



上市公司简评研究报告

内容为王时代的主要受益者

华谊兄弟（300027）

简评

我国电影行业成长空间巨大

2009 年，美国电影市场总规模为 467.5 亿美元（估计值），电影总票房收入 299 亿美元，其中本土票房 98.7 亿美元，拥有屏幕 4 万块左右和 3 条院线。

2009 年，我国电影市场总规模为 106.62 亿元，电影总票房收入 89.76 亿美元，其中本土票房 62.06 亿元，拥有屏幕 4700 块左右和 31 条院线。

从以上数据可以看出，我国电影市场规模与美国差距明显，市场规模、总票房收入、本土票房收入分别相差 29.7 倍、22.6 倍、10.8 倍。如果假设 2016 年我国到美国的电影市场规模，我国电影市场规模、总票房收入、本土票房收入将分别达到 3165 亿元、2024 亿元、668 亿元，年复合增长率分别达到 62%、56%、40%（目前国内电影票房收入复合增长率维持在 40%左右）。

表 1：09 年中美电影市场规模比较

	电影市场总规模	电影总票房收入	本土电影票房收入
美国	467.5 亿美元 (估计值)	299 亿美元	98.7 亿美元
中国	106.62 亿元	89.76	62.06 亿元
相差倍数	29.7	22.6	10.8

美元兑人民币汇率按 6.77 测算

资料来源：中信建投

电影业务进入良性发展轨道 《唐山大地震》堪称经典

通过多年的努力和积累，公司在电影行业的龙头地位基本确定，在暑期、国庆、贺岁、春节四大档期的影片排档中，一直处于强势地位，票房收入确定性强。这一方面得益于华谊品牌的票房号召力，另一方面则得益于公司与中影、上影等国内影视龙头的良好关系（双方合作影片增多，在档期分布上相互默契）。

从 10 年公司的影片安排上看，唐山大地震、狄仁杰、新少林寺等影片将成为有力的票房保障（《非诚勿扰 2》跨期可能性较大），尤其是唐山大地震。本人有幸提前观看，认为该影片无论从剧情构思还是演员表现，均堪称经典，不仅仅是在讲大地震，其间穿插着母子情、母女情、夫妻情等各种情感，表现手法细腻，是对观影者心灵的一次巨大震撼，甚至带来人生价值观的重新思考。我们预计票房收入 5.5-6.0 亿元，净利润贡献 4000-5000 万元，对应 EPS0.12-0.15 元。

首次评级

买入

戴春荣

daichunrong@csc.com.cn

010-85130981

执业证书编号：S1440206070047

高辉

gaohui@csc.com.cn

010-85130782

执业证书编号：S1440209090398

发布日期：2010 年 07 月 12 日

当前股价：33.00 元

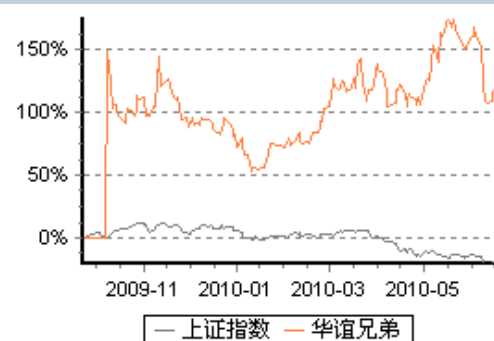
目标价格 6 个月：38.90 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-12.8/-8.9	-2.5/18.5	0.0/20.7
12 月最高/最低价 (元)			91.80/0
总股本 (万股)			33,600
流通 A 股 (万股)			8,400
总市值 (亿元)			111
流通市值 (亿元)			27.72
近 3 月日均成交量 (万)			346
主要股东			
王忠军			26.14%

股价表现





我们认为，随着我国电影市场容量的扩大和公司上市后资金的充裕，公司电影业务的稳定性将大大增强（解决了“大小年”问题），其主要增长点如下：

1、系列电影：《狄仁杰》是公司系列片的有益尝试，如果获得不错的口碑，公司计划借鉴《007》的成功经验，将《狄仁杰》打造成为中国的 007 系列。系列片的尝试还将包括前期票房不错影片，如风系列、非诚勿扰系列等。

2、合拍片：为应对公司影片的产能瓶颈（目前可以做到 6 部/年，其中大片 3-4 部/年的规模），公司将加大合拍片（公司作为非执行制片方，主要是财务投资）的投入，如 09 年的《功夫之王》、10 年的《新少林寺》等，合拍片的范围也将从目前的大陆和港台为主向海外扩展。

3、宣发业务：公司宣发团队有着丰富的市场经验和骄人战绩（成功案例包括《风声》、《全程热恋》等），并得到市场的充分认可，进入 10 年通过公司代理发行影片大幅上升（非公司投资影片），如《谍海风云》、《歌舞青春》等。该业务将成为未来稳定收入来源。

电视剧业务 均价稳步提升 网络版权价格大幅攀升

从电视剧市场容量分析，公司作为电视剧行业最具实力的竞争者之一，电视剧产品主要集中在黄金档销售，我国目前黄金档的电视剧容量为 7000-8000 集/年，随着黄金档时间的拉长（人们生活和工作节奏变化，晚 10 点以后的观众人数呈上升趋势），市场容量有望继续上升。在受益市场容量扩大的基础上，公司计划通过收购制片团队方式增加其市场份额。短期来看（2-3 年内），团队数量有望从 10 个发展到 12 个；长期来看（5-10 年内），有望发展到 20 个，市场份额达到 15% 左右。

从销售价格分析，国内电视剧销售价格逐年上升，媒体报道《三国》的销售价格为 267 万元/集（09 年销售最好的电视剧售价约为 140 万元/集）。公司电视剧售价一直高于黄金档市场均价，09 年公司销售均价为 90 万元左右/集，预计 10 年将达到 100 万元左右/集，价格稳步提升。

另外，10 年国内网络版权销售价格大幅攀升，市场最高售价超过 10 万元/集，公司均价也达到 3-5 万元/集（09 年均价仅为 3000 元/集），网络版权收入将成为公司新的利润增长点（没有成本增加，基本是纯利润），其价格仍有继续上升的趋势。

艺人经纪业务 实现三大业务板块协同效益的重要一环

从数量上看，截至 10 年一季度，公司艺人数量达到 92 人，公司的“百星计划”实现在即。从质量上看，公司拥有周迅、李冰冰、姚晨、张晗雨、黄晓明、王宝强等一线艺人，和众多颇具实力的二三线艺人，是国内首屈一指的艺人经纪公司。公司艺人经纪业务是实现三大业务板块协同效益的重要一环，一方面，影视业务能够为签约艺人提供宝贵的演艺机会，保证公司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，公司丰富的演艺人才储备又可以为公司影视业务提供知名演职人员，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。另外，收购音乐公司后，公司艺人结构更为丰富，艺人经纪收入来源也更加多元化，为打造影视歌三栖艺人打下良好基础。

内容为王时代的主要受益者

从 10 年情况看，公司业绩将呈前低后高（季节性因素），上半年业绩表现可能低于市场预期（有同比下降风险），但这并不会对全年业绩造成影响。我们预测，10-12 年 EPS 分别为，0.54 元、0.79 元、1.10 元。需要指出的是，未来随着公司在电影院和新媒体领域的布局完成，业绩增速仍



有望继续加快。

从行业角度分析，影视行业在我国属于朝阳行业，国内票房收入多年来一直保持 40%左右的复合增长率，而市场规模与美国相比仍有很大的提升空间，2010-2016 年我国电影市场规模、总票房收入、本土票房收入的年复合增长率有望分别达到 62%、56%、40%。另外，三网融合将带来渠道竞争加剧，这有利于影视等内容产业的价值提升，标志着内容为王时代的到来。

从公司角度分析，公司作为国内最优秀的影视公司之一，其电影业务收入和利润的复合增长率有望高于行业平均水平，谨慎起见（考虑电视剧业务的成长性略低于电影业务），我们预测，公司 11-16 年的业绩复合增长率为 60%。

从估值分析，高成长性公司用 PEG 估值更为合理，作为影视行业盈利能力最强的龙头企业，加之“华谊”的品牌价值，应给予一定的估值溢价，我们认为，公司的合理 PEG 水平为 1.2 倍，按 10 年 EPS0.54 元、未来复合增长率 60%测算，目标价 38.9 元（按 11 年业绩测算，动态 PE49 倍），首次给予买入评级。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	604.14	1208.04	1608.66	2130.38
主营收入增长率	47.6%	100.0%	33.2%	32.4%
净利润（百万）	84.56	179.73	266.93	372.63
净利润增长率	24.2%	114.9%	48.5%	39.6%
EPS（元）	0.25	0.54	0.79	1.11
PE	131	62	41	30



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

戴春荣：北方交通大学工学硕士，通信、传媒行业首席分析师，11 年证券研究经历，曾获《新财富》2006 年通信行业最佳分析师第二名、2007 年传媒行业最佳分析师入围、2009 年通信行业最佳分析师入围。

高 辉，首都经济贸易大学金融学硕士，通信、传媒行业分析师，5 年 IT 行业和 3 年证券行业从业经验，对移动互联网业务发展有深入研究，2009 年《新财富》通信行业最佳分析师入围。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。