

完善产业布局，彰显战略意图

谨慎推荐（维持）

华谊兄弟（300027）投融资项目点评

风险评级：较高风险

刘卓平（SAC 执业证书编号：S0340510120003）

电话：0769-22119410

2011 年 5 月 23 日

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

事件：

近期公司公布了多起重大投资和融资项目，包括：

1、5 月 13 日公告拟通过子公司北京华谊兄弟娱乐投资公司与深圳市坪山新区城市建设投资公司及其他投资方在深圳合作开发“华谊兄弟文化城”，该项目主要用于建设影视创意产业基地，包括摄影棚和其他配套设施等。

2、5 月 18 日公告拟向全资子公司华谊兄弟国际有限公司增加投入额度不超过 6000 万美元的资金，用以实施包括与好莱坞、欧洲、亚洲电影企业合拍电影，投资国外电影制作、发行、放映、新媒体相关企业等与公司扩张海外市场战略相关的一系列项目。

3、5 月 18 日公告拟申请发行规模不超过人民币 6 亿元短期融资券，用于电影的制作、发行及衍生业务，电视剧的制作、发行及衍生业务、偿还银行借款及其他用途等。

点评：

1、投资项目符合公司长期发展战略

公司总体发展目标是成为“中国首屈一指的影视娱乐传媒集团”。上市以来，公司一直朝着这一目标努力，将业务范围从单纯的影视剧制作和艺人经纪向影院、音乐、网游、文化旅游等多端拓展，完善“内容+渠道+衍生”的产业布局。此次两项投资计划均充分体现了公司这一长期战略意图。

深圳“华谊兄弟文化城”项目为从内容制作到文化旅游的衍生化拓展，这将使公司盈利模式从内容一次性出售到内容多次、持续、协同开发转变。一方面，文化城提供给消费者一个体验热门影视剧生活的真实场景，另一方面，文化城可植入热门影视剧中，借助影视剧进行宣传，扩大受众群体和影响力。公司此前已试水影片制作+旅游景点的业务模式，取得了很好的效果：《非诚勿扰 1》、《非诚勿扰 2》的上映极大地提升了西湖湿地和三亚鸟巢度假村的关注度，使它们迅速成为热门旅游景点。

子公司华谊国际的增资计划配合公司的海外扩展战略，瞄准庞大的国际市场。2010 年国内电影票房收入 102 亿人民币，而全球电影票房收入高达 318 亿美元，接近国内市场的 22 倍。目前，公司在国内电影市场中已成为当之无愧的领头羊，在继续稳固国内市场的同时，积极向规模更庞大、空间更广阔的海外市场扩张业务，是公司未来快速发展的必然选择，符合公司的长期发展战略。

2、文化旅游项目短期内对公司业绩影响有限，长期或将成为公司稳定的收入来源，减少业绩的波动

深圳文化城项目将采取与上海“华谊兄弟文化城”项目类似的模式，目前处于与当地合作方签订框架协议阶段。考虑到类似项目的建设至少需要 2 年左右的时间，短期内此项目将不会产生收入，对公司的业绩影响有限。项目成熟后，预期将为公司带来平稳的现金流入，减少目前受商业大片上映时间而引起的

业绩波动。此外，深圳和上海两个项目均是与当地具有政府背景的国企合作，项目的推进和实施应将获得当地政府的大力支持，从而降低项目失败的风险。

3、海外扩张项目将使公司在品牌、渠道以及各项业务等多方面受益

根据公告，公司的海外扩张计划应会首先采用与国外优秀电影企业合作的方式，这将对公司品牌、渠道以及各项业务产生良好的促进作用。首先，通过与国外的优秀企业特别是好莱坞巨头的合作，公司能学习借鉴他们的先进经营模式、体制和理念，提升公司的核心竞争力。其次，合作能扩宽公司影视作品的发行渠道，提升内容制作的收入。目前公司的主要收入来源是制作影视作品，受制于渠道的因素，海外的发行收入与国内的发行收入差距十分巨大，2010 年公司海外收入 1638 万元，占营业总收入的比重仅为 1.5%，如能借助国外巨头，打通渠道瓶颈，公司的优秀影视作品的海外发行或将复制国内的成功。再次，国际化的战略能为旗下艺人提供更好的平台，提升他们的知名度和影响力，从而吸引更多的优质艺人加盟。

4、短期融资券的发行将优化资本结构、拓宽融资渠道，为公司的战略扩张提供资金支持。

公司目前资金较为充裕，截止 11 年 1 季度末，账面货币资金余额为 8.61 亿元，扣除拟向子公司增资的 6000 万美金，仍有近 5 亿的现金。因此，公司此次短期融资券项目应更多是基于优化资本结构、拓宽融资渠道的考虑。公司 11 年 1 季报显示负债比为 18.85%，处于较低水平。此次短期融资券如成功发行，负债比最高将达到 37.72%，仍属于安全区间。适当提高负债比，在公司业绩向好的前提下，能提高股东收益水平。当然，最多 6 亿元的融资额也将为公司的战略行动提供更充沛的资金支持。

5、预计 11 年 EPS 为 0.37 元，维持“谨慎推荐”评级

今年是公司的电视大年、电影小年，预计业绩的亮点主要在于电视剧。根据计划，11 年将有 17 部 550 集电视剧取得收入，同比增长 32%。此外，视频网站对精品电视剧网络版权的争夺极大地推动了电视剧单集收入的增长。因此，公司 11 年电视剧收入有望实现 100% 的增长。由于今年拍摄的电影主要在明年上映，业绩将主要体现在明年，因此今年电影业务较去年将略微平淡，全年票房收入或将有所下降。影院、音乐、网游三项新增业务发展势头良好，正逐渐成为新的利润增长点。

预计 11 年-13 年每股收益为 0.37、0.54、0.83 元，对应市盈率为 41、28、18 倍。鉴于公司业绩持续向好且未来三年预计年复合增长率将达到 50%，维持“谨慎推荐”评级。

6、风险提示

（1）大片票房低于预期；（2）已发行电视剧收视率低于预期，影响后续发行电视剧的价格；（3）核心导演和艺人流失；（4）新项目占用大量资金，回报低于预期。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119453

网址：www.dgzq.com.cn