

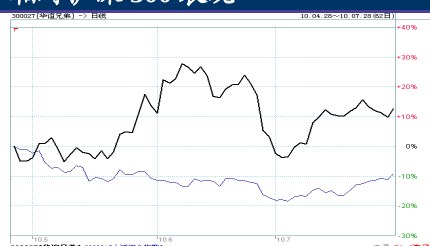
研究报告：华谊兄弟（300027）：传媒股中的茅台（四）

——《唐山大地震》奠定公司全年业绩基础

文化与传媒业——影视业

维持评级：长线买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
华谊兄弟	-3.74	12.72	20.61
沪深 300	4.66	-7.87	-23.5

市场数据 2010.7.28

当前价格（元）	34.47
52 周价格区间（元）	21.44-45.90
总市值（百万）	11582
流通市值（百万）	2895
总股本（万股）	336
流通股（万股）	84
日均成交额（百万）	128
近一月换手（%）	105.1

相关报告

2010.6.25 《华谊兄弟（300027）：传媒股中的茅台（三）——参股掌趣科技，思路清晰布局全娱乐》

2010-6-11 《华谊兄弟（300027）：传媒股中的茅台（二）——是捕捉一个大的潮汐，还是追逐每个细小的浪花？》

2010-4-28 《华谊兄弟（300027）：传媒股中的茅台（一）》

分析师

栾雪飞

执业证书编号 S0350210060002

电话：0755-83716973

邮件：luanxf@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师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。

- 《唐山大地震》将为公司全年业绩奠定重要基础，其票房表现也成为公司全年业绩能否超预期的关键看点：该片有望为公司贡献 5660-7360 万元的净利润，贡献每股收益 0.151-0.201 元；
- 公司影院建设如期进行：预计公司年内有望开设 3-5 家电影院，这将长期增强公司对影院终端的控制权；
- 公司网络视频业务 2010 年有望超出市场预期：网络版权收入将成为公司新的利润增长点，几乎没有增量成本，贡献的几乎都是纯利润。预计该部分 2010 年为公司贡献净利润 2000-3000 万元，增厚 EPS 0.06-0.09 元；
- 公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.479/0.772/1.094 元，当前股价对应 2010-2012 年 PE 分别为 72/44.7/31.5 倍。下半年《唐山大地震》、《非诚勿扰 2》、《狄仁杰》等电影票房仍存在超预期可能；网络视频版权销售和价格上升有望超预期；三网融合具体政策的陆续出台对内容提供商的利好。维持公司“买入”的投资评级。

预测指标	2008	2009	2010E	2011E
主营收入（百万元）	407.38	605.99	1258.86	1612
营业利润（百万元）	103.6	114.89	202.52	321.26
净利润（百万元）	84.02	86.17	151.88	240.95
摊薄每股收益（元）	0.25	0.26	0.479	0.772
摊薄每股净资产（元）	1.48	8.8	9.5	10.8
ROE（%）	27.4	5.7	12.32	14.28

公司下半年电影票房有望超出市场预期

公司 2010 年下半年陆续有《唐山大地震》、《狄仁杰之通天帝国》、《歌舞青春》等片上映，成为公司业绩可能超越市场预期的触发点。而《唐山大地震》将为公司全年业绩奠定重要基础，其票房表现也成为公司全年业绩能否超预期的关键看点。

广电总局消息，从 7 月 22 日零时至 7 月 25 日 24 点，《唐山大地震》首周末票房超过 1.6 亿元，创国产影片同期票房新高。综合考虑首周票房表现、7 月档期安排等各种因素，该片有望实现 5-6 亿元的票房，那么根据公司《招股说明书》里的合同约定，公司可以获得 5660-7360 万元的净利润，贡献每股收益 0.151-0.201 元。

表 1 《唐山大地震》票房预测（单位：亿元）

总票房	发行总收入	发行代理费	衍生收入（植入广告等）
5-6	2-2.4	0	0.3
华谊投资款（包括宣发费用）	中影投资款和固定收益	英皇投资款和固定收益	寰亚投资款和固定收益
0.68	0.066	0.066	0.066
浙江影视集团投资款和固定收益	唐山广电	扣除额	剩余收益
0.14	0.6*15%=0.09	0.968	1.192-1.592
华谊兄弟分得剩余收益（税前）	贡献净利润	贡献 EPS（元）	-
0.596-0.796	0.507-0.677	0.151-0.201	-

资料来源 国海证券研究所

表 2 公司 2010 年计划上映 8 部影片，电影市场份额呈攀升态势

名称	电影类型	导演	档期	业绩体现	票房预测（亿元）	备注
《歌舞青春》	中小制作	陈士争	暑期档	三季报	0.3	迪斯尼、SMG 合拍；陈士争是著名的华裔戏剧导演，曾把全本《牡丹亭》搬上美国林肯中心艺术节的舞台，还将《西游记》以摇滚歌剧的方式搬上欧美舞台
《唐山大地震》	大制作-执行制片	冯小刚	暑期档	三季报	5	-
《狄仁杰之通天帝国》	大制作-执行制片	徐克	国庆档	三季报	3	投资 2000 美元
《新少林寺》	大制作-非执行制片	陈木胜	贺岁档	年报	2	与英皇、中影合拍电影
《非诚勿扰 2》	大制作-执行制片	冯小刚	贺岁档	年报或 2011 一季报	2.5	投资 4000 万元
西风烈	中小制作	高群书	未知	年报	0.3	陈国富、高群书联合出品
合计					14.7	-

2010 年国内电影票房总额	83.7	
华谊兄弟市场份额	17.56%	

资料来源 国海证券研究所

公司影院建设如期进行

公司 2010 年 6 月份在重庆开建第一家影院——华谊兄弟重庆百联上海城影院,是全国第一家全 3D 厅和第一个拥有多媒体互动厅的影院,处于国际先进水平。预计公司年内有望开设 3-5 家电影院,这将长期增强公司对影院终端的控制权。

公司网络视频业务 2010 年有望超出市场预期

2010 年以来,网络视频版权费继续快速增长。据媒体报道,新版《红楼梦》版权被盛世骄阳以 20 万元/集的高价买下,给新媒体购买电视剧版权立了一个新的价格高地。公司电视剧均价也达到 3-5 万元/集(2009 年均价仅 3000 元/集),网络版权收入将成为公司新的利润增长点,几乎没有增量成本,贡献的几乎都是纯利润。预计该部分 2010 年为公司贡献净利润 2000-3000 万元,增厚 EPS0.06-0.09 元。

表 3 存量影视剧资产增值估算

渠道		价格	增值
网络视频		7-25 元/集	亿元甚至十亿元计
户外媒体	长途汽车	-	千万元计
	民航	-	千万元计
	酒店	-	千万元计
小计		-	十亿元计

资料来源 国海证券研究所

估值及投资评级

公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.479/0.772/1.094 元,当前股价对应 2010-2012 年 PE 分别为 75/46.6/32.9 倍。

我们认为市场存在如下利好因素可支持股价继续有良好表现:

1) 2010 年下半年将陆续有《唐山大地震》、《非诚勿扰 2》、《狄仁杰》等电影上映, 尽管市场已经给予了很高的预期, 但是票房仍然存在超预期的可能;

2) 三网融合具体政策和细则陆续出台, 公司作为民营影视娱乐行业龙头有望受益;

3) 网络版权价格进一步提高、申请免税等优惠政策, 也都将成为公司业绩超预期的催化剂, 从而带来阶段性交易机会。

维持公司“买入”的投资评级。

表 3 公司 2010-2012 年盈利预测

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入							
电视剧及衍生	收入(元)	82,773,900.00	107,589,300.00	279,911,383.60	466,860,000.00	565,000,000.00	687,500,000.00
	YOY		29.98%	160.17%	66.79%	21.02%	21.68%
电影及衍生	收入(元)	106,065,000.00	229,759,300.00	201,593,452.38	624,000,000.00	837,000,000.00	1,339,000,000.00
	YOY		116.62%	-12.26%	209.53%	34.13%	59.98%
艺人经纪及相关服务	收入(元)	27,939,700.00	70,027,500.00	124,489,548.63	168,000,000.00	210,000,000.00	238,000,000.00
	YOY		150.64%	77.77%	34.95%	25.00%	13.33%
音乐	收入(元)			2,142.00	4,000.00	5,500.00	6,050.00
	YOY				86.74%	37.50%	10.00%
小计	收入(元)	216,778,600.00	407,376,100.00	605,994,384.61	1,258,860,000.00	1,612,000,000.00	2,264,500,000.00
	YOY		87.92%	48.76%	107.73%	28.05%	40.48%
营业成本							
电视剧及衍生(元)		51,326,429.06	65,846,865.90	173,655,285.70	270,778,800.00	310,750,000.00	343,750,000.00
电影及衍生(元)		68,988,613.64	111,496,950.83	109,233,063.93	338,208,000.00	451,980,000.00	723,060,000.00
艺人经纪及相关服务(元)		7,206,262.84	13,626,101.21	46,420,727.36	62,160,000.00	76,650,000.00	85,680,000.00
音乐(元)		-	-	-	-	3,290.00	3,620.00
小计		127,521,305.54	190,969,917.94	329,309,076.99	671,146,800.00	839,383,290.00	1,152,493,620.00
主营业务利润							
电视剧及衍生	金额(元)	31,447,476.04	41,742,410.27	106,256,097.9	196,081,200.0	254,250,000.0	343,750,000.0
	YOY	-	32.74%	154.55%	84.54%	29.67%	35.20%
电影及衍生	金额(元)	37,076,421.85	118,262,339.52	92,360,388.5	285,792,000.0	385,020,000.0	615,940,000.0
	YOY	-	218.97%	-21.90%	209.43%	34.72%	59.98%
艺人经纪及相关服务	金额(元)	20,733,442.44	56,401,371.57	78,068,821.3	105,840,000.0	133,350,000.0	152,320,000.0
	YOY	-	172.03%	38.42%	35.57%	25.99%	14.23%
音乐	金额(元)	-	-	-	11,470,000.0	22,100,000.0	24,300,000.0
	YOY	-	-	-	-	92.68%	9.95%
小计	金额(元)	89,257,340.3	216,406,121.4	276,685,307.6	599,183,200.0	794,720,000.0	1,136,310,000.0
	YOY		142.45%	27.85%	116.56%	32.63%	42.98%

毛利率							
电视剧及衍生(%)	37.99	38.8	37.96	42	45	50	
电影及衍生(%)	34.96	51.47	45.82	45.8	46	46	
艺人经纪及相关服务(%)	74.21	80.54	62.71	63	63.5	64	
音乐(%)	-	30.2	22.3	39.6	40.20	40.20	
综合毛利率(%)	45.7	53.7	46.25	47.60	49.30	50.18	
营业税金及附加	8,454,365.40	15,072,915.70	26,481,954.61	56,648,700.00	72,540,000.00	101,902,500.00	
营业税金及附加比率	3.90%	3.70%	4.37%	4.50%	4.50%	4.50%	
三项费用							
销售费用	金额(元)	26,744,897.67	63,136,206.41	88,322,033.16	254,289,720.00	280,488,000.00	394,023,000.00
	营收占比(%)	11.39	15.42	14.62	20.2	17.4	17.4
管理费用	金额(元)	13,110,652.07	25,591,192.30	36,531,948.25	79,811,724.00	102,039,600.00	142,663,500.00
	营收占比(%)	5.58	6.25	6.05	6.34	6.33	6.3
财务费用	金额(元)	3,447,712.12	9,005,438.69	10,456,912.18	1,258,860.00	8,060,000.00	22,645,000.00
	营收占比(%)	1.47	2.2	1.73	0.1	0.5	1
期间费用	金额(元)	43,303,261.86	97,732,837.40	135,310,893.59	335,360,304.00	390,587,600.00	559,331,500.00
	营收占比(%)	18.44	23.87	22.4	26.64	24.23	24.7
营业利润	金额(元)	37,499,713.07	103,600,368.26	114,892,459.42	207,174,196.00	331,592,400.00	475,076,000.00
	YOY	-	176.27%	10.90%	80.32%	60.05%	43.27%
	营业利润率	17.30%	25.43%	18.96%	16.46%	20.57%	20.98%
利润总额		37,499,713.07	103,600,368.26	114,892,459.42	207,174,196.00	331,592,400.00	475,076,000.00
所得税		74,999.43	19,580,469.60	28,723,114.86	51,793,549.00	82,898,100.00	118,769,000.00
所得税率(%)		0.20	18.90	25.00	25.00	25.00	25.00
净利润	金额(元)	37,424,713.64	84,019,898.66	86,169,344.57	155,380,647.00	248,694,300.00	356,307,000.00
	YOY	-	124.50%	2.56%	80.32%	60.05%	43.27%
	净利润率(%)	17.26	20.62	14.22	12.34	15.43	15.73
归属母公司股东的净利润	金额(元)	37,424,713.64	84,019,897.41	86,169,344.54	155,380,646.20	248,694,299.40	356,306,999.57
	YOY	-	124.50%	2.56%	80.32%	60.05%	43.27%
	净利润率(%)	17.26	20.62	49.62	57.38	80.03	103.65
EPS(不计掌趣投资收益)		0.111	0.250	0.256	0.462	0.739	1.061
EPS(计入掌趣的投资收益)		0.111	0.250	0.256	0.479	0.772	1.094
总股本(股)		336000000	336000000	336000000	336000000	336000000	336000000

资料来源 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

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。

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。

免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。