

2014 年 3 月 26 日
市场聚焦
评级：未评级

股价 (港币) 8.3
 预测股价回报率 -
 预测股息收益率 -
 预测总回报率 -

前报告评级及目标价 -
 前报告日期 -

分析员：陈宜庵
 电话：(852) 2147 8819
 电邮：markchen@abci.com.hk

主要数据

52 周高/低 (港元)	10.92/2.8
发行股数 (百万)	1,359
市值 (百万港元)	11,279
3 个月平均成交额(百万港元)	183
主要股东 (%)	
蔡建宗	34.1
IDG-Accel China Growth Fund	19.6
淡马锡控股公司	8.77

来源：公司、彭博、农银国际证券

2013 年收入分布 (%)

网络游戏收益, %	96.8
特许经营收益, %	0.0
联合经营收益, %	2.8

来源：公司、农银国际证券

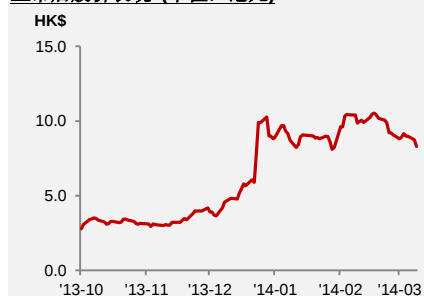
股价表现 (%)

	绝对回报	相对回报*
1 个月	(20.2)	(18.2)
3 个月	82.0	87.4
6 个月	-	-

*相比恒生指数

来源：彭博、农银国际证券

上市后股价表现 (单位：港元)



来源：彭博、农银国际证券

IGG (8002 HK)

公司路演纪要：产品于腾讯平台内测结果喜人

- IGG 的 2013 年业绩亮丽，收入增长 1 倍，纯利增长近 2 倍，公司已成功转型为国际性的纯手游公司；其最成功的手游《城堡争霸》(CC) 在海外市场 AMU 已达近 900 万人，ARPU 值约 1 美元
- CC 在海外市场占据重要领先地位，游戏有望最晚于 4 月底前在腾讯的平台上架销售，目前内测结果令各方满意
- IGG 近期股价遭遇调整，而我们对 IGG 进行的情形分析显示，公司的估值正处于非常吸引的水平

IGG 管理层近期在业绩之后与农银国际机构投资者会面，以下是有关观点摘要：
 手游业务 2014 年展望

中国市场：与腾讯合作是重要看点

- IGG 今年将继续开拓全球手游市场，但重点是开发中国市场，该市场去年仅占公司全球收入的 2.4%，管理层认为有极大增长空间；
- 中国的收入增长将受《城堡争霸》(CC) 驱动，CC 最迟于 4 月底前在腾讯平台发放；
- CC 在腾讯的第一次内测中获得令人满意的结果，客户留存率很高；4 月 8 日将举行第 2 次测试（联结支付功能），若获通过，将进行上架工作；
- 管理层虽然未透露与腾讯分成比例，但表示腾讯开出的条件“十分优惠”。

海外市场：巩固现有成果，并开拓多元化产品

- CC 目前在全球拥有接近 900 万人的 AMU；在俄罗斯市场排名第 1，美国第 6，泰国第 2，在德法西班牙等国也名列前 10 名，全球 ARPU 值为 1 美元；
- 海外市场纯利迄今保持增长，预计 CC 的产品生命周期至少为 2—3 年。而公司已有多款完全不同风格的游戏在研发中。

其他业务概况：

- IGG 正研发不同种类的手游，新品将融合其他国家的最受欢迎游戏的特征及参数；
- IGG 目前海外市场渠道经验丰富，为避免资源闲置，公司将会进军游戏广告及平台业务，预计这块业务也将会促进收入的增长；
- IGG 海外游戏平台无意与腾讯在海外竞争，而希望与腾讯形成战略合作关系，促进国内游戏开发商及腾讯在海外的海外发展（不排除将有关资源出售给合作方）；
- 管理层希望于明年上半年可以转主板，并认为已具备相关条件；
- 公司与日本大乐门（6889 HK）的澳门赌场弹珠机合作业务进展良好。

财务数据与估值情况

截至12月31日	2011A	2012A	2013A
收入 (千美元)	31,080	43,154	87,986
变动 (% YoY)	-	39	104
净利润 (千美元)	(8,690)	(13,435)	6,948
变动 (% YoY)	-	55	(70)
每股盈利 (美元)	(0.0165)	(0.0251)	0.01
变动 (% YoY)	-	52	-
经调整利润*(千美元)	-	7,117	21,115
经调整每股盈利(美元)	-	0.01	0.02
每股净资产 (美元)	-	-	0.1
变动 (% YoY)	-	-	-
市盈率(倍)	-	-	150.84
经调整的市盈率	-	203	69
市净率(倍)	-	-	10.71
每股派息(美元)	-	-	0.002
股息收益率 (%)	-	-	0.19
净资产回报率(%)	-	-	17.38
总资产回报率(%)	-	-	8.03

来源：公司、彭博、农银国际证券

*扣除优先股公允价值变动影响



我们对 IGG 的业务发展展望

- 1、**业绩增长迅速**：公司 2013 年的业绩表现亮丽，与管理层之前宣布的发展策略相符：销售收入从 2012 年的 4,315 万美元增长至 2013 年的 8,799 万美元，带动股东调整后的纯利从 2012 年的 718 万美元猛增至 2013 年的 2111 万美元（注：投资者需留意，公司财务报表中 2013 年纯利数字 695 万美元体现的是“可赎回可换股”优先股的“公平值亏损”，因此用调整后的利润值更能反映公司的实际盈利情况；有关优先股 2013 年 5 月 31 日已转为普通股）。
- 2、**国际化的中国手游公司**：从产品及收入情况来看，IGG 已是纯手游概念，而且国际化水平最高，可以在 15 个国家用不同的语言进行运作；并积累了丰富的国际销售渠道资源和人力资源，这是公司与中国同行相比的巨大优势。
- 3、**获腾讯平台支持**：公司在中国的发展基数极低，但即将与腾讯合作，对提升公司 2014 年的盈利有极大的促进作用；考虑到中国手游市场刚刚起步，我们认为未来两年 IGG 在中国的业务高速发展值得期待。
- 4、**2014 年盈利可期**：IGG 在 2013 年利润增长近 2 倍—考虑到其最欢迎的游戏《城堡争霸》去年 8 月才上线，9 月正式促进利润增长，目前仍然处于高速增长状态，我们有理由相信其 2014 年盈利会继续提升。
- 5、截止 2014 年 3 月 25 日收盘，IGG 的市值为 113 亿港元，对应约 2014 预测市盈率（彭博）的 17.85 倍。考虑到公司海外盈利增长强劲，中国市场有望于 5 月后贡献盈利等驱动因素，我们认为现价所对应的估值需要大幅下调（参见情景分析）。有鉴于此，我们认为该股值得关注。

情景分析：IGG 的 2014 年盈利假设情况

截止 2014 年 3 月 25 日，IGG (8002 HK; HK\$8.3) 收盘后市值为 113 亿港元，而彭博提供的 2014 年预测盈利为 8,170 万美元，约合 6.33 亿港元，因此 25 日的收盘价对应 2014 年预测市盈率约 17.85 倍。

而根据公司公告披露的情况及中国市场情况，我们可作以下情景假设：

- 1、公司手游在海外市场的收益在 2014 年达到 1,000 万美元/月（注：从公司 2013 年底海外 ARPU 值及 AMU 值来看，我们认为这一假设符合实情）；
- 2、公司 4 月底于腾讯平台上发放的产品假设产生 1 亿元人民币月营收，按 25% 净利率计，公司可获 2,500 万元人民币（约 400 万美元）纯利，全年 3,200 万美元纯利润（注：参考该产品在全球市场 1 美元 ARPU 值，上述假设相当于腾讯平台提供 1,620 万付费用户，该值占 QQ 月活跃用户的 2%；占微信 AMU 的 4.5%。另外，腾讯所有 VAS 付费用户 ARPU 值约 22 美元）。
- 3、基于上述假设，IGG 的 2014 年纯利润或达 1.52 亿美元（约 11.78 亿港元），该值比彭博的预测值高出~86%，以 25 日收盘价看，对应 2014 年预测市盈率的 9.6 倍（行业值约 20 倍）。如果基于上述假设，现价水平则显得非常吸引。不过我们认为，市场可能在《城堡争霸》正式发放前会有顾虑，因此不排除要在产品正式上线后（4—5 月）才会重估公司价值。

风险因素（以下因素将我们的结论会构成风险）：1) 中国手游市场的发展远低于我们的预期；2) 《城堡争霸》产品出现瑕疵，令付费玩家数量锐减；3) 在全球市场经营或涉及不同的法律法规风险；4) 公司仍然属创业板股票，股价或遭遇相关市场风险；5) 腾讯的游戏平台相关的风险。



权益披露

分析员，陈宜飏，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报
持有	市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2009-2013 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180 \text{ 天波动率} / 180 \text{ 天基准指数波动率}$
高	$1.5 \leq 180 \text{ 天波动率} / 180 \text{ 天基准指数波动率} < 2.6$
中等	$1.0 \leq 180 \text{ 天波动率} / 180 \text{ 天基准指数波动率} < 1.5$
低	$180 \text{ 天波动率} / 180 \text{ 天基准指数波动率} < 1.0$

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2014 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183