

华谊兄弟 (300027.SZ) 广播影视行业

评级：买入 维持评级

公司点评

毛峥嵘

分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

战略合作探路新媒体，有望创造新增长点

事件

今天，华谊兄弟发布公告，深圳腾讯计算机系统有限公司于5月6日通过深交所大宗交易平台以16元均价向马云、虞锋、江南春、高民、王育莲几位股东购买2780万股股份，受让完成后，腾讯持有华谊兄弟4.6%的股份，成为第一大机构投资者。

评论

战略投资提振公司价值判断：5月6日腾讯以16元均价对华谊进行战略投资，较当日均价约有10%的溢价，体现出腾讯对于华谊投资价值的认可；而马云、江南春等股东通过大宗交易平台实施减持，避免在二级市场对股价形成冲击，有助于市场对其的投资判断回归公司自身价值。腾讯的战略投资，拉开了与华谊战略合作的序幕。

强强联手战略合作，探路影视娱乐业与互联网融合：腾讯作为国内最大的互联网公司，拥有6.47亿用户，业务范围覆盖即时通讯、社交网络、微博、游戏、视频、音乐、电子商务等各个领域，且拥有极强的用户粘性，在国内新媒体领域拥有最为强大的传播渠道。而华谊兄弟作为国内领先的影视娱乐公司，不但在内容资源领域储备丰富，也正大力探索新媒体业务布局，其旗下的知名演艺人士，更是具有品牌效应的广告资源。此次腾讯战略投资华谊兄弟，双方强强合作，有利于内容与新媒体渠道的协同互补，而大型互联网平台与拥有众多知名艺人的影视娱乐公司联手，可探索创造新的价值。

借助大型互联网平台，创造新增长点：腾讯4月份宣布设立影视投资基金，规模5亿元，投资国内成长性良好的优质影视公司，并发挥腾讯在互联网领域的业务优势、用户优势和平台优势，帮助合作伙伴借助互联网渠道创造新的增长点。在业务合作层面，有望涉及视频、音乐、微博、个人空间、互动娱乐、电子商务甚至影视制作、线下产业的整体合作。腾讯公开的泛娱乐化战略，以儿童网络社区产品为试点，整合动漫、影视、音乐等文化资源；未来与华谊的合作，也有可能通过强大的社交网络，立体开发丰富的影视娱乐资源。华谊兄弟借助大型网络平台，有望在新媒体延伸方面迈出实质性一步，将其内容制作优势扩大发挥，并进一步推进其“内容-渠道-衍生品”的大布局。

投资建议

我们预计公司2011-2013年每股收益分别为0.419、0.596、0.788元，对应当前股价估值分别是38、27、20倍；与腾讯形成战略合作关系以后，公司在新媒体领域发展的空间有望全面打开；而作为影视行业的龙头企业，公司凭借其业内领先的内容制作和营销能力，将充分分享影视剧行业的高增长，同时在产业链的整合、业务战略布局方面不断取得积极成效，向综合性娱乐集团方向不断迈进，我们坚定看好公司的长期投资价值，维持对公司“买入”的投资评级。

图表1：华谊兄弟三表预测
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	409	604	1,072	1,236	1,724	1,996
增长率		47.6%	77.4%	15.3%	39.5%	15.8%
主营业务成本	-189	-325	-566	-640	-887	-1,017
% 销售收入	46.3%	53.7%	52.8%	51.8%	51.5%	51.0%
毛利	220	279	506	596	837	979
% 销售收入	53.7%	46.3%	47.2%	48.2%	48.5%	49.0%
营业税金及附加	-15	-26	-34	-40	-55	-64
% 销售收入	3.7%	4.4%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
营业费用	-63	-88	-232	-185	-259	-269
% 销售收入	15.4%	14.6%	21.7%	15.0%	15.0%	13.5%
管理费用	-26	-37	-58	-70	-103	-90
% 销售收入	6.3%	6.0%	5.4%	5.7%	6.0%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	116	128	182	301	420	556
% 销售收入	28.4%	21.2%	17.0%	24.4%	24.3%	27.8%
财务费用	-9	-10	12	12	23	28
% 销售收入	2.2%	1.7%	-1.1%	-1.0%	-1.4%	-1.4%
资产减值损失	-20	-13	-13	-4	0	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-3	1	13	17	20
% 税前利润	n.a	n.a	0.5%	3.9%	3.6%	3.2%
营业利润	86	102	183	322	460	600
营业利润率	21.0%	16.8%	17.0%	26.1%	26.7%	30.1%
营业外收支	-2	14	8	8	10	21
税前利润	84	115	190	330	470	621
利润率	20.5%	19.1%	17.8%	26.7%	27.2%	31.1%
所得税	-16	-31	-40	-73	-103	-137
所得税率	18.9%	27.2%	21.2%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	68	84	150	257	366	484
少数股东损益	0	-1	1	4	6	8
归属于母公司的净利润	68	85	149	253	360	476
净利率	16.6%	14.0%	13.9%	20.5%	20.9%	23.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	68	84	150	257	366	484
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	21	25	37	69	116
非经营收益	10	15	-13	-7	-27	-40
营运资金变动	-160	-68	-71	-44	-154	-78
经营活动现金净流	-61	52	91	243	254	482
资本开支	-9	-8	-44	-66	-174	-215
投资	-35	-18	-189	-150	0	0
其他	0	0	0	13	17	20
投资活动现金净流	-44	-26	-233	-203	-157	-195
股权募资	78	1,162	2	0	0	0
债权募资	115	-160	-5	0	0	1
其他	-52	-38	-80	0	-44	-44
筹资活动现金净流	141	964	-83	0	-44	-43
现金净流量	36	990	-224	40	53	245

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	81	1,071	847	887	940	1,184
应收款项	187	205	477	396	553	627
存货	232	282	226	284	389	446
其他流动资产	26	102	111	98	135	155
流动资产	526	1,660	1,662	1,664	2,017	2,412
% 总资产	94.7%	97.0%	82.2%	75.6%	75.6%	75.7%
长期投资	15	11	193	343	342	342
固定资产	7	31	69	183	292	407
% 总资产	1.3%	1.8%	3.4%	8.3%	10.9%	12.8%
无形资产	5	7	84	9	17	23
非流动资产	29	51	360	536	652	774
% 总资产	5.3%	3.0%	17.8%	24.4%	24.4%	24.3%
资产总计	555	1,711	2,022	2,201	2,669	3,186
短期借款	165	5	0	0	0	0
应付款项	116	196	408	330	459	525
其他流动负债	26	26	44	86	103	113
流动负债	307	227	452	417	562	638
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	307	227	452	417	562	639
普通股股东权益	248	1,481	1,552	1,762	2,079	2,511
少数股东权益	0	3	18	22	28	36
负债股东权益合计	555	1,711	2,022	2,201	2,669	3,186

比率分析

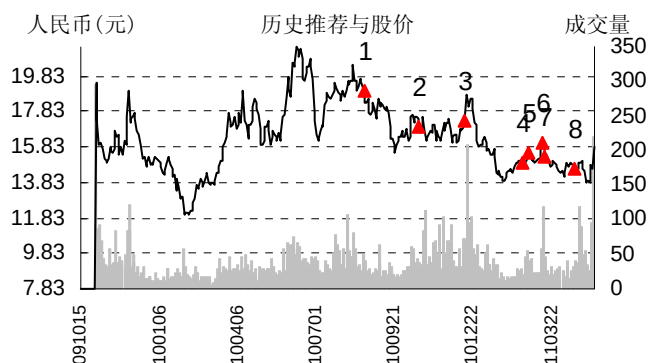
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.540	0.503	0.444	0.419	0.596	0.788
每股净资产	1.968	8.814	4.619	5.244	6.186	7.474
每股经营现金净流	-0.485	0.310	0.272	0.722	0.755	1.434
每股股利	0.000	0.300	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	27.44%	5.71%	9.61%	14.38%	17.34%	18.97%
总资产收益率	12.26%	4.94%	7.38%	11.52%	13.50%	14.96%
投入资本收益率	22.81%	6.26%	9.15%	13.16%	15.54%	17.01%
增长率						
主营业务收入增长率	74.35%	47.59%	77.40%	15.29%	39.53%	15.76%
EBIT增长率	99.09%	10.31%	42.27%	65.04%	39.44%	32.41%
净利润增长率	16.86%	24.22%	76.46%	69.86%	42.20%	32.21%
总资产增长率	74.86%	208.15%	18.20%	8.85%	21.28%	19.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	133.2	112.9	111.2	110.0	110.0	108.0
存货周转天数	326.4	288.8	164.0	162.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	79.5	87.7	111.8	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	6.2	18.6	23.4	46.2	50.9	60.5
偿债能力						
净负债/股东权益	33.95%	-71.82%	-53.91%	-49.69%	-44.61%	-46.46%
EBIT利息保障倍数	12.9	12.3	-14.9	-25.4	-18.0	-20.1
资产负债率	55.32%	13.25%	22.34%	18.93%	21.07%	20.04%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-08-19	买入	19.05	N/A
2	2010-10-27	买入	17.02	N/A
3	2010-12-14	买入	17.31	39.80 ~ 43.50
4	2011-02-20	买入	14.91	33.60 ~ 36.20
5	2011-02-24	买入	15.56	N/A
6	2011-03-11	买入	16.03	33.60 ~ 36.20
7	2011-03-15	买入	15.27	33.60 ~ 36.20
8	2011-04-17	买入	14.60	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室