

华谊兄弟(300027)

公司研究/点评报告

“华腾”合作从资本层面迈向业务层面，华谊内容价值进一步释放

民生精品---点评报告/传媒行业

2011年12月26日

一、事件概述

公司与腾讯12月22日签署《战略合作框架协议》。战略合作项目包括：(1)“华谊兄弟专区”频道的建设和运营；(2)信息网络传播权的授权播映；(3)影视剧的投资拍摄(双方同意在2012年度共同投资拍摄一至两部电视剧)；(4)大剧精细化运营与整合营销；(5)宣传及推广五方面。我们认为此次“华腾”合作标志着双方已从资本合作迈向业务合作，有望拓展华谊内容升值空间。

二、分析与判断

► 业务合作拓展华谊内容价值空间，公司有望受益于腾讯强势平台

1、按照协议，腾讯将开通“华谊兄弟专区”频道，整合双方合作的影视剧内容、相关视频、花絮、艺人信息。此外双方选择两部电视剧采用“大剧精细化经营”，借助腾讯的九大平台对相关影视剧内容实施立体化整合营销，通过官网、微博、网络聊天、微访谈、小游戏互动等方式对影视剧进行宣传推广。我们判断，“华腾”合作从资本层面的合作到业务层面的合作正式开启。

2、我们认为，公司未来有望借助腾讯平台优势拓展影视内容价值空间。1)借助腾讯多元化的开放平台(如即时通信QQ、腾讯网、腾讯游戏、无线门户、腾讯微博等)进行影视产品营销，宣传路径从线下延伸到线上，公司影视作品的传播力度有望提升。2)基于腾讯的海量用户群进行宣传，公司的观影用户有望扩展。以QQ和微博为例，目前腾讯QQ即时通信活跃帐户数达到7.12亿，腾讯微博平台上的注册用户数超过3.1亿，用户基数庞大。3)目前，国外电影产业非票房收入贡献占整体收入50%以上，国内占比不到10%，公司的非票房渠道收入(包括网络视频)存在较大提升空间。值得一提的是，电视剧网络版权售价近五年来呈现迅猛上涨，部分剧目单集售价已超过百万，未来网络版权价格有望大幅攀升，内容价值提升空间巨大。

► 公司共获1.22亿授权使用费，可增厚2012~2013年业绩

1、公司同意将800集电视剧和新出品的《连环套》、《花木兰》(暂定剧目)的独占信息网络传播权授予腾讯，并将《逆战》、《LOVE》(暂定剧目)等电影的信息网络传播权非独占授予腾讯，授权使用费总额为1.22亿元。

2、考虑到钮承泽主导的《LOVE》电影将于2012年情人节上映，高群书导演的《花木兰》电视剧将在2013年正式与观众见面，我们判断，公司或将在2012~2013年确认收入，具体业绩增厚情况需视合作进展情况。

► 开启与新媒体企业联合投拍新模式，合作伙伴趋向多元化

1、双方同意在2012年度共同投资拍摄一至两部电视剧，由腾讯负责该等电视剧新媒体版权经营，公司负责该等电视剧的电视播映权以及其他相关版权经营。

2、我们认为，此次合作投拍计划标志着公司与新媒体企业联合投拍新模式的开启。公司合作伙伴将从传统制片商、发行公司、电视台等扩大到新媒体企业，合作伙伴更加多元化。

三、盈利预测与投资建议

我们看好“华腾”合作给公司带来的内容价值提升效应。近期，我们调整了公司的盈利预测。预计2011~2013年EPS分别为0.29元、0.55元与0.67元，对应当前股价PE分别为57倍、30倍与24倍。我们给予公司2012年22元第一目标价，维持“强烈推荐”评级。

强烈推荐

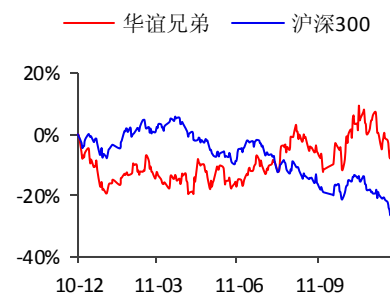
维持评级

合理估值： 22 元

交易数据(2011-12-23)

收盘价(元)	16.34
近12个月最高/最低	18.78/13.62
总股本(百万股)	604.80
流通股本(百万股)	348.37
流通股比例%	57.60
总市值(亿元)	98.82
流通市值(亿元)	56.92

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：李锋

执业证书编号：S0100511010001

联系人：郑平

电话：(8610)85127645

Email: zhengping@mszq.com

联系人：胡琛

电话：(8610)85127645

Email: huchen_yjs@mszq.com

相关研究

1. 华谊兄弟(300027)调研简报《影视王者：挥斥八极，豪书“大娱乐”》2011.08.16
2. 华谊兄弟(300027)点评报告《电影、电视剧计划调整，期待电视剧“给力”》2011.08.11
3. 华谊兄弟(300027)点评报告《后续增长且看电视剧发力》2011.04.18

四、风险提示:

1、合作进行内容投拍存在不确定性；2、电影票房及电视剧版权销售未达预期；3、核心演艺人员流失。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,072	1,067	1,958	2,269
增长率(%)	77.40	-0.46	83.51	15.92
归属母公司股东净利润(百万元)	149	173	330	406
增长率(%)	76.46	16.15	90.49	23.05
每股收益(元)	0.25	0.29	0.55	0.67
PE	65.36	57.02	29.94	24.33
PB	6.29	4.91	4.21	3.59

资料来源: 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,072	1,067	1,958	2,269
减：营业成本	566	493	889	1,020
营业税金及附加	34	32	59	68
销售费用	232	235	421	477
管理费用	58	112	196	216
财务费用	(12)	(4)	(4)	(5)
资产减值损失	13	5	5	5
加：投资收益	1	10	10	10
二、营业利润	183	205	403	499
加：营业外收支净额	8	15	15	15
三、利润总额	190	220	418	514
减：所得税费用	40	45	86	105
四、净利润	150	174	332	409
归属于母公司的利润	149	173	330	406
五、基本每股收益 (元)	0.25	0.29	0.55	0.67
主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	-	46.98	24.33	19.21
成长能力:				
营业收入同比	77.4%	-0.5%	83.5%	15.9%
营业利润同比	79.7%	12.1%	96.9%	23.9%
净利润同比	78.6%	16.2%	90.5%	23.1%
营运能力:				
应收账款周转率	3.28	2.33	3.01	2.50
存货周转率	4.22	5.04	7.09	5.95
总资产周转率	0.57	0.53	0.86	0.81
盈利能力与收益质量:				
毛利率	47.2%	53.8%	54.6%	55.1%
净利率	13.9%	16.2%	16.9%	17.9%
总资产净利率 ROA	8.0%	8.7%	14.6%	14.5%
净资产收益率 ROE	9.8%	9.7%	15.2%	16.0%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	3.68	4.70	3.79	4.10
资产负债率	22.3%	17.4%	22.7%	21.7%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.25	0.29	0.55	0.67
每股经营现金流量	0.15	0.17	(0.13)	0.44
每股净资产	2.60	3.33	3.88	4.55

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	847	842	779	1,057
应收票据	0	0	0	0
应收账款	458	459	842	976
预付账款	106	107	196	227
其他应收款	20	20	37	43
存货	226	197	355	408
其他流动资产	4	1	1	1
流动资产合计	1,662	1,626	2,210	2,712
长期股权投资	184	184	184	184
固定资产	69	179	170	160
在建工程	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	360	363	353	344
资产总计	2,022	1,989	2,564	3,056
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	254	222	400	459
预收账款	82	74	133	153
其他应付款	72	10	10	10
应交税费	41	40	40	40
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	452	346	583	662
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	452	346	583	662
股本	336	605	605	605
资本公积	979	979	979	979
留存收益	237	410	740	1,147
少数股东权益	18	19	21	24
所有者权益合计	1,570	2,013	2,346	2,754
负债和股东权益合计	2,022	2,359	2,929	3,416
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	91	101	(77)	264
投资活动现金流量	(233)	(110)	10	10
筹资活动现金流量	(83)	4	4	5
现金及等价物净增加	(224)	(4)	(63)	278

分析师与行业专家简介

李锋，研究所所长。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	18616023421	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,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。本公司版权所有并保留一切权利。

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,均为本公司的商标、服务标识及标记。