

研究报告：华谊兄弟（300027）中报点评：传媒股中的茅台（六）——短期波澜不惊，长期蕴藏张力

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	3.77	17.35	22.36
沪深 300	12.28	5.99	-7.4

市场数据 2010.8.18

当前价格（元）	34.97
52 周价格区间（元）	21.44-45.90
总市值（百万）	11750
流通市值（百万）	2937
总股本（万股）	336
流通股（万股）	84
日均成交额（百万）	172.77
近一月换手（%）	135.41

相关报告

2010-8-3《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》
 2010-7-28《传媒股中的茅台（四）——《唐山大地震》奠定公司全年业绩》
 2010-6-25《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。

- 影视剧档期因素是导致上半年收入利润同比略降的主要原因。公司上半年实现营业收入 20,256.74 万元，同比下降 22.29%；营业利润 1,332.04 万元，同比下降 67.28%；利润总额 2,313.77 万元，同比下降 46.46%；归属上市公司普通股股东的净利润 2,827.67 万元，同比下降 11.71%；每股收益 0.08 元，同比下降 38.46%；加权平均净资产收益率 1.91%，同比下降 10.22 个百分点；每股经营活动现金净流量-0.49 元，同比下降 712.50%；
- 自建影院导致的销售费用、管理费用上升、华谊视觉商誉计提减值准备带来的资产减值损失拖累了公司上半年业绩；
- 政府补贴、盗版诉讼赔偿等营业外收入和时代经纪公司的所得税减免为公司利润锦上添花；
- 短期业绩波澜不惊，已被市场充分预期；2010 年全年公司业绩也已基本奠定；三季报业绩同比增长将非常显著；
- 长期发展蕴藏张力，内生动力和外生动力兼备。固然公司股票三季度面临解禁压力，然而公司身处黄金成长周期初期的电影业，积极而稳健的介入网络视频、音乐、网游等行业布局全娱乐，这都将成为公司源源不断的超出市场预期，从大行业中的小公司成长为大公司的长期有利因素；
- 预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.526/0.869/1.236 元，当前股价对应 2010-2012 年 PE 分别为 66.5/40.2/28.3 倍。下半年《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

影视剧档期因素导致上半年收入利润同比略降

报告期内，公司实现营业收入 20,256.74 万元，比上年同期下降 22.29%；实现营业利润 1,332.04 万元，比上年同期下降 67.28%；实现利润总额 2,313.77 万元，比上年同期下降 46.46%；归属于上市公司普通股股东的净利润 2,827.67 万元，比上年同期下降 11.71%；基本每股收益 0.08 元，比上年同期下降 38.46%；加权平均净资产收益率 1.91%，比上年同期下降 10.22 个百分点；每股经营活动产生的现金净流量为 -0.49 元每股，比上年同期下降 712.50%，主要是公司业务规模扩大，对经营性项目投资增加所致，以及电影片、电视片档期、制作及发行安排因素的影响。

公司营业收入、营业利润、利润总额及归属于上市公司普通股股东净利润较上年同期下降的主要原因是：影视业务较上年同期相比收入下降，主要是受影视片档期、制作及发行因素的影响。

——2009 年同期上映的影片为 3 部，分别为《非诚勿扰》、《游龙戏凤》及《拉贝日记》，实现票房分账及版权销售收入 6588.94 万元，实现衍生收入 699.93 万元；而 2010 年上半年上映影片为《全城热恋》、《谍海风云》2 部，实现票房分账及版权销售收入 4341.05 万元，实现衍生收入 1682.21 万元。

表 1 单部影片收入情况

单部影片	报告期	票房分账及版权销售收入	衍生收入	合计
非诚勿扰	2009.1-6	3138.95	479	3617.95
游龙戏凤		2844.04	-	2844.04
拉贝日记		399.02	-	399.02
全城热恋	2010.1-6	2532.85	20	2552.85
谍海风云		1589.15	-	1589.15

资料来源 公司公告

表 2 公司 2010 年计划上映 8-9 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
《全城热恋》	中小制作	夏永康	2010 春节档	中报	1	

《谍海风云》	非执行制片	米凯尔	暑期档		0.3	
《歌舞青春》	中小制作	陈士争		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
《线人》	中小制作	林超贤				
《唐山大地震》	大制作-执行制片	冯小刚			6	-
《狄仁杰之通天帝国》	大制作-执行制片	徐克	国庆档		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					15.4	-
2010 年国内电影票房总额					83.7	-
华谊兄弟市场份额					18.4%	-

资料来源 国海证券研究所

——2010 年上半年，公司实现销售收入的电视剧主要为《南下南下》、《复婚》、《谍变 1939》3 部。相比 2009 年上半年主要实现收入的四部电视剧而言量少 1 部，且缺乏与《我的团长我的团》比肩的制作。2010 年全年预计实现收入的电视剧为 12 部、377 集。

表 3 电视剧收入情况

项目	2010.1-6	2009.1-6	变动
报告期新增发行部数	2	3	-1
报告期实现发行收入的部数	22	16	6
当期实现收入	8101.79	14492.44	-44.1%
报告期主要实现收入的电视剧	南下南下 复婚 谍变 1939	我的团长我的团 望族 黑玫瑰 最后的 99 天	-

资料来源 公司公告

表 4 公司 2010 年全年的电视剧制作情况与预计发行情况

工作室名称	项目名称	计划集数
张纪中	1、《兵圣》	41
李波	2、《复婚》	30
	3、《风声传奇》	30
葛卫东	4、《我的母亲我的家》	40
郝琳	5、《追捕》	30

	6、《英雄荣耀》	30
杨善朴（金泽）	《幸福急转弯》	30
	7、《大时代》，原名《从一到无穷大》	30
易为平	8、《光荣梦想》	30
	《新太极宗师》	30
庄立奇（天奇）	9、《南下南下》	32
	《夫妻那点事》	28
	《钢魂》	30
吴晓（时代春天）	10、《拯救女兵司徒慧》	30
吴毅（天意）	11、《理发师》	28
	12、《爱上女主播》	26
合计		495 集（16 部）

资料来源 公司年报

艺人经纪及相关业务与上年同期相比稳定上升。截止报告期末，公司签约艺人数量达到 100 人，比 2009 年一季度增加了 8 人。

影院投资业务正常运转。已建成投入运营的影院为 2 家（包括位于重庆百联上海城购物中心的影院和位于北京望京华彩商业中心的影院（参股），在建影院为 1 家。

自建影院、商誉计提减值准备拖累公司上半年业绩

公司业务规模不断扩大，尤其是自建影院支出较大，导致营业费用与管理费用相应上升较快。其中销售费用 5500 万元，同比增长 51.05%；管理费用 2554 万元，同比增长 72.11%。

资产减值损失：报告期内公司资产减值损失为 2,069.13 万元，同比下降 77.81%，主要是因为上年同期计提了对华谊视觉传媒广告公司长期股权投资减值 934.37 万元。

营业外收入和所得税减免为公司利润锦上添花

营业外收入：报告期内，公司营业外收入 1,203.57 万元，比上年同期增长 361.96%，主要是因为公司报告期内的相关政府奖励、奖金、补助及版权诉讼赔偿及和解费所致。

所得税费用：公司上半年所得税费用-375.37 万元，比上年同期下

降 132.42%，主要因为公司利润总额比上年同期下降；全资子公司时代文化经纪有限公司于 2010 年 5 月 27 日获得北京朝阳国税《企业所得税减免税批复》。批复同意时代文化经纪有限公司自 2009 年 1 月 1 日至 2009 年 12 月 31 日享受政府鼓励的新办文化企业免征企业所得税优惠政策。收到减免企业所得税款项 1,023.27 万元。

短期业绩波澜不惊

上半年公司业绩波澜不惊，已经被市场充分预期；2010 年全年公司业绩也已基本奠定。这主要源于两个原因：第一，今年公司全娱乐布局动作不断，积极进入音乐、手机游戏、影院建设、网络视频等新媒体娱乐领域，在逐步解决季节性波动，稳定现金流的同时，也使得公司各项业务并非简单的齐头并进，而是协同受益；第二，冯小刚《唐山大地震》不负众望，撑起全年业绩。

三季报业绩同比增长将非常显著。初步估算，如果仅考虑暑期档的四部电影《唐山大地震》（前篇报告预测增厚公司 2010 年每股收益 0.151-0.201 元）、《狄仁杰》、《线人》、《歌舞青春》和网络视频出售给酷 6（上篇报告预测增厚公司 2010 年每股收益 0.0632 元）这两项业务对每股收益的贡献，至少在 0.3 元以上，而 2009 年三季度每股收益仅为 0.03 元，同比增长将非常显著。

表 5 公司单季度主要财务指标

	2008Q4	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2
单季度财务指标						
单季度.每股收益(元)	0.2112	0.0683	0.0296	0.2905	0.06	0.0541
单季度.销售毛利率(%)	56.73	46.78	45.49	45.72	54.76	44.85
单季度.销售净利率(%)	14.94	7.39	4.58	18.05	9.42	17.04
单季度.净资产收益率 ROE(%)	10.73	3.08	1.32	5.53	0.68	1.24
单季度.总资产净利率 ROA(%)	4.79	1.22	0.47	4.02	0.55	1
单季度财务摘要						
单季度.营业总收入(元)	178,147,231.65	111,211,933.26	71,647,231.69	271,836,119.55	100,098,263.37	102,469,109.67
单季度.营业总成本(元)	142,055,971.12	97,859,847.98	66,595,453.45	216,448,324.14	91,247,221.28	97,963,409.93
单季度.营业收入(元)	178,147,231.65	111,211,933.26	71,647,231.69	271,836,119.55	100,098,263.37	102,469,109.67
单季度.营业利润(元)	35,306,215.15	11,373,097.84	4,994,790.34	55,884,512.62	8,836,954.03	4,483,415.51
单季度.利润总额(元)	37,295,280.86	13,073,857.48	5,520,720.59	66,670,083.25	13,219,488.89	9,918,211.82

单季度.净利润(元)	26,616,441.53	8,217,356.01	3,280,740.27	49,060,418.21	9,426,603.08	17,464,793.36
单季度.归属母公司股东的净利润(元)	26,616,441.53	8,611,668.48	3,727,579.05	48,796,266.76	10,088,253.97	18,188,400.13
单季度.经营活动产生的现金流量(元)	-38,022,620.88	28,803,976.61	-606,338.36	39,619,696.17	-75,832,277.89	-88,337,637.96
单季度.投资活动产生的现金流量(元)	-9,106,488.20	-24,361,026.57	-1,332,799.29	227,645.12	-2,855,064.53	-129,139,348.96
单季度.筹资活动产生的现金流量(元)	-33,056,520.41	-15,034,804.32	-2,572,934.22	925,252,735.00	-5,015,487.50	-50,400,000.00
单季度.现金及现金等价物净增加(元)	-80,185,629.49	-10,591,854.28	-4,519,062.36	965,107,066.78	-83,702,829.92	-267,876,986.92

资料来源 Wind

长期发展蕴藏张力，内生动力和外生动力兼备

以 2010 年 11 月 1 日为分水岭，将有 1.36 亿股（现有流通股的 1.62 倍，总股本的 40.59%）限售股解禁，主要为管理层和员工持股，鉴于原始股股东持股成本低廉，如果期间公司没有更大的实质性利好出现，解禁前确实面临一定的市场恐慌性抛售风险。

我们认为，站在原始股股东的立场，获利丰厚兑现收益将是部分原始股东的简单目的，其获取确定性即时收益的利益动机超过了具有时间成本的长期收益的利益动机；站在公司长期发展的角度上，公司身处黄金成长周期初期的电影业，积极而稳健的介入网络视频、音乐、网游等行业，布局全娱乐，这都将成为公司源源不断的超出市场预期，从大行业中的小公司成长为大公司的有利因素，内生和外生动力兼备。

风险提示

下半年限售股解禁带来的抛售压力。

估值及投资评级

预计公司 2010-2012 年 EPS 为 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 66.5/40.2/28.3 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《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 6 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。

