

华谊兄弟(300027): 收购华谊音乐 51%股权 完善娱乐产业链布局 增持(维持)

传媒行业

2010 年 5 月 17 日

联系人: 姚伦 邹高

当前股价: 29.98 元

010-66045448 yaol@txsec.com

事件描述:

公司公告称拟以超募资金中的3,445万元收购华友数码传媒持有的华谊音乐51%的股权。

评论:

- **华谊音乐处于业务转型期。**公司成立于 2004 年, 注册资本 596 万元, 华友数码、北京兄弟盛世(华谊兄弟实际控制人王忠军兄弟控股企业)、北京齐心伟业文化持股比例分别为 51%、35%、14%。2009 年营业收入 2,142 万元, 同比下降 59.3%, 净利润亏损 926 万元, 上年同期亏损 52 万元。2009 年业绩大幅下滑系原有业务模式比较依赖大牌歌手, 2009 年原有歌手集中约满而新签约的歌手正处于青黄不接的阶段。公司预计 2010 年-2012 年华谊音乐平均每年的税后净利润不低于 660 万元, 本次收购对应 10 倍市盈率水平。收购完成后原有运营团队将继续保留, 并利用集体整体资源优势, 吸引更多的歌唱人才和经营人才, 提升公司竞争优势; 将全面开展音乐业务, 着重发展数字音乐, 进一步挖掘已有歌曲版权价值, 强化和巩固品牌影响力, 提升对艺人的号召力及员工的向心力。公司将进一步收购华谊音乐剩余股权, 提高持股比例, 减少关联交易。
- **音乐产业处于低谷, 将迎来新的盈利模式。**受互联网、音乐盗版及消费者消费习惯变化等多方面因素影响, 音乐行业原有的依赖唱片发行的盈利模式已经崩溃。根据艾瑞咨询统计中国大陆传统唱片市场的规模仅有 2 亿元左右, 而 2009 年数字音乐规模达 17.9 亿元, 其中无线音乐占 92.1%, 在线音乐营收占 7.9%。总体来看, 音乐是重要的精神文化消费品, 需求旺盛; 音乐行业经过多年摸索、重新定位和转型, 数字化、现场音乐及企业客户需求等盈利模式日益清晰。
- **在行业低点布局音乐产业, 有利于公司长期发展。**目前百代、索尼、环球和华纳音乐等国际四大音乐公司均在中国开展业务, 而国内尚缺乏具备较强竞争力的本土音乐公司。华谊兄弟是国内领先的影视制作及衍生产品运营商, 在电影制作、发行、放映及衍生业务、电视剧制作与发行业务、艺人经纪及衍生业务拓展方面竞争优势明显; 公司上市后品牌和资本实力大幅提升, 为通过收购整合优质内容及渠道资源奠定了良好的基础。音乐是传媒娱乐行业重要的有机组成部分, 公司在行业低点布局音乐行业, 可以较为经济地整合优势歌手、歌曲版权等资源, 是完善产业链布局, 成为“综合影视娱乐集团”的必要选择。收购华谊音乐股权后公司有望通过整合资源、充实人才、加强管理等手段, 实现音乐业务扭亏为盈, 成为国内领先的音乐公司奠定了良好的基础, 将有助于提高公司品牌影响力和核心竞争力。
- **我们看好公司对音乐行业布局, 主要有 3 个方面原因:**
 - 1) **公司内容制作、发行、营销优势明显, 影视、音乐业务互动与协同效应显著, 公司音乐业务将受益于影视业务的快速发展;** 音乐和歌曲是影视作品的有机组成部分, 优质的影片和歌曲可以实现相互促进, 相得益彰。公司成功的将电影《集结号》与主题曲《兄弟》, 电影《非诚勿扰》与主题曲《信以为真》, 电影《风声》与主题歌《且听风吟》相结合, 促进了影片的营销宣传, 提升了票房, 同时歌曲亦广为传唱; 公司每年出品影视剧 20 余部, 电视剧在地面频道和卫星频道反复播放, 为歌曲创作开发与营销提供了独一无二推广平台。如华谊音乐通过电影《画皮》推出的主题曲《画心》曾取得了数百万元的无线收入, 表明了具备优秀品质的歌曲具有良好的生命力, 具有巨大的经济价值。



- 2) 公司具备成熟的影视娱乐工业化运作体系、品牌优势与平台优势明显，为音乐业务拓展、吸引专业化人才奠定了良好的基础。公司通过多年成功实践，将国外传媒产业成熟先进的管理理念与国内产业运作特点及产业现状相结合，率先建立了国内领先的“影视娱乐业工业化运作体系”，保证各项业务运作体系的规范化和高效率运行，推动了公司 2006-2009 年收入及净利润复合增长率高达 48.4% 和 37.6%。“华谊兄弟”已经成为我国影视娱乐业的一块金字招牌，具有较强的市场影响力及号召力；公司每年出品二十余部影视剧，拥有近百名签约艺人，具备业界独一无二的资源及人才优势。华谊音乐有望依托母公司资源获得其他音乐公司难得的创作、营销宣传、人才吸引等优势，借助高速成长的电影市场和全世界最多观众群的电视剧市场，在整个行业的艰难转型中脱颖而出，成为代表性的本土音乐公司。
- 3) 音乐类艺人资源挖掘潜力巨大。艺人经纪是公司三大支柱业务，音乐类艺人是明星的重要组成部分，以音乐公司为平台与歌手签约是演员“演而优则唱”、公司丰富艺人类别，延展经纪业务的重要举措。公司现有 92 名签约艺人（截止 2010 年 3 月 31 日），艺人数量及质量均处于行业龙头地位，下设专业音乐机构将为现有艺人提供更全方位的发展机会和专业服务。歌唱是众多艺人全面发展演艺事业的重要领域和途径，通过为新人制订影、视、歌同时发展规划将大大缩短超级明星培育时间，有助于充分挖掘艺人发展潜力，实现多方共赢。按照 2009 年影视类签约艺人人均贡献 100 万元经纪收入计算，公司音乐签约艺人经纪业务收入有望到 9,000 万元以上，增长空间广阔。
- 业绩承诺保持确保了公司收益。为降低公司投资风险，公司实际控制人王忠军、王忠磊保证：①2010 年 6 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日，华谊音乐税后净利润不低于人民币 385 万元；2011 年和 2012 年税后净利润不低于人民币 660 万元。如华谊音乐未完成相应利润指标，经董事会批准后公司将有权将所持华谊音乐 51% 的股权按收购价格转让给承诺人，保障了小股东权益。
 - 假设华谊音乐 2010-2012 年净利润符合业绩承诺，将增厚公司 2010 年每股收益 0.006 元，2011、2012 年每股收益 0.01 元。考虑到收购资产的利润增厚作用，预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.5 元、0.69 元和 0.96 元，对应的动态市盈率分别为 60 倍、43 倍和 31 倍。随着国内版权保护环境不断改善，在消费升级的背景下，影视节目内容价值将不断提升，行业将迎来快速增长期；公司有望凭借品牌及资金优势不断整合优质内容及渠道资源，业绩高增长可期，维持“增持”评级。

附表 1：华谊兄弟(300027)盈利预测（万元）

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	40,935	60,414	116,016	184,864	262,761
增长率	74.35%	47.59%	92.04%	59.34%	42.14%
减：营业成本	18,938	32,471	63,108	104,154	148,401
毛利率	53.74%	46.25%	45.60%	43.66%	43.52%
减：营业税金及附加	1,505	2,641	5,072	8,082	11,487
销售费用	6,314	8,832	17,541	28,875	41,042
管理费用	2,559	3,653	7,596	13,027	18,517
财务费用	901	1,046	(602)	(1,285)	(778)
期间费用率	23.88%	22.40%	21.15%	21.97%	22.37%
资产减值损失	1,999	1,340	1,407	1,477	1,551
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	(130)	(272)	0	0	0
营业利润	8,589	10,159	21,895	30,534	42,541
增长率	60.73%	18.29%	115.52%	39.45%	39.32%
加：营业外收支净额	(195)	1,381	800	880	968
利润总额	8,394	11,540	22,695	31,414	43,509

增长率	43.89%	37.49%	96.66%	38.42%	38.50%
利润率	20.51%	19.10%	19.56%	16.99%	16.56%
减：所得税	1,587	3,143	5,674	7,853	10,877
实际税负比率	18.91%	27.23%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	0	(58)	182	251	348
归属于母公司所有者净利润	6,806	8,455	16,840	23,309	32,284
增长率	16.86%	24.22%	99.16%	38.42%	38.50%
净利润率	16.63%	14.00%	14.52%	12.61%	12.29%
总股本（万股）	33,600	33,600	33,600	33,600	33,600
摊薄每股收益（元）	0.20	0.25	0.50	0.69	0.96
每股净资产（元）	0.74	4.41	4.76	5.45	6.41
净资产收益率（%）	27.44	5.71	10.53	12.72	14.98

资料来源：公司公告、天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华苑小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002

