

审慎推荐-A (维持)

华谊兄弟 300027.SZ

目标估值: NA
当前股价: 29.4 元
2010 年 12 月 8 日

低成本切入网游，高手巨人担当教练

基础数据

上证综指	2,876
总股本 (万股)	33,600
已上市流通股 (万股)	22,016
总市值 (亿元)	99
流通市值 (亿元)	65
每股净资产 (MRQ)	4.4
ROE (TTM)	9.0
资产负债率	18.8%
主要股东	王忠军
主要股东持股比例	26.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-21	-15
相对表现	9	-36	-2



相关报告

- 1、《华谊兄弟《唐山》超完美表现 提振业绩，艺人出走无碍业绩》
10/20/10
- 2、《华谊兄弟参股掌趣科技继续进行战略延伸，利于影视资源价值释放》
6/22/10
- 3、《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

赵宇杰

0755-82943293
zhaoyj@cmschina.com.cn
S1090208050196

研究助理

杨仁文

yangrw@cmschina.com.cn

事件

公司公告投资 0.7 亿控股华谊巨人网络游戏公司，其中 0.57 亿用于购买华谊巨人 51% 股权，0.13 亿元用于增加华谊巨人注册资本，华谊巨人注册资本增加到 0.5 亿。收购完成后，华谊兄弟、巨人网络和巨炎网络分别持有华谊巨人 51%、34% 和 15% 股权。

目前华谊巨人主要经营《万王之王 3》网游产品，公司预计 11~13 年平均每年净利润为 0.14 亿，本次收购价格对应 PE 倍数约为 9.5 倍。华谊巨人将设置策划部、技术部、美术部、产品部、营销部、财务行政部等；华谊巨人总经理将直接向公司总经理汇报，财务负责人将双向汇报给华谊巨人总经理及公司财务总监。

评论

1、我们认为王忠军和史玉柱很好的私人关系为此次收购顺利完成起推动作用，这种高层互信有利于避免被收购方出现道德风险，对两家公司而言更是实现双赢

华谊兄弟：如愿以偿、以不高的成本进入了网游领域，同时还得到了巨人网络这个国内网游领域的顶尖高手作为私人教练；更重要的是华谊可尝试将最具势能的电影和最具动能的网游进行联动，从而延长自身产品的盈利能力和盈利周期。

巨人网络：建立与华谊友好的合作关系，未来在网游和娱乐营销方面将会更多借助华谊资源。此前史玉柱因担心部分玩家不喜欢某位明星代言而造成用户流失，表示“巨人永不找代言人”；不过在娱乐与网游融合日渐紧密的背景下，巨人在《万王之王 3》、《仙途》中分别启用明星范冰冰和柳岩做产品代言。

2、华谊巨人未来将成为华谊布局网游领域的重要平台，对未来定位是集研发和运营于一体的综合性游戏公司。我们判断目前运营的《万王之王 3》不会成为华谊未来的主打产品，更多扮演的是过渡时期华谊的试水之作；未来华谊将会积极尝试将影视内容与网游产品的深度融合和联动，目前已开始着手规划的是计划 11 年下半年开始研发一款基于全新 3D 引擎的产品，类型风格尚在评估中，将与公司具有影响力的电影或电视剧相关联。

《万王之王》系列最早诞生在 96 年，由台湾的雷爵网络研发推出，《万王 1》是当时玩家最多、最大的文字 MUD 游戏；并在 2000 年时造就了中国第一批网络游戏公会；《万王 1》是中国第一代网游的代表作，在大陆深受玩家喜爱，但《万王 2》和《万王 3》则没有获得预期的成功；巨人 07 年 3 季度从雷爵手中收购了《万王 3》的知识产权，目前成为华谊巨人旗下产品（见表 1）。

维持“审慎推荐-A”的投资评级

维持公司今年业绩 0.49 元，将未来三年的业绩预测由此前的 0.64 元、0.83 元和 1.05 元上调到 0.66 元、0.86 元和 1.08 元。考虑即将于 12 月 22 日上映的《非 2》票房有望强劲，提示投资机会。

风险提示：华谊巨人经营业绩未达预定目标，新产品开发不成功，政策风险。

图 1、范冰冰为《万王之王 3》代言



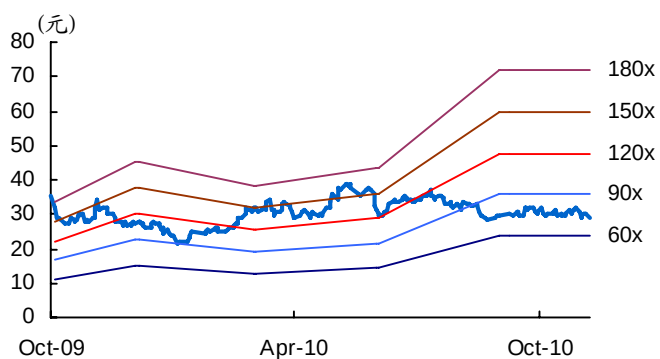
资料来源：招商证券研发中心

图 2、柳岩为《仙途》代言



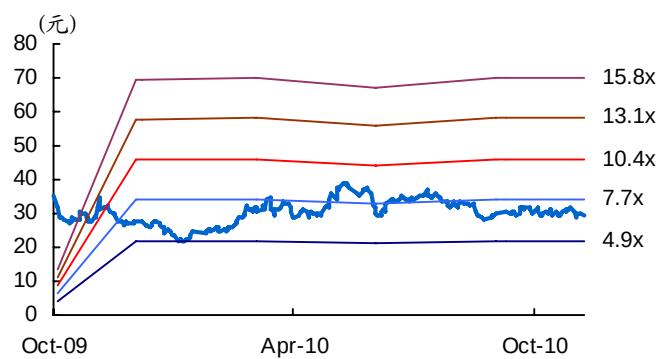
资料来源：招商证券研发中心

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

表 1、《万王之王》系列作品之历史大事件一览

时间	事件
1996 年 11 月	文字版《万王之王》建立，并成为人数最多最大的文字 MUD 游戏。创建者是资深网游策划人 Ruby 和 Onyx。
1998 年 02 月	“游戏工厂”（雷爵资讯）前身成立，开始研发国内第一套可同时容纳万人联机的网络角色扮演游戏——《万王之王》。
1998 年 12 月	图形化网游《万王之王》(KOK)的 Alpha 测试版本推出。
1999 年 03 月	第一台《万王之王》台湾服务器架立，并开始 Bate 测试。
1999 年 07 月	《万王之王》(精装版)正式上市，并成为中国史上第一套国人自制的图形网络游戏，预示着中国图形网络游戏时代的开始。
1999 年 07 月	台湾万王之王游戏服务器正式启用,万王之王正式与广大玩家朋友见面。
1999 年 11 月	与美商英特尔合作，推出针对 Pentium III 会员的 IWOS 版本万王之王，品质备受肯定。
2000 年 11 月	《万王之王》成为进入韩国网游市场的第一款网络游戏。
2000 年 02 月	香港服务器正式营运。
2000 年 06 月	《万王之王》正式于北京架设服务器，两岸三地的网络游戏世界架构于此时完备。
2000 年 07 月	大陆第一款真正意义上的中文网络图形 MUD 游戏上市，开启了中国网游 27 亿市场的大门。
2000 年 08 月	同时在线人数取得骄人成绩，在玩家和业界内人气开始急速上升。
2000 年 09 月	万王之王中第一批玩家工会相继成立，这批最早的工会的玩家是目前各大主流游戏工会中的重要骨干力量。
2000 年 11 月	注册人数近 10 万，为回馈玩家的支持，决定在北京举行盛大网聚。
2000 年 12 月	在北京举办了首次“网络狂飙，世界无限”大型网友聚会。反应热烈，盛况空前。同月举办了大型线上圣诞老人送礼活动。
2001 年 03 月	荣获 2000 年-2001 年度全国软件行业协会评比网络游戏第一名。万王之王上海站正式启用，付费玩家数目，两岸三地已超过四十万人。
2001 年 04 月	在上海举办《网络狂飙 世界无限》——华东地区玩家聚会。
2001 年 05 月	荣获中国第一届网络游戏评选之最佳网络游戏。
2001 年 06 月	《万王》于大陆展开飓风计划，于 6 月 10 日同时增加北京 2 站、上海 2 站、西安站、成都站及广州站，这样的规模，容纳超过 50000 人同时在线，将吸引更多的玩家加入万王的行列。
2001 年 07 月	万王之王一周年庆典，万王之王成为了华人地区优秀网络游戏的代表，更获得了年内所有殊荣。
2001 年 08 月	万王之王十大最具号召力人物评选顺利揭晓。
2001 年 09 月	《万王之王》泰国版服务器架设完成，《万王之王》继续开拓海外市场。
2001 年年底	雷爵股份正式对外宣布：《万王之王》的后续大作《万王之王 2》正式立项，进入研发阶段。万王之王 2 在策划之初，就确立要简化一代的复杂操作，降低上手难度，并保留一代的精华。
2004 年 11 月	亚洲互动，并宣布正式在大陆代理运营《万王之王 2》，立刻在中国业界引起轩然大波。中国业内人士敏锐的目光再次集中《万王之王 2》身上。
2005 年 3 月 31 日	台湾《万王之王 2》进入第一阶段的 Close bate 测试。
2005 年 3 月 25 日	大陆官方网站（ http://kok2.aijoy.com ）正式开通，同时国内百强工会争相进驻。
2005 年 10 月	亚洲互动运营产品《万王之王 2》正式进入内测前的全面备战阶段。
2007 年 3 月 20 日	亚洲互动宣布《万王之王 2》停止运营。
2007 年 12 月 31 日	巨人网络宣布《万王之王 3》在大陆运营。
2008 年 9 月 26 日	《万王之王 3》在台湾展开小规模封闭测试。
2008 年 10 月 8 日	《万王之王 3》内地官网正式开放（ http://kok3.ztgame.com ）
2009 年 1 季度	《万王之王 3》王者归来

资料来源：5617.com，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	1,886	2,206	2,605
现金	81	1,071	1,056	925	800
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	377	574	803
其它应收款	9	9	19	29	40
存货	232	282	386	603	855
其他	26	102	48	75	107
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	1,924	2,239	2,635
流动负债	307	227	327	490	687
短期借款	165	5	15	15	22
应付账款	63	93	145	226	321
预收账款	49	97	145	226	321
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	327	490	687
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	253	407	609
少数股东权益	0	3	1	(1)	(4)
母公司所有者权益	248	1,481	1,596	1,750	1,952
负债及权益合计	555	1,711	1,924	2,239	2,635

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(61)	52	2	(85)	(69)
净利润		85	164	221	288
折旧摊销		0	5	4	4
财务费用		0	(10)	(9)	(7)
投资收益		0	(7)	(11)	(15)
营运资金变动		0	(150)	(288)	(335)
其它		(32)	(0)	(2)	(3)
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	(22)	(46)	(56)
借款变动		0	10	0	7
普通股增加		0	168	0	0
资本公积增加		0	(168)	0	0
股利分配		0	(49)	(66)	(86)
其他		964	17	20	23
现金净增加额	36	990	(15)	(131)	(125)

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	943	1,434	2,007
营业成本	189	325	482	754	1,069
营业税金及附加	15	26	35	53	74
营业费用	63	88	198	287	401
管理费用	26	37	57	86	120
财务费用	9	10	(10)	(9)	(7)
资产减值损失	20	13	6	4	4
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	182	271	361
营业外收入	4	15	23	18	13
营业外支出	6	2	7	5	3
利润总额	84	115	198	284	371
所得税	16	31	36	65	85
净利润	68	84	162	218	285
少数股东损益	0	(1)	(2)	(2)	(3)
母公司所有者净利润	68	85	164	221	288
EPS (元)	0.20	0.25	0.49	0.66	0.86

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	74%	48%	56%	52%	40%
营业利润	61%	18%	79%	49%	33%
净利润	17%	24%	94%	34%	31%
获利能力					
毛利率	53.7%	46.3%	48.9%	47.5%	46.7%
净利率	16.6%	14.0%	17.4%	15.4%	14.4%
ROE	27.4%	5.7%	10.3%	12.6%	14.8%
ROIC	18.6%	5.5%	8.8%	11.4%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	55.3%	13.2%	17.0%	21.9%	26.1%
净负债比率	29.7%	0.3%	0.8%	0.7%	0.8%
流动比率	1.7	7.3	5.8	4.5	3.8
速动比率	1.0	6.1	4.6	3.3	2.5
营运能力					
资产周转率	0.7	0.4	0.5	0.6	0.8
存货周转率	1.1	1.3	1.4	1.5	1.5
应收帐款周转率	2.7	3.2	3.3	3.0	2.9
应付帐款周转率	4.6	4.2	4.1	4.1	3.9
每股资料(元)					
每股收益	0.20	0.25	0.49	0.66	0.86
每股经营现金	-0.18	0.16	0.01	-0.25	-0.20
每股净资产	0.74	4.41	4.75	5.21	5.81
每股股利	0.00	0.30	0.15	0.20	0.26
估值比率					
PE	145.2	116.9	60.3	44.8	34.3
PB	39.9	6.7	6.2	5.6	5.1
EV/EBITDA	27.3	22.1	14.6	9.7	7.3

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，招商证券研发中心研究副董事。2009 年、2010 年连续两年获得《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 6 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

行业层面创新性提出传媒行业具有“势能”、“动能”两大商业天赋，总结出“势能法则”，并将传媒划分为三代媒体形态，每一代媒体具有不同的势能和动能。公司层面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。