

审慎推荐-A (维持)

华谊兄弟 300027.SZ

目标估值: NA
当前股价: 37.9 元
2010 年 6 月 22 日

基础数据

上证综指	2,570
总股本 (万股)	33,600
已上市流通股 (万股)	8,400
总市值 (亿元)	127
流通市值 (亿元)	32
每股净资产 (MRQ)	4.4
ROE (TTM)	6.3
资产负债率	14.0%
主要股东	王忠军
主要股东持股比例	13.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	29	37	166
相对表现	30	56	176



相关报告

1、《华谊兄弟收购音乐完善大娱乐产业布局, 实现五方共赢》

5/16/10

2、《华谊兄弟加快电影院终端建设步伐, 具有多极盈利增长点》

3/25/10

3、《华谊兄弟 10 年是公司电影大年, 具有天时、地利、人和之优势》

2/25/10

赵宇杰

0755-82943293
zhaoyj@cmschina.com.cn
S1090208050196

事件:

公司出资 1.5 亿以收购股权和增资方式获取游戏公司掌趣科技 22% 股权, 其中 0.74 亿用于购买掌趣股东 (姚文彬、叶颖涛、邓攀、杨闯) 手中合计 12.25% 股权; 另外 0.75 亿中的 125 万用于增加掌趣注册资本 (从 1 千万增加到 1,125 万), 剩余 0.74 亿转为掌趣资本公积金。掌趣原有股权出让股东承诺掌趣今明两年平均净利润 (A) 如低于 0.5 亿, 将按 $(0.5 \text{ 亿} - A) \times 12 \text{ 倍} \times 22\%$ 的金额补偿公司。掌趣科技主要业务包括手机游戏、网页游戏、社交游戏, 09 年和今年 1 季度收入分别为 0.6 亿和 0.25 亿, 净利润分别为 0.18 亿和 0.09 亿。

点评:

我们认为公司收购掌趣科技 22% 股权, 既是成功的财务投资 (掌趣本身具有保持快速增长的盈利能力, 预计掌趣今、明两年净利润分别为 5 千万和 7 千万, 未来还将计划单独上市); 同时掌趣科技在将知名影视题材改编为手机游戏方面具有丰富经验, 同时手机游戏开发周期短 (一般 2-3 个月), 未来可以和华谊众多影视资源形成深度良性互动, 实现双赢。此次收购完成后, 将使公司 10~12 年业绩由此前的 0.52 元、0.68 元和 0.87 元, 上调到 0.53 元、0.71 元和 0.90 元。

一、掌趣科技是优秀的手机游戏开发商和发行商, 具有较强的自主研发实力, 同时在与电信运营商合作和渠道推广方面具有丰富的经验; 并开始积极尝试网页游戏和社区游戏研发、发行, 已取得一定的成绩。

1、手机游戏: 掌趣科技最开始起家从手机游戏开始, 已做到行业前五 (掌趣董事长姚文彬接受记者采访时表示), 目前日均游戏下载次数和日均计费收入分别超过 30 万次和 20 万元, 在获取手机游戏产品是自主研发和代理游戏并重。

掌趣自主研发方面在改编知名影视剧题材方面具有丰富的经验。今年 2、3 月份分别推出《潜伏》、新版《三国演义》电视剧授权的《潜伏》和《格斗三国》手机单机版游戏, 并推出《三分天下》手机网游; 后续还有根据同名电视剧授权的《丑女无敌斗地主》游戏, 和《石器时代 2》、《大宋复兴》等将逐步推出。

掌趣在游戏代理方面一直和美国的 EA (电子艺界) 和数字巧克力长期保持良好的合作关系。已经代理发行了 EA 出品的《哈利波特的混血王子》(08.6)、《极品飞车变速》(09.12)、《红色警戒》(10.2) 和《2010 FIFA 南非世界杯》(10.6), 代理发行数字巧克力出品的《反恐 24 小时》(10.5), 以及即将推出的《功夫企业 2 加强版》。

掌趣非常重视渠道推广, 一方面继续巩固和加强与电信运营商特别是中国移动之间非常紧密的友好合作关系, 另一方面积极丰富手机游戏推广渠道。

➢ 掌趣与中国移动长期保持非常紧密的友好合作关系。08 年 7 月成为中国移动优先级手机游戏合作伙伴, 09 年 9 月成为中国移动 G+ 包月游戏套餐包紧密合作伙伴 (中国移动 G+ 平台单机游戏销售收入占整个平台 50%-60% 份额),

09 年 10 月成为中国移动游戏基地优先级手机游戏合作伙伴, 09 年 11 月又获得中国移动(3G 业务)G3 游戏优秀奖。

- **加强和门户网站、专业游戏网站、移动设备制造商的紧密合作。**07 年 2 月和 3G 门户、空中网、当乐网、腾讯网、捉鱼网等门户网站建立战略合作关系; 08 年 11 月与海外知名手机厂商诺基亚、摩托罗拉、索尼爱立信、三星等开展手机门户和预装的紧密合作; 09 年 12 月还与 iPhone 的应用商店合作上线 iPhone 游戏。
- **同时加强自身平台推广建设。**掌趣目前自有游戏平台有欢畅游戏和手游大联盟, 其中在今年 2 月对欢畅游戏进行改版, 将其定位于专注于手机游戏和网页游戏, 以及跨平台游戏的运营工作, 同时将其打造为手机游戏社区, 方便用户之间的交流互动, 以加强对用户的黏性。

2、掌趣还积极尝试网页游戏和社交游戏, 已取得一定的成绩。掌趣目前已推出《皇朝霸业》、《冠军足球》两款网页游戏; 在社交游戏方面更是产品丰富, 推出了《主题学校》、《嘟嘟精灵》、《开心农夫》、《海底世界》、《德州扑克》、《炸弹宝贝》多款产品, 其中《主题学校》发布平台最多, 涉及人人网、漫游、网易梦幻人生、Facebook、俄罗斯 VK、日本 Mixi 等, 另外掌趣目前在社交游戏方面主要是做出口, 上述每款游戏除了《主题学校》其他都对外出口, 其中 Facebook 是主要的发布平台。

二、公司投资参股掌趣既是成功的财务投资, 又将使公司自身影视业务与掌趣的手机游戏实现深度良性互动, 实现双赢。

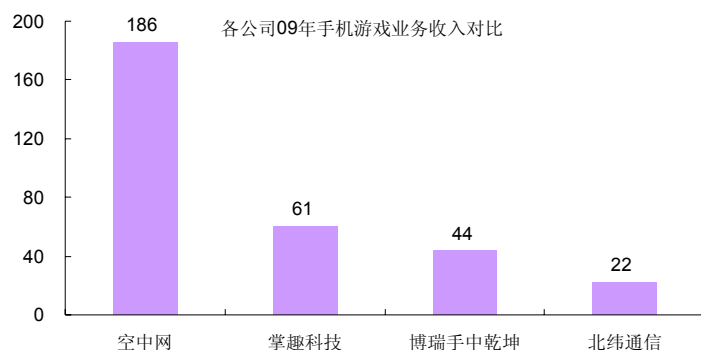
掌趣本身在国内手机游戏领域属于极具实力的公司, 即使与相关上市公司单独比手机游戏业务也不落下风, 掌趣与空中网、博瑞传播(参股手中乾坤)和北纬通四家公司 09 年手机游戏业务收入分别为 0.61 亿、1.86 亿、0.44 亿和 0.22 亿; 同时掌趣具有保持快速增长的盈利能力, 掌趣 09 年收入和净利润分别为 0.6 亿和 0.18 亿, 而今年 1 季度的收入和净利润分别为 09 年全年的 42%和 49%, 表现出强劲的增长势头。

另一方面掌趣在改编知名影视剧题材方面具有丰富的经验, 而公司本身每年就将出品 20 多部影视剧, 这为公司与掌趣未来在游戏和影视剧方面的深度合作奠定了基础。同时手机游戏一般开发周期为两、三个月, 在与影视剧共同合作宣传方面不会有时间的障碍, 更可以借助双方宣传资源实现双赢。公司下半年即将上映的《唐山大地震》和《狄仁杰》等就会展开合作, 共同策划推广手机游戏项目。

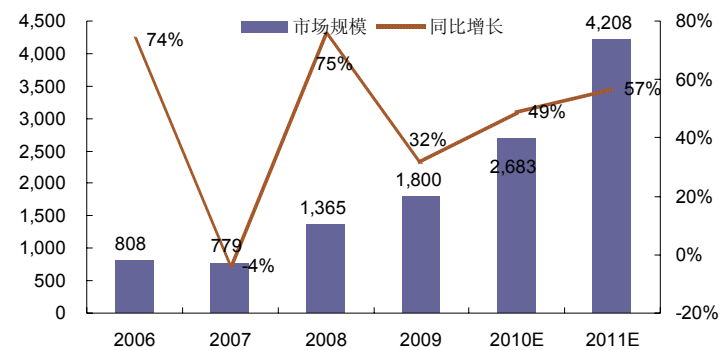
三、上调盈利预测和维持“审慎推荐-A”的投资评级。

我们预计掌趣 10~12 年净利润为 0.5 亿、0.7 亿和 0.95 亿, 其中我们判断公司完成对掌趣投资参股后, 将于今年下半年计入公司的投资收益, 这将使公司 10~12 年业绩由此前的 0.52 元、0.68 元和 0.87 元, 上调到 0.53 元、0.71 元和 0.90 元。

我们认为公司在收购掌趣科技后, 仍将积极进行横向跨媒体拓展和纵向产业链整合, 最终发展成为综合影视娱乐集团。公司后续股价催化剂包括: 来自新业务的收购(后续仍有可能通过参控股进入网游领域, 继续在娱乐整合营销方面收购合适的标的); 电影业务票房超预期(如 7 月底和 9 月底分别上映的《唐山》和《狄仁杰》), 今年公告新增影片发行(如《碟海风云》等); 获得政府补贴或税收优惠等。

图 1、掌趣科技手机游戏业务规模不小


资料来源：各公司财报、招商证券研发中心

图 2、国内手机游戏未来将保持快速发展态势


资料来源：易观国际、招商证券研发中心

表 1、掌趣财务数据

项目 (万元)	09N	10Q1
主营业务收入	6,065	2,520
主营业务成本	3,170	970
毛利率	48%	62%
利润总额	2,061	1,021
利润率	34%	41%
净利润	1,782	870
净利率	29%	35%
净资产	3,128	3,999
ROE	57%	22%

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

表 2、掌趣新的股东结构

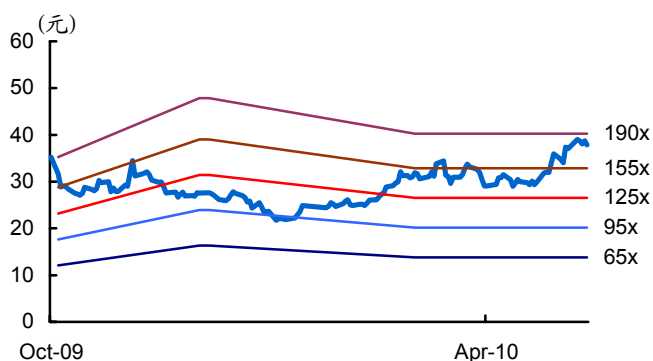
股东名称	出资数额 (万元)	持股比例
姚文彬	496.1	44.1%
华谊兄弟传媒股份有限公司	247.5	22.0%
叶颖涛	186.7	16.6%
邓攀	65.5	5.8%
赵锦明	46.5	4.1%
刘晓伟	23.2	2.1%
周晓宁	18.6	1.7%
杨闯	36.2	3.2%
李立强	4.7	0.4%

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

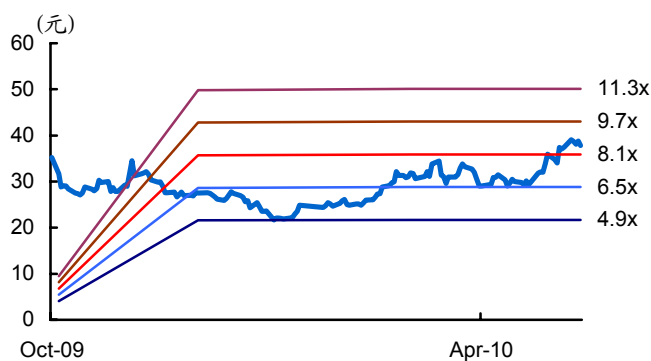
表 3、掌趣发展历程

时间	发展历程
2010 年 4 月	获得 2010 年南非世界杯手机游戏官方授权，于今年 6 月在国内发行
2010 年 4 月	与中国移动游戏基地首发 NBA2010 单机游戏，受到渠道和用户的认可
2010 年 3 月	签约陕西国龙，独家代理第一款由掌趣“欢畅游戏”团队运营的 Webgame
2010 年 3 月	推出国内首款手机游戏 SNS 社区产品
2010 年 2 月	改版跨平台游戏门户 (WEB&WAP) 欢畅游戏(gamebean.com)，专注于手机游戏和 web 页面游戏，以及跨平台游戏的运营工作
2010 年 1 月	全资收购国内跨平台 (Mobile-Web) 游戏开发商—卧龙科技，加大跨手机/移动终端及 PC 页面网游的研发实力
2009 年 12 月	与 iPhone 的应用商店合作上线 iPhone 游戏
2009 年 11 月	获得中国移动(3G 业务)G3 游戏优秀奖；推出极品飞车-变速手机单机游戏，并配合该产品的推广，发行了国内首枚手机游戏的个性化邮票
2009 年 10 月	成为中国移动游戏基地优先级手机游戏合作伙伴
2009 年 9 月	成为中国移动 G+包月游戏套餐包紧密合作伙伴；单款单机游戏在联通 Gjava 平台销售收入第一
2009 年 7 月	全资收购国内优秀手机游戏开发商—九号科技，加大自主研发精品手机游戏实力
2009 年 4 月	获得中国移动“移动梦网”游戏频道，品牌专区 (EA) 的运营权
2008 年 11 月	与海外知名手机厂商诺基亚、摩托罗拉、索尼爱立信、三星等开展手机门户和预装的紧密合作
2008 年 7 月	成为中国移动集团公司优先级手机游戏合作伙伴
2008 年 5 月	签约美国著名游戏开发商-数字巧克力，在中国大陆渠道销售该公司精品手机游戏
2008 年 1 月	签约美国著名游戏开发商 EA (电子艺界)，在中国大陆销售 EA 精品手机游戏
2007 年 9 月	“Moguard 2.0 手机卫士”获得科技部 2007 年度“科技型中小企业创新基金”支持
2007 年 2 月	与 3G 门户、空中网、当乐网、腾讯网、捉鱼网等门户网站建立战略合作关系
2006 年 9 月	手机游戏引擎“Mogaen 2.0”获得国家“电子信息产业发展基金”支持
2005 年 10 月	手机游戏引擎技术的开发和手机游戏的运营成为公司的主要业务方向
2005 年 4 月	获得北京市科学技术委员会颁发的“软件企业认定证书”
2005 年 1 月	作为中国移动、中国联通、中国网通、中国电信合作伙伴，分别签约全网业务并陆续上线推广运营
2004 年 12 月	获得信产部颁发的“跨地区增值电信业务经营许可证”
2004 年 8 月	北京掌趣科技有限公司成立、被认定为“高新技术企业”

资料来源：掌趣网站、招商证券研发中心

图 3、华谊兄弟历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 4、华谊兄弟历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	526	1,660	1,961	2,264	2,583
现金	81	1,071	979	915	938
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	179	195	433	594	728
其它应收款	9	9	22	30	36
存货	232	282	469	645	784
其他	26	102	59	81	98
非流动资产	29	51	38	34	30
长期股权投资	15	5	5	5	5
固定资产	7	31	26	23	20
无形资产	0	0	0	0	0
其他	8	15	7	6	5
资产总计	555	1,711	1,999	2,298	2,613
流动负债	307	227	390	522	626
短期借款	165	5	15	15	15
应付账款	63	93	176	242	294
预收账款	49	97	176	242	294
其他	30	32	23	23	23
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	307	227	390	522	626
股本	126	168	336	336	336
资本公积金	68	1,175	1,007	1,007	1,007
留存收益	54	138	264	430	642
少数股东权益	0	3	3	3	3
母公司所有者权益	248	1,481	1,607	1,773	1,985
负债及权益合计	555	1,711	1,999	2,298	2,613

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(61)	52	(70)	(12)	90
净利润		85	180	238	302
折旧摊销		0	5	4	4
财务费用		0	(9)	(9)	(8)
投资收益		0	(7)	(11)	(15)
营运资金变动		0	(240)	(235)	(193)
其它		(32)	1	(0)	(0)
投资活动现金流	(44)	(26)	6	0	0
资本支出		0	0	0	0
其他投资		(26)	6	0	0
筹资活动现金流	141	964	(28)	(52)	(67)
借款变动		0	10	0	0
普通股增加		0	168	0	0
资本公积增加		0	(168)	0	0
股利分配		0	(54)	(71)	(91)
其他		964	16	20	24
现金净增加额	36	990	(92)	(64)	23

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	409	604	1,083	1,484	1,820
营业成本	189	325	586	807	980
营业税金及附加	15	26	45	64	75
营业费用	63	88	160	223	273
管理费用	26	37	65	89	109
财务费用	9	10	(9)	(9)	(8)
资产减值损失	20	13	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	(3)	7	11	15
营业利润	86	102	234	314	399
营业外收入	4	15	9	6	6
营业外支出	6	2	4	3	2
利润总额	84	115	239	317	403
所得税	16	31	60	79	101
净利润	68	84	180	238	302
少数股东损益	0	(1)	0	0	0
母公司所有者净利润	68	85	180	238	302
EPS (元)	0.20	0.25	0.53	0.71	0.90

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	74%	48%	79%	37%	23%
营业利润	61%	18%	130%	34%	27%
净利润	17%	24%	112%	32%	27%
获利能力					
毛利率	53.7%	46.3%	45.9%	45.7%	46.2%
净利率	16.6%	14.0%	16.6%	16.0%	16.6%
ROE	27.4%	5.7%	11.2%	13.4%	15.2%
ROIC	18.6%	5.5%	10.4%	12.8%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	55.3%	13.2%	19.5%	22.7%	23.9%
净负债比率	29.7%	0.3%	0.8%	0.7%	0.6%
流动比率	1.7	7.3	5.0	4.3	4.1
速动比率	1.0	6.1	3.8	3.1	2.9
营运能力					
资产周转率	0.7	0.4	0.5	0.6	0.7
存货周转率	1.1	1.3	1.6	1.4	1.4
应收帐款周转率	2.7	3.2	3.4	2.9	2.8
应付帐款周转率	4.6	4.2	4.4	3.9	3.7
每股资料(元)					
每股收益	0.20	0.25	0.53	0.71	0.90
每股经营现金	-0.18	0.16	-0.21	-0.04	0.27
每股净资产	0.74	4.41	4.78	5.28	5.91
每股股利	0.00	0.30	0.16	0.21	0.27
估值比率					
PE	180.0	144.9	68.2	51.5	40.5
PB	49.4	8.3	7.6	6.9	6.2
EV/EBITDA	34.8	28.2	14.4	10.7	8.4

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵宇杰：毕业于华中科技大学，经济学与数学双学位，现任招商证券研发中心研究副董事。获 2009 年《新财富》传播与文化行业最佳分析师第二名。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 5 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。