

收购华谊音乐，布局全娱乐

华谊兄弟 (300027)

评级: 增持(维持)

股价: 29.98 元

跟踪报告

2010 年 05 月 17 日 星期一

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142
 010-59707103
 kzy@longone.com.cn
 通信及传媒

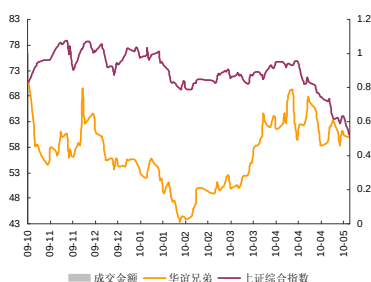
联系人: 郑永双
 010-59707120
 zhengys@longone.com.cn
 传媒

联系人: 顾颖
 021-50586660-8638
 dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	3.36
流通股本(亿股)	0.84
总市值(亿元)	100.97
流通市值(亿元)	25.18

个股相对上证综指走势图



投资要点

- **事件:** 华谊兄弟发布公告, 将以现金 3445 万元收购北京华谊音乐有限公司 51% 股权, 公司预计华谊音乐 10 年下半年税后净利润为 385 万元, 10-12 年平均每年税后净利润不低于 660 万元, 如无法完成上述营运指标, 公司实际控制人王忠军、王忠磊承诺将以同样价格收购该部分股份。
- **点评:**
 - **行业低点收购音乐资产, 布局上游内容产业。** 音乐行业在过去几年持续低迷, 整个行业面临转型, 过去依赖唱片发行的盈利模式不再具有可行性, 经过近五年的摸索, 行业趋势日渐清晰, 公司在此时点以较低的成本(按承诺业绩约 10 倍 PE 收购)进入音乐行业, 整合优质艺人、版权资源, 显示了公司坚决贯彻成为“首屈一指的综合影视娱乐集团”的战略; 在现有电影电视剧及艺人经纪的业务结构下, 对音乐资产的收购, 使公司定位娱乐的上游内容资源布局趋于完善。
 - **协同效应能否奏效? 业绩承诺突显公司信心。** 华谊音乐成立于 2004 年, 注册资本 597 万元, 08、09 年分别亏损 52 万元、926 万元, 09 年亏损较多主要由于音乐艺人签约期一般为 5 年, 09 年签约期满的主力艺人出走大幅影响公司业绩; 在华友传媒控股下亏损的华谊音乐, 公司敢于承诺业绩, 主要源于以下三个方面的因素: (1) 音乐与公司自有优质影视剧资源的协同效应; (2) 公司优秀艺人的影视歌发展战略, 即影视艺人与音乐艺人的协同效应; (3) 公司上市后的品牌效应将助推华谊音乐吸引优秀音乐艺人。业绩承诺充分体现了公司运营该音乐资产创收的信心。
- 收购华谊音乐, 如业绩承诺能够兑现, 目前来看对公司每股收益的影响也将低于 3%, 暂不调整盈利预测, 2010 年公司业绩超预期的可能性将来自于电影票房的爆发力、影视剧网络版权的增长以及院线建设、投入使用的进度, 暂不考虑这三方面的因素, 预计 2010-2011 年每股收益分别为 0.47 元、0.66 元, 动态市盈率为 63x、45x。维持公司“增持”的投资评级。

主要财务指标

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	234.8	409.3	604.1	944.6	1,273.0
营业收入增长率(%)	88.8%	74.4%	47.6%	56.4%	34.8%
营业利润(百万元)	53.4	85.9	101.6	211.1	298.7
营业利润增长率(%)	167.7%	60.7%	18.3%	107.7%	41.5%
净利润(百万元)	58.2	68.1	84.6	157.6	223.3
净利润增长率(%)	147.2%	16.9%	24.3%	86.3%	41.7%
营业利润率(%)	22.8%	21.0%	16.8%	22.3%	23.5%
每股收益(元)	0.17	0.20	0.25	0.47	0.66
每股净资产(元)	0.46	0.74	0.99	1.46	2.12
PE (X)	172.9	148.0	119.1	63.9	45.1
PB (X)	64.9	40.6	30.3	20.6	14.1
ROE (%)	37.5%	27.4%	25.4%	32.1%	31.3%

表 1. 华谊兄弟盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	124.3	234.8	409.3	604.1	944.6	1,273.0	74.4%	47.6%	56.4%	34.8%
增长率		88.8%	74.4%	47.6%	56.4%	34.8%	-14.5%	-26.8%	8.8%	-21.6%
电影	61.6	106.1	229.8	201.6	400.0	581.0	116.6%	-12.3%	98.4%	45.3%
电视剧	24.1	82.8	107.6	279.9	404.8	510.0	30.0%	160.2%	44.6%	26.0%
艺人经纪及服务	38.7	27.9	70.0	124.5	139.8	182.0	150.6%	77.8%	12.2%	30.2%
综合毛利率	37.9%	45.7%	53.7%	46.3%	46.6%	47.0%	8.1%	-7.5%	0.4%	0.3%
营业成本	77.2	127.5	189.4	324.7	503.9	675.1	48.5%	71.5%	55.2%	34.0%
营业税金及附加	4.7	9.0	15.1	26.4	9.4	12.7	66.4%	75.4%	-64.2%	34.8%
期间费用率	17.6%	18.4%	23.9%	22.4%	20.3%	19.5%	5.4%	-1.5%	-2.1%	-0.8%
销售费用	14.3	26.7	63.1	88.3	134.1	176.9	136.1%	39.9%	51.9%	31.9%
销售费用率	11.5%	11.4%	15.4%	14.6%	14.2%	13.9%	4.0%	-0.8%	-0.4%	-0.3%
管理费用	6.6	13.1	25.6	36.5	54.8	67.5	95.2%	42.6%	50.1%	23.2%
管理费用率	5.3%	5.6%	6.3%	6.0%	5.8%	5.3%	0.7%	-0.3%	-0.2%	-0.5%
财务费用	0.9	3.4	9.0	10.5	2.8	3.8	161.2%	16.0%	-72.9%	34.8%
财务费用率	0.7%	1.5%	2.2%	2.1%	0.3%	0.3%	0.7%	-0.1%	-1.8%	0.0%
资产减值损失	0.7	1.5	20.0	13.4	28.3	38.2	1255%	-33.0%	111.5%	34.8%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA
投资净收益	0.0	0.0	(1.3)	(2.7)	0.0	0.0	NA	109.6%	-100.0%	NA
营业利润	20.0	53.4	85.9	101.6	211.1	298.7	60.7%	18.3%	107.7%	41.5%
增长率		167.7%	60.7%	18.3%	107.7%	41.5%	-107.0%	-42.4%	89.3%	-66.2%
营业利润率	16.1%	22.8%	21.0%	16.8%	22.3%	23.5%	-1.8%	-4.2%	5.5%	1.1%
加: 营业外收入	3.1	4.9	4.2	15.5	4.0	4.0	-15.0%	271.5%	-74.1%	0.0%
减: 营业外支出	0.0	0.0	6.1	1.7	5.0	5.0	NA	-72.8%	201.2%	0.0%
利润总额	23.1	58.3	83.9	115.5	210.1	297.7	43.9%	37.5%	82.0%	41.7%
减: 所得税	(0.5)	0.1	15.9	31.4	52.5	74.4	NA	98.0%	67.1%	41.7%
实际所得税率	-2.0%	0.2%	18.9%	27.2%	25.0%	25.0%	18.8%	8.3%	-2.2%	0.0%
净利润	23.6	58.2	68.1	84.0	157.6	223.3	16.9%	23.4%	87.5%	41.7%
减: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	(0.6)	0.0	0.0	NA	NA	-100.0%	NA
归属于母公司所有者的净利润	23.6	58.2	68.1	84.6	157.6	223.3	16.9%	24.3%	86.3%	41.7%
增长率		147.2%	16.9%	24.3%	86.3%	41.7%	-130.3%	7.4%	62.0%	-44.6%
净利润率	19.0%	24.8%	16.6%	14.0%	16.7%	17.5%	-8.2%	-2.6%	2.7%	0.9%
每股收益(元)	0.07	0.17	0.20	0.25	0.47	0.66	16.9%	24.3%	86.3%	41.7%

资料来源: 东海证券研究所, WIND

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务及通信设备业、广电服务及新闻广电业研究, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 曾为天相投顾通信行业分析师; 2009年7月加盟东海证券研究所。

郑永双, 传媒行业研究员, 毕业于清华大学数学系, 获硕士学位。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122