

华谊兄弟（300027）：中国影视产业的领军者

传媒/影视

报告日期：2009年10月9日

主要财务指标（单位：万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	409	601	830	1,009
(+/-)	74.4%	46.9%	38.1%	21.5%
营业利润	86	104	150	187
(+/-)	60.7%	21.3%	43.6%	25.1%
归属于母公司的净利润	68	79	114	142
(+/-)	16.9%	16.7%	43.1%	24.9%
每股收益（元）	0.41	0.47	0.68	0.84
净资产收益率	20.58	5.21	6.94	7.98

公司发行新股基本情况

发行日期	-
发行后总股本（万股）	16,800
发行股数（万股）	4,200
发行价格（元）	-
发行市盈率（倍）	-
发行动态市盈率（倍）	-
第一大股东	王忠军
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	45.87%/35.68%
发行前每股净资产（元）	2.22
发行前资产负债率	44.31%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后EPS；

天相资讯科技组

联系人：姚伦 邹高

010-66045448 yaol@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

合理价：23.7~27.1元

- 公司是国内领先的影视制作及衍生产品运营商，建立了集艺人经纪和影视制作发行为一体的影视产业链，竞争优势明显。公司拟发行4200万股，发行后总股本1.68亿股，控股股东王忠军和王忠磊兄弟合计持有5780万股，占发行后总股本的35.68%。2008年公司营业收入4.09亿元，净利润6,806万元，2009年上半年收入2.61亿元，净利润3,203万元。2006-2008年收入及净利润年均复合增长率达81.44%、37.42%，保持了较快增长。
- 影视行业前景广阔。影视作品是典型的文化消费品，行业受益于我国经济增长及消费升级，发展迅速；1）国产电影整体制作水平不断提高、优秀电影不断增加激发了消费者的消费欲望，推动了我国电影票房快速增长，年均复合增长率达40%；2）为提升收视率，国内众多电视台对优质的电视剧有着旺盛的需求，而优质电视剧稀缺的格局短期难以改观，行业领先者将从中受益不断发展壮大；3）艺人经纪业属于新兴服务行业，主要为各类文化活动提供经纪服务，受益于整个文化产业的快速发展。
- 竞争优势：1）华谊兄弟等少数电影企业在高端国产大片市场形成了较高的市场壁垒，并凭借资金、渠道及品牌资源等优势不断巩固和强化领先地位；2）公司经营实力和市场影响力处于电视剧行业前列，通过不断推出广受欢迎、高质量的电视剧作品推动收入快速增长，并以创新销售模式不断提高电视剧销售价格以保证利润率水平；3）公司凭借丰富的影视制作资源和行业经验，实现了艺人经纪与影视制作业务的协同发展，艺人经纪业务处于市场领先地位且市场份额逐步提高。
- 募股资金投向：公司拟发行4,200万股，拟募集资金62,000万元，用于补充6部电影及600集电视剧等影视业务营运资金，有助于改善制约公司发展的资金瓶颈。如实际募集资金超出预计募集资金数额，公司将把超额部分资金用于影院投资项目，总投资额为12,966万元，有助于完善公司产业链，提升盈利能力。
- 盈利预测及估值：按照IPO后1.68亿股总股本计算，预计公司2009-2011年每股收益分别为0.47元、0.68元、0.84元。公司作为国内领先的影视制作企业，将受益于影视行业的快速增长。我们认为公司合理的估值区间应为2010年35~40倍市盈率水平，合理价格区间是23.7~27.1元。

正文目录

1. 公司概况	4
1.1 公司基本情况	4
1.2 公司股本结构	4
1.3 公司主营业务构成状况及行业地位	5
2. 影视制作行业前景广阔	5
2.1 电影行业发展空间广阔 步入良性发展轨道	5
2.2 电视剧行业保持了快速发展	8
2.3 艺人经纪及相关服务业	10
3. 公司主营业务及竞争优势	10
3.1 竞争优势明显	10
3.2 商业大片市场份额不断提高	11
3.3 积极打造高品质电视剧	12
3.4 艺人经纪业务处于行业领先地位	12
4. 募集资金项目分析	13
5. 盈利预测与估值分析	15
5.1 盈利预测	15
5.2 估值分析	16
6. 风险揭示	17

图表目录

图表 1: 本次发行后股权结构及控制关系图表.....	4
图表 2: 公司各项业务收入增长情况.....	5
图表 3: 公司各项主营业务毛利占比变化趋势.....	5
图表 4: 国产电影步入良性发展轨道.....	5
图表 5: 全国电影票房保持快速增长.....	6
图表 6: 国产电影产量稳步增长.....	6
图表 7: 商业大片推动票房快速增长.....	6
图表 8: 06-08 年国内影视企业市场份额.....	6
图表 9: 国内主要院线情况.....	7
图表 10: 档期导致票房收入出现明显波动.....	8
图表 11: 2008 年大片在五大档期收入情况.....	8
图表 12: 中国电影票房收入仍较低.....	8
图表 13: 我国银幕覆盖率远低于发达国家.....	8
图表 14: 2007 年热播剧电视剧情况.....	9
图表 15: 2008 年主要电视剧制作机构电视剧作品的数量.....	9
图表 16: 国内电视剧制作机构分类情况.....	9
图表 17: 国产电视剧交易总额.....	9
图表 18: 公司竞争优势明显.....	11
图表 19: 公司拍摄电影数量稳步增加, 大片份额稳步提高.....	12
图表 20: 电影业务收入保持快速增长.....	12
图表 21: 公司电视剧市场份额稳步提高.....	12
图表 22: 电视剧业务收入保持快速增长.....	12
图表 23: 公司艺人经纪业务行业领先.....	13
图表 24: 艺人经纪业务收入发展情况.....	13
图表 25: 影视剧制作业务各主要环节的资金需求情况.....	13
图表 26: 影视剧制作业务募集资金投向.....	13
图表 27: 影院数量稳步增长.....	14
图表 28: 影院票房收入稳步提高.....	14
图表 29: 2007 年票房收入排名前十位的影院.....	15
图表 30: 公司分业务销售收入预测(单位: 万元).....	15
图表 31: 公司盈利预测表(单位: 万元).....	15
图表 32: 传媒行业估值情况.....	16

1. 公司概况

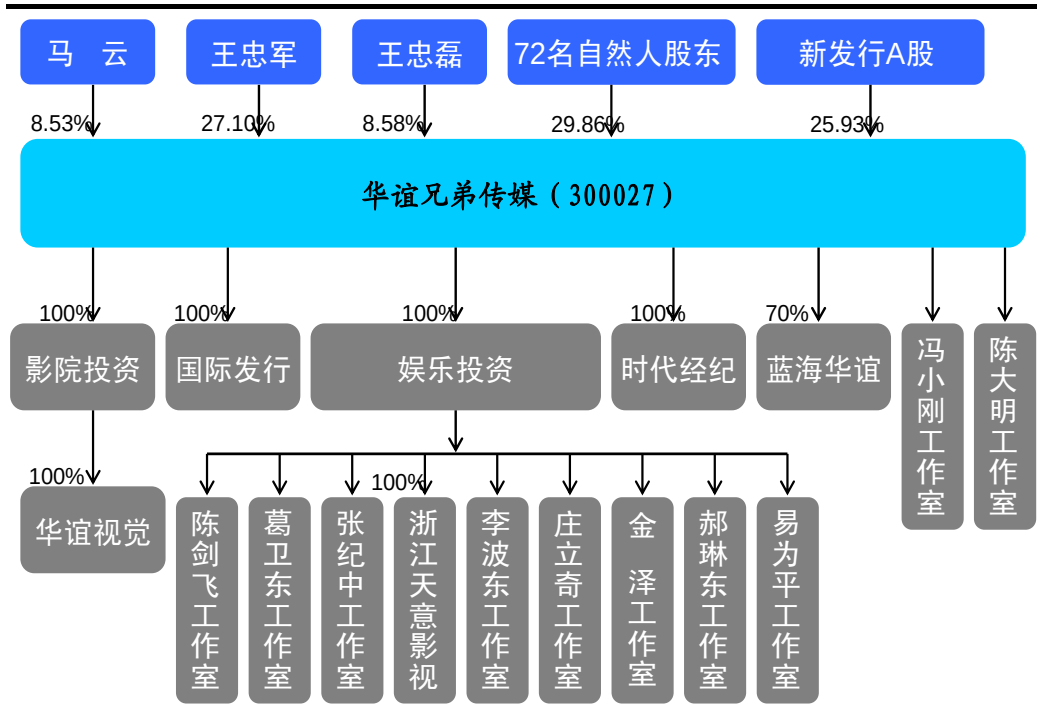
1.1 公司基本情况

公司是国内领先的影视制作及衍生产品运营商，建立了集艺人经纪和影视制作发行为一体的影视产业链，竞争优势明显。2004 年以来公司投资的《天下无贼》、《集结号》和《非诚勿扰》等商业大片分别实现票房收入 1.2 亿元、2.5 亿元和 3 亿元，取得了较好的票房收入。2005 年以来公司先后摄制了《少年杨家将》、《恋爱兵法》、《末路天堂》、《士兵突击》、《鹿鼎记》、《我的团长我的团》等多部电视剧，其中《士兵突击》卫星频道累计播出 21 次，位居年度行业第一。艺人经纪服务方面，公司旗下签约艺人 76 人，其中李冰冰、周迅、黄晓明、张涵予、陆毅、邓超、任泉、王宝强等国内市场当红的艺人均与公司签订了独家演艺经纪合约。公司有机结合了影视文化资源，构筑了三大主营业务板块联动发展格局，通过采取工业化运营管理模式构筑了公司核心竞争优势。

1.2 公司股本结构

公司于2008年1月由华谊兄弟传媒有限公司整体变更设立，注册资本12,600万元。王忠军和王忠磊兄弟两人为一致行动人，是公司的控股股东和实际控制人，分别持有公司股份4,390.8万股和1,389.6万股，合计占发行后总股本的35.68%，同时公司高管及重要演艺人员均持有公司股份。公司本次拟发行4,200万股，拟募集金额6.2亿元。

图表 1：本次发行后股权结构及控制关系图表

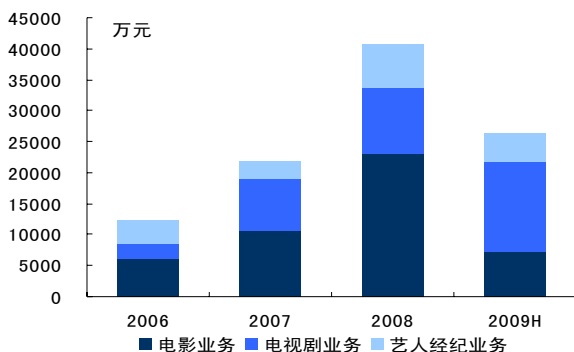


资料来源：招股说明书、天相投资顾问有限公司

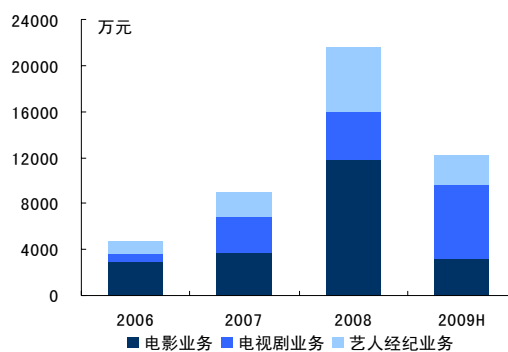
1.3 公司主营业务保持了快速增长

2008年公司营业收入4.09亿元，净利润6,806万，2006-2008年收入及净利润年均复合增长率分别达81.44%、37.42%，2009年上半年营业收入2.61亿元，净利润3,203万，保持了较快增长。2009年上半年，电影、电视及经纪服务业务分别实现收入7,289万、14,492万和4,460万，营业收入占比分别为28%、55%和17%，毛利占比为27%、52%和21%。

图表 2：公司各项业务收入增长情况



图表 3：公司各项主营业务毛利占比变化趋势



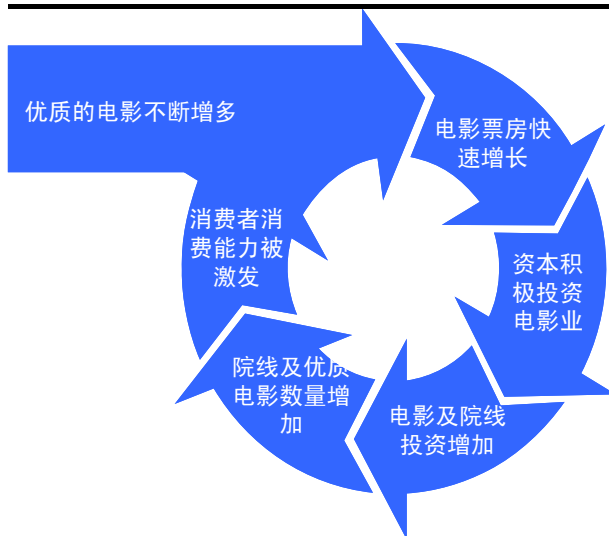
资料来源：招股说明书、天相投资顾问有限公司

2. 影视制作行业前景广阔

2.1 电影行业发展空间广阔 步入良性发展轨道

随着我国经济的快速增长，居民对文化娱乐产品的消费欲望和消费能力得到了快速提升。优质的电影不断增多，推动电影票房的快速增长，电影市场的繁荣吸引了各类社会资本积极进军电影业，通过投资拍摄电影及建设院线等方式分享行业的发展，进一步促进了优质电影的涌现、院线的发展，满足了人们的精神文化需求，推动票房的快速增长，电影业步入了良性发展轨道。

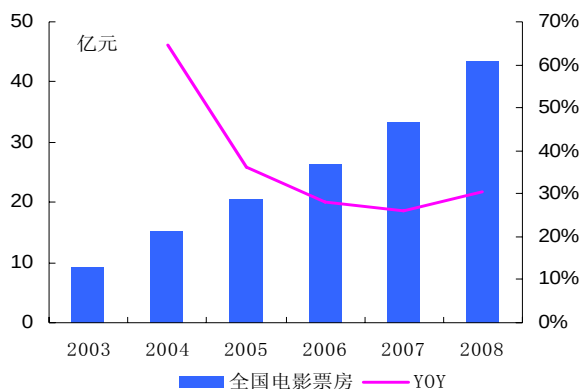
图表 4：国产电影步入良性发展轨道



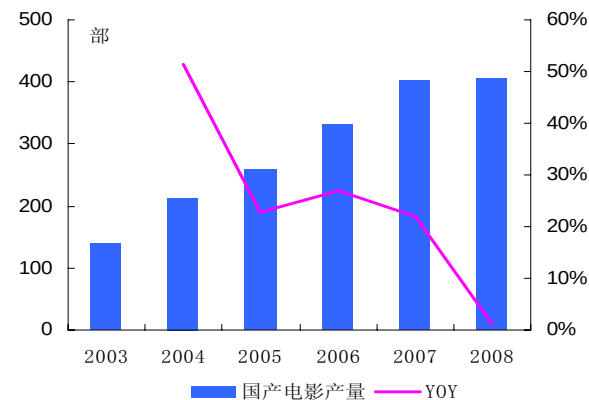
资料来源：天相投资顾问有限公司

2008 年我国共生产了 406 部故事影片，仅次于印度和美国位列全球第三位，电影票房收入 43 亿元。2003-2008 年国产影片（含中外合拍影片）产量年复合增长率约为 20%，电影票房年均复合增长率 40%。国产电影票房收入增幅两倍于产量的增幅根本原因在于大投入、大制作，兼具思想性和艺术性、商业化运作水平较高的国产商业大片数量的不断增多。

图表 5：全国电影票房保持快速增长



图表 6：国产电影产量稳步增长



资料来源：广电总局、招股说明书、天相投资顾问有限公司

电影行业仍处于发展初期

我国电影产量已初具规模，但具备较高商业价值的大制作影片数量仍然较少，2007 年 402 部国产故事片中仅有 60 部实现了 200 万以上票房收入。2008 年 8 部国产电影实现了过亿元的票房收入，国产电影占据国内电影票房排名前十位中 8 席，包揽了票房收入的前五位。目前我国电影行业仍处于供应创造需求的发展阶段，高质量优秀影片供应量的增加直接推动电影票房收入的增长。

图表 7：商业大片推动票房快速增长

排名	2007			2008		
	影片名称	票房收入	产地	影片名称	票房收入	产地
1	变形金刚	27,000	进口	赤壁(上)	32,000	国产
2	投名状	19,000	国产	画皮	23,000	国产
3	集结号	18,000	国产	长江7号	20,200	国产
4	蜘蛛侠3	14,500	进口	功夫之王	18,650	国产
5	哈利·波特5	13,700	进口	非诚勿扰	18,000	国产
6	加勒比海盗3	13,500	进口	功夫熊猫	18,000	进口
7	色·戒	12,000	国产	007大破量子危机	14,200	进口
8	007之皇家赌场	9,200	进口	梅兰芳	11,300	国产
9	门徒	6,300	国产	大灌篮	11,300	国产
10	博物馆奇妙夜	6,000	进口	集结号	11,000	国产

图表 8：2006-2008 年国内影视企业市场份额

票房排名	公司名称	入围年度票房前十名的影片数量(部)	票房收入合计(万元)	占同期国产电影票房总收入比重
1	中影集团	7.5	100,920	16.97%
2	华谊传媒	5	72,870	12.26%
	原关联方影业投资	2	19,700	3.31%
	合计	7	92,570	15.57%
3	上影集团	5	56,200	9.45%
4	保利博纳	7.5	32,540	5.47%
5	新画面	1	23,000	3.87%
6	安乐影业	1	13,760	2.31%
7	中影华纳横店	1	2,300	0.39%

资料来源：广电总局、招股说明书、天相投资顾问有限公司

国产电影整体制作水平不断提高、优秀国产电影不断增加大激发了消费者的消费欲望，推动我国电影市场快速发展。目前，少数大型电影企业凭借先发优势掌控了大部分的电影制作、发行资源，具备出品具有较高市场价值的高质量大制作影片，在高端国产大片市场形成了较高的市场进入壁垒，并凭借资金、渠道及品牌资源等优势不断巩固和强化领先地位。2006 年-2008 年间，国产电影票房收入前十名中的 80%共计 24 部电影被包括华谊兄弟传媒在内的少数几家电影公司所包揽，行业市场份额的 CR5（市场集中度）达 51.33%，电影业已经形成了较高的市场集中度，寡头垄断竞争格局开始逐步显现。

华谊兄弟等具备制作发行商业大片能力的电影企业已经成为我国电影产业商业

化运作的主导力量。而众多中小型民营电影公司缺乏资金、技术、人才资源等，主要凭借灵活运作机制通过追逐市场热点来投资拍摄影片，年产 1-2 部小制作影片，单部影片的投资额及票房收入大多维持在几百万元的规模，不具备持续出品高票房收入影片的能力，面临着被市场淘汰的压力。

电影业具有联合拍摄 依托院线销售的特有经营模式

由于电影单笔投资规模较大，特别是商业大片投资额通常上亿元，为减少资金压力，规避投资风险，常由多个投资者联合投资一部影片，进行联合摄制，并根据投资协议确定各方对影片版权收益的分配。目前国内电影销售需通过电影发行公司委托院线公司负责影片的放映，院线公司根据旗下影院的情况对影片放映进行统一的安排及管理。电影发行公司、院线公司和影院通常按照 40:10:50 的比例对影片票房收入进行分配。目前，全国 34 条院线、1545 家影院、4097 块银幕是我国电影的主要发行放映和电影作品主要的销售渠道，电影院线创造了 80% 的票房收入，而行业前八的院线市场份额达 80% 左右，集中度较高。由于我国盗版问题较为严重，影片放映后音像版权等其他后续销售收入较少，票房收入是电影的主要收入来源。

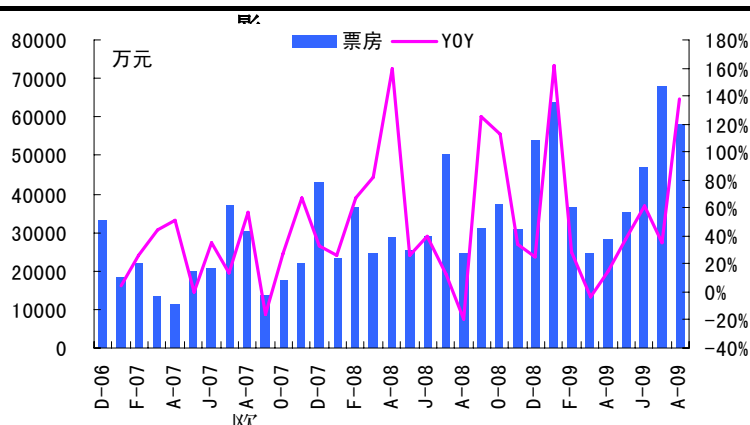
图表 9：2008 年国内主要院线收入情况

排序	影院	影院数 (家)	银幕数 (块)	观众(万 人次)	票房合计 (万元)	主要投资方
1	中影星美	117	448	1,752	53,400	中影集团、星美传媒，中影控股
2	万达	41	318	1,768	51,000	万达地产
3	上海联和	114	367	4,215	49,500	上影集团
4	中影南方电影新干线	92	281	1,301	42,000	珠江电影集团
5	新影联	88		1,372	40,000	中影集团、北京市电影公司等
6	广州金逸珠江	36	173	887	28,000	广州金逸影视投资集团 广东珠江院线
7	辽宁北方	60	210	640	14,780	中影集团，辽宁省电影公司等
8	四川太平洋	37	156	515	13,000	四川省电影公司、中国电影集团等
全国院线		1545	4097	14,516	434,100	
前八院线占比		37.86%	47.67%	85.77%	67.19%	

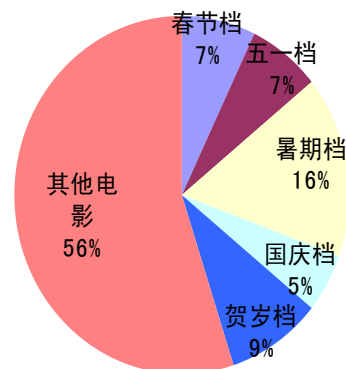
资料来源：广电总局、招股说明书、天相投资顾问有限公司

目前我国电影档期初步形成春节、五一、暑期、国庆和贺岁等五大档期及情人节、清明节和端午节等几个小档期，票房收入具有明显的季节性，存在夏季（暑期档）和冬季（贺岁档及春季档）2 个票房收入高峰。2008 年 12 部票房过亿的电影中 11 部影片集中在五大档期上映，实现收入 19.3 亿元，占全年电影票房收入的 45%；其中 8 部国产电影实现票房收入 15.4 亿元，占国产电影票房收入的 57%。电影公映主要集中在数周内，国内发行放映为主的影片一般在公映后的 3-6 周内可实现大部分票房收入；少数国外发行收入占比较高的影片，由于海外市场发行放映周期较长的缘故，一般在 1-2 年内可实现全部海外票房收入。

图表 10: 档期导致票房收入出现明显波动



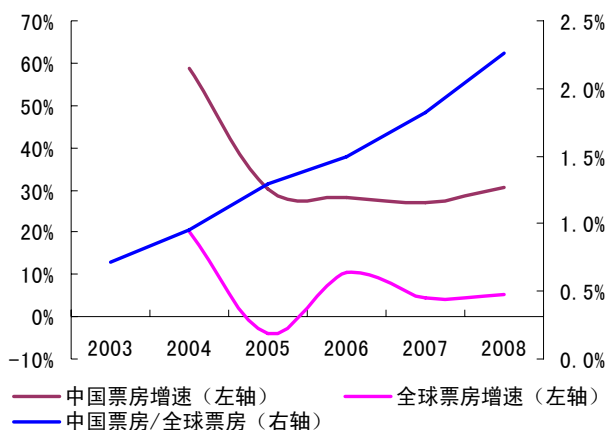
图表 11: 2008 年大片在五大档期收入情况



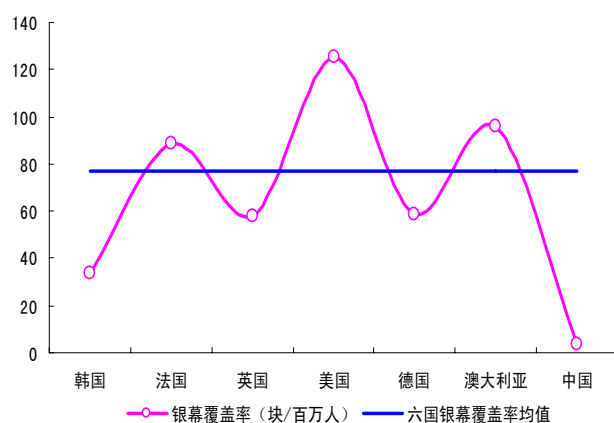
资料来源: 广电总局、招股说明书、天相投资顾问有限公司

等国比较,我国电影市场无论是制作水平、消费潜力及观影人数均有巨大的提升空间。2008 年底,我国影院电影银幕仅为美国的 10%,每百万人银幕覆盖数仅为 4 块,远低于发达国家 77 块的平均水平。2007 年我国人均电影消费仅为 3.2 元,而同期美国人均电影消费达 31.7 美元,作为典型的文化消费产品,电影行业将受益于我国经济增长及消费升级,行业发展前景广阔。国产大片往往能创造高票房,盈利能力强,已成为我国电影行业的中流砥柱和主导力量,代表着行业的发展趋势。当前我国国产商业大片已经初步具备了与国外进口大片同台竞争的實力。国内电影企业需要突破资金、人才等方面的发展瓶颈,提升商业大片数量及质量,在日益激烈的市场环境中实现发展壮大。

图表 12: 中国电影票房收入仍较低



图表 13: 我国银幕覆盖率远低于发达国家



资料来源: 广电总局、招股说明书、天相投资顾问有限公司

2.2 电视剧行业保持了快速发展

电视剧制作投资成本一般为 500-600 万元,资金要求、行业壁垒较低。我国已形成了拥有 3000 多家制作机构,年产 500 部 15,000 集电视剧的产业规模,但行业前十的公司制作规模仅为 10 部 300 集左右,行业集中度较低。其中广电系统电视剧制作机构是电视剧制作传统的力量,具有丰富的电视频道和影视制作资源优势。

图表 14：2007 年热播剧电视剧情况

排序	电视剧名称	累计播出卫星频道数	主要制作机构
1	士兵突击	21	华谊传媒
2	家有儿女	20	北京电视台
3	家有儿女2	19	北京电视台
4	西游记	17	中央电视台
5	狼毒花	16	北京海润影视集团有限公司
6	将门风云	14	北京电视艺术中心
7	铁道游击队	13	山东电影电视剧制作中心
8	玉卿嫂	13	上海文广新闻传媒集团
9	我叫金三顺	12	韩国进口
10	生死劫	12	西安光中影视有限公司

图表 15：2008 年主要电视剧制作机构电视剧作品的数量

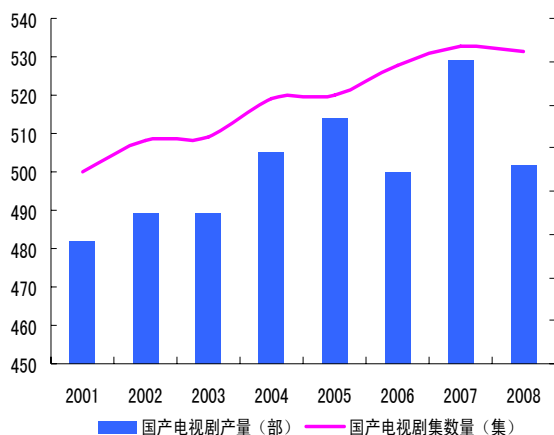
排名	制作机构	数量（部）	数量（集）
1	中央电视台	34	967
2	广东南方广播影视传媒集团	12	619
3	北京海润影视集团有限公司	11	353
4	湖南电视台	10	269
5	南方影视节目联合制作中心	9	450
6	华谊传媒	9	327
7	上海电影（集团）公司	9	250
8	广州电视台	8	533
9	江苏省广播电视总台	7	182
10	北京慈文影视制作有限公司	6	216
占全国总产量（部数、集数）比例		14%	16.41%

资料来源：广电总局、招股说明书、天相投资顾问有限公司

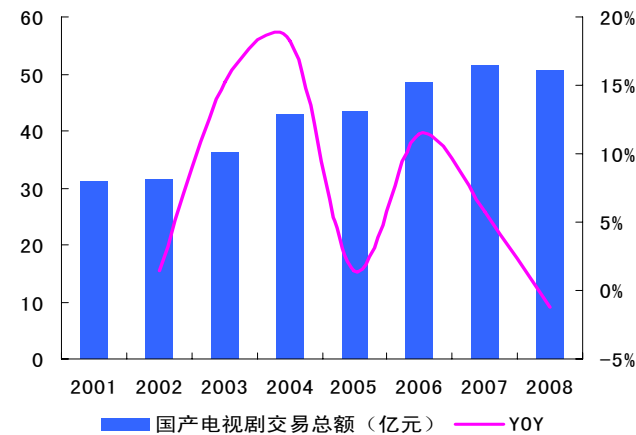
电视台是播放电视剧的主要渠道，电视剧制作机构取得电视剧发行许可证后即将电视剧的播放权出售给电视台，由电视台安排播放。电视剧的销售通常采用“先地面后卫星”的销售模式，一般先在地面电视频道进行首播，在地面电视频道播放至少 6 个月后再在首轮卫星电视频道播放，这种销售模式有助于实现电视剧销售收入的最大化。在为期约 24 个月的首轮播放结束后，电视剧作品 90%以上的销售收入已经实现，第二轮播放的销售价格通常仅为首轮播放的 10%左右。2008 年我国国产电视剧市场的交易总额达 50 亿元，其中 500 部电视剧中有约 20%的电视剧在完成后就因无人采购被淘汰；30%的电视剧只能以低价出售且在非黄金时段播出；50%的电视剧能够以较高的价格出售且在黄金时段播出，细分市场供求不均衡的特征明显。

目前国内电视用户一般能收看到 50 个电视频道，但用户经常收看的频道不足 10 个，各频道之间为提升收视率的竞争较为激烈。电视剧是电视台播出比重、收视比重最高的节目，优秀的电视剧作品能够提高收视率，增加广告收入；电视台收入的增加以及电视剧播出力度的加大会提高对优质电视剧作品的采购数量和采购金额，推动投资制作方加大电视剧投入，出品高质量的电视剧。电视台之间对优质电视剧资源的争夺日益激烈，电视台通过购买独播、首播和重播权的方式尽可能的掌握精品电视剧资源，推动了优质电视剧价格的提升，对行业整体水平的提高具有积极影响。目前电视台采购黄金时段播出的电视剧，主要按照成本加上行业毛利率的方式进行定价，采购价格在 70-80 万元/集左右，毛利率基本稳定在 30%左右，其中高质量精品剧的毛利率水平相对较高。

图表 16：国内电视剧制作机构分类情况



图表 17：国产电视剧交易总额



资料来源：广电总局、招股说明书、天相投资顾问有限公司

高质量的电视剧稀缺 领先企业发展空间巨大

目前小型影视制作公司制作电视剧数量少，且大多只能在非黄金时段播放，盈利能力欠佳；实力雄厚的公司如中央电视台和华谊兄弟等已经具备了年产数百集的电视剧制作规模，作品大多为可以在电视台黄金时段播出的高质量电视剧，具有较强盈利能力。作为一个充分竞争的市场，电视剧行业单个企业的市场占有率仍较低，行业龙头中央电视台市场份额不足5%。受物价水平提高及制作高质量的电视剧人工、制作及特技效果费用增加影响，电视剧的制作成本逐年增加。在制作成本不断提高的背景下，业内领先企业通过提高电视剧质量和创新销售模式来不断提高电视剧销售价格以保证利润率水平。由于精品电视剧市场供求的不平衡短期难以改善，电视剧制作质量的差异化导致不同档次的电视剧企业之间利润水平出现明显差异，企业之间的实力差距将进一步扩大，具有较大产能、较强盈利能力的大型电视剧制作机构将逐步成为制作市场的主导力量，市场集中度将逐步提高，行业发展空间巨大。

2.3 艺人经纪及相关服务业

艺人经纪及相关服务业属于新兴服务行业，主要为各类文化活动提供经纪服务，市场供求取决于整个文化产业的发展。随着经济的快速发展，广告业、影视业和演艺业等文化产业实现了快速增长，为艺人经纪服务创造了巨大市场需求。在旺盛的市场需求的推动下，大量艺人经纪公司和个体经纪人不断涌现。2006 年末，北京影视演艺经纪公司达 164 家，上海达 174 家。艺人经纪服务行业主要由国内经纪公司所主导，行业集中度较低，市场化程度高，只有少数艺人经纪公司拥有数量较多的知名签约艺人，具备一定的业务规模。

经纪公司主要通过为艺人提供专业化服务，从艺人的商业活动收入中分得佣金，因此与艺人建立及维系紧密且稳定的合作关系至关重要，个人的情感认同等感情色彩发挥着重要作用。同时影视艺人经纪业务与下游电影和电视剧制作业存在相互依赖促进的关系：知名演员可以提高影视剧作品的整体水平和市场号召力，提高影视作品销售收入和市场口碑，推动影视作品取得更好的投资回报，因此影视剧投资方往往也更愿意高价聘请知名导演和演员参演，在提高导演和演员收入的同时也增加了艺人经纪服务收入。影视资源特别是高投入高知名度影视剧的参演机会稀缺，参与商用大片等影视剧的摄制将有助于提高艺人知名度和商业价值；拥有影视制作资源的艺人经纪公司就能够为旗下签约艺人提供更多宝贵的演出机会，借助影视剧来快速提升签约艺人的知名度和商业价值，是吸引知名艺人加盟的决定性因素。结合了影视制作和艺人经纪业务的经营模式是未来行业的发展方向，以雄厚的影视制作和发行实力为依托的艺人经纪公司能够更容易培养和吸引一流的演艺人才，构筑公司的核心竞争力。在国民经济快速增长的背景下，企业的名人品牌代言意识不断提高，影视业和演艺界的商业活动大幅增长，这些都为艺人经纪服务创造了较大的市场需求，艺人经纪服务业在未来仍将保持快速增长，维持相对较高的利润水平。

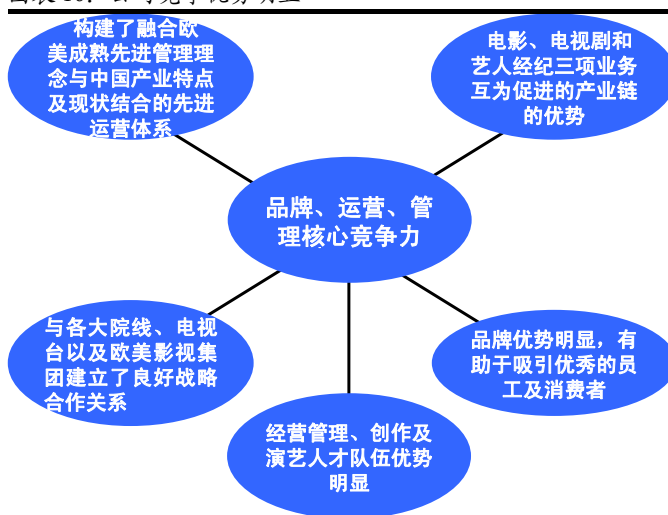
3. 公司主营业务及竞争优势

3.1 竞争优势明显

公司通过对影视、文化资源的有机整合，在三大业务板块联动发展和工业化运作并举的运营管理模式之上，构筑了自身核心竞争优势。1) 公司通过电影、电视剧和

艺人经纪三大业务有机结合,实现了制作、发行与经纪业务协同发展,构建了完整的产业链和丰富的影视资源等竞争优势。一方面影视业务能够为签约演艺人员提供宝贵的演艺机会,保证了人才培养机制的有效运作、艺人知名度的提升和商业价值的深度挖掘。另一方面丰富的演艺人才储备为影视业务提供丰富知名演职人员储备,公司及演艺人员的互利合作能够在保证影视剧质量和市场号召力,降低投资成本。2) 公司将国外传媒产业成熟先进的管理理念与中国传媒产业运作特点及产业现状相结合,建立了国内领先的“影视娱乐业工业化运作体系”,将各业务环节以模块化和标准化的方式进行再造,通过有效地财务管理、组织管理、创作管理、营销管理和人才管理等管理措施确保了各项业务在具有一定管理弹性的基础上得以标准化运作,实现业务的规范化和高效率运作。3) 公司已建立了包括王忠军、王忠磊、冯小刚、张纪中、吴毅、李波、杨敏、刘艳、陈磊等在内的一批优秀的影视娱乐业经营管理和创作人才队伍,拥有包括黄晓明、李冰冰、周迅、邓超等著名艺人在内的国内富有竞争优势的签约艺人队伍,构成了公司突出的人才储备优势。4) 公司在多年的业务发展中与各大电影院线、各大电视台以及国外各大电影公司,建立了战略合作伙伴关系,构成了公司影视作品的市场保证。

图表 18: 公司竞争优势明显

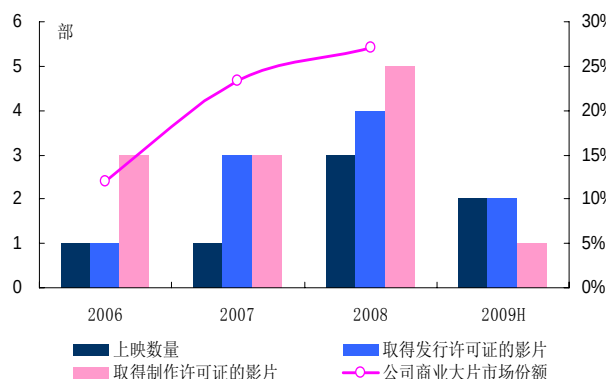


资料来源: 招股说明书、天相投资顾问有限公司

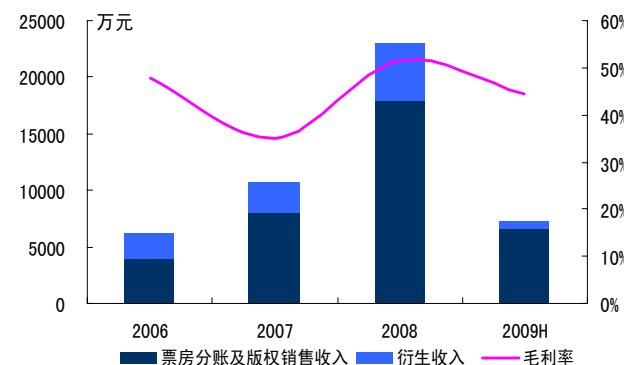
3.2 商业大片市场份额不断提高

公司确立了发展商业大片为主的电影业务的主要发展方向,目标市场是行业最顶端的市场—国产商业大片市场。2006年至今,公司进入年度电影票房前十名的影片数量及票房收入快速提升,市场份额持续攀升,公司在国产商业大片市场不断取得成功,推动电影业务收入快速增长,2008年电影业务收入22,976万元,同比增长116.62%,毛利润11,826万元,同比增长218.97%。2009年上半年电影业务收入7,289万元,毛利润3,247万元,同比大幅下降幅,系公司在“五一档”缺少商业大片上映,收入具有季节性波动。

图表 19: 公司拍摄电影数量稳步增加, 大片份额稳步提高



图表 20: 电影业务收入保持快速增长

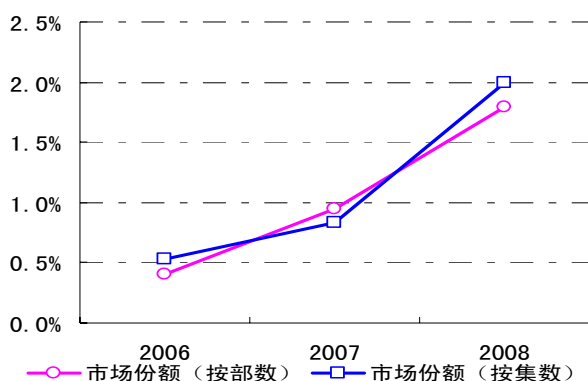


资料来源: 招股说明书、天相投资顾问有限公司

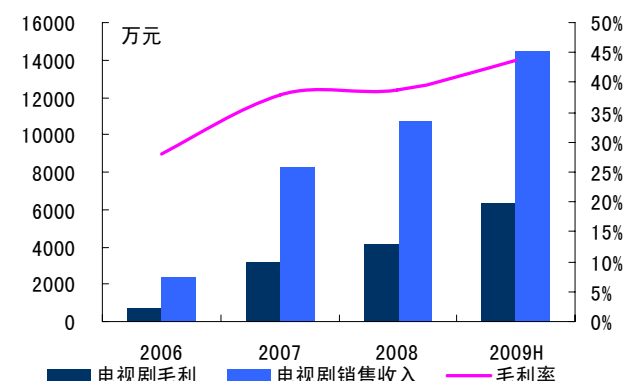
3.3 积极打造高品质电视剧

公司作为国内领先的电视剧制作企业, 2008年共有9部共计290集电视剧取得了发行许可, 电视剧业务的市场份额不断提升, 但份额仍然较低, 发展空间巨大。2008年电视剧业务收入10,759万元, 同比增长29.98%, 毛利润4,174万元, 同比增长32.74%; 2009年上半年电视剧业务收入14,492万元, 毛利润6,346万元, 延续了快速增长势头。

图表 21: 公司电视剧市场份额稳步提高



图表 22: 电视剧业务收入保持快速增长



资料来源: 广电总局、招股说明书、天相投资顾问有限公司

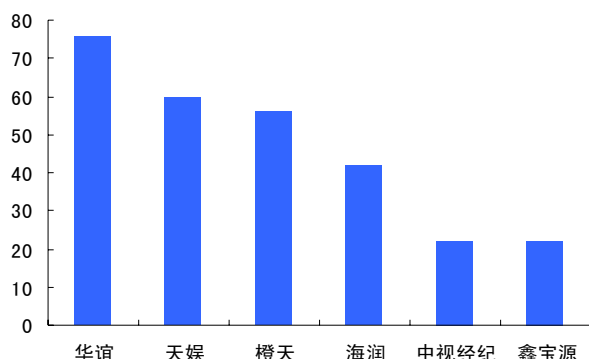
公司通过不断推出广受欢迎的高收视率电视剧作品, 公司经营实力和市场影响力处于行业前列。公司电视剧业务定位于黄金时段市场, 为保证电视剧质量和市场竞争力, 公司单集平均投资成本不断提高, 达到约 60 万元的水平, 部分大制作电视剧单集成本已经超过 80 万元。由于电视台对公司出品电视剧的认可度较高, 公司电视剧销售价格也不断提高, 目前部分优秀大制作电视剧的单集预售价格已经达到 160 万元, 处于市场较高水平。募集资金到位后, 公司将达到年产 600 集以上的产能规模, 市场份额可达 4% 左右, 黄金时段的市场份额达 8%, 但市场份额仍然较低, 有较大的增长空间。

3.4 艺人经纪业务处于行业领先地位

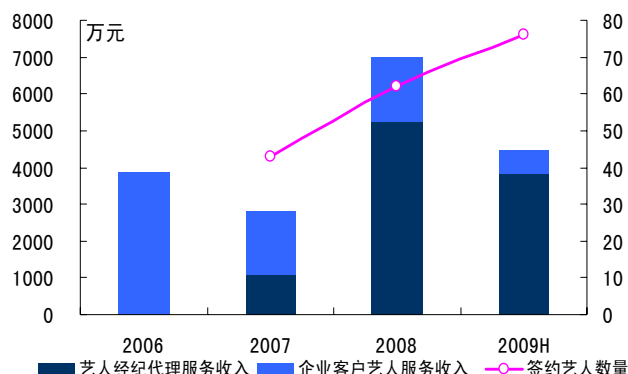
公司凭借丰富的影视制作资源和业界经验, 艺人经纪业务在签约艺人数量、整体水平、经纪业务收入等方面均处于市场领先地位且市场份额正逐步提高。公司艺

人经纪业务的国内主要竞争对手为上海天娱传媒有限公司、橙天娱乐国际集团有限公司和北京海润影视集团有限公司等。

图表 23: 公司艺人经纪业务行业领先



图表 24: 艺人经纪业务收入发展情况

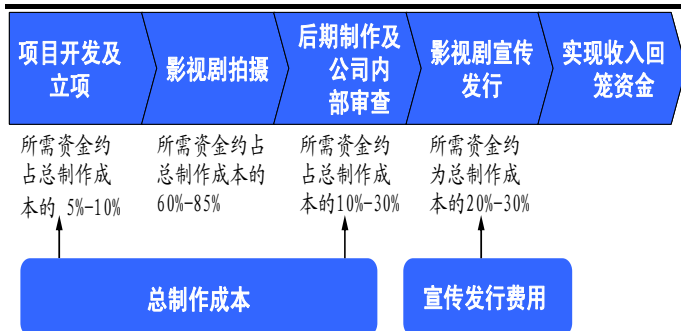


资料来源: 广电总局、招股说明书、天相投资顾问有限公司

4. 募集资金项目分析

公司拟发行4,200万股, 预计募集资金数额62,000万元, 用于补充影视剧业务营运资金。如实际募集资金超出预计募集资金数额, 公司将超额部分资金用于影院投资项目, 总投资额为12,966万元。

图表 25: 影视剧制作业务各环节的资金需求情况



图表 26: 影视剧制作业务募集资金投向

影片类型	部数/集数	投资预算 (万元)
大制作影片小计	4	31500
其中: 执行制片摄制	2	20000
非执行制片摄制	2	11500
中小制作影片	2	6000
电影合计	6	37500
电视剧合计	642	38520
投资总预算	6部电影、642集电视剧	76020

资料来源: 广电总局、招股说明书、天相投资顾问有限公司

公司影视业务总体发展采取精品策略, 近 2 年的目标为年产 6 部电影, 其中 2 部进入当年度国产电影票房收入前十名; 电视剧年产量达到 600 集以上, 其中 2-3 部作品形成较大影响力。公司已经建立了完善和丰富的影视剧项目储备, 2009-2010 年度影视业务计划投资包括《狄仁杰》、《唐山大地震》及《非诚勿扰 2》等 6 部影片, 《新太极宗师》、《谍变 1939》及《南下南下》等 20 部 642 集电视剧, 投资金额合计 7.6 亿元。公司 4 部大制作影片将根据影片具体内容和市场实际状况在 2010 年的主要档期推出, 构成电影业务收入的主要来源。投资 1 部中等制作影片和 1 部小制作影片主要是为了完善和优化公司出品电影种类, 提高演职人员储备水平, 两部电影构成“大投入、大产出”电影业务路线的有益和必要的补充。

影视业作为一个资本和人才密集型行业, 优秀的演艺制作团队是优秀的影视剧作品产出基础保证, 公司凭借完整的产业链和丰富的影视业经验, 在制片人、导演、监制、编剧、演员等方面拥有丰富的人才储备及经验保障, 建立了较为完善和领先的人才培养机制。公司通过影视制作的平台, 不断培养优秀的制片人、监制和导演队伍, 提升旗下签约艺人的演艺水平和市场知名度; 通过得到提升的影视创作和演艺人才又

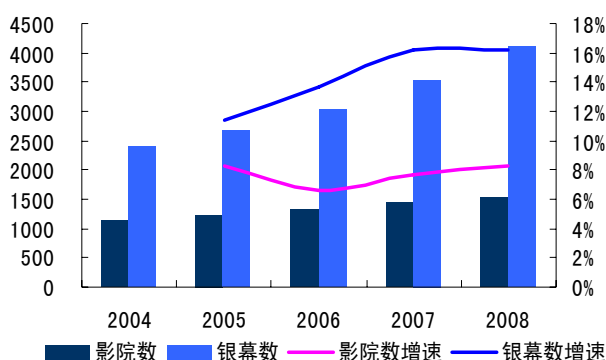
构成了公司扩大生产规模最为坚实的人才基础。公司目前电影事业部设置了 6 个部门和 2 个工作室，共有约 50 名专业人才，具备年产 4 部执行制片摄制影片（其中 2 部大制作影片，1 部中等规模制作影片和 1 部小制作影片）和 2 部非执行摄制影片的能力。电视剧业务以全资子公司娱乐投资为业务平台开展，下设 8 个工作室和 1 个全资子公司，共有 75 名电视剧专业人才，初步具备了年产 600 集以上电视剧的出品能力。

影院建设将进一步完善公司产业链，提升盈利能力

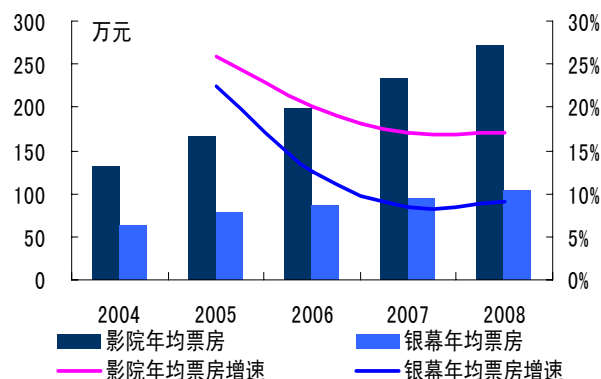
电影业是一个强调规模效应和产业链完整性的行业。综合性电影集团业务范围覆盖剧本开发、电影摄制、院线经营、影院投资、衍生品生产销售和艺人经纪服务在内的完整电影产业链，各业务协同效应明显。综合性电影集团由于拥有较强的电影投资制作、发行及议价能力，盈利能力和抗风险能力明显增强，代表着行业的发展方向趋势。华谊兄弟竞争优势主要体现在电影制作发行方面的强大实力和对电影产业资源突出的整合能力，但在资金实力及院线方面存在不足。

影院业位于我国电影产业链的终端，是电影票房收入的直接来源。2003 年以来，我国电影票房年均复合增长率接近 40%，未来几年仍有望保持快速增长；我国影院和银幕数量、单个影院及单块银幕年均票房产值一直保持快速增长，影院票房收入和盈利能力处于快速攀升的态势。但是我国影院和银幕数量保有率与国际发达国家相比仍存在显著差距，发展空间巨大。由于现有影院在数量和质量上均不能满足日益增长的观影需求，政府积极鼓励各类资本投资改造和新建高标准的影院。

图表 27：影院数量稳步增长



图表 28：影院票房收入稳步提高



资料来源：招股说明书、天相投资顾问有限公司

影院投资项目作为募集资金备选项目，投资总额 1.29 亿，拟在两年的时间内投资建设 6 家电影院。项目将依托公司在电影投资、制作、发行方面的丰富经验，进一步延伸至影院放映业务，构造和实施打造完整电影产业链的发展战略。公司主要以租赁的方式获得影院投建所需的商业物业，项目固定资产投资 12,051 万元，预计实施后十年内可实现累计销售收入 16 亿元，累计利润总额 2.2 亿元，成为公司新的利润增长点，同时影院投资项目将为公司建立自有电影院线等后续发展奠定基础。公司通过进入影院业务，实现整个电影业务产业链贯通，有助于形成电影投资制作和电影发行放映业务相互促进的良好协作效应，改善公司放映环节上的竞争劣势。影院业务有望成为公司新的收入和利润增长点，将提高公司的整体盈利水平，进一步巩固和提升公司市场占有率及品牌影响力，是公司发挥竞争优势，弥补竞争劣势的重要举措。

图表 29：2007 年票房收入排名前十位的影院

排序	影院	影院数 (家)	银幕数 (块)	观众(万 人次)	票房合计 (万元)	投资方
1	中影星美	117	448	1,752	53,400	中影集团、星美传媒, 中影控股
2	万达	41	318	1,768	51,000	万达地产
3	上海联和	114	367	4,215	49,500	上海电影集团
4	中影南方电影新干线	92	281	1,301	42,000	珠江电影集团
5	新影联	88		1,372	40,000	中影集团、北京市电影公司等
6	广州金逸珠江	36	173	887	28,000	广州金逸影视投资集团 广东珠江院线
7	辽宁北方	60	210	640	14,780	中影集团, 辽宁省电影公司等
8	四川太平洋	37	156	515	13,000	四川省电影公司、中国电影集团等
	全国院线	1545	4097	14,516	434,100	
	前八院线占比	37.86%	47.67%	85.77%	67.19%	

资料来源：招股说明书、天相投资顾问有限公司

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

预计募投项目顺利实施, 预计 2009-2011 年公司收入分别为 6.01、8.30 和 10 亿元, 归属于母公司所有者净利润 7,941 万元、11,362 万元和 14,189 万元。

图表 30：公司分业务收入预测（单位：万元）

万元	2006	2007	2008	2009	2010	2011
电影业务收入	6,159	10,607	22,976	16,353	21,975	28,304
YOY		72.20%	116.62%	-28.83%	34.38%	28.80%
票房分账及版权销售收入	3,903	8,052	17,906	14,325	19,339	25,140
衍生收入	2,257	2,555	5,070	2,028	2,636	3,164
电视剧业务收入	2,408	8,277	10,759	30,125	39,600	47,916
YOY		243.81%	29.98%	180.00%	31.45%	21.00%
艺人经纪业务收入	3,868	2,794	7,003	9,986	12,753	15,780
艺人经纪代理服务收入		1,102	5,235	8,041	10,614	13,427
企业客户艺人服务收入	3,868	1,692	1,768	1,944	2,139	2,353
广告业务收入			796	3,810	6,858	9,053
院线收入					2,000	12,000

资料来源：招股说明书、天相投资顾问有限公司

图表 31：公司盈利预测表（单位：万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	23,478	40,935	60,129	83,019	100,859
增长率(%)	88.81%	74.35%	46.89%	38.07%	21.49%
减：营业成本	12,752	18,938	34,076	46,850	56,494
毛利率(%)	45.68%	53.74%	43.33%	43.57%	43.99%
减：营业税金及附加	904	1,505	2,211	3,053	3,709
销售费用	2,674	6,314	9,274	12,805	15,556
管理费用	1,311	2,559	3,759	5,190	6,305
财务费用	345	901	497	200	127
期间费用率	18.44%	23.88%	22.50%	21.92%	21.80%
资产减值损失	148	1,999	(68)	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	(130)	38	41	45

营业利润	5,343	8,589	10,418	14,963	18,713
增长率(%)	167.69%	60.73%	21.29%	43.63%	25.07%
加：营业外收入	490	416	280	307	338
减：营业外支出	0	611	109	120	132
利润总额	5,833	8,394	10,588	15,150	18,919
增长率(%)	152.56%	43.89%	26.14%	43.09%	24.88%
利润率(%)	24.85%	20.51%	17.61%	18.25%	18.76%
减：所得税	9	1,587	2,647	3,787	4,730
实际税负比率(%)	0.15%	18.91%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者净利润	5,824	6,806	7,941	11,362	14,189
增长率(%)	147.17%	16.86%	16.67%	43.09%	24.88%
净利润率(%)	24.81%	16.63%	13.21%	13.69%	14.07%
总股本（万股）	16,800	16,800	16,800	16,800	16,800
摊薄每股收益（元）	0.35	0.41	0.47	0.68	0.84
每股净资产（元）	2.95	1.97	9.07	9.74	10.59
净资产收益率（%）	11.76	20.58	5.21	6.94	7.98

资料来源：招股说明书、天相投资顾问有限公司

5.2 估值分析

按照公司 IPO 后 16,800 万总股本股计算，预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.47 元、0.68 元、0.84 元。考虑到影视行业处于快速发展阶段，公司作为国内领先的影视制作企业将受益于行业的快速增长。对比 A 股传媒行业公司估值，同时公司作为 A 股第一家影视制作企业，具有一定的稀缺性。我们认为公司合理的估值区间应为 2010 年 35~40 倍市盈率水平，合理价格区间是 23.7~27.1 元。

图表 32：传媒行业估值情况

代码	公司简称	股价	总股本	流通股本	总市值	每股收益			市盈率			PB	评级
		10-7	(百万股)	(百万股)	(亿元)	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E		
有线网络													
000917	电广传媒	17.67	406	319	72	0.05	0.16	0.26	337	112	69	4.3	中性
002238	天威视讯	15.90	267	103	42	0.28	0.32	0.37	56	50	43	3.5	增持
600037	歌华有线	10.51	1,060	1,060	111	0.31	0.23	0.25	34	45	43	2.6	增持
600831	广电网络	7.18	433	399	31	0.10	0.22	0.30	72	32	24	2.6	增持
报刊杂志													
000793	华闻传媒	5.66	1,360	1,169	77	0.12	0.14	0.15	46	42	37	3.6	中性
002181	粤传媒	9.06	350	218	32	0.003	0.07	0.08	3237	135	108	2.4	中性
600825	新华传媒	10.08	871	384	88	0.28	0.28	0.32	36	36	31	2.9	中性
600880	博瑞传播	20.04	375	242	75	0.51	0.78	0.99	39	26	20	6.5	增持
出版发行													
600551	时代出版	15.25	391	150	60	0.55	0.59	0.70	28	26	22	3.2	增持
601999	出版传媒	9.05	551	148	50	0.21	0.24	0.29	43	38	31	3.6	中性
广告													
600088	中视传媒	12.57	237	120	30	0.23	0.25	0.30	55	50	42	3.5	中性
600386	北汽传媒	11.66	403	403	47	0.22	0.40	0.59	52	29	20	5.0	增持
动漫玩具													
002292	奥飞动漫	39.08	160	32	63	0.67	0.90	1.17	58	43	33	16.9	
综合													
000839	中信国安	14.05	1,560	1,559	219	0.23	0.55	0.45	62	26	31	3.9	中性
600832	东方明珠	9.23	3,186	3,186	294	0.14	0.15	0.20	66	63	46	4.1	中性
平均值									277	46	38	5	
中值									54	40	32	4	

资料来源：天相投资顾问有限公司

6. 风险揭示

- 1、**人才管理及流失的风险。**优秀的影视娱乐业经营管理、艺术创作和演艺人员构成了公司竞争优势，对公司的经营业绩具有重要影响。虽然公司拥有业内领先的管理团队和人才储备，并通过各种措施来稳定和壮大优秀人才队伍，但如果人才储备不能随业务增长同步提升，将影响公司盈利。目前少数签约制片人及导演对公司业绩的贡献占比相对较高。如电影业务冯小刚工作室在报告期内出品了《集结号》和《非诚勿扰》2部影片累计实现票房分账收入 18,896 万元，约占公司电影业务收入的 40%和总营业收入的 18%，公司对冯小刚团队具有一定的依赖性，如出现人才流失将影响公司盈利能力。
- 2、**募集资金投资项目实施的风险。**公司一直受制于资金规模而无法进一步扩大影视作品的制作规模。本次募集资金到位后，公司将达到年产量 6 部电影，600 集电视剧的影视作品制作规模，存在市场开拓、收入及盈利未能达到预期的风险。
- 3、**商业大片拍摄量及收入波动的风险。**公司电影业务投资的商业大片具有回报高、市场影响大、运作模式成熟、国内市场上成功率高等特点，公司出品的众多商业大片名利双收，推动了公司的快速发展。如果公司投资的少数商业大片票房表现不好或因公映档期等原因不能在该年度确认主要收入，将导致收入出现波动。
- 4、**影视作品销售的风险。**影视企业需要不断创作新的影视作品满足消费者需求，企业主要基于经验凭借对消费者需求的前瞻性把握来创作剧本、配备导演班底和演员阵容，而未来是否为市场和广大观众所需要及喜爱，是否能够畅销并取得良好票房或收视率、能否取得丰厚投资回报均存在一定的不确定性。
- 5、**知识产权纠纷及盗版风险。**影视作品的核心是知识产权，如果公司影视作品产生知识产权纠纷，导致法律诉讼，将会影响公司业务开展，遭受经济损失。盗版现象在世界范围内屡禁不止，给电影、电视剧的制作发行单位带来了极大的经济损失。中国政府及企业采取了完善知识产权保护体系、加强打击盗版执法力度、降低电影票价等措施，在保护知识产权方面取得了明显的成效，但打击盗版侵权是一个长期的过程，公司在一定时期内仍将面临盗版侵害的风险。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100