

档期因素致上半年收入下滑，下半年业绩集中释放

华谊兄弟 (300027)
评级: 买入 (维持)
股价: 34.97 元
跟踪报告

2010 年 08 月 19 日 星期四

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142
 010-59707103
 kzy@longone.com.cn
 通信及传媒

联系人: 郑永双
 010-59707120
 zhengys@longone.com.cn
 传媒

联系人: 顾颖
 021-50586660-8638
 dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	3.36
流通股本(亿股)	0.84
总市值(亿元)	117.50
流通市值(亿元)	29.37

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	2.3	-5.4
3 个月	19.4	15.0
6 个月	40.5	52.1

个股相对上证综指走势图


相关报告
投资要点

- **业绩较大幅度下滑，在预期之内。**10 年上半年公司实现营业收入 2.03 亿元，同比下降 22.29%，营业利润 1332 万元，同比下降 67.3%，实现净利润 2828 万元，同比下降 11.71%，对应摊薄后每股收益 0.08 元，二季度实现营业收入 1.02 亿元，同比下降 7.9%，环比增长 2.4%，实现净利润 1819 万元，同比增长 111.2%，环比增长 168.2%，对应每股收益 0.05 元。上半年净利润下滑大幅低于营业利润下滑幅度，主要因为公司上半年获得政府补助 742 万元及部分版权诉讼赔偿，同时二季度华谊经纪获得所得税返还 1023 万元。营业收入及营业利润较大幅度下滑的主要原因有两方面：(1)公司业务受影视片档期、制作发行计划影响与去年差异较大。09 年上半年形成收入的电影有 3 部，电视剧 4 部，10 年上半年形成收入的电影有 2 部，电视剧 3 部，且缺少 09 年上半年《非诚勿扰》、《我的团长我的团》等大制作，致使收入同比减少；(2)公司业务规模快速扩大，销售管理费用上升较快。10 年公司新增了影院业务，人员数量达到 450 人（同比增长 38%），同时 10 年计划投入制作的影视剧数量大幅增长，发行推广及工资费用有所增加，使得 10 年上半年销售费用率和管理费用率上升到 27.2% 和 12.6%，分别增长 13 个百分点和 7 个百分点，压低了营业利润率。
- **艺人经纪业务增长超预期，影视剧收入下半年会集中放量。**上半年公司艺人经纪收入 6055 万元，同比增长 35.8%，旗下艺人达到 100 名，收入增长超出我们的预期（15%），预计下半年仍将维持良好增长势头；影视剧收入会在下半年集中放量，相比上半年 2 部电影 3 部电视剧，下半年将有 5-6 部电影和 9 部电视剧贡献收入，上映电影中更是有《唐山大地震》、《狄仁杰之通天帝国》和《非诚勿扰 2》三部商业大片，预计业绩同比会大幅增长，单以近日上映的《唐山大地震》为例，票房收入破 6 亿已是大概率事件，加上贴片广告与其他衍生收入，单片对 EPS 的贡献大概在 0.20 元-0.25 元之间，对全年业绩起到强劲的支撑作用。
- **公司核心竞争力突出，确定性受益于三网融合及中国电影市场的繁荣。**当前影视剧投资已然过热，投资很多，能够盈利的却不多，公司作为少数能够在影视剧制作发行领域保持快速增长且持续盈利的企业，主要得益于在内容制作方面精耕细作多年，积累了丰富、宝贵的人才和经验，这种长期形成的门槛是新进入者在中短期内很难跨越的，在国家全面推进三网融合，电影市场保持高速增长（09 年 62 亿元，预计 10 年达 100 亿元）的背景下，我们认为公司能够更多的受益于政策的推动和行业的成长，上市后借助资本市场的力量（上半年已经开始向手机游戏，音乐，影院等领域拓展），结合自身机制上的优势，有望成为中国的时代华纳。
- 预计 2010-2011 年每股收益分别为 0.50 元、0.73 元，动态市盈率为 70x、48x。考虑到公司影视剧收入存在超预期可能，维持公司“买入”的投资评级。

主要财务指标					
	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	234.8	409.3	604.1	1,045.0	1,315.0
营业收入增长率 (%)	88.8%	74.4%	47.6%	73.0%	25.8%
营业利润 (百万元)	53.4	85.9	101.6	198.4	317.9
营业利润增长率 (%)	167.7%	60.7%	18.3%	95.1%	60.3%
净利润 (百万元)	58.2	68.1	84.6	167.5	243.7
净利润增长率 (%)	147.2%	16.9%	24.3%	98.0%	45.5%
营业利润率 (%)	22.8%	21.0%	16.8%	19.0%	24.2%
每股收益 (元)	0.17	0.20	0.25	0.50	0.73
每股净资产 (元)	0.46	0.74	0.99	1.49	2.21
PE (X)	201.7	172.6	138.9	70.2	48.2
PB (X)	75.7	47.4	35.3	23.5	15.8
ROE (%)	37.5%	27.4%	25.4%	33.5%	32.8%

表 1. 华谊兄弟 10 年上半年及二季度业绩对比

百万元	1-2Q2009	1-2Q2010	YoY	2Q2009	2Q2010	YoY	1Q2010	2Q2010	QoQ
营业收入	260.65	202.57	-22.3%	111.21	102.47	-7.9%	100.10	102.47	2.4%
增长率	NA	-22.3%	NA	NA	-7.9%	NA	-33.0%	-7.9%	25.2%
毛利率	47.0%	49.7%	2.7%	46.8%	44.8%	-1.9%	54.8%	44.8%	-9.9%
营业成本	138.09	101.80	-26.3%	59.19	56.51	-4.5%	45.29	56.51	24.8%
营业税金及附加	11.02	9.66	-12.3%	5.70	5.12	-10.2%	4.54	5.12	12.6%
期间费用率	22.4%	37.3%	15.0%	21.7%	34.6%	12.9%	40.2%	34.6%	-5.6%
销售费用	36.41	55.00	51.0%	12.43	25.50	105.2%	29.50	25.50	-13.6%
销售费用率	14.0%	27.2%	13.2%	11.2%	24.9%	13.7%	29.5%	24.9%	-4.6%
管理费用	14.84	25.51	71.9%	8.18	13.42	64.1%	12.09	13.42	11.0%
管理费用率	5.7%	12.6%	6.9%	7.4%	13.1%	5.7%	12.1%	13.1%	1.0%
财务费用	7.09	-4.87	-168.6%	3.47	-3.48	-200.1%	-1.39	-3.48	149.7%
财务费用率	2.7%	-2.4%	-5.1%	3.1%	-3.4%	-6.5%	-1.4%	-3.4%	-2.0%
资产减值损失	9.33	2.07	-77.8%	8.89	0.85	-90.4%	1.22	0.85	-29.7%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA
投资净收益	-3.16	-0.04	-98.7%	-1.98	-0.03	-98.7%	-0.01	-0.03	83.9%
营业利润	40.71	13.32	-67.3%	11.37	4.48	-60.6%	8.84	4.48	-49.3%
增长率	NA	-67.3%	NA	NA	-60.6%	NA	-69.9%	-60.6%	9.3%
营业利润率	15.6%	6.6%	-9.0%	10.2%	4.4%	-5.9%	8.8%	4.4%	-4.5%
加: 营业外收入	2.61	12.04	362.1%	1.80	6.84	279.4%	5.20	6.84	31.5%
减: 营业外支出	0.11	2.22	2003.9%	0.10	1.40	1276.5%	0.82	1.40	71.3%
利润总额	43.21	23.14	-46.5%	13.07	9.92	-24.1%	13.22	9.92	-25.0%
减: 所得税	11.58	-3.75	-132.4%	4.86	-7.54	-255.3%	3.79	-7.54	-298.9%
实际所得税率	26.8%	-16.2%	-43.0%	37.1%	-76.0%	-113.2%	28.7%	-76.0%	-104.7%
净利润	31.63	26.89	-15.0%	8.22	17.46	112.5%	9.43	17.46	85.3%
减: 少数股东损益	-0.39	-1.39	NA	-0.39	-0.73	NA	-0.66	-0.73	10.1%
归属母公司净利润	32.03	28.28	-11.7%	8.61	18.19	111.2%	10.09	18.19	80.3%
增长率	NA	-11.7%	NA	NA	111.2%	NA	-56.9%	111.2%	168.2%
净利润率	12.3%	14.0%	1.7%	7.7%	17.8%	10.0%	10.1%	17.8%	7.7%
每股收益 (元)	0.10	0.08	-11.7%	0.03	0.05	111.2%	0.03	0.05	80.3%

资料来源: 东海证券研究所, WIND

表 2. 华谊兄弟 10 年影片公映计划 (绿色部分为下半年公映影片)

公映电影名称 (暂定)	公映档期
《全城热恋》	2010年春节档
《谍海风云》	
《唐山大地震》	2010年暑期档
《歌舞青春》	
《线人》	
《狄仁杰之通天帝国》	2010年国庆档
《西风烈》	2010年第四季度
《非诚勿扰2》	2010年贺岁档或 2011年春节档

资料来源: 东海证券研究所, 公司资料

表 3. 华谊兄弟盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	124.3	234.8	409.3	604.1	1,045.0	1,315.0	74.4%	47.6%	73.0%	25.8%
增长率		88.8%	74.4%	47.6%	73.0%	25.8%	-14.5%	-26.8%	25.4%	-47.1%
电影	61.6	106.1	229.8	201.6	420.0	581.0	116.6%	-12.3%	108.3%	38.3%
电视剧	24.1	82.8	107.6	279.9	460.0	552.0	30.0%	160.2%	64.3%	20.0%
艺人经纪及服务	38.7	27.9	70.0	124.5	165.0	182.0	150.6%	77.8%	32.5%	10.3%
综合毛利率	37.9%	45.7%	53.7%	46.3%	47.1%	46.6%	8.1%	-7.5%	0.9%	-0.5%
营业成本	77.2	127.5	189.4	324.7	552.6	702.0	48.5%	71.5%	70.2%	27.0%
营业税金及附加	4.7	9.0	15.1	26.4	38.7	48.7	66.4%	75.4%	46.4%	25.8%
期间费用率	17.6%	18.4%	23.9%	22.4%	25.3%	19.5%	5.4%	-1.5%	2.9%	-5.8%
销售费用	14.3	26.7	63.1	88.3	188.1	182.8	136.1%	39.9%	113.0%	-2.8%
销售费用率	11.5%	11.4%	15.4%	14.6%	18.0%	13.9%	4.0%	-0.8%	3.4%	-4.1%
管理费用	6.6	13.1	25.6	36.5	73.2	69.7	95.2%	42.6%	100.4%	-4.7%
管理费用率	5.3%	5.6%	6.3%	6.0%	7.0%	5.3%	0.7%	-0.3%	1.0%	-1.7%
财务费用	0.9	3.4	9.0	10.5	3.1	3.9	161.2%	16.0%	-70.0%	25.8%
财务费用率	0.7%	1.5%	2.2%	2.1%	0.3%	0.3%	0.7%	-0.1%	-1.8%	0.0%
资产减值损失	0.7	1.5	20.0	13.4	3.0	5.0	1255%	-33.0%	-77.6%	66.7%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA
投资净收益	0.0	0.0	(1.3)	(2.7)	12.0	15.0	NA	109.6%	-541.2%	25.0%
营业利润	20.0	53.4	85.9	101.6	198.4	317.9	60.7%	18.3%	95.1%	60.3%
增长率		167.7%	60.7%	18.3%	95.1%	60.3%	-107.0%	-42.4%	76.8%	-34.9%
营业利润率	16.1%	22.8%	21.0%	16.8%	19.0%	24.2%	-1.8%	-4.2%	2.2%	5.2%
加: 营业外收入	3.1	4.9	4.2	15.5	15.0	10.0	-15.0%	271.5%	-3.0%	-33.3%
减: 营业外支出	0.0	0.0	6.1	1.7	4.0	3.0	NA	-72.8%	141.0%	-25.0%
利润总额	23.1	58.3	83.9	115.5	209.4	324.9	43.9%	37.5%	81.3%	55.2%
减: 所得税	(0.5)	0.1	15.9	31.4	41.9	81.2	NA	98.0%	33.2%	94.0%
实际所得税率	-2.0%	0.2%	18.9%	27.2%	20.0%	25.0%	18.8%	8.3%	-7.2%	5.0%
净利润	23.6	58.2	68.1	84.0	167.5	243.7	16.9%	23.4%	99.3%	45.5%
减: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	(0.6)	0.0	0.0	NA	NA	-100.0%	NA
归属母公司净利润	23.6	58.2	68.1	84.6	167.5	243.7	16.9%	24.3%	98.0%	45.5%
增长率		147.2%	16.9%	24.3%	98.0%	45.5%	-130.3%	7.4%	73.7%	-52.5%
净利润率	19.0%	24.8%	16.6%	14.0%	16.0%	18.5%	-8.2%	-2.6%	2.0%	2.5%
每股收益(元)	0.07	0.17	0.20	0.25	0.50	0.73	16.9%	24.3%	98.0%	45.5%

资料来源: 东海证券研究所, WIND

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务及通信设备业、广电服务及新闻广电业研究, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2009年7月加盟东海证券研究所。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122