

**2015年5月7日****公司研報****評級：買入****目標價：7.1 港元**

股價(港元)	6.10
預期股票回報	16.39%
預期股息收益率	3.70%
預期總回報	20.1%

前期報告評級及目標價 買入, 4.6 港元
 前次報告日期 2015年3月11日

分析員：陳宜嫻
 電話：(852) 2147 8819
 電郵：markybchen@abci.com.hk

主要指標

52 周高/低(港元)	9.16/2.6
發行股數 (百萬股)	1,392
市值 (百萬港元)	8,491
3 個月日均成交額(百萬港元)	119.2
大股東 (%)	
Duke Online Holdings Limited	13.04

來源：公司、彭博、農銀國際證券

2014 年業務收入來源占比 (%)

網路遊戲收入, %	94.75
聯合經營收入, %	3.95
其他, %	1.30
合計	100.00

來源：公司、彭博、農銀國際證券

股價表現(%)

	絕對回報	相對回報*
1 個月表現	8.54	(0.82)
3 個月表現	121.82	109.82
6 個月表現	56.81	39.44

*相對恒生指數

來源：彭博、農銀國際證券

1 年期股價表現 (港幣)

來源：彭博、農銀國際證券

IGG Inc (8002 HK)**公司管理層 2015 首季業績後會議摘要**

- 手遊收入占比從 2014 年 4 季的 90% 續升至 2015 年首季的 93%，仍為香港同類公司之首；旗艦《城堡爭霸》收入占比持續下跌，顯示收入結構穩步改善
- 若排除歐洲地區的增值稅變動影響，公司 1Q15 業績較 4Q15 環比仍然增長
- 公司將於 6 月發行 3 款新遊戲，全年預計將發行 30 款新遊戲
- 集團主席認為公司在適應文化、在全球進行手遊產品設計的能力，目前為中國同行難以匹及；此外，公司遍及全球的管道網、強大的跨國研發團隊和高效的團隊合作都有助於更好地捕捉行業需求
- 公司轉主機板流程未見困難，如無意外將於 6 月中轉主機板。我們預計成功轉主機板將帶來更大的流動性驅動力，特別是在較為樂觀的市場氣氛之下，將有助於提升其估值水準。我們重申“買入”評級，上調目標價至 7.1 港元，對應 15 倍 2015 年預測市盈率

IGG 管理層在公佈 2015 年首季業績後舉行了分析師會議，以下是會議內容摘要：

公司 2015 年首季 (1Q15) 業績好於預期。1Q15 手遊收入占為 93%，較 4Q14 的 90% 繼續提升。公司在 200 多個國家共擁有 2.4 億註冊用戶 (4Q14: 2.1 億註冊用戶)，月活躍用戶數超過 2 千萬。財報披露的淨利潤為 1390 百萬美元，較 2014 年同比升 2.2%，較 4Q14 環比跌 9.2%。環比下跌主要原因：1. 4 季為行業旺季，1 季為淡季；2. 歐洲的增值稅改革對公司有負面影響；3. 俄羅斯盧布貶值，對首季收入仍然有負面衝擊。如果扣除歐洲稅改影響，公司 1Q15 經調整淨利潤將達到 1620 萬美元，環比增長約 2%。

對旗艦遊戲依賴繼續降低。1Q15 的總收入同比增長 21.5%；其中，前六名收入最高的遊戲貢獻為 89% (4Q14 為 86%，2014 財年為 91%)。旗艦遊戲《城堡爭霸》(CC) 的收入占 1Q15 總收入 57% (4Q14 為 58%)。集團今年將發行約 30 款新遊戲，至少有 3 個新產品在六月推出。

進一步全球化。集團成功進行全球研發團隊佈局，建立了全球銷售管道，管理層認為公司在適應不同文化的手遊方面，在全球分發和研發方面均有中國同行難以匹及的能力。下一步重點將加強全球管道。公司在 5 月 6 日年公佈擬收購一家國際網路遊戲發行商。我們相信這一策略如果成功的話，將提升其長期營收能力。

如無意外，將在六月中旬轉主機板。轉主機板將提升流動性，此外樂觀市場情緒、第二季度旺季等因素均有助於推高估值。維持“買入”評級，目標價升至 7.1 港元，對應 15 倍 FY15 預測市盈率。不過投資者需警惕短期價格波動，並關注並購的具體條款。

風險因素：1) 手遊行業整體波動風險；2) 行業過度競爭及產品同質化風險；3) 公司產品銷售情況面臨不確定性；4) 跨國經營的法律風險；5) 公司未能順利轉主機板產

業績和估值

截至12月31日財年	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
收入(千美元)	43,154	87,986	204,612	315,164	439,352
同比變化 (%)	39	104	133	54	39
淨利潤 (千美元)	(13,435)	6,948	66,373	82,950	122,264
同比變化 (%)	NA	NA	855	25	47
攤薄每股盈利 (美元)	0.00	0.01	0.04	0.06	0.09
同比變化 (%)	NA	NA	510	40	47
每股淨資產 (美元)	NA	0.10	0.14	0.17	0.25
同比變化 (%)	NA	NA	36	28	40
市盈率 (倍)	-	-	18.17	13.01	8.84
市淨率 (倍)	-	-	5.77	4.51	3.21
股息, 港元	-	-	0.226	0.141	0.241
股息收益率 (%)	NA	-	3.70	2.30	3.96
平均淨資產回報率 (%)	NA	17.38	41.15	38.90	42.39
平均總資產回報率 (%)	NA	8.03	35.97	33.29	35.79

來源：彭博、農銀國際證券預測



圖表 1：2015 年首季收入按遊戲名稱劃分

FY14		1Q15	
遊戲名稱	於總收入占比	遊戲名稱	於總收入占比
城堡爭霸	62	城堡爭霸	57
領主之戰系列	12	領主之戰系列	18
德州撲克至尊版	5	卡卡英雄	5
星際文明 II	5	德州撲克至尊版	4
神之翼	4	疾風勇者傳(代理)	3
至尊老虎機	3	至尊老虎機	2
前六款總計	91	前六款總計	89

來源: 公司, 農銀國際證券

圖表 2：2015 年一季財務摘要

		1Q14	1Q15	Chg	4Q14	1Q15	Chg
收入	百萬美金	44.1	53.6	21.5	60.5	53.6	-11.4
毛利	百萬美金	32.2	36.9	14.6	42.3	36.9	-12.8
毛利率	%	73	69	-4ppt	70	69	-1ppt
經調整淨利*	百萬美金	13.8	14.8	7.2	15.9	14.8	-6.9
經調整淨利率*	%	31	28	-3ppt	26	28	+2ppt
母公司擁有人應占溢利	百萬美金	13.6	13.9	2.2	15.3	13.9	-9.2
期內溢利率	%	31	26	-5ppt	25	26	+1ppt
加權平均普通股股數	億股	1359	1369	--	1364	1369	
本期間每股基本盈利	分美金	1.00	1.02	--	1.12	1.02	

*經調整淨利指不包括以股份為基礎的補償的溢利。

來源: 公司, 農銀國際證券



合併損益表 (2012A-2016E)

截止12月31日止 (千美元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
收入	43,154	87,986	204,612	315,164	439,352
網路遊戲收益	41,810	85,251	193,859	302,558	412,991
特許權收益	548	234	-	-	-
聯合經營收益	796	2,501	8,088	12,291	23,725
其他收益	0	0	2,665	315	2,636
銷售成本	(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
銷售及分銷開支	(12,071)	(23,246)	(43,064)	(72,488)	(87,870)
管理費用	(7,093)	(10,855)	(16,672)	(26,789)	(36,572)
研發成本	(6,331)	(9,333)	(17,202)	(26,789)	(37,141)
其他開支	(20,669)	(14,619)	(1,342)	(1,843)	(2,725)
除稅前溢利/ (虧損)	(12,946)	8,261	71,615	99,968	147,348
所得稅開支	(163)	(1,313)	(5,223)	(16,995)	(25,049)
年內持續經營業務溢利/ (虧損)	(13,109)	6,948	66,392	82,973	122,299
非持續經營業務損益	(326)	0	0	0	0
總利潤	(13,435)	6,948	66,392	82,973	122,299
股東純利潤	(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 (攤薄), 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

來源: 公司, 農銀國際證券預測

合併資產負債表(2012A-2016E)

截止12月31日止 (千美元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
物業、廠房及設備	1,517	1,674	2,896	2,954	3,013
其他無形資產	152	97	905	905	905
非流動租賃按金	152	157	0	79	39
其他非流動資產	365	435	9,939	68,166	64,692
非流動資產總額	2,186	2,363	13,740	72,103	68,649
應收賬款	496	314	2,375	2,391	4,217
應收關聯方款項	0	114	0	204	142
預付款項、按金及其他應收款項	476	919	3,482	4,328	6,755
應收資金	3,233	12,248	16,889	23,637	32,951
現金及現金等價物	15,135	135,488	127,088	178,115	289,795
其他流動資產	0	0	54,000	0	0
流動資產總額	19,340	149,083	203,834	208,675	333,861
總資產	21,526	151,446	217,574	280,779	402,510
應付帳款	1,841	3,228	7,572	5,400	6,486
應計負債及其他應付款項	3,124	3,006	4,476	8,831	10,961
遞延收益-流動負債	5,556	7,805	12,970	10,388	11,679
其他流動負債(調整項)	66,596	1,317	4,820	3,069	3,944
流動負債合計	77,117	15,356	29,838	27,687	33,070
遞延稅項負債	250	317	457	387	350
其他非流動負債項目	0	0	0	0	0
非流動負債總額	250	317	457	387	350
負債總額	77,367	15,673	30,295	28,074	33,420
總權益	(55,841)	135,773	187,279	252,705	369,090
非控股股東權益	0	0	499	12,975	31,982
歸屬於公司股東之權益-淨資產	(55,841)	135,773	186,780	239,730	337,108
每股淨資產, 美元	-	0.10	0.136	0.175	0.246

來源: 公司, 農銀國際證券預測



現金流量表(2012A-2016E)

截止12月31日止 (千美元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
除稅前溢利(虧損)-持續經營業務	(12,946)	8,261	71,615	99,968	147,348
除稅前溢利(虧損)-終止經營業務	(326)	—	—	—	—
利息收入	(24)	(160)	(557)	(359)	(458)
處置物業,廠房及設備之(收益)/虧損	(6)	10	3	7	5
可換股可贖回優先股的公平值變動	20,612	14,167	—	0	0
折舊	1,014	754	1,025	1,046	1,066
其他無形資產攤銷	264	105	389	389	389
出售附屬公司及聯營公司(收益)/虧損	0	0	—	0	0
處置終止經營業務(收益)/損失	405	—	—	0	0
股本支付股份開支	126	1,030	0	0	0
營運資本變動前之現金流量	9,119	24,167	71,545	101,050	148,350
(增加)/減少應收資金	(883)	(9,015)	(4,641)	(6,748)	(9,314)
(增加)/減少應收賬款	(561)	68	(2,061)	(16)	(1,825)
(增加)/減少按金,預付款項及其他應收款	(392)	(443)	(2,563)	(846)	(2,427)
增加/(減少)應付帳款	1,650	1,387	4,344	(2,172)	1,086
增加/(減少)遞延收益	265	2,249	5,165	(2,583)	1,291
增加/(減少)應計費用及其他應付款	689	(118)	1,470	4,355	2,130
(增加)/減少長期租金按金	(152)	—	0	—	—
經營活動之現金	9,735	18,295	71,526	93,040	139,291
已收利息-經營活動	24	160	557	359	458
已付所得稅	(11)	3	(1,260)	(629)	(944)
經營活動產生的現金流量淨額	9,748	18,458	70,823	92,770	138,804
投資現金流					
購買物業,廠房及設備	(658)	(940)	(2,327)	(1,634)	(1,634)
購買其他無形資產	(112)	(46)	(1,472)	(759)	(1,116)
其他投資活動	(93)	(9,967)	(49,349)	48	55
投資活動產生的現金流量淨額	(863)	(10,953)	(53,148)	(2,345)	(2,694)
行使購股權所得款	42	302	499	401	450
向當時現有股東宣派及派付的股息	0	(4,923)	(4,300)	(39,800)	(24,885)
融資活動產生的現金流	0	107,477	(12,284)	0	0
籌資活動產生的現金流量淨額	42	102,856	(16,085)	(39,400)	(24,435)
現金及現金等價物淨增加額	8,927	110,361	1,590	51,026	111,675
期初現金及現金等價物餘額	6,248	15,135	125,488	127,088	178,115
匯率變動對現金的影響	(40)	(8)	10	1	6
期末現金及現金等價物餘額	15,135	125,488	127,088	178,115	289,795

來源: 公司, 農銀國際證券預測

部分財務指標(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
稅前利潤率, %	NA	9.39	35.00	31.72	33.54
淨利率, %	NA	7.90	32.44	26.32	27.83
總資產報酬率, %	NA	8.03	35.97	33.29	35.79
淨資產報酬率, %	NA	17.38	41.15	38.90	42.39

來源: 公司, 農銀國際證券預測



權益披露

分析員，陳宜飆，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

農銀國際證券有限公司及/或與其有聯繫的公司，可能會向本報告提及的任何公司收取任何財務權益。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率
市場回報是 2010-2014 年市場平均回報率

股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.5
低	180 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數

波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等資訊不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等資訊的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立于大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何資訊或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員（們）負責報告的準備，為市場訊息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中資訊的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的資訊進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者（不包括投資銀行）決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入（包括投行和銷售部）有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等資訊所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的資訊可應要求而提供。

版權所有 2015 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司

電話：(852) 2868 2183