

布局“全娱乐”再下一城，分享游戏细分市场高速增长

华谊兄弟 (300027)

评级: 买入(上调)

股价: 36.46 元

跟踪报告

2010年06月21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)	122.51
流通市值(亿元)	30.63

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 14850 万元收购北京掌趣科技有限公司 22% 的股权, 转让股权股东承诺掌趣科技 2010 年、2011 年税后净利润不低于 5000 万元, 若 2010、2011 年税后净利润(A) 小于 5000 万元, 则出让股权的股东按照 $(5000 \text{ 万元} - A) \times 12 \times 22\%$ 的金额补偿华谊兄弟; 若经审计税后平均净利润(A) 大于 5000 万元, 则掌趣科技的估值、股权转让对价均不做调整。
- **点评:**
 - **布局“全娱乐”再下一城, 收购游戏资产, 分享游戏细分市场高速增长。** 2009 年中国网络游戏市场规模 270.6 亿元, 同比增长 30.2%, 手机游戏市场规模 18 亿元, 同比增长 38.5%, 手机网游市场规模 3.2 亿元, 同比增长 88.2%, 网页游戏市场规模 9.9 亿元, 同比增长 97.2%; 在网络游戏增速放缓的情况下, 手机游戏与网页游戏的细分市场增长速度将大幅超越网络游戏, 尤其手机游戏, 随着智能手机的普及、3G 的推广, 2011 年后有望实现爆发式增长; 继五月份收购华谊音乐后, 公司此时以 12 倍 PE (对应 2010 年), 以对价的方式收购掌趣科技, 是一笔非常划算的交易, 在保证收益的情况下, 分享中国游戏细分市场的高速成长, 在布局“全娱乐”的征途上再下一城。
 - **收购有望助推“掌趣”扩大市场份额, 未来亦会形成业务协同。** 此次收购之标的“掌趣科技”专注于手机游戏和网页游戏市场, 09 年手机游戏市场份额 3.3%, 截止到 2010 年一季度, 掌趣科技的净资本只有 3999 万元, 公司增资 7500 万元将大幅增强掌趣的资本实力, 从网络游戏公司的发展经验来看, 资本实力的增强对掌趣进一步扩大市场份额至关重要; 同时可以看到, 掌趣科技自主开发的《潜伏》、《三国演义》均为同名电视剧授权产品, 公司作为民营影视创作龙头企业, 未来很可能与掌趣在业务上形成协同效应, 将自身影视作品开发为相关游戏产品, 弥补影视作品衍生收入的不足。
- 此次收购掌趣科技是公司战略投资游戏行业, 预计将长期持有收购股份, 按权益法, 保守测算将增厚公司 2010 年每股收益 0.032 元, 提高 2010 每股收益 6.8 个百分点, 我们上调 2010-2011 年盈利预测, EPS 分别为 0.50 元、0.70 元, 动态市盈率为 73x、52x, 估值已经不低, 但是考虑到下半年公司上映大片数量处于历史高位, 票房超预期的可能性始终存在, 同时位于重庆的全国第一家全 3D 厅影院-重庆百联上海城影院即将开业, 也标志着院线建设的顺利进展, 我们的盈利预测暂时没有计入这些影响。综合考虑以上因素, 上调公司评级至“买入”。

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	223.1	313.7
营业利润增长率（%）	167.7%	60.7%	18.3%	119.5%	40.6%
净利润（百万元）	58.2	68.1	84.6	166.6	234.5
净利润增长率（%）	147.2%	16.9%	24.3%	96.9%	40.8%
营业利润率（%）	22.8%	21.0%	16.8%	23.6%	24.6%
每股收益（元）	0.17	0.20	0.25	0.50	0.70
每股净资产（元）	0.46	0.74	0.99	1.49	2.18
PE (X)	210.3	180.0	144.8	73.5	52.2
PB (X)	78.9	49.4	36.8	24.5	16.7
ROE (%)	37.5%	27.4%	25.4%	33.4%	32.0%

前景广阔的细分游戏市场

2009年中国网络游戏市场规模270.6亿元，同比增长30.2%，07年、08年的快速增长主要得益于“按时间收费”向“出售道具”为主的商业模式转型，09年增速有所下降并趋于平缓；2009年腾讯以19.9%的市场占有率超过盛大排名第一，盛大、网易、完美时空和畅游分列二至五位，竞争格局基本成型，我们判断，中短期很难出现刺激市场规模激增的因素。

2009年手机游戏市场规模18亿元，同比增长38.5%，手机网游市场规模3.2亿元，同比增长88.2%，网页游戏市场规模9.9亿元，同比增长97.2%；在网络游戏增速放缓的情况下，手机游戏与网页游戏的细分市场增速均大幅超越网络游戏；网页游戏自07年兴起至今，三年时间几乎翻了10倍，增速惊人，不过网页游戏用户黏性相对较低，与客户端游戏玩家重合度也比较高，替代性会比较强，预计未来增长会逐步放缓；手机游戏的高成长性将主要得益于手机用户较高的普及率，2009年中国手机用户的普及率达到56%，远高于互联网的普及率28.8%，同时手机上网渗透率上升至31.2%，增长趋势也要快于手机普及率与互联网普及率的增长速度，随着智能手机的普及、3G的推广，2011年后有望实现爆发式增长。

图 1. 中国网络游戏市场规模及增速

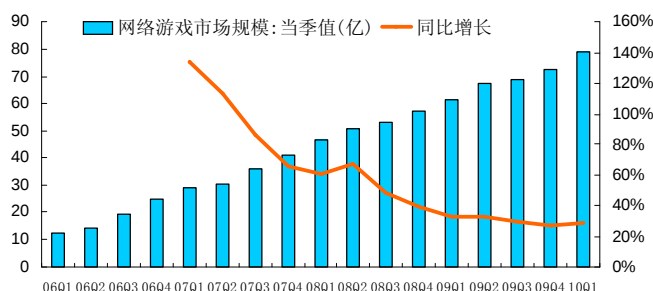
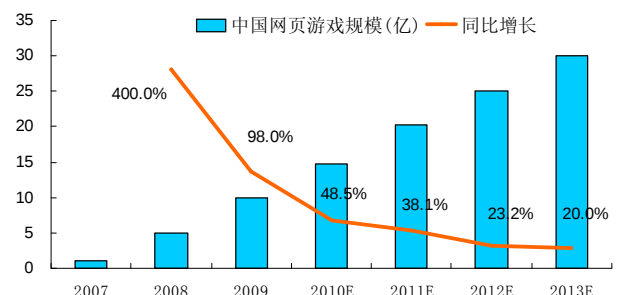


图 2. 中国网页游戏市场规模及增速



资料来源：WIND，东海证券研究所

资料来源：iResearch Inc，东海证券研究所

网址：<http://www.longone.com.cn>

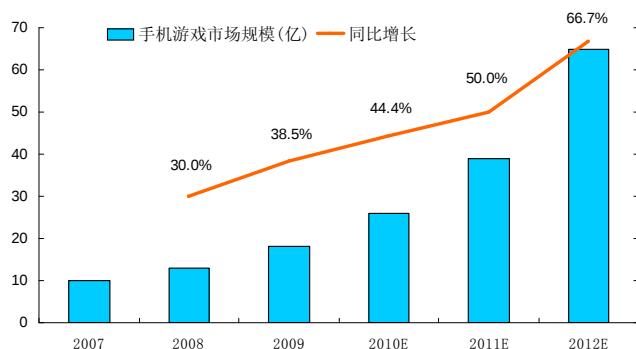
电话：(86-21)50586660 转 8638

传真：(86-21)50819897

E-Mail: dhresearch@longone.com.cn

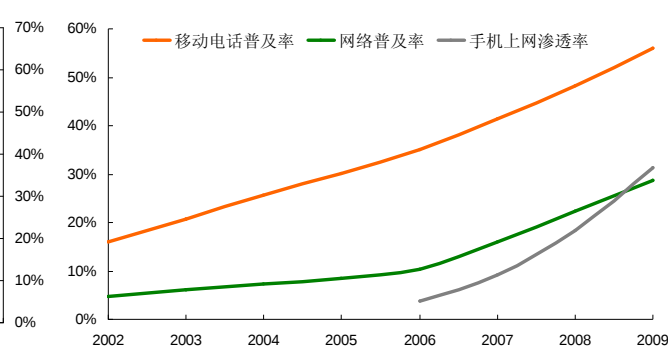
市场有风险，投资需谨慎

图 3. 中国手机游戏市场规模及增速



资料来源: iResearch Inc, 东海证券研究所

图 4. 移动电话、网络普及率及手机上网渗透率

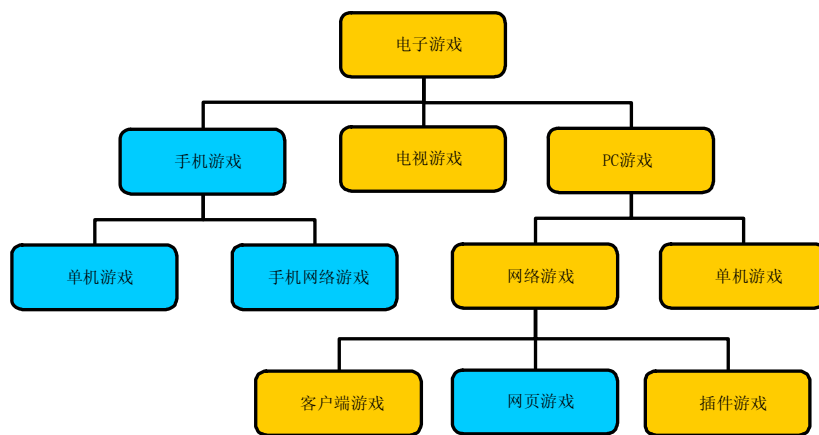


资料来源: WIND, 东海证券研究所

掌趣科技有限公司简介

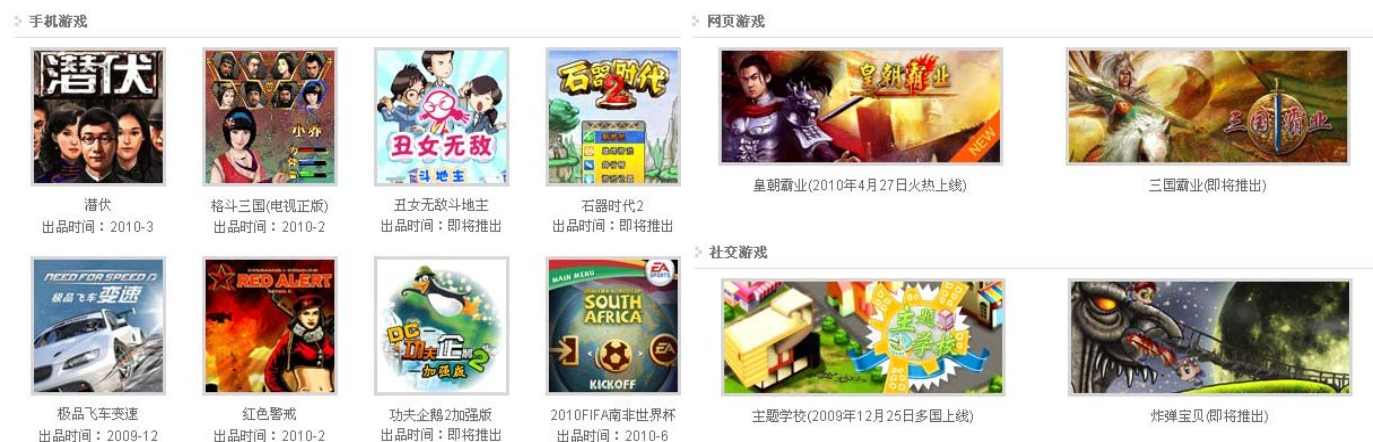
掌趣科技主要从事手机游戏、页面网游、社区网游等业务。掌趣科技为国内领先的移动游戏的开发商和发行商，自主开发了《潜伏》（同名电视剧授权的手机游戏）、《三国格斗》（新版电视剧《三国》的授权游戏）等游戏产品，以及代理美国著名游戏公司 EA 公司的《极品飞车》、《2010FIFA 南非世界杯》等手机游戏产品。

图 5. 掌趣科技所处游戏细分行业



资料来源: 东海证券研究所

图 6. 掌趣科技运营和即将发布的部分产品



资料来源: 公司网站, 东海证券研究所

经营状况

掌趣科技 2009 年实现营业收入 6065 万元, 税后净利润 1782 万元; 2010 年 Q1 实现营业收入 2520 万元, 净利润 870 万元; 毛利率由 47.7% 提升至 61.5%, 净利润率由 29.4% 提升至 34.5%, 显示了极强的盈利能力和成长性; 另外, 掌趣科技已经建立了多元化的手机游戏发行渠道, 开始尝试跨平台 (Web-Mobile) 的页面网游、社交游戏的研发和发行, 将进一步提升公司的收入规模。

表 1. 掌趣科技经营数据

项目 (万元) / 年度	2010Q1	2009
主营业务收入	2520	6065
主营业务成本	970	3170
毛利率 (%)	61.5%	47.7%
利润总额	1021	2061
净利润	870	1782
净利润率	34.5%	29.4%
期末净资产	3999	3128
ROE	NA	57.0%

资料来源: 公司网站, 东海证券研究所

对价收购确保收益

公司以人民币 7350 万元购买掌趣科技 12.25% 的股权, 由掌趣科技的股东姚文彬、叶颖涛等作为股权出让方, 支付第一笔股权转让对价时, 获得掌趣 12.25% 的股权。同时公司向掌趣科技增资人民币 7500 万元, 其中 125 万元用于增加注册资本, 7375 万元转为资本公积金。增资完成后, 掌趣科技的注册资本金由 1000 万元增加

至 1125 万元，公司在掌趣科技所持有的股权比例增加至 22%。

此次收购将采用对价收购方式，由公司先向出让股权的掌趣股东支付股权转让对价的 70% (5145 万元)。相关手续办理完毕后，公司将一次性支付全部增资价款 7500 万元。出让股权的股东保证，掌趣科技 2010 年和 2011 年经审计的税后平均净利润 (A) 不低于人民币 5000 万元，若实际平均净利润 (A) 低于 5000 万元，则出让股权的股东按照 $(5000 \text{ 万元} - A) * 12 * 22\%$ 的金额补偿华谊兄弟；若平均净利润 (A) 高于 5000 万元，则掌趣科技的估值、股权转让对价均不做调整。对价收购一定程度上保证了公司未来两年的收益，同时也体现了原有股东对共同拓展手机游戏市场的信心。

影响分析及投资建议

掌趣科技专注于手机游戏和网页游戏市场，09 年手机游戏市场份额只有 3.3%，截止到 2010 年一季度，掌趣科技的净资本只有 3999 万元，公司增资 7500 万元将大幅增强掌趣的资本实力，从网络游戏公司的发展经验来看，资本实力的增强对掌趣进一步扩大市场份额至关重要；同时可以看到掌趣科技自主开发的《潜伏》、《三国演义》均为同名电视剧授权产品，公司作为民营影视创作龙头企业，未来很可能与掌趣在业务上形成协同效应，将自身影视作品开发为相关游戏产品，弥补影视作品衍生收入的不足。综合来看，我们认为此次收购对双方来说是一笔共赢的交易，掌趣完成利润承诺难度不大。

此次收购掌趣科技是公司战略投资游戏行业，预计将长期持有收购股份，按权益法，保守测算将增厚公司 2010 年每股收益 0.032 元，提高 2010 年每股收益 6.8 个百分点，我们上调 2010-2011 年盈利预测，EPS 分别为 0.50 元、0.70 元，动态市盈率为 73x、52x，估值已经不低，但是考虑到下半年公司上映大片数量处于历史高位，票房超预期的可能性始终存在，同时位于重庆的全国第一家全 3D 厅影院-重庆百联上海城影院即将开业，也标志着院线建设的顺利进展，我们的盈利预测暂时没有计入这些影响。综合考虑以上因素，上调公司评级至“买入”。

表 2. 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)	12.0	15.0	NA	109.6%	-541.2%	25.0%
营业利润	20.0	53.4	85.9	101.6	223.1	313.7	60.7%	18.3%	119.5%	40.6%
增长率		167.7%	60.7%	18.3%	119.5%	40.6%	-107.0%	-42.4%	101.1%	-78.9%
营业利润率	16.1%	22.8%	21.0%	16.8%	23.6%	24.6%	-1.8%	-4.2%	6.8%	1.0%
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	222.1	312.7	43.9%	37.5%	92.4%	40.8%
减: 所得税	(0.5)	0.1	15.9	31.4	55.5	78.2	NA	98.0%	76.7%	40.8%
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	166.6	234.5	16.9%	23.4%	98.2%	40.8%
减: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	(0.6)	0.0	0.0	NA	NA	-100.0%	NA
归属母公司净利润	23.6	58.2	68.1	84.6	166.6	234.5	16.9%	24.3%	96.9%	40.8%
增长率		147.2%	16.9%	24.3%	96.9%	40.8%	-130.3%	7.4%	72.6%	-56.1%
净利率率	19.0%	24.8%	16.6%	14.0%	17.6%	18.4%	-8.2%	-2.6%	3.6%	0.8%
每股收益(元)	0.07	0.17	0.20	0.25	0.50	0.70	16.9%	24.3%	96.9%	40.8%

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, 获理学硕士学位。

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