

中国：网络软件与服务
2015 年 03 月 10 日
投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**34.4%**

 日期 **2015/03/09**

收盘价	HK\$3.57
十二个月目标价	HK\$4.80
前次目标价	HK\$4.50
香港恒生指数	24,123.1

信息更新：

- ▶ IGG 2014 年净利润较本中心预估/市场预期分别高出 5%/1%。
- ▶ 我们将目标价上调至 4.8 港元，主要因我们将 2015 年盈利预估上调 14% 以反映移动游戏业务的稳健增长。

本中心观点：

- ▶ 我们仍然看好 IGG，系因公司推出新款移动游戏且转往香港主板上市有望获得估值溢价。

公司简介： IGG 为在线游戏开发运营商，提供全球性的多国语言网页游戏、客户端游戏与移动游戏。

股价相对香港恒生指数表现


市值	US\$652.8 百万元
六个月平均日成交量	US\$3.0 百万元
流通在外股数(百万股)	1,372.9
自由流通股数比例	54%
大股东；持股比例	Duke Online, 13.1%
净负债比率	(79.5%)
每股净值 (2015F)	US\$0.261 元
市净率 (2015F)	1.77 倍

简明损益表(US\$百万元)

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	88	205	284	329
营业利润	22	69	94	108
税后净利润*	7	66	88	101
每股收益(元)	0.01	0.05	0.06	0.07
每股收益年增长率 (%)	(128.2)	590.7	31.9	14.8
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率(倍)	65.1	9.4	7.1	6.2
股利收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率 (%)	N.A.	41.1	32.3	24.7

* 归属股东税后净利润

报告分析师：
王 佳卉

+86 21 6187 3821 nice.wang521@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

应豪

+86 21 6187 3824 francisying@yuanta.com

IGG (8002 HK)

2014 年业绩稳健，2015 年前景向好

我们将 2015 年盈利预估上调 14%，将目标价调高至 4.8 港元：我们仍然看好 IGG，系因公司推出新款移动游戏且转往香港主板上市有望获得估值溢价。我们认为与同业相比，目前 IGG 估值偏低（同业平均对应 2015 年市场预期市盈率 8-10 倍，而 IGG 对应市盈率 6 倍），公司盈利增长前景稳健。我们将 2015/16 年净利润预估分别上调 14%/6% 至 8,750 万美元/1.006 亿美元。本中心估值仍基于现金流折现估值和市盈率估值加权平均计算得出。

2014 年业绩稳健： 3 月 9 日 IGG 公布 2014 年业绩，公司营收同比增长 133%，归属于股东净利润同比增长 855% 至 2.046 亿美元 / 6,640 万美元。2014 年营收较本中心预估/市场预期分别高出 1%/2%，调整后净利润则分别高出 5%/1%。

产品组合改进： 我们将 2014 年稳健的营收增长归因于公司热门游戏《城堡争霸》的贡献以及《领主之战》系列的日益受捧。《领主之战》系列贡献 2014 年 IGG 总营收的 12%。我们注意到公司其他新游戏，如《Clash of Gangs》、《Gods Rush》、《卡卡英雄》和《星际文明 3》的贡献也在日益上升。我们看好 IGG 为避免过度依赖《城堡争霸》的风险而进行的产品扩张。2014 年 IGG 盈利能力下滑，主要因新款游戏和 Link 软件应用产生的营销费用。但是，我们预计 2015 年 IGG 给予 Link 的预算有限。

主要下行风险： 《城堡争霸》受欢迎程度下滑速度快于预期、新款游戏失败、Link 失败而相关费用高以及政治风险。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

财务数据及估值

继 IGG 发布稳健的 2014 年盈利结果后，我们上调 2015/16 年预估值。2014 年 IGG 在线游戏营收高于本中心/市场预期。这主要得益于公司热门游戏《城堡争霸》的贡献以及《领主之战》系列的日益受捧。相应地，我们将 2015/16 年营收预估分别上调 13%/17% 至 2.84 亿美元/3.29 亿美元，将同期净利润预估分别上调 14%/6% 至 8,750 万美元/1.006 亿美元。我们预计 2015 年 IGG 营收有望同比增长 39%，因为公司移动游戏业务持续创造营收贡献。

我们对 IGG 重申买入评级，将目标价调高至 4.8 港元，隐含 34% 的上涨空间。本中心估值系基于现金流折现估值和市盈率估值平均计算得出，二者权重相同。我们将现金流折现估值目标价上调 7%，因为我们提高了盈利预估。我们将 2015 年目标市盈率倍数从 6.5 倍上调至 9.3 倍，以反映 1) IGG 或将转往香港主板上市，有望获得估值溢价；2) 香港在线游戏行业市盈率均值对应 2015 年市场预期市盈率 8-10 倍左右。我们认为目前 IGG 估值偏低。

主要下行风险：《城堡争霸》受欢迎程度下滑速度快于预期、新款游戏失败、Link 失败而相关费用高以及政治风险。

图 1：IGG 盈利与估值调整

百万美元	调整前		调整后		差异	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
总营收	252.47	281.29	284.28	329.31	13%	17%
毛利润	184.86	215.19	200.09	231.79	8%	8%
净利润	77.10	94.47	87.53	100.58	14%	6%
毛利率	73%	77%	70%	70%	-2.6 个百分点	-6.6 个百分点
净利率	31%	34%	31%	31%	-0.2 个百分点	-3.5 个百分点
市盈率(倍)		6.49		9.25		43%
现金流折现估值(港元)		4.67		4.98		7%
目标价(港元)		4.50		4.8		7%

资料来源：公司资料，元大

图 2: IGG 财务展望

百万美元	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营收	87.99	204.61	284.28	329.31	350.76
在线游戏	85.25	193.86	272.18	316.49	337.55
游戏授权及其他	0.23	2.67	2.80	2.83	2.83
联营	2.50	8.09	9.30	10.00	10.37
毛利润	65.72	145.79	200.09	231.79	246.89
营业利润	22.29	68.85	94.04	107.97	113.96
净利润	6.95	66.37	87.53	100.58	106.00

资料来源: 公司资料, 元大

图 3:12 个月预期市盈率区间



资料来源: 公司资料, 元大

图 4:12 个月预期市净率区间



资料来源: 公司资料, 元大

资产负债表

年初至 12 月 (US\$ 百万)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金与短期投资	15	135	127	282	398
存货	0	0	0	0	0
应收帐款及票据	4	13	19	37	40
其他流动资产	0	1	57	3	4
流动资产	19	149	204	322	442
长期投资	0	0	8	8	8
固定资产	2	2	1	0	0
什项资产	1	1	5	92	89
其他资产	2	2	14	100	96
资产总额	22	151	218	423	538
应付帐款及票据	2	3	8	7	8
短期借款	67	0	0	0	0
什项负债	9	12	22	60	71
流动负债	77	15	30	67	79
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债及准备	0	0	0	0	0
长期负债	0	0	0	0	0
负债总额	77	16	30	68	79
股本	0	0	0	0	0
资本公积	0	3	0	62	58
保留盈余	(56)	133	187	292	401
换算调整数	0	0	0	0	0
股东权益	(56)	136	187	354	459

资料来源: 公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (US\$ 百万)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
本期净利润	(13)	7	66	88	101
折旧及摊提	1	1	1	4	6
本期营运资金变动	1	(5)	(49)	74	8
其他营业资产	21	15	52	(4)	(6)
营运活动之现金流量	10	18	71	162	109
资本支出	(1)	(1)	(5)	(6)	(6)
本期长期投资变动	0	0	0	0	0
其他资产变动	0	(10)	(48)	0	0
投资活动之现金流量	(1)	(11)	(53)	(6)	(6)
股本变动	0	108	0	0	0
本期负债变动	0	0	0	0	0
其他调整数	0	(5)	(16)	0	13
融资活动之现金流量	0	103	(16)	0	13
本期产生现金流量	9	110	2	155	116
自由现金流量	9	8	18	155	103

资料来源: 公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (US\$ 百万)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	43	88	205	284	329
销货成本	(10)	(22)	(59)	(84)	(98)
营业毛利	33	66	146	200	232
营业费用	(25)	(43)	(77)	(106)	(124)
营业利润	7	22	69	94	108
利息收入	0	0	1	0	0
利息费用	0	0	0	0	0
利息收入净额	0	0	1	0	0
投资利益(损失)净额	0	0	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	(21)	(14)	2	0	0
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	(13)	8	72	94	108
所得税费用	0	(1)	(5)	(7)	(8)
税后净利润	(13)	7	66	88	101
税前息前折旧摊销前净利	9	23	70	98	114
每股收益 (US\$)	(0.03)	0.01	0.05	0.06	0.07
每股收益 - 调整员工分 红 (US\$)	(0.03)	0.01	0.05	0.06	0.07

资料来源: 公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
年成长率 (%)					
营业收入	38.8	103.9	132.6	38.9	15.8
营业利润	136.7	205.3	208.9	36.6	14.8
税前息前折旧摊销前净	90.7	169.8	203.5	39.2	16.7
税后净利润	50.1	(151.8)	855.8	31.9	14.8
每股收益	50.15	(128.17)	590.69	31.87	14.85
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	76.0	74.7	71.2	70.4	70.4
营业利润率	16.9	25.3	33.6	33.1	32.8
税前息前 折旧摊销前净利率	19.9	26.3	34.3	34.4	34.7
税后净利润率	(31.1)	7.9	32.5	30.8	30.5
资产报酬率	(79.8)	8.0	36.0	27.4	20.9
净资产收益率	N.A.	N.A.	41.1	32.3	24.7
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	(119.7)	0.2	0.2	0.1	0.1
净现金(负债)权益比(%)	(26.7)	99.6	67.7	79.5	86.6
利息保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
利息及短期债	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
流动比率 (倍)	0.3	9.7	6.8	4.8	5.6
速动比率 (倍)	0.3	9.7	6.8	4.8	5.6
净负债 (US\$ 百万)	52	(135)	(127)	(282)	(398)
每股净值 (US\$)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
评价指标 (倍)					
市盈率	(18.3)	65.1	9.4	7.1	6.2
股价自由现金流量比	27.7	60.3	39.9	4.0	6.1
市净率	(4.4)	3.3	3.8	1.8	1.4
股价税前息前折旧摊销 前净利比	28.7	19.5	10.0	6.4	5.5
股价营收比	5.7	5.1	3.4	2.2	1.9

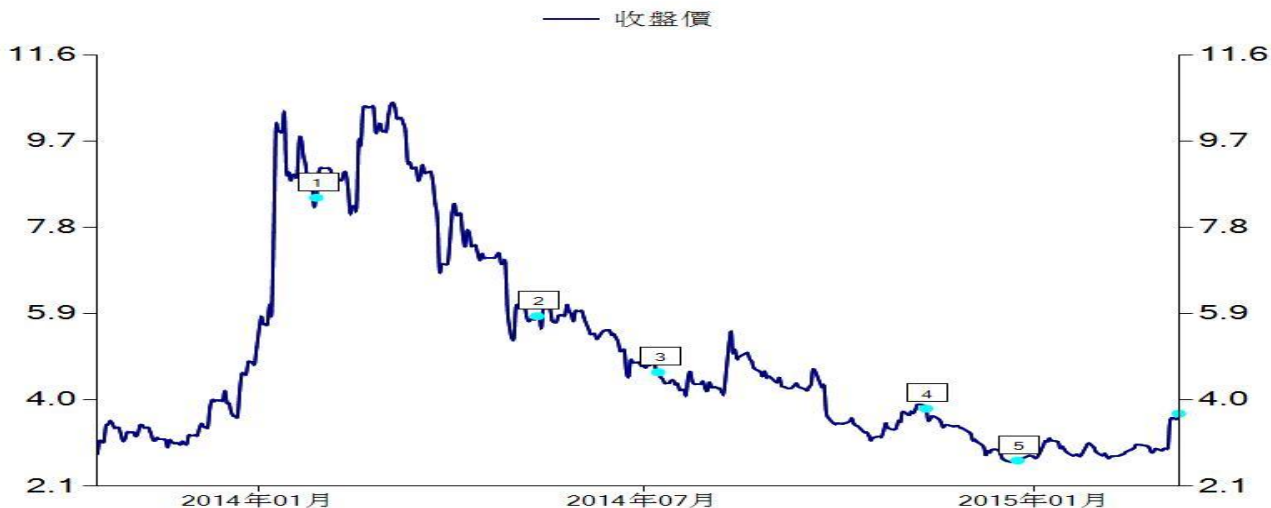
资料来源: 公司资料、元大

附录 A: 重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

IGG (8002 HK) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2014/01/28	8.43	9.90	9.90	买入	王佳卉
2	2014/05/12	5.83	8.00	8.00	买入	王佳卉
3	2014/07/08	4.60	5.50	5.50	买入	王佳卉
4	2014/11/11	3.87	5.00	5.00	买入	王佳卉
5	2014/12/24	2.66	4.50	4.50	买入	王佳卉

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	195	48%
持有-超越同业	105	26%
持有-落后同业	42	10%
卖出	9	2%
评估中	47	12%
限制评级	7	2%
总计:	405	100%

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼