



研究报告: 华谊兄弟 (300027): 传媒股中的茅台 (五)

——网络视频版权销售有望持续提升公司盈利能力

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	22.34	23.86	25.89
沪深 300	14.40	-5.49	-22.38

市场数据 2010.8.3

当前价格 (元)	34.45
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)	134
近一月换手 (%)	108.18

相关报告

2010-7-28《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》
 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《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。

- 公司网络视频业务有望持续提升公司盈利能力: 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。8 月 2 日酷 6 购买了华谊兄弟 2010 年新剧作的全部版权, 假设公司每集电视剧售价 5 万元, 将产生 5 万元*495 集=2475 万元的版权销售收入。这还不包括销售给其他门户网站的版权收入。增厚公司 2010 年每股收益 0.0632 元;
- 我们上调公司 2010-2012 年 EPS 到 0.526/0.869/1.236 元, 当前股价对应 2010-2012 年 PE 分别为 65.5/39.6/27.9 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	1288.86	1672
营业利润 (百万元)	103.6	114.89	227.83	374.35
净利润 (百万元)	84.02	86.17	170.87	280.76
摊薄每股收益 (元)	0.25	0.26	0.526	0.869
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

公司网络视频业务 2010 年有望超出市场预期

8 月 2 日，酷 6 网与华谊达成深度战略合作，华谊旗下 10 家工作室，2010 年新出品电视剧的新媒体版权将全部授予酷 6，酷 6 网将成为华谊的视频网站独家播放平台。这是酷 6 网继 5 月 20 日宣布与国内最大的民营影视制作公司海润影视达成战略合作之后的第二次动作。

酷 6 网将为华谊开辟“华谊专场”，频道将网罗华谊的所有经典热播剧。代表剧目包括电视剧版《风声》、《大时代》、《倚天屠龙》、《追捕》等近 600 集新剧。同时，2010 年华谊计划拍摄的各类题材剧也将放在“华谊专场”与网友见面。

华谊新剧的视频官网也将落户酷 6 网，酷 6 网将为华谊旗下所有新剧建立视频官网。这是华谊第一次将旗下所有工作室的新作品统一交由一家新媒体网站合作，双方将为视频媒体与传统影视媒体跨平台牵手协作创造合作典范。

我们认为：此次酷 6 网与华谊达成的深度战略性合作，是基于双方对各自品牌和经营理念的认知，华谊旗下新剧将在酷 6 网平台上获得全方位推广，这不论对视频行业与影视公司的深入合作，还是为视频网站自身健康发展，都将起到示范作用。

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。

公司盈利增厚预测：假设公司每集电视剧售价 5 万元，将产生 5 万元*495 集=2475 万元的版权销售收入。这还不包括销售给其他门户网站的版权收入。增厚公司 2010 年每股收益 0.0632 元。

表 1 公司 2010 年电视剧业务

工作室名称	项目名称	计划集数
张纪中	《兵圣》	41

李波	《复婚》	30
	《风声》	30
葛卫东	《我的母亲我的家》	40
郝琳	《追捕》	30
	《英雄荣耀》	30
杨善朴（金泽）	《幸福急转弯》	30
	《从一到无穷大》	30
易为平	《梦想光荣》	30
	《新太极宗师》	30
庄立奇（天奇）	《南下南下》	32
	《夫妻那点事》	28
	《钢魂》	30
吴晓（时代春天）	《拯救女兵司徒慧》	30
吴毅（天意）	《理发师》	28
	《爱上女主播》	26
合计		495 集（16 部）

资料来源 公司年报

三网融合有望在下半年反复刺激公司股价表现

我们反复强调，三网融合是一个中长期投资主题，但是华谊兄弟作为三网融合产业链中的内容提供商之一，有望最大化受益，这从初期网络视频版权价值的飙升已经得到了初步印证。后期，随着 12 个试点城市试点方案的陆续出台，内容提供方的价值将体现的更加清楚。预计三网融合将在下半年反复刺激公司股价表现。

估值及投资评级

我们上调公司 2010-2012 年 EPS 从原来的 0.479/0.772/1.094 元到 0.509/0.836/1.203 元(不计掌趣投资收益)，0.526/0.869/1.236 元（计入掌趣投资收益），当前股价对应 2010-2012 年 PE 分别为 65.5/39.6/27.9 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最大化受益;

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 2 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%
网络视频	收入(元)				30,000,000.00	60,000,000.00	90,000,000.00
	YOY					100.00%	50.00%
小计	收入(元)	216,778,600.00	407,376,100.00	605,996,526.61	1,288,864,000.00	1,672,005,500.00	2,354,506,050.00
	YOY		87.92%	48.76%	112.69%	29.73%	40.82%
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
网络视频(元)					495.00	550.00	600.00
小计		127,521,305.54	190,969,917.94	329,309,076.99	671,147,295.00	839,383,840.00	1,152,494,220.00
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%
网络视频	金额(元)				29,999,505.0	59,999,450.0	89,999,400.0
	YOY					100.00%	50.00%
小计	金额(元)	89,257,340.3	216,406,121.4	276,685,307.6	629,182,705.0	854,719,450.0	1,226,309,400.0
	YOY		142.45%	27.85%	127.40%	35.85%	43.48%

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(%)						401818.18	401652.89
网络视频(%)						99.99%	99.99%
综合毛利率(%)		45.7	53.7	46.25	48.82	51.12	52.08
营业税金及附加		8,454,365.40	15,072,915.70	26,482,048.21	57,998,880.00	75,240,247.50	105,952,772.25
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	260,350,528.00	290,928,957.00	409,684,052.70
	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	81,713,977.60	105,837,948.15	148,333,881.15
	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	1,288,864.00	8,360,027.50	23,545,060.50
	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	343,353,369.60	405,126,932.65	581,562,994.35
	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	114,892,365.82	227,830,455.40	374,352,269.85	538,793,633.40
	YOY		176.27%	10.90%	98.30%	64.31%	43.93%
	营业利润率	17.30%	25.43%	18.96%	17.68%	22.39%	22.88%
利润总额		37,499,713.07	103,600,368.26	114,892,459.42	227,830,455.40	374,352,269.85	538,793,633.40
所得税		7,499,942.61	19,580,469.60	28,723,114.86	56,957,613.85	93,588,067.46	134,698,408.35
所得税率(%)		20.00	18.90	25.00	25.00	25.00	25.00
净利润	金额(元)	29,999,770.46	84,019,898.66	86,169,344.57	170,872,841.55	280,764,202.39	404,095,225.05
	YOY		180.07%	2.56%	98.30%	64.31%	43.93%
	净利润率(%)	17.26	20.62	14.22	13.26	16.79	17.16
归属母公司股东的净利润	金额(元)	29,999,770.46	84,019,898.66	86,169,344.57	170,872,841.55	280,764,202.39	404,095,225.05
	YOY		180.07%	2.56%	98.30%	64.31%	43.93%
	净利润率(%)	17.26	20.62	49.62	63.10	90.35	117.55
EPS(不计掌趣投资收益)		0.089	0.250	0.256	0.509	0.836	1.203
EPS(计入掌趣投资收益)		0.089	0.250	0.256	0.526	0.869	1.236
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。