

大幅增长在预期之内，电影大年基本确立

华谊兄弟 (300027)
评级: 买入 (维持)
股价: 31.65 元
跟踪报告

2010年10月27日 星期三

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
 010-59707117
 zhengys@longone.com.cn
 传媒

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

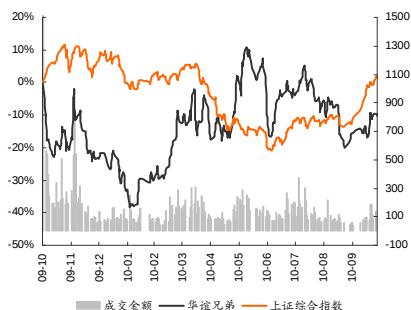
重要数据

总股本(亿股)	3.36
流通股本(亿股)	0.84
总市值(亿元)	106.34
流通市值(亿元)	26.59

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	12.2	-5.6
3个月	-8.2	-24.0
6个月	8.9	2.5

个股相对上证综指走势图

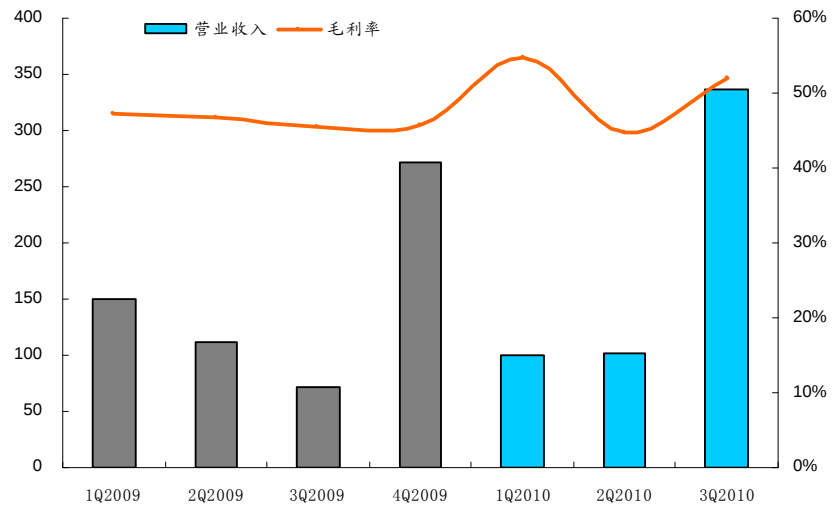

投资要点

- **业绩大幅增长在预期之内，电视剧收入下滑致业绩增长幅度略低于预期。** 10年前三季度度公司实现营业收入 5.4 亿元，同比增长 62.3%，实现净利润 8506 万元，同比增长 137.9%，每股收益 0.25 元，三季度实现营业收入 3.37 亿元，同比增长 369.8%，环比增长 228.5%，实现净利润 5740 万元，同比增长 1649.6%，环比增长 228.7%，每股收益 0.17 元。由于计划在下半年新增发行的 10 部电视剧压缩至 9 部，且其中 5 部在四季度发行，前三季度电视剧业务收入略有下滑，致使业绩增长幅度略低于预期。
- **大片定位保证电影收入高增长、高毛利率，业务扩张致销售费用率上升。** 10 年公司计划实现收入影片共 8 部，其中 3 部为大制作，10 年前三季度电影收入 3.1 亿元，其中三季度收入为 2.5 亿元，仅《唐山大地震》便贡献了 2.06 亿元收入，超过 09 年全年电影收入，大片的高投入高回报加上华谊的品牌效应，保证了电影业务的高速增长，与此同时公司综合毛利率水平上升到 51.2%，比去年全年高出 5 个百分点，体现了公司大片的竞争力。四季度的《狄仁杰》和《非诚勿扰 2》均是大制作，预计全年毛利率水平将进一步提高；10 年公司新增影院业务，加上发片数量上升，致使人员大幅增长，数量达到 462 人（同比增长 37.5%），发行与工资费用的快速上升使 10 年前三季度销售费用率达到 25.2%，比 09 年全年提高 10.6 个百分点，鉴于业务处于扩张初期，预计随着新业务逐渐形成收入，销售费用率会有所回落，目前水平很可能是历史高点。
- **艺人经纪业务保持稳定，全年电视剧收入将小幅增长。** 前三季度艺人经纪业务收入 8619 万元，同比增长 18.7%，四季度有国庆档与贺岁档，演出机会的增加值得期待；电视剧业务收入由于新增发行数量的压缩，预计全年收入仅能保持小幅增长。
- 预计公司 10 年-11 年 EPS 分别为 0.47 元、0.68 元，动态市盈率为 67x、46x。考虑到公司在核心业务上极强的竞争力，且成长性好，维持公司长线“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	915.2	1,312.0
营业收入增长率(%)	88.8%	74.4%	47.6%	51.5%	43.4%
营业利润(百万元)	53.4	85.9	101.6	189.0	294.8
营业利润增长率(%)	167.7%	60.7%	18.3%	86.0%	56.0%
净利润(百万元)	58.2	68.1	84.6	158.4	227.1
净利润增长率(%)	147.2%	16.9%	24.3%	87.3%	43.4%
营业利润率(%)	22.8%	21.0%	16.8%	20.7%	22.5%
每股收益(元)	0.17	0.20	0.25	0.47	0.68
每股净资产(元)	0.46	0.74	0.99	1.46	2.14
PE(X)	182.6	156.2	125.7	67.1	46.8
PB(X)	68.5	42.9	32.0	21.7	14.8
ROE(%)	37.5%	27.4%	25.4%	32.3%	31.6%

图 1. 华谊兄弟分季度收入与毛利率



资料来源: 东海证券研究所

表 1. 华谊兄弟 10 年前三季度分类收入对比

业务分类	2010年Q3	2010年Q1-Q3	2010H	2009Q1-Q3
电影	24967.3	30990.6	6023.3	9480.8
电视剧	5545.0	13646.7	8101.8	16726.3
艺人经纪	2563.0	8618.5	6055.5	7262.0
音乐	810.1	810.1		
电影院	276.8	298.6	21.8	
内部抵消		(632.7)		(329.0)
其他业务收入	187.5	187.5		90.0
合计	33716.9	53919.3	20202.3	33230.2

资料来源: 东海证券研究所

表 2. 华谊兄弟 10 年前三季度电影收入对比

单片收入 (万元)	票房分账及版权销售收入	衍生收入	合计
全城热恋	2,616.95	20	2,636.95
谍海风云	1,910.85	-	1,910.85
中国歌舞青春	38.9	-	38.9
唐山大地震	17,218.47	3,332.50	20,550.97
线人	1,977.78	2.5	1,980.28
狄仁杰之通天帝国	1,413.69	2.5	1,416.19

资料来源: 东海证券研究所

表 3. 华谊兄弟 10 年前三季度电视剧收入对比

项目	2010年Q1-Q3	2009年Q1-Q3	变动
报告期新增发行部数	6	5	1
报告期实现发行收入的部数	26	19	7
当期实现收入	13,646.74	16,726.34	-18.41%

资料来源: 东海证券研究所

表 4. 华谊兄弟 06 年-10 年电影分账与衍生收入及预测

年份	项目	2010下半年	2010上半年	2009下半年	2009上半年	2008	2007	2006
2010	《非诚勿扰2》	8000						
2010	《西风烈》	5000						
2010	《神探狄仁杰之通天帝国》	12000						
2010	《歌舞青春》	39						
2010	《线人》	1978						
2010	《唐山大地震》	20551						
2010	《谍海风云》		1589.15					
2010	《全城热恋》		2552.85					
2009	《风声》		200	9252				
2009	《追影》			488				
2009	《拉贝日记》				399			
2009	《游龙戏凤》				2844			
2008	《非诚勿扰》			200	3839	10951		
2008	《李米的猜想》				142	496		
2008	《功夫之王》				9	7970		
2007	《集结号》				11	3382	7996	
2007	《天堂口》				3	47	1320	
2007	《心中有鬼》				3	0	998	
2006	《宝贝计划》					17	292	3903
2006	《夜宴》				8	11		2257
	其他		1682	2800	31	102		
	合计	47568	6024	12740	7289	22976	10607	6159

资料来源: 东海证券研究所, WIND

表 5. 华谊兄弟 10 年前三季度业绩对比

百万元	1-3Q2009	1-3Q2010	YoY	3Q2009	3Q2010	YoY	2Q2010	3Q2010	QoQ
营业收入	332.30	539.19	62.3%	71.65	336.62	369.8%	102.47	336.62	228.5%
增长率	43.7%	62.3%	18.5%	-69.0%	369.8%	438.8%	-7.9%	369.8%	377.7%
毛利率	46.7%	51.2%	4.5%	45.5%	52.0%	6.5%	44.8%	52.0%	7.2%
营业成本	177.14	263.25	48.6%	39.05	161.45	313.4%	56.51	161.45	185.7%
营业税金及附加	13.97	16.98	21.5%	2.96	7.32	147.6%	5.12	7.32	42.9%
期间费用率	24.9%	31.4%	6.5%	34.2%	27.9%	-6.3%	34.6%	27.9%	-6.8%
销售费用	50.45	136.03	169.6%	14.03	81.03	477.4%	25.50	81.03	217.8%
销售费用率	15.2%	25.2%	10.0%	19.6%	24.1%	4.5%	24.9%	24.1%	-0.8%
管理费用	21.93	40.23	83.5%	7.09	14.69	107.2%	13.45	14.69	9.2%
管理费用率	6.6%	7.5%	0.9%	9.9%	4.4%	-5.5%	13.1%	4.4%	-8.8%
财务费用	10.47	-6.81	-165.0%	3.38	-1.94	-157.5%	-3.47	-1.94	-44.0%
财务费用率	3.2%	-1.3%	-4.4%	4.7%	-0.6%	-5.3%	-3.4%	-0.6%	2.8%
资产减值损失	9.41	3.61	-61.6%	0.09	1.54	1683.6%	0.85	1.54	80.6%
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	-3.21	0.88	-127.4%	-0.06	0.92	-1708.0%	-0.02	0.92	-4212.2%
营业利润	45.71	86.79	89.9%	4.99	73.47	1370.9%	4.48	73.47	1538.7%
增长率	-9.6%	89.9%	99.5%	-90.1%	1370.9%	NA	-60.6%	1370.9%	1431.5%
营业利润率	13.8%	16.1%	2.3%	7.0%	21.8%	14.9%	4.4%	21.8%	17.5%
加: 营业外收入	4.15	15.83	281.3%	1.55	3.79	145.3%	6.83	3.79	-44.5%
减: 营业外支出	1.13	4.99	343.1%	1.02	2.77	171.5%	1.40	2.77	98.0%
利润总额	48.73	97.62	100.3%	5.52	74.48	1249.1%	9.92	74.48	651.0%
减: 所得税	13.82	13.33	-3.5%	2.24	17.08	662.7%	-7.55	17.08	-326.4%
实际所得税率	28.4%	13.7%	-14.7%	40.6%	22.9%	-17.6%	-76.1%	22.9%	99.0%
净利润	34.92	84.29	141.4%	3.28	57.40	1649.6%	17.46	57.40	228.7%
减: 少数股东损益	-0.84	-0.77	NA	-0.45	0.62	NA	-0.72	0.62	NA
归属母公司净利润	35.76	85.06	137.9%	3.73	56.78	1423.3%	18.19	56.78	212.2%
增长率	-13.7%	137.9%	151.6%	-91.0%	1423.3%	1514.3%	111.2%	1423.3%	1312.1%
净利润率	10.8%	15.8%	5.0%	5.2%	16.9%	11.7%	17.8%	16.9%	-0.9%
每股收益 (元)	0.11	0.25	137.9%	0.01	0.17	1423.3%	0.05	0.17	212.2%

资料来源: 东海证券研究所, WIND

表 6. 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	920.6	1,319.7	74.4%	47.6%	52.4%	43.3%
增长率		88.8%	74.4%	47.6%	52.4%	43.3%	-14.5%	-26.8%	4.8%	-9.0%
电影	61.6	106.1	229.8	201.6	475.8	666.1	116.6%	-12.3%	136.0%	40.0%
电视剧	24.1	82.8	107.6	279.9	307.9	461.8	30.0%	160.2%	10.0%	50.0%
艺人经纪及服务	38.7	27.9	70.0	124.5	137.0	191.7	150.6%	77.8%	10.0%	40.0%
综合毛利率	37.9%	45.7%	53.7%	46.3%	49.7%	49.4%	8.1%	-7.5%	3.4%	-0.3%
营业成本	77.2	127.5	189.4	324.7	463.1	667.4	48.5%	71.5%	42.6%	44.1%
营业税金及附加	4.7	9.0	15.1	26.4	34.1	48.8	66.4%	75.4%	29.0%	43.3%
期间费用率	17.6%	18.4%	23.9%	22.4%	25.0%	24.0%	5.4%	-1.5%	2.6%	-1.0%
销售费用	14.3	26.7	63.1	88.3	184.1	250.7	136.1%	39.9%	108.5%	36.2%
销售费用率	11.5%	11.4%	15.4%	14.6%	20.0%	19.0%	4.0%	-0.8%	5.4%	-1.0%
管理费用	6.6	13.1	25.6	36.5	55.2	79.2	95.2%	42.6%	51.3%	43.3%
管理费用率	5.3%	5.6%	6.3%	6.0%	6.0%	6.0%	0.7%	-0.3%	0.0%	0.0%
财务费用	0.9	3.4	9.0	10.5	(9.2)	(13.2)	161.2%	16.0%	-188.1%	43.3%
财务费用率	0.7%	1.5%	2.2%	2.1%	-1.0%	-1.0%	0.7%	-0.1%	-3.1%	0.0%
资产减值损失	0.7	1.5	20.0	13.4	5.0	5.0	1255%	-33.0%	-62.7%	0.0%
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)	2.0	15.0	NA	109.6%	-173.5%	650.0%
营业利润	20.0	53.4	85.9	101.6	190.3	296.7	60.7%	18.3%	87.2%	55.9%
增长率		167.7%	60.7%	18.3%	87.2%	55.9%	-107.0%	-42.4%	68.9%	-31.3%
营业利润率	16.1%	22.8%	21.0%	16.8%	20.7%	22.5%	-1.8%	-4.2%	3.8%	1.8%
加: 营业外收入	3.1	4.9	4.2	15.5	15.0	15.0	-15.0%	271.5%	-3.0%	0.0%
减: 营业外支出	0.0	0.0	6.1	1.7	6.0	7.0	NA	-72.8%	261.4%	16.7%
利润总额	23.1	58.3	83.9	115.5	199.3	304.7	43.9%	37.5%	72.6%	52.9%
减: 所得税	(0.5)	0.1	15.9	31.4	39.9	76.2	NA	98.0%	26.8%	91.1%
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	159.4	228.5	16.9%	23.4%	89.8%	43.3%
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	159.4	228.5	16.9%	24.3%	88.5%	43.3%
增长率		147.2%	16.9%	24.3%	88.5%	43.3%	-130.3%	7.4%	64.2%	-45.2%
净利率	19.0%	24.8%	16.6%	14.0%	17.3%	17.3%	-8.2%	-2.6%	3.3%	0.0%
每股收益(元)	0.07	0.17	0.20	0.25	0.47	0.68	16.9%	24.3%	88.5%	43.3%

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