

买入 维持

华谊兄弟 (300027)

2011 年 12 月 16 日

文化城与电影城许可使用费落实，品牌转化为收益

计算机行业首席分析师：陈美凤
SAC 执业证书编号：S0850511020002chenmf@htsec.com
021-23219409联系人：白洋
baiyang@htsec.com
021-23219646联系人：薛婷婷
xtt6218@htsec.com
021-23219775

公司发布公告：公司全资子公司实景娱乐与上海嘉华、苏州影城分别签订**商标许可协议**，两者在开业前需向公司支付品牌授权费；与苏州影城还签订了**咨询服务协议**，公司将收取服务费。由于实景娱乐分别持有上海嘉华、苏州影城 40%、35%的股权，本次协议构成关联交易。

公司此前公告中已详细介绍文化城等项目运作模式，本次协议的签订是项目的具体落实。根据协议内容，两项目开业前公司向上海嘉华收取不超过 7760 万元、向苏州影城收取 7760 万元至 1.552 亿元许可使用费，同时向苏州影城收取 1000 万元服务费用。假设建设期 5 年，品牌授权费需分期收取，再考虑到服务费，预计开业前两个项目每年能向公司贡献近 4000 万元收入，保证了项目在开业前就能盈利；开业后授权费则可能会根据运营情况，按收入进行分成。

品牌就是力量，内容主导产业链。公司通过“授权费+参股”的模式运作文化城等项目，前者保证了稳定的收益，后者在项目运营良好的情况下亦能获取大量分红。能取得如此“优待”的合作模式，本质上还是缘于公司强大的品牌力量，这也是国内电影企业首次靠品牌授权就能拿到上亿级别收入的案例。公司把控了产业链上游最核心的稀缺内容资源，逐步摸索新的盈利模式。通过版权运营，未来公司成功的作品只是起点，创新成果有望源源不断地产生数倍于当前电影票房空间的产值。

盈利预测与投资建议：由于此前已考虑到品牌授权费，维持公司 2011~2013 年的 EPS 为 0.33 元、0.59 元和 0.83 元的预测。公司文化城等项目具体协议的落地正印证了我们此前的判断，看好公司上下游及周边产业链布局，其“全娱乐创新工厂”的威力将逐步体现。按照 2012 年 36 倍 PE，目标价 21 元，维持“买入”评级。

主要风险：(1) 政策风险；(2) 文化城等项目实际建设进度。

表 1 华谊兄弟利润表预测（万元）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	23478	40935	60414	107171	90142	183719	240022
减：营业成本	12752	18938	32471	56554	39209	80943	104106
营业税金及附加	904	1505	2641	3354	2821	5749	7511
销售费用	2674	6314	8832	23203	17037	40051	48004
管理费用	1311	2559	3653	5827	7932	11023	15121
财务费用	345	901	1046	-1226	-1373	-124	402
资产减值损失	148	1999	1340	1310	1624	1350	995
	0	-130	-272	103	990	1300	2000
二、营业利润	5343	8589	10159	18254	23882	46027	65882
加：营业外收入	490	416	1547	1454	2800	2000	2100
减：营业外支出	0	611	166	673	500	200	300
三、利润总额	5833	8394	11540	19034	26182	47827	67682
减：所得税费用	9	1587	3143	4033	6022	11957	16920
四、净利润	5824	6806	8398	15001	20160	35870	50761
归属于母公司所有者的净利润	5824	6806	8455	14921	20059	35511	50254
少数股东损益	0	0	-58	80	101	359	508
每股收益（元）	0.10	0.11	0.14	0.25	0.33	0.59	0.83

资料来源：公司招股说明书，2009-2010 年度报告，2011 年前三季度报告，海通证券研究所
注：每股收益均按照当前 60480 万股本计算。

相关报告：

华谊兄弟（300027）深度报告：“内容为王”的全娱乐创新工厂（首次，买入）2011-12-15

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	<table><tr><th>类别</th><th>评级</th><th>说明</th></tr><tr><td rowspan="5">股票投资评级</td><td>买入</td><td>个股相对大盘涨幅在 15%以上;</td></tr><tr><td>增持</td><td>个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;</td></tr><tr><td>中性</td><td>个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;</td></tr><tr><td>减持</td><td>个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;</td></tr><tr><td>卖出</td><td>个股相对大盘涨幅低于-15%。</td></tr><tr><td rowspan="3">行业投资评级</td><td>增持</td><td>行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;</td></tr><tr><td>中性</td><td>行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;</td></tr><tr><td>减持</td><td>行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。</td></tr></table>	类别	评级	说明	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
类别	评级	说明																				
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;																				
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;																				
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;																				
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;																				
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。																				
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;																				
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;																				
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。																				
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。																						

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。