

传媒业
Media

2009 年 11 月 24 日

市场数据	2009 年 11 月 24 日
当前价格 (元)	56
52 周价格区间 (元)	54.51
总市值 (百万)	9408
流通市值 (百万)	1882
总股本 (万股)	16800
流通股 (万股)	3360
日均成交额 (百万)	455
近一月换手 (%)	347.9
Beta (2 年)	
第一大股东	王忠军
公司网址	www.hbpictures.com

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	53.74%	28.67%
净利率	16.63%	11.88%
净资产收益率	27.44%	5.87%
总资产收益率	21.18%	5.78%
资产负债率	55.32%	44.76%
市盈率	126.58	71.33
市净率	37.83	4.74

相关报告

《华谊兄弟新股定价分析》，2009.10

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人，吕丽华，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

影视娱乐领先者

—华谊兄弟 (300027) 调研报告

评级: 短期“中性”、长期“增持”

- **现有三大业务板块联动性强。**公司最大特点是电影、电视剧和艺人经纪服务三大业务板块联动性强，该三块业务在收入构成上亦相对趋于稳定，处于协同增长的状态。其中电影电视业务收入占比历年保持在 70% 以上，艺人经纪业务不低于 10%。公司第二大特点是工业化管理体系，领先国内娱乐同行，一定程度上反映了公司价值观。
- **电影业务: 市场份额不断提高。**公司目前影片票房收入占国产电影市场份额约 22%，占国产和进口共同之比 10%。IPO 募投项目完成后，公司电影出品能力将达 6 部/年，其中大制作影片 4 部、中等和小制作各 1 部，而且其中 2 部要进入当年度国产电影票房收入前十名。公司 2009-2010 年电影业务计划投资包括《狄仁杰》、《唐山大地震》及《非诚勿扰 2》等 6 部影片，该 6 部影片包括与其他公司合作的影片，如 2010 年贺岁片《新少林寺》。
- **电视剧业务: 国内领先优势。**IPO 募投项目完成后，公司电视剧业务规模将从目前的 300 集提高到 600 集以上，公司的影视剧出品能力将得到提升，并且其中有 2-3 部要成为当年度具有较大影响力的作品。公司 2009-2010 年电视剧业务计划投资包括《新太极宗师》、《谍变 1939》及《南下南下》等 20 部 642 集电视剧。
- **艺人经纪及相关服务: 快速增长。**公司在国内的艺人经纪业名列前茅，其与艺人的关系其实就是公司与艺人的分账关系，签约艺人的演艺、代言、广告、商业活动都必须通过公司与第三方签订。截至 2009 年 6 月 30 日，公司签约艺人数量达 76 人，占前五名经纪公司艺人数量总和比重 35%。以目前市场上可签约艺人数量预计，未来两年公司签约艺人将继续提升至 150 人左右。
- **盈利预测及投资评级。**我们预计 2009 年-2011 年，营业收入同比增长率分别为 47%、55%、36%，净利润增长率分别为 21%、95%、35%，每股收益分别为 0.49、0.96、1.29 元。当前股价对应下的 2010 年市盈率为 58 倍，处于传媒板块高端。但公司竞争优势显著、成长性高，因此，给予短期“中性”，长期“增持”投资评级。建议投资者短期回避，中长期择机建仓。
- **风险提示:** 主要影视明星流失、影视作品销售遇冷、知识产权纠纷及盗版等风险。

2009 年 11 月 19 日，我们实地调研了华谊兄弟，并与相关高管人员进行了交流。以下是本次的调研报告。

现有三大业务板块联动性强

公司最大特点是电影、电视剧和艺人经纪服务三大业务板块联动性强，该三块业务在收入构成上亦相对趋于稳定，处于协同增长的状态。其中电影电视业务收入占比历年保持在 70%以上，艺人经纪业务不低于 10%。公司第二大特点是工业化管理体系，其流程化程度为国内娱乐业最领先，主要指财务预算管理，但这并不是由公司财务完成，而是根据一部影/视作品能否拍摄，拍完后能获得多少收入，反过来推算投资额度，一定程度上反映了公司价值观。

从主营业务各产品收入和利润结构来看，公司的三大业务的利润构成与收入构成基本一致，其中艺人经纪因为毛利率较高，故利润占比要高于收入占比。

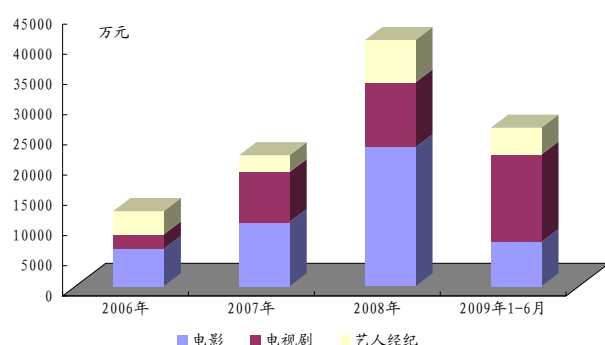
Figure 1 公司最近三年及一期主要影视业务及经纪业务的情况

	2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度	2006 年度
电影业务				
当期取得制作许可证的影片数量（部）	1	5	3	3
当期取得发行许可证的影片数量（部）	2	4	3	1
电视剧业务				
当期取得制作许可证的电视剧数量	3 部，100 集	11 部，379 集	5 部，129 集	5 部，160 集
当期取得发行许可证的电视剧产量	3 部，109 集	9 部，290 集	5 部，122 集	2 部，73 集
艺人经纪及相关服务				
签约艺人数量（人）	76	65	43	-

注：电影或电视剧在取得制作许可证后进入集中投资期和摄制期，反映了公司在该时期的新增制作产能；取得发行许可证是确认销售收入的前提条件，反映了公司在该时期的新增销售作品数量。

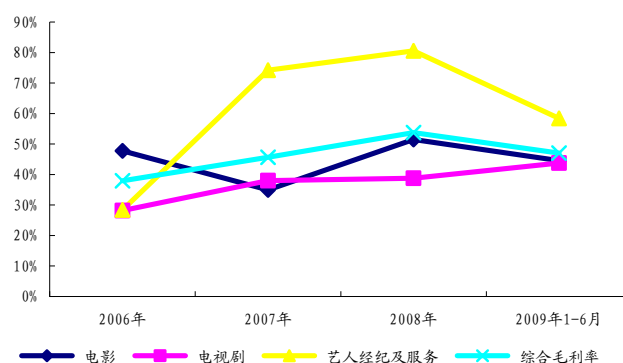
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 2 分产品收入构成情况



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 3 分产品毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

电影业务：市场份额不断提高

2008 年，电影行业集中度高达 51.33%，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。而且，电影行业目前正处于“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，这一特征在 2008 年体现的尤为突出。据国家广电总局发展研究中心发布《2009 年中国广播电影电视发展报告》显示，2008 年中国城市电影票房达到 43.41 亿元，较 2007 年增长 10.14 亿元，预计 2009 年票房将突破 60 亿。

据了解，目前全国票房收入具有典型的“二八”定律，国产影片占比约 60%，进口占比约 40%。而且，票房收入与银幕数有很大关系，随着银幕数量的增长，单片票房收入不断提升，2007 年公司《集结号》2.6 亿元票房、2008 年公司《非诚勿扰》3.6 亿元票房、2009 年中影《建国大业》4 亿元票房，到 2010 年单片突破 5 亿元票房完全可能。

电影是公司起家产品，首部电影为 1998 年冯小刚导演的《没完没了》，当时该部电影从创意到发行均由公司全程介入，获得票房 3000 万元，广告费 1500 万元。目前公司电影业务已经形成年产约 3-4 部电影的规模，其中 2 部为放映当年度具有较大影响力和票房号召力的大投资制作影片，票房收入占国产电影市场份额约 22%，占国产和进口共同之比 10%。

公司主要竞争对手有中影集团（国企）、上影集团（国企）、保利博纳（民营，目前中国最大规模的以电影发行为核心竞争力的电影公司）、新画面（民营，主要导演张艺谋，单个产品比较强）。

Figure 4 国内主要电影企业排名及市场份额

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：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司电影业务收入包括票房分账、版权销售、娱乐营销、国际发行

四部分。其中，票房分账是公司最主要收入，一般获得影片总票房收入的 40%左右，以票价 100 元/张为例，则要先交营业税 3.3 元、5 元的电影基金后，剩余的 91.7 元再按比例划分，华谊兄弟占比 43%分 39.43 元、影院占比 50%分 45.85 元、院线占比 7%分 6.42 元，分账收入在电影上映 5 周内基本已经实现本轮票房总收入的 90%；版权销售收入主要是音像、互联网、电视、航空等播映权收入；娱乐营销通俗讲就是广告招商，是公司最重要的衍生收入，主要是以电影为载体的产品植入性广告、贴片广告、首映式、开/关机发布等的收入，其随票房收入的增长而增长，但低于电影票房的增长；国际发行收入与电影题材有很大的关系，如古装武打片是公司在海外最重要的发行类型，象《夜宴》比《集结号》和《非诚勿扰》发行的都要好。

公司电影业务收入构成比例上，票房分账收入一般占电影收入的 80%以上（某些主打海外市场的合拍片除外）；版权销售、娱乐营销和国际发行的收入占比较低，主要原因是由于国内电影市场盗版现象比较严重，这使得音像版权收入和电视、航空及网络播放（转播）权收入的占比更低；同时，音像和电视播映权的版权销售价格一般根据票房、投资规模等在上映前已商定。此外，国产电影大多根植于本土文化，不易为国际市场的观众所普遍理解及接受；同时国产电影的国际化运作水平尚低，国际影响力和市场知名度有限，这使得国产电影的海外发行收入较少，通常不及电影票房收入的 10%。

近三年一期，公司电影收入增长显著，2008 年较 2007 年增长 116.62%，2007 年较 2006 年增长 72.20%，三年复合增长率达到 93.14%。2009 年上半年电影业务收入 7,289 万元，毛利率 44.54%，同比大幅下降，主要原因是公司在“五一档”缺少商业大片上映，收入具有季节性波动。

Figure 5 公司近三年一期电影收入

（单位：万元）	2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度	2006 年度
上映数量（部）	2	3	3	1
票房分账及版权销售收入	6588.94	17906.08	8051.98	3902.77
娱乐营销及国际发行收入	699.93	5069.85	2554.52	2256.63
电影收入合计	7288.87	22975.93	10606.5	6159.4

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

IPO 募投项目完成后，公司实现年产 6 部电影的出品能力，其中大制作影片 4 部、中等和小制作各 1 部。而且，其中 2 部要进入当年度国产电影票房收入前十名。

公司 2009-2010 年度电影业务计划投资包括《狄仁杰》、《唐山大地震》

震》及《非诚勿扰 2》等 6 部影片，该 6 部影片包括与其他公司合作的影片。其中，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；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。

据调研了解的信息，2010 年贺岁档将上映公司与英皇、中影联手合作的《新少林》，三家均衡投资共 2 亿人民币；《非诚勿扰 2》计划上映贺岁档，但具体日期还未定。

Figure 6 2009-2010 年 IPO 电影投资计划

电影名称（暂定）	影片类型
《狄仁杰》	大制作
《唐山大地震》	
《非诚勿扰 2》	
《魔术之王》	
《追影》	中小制作
《热辣辣》	
电影小计	6 部电影，需投资 37,500 万元

资料来源：公司招股说明书、实地调研、世纪证券研究所

电视剧业务：国内领先优势

电视剧是中国广大公众最主要的娱乐方式，市场集中度较低，根据国家广电总局统计数据，截至 2008 年底，全国有 3343 家电视剧制作机构，其中排名靠前的电视剧制作公司年产量大多也仅为 10 部约 300 集的制作规模。行业中也不乏有品牌好而规模小公司，如张国立的北京国立常升影视公司、赵宝刚的北京鑫宝源影视投资有限公司；也有实力雄厚的中央电视台和华谊兄弟、海润影视、奔腾影视等。

国产电视剧规模比电影要大得多，根据国家广电总局统计数据显示，截至 2008 年 12 月 31 日，我国已形成了年产电视剧约 500 部即 15,000 集的产业规模、国产电视剧市场的交易总额约 50 亿元的市场规模。

电视剧的营销比较简单，电视台是播放电视剧的主要渠道，销售模式通常采用“先地面后卫星”，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。

Figure 7 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：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司自 2006 年开始从事电影剧的制作发行业务，目前电视剧生产规模已经形成了年产逾 300 集，主要销售客户为国内各大电视台，电视台用于购买电视剧的开支主要取决于其广告收入，而精品电视剧对电视台保证收视率具有至关重要的作用。公司精品电视剧的市场定位使公司电视剧销售整体价格较高，目前公司电视剧平均销售价格约为 92 万元/集，远高于市场 35 万元/集的平均水平，也高于黄金档市场平均的 70-80 万元/集的水平；单集销售价格最高已达到近 160 万元/集的市场高位。公司电视剧的平均毛利率约为 40% 左右，高于 30% 的市场平均水平。

据了解，公司电视剧制作团队有 10 个，每个团队由约 10 人（包括制片人、文学策划、宣传、发行等），每个团队制作电视剧一般为 2 部/年，因此，电视剧数量是依赖于团队数量的增多而实现的，并且小团队制作对质量、风险等因素的掌握是最好的。公司未来电视剧业务发展机会主要在于行业整合上，通过并购规模小且制作优秀的小电视剧制造商，实现迅速增长。

近三年一期，公司电视剧收入有了较大幅度的增长，2008 年较 2007 年增长 29.98%，2007 年较 2006 年增长 243.81%，三年复合增长率为 111.39%。2009 年上半年电视剧业务收入 14,492 万元，毛利率 43.79%，延续了快速增长势头。

Figure 8 公司近三年一期电视剧收入

(单位: 万元)	2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度	2006 年度
当期新增发行数	3	9	5	2
当期实现发行收入部数	16	15	8	4
当期实现收入	14,492.44	10,758.93	8,277.39	2,407.58

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

IPO 募投项目完成后，公司电视剧业务规模将从目前的 300 集提高到 600 集以上，公司的影视剧出品能力将得到提升，市场份额将快速提高。而且，其中有 2-3 部要成为当年度具有较大影响力的作品。

2009-2010 年度公司电视剧业务计划投资包括《新太极宗师》、《谍变 1939》及《南下南下》等 20 部 642 集电视剧。

Figure 9 2009-2010 年 IPO 电视剧投资计划

电视剧名称（暂定）	投资集数（暂定）
《谍变 1939》	36
《南下南下》	40
《光荣梦想》	30
《大遣返》	30
《爱人同志》	30
《革命家庭》	30
《全家福》	25
《爱到心痛》	30
《今生》	40
《钢魂》	30
《从一到无穷大》	30
《天下姐妹》	36
《余震》	30
《快枪》	32
《风声》	30
《二婚》	25
《水在时间之下》	40
《好想好想谈恋爱续》	30
《新太极宗师》	30
《圣天门口》	40
电视剧小计	642 集电视剧， 2009-2010 年需要投资约 38,520 万元

资料来源：公司招股说明书、实地调研、世纪证券研究所

艺人经纪及相关服务：快速增长

公司在国内的艺人经纪业名列前茅，其与艺人的关系其实就是公司与艺人的分账关系，艺人被看成是公司的客户或产品，签约艺人的演艺、代言、广告、商业活动都必须通过公司与第三方签订。截至 2009 年 6 月 30 日，公司签约艺人数量达 76 人，占前五名经纪公司艺人数量总和比重 35%。以目前市场上可签约艺人数量预计，未来两年公司签约艺人将继续提升至 150 人左右。

Figure 10 全国前五位艺人经纪公司

排序	公司名称	旗下签约艺人数量
1	华谊兄弟（时代经纪）	76
2	上海天娱传媒有限公司	60
3	橙天娱乐国际集团有限公司	56
4	北京海润影视集团有限公司	42
5	中视影视经纪工作室	22
5	北京鑫宝源影视投资有限公司	22

注：华谊兄弟签约艺人绝大多数为独家代理合约，即公司为该艺人全球或大陆唯一经纪公司。

资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

目前公司主要签约明星有周迅、李冰冰、黄晓明、张涵予、邓超、陆毅、任泉、王宝强等。据调研了解，虽然公司对冯小刚团队有一定依赖性，但决不存在对任何个人明星有依赖性，总体上续签明星较多。公司签约艺人包括一线明星和二级明星，两者最大差别是广告收入不同，公司与一线大明星的签约年限为 3 年，二级小明星的签约年限为 6-10 年，因此，二线明星构成公司艺人经纪业务的中坚力量，是该业务稳定的收入保障。

公司艺人经纪业务收入主要包括艺人代理服务收入和企业客户艺人服务收入。其中，艺人代理服务主要为公司旗下签约艺人提供服务，企业客户艺人服务主要为企业客户提供包括艺人在内的相关服务。2009 年上半年，艺人代理服务收入 3,814 万元，占该业务收入比 85.52%；扣除 2006 年“雅虎搜星”大型选秀活动带来 3,000 万元的大额收入，2006 年至 2008 年企业客户艺人服务收入的复合增长率为 42.72%，2009 年上半年实现收入 646 万元，占该业务收入比 14.48%。

Figure 11 公司近三年一期艺人经纪及相关服务收入

(单位：万元)	2009 年 1-6 月		2008 年度		2007 年度		2006 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
艺人代理服务收入	3,814.12	85.52%	5,235.07	74.76%	1,102.20	39.45%	-	-
企业客户艺人服务收入	645.61	14.48%	1,767.68	25.24%	1,691.77	60.55%	3,867.82	100%
合计	4,459.73	100%	7,002.75	100%	2,793.97	100%	3,867.82	100%

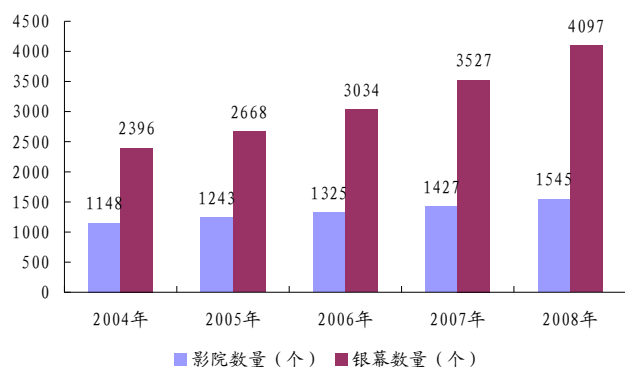
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

影院项目：完善公司电影产业链

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，影响电影票房收入的主要是银幕数和国产大片的数量。虽然我国近年来我国影院和银幕数量均在不断增长，但是年均增幅仅约为电影票房增幅的 1/5 和 1/3，因此单个影院及单块银幕年均票房产值近年来一直保持

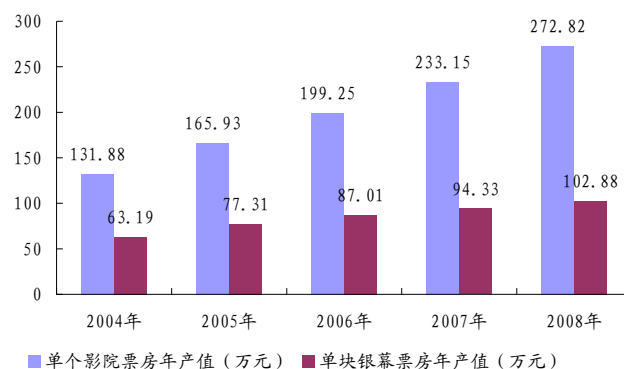
快速增长。与国际发达国家相比，我国保有率和票价仍存在较低水平，我国百万人保有量仅为 4 块，而美国百万人保有量为 125 块；我国城市影院的平均票价约 26 元，是美国平均票价 50 多元的一半。

Figure 12 我国影院及银幕数量增长情况



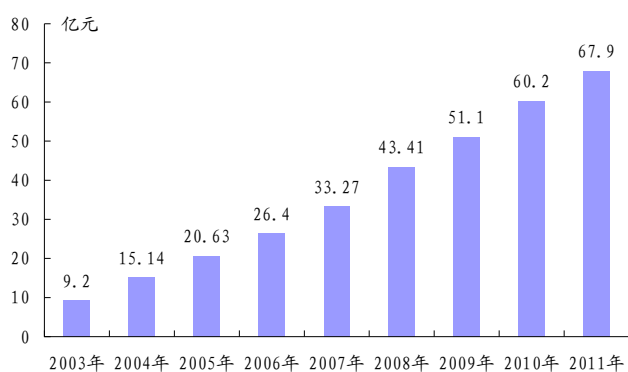
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 13 我国影院和银幕年单票房产值增长情况



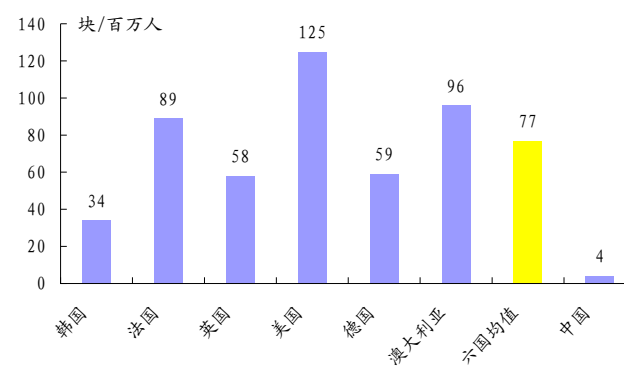
资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 14 未来几年全国电影票房增长态势



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

Figure 15 我国影院保有率与发达国家相比



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

公司拟用募集资金通过两年的时间在全国范围内的重点区域投资建设 6 家现代化多厅影院，这是公司影院业务发展的第一阶段，而总体发展目标为用 5 年左右的时间在全国范围内累计投资建设约 15 家影院，形成较为领先的市场规模。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，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。并且，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。

蓝海华谊和综艺节目：处于起步阶段

公司参股 45%的蓝海华谊，主要作商业演出，业务模式是取得歌手及其经纪公司对蓝海华谊主办演唱会的授权并支付授权费，全面负责演唱会的策划、组织及管理等工作，通过销售演唱会门票及广告实现收入。蓝海华谊已经成功举办了“音乐舞蹈史诗《东方红》”和“东方神起北京演唱会”，正在筹办“Junior Young 上海演唱会”。蓝海华谊的业务发展制约因素是该公司尚处于发展初期，市场号召力有限，难以吸引大量的知名歌手。

电视综艺节目是公司近两年新起步业务，规模还不大，但与公司其他业务具有明显的协同效应，今后公司将会继续发展该业务。2008 年，公司联手江苏卫视打造全年唯一的选秀节目《绝对唱响》，与并冠军朱洁签约。2009 年，公司与深圳卫视联手打造《娱乐头条》于 11 月 2 日登陆深圳卫视，每周一至周五黄金时间播出。该节目除了深圳卫视的三位年轻主持人，还邀得台湾著名综艺节目主持人黄子佼参与主持，并邀请到文隽、梁宏达、石述思、谭飞等著名评论人、策划人担任嘉宾，共同评说娱乐圈的“圈里圈外”。

公司与中影集团竞争优势差别

公司最大竞争对手中影集团最突出的竞争优势体现在：一，为目前国内拥有影片进口权的两家公司之一，另一家为华影（华夏电影发行公司）；二是，独家拥有电影频道 CCTV6；三是，政府支持，如《建国大业》，机会、政府机构均实行包场，对票房收入贡献大。虽然中影享受很多政策上的优势，但也承担更多的社会责任，如中影的上市改制计划久未解决。而华谊兄弟作为民营影视制作公司，在守法、合规下，有更多的符合企业利益的灵活运营机制，其最突出的竞争优势体现在：一是，产业链优势。公司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，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；二是，领先的工业化运作体系。其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。

盈利预测及投资评级

假设条件：

- 1、IPO 募集资金项目顺利实施，不考虑影院投资项目；
- 2、2009 年-2010 年，在主要档期分别上映 4、6、6 部影片；
- 3、2009 年-2010 年，分别发行电视剧 600、690、900 集；
- 4、2009 年-2010 年，签约艺人数量分别为 90、110、140 人。
- 5、随着营业收入规模的扩大，综合毛利率总体呈上升趋势，三项费用率呈逐步下降趋势；
- 6、所得税率为 25%。

Figure 16 分业务预测

(单位: 万元)			2006	2007	2008	2009.1-6	2009E	2010E	2011E
电影收入									
一、票房分账及版权销售收入									
2006 年	国庆档	《宝贝计划》	3902.77	292.32	16.68				
2007 年	春节档	《心中有鬼》		997.73	0.15	3.14			
	暑期档	《天堂口》		1320.42	46.59	3			
	贺岁档	《集结号》		5441.51	3314.29	11.29	11.29		
2008 年	五一档	《功夫之王》			6943.35	9.05	9.05		
	国庆档	《李米的猜想》			481.23	141.95	141.95		
	贺岁档	《非诚勿扰》			6990.46	3138.95	3138.95		
2009 年	春节档	《游龙戏凤》				2844.04	3200		
	五一档	《拉贝日记》				399.02	500		
	暑期档	《追影》					350		
	国庆档	《风声》					7600		
2010 年	春节档	《热辣辣》						2500	
	暑期档	《唐山大地震》						10000	
	五一档	《魔术之王》						2000	
	国庆档	《狄仁杰》						5000	
	贺岁档	《新少林寺》						6000	
	贺岁档	《非诚勿扰 2》						8000	
2011 年	主要档期	大制作 4 部							36000
		小制作 2 部							8000
	小计		3902.77	8051.98	17792.75	6550.44	14951.24	33500	44000
二、衍生收入			2256.63	2554.52	5069.85	699.93	2691.22	6030	7920
衍生收入/票房分账及版权销售收入			57.82%	31.73%	28.31%	10.62%	18%	18%	18%
三、其他					113.33	38.50	38.50		
合计			6159.40	10606.50	22862.60	7250.37	17642.46	39530.00	51920.00
电视剧收入									
当期新增发行数			2	5	9	3	10	15	15
当期实现发行收入部数			4	8	15	16	20	23	30
当期实现发行收入集数			120	240	450	480	600	690	900
单集平均收入(万元/集)			20.06	34.49	23.91	30.19	51	55	60
单部平均收入(万元/部)			601.90	1,034.67	717.26	905.78	1,530	1,650	1,800
当期实现收入			2,407.58	8,277.39	10,758.93	14,492.44	30,600	37,950	54,000

艺人经纪及相关服务收入						
一、艺人代理服务收入						
签约艺人数量	43	65	76	90	110	140
单个艺人代理服务收入	25.63	80.54	50.19	128	140	150
艺人代理服务收入	1,102.20	5,235.07	3,814.12	11520	15400	21000
二、企业客户艺人服务收入	3,867.82	1,691.77	1,767.68	645.61	677.89	711.79
增长率	-56.26%	4.49%		5%	5%	5%
合计	3,867.82	2,793.97	7,002.75	4,459.73	12,197.89	16,111.79
抵消		-267.78	-265.6	-280	0	0
其他业务收入	1800	464.86	90	90	0	0
营业收入合计	12,434.80	23,477.86	40,821.36	26,026.94	60,250.35	93,591.79
					127,747.37	21,747.37

资料来源：世纪证券研究所

Figure 17 盈利预测表

(单位: 万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	23,477.86	40,934.68	60,295.78	93,591.79	127,667.37
其中: 电影	10606.50	22975.93	17687.89	39530.00	51920.00
电视剧	8277.39	10758.93	30600.00	37950.00	54000.00
艺人经纪及服务	2793.97	7002.75	12197.89	16111.79	21747.37
其他	1800	464.86	90		
内部抵消		-267.78	-280.00		
营业成本	12752.13	18938.31	32572.19	50914.75	69108.23
其中: 电影	6898.86	11149.7	9910.53	22136.80	28815.60
电视剧	5132.64	6584.69	17940.78	22011.00	31050.00
艺人经纪及服务	720.63	1362.61	4960.88	6766.95	9242.63
其他		3.85			
内部抵消			-240		
毛利率	45.70%	53.70%	45.98%	45.60%	45.87%
其中: 电影	34.96%	51.47%	43.97%	44.00%	44.50%
电视剧	37.99%	38.80%	41.37%	42.00%	42.50%
艺人经纪及服务	74.21%	80.54%	59.33%	58.00%	57.50%
其他	100%	99.17%	100%		
内部抵消		-39.30%	-14%		
营业税金及附加	904.42	1505.38	2532.42	3743.67	5106.69
销售费用	2674.49	6313.62	8562.00	13290.03	18128.77
销售费用率	11.39%	15.42%	14.20%	14.20%	14.20%
管理费用	1311.07	2559.12	3195.68	4960.36	6766.37
管理费用率	5.58%	6.25%	5.30%	5.30%	5.30%
财务费用	344.77	900.54	1205.92	-935.92	-638.34
财务费用率	1.47%	2.20%	2.00%	-1%	-0.5%
资产减值损失	147.56	1999.28	950.00		
投资收益		-129.77	-257	0	0
营业利润	5,343.42	8,588.66	11,020.58	21,618.88	29,195.64
营业外收支	489.87	-194.9	0	0	0
利润总额	5,833.29	8,393.76	11,020.58	21,618.88	29,195.64

所得税	8.85	1587.3	2755.14	5404.72	7298.91
少数股东权益	0	0	0	129.71	175.17
净利润	5,824.44	6,806.46	8,265.43	16,084.45	21,721.56
总股本	16800	16800	16800	16800	16800
EPS (元/股)	0.35	0.41	0.49	0.96	1.29

资料来源：世纪证券研究所

我们预计 2009 年-2011 年，营业收入同比增长率分别为 47%、55%、36%，净利润增长率分别为 21%、95%、35%，每股收益分别为 0.49、0.96、1.29 元。当前股价对应下的 2010 年市盈率为 58 倍，处于传媒板块高端。但公司竞争优势显著、成长性高，因此，给予短期“中性”，长期“增持”投资评级。建议投资者短期回避，中长期择机建仓。

风险提示

人才管理及流失的风险

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。

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。

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。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 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;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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或征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.