



传播文化业/社会服务

华谊兄弟 (300027)

收购华谊音乐，延展娱乐产业链

	谭晓雨		吴轶
	021-38676061		021-38676050
	tanxy@gtjas.com		wuyi007608@gtjas.com
	S0880200010289		S0880109054274

本报告导读：

深入分析关联交易之价格及关联业务之前景

事件：

- 公司今日公告拟用公开发行业股票超募资金收购北京华谊兄弟音乐有限公司 49%的股权，预计收购价款为 2920.4 万元，收购完成后，华谊兄弟持有华谊音乐 100%的股权。
- 公司实际控制人（王忠军、王忠磊）保证：（1）2010 年 6 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日期间，华谊音乐实现净利润目标为经过审计的税后净利润目标不低于 385 万元；（2）华谊音乐在 2011 年和 2012 年平均每个年度实现净利润目标为经过审计的税后净利润不低于 660 万元。
- 若未达上述净利润目标，公司拟将所持华谊音乐 49%的股权以收购时的价格转让给实际控制人，实际控制人应保证其控股的华谊音乐有偿使用公司的商标、商号，向公司支付商标商号许可使用费。

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：40.00

上次预测：65.00

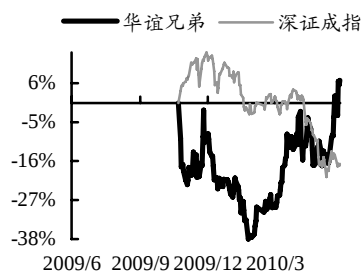
当前价格：37.50

2010.06.10

交易数据

52 周内股价区间（元）	27.56-91.80
总市值（百万元）	12,600
总股本/流通 A 股（百万股）	336/84
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	25%
日均成交量（百万股）	3
日均成交值（百万元）	135

52周内股价走势图



相关报告

《2010 年业绩预计前低后高》

2010.04.21

《转增方案提升股票流动性，10 年电影值

2010.03.16

《集三大业务为一体的影视娱乐领先企

2009.10.11

评论：

- 华谊音乐成立于 2004 年，注册资本为人民币 597 万元。其中公司出资额人民币 304 万元，持有 51%的股权；北京兄弟盛世企业管理有限公司出资额人民币 209 万元，持有华谊音乐 35%的股权；北京齐心伟业文化发展有限公司出资额人民币 84 万元，持有华谊音乐 14%的股权。华谊音乐主营音乐创作和音乐经纪等。
- 公司公告决定，利用超募资金 2086 万元和 834.4 万元分别从北京兄弟盛世公司、北京齐心伟业文化公司收购华谊音乐合计 49%的股权，实现对华谊音乐的 100%控股。截止到 2010 年 3 月 31 日华谊音乐总资产 968 万元，账面净资产为 127 万元，按成本法评估为 268 万元，增值率为 111%。按收益法评估的全部股东权益为 5960 万，增值率为 469%。巨幅评估增值的理由主要是考虑了华谊音乐的艺人资源、音乐版权等无形资产价值。该评估值还是在考虑了评估基准日华谊音乐以前年度的未弥补亏损 1263 万元的基础上的增值。
- 华谊音乐 2009 年实现收入 2192 万元，净利润-1178 万元，2010 年实现收入 622 万元，亏损 36 万元。公司解释 09 年业绩亏损原因为：行业市场环境进一步变化，原有业务模式比较依赖大牌歌手；歌手集中约满，新签

请务必阅读正文之后的免责条款部分

约的歌手青黄不接。

- 公司按照收益法评估价收购华谊音乐股权。49%股权所对应的评估价为 2920.4 万元，按评估账面净值计算收购市净率为 25 倍，若按原始账面净值计算则市净率高达 50 倍。为降低收购风险，公司实际控制人承诺：① 2010 年 6 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日期间，华谊音乐实现净利润目标为经过审计的税后净利润目标不低于人民币 385 万元；② 华谊音乐在 2011 年和 2012 年平均每个年度实现净利润目标为经过审计的税后净利润不低于人民币 660 万元。实际控制人还承诺若未达净利润目标，公司将所持华谊音乐的股权以收购时的价格转让给实际控制人，且实际控制人向公司支付商标商号许可使用费。
- 公司收购华谊兄弟音乐可减少关联交易，有助于打造“综合影视娱乐集团”。公司目前业务范围已经覆盖电影制作、发行、放映及衍生业务，电视剧制作、发行，艺人经纪及衍生业务，年出品二十余部影视剧，拥有签约艺人 92 名；影视作品配乐或歌曲创作和促成旗下艺人“演而优则唱”是公司拓展音乐业务的两个抓手。华谊音乐将全面开展音乐业务，包括唱片、EP 的线下发行、单曲的线上发行、无限增值业务、歌手经纪业务、专题演唱会组织策划、影视歌曲制作及数字发行、客户公关活动等。
- 传统唱片音乐已经式微，华谊音乐将主打数字音乐，公司认为经过 5 年发展，其对音乐行业发展趋势已经得到日益清晰的判断，收购将促成公司尽快在音乐市场取得优势地位。2010 年公司的重点工作之一是华谊群星演唱会。我们认为中国音乐市场需求仍在，华谊将影视作品、经纪艺人资源与音乐捆绑发展有望构筑娱乐复合优势，其长期发展前景较乐观。但短期看，一则公司收购华谊音乐股权市净率较高，收购价与调整账面值的差额增加上市公司商誉约 6111.5 万元，未来存在资产减值的风险。二则实际控制人保底 3 年的净利润数值较小，对公司盈利增长实质贡献不大。以华谊兄弟 09 年净利润 8455 万元为基数计算，华谊音乐 2010 年—2011 年即使盈利，占比也仅分别为 4.65%、7.45%、8.28%。
- 公司预测华谊音乐 2010 年 6-12 月、2011 年、2012 年华谊音乐净利润分别为 393 万元、630 万元、700 万元，按此盈利目标测算，我们预计收购华谊音乐将提升公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.01 元、0.01875 元、0.02 元。我们据此上调公司 2010-2012 年的每股收益至 0.47 元、0.72 元、1.03 元，对应当前股价的市盈率分别为 79 倍、52 倍、36 倍。
- 以公司当前股价看，即使在创业板中其静态和动态市盈率、PEG 都不算便宜。但由于国内资本市场极度缺乏优质民营娱乐上市公司投资标的，基于对中国娱乐市场的乐观预期和企业展现出来的良好品牌形象，使得公司高溢价获得支撑。2010 年下半年公司大额投资的影视作品将集中上映，如果票房实现预期，则其估值有望在乐观预期中得到进一步巩固和提升。有鉴于此，我们维持谨慎增持评级。上调公司目标价至 40 元。

表 1: 华谊音乐主要经营指标一览表 (万元)

项目	2009 年	2010 年 1-3 月	2010 年 6-12 月	2011 年	2012 年
营业收入	2142	622	2895	5500	6050
营业利润	-1212	-49	1147	2210	2430
利润总额	-1178	-36	524	840	934
净利润	-1178	-36	393	630	700

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 2: 与华谊兄弟同期上市创业板公司估值一览表

证券代码	证券简称	预测 EPS 平均值	预测 EPS 平均值	PE2010	PE2011	2011 年净利润增速
		2010 年	2011 年			
300001.SZ	特锐德	0.80	1.39	46.66	26.84	74%
300002.SZ	神州泰岳	1.31	1.80	53.42	38.93	37%
300003.SZ	乐普医疗	0.50	0.68	64.47	47.58	35%
300004.SZ	南风股份	0.93	1.47	59.76	37.94	57%
300005.SZ	探路者	0.43	0.60	57.38	41.24	39%
300006.SZ	莱美药业		0.69	-	39.32	-
300007.SZ	汉威电子	0.46	0.59	56.09	43.68	28%
300008.SZ	上海佳豪	0.55	0.66	55.53	46.64	19%

300009.SZ	安科生物	0.38	0.48	64.43	51.54	25%
300010.SZ	立思辰	0.64	0.85	29.99	22.43	34%
300011.SZ	鼎汉技术	0.73	0.96	58.17	44.30	31%
300012.SZ	华测检测	0.57	0.68	46.45	39.18	19%
300013.SZ	新宁物流	0.57	0.72	29.73	23.57	26%
300014.SZ	亿纬锂能	0.42	0.60	73.48	51.29	43%
300015.SZ	爱尔眼科	0.49	0.67	89.14	65.15	37%
300016.SZ	北陆药业	0.42	0.52	54.91	44.55	23%
300017.SZ	网宿科技	0.38	0.53	48.21	34.08	41%
300018.SZ	中元华电	0.57	0.75	48.20	36.93	30%
300019.SZ	硅宝科技	0.47	0.65	46.76	33.40	40%
300020.SZ	银江股份	0.51	0.75	50.47	34.00	48%
300021.SZ	大禹节水		0.72	-	29.20	-
300022.SZ	吉峰农机	0.94	1.52	81.71	50.60	61%
300023.SZ	宝德股份		1.00	-	18.64	-
300024.SZ	机器人	0.73	0.96	67.34	50.93	32%
300025.SZ	华星创业	0.51	0.72	62.10	43.79	42%
300026.SZ	红日药业	1.05	1.38	46.67	35.55	31%
300027.SZ	华谊兄弟	0.47	0.72	83.09	54.24	53%
300028.SZ	金亚科技		0.47	-	41.54	-
平均				57.26	40.25	38%

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

作者简介:**谭晓雨:**

国泰君安研究所常务副所长。高级经济师。传媒首席分析师。中国广播电视学会产业研究专业委员会理事。2003—2008 连续六年获《新财富》传播文化业全国最佳分析师，2003-2004 年社会服务行业全国最佳分析师。

吴轶:

复旦大学经济学硕士，金融学专业，2008 年 7 月加入国泰君安证券研究所。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		