,635.0 | 3,384.0 | 5,065.0 | 7,595.1 |
| 财务开支 | (46.5) | (100.2) | (136.0) | (149.6) | (164.6) |
| 税前盈利 | 1,116.8 | 1,534.8 | 3,248.0 | 4,915.4 | 7,430.5 |
| 所得税 | (53.0) | 33.5 | (259.8) | (442.4) | (743.1) |
| 净利润 | 1,063.8 | 1,568.3 | 2,988.2 | 4,473.1 | 6,687.5 |
| 折旧及摊销 | 134.4 | 191.8 | 313.7 | 464.8 | 651.4 |
| EBITDA | 1,297.7 | 1,826.9 | 3,697.8 | 5,529.8 | 8,246.5 |
| 总收入 (%) | 96.3% | 36.4% | 85.4% | 42.6% | 44.9% |
| EBITDA (%) | 139.6% | 40.8% | 102.4% | 49.5% | 49.1% |

资产负债表

<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>

| | 2006年 实际 | 2007年 实际 | 2008年 预测 | 2009年 预测 | 2010年 预测 |
|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 现金 | 1,844.3 | 2,948.8 | 3,234.1 | 4,589.7 | 6,361.4 |
| 应收账款 | 550.0 | 689.0 | 1,275.0 | 1,818.6 | 2,635.8 |
| 存货 | 2.5 | 1.7 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| 其他流动资产 | 1,140.3 | 871.0 | 1,045.2 | 1,254.2 | 1,505.1 |
| 总流动资产 | 3,537.1 | 4,510.5 | 5,557.0 | 7,665.1 | 10,504.9 |
| 固定资产 | 549.1 | 839.3 | 1,243.1 | 1,662.6 | 2,262.0 |
| 无形资产 | 155.6 | 670.7 | 1,073.1 | 1,395.0 | 1,813.6 |
| 长期投资 | 130.5 | 360.7 | 519.1 | 590.8 | 694.4 |
| 总资产 | 4,372.3 | 6,381.1 | 8,392.3 | 11,313.6 | 15,274.8 |
| 应付账款 | 867.8 | 1,649.6 | 2,080.1 | 2,660.1 | 3,230.1 |
| 总短期负债 | 867.8 | 1,649.6 | 2,080.1 | 2,660.1 | 3,230.1 |
| 其他负债 | 65.0 | 59.9 | 60.0 | 70.0 | 80.0 |
| 总负债 | 932.8 | 1,709.6 | 2,140.1 | 2,730.1 | 3,310.1 |
| 股东权益 | 3,439.5 | 4,671.5 | 6,252.2 | 8,583.6 | 11,964.8 |
| 每股账面值 | 2.6 | 3.9 | 4.3 | 5.6 | 7.3 |
| 营运资金 | 2,669.2 | 2,860.8 | 3,476.9 | 5,005.1 | 7,274.9 |

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务分析

| | 2006年 实际 | 2007年 实际 | 2008年 预测 | 2009年 预测 | 2010年 预测 |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 70.8% | 70.8% | 75.8% | 77.6% | 79.2% |
| EBITDA 利率 (%) | 46.3% | 47.8% | 52.2% | 54.7% | 56.3% |
| 净利率 (%) | 38.0% | 41.0% | 42.2% | 44.3% | 45.7% |
| 营运表现 | | | | | |
| SG&A/收入 (%) | 32.3% | 29.8% | 29.7% | 28.7% | 28.7% |
| 实际税率 (%) | 4.7% | -2.2% | 8.0% | 9.0% | 10.0% |
| 股息支付率 (%) | 13.7% | -13.4% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 应付账款天数 | 111.6 | 155.4 | 105.7 | 94.8 | 79.4 |
| 应收账款天数 | 70.7 | 64.9 | 64.8 | 64.8 | 64.8 |
| 财务状况 | | | | | |
| 净负债/股本 | 0.27 | 0.37 | 0.34 | 0.32 | 0.28 |
| 收入/总资产 | 0.64 | 0.60 | 0.84 | 0.89 | 0.96 |
| 总资产/股本 | 1.27 | 1.37 | 1.34 | 1.32 | 1.28 |
| 盈利对利息倍数 | 25.00 | 16.32 | 24.88 | 33.86 | 46.15 |

现金流量表

<人民币百万>, 财务年度截至<十二月>

| | 2006年 实际 | 2007年 实际 | 2008年 预测 | 2009年 预测 | 2010年 预测 |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBITDA | 1,297.7 | 1,826.9 | 3,697.8 | 5,529.8 | 8,246.5 |
| 融资成本 | 188.0 | (70.6) | (53.3) | (64.0) | (76.8) |
| 营运资金变化 | 75.3 | 642.8 | (155.5) | 36.4 | (247.2) |
| 所得税 | (53.0) | (433.0) | (1,155.7) | (1,783.7) | (2,748.7) |
| 营运现金流 | 1,507.5 | 1,535.7 | 2,122.1 | 3,471.3 | 4,882.3 |
| 资本开支 | (290.5) | (436.7) | (642.4) | (786.7) | (1,123.8) |
| 其他投资活动 | (142.2) | 352.6 | (6.4) | 12.2 | 18.9 |
| 投资活动现金流 | (862.7) | (434.2) | (648.9) | (774.4) | (1,104.9) |
| 负债变化 | (498.7) | 339.9 | (120.9) | (145.1) | (174.1) |
| 股本变化 | (200.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股息 | (145.6) | 210.2 | (895.9) | (1,341.3) | (2,005.6) |
| 融资活动现金流 | (352.4) | 78.8 | (1,187.9) | (1,341.3) | (2,005.6) |
| 现金变化 | 292.3 | 1,180.3 | 285.4 | 1,355.5 | 1,771.8 |
| 期初持有现金 | 1,576.0 | 1,844.3 | 2,948.8 | 3,234.1 | 4,589.7 |
| 期末持有现金 | 1,844.3 | 2,948.8 | 3,234.1 | 4,589.7 | 6,361.4 |

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。