



2015 年 3 月 13 日 公司研报 评级：买入 目标价：4.6 港元

股价(港元) 3.58
预期股票回报 28.49%
预期股息收益率 6.31%
预期总回报 34.8%

前期报告评级及目标价 买入, 4.0 港元
前次报告日期 2015 年 3 月 5 日

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

主要指标

52 周高/低(港元)	9.65/2.6
发行股数 (百万股)	1,373
市值 (百万港元)	4,915
3 个月日均成交额(百万港元)	23.7
大股东 (%)	
Duke Online Holdings Limited	13.04

来源：公司、彭博、农银国际证券

2014 年业务收入来源占比 (%)

网络游戏收入,%	94.75
联合经营收入,%	3.95
其他,%	1.30
合计	100.00

来源：公司、彭博、农银国际证券

股价表现(%)

	绝对回报	相对回报*
1 个月表现	25.61	28.97
3 个月表现	23.45	20.85
6 个月表现	(16.36)	(13.34)

*相对恒生指数

来源：彭博、农银国际证券

1 年期股价表现 (港币)



来源：彭博、农银国际证券

IGG Inc (8002 HK)

公司管理层业绩后会议摘要

- 公司的手机收入占比从 2013 年的 50% 急升至 85%，在 2014 年第 4 季该数据更高达 90%，彻底完成向手游公司的转变，手机占比亦为香港同类公司之最
- 公司 2014 年在多个海外市场进行本地化团队建设，建立当地的研发和销售团队，为进一步在全球市场开发和运营游戏打好基础
- 管理层转变对于社交 app LINK 的策略，取消原定的推广预算，转而购买更多新游戏玩家，再导入 LINK 社区，可更有效利用资源，提升协同效应
- 公司将在 4 月中再推一款中重度游戏，该游戏由城堡争霸的原研发团队设计，管理层希望新产品会有较好的市场表现
- 公司展开了转主板流程。基于其业绩强劲及流动性有望提升等原因，我们预计其估值有望至少回升至历史均值（约 9.8 倍预测市盈率）。基于上述因素，维持“买入”评级并上调目标价至 4.6 港元，对应 9.8 倍 2015 年预测市盈率。

近期，我们与 IGG 管理层举行了业绩后的交流会，以下是根据会议内容撰写的摘要：

公司“全球性手游开发兼运营商”定位进一步得到强化。截止 2014 年底，公司在 200 多个国家共拥有 2.1 亿个注册用户，月活跃用户数超过 2 千万。手机收入已经占 2014 年第 4 季度收入的 90%，比当年首季的 79% 大幅提升。从 2014 年全年看，公司收入来自超过 200 个国家和地区，在第 4 季度，其手机收入在 48 个国家和地区排前 10 名。多元化的市场分布可以分散个别区域的收入或汇兑波动带来的风险。

公司继续强化本地化研发和销售团队。在 2014 年，在加拿大、泰国、日本和韩国新建了 4 个本地团队。这四个国家均有很高的手机收入增长前景。

对旗舰产品的收入依赖度显著下降。公司收入同比劲增 133%，最畅销的前 6 款游戏收入占全年收入 91%，但在第 4 季只占 86%。旗舰游戏《城堡争霸》(CC) 的收入占全年收入 62%，但在第 4 季度只有 58%。由于 CC 收入仍在增长，因此上述数据显示公司对个别游戏的依赖度正在下降。今年公司还会推进 30 款游戏，4 月中推出的一款游戏是由 CC 的研发团队研发，管理层预期新产品会有较好表现。

公司改变对 LINK 的策略。管理层决定将原定近 1 亿美元的 LINK 推广预算用于购买新游戏玩家，而后再把这些玩家导入 LINK 社区。此举有望令推广支出更有效，且与收入状况更吻合。

公司正式进入转主板流程。考虑到较好的业绩及其全球业务前景，预计转入主板有助于公司估值从低位逐步向历史均值（约 9.8 倍预测 P/E）回归。有鉴于此，维持“买入”评级，提升 12 个月目标价至 4.6 港元，对应 2015 年的预测 P/E 值为 9.8 倍。

风险因素（可能影响评级及目标价的因素包括）：1）手游行业整体波动风险；2）行业过度竞争及产品同质化风险；3）公司产品销售情况面临不确定性；4）跨国经营的法律风险；5）公司未能顺利转主板产生的风险。

业绩和估值

截至12月31日财年	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
收入(千美元)	43,154	87,986	204,612	315,164	439,352
同比变化 (%)	39	104	133	54	39
净利润 (千美元)	(13,435)	6,948	66,373	82,950	122,264
同比变化 (%)	NA	NA	855	25	47
摊薄每股盈利 (美元)	0.00	0.01	0.04	0.06	0.09
同比变化 (%)	NA	NA	510	40	47
每股净资产 (美元)	NA	0.10	0.14	0.20	0.27
同比变化 (%)	NA	NA	36	44	36
市盈率 (倍)	-	-	10.65	7.62	5.17
市净率 (倍)	-	-	3.38	2.34	1.72
股息,港元	-	-	0.226	0.141	0.242
股息收益率 (%)	NA	-	6.31	3.93	6.75
平均净资产回报率 (%)	NA	17.38	41.15	36.34	38.40
平均总资产回报率(%)	NA	8.03	35.97	33.29	35.79

来源：彭博，农银国际证券预测



合并损益表 (2012A-2016E)

截止12月31日止 (千元人民币)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
收入	43,154	87,986	204,612	315,164	439,352
网络游戏收益	41,810	85,251	193,859	302,558	412,991
特许权收益	548	234	-	-	-
联合经营收益	796	2,501	8,088	12,291	23,725
其他收益	0	0	2,665	315	2,636
销售成本	(10,358)	(22,264)	(58,827)	(91,398)	(131,806)
毛利	32,796	65,722	145,785	223,766	307,546
其他收入及收益	422	592	4,110	4,110	4,110
销售及分销开支	(12,071)	(23,246)	(43,064)	(72,488)	(87,870)
管理费用	(7,093)	(10,855)	(16,672)	(26,789)	(36,572)
研发成本	(6,331)	(9,333)	(17,202)	(26,789)	(37,141)
其他开支	(20,669)	(14,619)	(1,342)	(1,843)	(2,725)
除税前溢利/(亏损)	(12,946)	8,261	71,615	99,968	147,348
所得税开支	(163)	(1,313)	(5,223)	(16,995)	(25,049)
年内持续经营业务溢利/(亏损)	(13,109)	6,948	66,392	82,973	122,299
非持续经营业务损益	(326)	0	0	0	0
总利润	(13,435)	6,948	66,392	82,973	122,299
股东纯利润	(13,435)	6,948	66,373	82,950	122,264
EPS (基本), 美元	(0.0251)	0.0078	0.049	0.061	0.089
EPS (摊薄), 美元		0.0071	0.043	0.061	0.089
每股派息, 港元	0.000	0.016	0.226	0.141	0.242

来源: 公司, 农银国际证券预测

合并资产负债表(2012A-2016E)

截止12月31日止 (千元人民币)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
物业、厂房及设备	1,517	1,674	2,896	2,954	3,013
其他无形资产	152	97	905	905	905
非流动租赁按金	152	157	0	79	39
其他非流动资产	365	435	9,939	68,166	64,692
非流动资产总额	2,186	2,363	13,740	72,103	68,649
应收账款	496	314	2,375	2,391	4,217
应收关联方款项	0	114	0	204	142
预付款项、按金及其他应收款项	476	919	3,482	4,328	6,755
应收资金	3,233	12,248	16,889	23,637	32,951
现金及现金等价物	15,135	135,488	127,088	178,115	289,795
其他流动资产	0	0	54,000	0	0
流动资产总额	19,340	149,083	203,834	208,675	333,861
总资产	21,526	151,446	217,574	280,779	402,510
应付账款	1,841	3,228	7,572	5,400	6,486
应计负债及其他应付款项	3,124	3,006	4,476	8,831	10,961
递延收益-流动负债	5,556	7,805	12,970	10,388	11,679
其他流动负债(调整项)	66,596	1,317	4,820	3,069	3,944
流动负债合计	77,117	15,356	29,838	27,687	33,070
递延税项负债	250	317	457	387	350
其他非流动负债项目	0	0	0	0	0
非流动负债总额	250	317	457	387	350
负债总额	77,367	15,673	30,295	28,074	33,420
总权益	(55,841)	135,773	187,279	252,705	369,090
非控股股东权益	0	0	499	12,975	31,982
归属于公司股东之权益-净资产	(55,841)	135,773	186,780	239,730	337,108
每股净资产, 美元	-	0.10	0.136	0.175	0.246

来源: 公司, 农银国际证券预测



现金流量表(2012A-2016E)

截止12月31日止 (千美元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
除税前溢利(亏损)-持续经营业务	(12,946)	8,261	71,615	99,968	147,348
除税前溢利(亏损)-终止经营业务	(326)	—	—	—	—
利息收入	(24)	(160)	(557)	(359)	(458)
处置物业,厂房及设备之(收益)/亏损	(6)	10	3	7	5
可换股可赎回优先股的公平值变动	20,612	14,167	—	0	0
折旧	1,014	754	1,025	1,046	1,066
其他无形资产摊销	264	105	389	389	389
出售附属公司及联营公司(收益)/亏损	0	0	—	0	0
处置终止经营业务(收益)/损失	405	—	—	0	0
股本支付股份开支	126	1,030	0	0	0
营运资本变动前之现金流量	9,119	24,167	71,545	101,050	148,350
(增加)/减少应收资金	0	0	0	0	0
(增加)/减少应收账款	(883)	(9,015)	(4,641)	(6,748)	(9,314)
(增加)/减少按金,预付款项及其他应收款	(561)	68	(2,061)	(16)	(1,825)
(增加)/减少按金,预付款项及其他应收款	(392)	(443)	(2,563)	(846)	(2,427)
增加/(减少)应付账款	1,650	1,387	4,344	(2,172)	1,086
增加/(减少)递延收益	265	2,249	5,165	(2,583)	1,291
增加/(减少)应计费用及其他应付款	689	(118)	1,470	4,355	2,130
(增加)/减少长期租金按金	(152)	—	0	—	—
经营活动之现金	9,735	18,295	71,526	93,040	139,291
已收利息-经营活动	24	160	557	359	458
已付所得税	(11)	3	(1,260)	(629)	(944)
经营活动产生的现金流量净额	9,748	18,458	70,823	92,770	138,804
投资现金流					
购买物业,厂房及设备	(658)	(940)	(2,327)	(1,634)	(1,634)
购买其他无形资产	(112)	(46)	(1,472)	(759)	(1,116)
其他投资活动	(93)	(9,967)	(49,349)	48	55
投资活动产生的现金流量净额	(863)	(10,953)	(53,148)	(2,345)	(2,694)
行使购股权所得款	42	302	499	401	450
向当时现有股东宣派及派付的股息	0	(4,923)	(4,300)	(39,800)	(24,885)
融资活动产生的现金流	0	107,477	(12,284)	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	42	102,856	(16,085)	(39,400)	(24,435)
现金及现金等价物净增加额	8,927	110,361	1,590	51,026	111,675
期初现金及现金等价物余额	6,248	15,135	125,488	127,088	178,115
汇率变动对现金的影响	(40)	(8)	10	1	6
期末现金及现金等价物余额	15,135	125,488	127,088	178,115	289,795

来源: 公司, 农银国际证券预测

部分财务指标(2012A-2016E)

截止12月31日止	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
毛利率, %	76.00	74.70	71.25	71.00	70.00
税前利润率, %	NA	9.39	35.00	31.72	33.54
净利率, %	NA	7.90	32.44	26.32	27.83
总资产报酬率, %	NA	8.03	35.97	33.29	35.79
净资产报酬率, %	NA	17.38	41.15	38.90	42.39

来源: 公司, 农银国际证券预测



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 2010-2014 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偏差。

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用户的投资目标，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 2015 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