

动态报告/公司快评

传媒

华谊兄弟 (300027)

谨慎推荐

电影

收购华谊音乐剩余股权点评

(维持评级)

2010年6月8日

收购华谊音乐剩余股权，小幅增厚业绩

分析师： 陈财茂 chencm@guosen.com.cn 021-60933163 SAC 执业证书编号：S0980210040007

事项：

华谊兄弟公告，拟收购北京兄弟盛世企业管理有限公司和北京齐心伟业文化发展有限公司所持有北京华谊兄弟音乐有限公司 35%和 14%的股权，从而实现对该公司的全资控制。

评论：

■ 收购华谊音乐剩余股权，定价较前次便宜 12%

华谊兄弟于 2010 年 5 月中旬收购华友数码传媒科技有限公司所持有华谊兄弟音乐有限公司 51%的股权，耗资 3445 万元，按照经审计后 2010 年 1 季度的净资产计算，对应 PB 为 26.6 倍，一个月内，华谊兄弟再次筹资 2920 万元，收购北京兄弟盛世企业管理有限公司和北京齐心伟业文化发展有限公司所持有华谊音乐 35%和 14%的股权，从而实现对该公司的全资控制。若按照 PB 定价，此次收购对应 1Q2010 的 PB 为 23.5 倍，较前次收购折价了 12%。

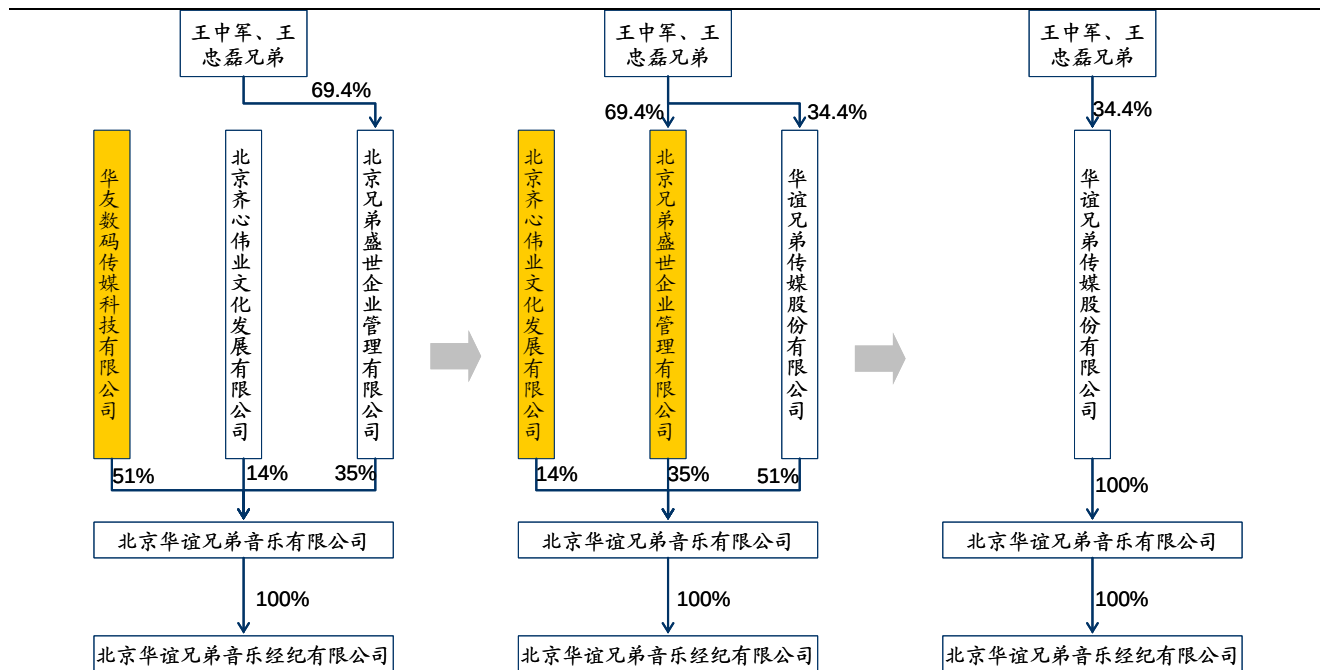
■ 增厚 2011 年 EPS 为 0.01 元，幅度为 1.7%

按照实际控制人对华谊音乐的三年盈利预测的承诺，2H2010 为不低于 393 万元，2011-2012 分别为 630 万元和 700 万元，因 2010 年 1 季度存在亏损，预计 4-5 月份也延续亏损，因此 2010 年全年的业绩贡献可以忽略不计。而按照 2011 年 630 万元的净利润计算，则新增收购 49%的股权后，将使得 2011 年净利润增加 309 万元，增厚 EPS 为 0.01 元，按照我们之前的预测，相当于增厚 1.7%。

■ 维持“谨慎推荐”的投资评级

我们预计，华谊兄弟 2010-11 年的 EPS 分别为 0.41 元和 0.55 元，当前股价下对应的 PE 分别为 95 和 72 倍，估值并不便宜，但是考虑到后续仍旧存在超预期的可能，我们维持“谨慎推荐”的投资评级。可能引致超预期的因素：（1）影院的投资速度预期，公司年初计划在重庆、上海、北京、武汉、合肥、沈阳、哈尔滨和阳泉等地投资影院，初期亏损是行规，但如果院线形成规模，对发行业务的推动作用巨大。（2）下半年开始将陆续有《唐山大地震》《新少林寺》《非诚勿扰》《狄仁杰》等电影上映，票房仍旧存在超预期的可能，因市场预期已经非常高，也不排除低于预期的可能。

图表 1: 华谊兄弟收购华谊音乐之过程



资料来源: 国信证券经济研究所

图表 2: 华谊音乐财务状况

单位, 万元	未经审计		经审计		担保承诺业绩		
	2008	2009	2009	1Q2010	2H2010E	2011E	2012E
总资产	2,093	1,248	851	1,096			
总负债	653	561	561	842			
净资产	1,440	686	290	254			
主营业务收入	5,269	2,142	2,142	622	2,895	5,500	6,050
主营业务成本	3,679	1,664			1,748	3,290	3,620
主营业务利润	1,590	478			1,147	2,210	2,430
营业利润	(167)	(1,212)	(1,212)	(49)	524	840	934
利润总额			(1,178)	(36)	524	840	934
净利润	(52)	(926)	(1,178)	(36)	393	630	700

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图表 3: 华谊兄弟先后两次收购华谊音乐的定价

单位, 万元	1Q2010 净资产	2009 营业收入	2011E 净利润	收购比例	收购价格	PB	PS	PE
第一次收购	254	2,142	630	51%	3445	26.6	3.2	10.7
第二次收购	254	2,142	630	49%	2920	23.5	2.8	9.5
折价率					-12%	-12%	-12%	-12%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图表 4: 华谊兄弟财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
现金及现金等价物	1071	872	708	522	营业收入	604	955	1291	1714
应收款项	205	471	637	845	营业成本	325	537	729	971
存货净额	282	546	742	986	营业税金及附加	26	36	49	65
其他流动资产	102	57	77	103	销售费用	88	148	194	257
流动资产合计	1660	1946	2164	2456	管理费用	37	62	84	111
固定资产	31	43	77	110	财务费用	10	(13)	(9)	(6)
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	(3)	0	0	0
投资性房地产	15	15	15	15	资产减值及公允价值变动	(13)	(10)	(10)	(8)
长期股权投资	5	9	13	17	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1711	2013	2269	2598	营业利润	102	175	234	308
短期借款及交易性金融负债	5	50	50	50	营业外净收支	14	2	2	2
应付款项	93	156	212	282	利润总额	115	177	236	310
其他流动负债	129	234	315	419	所得税费用	31	39	54	71
流动负债合计	227	440	577	751	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	85	139	183	240
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	227	440	577	751	2009	2010E	2011E	2012E	
少数股东权益	3	3	2	1	净利润	85	139	183	240
股东权益	1481	1571	1690	1846	资产减值准备	(7)	(11)	1	2
负债和股东权益总计	1711	2013	2269	2598	折旧摊销	5	3	5	8
					公允价值变动损失	13	10	10	8
					财务费用	10	(13)	(9)	(6)
					营运资本变动	(79)	(328)	(243)	(303)
					其它	6	11	(2)	(3)
					经营活动现金流	24	(177)	(46)	(48)
					资本开支	(9)	(15)	(50)	(50)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	1	(19)	(54)	(54)
					权益性融资	1162	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(24)	(49)	(64)	(84)
					其它融资现金流	(150)	45	0	0
					融资活动现金流	965	(4)	(64)	(84)
					现金净变动	990	(199)	(164)	(186)
					货币资金的期初余额	81	1071	872	708
					货币资金的期末余额	1071	872	708	522
					企业自由现金流	11	(206)	(107)	(107)
					权益自由现金流	(140)	(151)	(100)	(102)

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。