

腾讯收购体现影视剧内容产业价值

华谊兄弟 (300027.SZ)

推荐 调高评级

投资要点:

1. 事件

华谊兄弟发布公告, 5月6日公司股东马云、虞锋、江南春、高民和王育莲通过大宗交易合计转让给深圳市腾讯计算机系统有限公司 2780 万股, 占华谊兄弟总股本的 4.6%, 转让价格 16.0 元, 相比 5 月 5 日收盘价 14.79 元溢价 8.18%。

2. 我们的分析与判断

(一)、“最好的影视内容提供商+最好的互联网服务提供商”股权合作

我们认为腾讯对华谊兄弟的股权收购规模和价格体现腾讯向上游内容产业的战略部署, 凸显影视剧内容产业的价值。

- “渠道多元化和内容稀缺化”, 寻求与优质内容方的合作是大势所趋。互联网巨头都在寻求与内容企业的合作, 如盛大集团与湖南卫视合资成立盛大影业, 巨人集团也与华谊兄弟成立华谊巨人。
- “正版化”浪潮使腾讯认识到内容产业的价值。3月15日, 国内 50 余名著名作家集体签名声援的《三一五中国作家声讨百度书——这是我们的权利》掀起了文学界强烈的“打盗”事件。3月底, 百度文库将原有的 280 万份“文学作品”基本删净。我们认为这一事件让腾讯更深刻认识到获取“内容”的迫切性。
- 旗下网站对优质影视内容的现实需求。腾讯旗下的奇艺网以“hulu”模式打造中国的高清影音视频网站, 但是 hulu 大股东为各大传媒集团, 有内容支持, 而奇艺网在这方面还存在欠缺。

(二)、与腾讯的合作将加速推动华谊兄弟内容产品向互联网渠道延伸

腾讯控股是中国最大的互联网服务提供商, 总市值 3845 亿港元, 拥有 6.476 亿即使通讯平台活跃用户。通过与最优秀互联网公司利益绑定, 华谊兄弟可以把影视剧内容的渠道快速由影院和传统电视台延伸到互联网领域, 同时两者还可以在网络游戏、音乐和主题公园等领域合作。

(三)、多元化拓展有助于提升公司业绩稳定性

正如我们在 1 季报点评中指出, 华谊兄弟音乐、院线和游戏收入等新业务占总收入比例已经达到 13%。相比其它传媒类公司, 华谊兄弟在向类似迪斯尼的综合性传媒集团发展方面走在最前列, 而通过与腾讯合作拓展新媒体业务将进一步提升新业务在总收入中的比重。

(四)、收购价格将提升华谊兄弟估值

16 元的收购价格对应 2010 年的 PE 为 64.7 倍, 同时从收购金额来看, 4.45 亿的收购规模也是腾讯近 2 年最大规模的收购之一, 这充分体现腾讯对华谊兄弟基本面的信心和当前股价估值的认可, 这无疑将提升华谊兄弟估值水平。

3. 投资建议

小非持续减持是制约华谊兄弟股价的重要因素, 腾讯的溢价收购将提升小非和二级市场对公司估值信心, 同时我们认为腾讯的合作将有助于华谊兄弟拓展互联网渠道, 培育新的业绩增长点。

我们预计公司 2011EPS0.37 元, 调高 2012EPS 至 0.53 元, 调高公司评级至“推荐”, 公司半年期合理估值目标 21.2 元。

分析师

许耀文, CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130208091646

田洪港

☎: (8610) 6656 8846

✉: tianhonggang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0500109102110

孙津

☎: (8610) 6656 8846

✉: sunjin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130110014591

市场数据 时间 2011.05.09

A 股收盘价(元)	15.80
A 股一年内最高价(元)	21.5
A 股一年内最低价(元)	13.62
上证指数	2872.46
市净率	3.34
总股本(万股)	60480
实际流通 A 股(万股)	34837
流通 A 股市值(亿元)	55.04

表 1: 财务报表和估值指标预测

报表预测					
利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	409.35	604.14	1071.71	1310.99	2098.58
减: 营业成本	189.38	324.71	565.54	710.71	1126.96
营业税金及附加	15.05	26.41	33.54	41.02	65.67
营业费用	63.14	88.32	232.03	209.76	377.74
管理费用	25.59	36.53	58.27	70.79	113.32
财务费用	9.01	10.46	-12.26	-9.85	-6.32
资产减值损失	19.99	13.40	13.10	13.00	13.00
加: 投资收益	-1.30	-2.72	1.03	7.00	7.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	85.89	101.59	182.54	282.56	415.20
加: 其他非经营损益	-1.95	13.81	7.80	13.00	13.00
利润总额	83.94	115.40	190.34	295.56	428.20
减: 所得税	15.87	31.43	40.33	72.14	105.30
净利润	68.06	83.98	150.01	223.42	322.90
减: 少数股东损益	0.00	-0.58	0.80	1.20	1.73
归属母公司股东净利润	68.06	84.55	149.21	222.22	321.17
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	69.64	1048.08	818.12	494.87	347.26
应收和预付款项	213.08	306.29	583.61	558.22	1265.70
存货	231.93	281.96	226.28	699.23	768.33
其他流动资产	0.00	0.00	4.20	4.20	4.20
长期股权投资	14.72	4.65	183.69	183.69	183.69
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	6.97	30.72	68.67	49.56	30.45
无形资产和开发支出	0.00	0.00	77.19	77.19	77.19
其他非流动资产	5.39	13.13	16.12	12.82	9.53
资产总计	541.73	1684.83	1977.88	2079.79	2686.36
短期借款	165.00	5.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	115.68	195.92	407.63	375.84	786.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	13.04	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	293.72	200.92	407.63	375.84	786.06
股本	126.00	168.00	336.00	604.80	604.80
资本公积	68.40	1174.64	979.12	710.32	710.32
留存收益	53.61	138.17	236.97	376.47	578.09
归属母公司股东权益	248.01	1480.80	1552.09	1691.59	1893.21
少数股东权益	0.00	3.10	18.15	19.35	21.08

股东权益合计	248.01	1483.90	1570.25	1710.94	1914.29
负债和股东权益合计	541.73	1684.83	1977.88	2086.79	2700.36
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营性现金净流量	-60.59	52.77	91.67	-260.13	-44.12
投资性现金净流量	-43.87	-26.38	-232.95	9.75	9.75
筹资性现金净流量	140.65	964.23	-82.61	-72.87	-113.24
现金流量净额	36.19	990.62	-223.89	-323.25	-147.60
财务分析和估值指标汇总					
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
收益率					
毛利率	53.74%	46.25%	47.23%	45.79%	46.30%
三费/销售收入	23.88%	22.40%	25.94%	20.65%	23.10%
EBIT/销售收入	22.58%	20.73%	16.59%	21.79%	20.10%
EBITDA/销售收入	22.89%	22.01%	17.72%	22.51%	20.55%
销售净利率	16.63%	13.90%	14.00%	17.04%	15.39%
资产获利率					
ROE	27.44%	5.71%	9.61%	13.14%	16.96%
ROA	17.06%	7.43%	8.99%	13.74%	15.70%
ROIC	60.74%	29.27%	32.73%	27.04%	25.09%
增长率					
销售收入增长率	74.35%	47.59%	77.40%	22.33%	60.08%
EBIT 增长率	49.59%	35.51%	41.95%	60.72%	47.66%
EBITDA 增长率	51.36%	41.87%	42.85%	55.39%	46.14%
净利润增长率	16.86%	23.38%	78.63%	48.94%	44.53%
总资产增长率	75.11%	211.01%	17.39%	5.15%	29.17%
股东权益增长率	59.80%	497.07%	4.81%	8.99%	11.92%
经营营运资本增长率	169.12%	24.34%	4.72%	115.48%	41.63%
资本结构					
资产负债率	54.22%	11.93%	20.61%	18.07%	29.26%
投资资本/总资产	64.14%	26.52%	38.57%	59.10%	59.11%
带息债务/总负债	56.18%	2.49%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.75	8.14	4.00	4.67	3.03
速动比率	0.96	6.74	3.44	2.80	2.05
股利支付率	77.89%	0.00%	33.78%	37.22%	37.22%
收益留存率	22.11%	100.00%	66.22%	62.78%	62.78%
资产管理效率					
总资产周转率	0.76	0.36	0.54	0.63	0.78
固定资产周转率	58.74	19.67	15.61	26.45	68.91
应收账款周转率	2.29	3.09	2.34	3.34	2.17
存货周转率	0.82	1.15	2.50	1.02	1.47

业绩和估值指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
EBIT	92.41	125.23	177.77	285.71	421.89
EBITDA	93.72	132.95	189.92	295.12	431.29
NOPLAT	75.88	80.99	133.95	206.28	308.41
净利润	68.06	84.55	149.21	222.22	321.17
EPS	0.113	0.140	0.247	0.367	0.531
BPS	0.410	2.448	2.566	2.797	3.130
PE	140.39	113.02	64.04	43.00	29.75
PEG	2.90	2.02	N/A	N/A	N/A
PB	38.53	6.45	6.16	5.65	5.05
PS	23.34	15.82	8.92	7.29	4.55
PCF	-157.71	181.09	104.24	-36.74	-216.59
EV/EBIT	22.62	12.94	25.42	31.83	21.93
EV/EBITDA	22.30	12.19	23.80	30.81	21.45
EV/NOPLAT	27.55	20.01	33.74	44.08	29.99
EV/IC	6.02	3.63	5.92	7.40	5.83
ROIC-WACC	53.19%	21.73%	25.18%	17.97%	16.02%
股息率	0.006	0.000	0.005	0.009	0.013

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

许耀文，传媒与互联网行业证券分析师。 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908