

谨慎推荐（维持）

华谊兄弟（300027）动态点评

风险评级：一般风险

牵手阿里、腾讯共建互联网娱乐运营平台

2014 年 11 月 19 日

杨鑫林（SAC 执业证书编号：S0340513100001）

研究助理：曾彤浩 电话：0769-22110619

事件：

华谊兄弟发布公告，拟非公开发行约 1.45 亿股，发行价格为 24.83 元/股，募集资金不超过 36 亿元；其中，阿里创投认购约 0.62 亿股、平安资管约 0.27 亿股、腾讯约 0.52 亿股、中信建投约 0.04 亿股；认购的股票自发行结束之日起三十六个月内不得上市交易。募集资金投向为 31 亿元投入影视剧项目（电影 31 部，电视剧 400 集），5 亿元用于偿还银行贷款。

点评：

- 1、公司拟27.83元底价定增不超过7270.08万股，募集约36亿元，扣除发行费用后用于补充影视剧项目及偿还银行贷款；
- 牵手阿里、腾讯共建互联网娱乐运营平台。公司本次非公开发行对象为阿里创投、平安资管、腾讯计算机和中信建投，认购金额分别为15.33亿元、6.8亿元、12.8亿元和1.06亿元。上述发行完成后，马云及其控股的阿里创投合计持有公司股份将从4%上升为8.08%，腾讯计算机持有公司股份将从4.9%提升至8.08%，阿里巴巴以及腾讯成为公司的第二大股东。

我们看好华谊兄弟引入巨额资金和确立与互联网巨头战略合作后专注于打造泛娱乐内容制作与运营平台的发展思路。首先，对于阿里巴巴及腾讯而言，后续将参与公司电影项目合作，具体包括：“阿里、腾讯参投影片”（将“华谊电影作品”总投资额的5%至10%释放给阿里参与投资）、“制作发行合作影片”（华谊与阿里及腾讯利用各自的优质资源相互合作共同制作、发行5部电影作品）、“新媒体方面的合作”（公司影视作品在移动互联网、IP电视、互联网电视及OTT机顶盒等渠道下的传播权优先与腾讯及阿里合作）等。其次，对于公司而言，一方面可借助阿里巴巴的互联网平台，在互联网环境中筹拍（“娱乐宝”）、宣传以及发行（线上票务）电影并开发衍生市场（如剧本在线阅读、音乐、动漫等）。另一方面，腾讯同意将其享有相关权利的网络游戏或文学作品改编成影视剧作品之业务在同等条件下优先与华谊进行合作。腾讯近年来大举抢占IP资源，从动漫、游戏到文学均呈现出豪取的态度，公司通过与腾讯文学、游戏IP的合作，将实现双方IP内容的共通。大规模的IP内容资源储备加上多渠道的变现方式，将对公司后续的发展形成巨大的利好。

表 1：参与公司增发认购人情况

认购人	认购数量（百万股）	认购金额（百万元）
杭州阿里创业投资有限公司	61,755,799	1,533,396,480
平安资产管理有限公司	27,386,226	680,000,000
深圳市腾讯计算机系统有限公司	51,550,544	1,280,000,000
中信建投证券股份有限公司	4,293,335	106,603,520
合计	144,985,904	3,600,000,000

资料来源：公司公告，东莞证券证券研究所

表 2：参与公司增发认购人情况

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	股份（股）	持股比例（%）	股份（股）	持股比例（%）
王忠军、王忠磊	373,137,600	30.15%	373,137,600	26.99%
腾讯计算机	60,117,455	4.86%	111,667,999	8.08%
马云及阿里创投	49,912,200	4.03%	111,667,999	8.08%
平安资管	—	—	27,386,226	1.98%
中信建投	—	—	4,293,335	0.31%
其他	754,475,949	60.96%	754,475,949	54.57%
合计	1,237,643,204	100%	1,382,629,108	100%

资料来源：公司公告，东莞证券证券研究所

- 2、公司募集资金投向为31 亿元投入影视剧项目（电影31部，电视剧400 集），5 亿元用于偿还银行贷款；

影视业务是公司的核心业务，而影视剧制作要求较大的前期投资，资金一直以来是制约公司进一步发展的主要因素。此次，从募集资金的投放来看，公司拟投资合计31亿元，将从制作质量、合作对象等方面入手实现电影、电视剧内容制作业务全面升级。具体包括，投资18.1亿打造12部超大型影片；投资6.08亿打造12部大制作电影；投资2亿元推出7部中小制作影片；投资4.8亿元打造10部电视剧合计400集。其中，超大型影片和大制作影片占比达到8成，充分体现了公司以雄厚的实力提高行业竞争门槛的决心，而充沛的资金补充将为公司的持续增长带来基础。

表 3：募集资金的使用计划

项目		投资额（百万）	公司投资预算（百万）
电影（31 部）	超大型影片（12 部）	3351	1810.5
	大制作电影（12 部）	940	608
	中小制作影片（7 部）	250	200
电视剧（10 部 400 集）		648	481.5
合计		5189	3100

资料来源:公司公告，东莞证券研究所

另外，公司拟使用本次募集资金50,000 万元用于偿还银行贷款，资金实力的增强将有助于提高公司持续发展及抗风险能力。公司2014年前三季度，资产负债率达到39.79%，银行借款累计为14.45亿元，利息支出超过7000万元，在行业内处于较高水平。本次增发虽然将摊薄公司股本超过10%，但另一方面也为公司节约一定的财务费用，对降低公司利息支出，提高公司利润有积极作用。长期来看有助于降低公司财务风险，增强公司持续经营能力。

- **投资建议：维持“谨慎推荐”评级。**公司是中国影视民营企业中积极推进电影国际化的领航者，此次更是籍增发股份之机与腾讯、阿里形成深度的战略合作关系。后续公司将凭借较强的资金实力介入超大型影片的运营及发行，进一步提升竞争壁垒，扩大国内外影响力。公司此前已将九个子业务划分成影视娱乐、实景娱乐和互联网娱乐板块，未来将成为驱动成长的新“三驾马车”。我们预计公司14/15/16年EPS为0.63/0.73/0.84元，暂维持“谨慎推荐”的投资评级。后续公司关注重点包括：（1）电影票房

超预期；（2）游戏流水表现超预期；（3）影视衍生品等领域拓展。

- **风险提示。**影视投资不确定性风险；新业务布局短期内无法产生利润的风险。

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 $\pm 5\%$ 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 $\pm 5\%$ 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。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn