

新股报告

“风声” 鼎盛的娱乐王国

电影与娱乐

2009 年 10 月 11 日

华谊兄弟（300027）新股报告

所在行业最近 52 周走势：

发行相关数据：

网上发行数量：3360 万股
网上发行价格：元
网上申购简称：华谊兄弟
网上申购代码：300027

报告作者：

行业研究员：杨帆
韩星南

联系方式

电话：0510-82833507
Email：yangf@glsc.com

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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，特此申明。

报告要点：

- 国产电影业已经形成了较高的市场集中度，包括华谊传媒在内的具备制作及发行商业大片能力的少数几家电影企业已经成为我国电影产业商业化运作的主导力量。
- 以电视剧总产量来看，近年来电视剧市场一直处于整体供大于求的局面。我国电视剧制作公司数量众多，实力差距也很大。细分市场供求的不平衡将进一步加剧市场竞争，扩大企业之间的实力差距，中小规模的电视剧制作机构将被逐步淘汰出局，能够形成较大产能的大型电视剧制作机构将逐步成为电视剧制作市场的主导，市场集中度也将因此而提高。
- 公司的主营业务包括三块：电影的制作、发行及衍生业务；电视剧的制作、发行及衍生业务；艺人经纪及相关服务业务。
- 华谊兄弟竞争优势：1、国家产业政策的扶持。2、产业链的优势。3、运营体系的优势。4、专业人才的优势。5、合作伙伴的优势
- 公司本次拟向社会公开发行4,200万股人民币普通股，预计募集资金数额为62,000万元，将用于补充影视剧业务营运资金。如本次发行实际募集资金超出预计募集资金数额，则公司将把超额部分资金用于影院投资项目，该项目总投资额为12,966.32 万元。若用于影院投资项目后仍有余额的，则将剩余资金继续用于补充公司流动资金。如果实际募集资金不能满足募集资金项目需求，则不足部分公司将自筹解决。
- EPS预测为0.47元、0.65元、1.29元，由于公司所处行业属于发行人所处行业属于电影与娱乐行业。公司作为A股第一家影视制作企业，具有一定稀缺性。合理估值区间应为40—45倍的估值。对应股价在每股25.65—29.18元之间。

一、申购简况:

股票简称	华谊兄弟	发行数量	4200 万股
发行价格	元/股	发行市盈率	倍（发行后总股本）
网下配售数量	840 万股	占本次发行比例	20%
网上发行	3360 万股	占本次发行比例	80%
网上申购时间	2009 年 10 月 15 日	申购代码	300027
发行方式	网下配售+网上定价发行		
最近三年	2008	2007	2006
每股收益（摊薄）	0.54 元	1.10 元	1.57 元

二、行业及公司简介:

发行人所处行业属于电影与娱乐。

（1）电影行业现状简述

近年来，得益于国民经济的持续快速增长，居民对文化娱乐产品的消费欲望和消费能力均实现了快速提升。作为文化娱乐市场重要组成部分的电影市场已连续多年实现电影票房的快速增长，这吸引了各类社会资本（国有、民营、外资）积极进军电影业淘金，从而进一步推动了电影业的良性快速发展。

国家广电总局统计数据显示，我国电影票房从2003年的约9亿元增长到2008年逾43 亿元的规模，增幅近4倍，年复合增长率接近40%。2008年我国电影市场票房收入首次突破40 亿元大关，以30%的票房增幅居全球之冠，并且首次成功跻身全球电影票房市场的前十名。

2003年至今，国产影片（含中外合拍影片）产量的年复合增长率约为20%。

截至2008 年底，我国已形成了年产406 部故事影片的产业规模，仅次于印度和美国位列全球第三位。

我国的电影行业过去一直属于国家管制行业，近些年随着文化体制改革的不断深入和监管环境的日趋宽松，包括华谊传媒在内的民营电影企业正逐步发展壮大为国内电影行业的重要力量，这不但在很大程度上改变了电影业的竞争格局，也推动着整个电影行业市场化水平的不断提高。

国产电影业已经形成了较高的市场集中度，包括华谊传媒在内的具备制作及发行商业大片能力的少数几家电影企业已经成为我国电影产业商业化运作的主导力量。

（2）电视剧行业现状简述

近年来，随着人民文化需求水平的不断提高和电视产业化进程的加速，近年来我国电视剧市场的规模不断扩大。我国电视剧市场的供求状况与电影市场相似，细分市场供求不均衡的现象比较明显。

以电视剧总产量来看，近年来电视剧市场一直处于整体供大于求的局面。

每年约有20%的电视剧在摄制完成后就因质量、题材等原因无电视台采购而被市场淘汰，另有约30%的电视剧只能在收视率较低的播出时段播出且销售价格较低。但同时，精品电视剧的供给却一直不能满足市场需求，电视台宁愿重播过往的精品电视剧也不愿采购低质量新剧，这直接导致一些精品电视剧的重播率较高。

整体来看，电视剧行业的竞争格局及市场化程度表现为：

①行业准入门槛较低，企业数量众多，市场集中度较低，竞争比较充分

电视剧制作行业虽属传统意义上的行政管制行业，但随着文化体制改革的不断深入，国家对电视剧制作业务的准入许可正在逐步放松，目前对境内资本从事电视剧制作业务已基本放开，政策准入门槛较低。

②行业内企业实力差异较大，细分市场供求不均衡推动市场集中度的提高

我国电视剧制作公司数量众多，实力差距也很大。细分市场供求的不平衡将进一步加剧市场竞争，扩大企业之间的实力差距，中小规模的电视剧制作机构将被逐步淘汰出局，能够形成较大产能的大型电视剧制作机构将逐步成为电视剧制作市场的主导，市场集中度也将因此而提高。

（3）公司现状简介

公司的主营业务包括三块：电影的制作、发行及衍生业务；电视剧的制作、发行及衍生业务；艺人经纪及相关服务业务。

1、电影的制作、发行及衍生业务

电影业务收入来自公司电影作品版权的销售，以影片票房分账收入为主，同时还包括电视播映权收入、音像版权收入和电影衍生产品收入等。

票房分账收入是指在影片摄制完成后，公司与国内院线达成发行放映合作协议，影片放映所产生的票房收入由公司与院线分账，一般公司作为投资制作方可获得40%左右的票房收入。

电视播映权及音像版权收入是指公司通过向电视台出售影片的电视播映权以及向音像制品发行商出售电影音像制品版权来获得影片发行销售收入。对于部分具备海外发行条件的影片，公司通常会将包括放映权、音像版权在内的版权打包销售给境外机构从而实现海外发行销售收入。

公司目前所经营的主要电影衍生产品包括：

- （1）产品植入性广告：如在电影中植入某些产品或企业品牌；
- （2）贴片广告：在电影片头插播的广告片，也称为跟片广告；

(3) 公关活动广告：如商家赞助电影首映式和专场放映等。

2、电视剧的制作、发行及衍生业务

电视剧业务收入来自公司电视剧作品版权的销售，主要包括电视剧播放权收入、电视剧音像制品版权收入及衍生产品收入。

电视剧播放权收入主要来自各省级电视台及中央电视台。其中省级电视台作为电视剧放映权的省内总分销商再向下分销给省内各地方电视台。

电视剧音像制品版权一般在电视台播放电视剧一段时间后转让给音像制作公司取得相应的版权收入。

电视剧衍生产品与电影衍生产品类似，包括公关活动广告及植入性广告等。

3、艺人经纪及相关服务

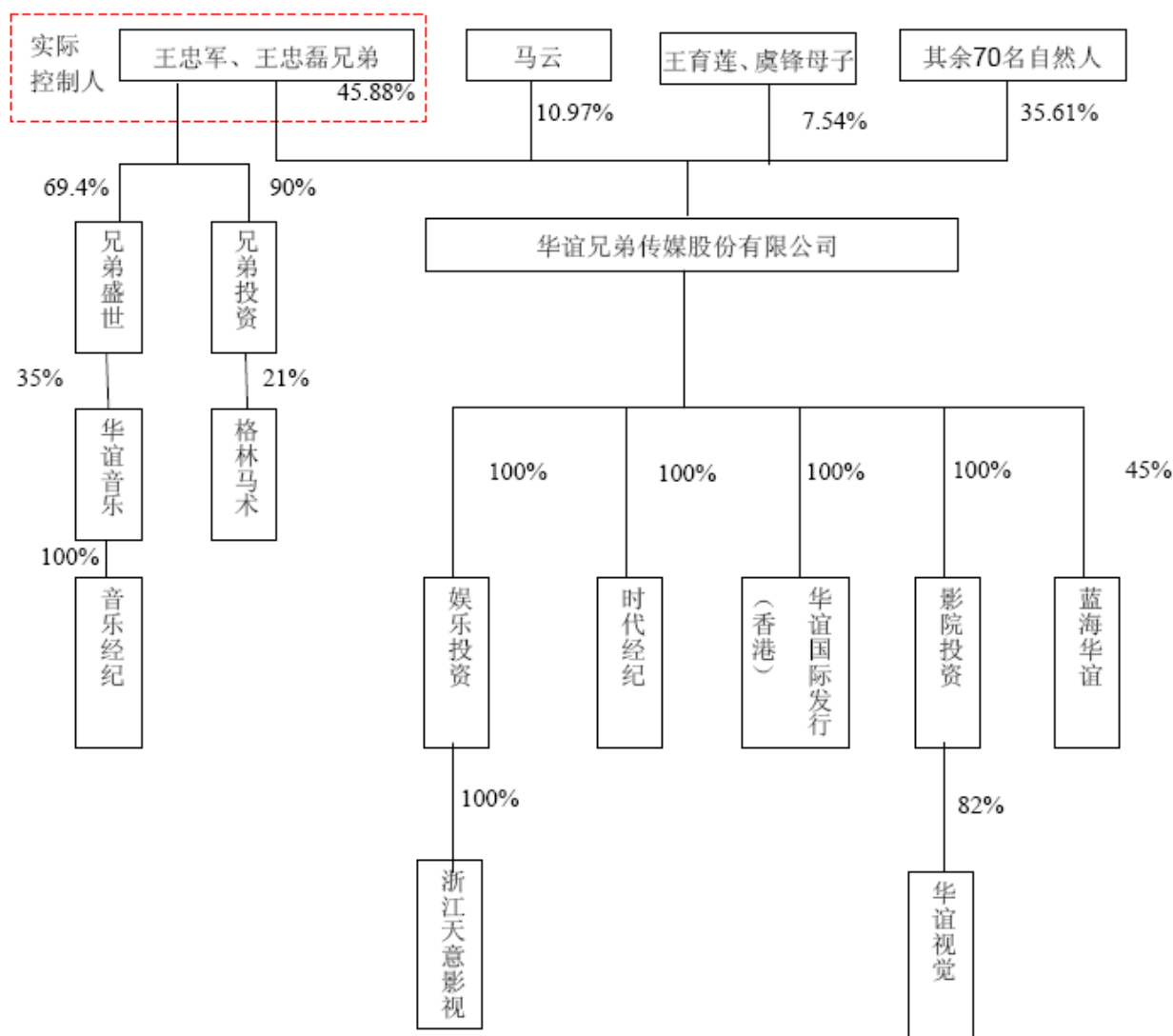
公司凭借丰富的影视制作资源和业界经验，艺人经纪业务在签约艺人数量、整体水平、经纪业务收入等方面均处于市场领先地位且市场份额正逐步提高。

艺人经纪及相关服务主要包括艺人代理服务和企业客户艺人服务两种。

艺人代理服务是指公司依托自身丰富的影视资源和专业管理经验为影视演艺人才提供专业化的经纪代理服务。公司从艺人在商务合作事项中所取得的收益中按一定比例提取佣金作为艺人代理服务收入。

企业客户艺人服务是指公司受企业客户委托，全面负责活动策划、艺人聘请、活动组织运作等企业客户所需的以艺人为主体的各类商业活动。

表1：华谊兄弟发行前股权结构



资料来源：公司招股说明书

三、 华谊兄弟的竞争优势

1、国家产业政策的扶持：从《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》中可以看出，当前国家对包括文化体制建设和文化产业发展高度重视，这为电影业实现快速发展提供了良好机遇。国家鼓励具备条件的文化企业通过资本市场募集资金来满足企业发展的需要。国家还积极落实文化领域的知识产权保护措施，依法严厉打击侵权盗版行为，这将有利于公司增加音像版权销售收入。

2、产业链的优势：公司是国内实现电影、电视剧和艺人经纪三大业务板块有效整合的典范，是在产业链完整性和影视资源丰富性方面较为突出的公司之一。在公司统一平台的整体运作下，电影、电视剧的制作、发行业务与艺人经纪业务形成了显著的协同效应。

一方面，公司的影视业务能够为公司签约演艺人员提供宝贵的演艺机会，

保证了公司人才培养机制的有效运作以及艺人经纪业务的开展。另一方面，公司丰富的演艺人才储备又可以为公司影视业务提供所需的演职人员，互利的合作能够在保证影视剧质量和市场号召力的同时降低投资成本。

3、运营体系的优势：在三大业务板块协同联动的产业链基础上，公司通过多年的丰富实践，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，较早建立了国内领先的“影视娱乐业工业化运作体系”。该运作体系的核心思想就是将公司各业务环节以模块化和标准化的方式进行再造，主要包括“收益评估+预算控制+资金回笼”为主线的综合性财务管理模块、强调专业分工的“事业部+工作室”的弹性运营管理模块以及强调“营销与创作紧密结合”的创作与营销管理模块等。

通过贯穿始终并行之有效的财务管理、组织管理、创作管理（服务管理）、营销管理和人才管理等管理措施来确保各业务模块在具有一定管理弹性的基础上得以标准化运作，进而保证整个业务运作体系的规范化和高效率。

4、专业人才的优势：公司目前业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，同时拥有包括黄晓明、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，这构成了公司突出的人才优势，也是公司的核心竞争力之一。

5、合作伙伴的优势：公司在多年的业务发展中积累了一批长期稳定的战略合作伙伴，如各大电影院线、各大电视台以及国外各大电影公司等。这些战略合作伙伴的信任和支持，一定程度上构成了公司影视作品的市场保证。

四、 募集资金运用

经公司2009年7月20日临时股东大会审议通过，公司本次拟向社会公开发行4,200万股人民币普通股，预计募集资金数额为62,000万元，将用于补充影视剧业务营运资金。如本次发行实际募集资金超出预计募集资金数额，则公司将把超额部分资金用于影院投资项目，该项目总投资额为12,966.32万元。若用于影院投资项目后仍有余额的，则将剩余资金继续用于补充公司流动资金。如果实际募集资金不能满足募集资金项目需求，则不足部分公司将自筹解决。

五、 盈利预测

主要假设条件：

（1）公司为我国国家电影与娱乐领先企业。假设公司近期在该市场领域仍处于市场龙头地位，不发生大的变故。

(2) 下游需求稳定增长，上游关联产业相关产品价格稳定。

根据公司收入的增速假设，综合考虑公司未来成本、费用变动状况，我们对公司未来两年的财务报表进行了预测。对公司业务收入增速做出判断。

表2: 公司盈利预测

(单位: 万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	409345	59449	80405	108547
YOY	74.35%	45.23%	35.25%	35%
营业成本	18938	34896	45332	56321
营业税金及附加	1505	2310	3012	3752
销售费用	6313	8376	11889	14155
管理费用	2559	3350	5087	6335
财务费用	901	700	620	570
资产减值损失	1999	0	0	0
营业利润	8589	9817	14465	27414
非经常性损益	0	0	0	0
税前利润	8394	9817	14465	27414
所得税	1587	2057	3570	5700
净利润	6806	7760	10895	21714
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	6806	7760	10895	21714
总股本(万股)	16800	16800	16800	16800
EPS	0.57	0.47	0.65	1.29

资料来源: 国联证券研究所

六、估值

A股可比公司估值: 25.65—29.1元

由于公司所处行业属于发行人所处行业属于电影与娱乐行业。公司作为A股第一家影视制作企业，具有一定稀缺性。选取传媒类上市公司中的中视传媒(600088)和北巴传媒(600386)做为参照，根据09年10月09日收盘价计算的可比公司平均09年预测市盈率56.08倍，市净率4.52倍(下表)。鉴于华谊兄弟受益于行业快速增长，行业优势明显，存在竞争优势，我们认为华谊兄弟合理估值区间应为40—45倍的估值。对应股价在每股25.65—29.18元之间。

表3: A股可比公司估值

证券代码	证券简称	市盈率 (PE)	市盈率 (PE, TTM)	市净率 (PB)
600088.SH	中视传媒	58.0051	62.0925	3.702
600386.SH	北巴传媒	54.1575	38.165	5.3516
中值		56.0813	50.12875	4.5268
来源: Wind资讯				

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。