



延揽强势股东，期待护航远行

中信证券研究部

2014年11月19日

皮舜

电话：010-60838017

邮件：ps@citics.com

执业证书编号：S1010510120022

郭毅

电话：010-60836739

邮件：guoyi@citics.com

执业证书编号：S1010514070005

投资评级

买入（维持）

当前价：23.5元

事项：

11月18日，公司公布董事会决议，审议通过《关于公司本次非公开发行股票方案的议案》，并公布与阿里巴巴、腾讯的战略合作事宜。对此，我们点评如下：

评论：

引入战略投资者，扩大影视剧项目规模

公司公告称，公司将向包括阿里创投、平安资管、腾讯计算机、中信建投在内的4名投资者非公开发行A股股票1.45亿股，发行价格为董事会作出本次非公开发行股票决议公告日前二十个交易日均价的105%，即24.83元/股，累计募集资金不超过360,000万元。

由于马云及阿里创投、腾讯计算机与公司构成关联关系，本次非公开发行构成关联交易。交易完成后，公司控股股东仍为王忠军、王忠磊（合计持股占比为26.99%），不会导致公司控制权发生变化。

表1：本次非公开发行股份数量及认购情况

对象	认购现金（亿元）	认购股份（万股）	认购占比	交易后持股占比
马云及阿里创投	15.33	6175.58	42.59%	8.08%
腾讯计算机	12.80	5155.05	35.56%	8.08%
平安资管	6.80	2738.62	18.89%	1.98%
中信建投	1.07	429.33	2.96%	0.31%
合计	36.00	14498.59	100.00%	

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

根据公告，募集的资金在扣除发行费用后将全部用于影视剧项目及偿还银行贷款。其中，公司计划投入31亿元推进影视剧项目，具体包含31部电影及400集电视剧，项目持续期为2015年1月至2017年12月。

表2：投资计划及资金需求情况（单位：亿元）

影片类型	预计部数/集数	预计总投资额	公司投资预算	投资比例
电影	31	45.41	26.19	57.66%
超大型影片	12	33.51	18.11	54.03%
大制作影片	12	9.40	6.08	64.68%
中小制作影片	7	2.50	2.00	80.00%
电视剧	10/400	6.48	4.82	74.31%
合计	41/400	51.89	31.00	59.74%

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

我们认为，本次非公开发行融资议案的确立是公司在业务布局与战略推进中的重要进展，将有助于公司扩大品牌影响力，拓展和夯实影视内容业务。同时，通过巩固与阿里、腾讯等互联网巨头的合作，加快新媒体转型的步伐。随着公司各项业务之间协同效应的逐步显现，公司的价值成长空间也将持续扩张。

深度合作阿里腾讯，新媒体布局有望提速

结合本次非公开发行，公司还拟与阿里、腾讯展开深层次、多方位的战略合作，合作领域涵盖电影及其衍生业务、电商、游戏、IP 改编、新媒体等多个方面。

在电影及其衍生业务方面，公司同意将“华谊电影作品”项下总投资额的 5-10% 分别释放给阿里巴巴与腾讯。同时，将分别与两者利用各自优质资源共同制作、发行电影作品，并就内容 IP 传播的新媒体渠道展开合作，在同等条件下优先提供相关电影作品的衍生品开发授权。

电商平台方面，公司将与阿里积极拓展全新电商产业模式，打造以传统媒体、互联网、金融等方式相结合的全新互动体系。一方面，将公司制作的电影作品打造娱乐宝产品，并就相关影片的线上票务优先在淘宝网上进行销售；同时，还将优先与阿里巴巴在电商平台上就公司享有相关权利的衍生品展开合作。

IP 改编方面，腾讯将享有相关权利的网络游戏或文学作品在同等条件下优先与公司合作改编成影视剧作品；公司享有相关权利的影视作品在同等条件下优先与腾讯合作改编成互联网游戏、网络文学作品（剧本除外）、动漫作品（电影作品除外）。

游戏业务方面，公司将与腾讯进行多种模式合作，建立双方高层定期沟通机制，积极探索腾讯游戏平台和公司游戏业务的多种合作模式，并通过合作促进公司游戏业务的发展。

新媒体方面，公司同意就其享有相关权利（即信息网络传播权）的“华谊电影作品”之信息网络传播权的许可事宜在同等条件下优先与阿里及腾讯（包括其关联公司）进行合作。合作双方将就“华谊电影作品”之宣传发行事宜优先开展多种模式的互联网发行、宣传及收费合作。

我们认为，通过加深与阿里、腾讯这两家互联网巨头的战略合作，公司的新媒体转型步伐将进一步提速，产业链布局也将得到持续完善与加强。内容与渠道之间的强强联合将有助于公司盘活现存的作品 IP，提升未来的盈利能力，打造以传统媒体、互联网、金融等方式相结合的全新互动体系，建立综合性娱乐运营平台。

依托品牌资源优势，构建综合性娱乐媒体集团

公司以影视内容、互联网和实景娱乐为依托，积极延伸产业链和价值链，基于影视内容等核心优势逐步延伸布局，持续加大投资业务资本开支，积极构建影视生态圈。另一方面，公司还有望开展外延式的收购拓展，强势涉足移动游戏等新兴领域，力图打造综合性娱乐媒体集团。我们预计，下一阶段，公司将会在外延收购上持续加码，业务将继续向着多元化发展，营收结构也将得到进一步优化。

风险因素：

票房不达预期；电视剧发行低于预期；投资并购风险。

投资建议：

公司利用资本平台优势，在传媒业并购潮起阶段，拓展包括品牌授权、互联网及移动互联网等内容与渠道业态，进入新的成长性行业，但电影业务作为其竞争力源泉，还需要着力。考虑公司非经常性收益对 2014 年业绩贡献和各项业务稳健发展以及收购并表预期对业绩的增厚影响，我们维持其 2014-2016 年 EPS 为 0.70/0.80/1.00 元的业绩预测，当前价 23.50 元，对应 2014-2016 年 PE 分别为 34/30/24 倍，维持“买入”评级。

表 1：公司盈利预测与估值表

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	1,386.40	2,013.96	2,829.51	3,678.37	4,781.88
增长率 YoY%	55.36	45.27	40.49	30.00	30.00
净利润（百万元）	244.43	665.40	848.32	961.85	1,208.68
增长率 YoY%	20.47	172.23	27.49	13.38	25.66
每股收益 EPS（基本）（元）	0.20	0.55	0.70	0.80	1.00
净资产收益率 ROE%	11.33	16.81	20.09	19.24	20.23
PE	118	43	34	30	24
PB	7.07	3.80	3.56	3.01	2.51
EV/EBITDA	53.42	27.06	21.92	13.71	10.78

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 11 月 18 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。