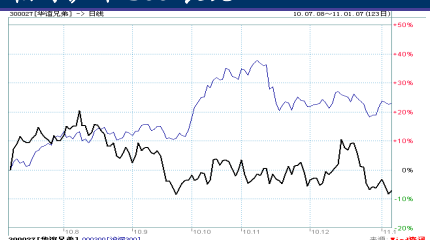


相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
华谊兄弟	-1.88	-3.6	7.37
沪深 300	-1.05	7.87	-8.78

市场数据 2011.1.7

当前价格 (元)	28.64
52 周价格区间 (元)	21.44-45.90
总市值 (百万)	9489
流通市值 (百万)	6217
总股本 (万股)	336
流通股 (万股)	84
日均成交额 (百万)	192.57
近一月换手 (%)	61.02

相关报告

2010-8-18 《传媒股中的茅台 (六)——短期波澜不惊，长期蕴藏张力》
 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

合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%？

☒ 是 ☐ 否

■ 理想国——我们重申公司可作长期投资标的之选的基本逻辑：第一，娱乐行业受国家政策扶持，有望获得年均 30% 以上的复合增长，公司作为行业龙头，有望最大化受益；第二，公司“娱乐帝国”这一完美城邦路径相当复杂，貌似海市蜃楼，实则沙地绿洲，需要耐心观察与等待，剩余 2.6 亿元超募资金的使用将成为公司股价上涨的催化剂；第三，资本市场层面，优酷、保利博纳登陆美国，华策、华谊双妹竞艳国内资本市场，中影、光线接力而至，众人拾柴，资本市场娱乐板块之焰日益高涨，大气候一旦形成，资金将一呼百应、合力追捧，势必带来整体板块市盈率的抬升，华谊市盈率也将水涨船高；

■ 荆棘路——我们重申公司短期内风险重重的基本逻辑：第一，行为金融学的角度来看，创业板城门失火殃及池鱼；第二，行业和公司基本面的角度来看，行业正在长期增长的起点，公司业务管理力量需要加强；第三，资本市场的角度来看，小非减持压力，严重消耗了机构合力进场的能量与热情；

■ 光荣的荆棘路——我们的最终结论：短期之内，公司被剥夺了估值和盈利向上的弹性空间，似乎只剩下了长线因素带来的信心；然而恰恰是这三大长线投资逻辑，支撑了比黄金还要重要的信心——公司股价牢牢锁定在 28.58 元的发行价之上也在告诉投资者，你不是一个人在战斗。2010Q3 户均持股数比 2009H 翻倍也体现了市场对公司价值的日渐认同。我们认为，每一次股价回调和重大事件触发点，都是加仓良机；

■ 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 56/33/24 倍。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

光荣的荆棘路

理想国——我们重申公司可作长期投资标的之选的基本逻辑：第一，娱乐行业受国家政策扶持，有望获得年均 30%以上的复合增长，公司作为行业龙头，有望最大化受益；第二，公司“娱乐帝国”这一完美城邦路径相当复杂，貌似海市蜃楼，实则沙地绿洲，需要耐心观察与等待，剩余 2.6 亿元超募资金的使用将成为公司股价上涨的催化剂；第三，资本市场层面，优酷、保利博纳登陆美国，华策、华谊双姝竞艳国内资本市场，中影、光线接力而至，众人拾柴，资本市场娱乐板块之焰日益高涨，大气候一旦形成，资金将一呼百应、合力追捧，势必带来整体板块市盈率的抬升，华谊市盈率也将水涨船高。

荆棘路——我们重申公司短期内风险重重的基本逻辑：第一，行为金融学的角度来看，创业板城门失火殃及池鱼；第二，行业和公司基本面的角度来看，行业正在长期增长的起点，公司业务管理力量需要加强；第三，资本市场的角度来看，小非减持压力，严重消耗了机构合力进场的能量与热情；

光荣的荆棘路——我们的最终结论：短期之内，公司被剥夺了估值和盈利向上的弹性空间，似乎只剩下了长线因素带来的信心；然而恰恰是这三大长线投资逻辑，支撑了比黄金还要重要的信心——公司股价牢牢锁定在 28.58 元的发行价之上也在告诉投资者，你不是一个人在战斗。2010Q3 户均持股数比 2009H 翻倍也体现了市场对公司价值的日渐认同。我们认为，每一次股价回调和重大事件触发点，都是加仓良机。

可作长期投资之选的逻辑与看点再探讨

理想国——长线逻辑之一

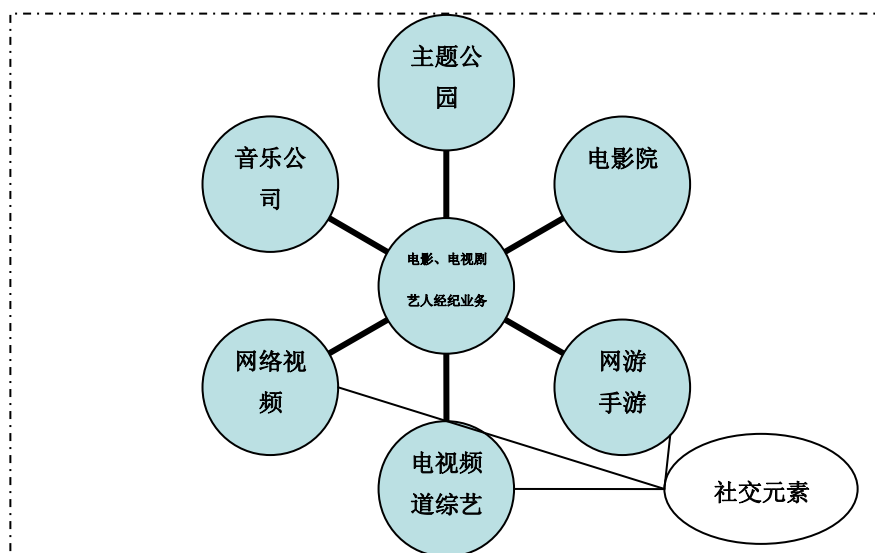
恰似柏拉图笔下的理想国，华谊兄弟的完美城邦，是王中军先生在公开场合多次提到的“娱乐传媒帝国”。这个帝国非一般人能想能做，或许只有王中军自己心里有数。“人人看得懂、自己想不到”——这才

是优秀事物的共同特征。

我们站在大娱乐行业角度、以公司现有的发展逻辑，为公司描绘一个城邦理想国，并以柏拉图理念指导投资——不加先入为主的判断，观照整体客观事实，从而使“预期差”水落石出，每一次重大事件触发点都是机构加仓良机：

第一步，公司切入点仍然是电影电视剧，品牌持续提升，然后把电影电视剧内容顺利导入主题公园、音乐公司、电影院、网络视频、网游、手游；同步的，艺人经纪业务作为润滑剂，充分链接以上八部分业务，并使自身获得显著发展；第二步，与电视频道全方位合作（比如和黑龙江卫视的战略合作，在电视剧、电影制作拍摄发行方面合作，共同策划具有一定全国影响力的大型活动），我们判断这是公司效仿光线传媒进军综艺节目领域的试水，有效加强公司的营销宣传工作；第三步，再在电视台传统渠道、互联网平台、智能手机等移动平台上，利用“网络娱乐元素”这一得天独厚的条件，引入类似于 Facebook 的社交元素，放大衍生品的乘数效应。

图 1 王中军的“娱乐传媒”理想国



资料来源 国海证券研究所

宁不知倾城与倾国，姜文难再得——长线逻辑之二

一部“虽是人作、宛若天开”的惊艳之作《太阳照常升起》，浸透了姜文与克里希纳穆提并驾齐驱的智慧——用内心热爱生活，而非用心智计算生活。彻底放弃智力，完全交出内心的导演，试图告诉人类，如何使如星的灵魂不再残留任何谎言，不再忽视死亡，不再惧怕破碎，随时摆脱密度飘上星空。却以 3000 万票房惜败于市场，可见国人观影水准之鸿蒙未开，随着全民教育水平提高和网络言论自由带来的开阔视野，国人观影热情和审美提高指日可待；而姜文与市场的妥协之作《子弹》，却以 6 亿元票房的实力与口碑，成就中国电影历史上的《阿凡达》。《子弹》不可谏，《太阳》犹可追。姜文式的实力派导演，通过资金打造获得市场认可，需假以时日。

我们的结论：这正是我们一直认为，市场过度放大了冯小刚对于华谊兄弟市值影响的重要性的根本原因。我们在《专题研究 * 电影业：西体中用，与好莱坞共谋巨片时代——三网融合专题研究之二》中借鉴过韩国电影业兴起的经验，独木不成林。中国电影业真正的兴起，是百花齐放的那天。

从行为金融学、行业公司基本面、资金面来看，主要顾虑到底在哪里？

第一，行为金融学的角度来看，城门失火，殃及池鱼，华谊兄弟身处创业板难脱其身，备受创业板负面消息困扰。创业板成立一年以来整体指数几无建树，原因在此不述；

第二，行业和公司基本面的角度来看，我们正站在娱乐行业长期成长的起点上，国家政策框架已出，细则不明；公司来看，王中军独木难支，电影、电视剧、艺人经纪三大块传统主要业务难以面面俱到同时抓，管理团队实力尚需加强；

第三，资本市场的角度来看，公司尚有 34.4% 的限售股未解禁，短期内较大的小非减持压力，严重消耗了机构合力进场的能量与热情。

投资时机何时到？

根据公司《超募资金使用计划公告》，528,238,686.45 元的超募资金使用情况分别如下。

表 1 公司超募资金使用情况

资金投向	资金金额	股权比例与业务内容
影院投资	12966.3 万	-
华谊兄弟音乐有限公司	3445 万 +2920.4 万	华谊兄弟拥有其 100% 的股权。业务范围是：音乐艺术创作；音像制品批发；数字音乐技术开发；组织文化艺术交流活动（不含演出、棋牌娱乐）；企业形象策划；展览展示。
华谊巨人信息技术有限公司	7000 万	华谊兄弟拥有其 51% 的股权。华谊巨人将全面开展网络游戏业务，主要是经营“万王之王”产品、推出新资料片并研发新产品。2011 年下半年，华谊巨人将研发一款基于全新 3D 引擎产品，与电影或电视剧相关联。

资料来源 国海证券研究所

超募资金中剩余的 264,921,486.45 元，将根据公司发展规划用于主营业务。我们判断，该部分超募资金将按照我们在理想国部分猜想的路径，紧密围绕主业展开一系列收购活动。每一次重大收购事件都将构成股价上涨的催化剂。

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 56/33/24 倍。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。