



2015年3月5日  
公司研報  
評級：買入  
目標價：4.0 港元

|         |        |
|---------|--------|
| 股價(港元)  | 2.98   |
| 預期股票回報  | 34.23% |
| 預期股息收益率 | 4.69%  |
| 預期總回報   | 38.92% |

|            |    |
|------------|----|
| 前期報告評級及目標價 | NA |
| 前次報告日期     | NA |

分析員：陳宜靚  
電話：(852) 2147 8819  
電郵：markybchen@abc.i.com.hk

主要指標

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| 52 周高/低(港元)                  | 10.82/2.6 |
| 發行股數(百萬股)                    | 1,372     |
| 市值(百萬港元)                     | 4,089     |
| 3 個月日均成交額(百萬港元)              | 12.6      |
| 大股東(%)                       |           |
| Duke Online Holdings Limited | 13.06     |

來源：公司、彭博、農銀國際證券

9M14 業務收入來源占比(%)

|           |        |
|-----------|--------|
| 網路遊戲收入, % | 94.29% |
| 特許授權收入, % | 0.15%  |
| 聯合經營收入, % | 4.42%  |
| 其他, %     | 1.14%  |
| 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 | 8.36    | 10.33   |
| 3 個月表現 | (2.93)  | (3.72)  |
| 6 個月表現 | (30.37) | (26.23) |

\*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)  
FY15 發展勢頭良好，估值低位，首次評級“買入”

- 總部設於新加坡的 IGG 是快速發展的全球網路遊戲開發商及運營商，主要研發團隊在中國；產品定位於中高端遊戲玩家，在全球 180 多國銷售，銷售市場呈多元化特點
- 根據公司 9M14 的財務資料及考慮 4Q14 的旺季因素，我們預計 IGG 在 FY14 全年收入及利潤將大幅飆升 136%/812%，或對估值形成支持；根據 app annie 對於 IGG 主要產品的近期排名，預計該公司在 FY15 業績仍然有較大增長空間
- 全球手遊市場仍處增長期，為 IGG 提供良好的發展基礎；特別是高速增長的中國手遊市場，有望為 IGG 提升新的業績驅動力
- IGG 估值隨遊戲台塊出現較大調整，目前處於低位；FY14/FY15 的預測盈利有望高增長、公司將申請轉主機板等利好因素，令我們認為買入 IGG 的時機成熟。首次覆蓋給予“買入”評級，目標價 4.0 港元，對應 FY15 的預測 P/E 值為 8.6 倍。

**港股遊戲台塊中最具國際化的手遊開發商兼運營商。**總部位於新加坡的 IGG 由蔡宗建及池元創辦。IGG 研發主力在福州，但在美國、菲律賓、臺灣等海外地區設有辦公室。銷售團隊以各國母語人士為主，令公司產品得以迅速在 180 多個國家銷售，並在美國、歐盟、俄羅斯、新加坡等地進入暢銷榜前列。銷售市場的高度多元化，有助於公司降低經營風險。

**FY14 業績大增，FY15 勢頭良好。**公司 9M14 收入及股東淨利潤分別比 FY13 全年增長 64%及 629%；意味著公司已經成功從 PC 遊戲市場轉向手遊市場，且產品獲得國際主要市場玩家認可。4QFY 是手遊旺季，預測其 FY14 淨利潤將同增 8.12 倍。App annie 統計 IGG 的兩款主要遊戲（城堡爭霸及領主之戰 II）近 1 月在美、歐等多個市場進入 Google Play 最暢銷榜前列，並在多國保持前 10 名。預計其 FY15 收入/利潤將繼續勁增 50%/29%。

**全行業仍處於高速增長階段，中國有望成為收入增長驅動力。**預計隨著智慧手機滲透率的增加，移動支付進一步便捷，以及整個移動網基礎設施的完善，海外和中國手遊玩家數量和人均費率在未來 3 年會持續上升。IGG 在中國市場的發展尚處於起步階段，借助國際市場的經驗及騰訊的合作平臺，未來 2 年內極有可能在中國取得更高增長。

**公司估值處於低位，受業績推動或短期內出現向上修復。**考慮到公司的眾多催化劑及良好的基本面，我們首次推薦報告予以“買入”評級，12 個月目標價 4.0 港元，對應 FY15E 的預測 P/E 值為 8.6 倍。

**風險因素（影響我們評級及目標價的風險包括）：**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生的風險。

業績和估值

| 截至12月31日財年   | 2012A    | 2013A  | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
|--------------|----------|--------|---------|---------|---------|
| 收入(千美元)      | 43,154   | 87,986 | 208,028 | 311,949 | 446,087 |
| 同比變化 (%)     | 39       | 104    | 136     | 50      | 43      |
| 淨利潤(千美元)     | (13,435) | 6,948  | 63,383  | 81,991  | 125,566 |
| 同比變化 (%)     | NA       | NA     | 812     | 29      | 53      |
| 攤薄每股盈利(美元)   | 0.00     | 0.01   | 0.05    | 0.06    | 0.09    |
| 同比變化 (%)     | NA       | NA     | 551     | 29      | 53      |
| 每股淨資產(美元)    | NA       | 0.10   | 0.14    | 0.19    | 0.26    |
| 同比變化 (%)     | NA       | NA     | 43      | 32      | 39      |
| 市盈率(倍)       | -        | 54.12  | 8.32    | 6.43    | 4.20    |
| 市淨率(倍)       | -        | 3.85   | 2.69    | 2.03    | 1.46    |
| 股息, 港元       | -        | 0.016  | 0.107   | 0.139   | 0.248   |
| 股息收益率 (%)    | NA       | 0.54   | 3.59    | 4.66    | 8.32    |
| 平均淨資產回報率 (%) | NA       | 17.38  | 38.18   | 35.99   | 40.53   |
| 平均總資產回報率 (%) | NA       | 8.03   | 34.26   | 32.36   | 37.31   |

來源：彭博，農銀國際證券預測



## 目 錄

|  |           |
|--|-----------|
| IGG Inc (8002 HK) .....                  | 1         |
| <b>投資摘要</b> .....                        | <b>3</b>  |
| 投資要點 .....                               | 3         |
| 估值因素 .....                               | 3         |
| 推薦評級及目標價 .....                           | 3         |
| 風險因素（或影響本報告預測及評級） .....                  | 3         |
| <b>行業分析</b> .....                        | <b>4</b>  |
| 1. 全球遊戲及手遊行業概況 .....                     | 4         |
| 2. 中國手遊行業情況 .....                        | 4         |
| <b>IGG 公司業務特點及經營強項</b> .....             | <b>6</b>  |
| 1. 以自營為主，兼以聯運為輔 .....                    | 6         |
| 2. 公司國際市場執行能力強，產品在 GooglePlay 排名靠前 ..... | 6         |
| 3. 創造 LINK 社交平臺，或有助於提升公司價值 .....         | 7         |
| 4. 公司決策及執行有效 .....                       | 8         |
| <b>同業比較</b> .....                        | <b>9</b>  |
| <b>估值及評級</b> .....                       | <b>10</b> |
| <b>財務預測</b> .....                        | <b>11</b> |
| 合併損益表（2012A-2016E） .....                 | 12        |
| 合併資產負債表（2012A-2016E） .....               | 13        |
| 現金流量表（2012A-2016E） .....                 | 14        |
| 部分財務指標（2012A-2016E） .....                | 14        |
| <b>風險因素分析</b> .....                      | <b>15</b> |
| <b>公司簡介及大事記</b> .....                    | <b>16</b> |
| 公司簡介 .....                               | 16        |
| 公司大事記 .....                              | 17        |
| <b>權益披露</b> .....                        | <b>18</b> |



## 投資摘要

### 投資要點

1. 在港股同類股份中，IGG 的全球性收入及行銷能力最強
2. 從 PC 遊戲向手遊轉型獲巨大成功，2014 及 2015 將繼續受惠于行業高增長
3. 在全球多個國家擁有強大的本地銷售能力，有助於提升產品滲透率及產品生命週期
4. 中國市場尚未發力，有可能為公司帶來重大盈利支持
5. 公司的社交工具 LINK 發展勢頭良好，一旦成功，將提升公司的市值

### 估值因素

IGG 的 12 個月預測市盈率估值接近上市以來的最低位，低於該指標歷史均值一個標準差。考慮到良好的業績支援，我們認為其現有低估值不會長期持續。

### 推薦評級及目標價

我們首次覆蓋給予 IGG “買入” 評級，12 個月目標價 4.0 港元，對應 8.6 倍 2015 年預測市盈率

### 風險因素（或影響本報告預測及評級）

1. 手遊市場的整體增長前景的不確定性
2. 行業增長或會吸引更多參與者，令競爭趨烈，導致價格戰及同質化
3. 旗下主要產品生命週期及新品的受歡迎程度或會嚴重低於我們預測值
4. 跨市場經營涉及的法律風險
5. IGG 若不能成功轉主機板，其股票或繼續面臨流動性風險



## 行業分析

### 1. 全球遊戲及手遊行業概況

我們認為，雖然經歷了 2013 及 2014 年的高速增長，但手遊產業在全球仍然會保持較高的增速，不過各國市場由於基數不同，增長速度不一。這對手游運營商會提出不同的要求。

#### 1) 國際手遊市場蛋糕將繼續擴大，對國際運營商創造利好

**手遊市場將保持高速增長。**全球研究機構 NewZoo 在 2014 年 5 月的報告預測，全球遊戲產業將在未來 2 年內超過萬億美元大關，在 2017 年達到 1029 億美元，即 2014~2017 年的複合增長率為 8.1%。但是其中手遊板塊的增長將從原來的 176 億美元（占 2013 年遊戲市場份額的 23%），勁升至 2017 年的 354 億美元，屆時將佔據全球遊戲市場三分之一的市場份額——這也意味著該板塊複合增長達到 26%，是整個遊戲台塊增速的 3 倍多。上述分析顯示，在未來兩年，手遊板塊的增長前景要遠高於普通遊戲類別。

#### 2) 全球手遊市場發展不平衡，對手游開發商的要求也不同

**發達市場經濟體需要更精細的產品和更高超的運營經驗。**發達國家的智慧機普及率較高，其手遊市場將由更高的 ARPU 值及更為新穎的玩法推動。由於發達國家手遊市場的產品對遊戲內容、畫質等細節較為講究，因此需要有較高素質的海外運營團隊及有經驗的研發團隊支持。

**在新興市場，人口紅利、不斷提升的付費率及付費水準構成了三重驅動力。**東南亞國家的智慧手機普及率正不斷提升，城鎮化發展也在提升，令其成為遊戲業務增長最為迅速的地區之一。印尼、馬來西亞、泰國、越南及菲律賓都在成為重要的手遊增長市場。

**手游開發商需要熟悉當地文化。**東南亞市場的發展，對於熟悉東方文化的手遊開發和運營商將帶來發展良機。綜合上述分析，我們認為同時具備發達市場及發展中市場經驗的全球性手游開發商及營運商，更有可能充分享受到手遊板塊帶來的驅動力，實現銷售的突破。

### 2. 中國手遊行業情況

**中國手遊行業擁有三重驅動力：**人口紅利、付費用戶數增長、付費值（ARPU）增長。預計隨著中國 4G 服務的成熟、寬頻網覆蓋區域的拓展延伸，智慧手機的進一步更新換代，將會有更多的用戶使用智慧機，並使用手遊產品，這將令人口紅利進一步釋放。在新增手遊用戶增長同時，老用戶中的付費玩家數目和付費值也有望逐步提升。

**智慧手機在 4Q14 出現明顯升級趨勢。**特別是大螢幕 4G 手機在中國越來越流行，產品更新加速，售價不斷下跌，令大螢幕手機的價格已處於大部分人可接受狀態。硬體升級反過來會促進 ARPU 值較高的新手游產品的研發和入市，推動全行業的變現和盈利增長。

**新玩法、新載體、新配件和新技術的不斷湧現，是整個遊戲市場的長足發展動力。**人口紅利因素對手遊公司的收入影響在未來 2 年可能會逐步減弱，但從發達國家的手遊行業發展來看，全行業的收入並不會因為用戶滲透率增長放緩而萎縮，主要原因就是新玩法和新技術會不斷提升企業盈利能力。

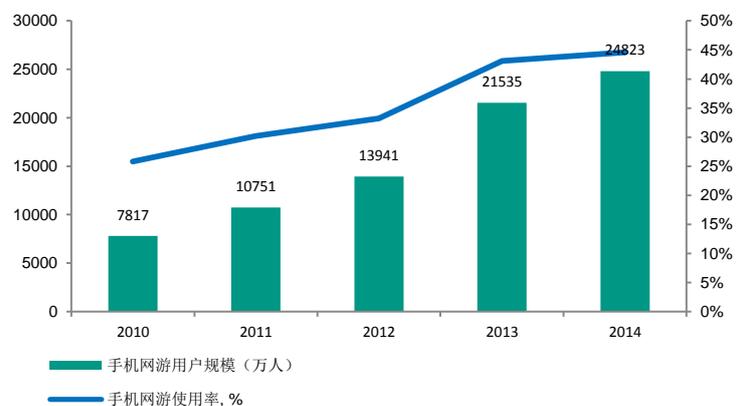
**網路基礎設施在 2015 年將大為加強，為手遊市場繁榮打下良好基礎。**電信運營商進行了 1 年的 4G 基站建設，加上 4G 手機硬體廠商的配合，2015 年用戶有望迎來更優惠的 4G 服務，買到更便宜的 4G 手機。以騰訊（0700 HK）、阿裡巴巴

(BABA US) 和百度 (DIBU US) 為首的互聯網巨擘正大力推動全國免費 WIFI 網。這些因素都將刺激智慧手機用戶更頻繁使用遊戲，甚至提升付費率。

**分發、下載、支付管道費用有望壓縮，為運營商提供利好因素。**中外遊戲管道區別較大。海外（例如歐美）主要以 Google Play、蘋果商店及 FaceBook 為主；在中國，儘管騰訊在分發和下載方面一家獨大，但同時也存在著像 360、手機生產商（手機商店）、91 遊戲平臺等強有力的競爭者。由於騰訊強大的客戶基礎及產品粘性，預計其他手游管道商對騰訊的衝擊有限。但多元化管道的存在，客觀上有助於擁有優秀遊戲內容的公司獲得更多發展機會，減少管道費負擔，最終提升公司淨利潤（這一趨勢在 2015 年將更明顯）。

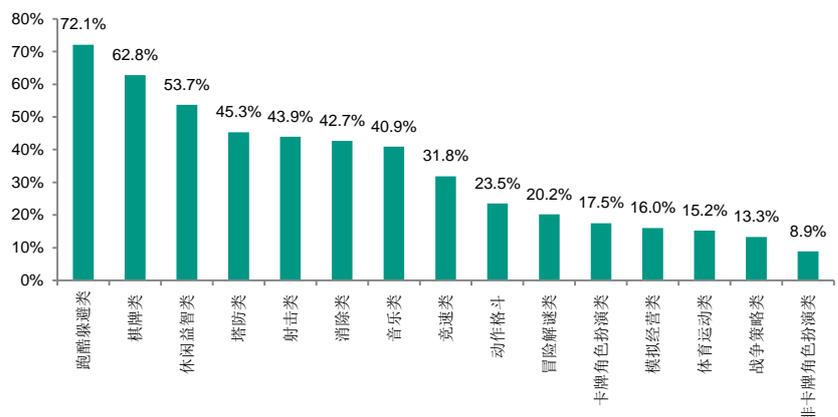
**新技術和新載體的推出，將令產品出現較大突破。**隨著手機產品性能的提升，4G 網的普及，以及免費 WIFI 的延伸，過往手遊公司產品設計和開發的瓶頸將進一步減少。不少手遊公司正加緊將中重度 PC 遊戲向手機端遷移，開發更適用於新型 4G 手機的產品，預計 2015 年此類產品會出現突破，這也會吸引更多玩家使用手遊。由於此類產品的測試及運營需要時日，預計新品暫時不會有太多的競爭者出現，這為先行者提供了良好的收入增長空間。

**圖表 1：中國移動網用戶數及使用率**



資料來源：中國互聯網路資訊中心，農銀國際證券

**圖表 2：中國手機遊戲類型偏好**



資料來源：中國互聯網路資訊中心

## IGG 公司業務特點及經營強項

### 1. 以自營為主，兼以聯運為輔

IGG 的手遊分自營和聯運兩種。自營是由公司獨立運營的遊戲，包括自研遊戲和來自協力廠商授權的遊戲；該業務收入採用全額法確認，即收入金額基本等同於終端玩家的付費金額。自營體現運營商的研發能力及管道推廣能力。

聯運遊戲指的是由 IGG 和協力廠商運營平臺共同運營的遊戲（如與騰訊平臺聯運的遊戲）。由 IGG 負責提供技術支援和遊戲更新等服務，並有限制的享有對玩家資料的獲取權。此業務分部的收入確認採用淨額法，即根據收入分成協定，將 IGG 所享有的分成部分確認為公司的收入。在 3Q14，IGG 的自營遊戲占收入總額的 91%，聯運遊戲占 7%。對 IGG 來說，聯運有助於創造更多元化的收入來源，同時利用本公司的富餘資源。

### 2. 公司國際市場執行能力強，產品在 GooglePlay 排名靠前

截至 2014 年 10 月 31 日，集團擁有來自於全球 180 多個國家的註冊用戶共計約 2 億，其中月活躍用戶約為 2 千萬。為了提升用戶體驗，IGG 在海外聘請各國母語人士擔任銷售主力，以把握不同國家及市場的用戶體驗。

截至 2014 年 9 月底，IGG 共運營 40 餘款遊戲。根據 App annie 網站對 2015 年 2 月下載情況的統計，其最主要的遊戲 Castle Clash（城堡爭霸，以下簡稱“CC”）在美國、加拿大、澳大利亞、英國、瑞士、瑞典等國的 Google Play 最暢銷策略類遊戲中保持前 10 名。另一款新產品 Clash of Lords（I&II，領主之戰，簡稱 COL1/COL2），在 Google Play 最暢銷策略類遊戲的排名也基本穩定。

COL 系列在截止至 10 月 31 日止的 6 個月時間內，總註冊人數達 1700 萬，MAU300 萬，收入突破千萬美元。由於 COL 系列和 CC 的玩家重疊度不高，有效地分散了公司的收入來源，減少對 CC 單一遊戲的依賴。目前集團仍在研發新的類型的產品，預計將陸續推出塔防、策略、射擊、彈珠類等各類手遊新品。

公司擁有較強的本土銷售團隊及銷售管道。手遊產品具較強的地域色彩和文化特徵，需瞭解相關市場文化及習慣，才能對產品設計及運營起到良好的推動作用。CC 在 180 多個國家用 15 種語言發行，並能獲得良好表現，顯示公司具備較強的本土化銷售團隊，這有助於保持業績長久持續發展。

圖表 3：IGG 在全球部分手遊市場的收入比重（截止 9M2014）

| 國家或地區 | 收入占比 |
|-------|------|
| 美國    | 31%  |
| 德國    | 8%   |
| 俄羅斯   | 8%   |
| 中國大陸  | 6%   |
| 法國    | 5%   |
| 英國    | 5%   |
| 加拿大   | 3%   |
| 澳大利亞  | 3%   |
| 臺灣    | 2%   |
| 新加坡   | 2%   |

來源：公司，農銀國際證券



圖表 4: IGG 部分產品使用者數及 MAU

| 產品名稱     | 產品類別       | 用戶註冊數<br>(截至 2014. 10) | MAU<br>(截至 2014. 10) |
|----------|------------|------------------------|----------------------|
| 城堡爭霸     | 城堡防禦       | 7300 萬                 | 920 萬                |
| 領主之戰 II  | 策略         | 1700 萬                 | 300 萬                |
| 黑幫衝突     | 團隊作戰 3D 策略 | 128 萬                  |                      |
| God Rush | 動作卡牌       | 124 萬                  |                      |
| 疾風勇者傳    | 角色扮演 (RPG) | 129 萬                  |                      |

來源: 公司, 農銀國際證券

圖表 5: Castle Clash 在 AppAnnie 最熱門國家 GooglePlay 暢銷排行榜變動情況

| 最熱門市場 | 2015. 1. 31 | 2015. 3. 1 | 變動情況   |
|-------|-------------|------------|--------|
| 澳大利亞  | 5           | 6          | 倒退 2 名 |
| 加拿大   | 4           | 5          | 倒退 2 名 |
| 法國    | 15          | 15         | 持平     |
| 德國    | 16          | 18         | 倒退 2 名 |
| 義大利   | 12          | 12         | 持平     |
| 日本    | 80          | 74         | 上升 6 名 |
| 荷蘭    | 5           | 4          | 上升 1 名 |
| 俄羅斯   | 28          | 35         | 倒退 7 名 |
| 新加坡   | 6           | 6          | 持平     |
| 韓國    | 42          | 46         | 倒退 4 名 |
| 西班牙   | 15          | 14         | 上升 1 名 |
| 瑞典    | 6           | 5          | 上升 1 名 |
| 瑞士    | 6           | 6          | 持平     |
| 英國    | 6           | 8          | 倒退 2 名 |
| 美國    | 5           | 5          | 持平     |

來源: App Annie 網站

### 3. 創造 LINK 社交平臺, 或有助於提升公司價值

IGG 在發展手遊產品同時也在開拓新的業務。一個重要產品是社交平臺 LINK, 其初期主要定位是服務手機遊戲玩家社交圈。但預計一旦使用者數量達到規模, IGG 將會進行大規模推廣, 將產品打造成一個多語種、跨國的即時通平臺, 並希望從長遠看實現億級使用者的目標。屆時 LINK 有望從手遊及廣告銷售等多領域獲得收入來源。

圖表 6: LINK 產品相關介紹

|        |                          |
|--------|--------------------------|
| 上線時間   | 2014 年 8 月               |
| 註冊用戶數  | 265 萬 (截至 2014 年 10 月底)  |
| 月活躍用戶數 | 100 萬 (截至 2014 年 10 月底)  |
| 廣告費用投入 | 230 萬美元 (2014 年 8 月-9 月) |

來源: 公司, 農銀國際證券



圖表 7: LINK 在 Google Play 通訊類 app 下載排名 (2014. 12. 2~2015. 3. 1)

| 最熱門國家      | 2015. 1. 31 | 2015. 3. 1 |
|------------|-------------|------------|
| 澳大利亞       | 58          | 64         |
| <b>加拿大</b> | <b>60</b>   | <b>55</b>  |
| <b>中國</b>  | <b>94</b>   | <b>54</b>  |
| 法國         | 140         | 153        |
| 德國         | 101         | 109        |
| 義大利        | 118         | 185        |
| 日本         | 152         | 160        |
| 荷蘭         | 60          | 78         |
| <b>俄羅斯</b> | <b>195</b>  | <b>38</b>  |
| 新加坡        | 14          | 38         |
| 韓國         | 311         | 465        |
| 西班牙        | 117         | 195        |
| 瑞典         | 53          | 81         |
| 瑞士         | 86          | 114        |
| <b>英國</b>  | <b>70</b>   | <b>67</b>  |
| <b>美國</b>  | <b>80</b>   | <b>81</b>  |
| 菲律賓        | 15          | 26         |

來源: App Annie 網站

#### 4. 公司決策及執行有效

公司管理層於 2013 年初意識到手遊行業的巨大潛力，迅速從 PC 遊戲轉向手遊。結果在不到一年時間內，其手遊收入占比已經已升至 51% (2013 年年報)，成功轉型為手遊公司，且業績強勁增長。上述比重在 3Q14 已經升至 87%。公司 9M14 收入/利潤比 FY13 全年增長 63.64%/628.57%。由於第 4 季是行業旺季，我們預計其 FY14 淨利潤增幅會在前三季度的基礎上繼續擴大。

相比之下，其他港股遊戲公司儘管也多有提及向手遊板塊發展，但在執行力及財務資料上，均未見明顯成效，不如 IGG 的轉身來得迅速。這一方面反映 IGG 的執行力較強，另一方面，也顯示出其全球市場的佈局的優勢——可以有效避免中國內地手遊行業的激烈競爭，而且在手遊時，避免受制於過於中國國內過於強勢的管道商。



## 同業比較

圖表 8: 在港上市的遊戲公司彭博市場指標及預期對比 (股價截止 2015 年 3 月 4 日)

| 代碼      | 公司             | 股價     | 市值<br>百萬港元 | 2014 預測<br>市盈率 | 2015 預測<br>市盈率 | 每股盈利<br>FY14E# | 每股盈利<br>FY15E# |
|---------|----------------|--------|------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 8002HK  | IGG 公司-ABCI 預測 | 2.92   | 4,005      | 9.80           | 7.60           | 0.05           | 0.06           |
| 8002.HK | IGG - 彭博       | 2.92   | 4,005      | 7.24           | 5.98           | 0.05           | 0.06           |
| 0434.HK | 博雅互動           | 5.41   | 4,114      | 10.67          | 8.13           | 0.41           | 0.54           |
| 0484.HK | 雲遊控股           | 13.20  | 1,682      | N/A            | 14.37          | -0.01          | 0.74           |
| 0700.HK | 騰訊控股           | 133.30 | 1,249,450  | 41.96          | 31.49          | 2.57           | 3.42           |
| 1022.HK | 飛魚科技           | 1.95   | 2,925      | 14.34          | 10.17          | 0.11           | 0.16           |
| 2100.HK | 百奧家庭           | 0.65   | 1,826      | 5.91           | 7.10           | 0.09           | 0.07           |
| 3888.HK | 金山軟體           | 17.10  | 20,262     | 23.13          | 19.18          | 0.60           | 0.72           |
| 6899.HK | 聯眾             | 3.64   | 2,850      | 13.38          | 9.11           | 0.22           | 0.32           |
| 0777.HK | 網龍網路           | 13.08  | 6,453      | 17.99          | 16.45          | 0.59           | 0.64           |

# 除 IGG 為美元外，其餘單位均為人民幣

來源：彭博，WIND，農銀國際證券預測

圖表 9: 在港上市的遊戲公司 3Q14 及 1H14 經營指標對比

| 代碼      | 公司   | 主要產品類別   | 3Q14 手遊<br>收入占比 | 主要市場 | 主要產品      | 1H14<br>收入# | 1H14<br>毛利率 | 1H14 股東<br>純利# |
|---------|------|----------|-----------------|------|-----------|-------------|-------------|----------------|
| 8002.HK | IGG  | 手遊       | 91.26           | 全球   | 城堡爭霸\領主之戰 | 91.90       | 72.46       | 32.94          |
| 0434.HK | 博雅互動 | 非移動類網遊   | 58.87           | 中國   | 德州撲克\鬥地主  | 457.95      | 61.98       | 137.83         |
| 0484.HK | 雲遊控股 | 非移動類網遊   | 未披露             | 中國   | 凡人修真      | 337.45      | 74.24       | -21.77         |
| 0700.HK | 騰訊控股 | 遊戲平臺     | 13              | 中國   | 英雄聯盟      | 38146       | 59.70       | 12293          |
| 1022.HK | 飛魚科技 | 非移動類網遊   | 1H14: 24.4      | 中國   | 神仙道\保衛蘿蔔  | 129.23      | 86.94       | 51.42          |
| 2100.HK | 百奧家庭 | 非移動網遊    | 未披露             | 中國   | 奧奇傳說      | 287.77      | 72.42       | -208.26        |
| 3888.HK | 金山軟體 | 應用軟體+網遊  | 未披露             | 中國   | 劍網3       | 1426.13     | 84.37       | 364.36         |
| 6899.HK | 聯眾   | 非移動網遊    | 26.5            | 中國   | 德州撲克      | 207.29      | 62.80       | 33.21          |
| 0777.HK | 網龍網路 | 網遊+線上教育  | 未披露             | 中國   | 征服\魔域等    | 447.24      | 90.39       | 143.49         |
| 1980.HK | 天鵝互動 | 即時社交視頻平臺 | 未披露             | 中國   | 即時社交視頻平臺  | 344.25      | 84.30       | -174.35        |

# 除 IGG 為百萬美元外，其餘單位均為百萬元人民幣

來源：相關公司季報，WIND，農銀國際證券計算

## 估值及評級

**預計全行業估值調整接近到位。**經過 2014 年的調整，整個港股手遊板塊的估值已經大幅度下調。我們認為優質遊戲股從長遠來看，仍然有較大的增長空間，考慮到 2015 年該行業仍然有眾多的向上驅動誘因，我們認為整個板塊會在 2015 年顯著跑贏大市。

我們以行業普遍採用的前瞻性市盈率（12 個月預測 P/E 值）作為 IGG 的主要估值指標參考。從彭博資料終端提供的 IGG12 個月預測市盈率指標的時間序列值來看，IGG 現有的估值已經基本處於歷史最低位水準。

**圖表 10：IGG 12 個月預測 P/E 的歷史走勢圖（2013. 11. 29~2015. 3. 3）**



來源：彭博，農銀國際證券

如上圖所示，IGG 的預測 P/E 指標（約 5.98 倍），低於歷史均值（約 10 倍）1 個標準差，顯示未來其估值有較大機會出現反彈。

投資者亦需留意，上述估值趨勢或未必符合正態分佈。原因是 IGG 於 2013 年 10 月 18 日 IPO 上市交易，彭博從 2013 年 11 月 29 日起提供 IGG 未來 12 個月的預測 P/E 指標，因此資料的時間較短；另外，通常新股上市後 1~2 年或存在“IPO 折讓”（IPO puzzle）情況。有鑑於此，我們認為有必要結合公司基本面及行業催化劑因素，以進一步判斷該公司是否應享有更高的估值。

據我們預測，受惠于其手遊產品付費使用者量的增長，及每位用戶的資費水準的增長，IGG 在 2014E-2017E 年間的每股收益有望達到 36% 的年複合增長率。不過，因為 2014 年的高增長基數，及其斥資對 LINK 進行市場推廣，其盈利增速在 2015E 或會相對放緩至 29%，對應 2015E 的每股盈利為 0.06 美元。

考慮到 IGG 的收入及淨收益的高增長潛力，以及當前的低估值的市場氣氛，我們以 7 倍的預測 P/E 值作為 IGG 的未來 12 個月的 P/E 估值。結合其 2015 年的預測盈利，我們給出其目標價為 4.0 港元，這一價格較現價高 34.23%。結合 IGG 的良好基本面及行業前景，我們賦予該公司“**買入**”評級。

特別需要指出的是，如果公司能夠成功轉主機板，並且行業估值逐步復蘇的話，IGG 的估值極有可能會上行至 10x 甚至更高預測市盈率估值，推動其股價升至 4.65 港元之上。



## 財務預測

我們對於 IGG 的關注點主要集中於其收入及成本控制。要享受行業增長，公司需要進行研發，不斷推陳出新，並在不同市場推進新業務，抑或需擴大管道支出。另外，其 LINK 產品的推廣也需要一定成本，這有可能會降低其毛利率。在隨後幾年，隨著新業務的成長，其毛利有望保持穩定。另一方面，它的收入在未來幾年將隨著新舊業務的擴容，有顯著提升。為了保持其行業優勢，集團或需要在現有基礎上增加研發支出，這也構成我們的財務預測基礎。

圖表 11: IGG 收益及盈利預測指標假設概覽

| 主要假設          | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 總體註冊用戶增速      | NA    | 81.0  | 30.0  | 30.0  |
| MAU/總註冊數      | 10.9  | 11.5  | 11.5  | 11.5  |
| MAU 付費率, %    | 1.10  | 1.10  | 1.10  | 1.10  |
| 產品月 ARPU 增速   | NA    | 10    | 15    | 10    |
| 自營業務收入占比, %   | 94    | 94    | 94    | 94    |
| 毛利率, %        | 75    | 72    | 73.3  | 72.7  |
| 銷售及分銷成本/收入, % | 26    | 21    | 23    | 20    |
| 管理費用/銷售比, %   | 12.3  | 9.0   | 9.0   | 9.0   |
| 研發費用/收入, %    | 10.6  | 9.0   | 9.0   | 9.0   |
| 實際稅率, %       | 16    | 8     | 10    | 15    |

來源: 公司, 農銀國際證券預測



## 合併損益表 (2012A-2016E)

| 截止12月31日止 (千元人民幣) | 2012A           | 2013A         | 2014E          | 2015E          | 2016E          |
|-------------------|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 收入                | 43,154          | 87,986        | 208,028        | 311,949        | 446,087        |
| 網路遊戲收益            | 41,810          | 85,251        | 196,142        | 293,232        | 419,321        |
| 特許權收益             | 548             | 234           | 321            | 481            | 446            |
| 聯合經營收益            | 796             | 2,501         | 9,200          | 15,597         | 24,089         |
| 其他收益              | 0               | 0             | 2,365          | 2,639          | 2,230          |
| 銷售成本              | (10,358)        | (22,264)      | (58,248)       | (83,141)       | (121,898)      |
| <b>毛利</b>         | <b>32,796</b>   | <b>65,722</b> | <b>149,780</b> | <b>228,808</b> | <b>324,189</b> |
| 其他收入及收益           | 422             | 592           | 592            | 592            | 592            |
| 銷售及分銷開支           | (12,071)        | (23,246)      | (42,646)       | (71,748)       | (89,217)       |
| 管理費用              | (7,093)         | (10,855)      | (18,722)       | (28,075)       | (40,148)       |
| 研發成本              | (6,331)         | (9,333)       | (18,722)       | (28,075)       | (40,148)       |
| 其他開支              | (20,669)        | (14,619)      | (1,040)        | (1,581)        | (2,246)        |
| <b>除稅前溢利/(虧損)</b> | <b>(12,946)</b> | <b>8,261</b>  | <b>69,241</b>  | <b>99,920</b>  | <b>153,022</b> |
| 所得稅開支             | (163)           | (1,313)       | (5,539)        | (16,986)       | (26,014)       |
| 年內持續經營業務溢利/(虧損)   | (13,109)        | 6,948         | 63,702         | 82,934         | 127,009        |
| 非持續經營業務損溢         | (326)           | 0             | 0              | 0              | 0              |
| 總利潤               | (13,435)        | 6,948         | 63,702         | 82,934         | 127,009        |
| <b>股東純利潤</b>      | <b>(13,435)</b> | <b>6,948</b>  | <b>63,383</b>  | <b>81,991</b>  | <b>125,566</b> |
| EPS (基本), 美元      | -0.0251         | 0.0078        | 0.0462         | 0.0598         | 0.0915         |
| EPS (攤薄), 美元      |                 | 0.0071        | 0.0462         | 0.0597         | 0.0915         |
| 每股派息, 港元          | 0.000           | 0.016         | 0.107          | 0.139          | 0.248          |

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 (千元人民幣)     | 2012A           | 2013A          | 2014E          | 2015E          | 2016E          |
|-----------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 物業、廠房及設備              | 1,517           | 1,674          | 3,442          | 3,511          | 3,581          |
| 其他無形資產                | 152             | 97             | 410            | 410            | 410            |
| 非流動租賃按金               | 152             | 157            | 1,141          | 649            | 895            |
| 其他非流動資產               | 365             | 435            | 60,476         | 73,760         | 70,421         |
| <b>非流動資產總額</b>        | <b>2,186</b>    | <b>2,363</b>   | <b>65,469</b>  | <b>78,330</b>  | <b>75,307</b>  |
| 應收賬款                  | 496             | 314            | 1,567          | 1,731          | 2,918          |
| 應收關聯方款項               | 0               | 114            | 135            | 303            | 361            |
| 預付款項、按金及其他應收款項        | 476             | 919            | 2,234          | 3,304          | 4,757          |
| 應收資金                  | 3,233           | 12,248         | 15,602         | 23,396         | 33,456         |
| 現金及現金等價物              | 15,135          | 135,488        | 133,588        | 181,113        | 268,178        |
| 其他流動資產                | 0               | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>流動資產總額</b>         | <b>19,340</b>   | <b>149,083</b> | <b>153,125</b> | <b>209,847</b> | <b>309,670</b> |
| <b>總資產</b>            | <b>21,526</b>   | <b>151,446</b> | <b>218,595</b> | <b>288,177</b> | <b>384,978</b> |
| 應付帳款                  | 1,841           | 3,228          | 2,535          | 2,881          | 2,708          |
| 應計負債及其他應付款項           | 3,124           | 3,006          | 3,600          | 8,028          | 9,600          |
| 遞延收益-流動負債             | 5,556           | 7,805          | 6,681          | 7,243          | 6,962          |
| 其他流動負債(調整項)           | 66,596          | 1,317          | 659            | 988            | 823            |
| <b>流動負債合計</b>         | <b>77,117</b>   | <b>15,356</b>  | <b>13,474</b>  | <b>19,140</b>  | <b>20,092</b>  |
| 遞延稅項負債                | 250             | 317            | 284            | 300            | 350            |
| 其他非流動負債項目             | 0               | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 非流動負債總額               | 250             | 317            | 284            | 300            | 350            |
| <b>負債總額</b>           | <b>77,367</b>   | <b>15,673</b>  | <b>13,757</b>  | <b>19,440</b>  | <b>20,442</b>  |
| <b>總權益</b>            | <b>(55,841)</b> | <b>135,773</b> | <b>204,838</b> | <b>268,737</b> | <b>364,535</b> |
| 非控股股東權益               | 0               | 0              | 8,560          | 9,395          | 4,224          |
| <b>歸屬於公司股東之權益-淨資產</b> | <b>(55,841)</b> | <b>135,773</b> | <b>196,277</b> | <b>259,343</b> | <b>360,311</b> |
| <b>每股淨資產, 美元</b>      | <b>—</b>        | <b>0.10</b>    | <b>0.14</b>    | <b>0.19</b>    | <b>0.26</b>    |

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           | 2014E           | 2015E           | 2016E           |
|-----------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 除稅前溢利(虧損)-持續經營業務      | (12,946)      | 8,261           | 69,241          | 99,920          | 153,022         |
| 除稅前溢利(虧損)-終止經營業務      | (326)         | —               | —               | —               | —               |
| 利息收入                  | (24)          | (160)           | (92)            | (126)           | (109)           |
| 處置物業, 廠房及設備之(收益)/虧損   | (6)           | 10              | 2               | 6               | 4               |
| 可換股可贖回優先股的公平值變動       | 20,612        | 14,167          | 0               | 0               | 0               |
| 折舊                    | 1,014         | 754             | 1,550           | 1,581           | 1,613           |
| 其他無形資產攤銷              | 264           | 105             | 0               | 0               | 0               |
| 出售附屬公司及聯營公司(收益)/虧損    | 0             | 0               | 0               | 0               | 0               |
| 處置終止經營業務(收益)/損失       | 405           | —               | 0               | 0               | 0               |
| 股本支付股份開支              | 126           | 1,030           | 578             | 578             | 578             |
| <b>營運資本變動前之現金流量</b>   | <b>9,119</b>  | <b>24,167</b>   | <b>71,279</b>   | <b>101,959</b>  | <b>155,108</b>  |
|                       | 0             | 0               | 0               | 0               | 0               |
| (增加)/減少應收資金           | (883)         | (9,015)         | (3,354)         | (7,794)         | (10,060)        |
| (增加)/減少應收賬款           | (561)         | 68              | (1,253)         | (165)           | (1,186)         |
| (增加)/減少按金, 預付款項及其他應收款 | (392)         | (443)           | (1,315)         | (1,070)         | (1,453)         |
| 增加/(減少)應付帳款           | 1,650         | 1,387           | (694)           | 347             | (173)           |
| 增加/(減少)遞延收益           | 265           | 2,249           | (1,125)         | 562             | (281)           |
| 增加/(減少)應計費用及其他應付款     | 689           | (118)           | 594             | 4,428           | 1,572           |
| (增加)/減少長期租金按金         | (152)         | —               | —               | —               | —               |
| <b>經營活動之現金</b>        | <b>9,735</b>  | <b>18,295</b>   | <b>64,134</b>   | <b>98,267</b>   | <b>143,526</b>  |
| 已收利息-經營活動             | 24            | 160             | 92              | 126             | 109             |
| 已付所得稅                 | (11)          | 3               | (4)             | (1)             | (2)             |
| <b>經營活動產生的現金流量淨額</b>  | <b>9,748</b>  | <b>18,458</b>   | <b>64,222</b>   | <b>98,393</b>   | <b>143,632</b>  |
| <b>投資現金流</b>          |               |                 |                 |                 |                 |
| 購買物業, 廠房及設備           | (658)         | (940)           | (63,394)        | (32,167)        | (32,167)        |
| 購買其他無形資產              | (112)         | (46)            | (79)            | (63)            | (71)            |
| 其他投資活動                | (93)          | (9,967)         | (30)            | 2               | (14)            |
| <b>投資活動產生的現金流量淨額</b>  | <b>(863)</b>  | <b>(10,953)</b> | <b>(63,503)</b> | <b>(32,228)</b> | <b>(32,252)</b> |
| 行使購股權所得款              | 42            | 302             | 302             | 302             | 302             |
| 向當時現有股東宣派及派付的股息       | 0             | (4,923)         | (2,897)         | (18,926)        | (24,597)        |
| 融資活動產生的現金流            | 0             | 107,477         | 0               | 0               | 0               |
| <b>籌資活動產生的現金流量淨額</b>  | <b>42</b>     | <b>102,856</b>  | <b>(2,595)</b>  | <b>(18,624)</b> | <b>(24,295)</b> |
| 現金及現金等價物淨增加額          | 8,927         | 110,361         | (1,876)         | 47,541          | 87,085          |
| 期初現金及現金等價物餘額          | 6,248         | 15,135          | 135,488         | 133,588         | 181,113         |
| 匯率變動對現金的影響            | (40)          | (8)             | (24)            | (16)            | (20)            |
| <b>期末現金及現金等價物餘額</b>   | <b>15,135</b> | <b>125,488</b>  | <b>133,588</b>  | <b>181,113</b>  | <b>268,178</b>  |

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 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率, %    | 76.00 | 74.70 | 72.00 | 73.35 | 72.67 |
| 稅前利潤率, %  | NA    | 9.39  | 33.28 | 32.03 | 34.30 |
| 淨利率, %    | NA    | 7.90  | 30.47 | 26.28 | 28.15 |
| 總資產報酬率, % | NA    | 8.03  | 34.26 | 32.36 | 37.31 |
| 淨資產報酬率, % | NA    | 17.38 | 38.18 | 35.99 | 40.53 |

來源: 公司, 農銀國際證券預測

## 風險因素分析

以下因素有可能對於我們的估值及公司前景判斷構成風險。

### 1. 整個手遊市場的前景存在不確定

手遊市場主要伴隨智慧手機的發展而發展。但新技術或令新的遊戲載體出現，如果遊戲公司無法迅速跟進和調整，將會面臨用戶流量下降的風險。IGG 公司 9M14 的業績顯示，CC 一款遊戲占收入份額高達 63%，雖然 CC 的銷售市場分佈較為多元化，不會因為單一市場的波動而受重大影響，但如果因為手遊行業整體波動增加導致 CC 的收入出現大幅波動，或會對 IGG 的銷售額造成重大影響。

### 2. 行業競爭激烈，導致價格戰及產品同質化

手遊行業的發展或會吸引越來越多參與者，不排除會出現產品同質化傾向，行業競爭惡化，導致用戶體驗受挫。如果遊戲銷售平臺為自身利益盲目引入產品，或會加劇這一趨勢。

### 3. 旗下主要產品生命週期及新品的受歡迎程度或嚴重低於我們預測值

IGG 的主要產品生命週期或會與我們的預測偏離較大。有關產品既可能提前進入衰退期，亦可能因改版或更換語言在其他市場全新增長，這些因素都會令本報告的預測顯得過於樂觀/悲觀。此外，社交產品 LINK 也可能提前成熟，令我們的預測顯得悲觀。

### 4. 跨市場經營涉及的法律風險

IGG 在全球多個國家及地區進行產品銷售，如果未能熟悉相關市場對遊戲產品內容及運營的法規，或會引發法律風險。

### 5. IGG 若不能成功轉主機板，其股票或繼續面臨流動性風險

儘管 IGG 管理層去年確認過希望轉香港主機板上市的意願。但是在本報告刊發之時，公司尚未正式遞交轉主機板的申請，能否成功轉主機板仍面臨較大變數。如果未能成功轉主機板，其交投或出現較大波動，誘發流動性風險。

## 公司簡介及大事記

### 公司簡介

**公司業務：** 公司創立於 2006 年，是快速發展的全球網路遊戲開發商及營運商。向全球玩家提供多語言網頁遊戲、用戶端遊戲及手機遊戲。主要目標客戶是中高端玩家，每日遊戲時間通常不少於 1 小時。除在國外擁有業務外，公司在中國部署大部分開發人員，使公司能發揮成本優勢及以具成本效益的方式開發遊戲。

**公司總部：** 新加坡（公司在美國、中國及菲律賓等設有辦事處）

**研發總部：** 中國

**主要產品：** 知名遊戲包括《城堡爭霸》、《德州撲克》等。

### 公司主席及主要管理層簡介（摘自公司 1H14 報告）

**蔡宗建先生：** 於 2007 年 10 月 31 日獲委任為執行董事，現任首席執行官。蔡先生為創辦人之一，主要負責本集團的企業策略規劃及整體業務發展。蔡先生擁有約 14 年的網路遊戲行業經驗。其於 2000 年 5 月至 2003 年 11 月擔任福建網龍計算器資訊網路技術有限公司副總裁，17173.com 正是由此團隊開發。蔡先生亦於 2003 年 11 月至 2005 年 1 月擔任 17173.com（由納斯達克上市公司 Sohu.com Inc.（股份代號：SOHU）收購）的行政總裁。

**池元先生：** 於 2007 年 8 月 16 日獲委任為執行董事，現任高級副總裁。池先生亦為公司創辦人之一，主要負責本集團遊戲開發。池先生擁有約 16 年的資訊科技行業經驗。其於 2000 年 11 月至 2003 年 9 月為深圳證券交易所上市公司福建榕基軟體股份有限公司（股份代號：002474）副總裁。

**許元先生：** 首席運營官。許先生擁有約 14 年的專案及企業管理經驗。其於 2007 年 9 月加入該集團，主要負責集團在中國境外的業務營運與發展。在加入集團前，許先生曾任加利福尼亞大學聖克魯斯分校 (University of California, Santa Cruz) 研究生研究員。

**張竑先生：** 為首席技術官及全球業務的高級副總裁。張先生擁有約 17 年的資訊技術行業經驗。其於 2008 年 12 月加入集團，主要負責集團的整體技術營運。

**陳智祥先生：** 為高級副總裁及 IGG Singapore 董事。陳先生擁有約 10 年的網路遊戲行業經驗。其主要負責集團在中國的業務營運與發展。陳先生於 2005 年 12 月加入集團，2005 年 12 月至 2006 年 6 月參與創辦集團及 IGG.com 平臺。其於 2007 年 12 月至 2009 年 6 月任職首席運營官。其於 2009 年 8 月至 2012 年 8 月為 IGG Singapore 總裁，負責擴大海外（東南亞）業務。



## 公司大事記

- 2006年2月，蔡宗建及池元創立 IGG
- 2006年6月，IGG 推出首款獲許可 MMORPG-《神界》
- 2007年，IGG 推出多款 MMO 遊戲，包括《海盜王》及《天使之戀》
- 2007年12月，IGG 完成由 IDG 集團牽頭的 A 系列融資
- 2008年3月，IGG 推出《漂流幻境》
- 2008年11月，IGG 發佈首款自主開發的 MMORPG《眾神之戰》
- 2008年11月，由 IDG 集團、Vertex 及 Hearst 牽頭 B 系列融資
- 2009年3月，IGG 推出首款自主開發即時戰略遊戲《星際文明》。
- 2009年6月，IGG 在新加坡設立總部
- 2010年全年，IGG 的系列社交遊戲，其中《魚塘》、《瘋狂診所》、《魔幻花園》、《瘋狂尋寶》、《銀龍之翼》及《德州撲克至尊版》打入 Facebook 遊戲平臺
- 2011年1月，IGG 發佈《星際文明 II》，在全球範圍擁有多個版本，包括法語、德語、西班牙語、土耳其語、及其他若干語種
- 2011年10月，IGG 的撲克應用程式《德州撲克至尊版》登陸 ios
- 2011全年，IGG 發佈多款高端 3D 頁遊，包括《百年戰爭》及《泰坦戰爭》
- 2012年1月，安卓版《德州撲克至尊版》在 Google Play 上發佈
- 2012年，IGG 發佈新網頁遊戲，包括《英雄道》、《神之翼》及《暗月》
- 2013年2月，IGG 於 Google Play 發佈《暗月》安卓版
- 2013年3月，IGG 在臺灣 Facebook 上發佈《天空文明》
- 2013年3月，IGG 在 Google Play 上發佈安卓版《老虎機》
- 2013年4月，IGG 在菲律賓 Facebook 上發佈《英雄道》；在 Google Play 上發佈安卓版《環龍迷城》
- 2013年5月，IGG 于 Google Play 推出安卓版《至尊老虎機》
- 2013年7月，IGG 于 Google Play 推出安卓版《領主之戰》
- 2013年7月，IGG 于 Google Play 推出安卓版《城堡爭霸》
- 2013年10月18日，IGG 於香港聯交所創業板上市，代碼 8002.HK
- 2013年11月，城堡爭霸登陸 IOS 平臺
- 2013年12月，領主之戰 II 登陸安卓平臺
- 截至 2013 年底，IGG 集團擁有的註冊用戶數超過 1 億
- 2014年1月，于加拿大成立了以研發為核心業務的全資子公司
- 2014年2月，《城堡爭霸》月流水突破千萬美金
- 2014年4月，《領主之戰》系列月流水突破百萬美金
- 2014年5月，城堡爭霸簡體中文版登陸騰訊移動社交平臺
- 截至 2014 年 6 月底，手機遊戲收入於總收入占比超過 80%
- 2014年8月，推出基於地理位置的即時通訊社交手機軟體 Link
- 截至 2014 年 10 月底，集團擁有的註冊用戶數超過 2 億

## 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。文中分析建立在大量的假設基礎上，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