



2011 年电视剧业务将超市场预期

华谊兄弟 (300027)

盘点 2010：电影业务大丰收

2010 年对于华谊电影来说是大丰收的一年，国产电影票房排名前五的影片中，华谊占据 3 席，分别为第一的《唐山大地震》、第三的《非诚勿扰 2》、第四的《狄仁杰》。三部影片票房收入共计达到 12.6 亿元，占排名前五票房的 64%；占排名前十票房的 46%，占国内总票房的 12.6%。

从利润贡献来看，我们测算，以上三部影片实现净利润达 1.11 亿元，对应 EPS 为 0.33 元，占公司 10 年总利润的 67%，商业大片成为该年的最大亮点。

期待 2011：电视剧业务将超市场预期

从制作计划来看，2011 年投拍数量有望实现 100% 左右增长。市场有观点认为：公司 2010 年的电视剧销量低于年初计划，故 2011 年仍会低于计划。我们则持不同观点，认为公司 2011 年电视剧销量不会低于计划，甚至有超预期可能。

公司电视剧业务在投拍数量大幅增长的同时，销售单价也有望继续大幅上升（预计均价达到 130 万元/集）。其原因，一方面来自公司 11 年大制作电视剧数量较 10 年大幅增加（精品电视剧基本上以成本定价，大制作意味着高售价）；另一方面将来自行业精品剧均价的大幅上升。

八大业务布局已成雏形 2012 年后业绩增速进一步加快

自上市以来，公司在巩固其在电影、电视剧、艺人经纪三大业务领先优势的基础上，开始多业务全产业链布局，其新增业务包括：电影院业务、演艺业务、公关营销业务、网游戏业务、主题公园业务，八大业务布局已成雏形。

短期来看，公司业务主要通过电影、电视剧、艺人经纪三大业务支撑，其他新增业务均处于培育期，我们预测，10-12 年 EPS 分别为，0.50 元、0.80 元（其中 0.32 元来自电视剧业务）、1.10 元。

长期来看，随着公司在新业务上的布局完成，加之投资英文大片进军海外市场，将使公司盈利空间进一步打开，2012 年后业绩增速进一步加快，复合增长率将达到 60% 的水平。

我们继续维持对公司的买入评级和 40.0 元的目标价（按 11 年业绩测算，对应动态 PE50 倍）。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	604.14	1060.56	1546.58	2055.97
主营收入增长率	47.6%	75.5%	45.8%	32.9%
净利润（百万）	84.56	167.68	267.42	369.24
净利润增长率	24.2%	102.3%	59.5%	38.1%
EPS（元）	0.25	0.50	0.80	1.10
PE	103	52	32	23

请参阅最后一页的重要声明

维持

买入

高 辉

gaohui@csc.com.cn

010-85130782

执业证书编号：S1440209090398

发布日期：2011 年 1 月 17 日

当前股价：26.03 元

目标价格 6 个月：40.0 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-16.05/-11.92	-5.73/0.32	0.54/13.97
12 月最高/最低价（元）		70.36/27.35
总股本（万股）		33600.00
流通 A 股（万股）		22016.20
总市值（亿元）		92.80
流通市值（亿元）		60.81
近 3 月日均成交量（万）		534.04
主要股东		
王忠军		26.14%

股价表现



盘点 2010：电影业务大丰收

2010 年对于华谊电影来说是大丰收的一年，国产电影票房排名前五的影片中，华谊占据 3 席，分别为第一的《唐山大地震》、第三的《非诚勿扰 2》、第四的《狄仁杰》。三部影片票房收入共计达到 12.6 亿元，占排名前五票房的 64%；占排名前十票房的 46%，占国内总票房的 12.6%。

从利润贡献来看，我们测算，以上三部影片实现净利润达 1.11 亿元，对应 EPS 为 0.33 元，占公司 10 年总利润的 67%，商业大片成为该年的最大亮点。

表 1：2010 年国产电影排名

排名	片名	2010 年电影票房收入	最终票房总收入
1	唐山大地震	6.7	6.7
2	让子弹飞	4.6	6.5 亿元（预测）
3	非诚勿扰 2	超过 3 亿元	4.5 亿元（预测）
4	狄仁杰之通天帝国	2.9	2.9
5	叶问 2 宗师传奇	2.3	2.3

资料来源：新闻网站、中信建投研发部

在商言商——论《非 2》与《子弹》

近期关于《非 2》与《子弹》的议论很多，焦点集中在票房收入、植入广告、影片品质等方面，我们将从商业行为和影视业发展角度阐述我们对两部影片的观点：

1、植入广告非洪水猛兽

事实上，只要不影响剧情表现和观众体验，植入广告对电影本身和电影行业发展都是良性的，包括欧美等成熟市场，在现代题材的影片中植入广告随处可见。我们认为，植入广告可以提高投资方的投资回报率和投资安全系数，促使更多社会资本涌入，带来更多的优秀影片，进而繁荣整个电影市场。尤其是在我国电影市场处于盗版严重、衍生品不发达的阶段，植入广告不失为一种促进行业发展的方法。

就《非 2》与《子弹》而言，其投资都是商业行为，只是由于题材的不同采取了不同的回收成本方式。

《非 2》属于现代题材的影片，适合植入，为了不影响剧情，投资方已经砍掉了一些广告，如中国人寿保险（最初的设计是演员对白要突出“中国”两个字，最终方案只是在画面上体现了中国人寿的 LOGO），如信用卡（没有像《非 1》那样给出特写镜头），我们测算，最终投资方砍掉的植入广告至少超过 2000 万元，这表明投资方对待观众是认真负责的。

《子弹》属于历史题材，不适合植入。另外，即使植入广告，其性价比不高（与《非 2》不同，《子弹》在此之前没有好票房基础，植入广告的议价能力不强），投资方在票房收入和植入广告之间选择了前者，属明智之举。

2、票房《子弹》胜出、投资回报《非 2》胜出

从票房收入来看，我们预测《子弹》6.5 亿元；《非 2》4.5 亿元，《子弹》胜出。

从投资回报来看，《子弹》拍摄周期 24 个月，项目利润 1.10 亿元，投资回报率 73%；《非 2》拍摄周期 6 个月，项目利润 1.53 亿元，投资回报率 187%；《非 2》胜出；

表 2：《子弹》与《非 2》对比

片名	拍摄周期	票房（预测）	票房分账收入	植入广告收入	制作成本	发行成本	项目利润	投资回报率
让子弹飞	24 个月	6.5 亿元	2.60 亿元	0	1.0 亿元	0.50 亿元	1.10 亿元	73%
非诚勿扰 2	6 个月	4.5 亿元	1.80 亿元	0.55 亿元	0.55 亿元	0.27 亿元	1.53 亿元	187%
差额	18 个月	2.0 亿元	0.80 亿元				-0.43 亿元	-114%

资料来源：中信建投研发部

3、票房双赢印证电影行业高景气

《非 2》与《子弹》的双双高票房说明：电影市场从竞争走向双赢，同一档期可以容纳两部甚至更多的大片（对于目前的中国观众而言，3-4 周内看 2-3 部电影并不会觉得时间拥挤）。

《赵氏孤儿》与《大笑江湖》票房双双过亿说明：非档期也可以有高票房，在我国看电影已经渐渐成为一种生活习惯，档期概念在弱化，市场容量上升空间巨大。

4、电影行业发展需要《子弹》更需要《非 2》

《子弹》带来的启示：大导演+大明星+大宣传=高票房（但高风险依然存在，据我们测算，《子弹》票房如果低于 4.0 亿元，投资方则无法盈利）。一方面，显示出我国票房市场的巨大潜力；另一方面，给电影投资人投资更大制作的影片带来信心。

《非 2》带来的启示：1、系列片在中国可以成功；2、植入广告方式在中国可行；3、电影可以实现与旅游、酒店、餐饮等服务产业的对接。

比较而言，我们认为，《非 2》可供借鉴的经验更多，商业意义更大。

展望电影未来：享受行业高增长

就电影行业而言，三网融合、消费升级、版权收入上升等因素将我国电影产业呈高速发展态势，加之庞大的人口基数，我国电影市场有望在 2016 年达到美国的市场规模。从目前中美数据比较可以看出，我国电影市场规模与美国差距明显，市场规模、总票房收入、本土票房收入、屏幕数分别相差 26.37 倍、18.61 倍、10.8 倍、8.4 倍。如果假设 2016 年我国到美国的市场规模，我国电影市场规模、总票房收入、本土票房收入将分别达到 2811.24 亿元、1670.50 亿元、668.00 亿元，年复合增长率分别达到 60%、52%、40%

我们认为，我国影视行业第一轮景气周期（2004-2009 年）的增长动力主要来自一线城市荧幕数和上座率的增长，第二轮景气周期（2010-2016 年）的增长动力则主要来自二三线城市荧幕数和上座率的增长，由于二三线城市的人口基数远高于一线城市（北上广深仅 6000 多万人口），其带来的增长速度将更快、增长周期更长。

就公司而言，短期来看，公司投拍大制作影片数量不会大幅增长，其主要原因在于：1、国内电影市场容量依然较小。2、目前公司管理层对大片的拍摄和发行仍然需要投入大量精力。

但受益于国内银幕数和上座率的大幅增长，公司大制作影片的单片票房收入和盈利能力仍有很大上升空间。建议重点关注公司在英文大片投资方面的突破。

期待 2011：电视剧业务将超市场预期

投拍数量增长翻番甚至更高

2010 年 11 月底，公司公告 11 年的电视剧制作计划，预计完成 17 部，547 集，主要的电视剧包括：《追捕 2》、《夫妻那点事》、《钢魂》、《娘 2》、《天下父母》、《黑玫瑰白玫瑰》、《圣天门口》、《非诚勿扰》、《远去的飞鹰》、《莽林红杉》、《大丽家的往事》、《三八年那年》、《谎言》、《中国血》、《追逃》、《最后一枪》、《秀秀的男人》。另外，《唐山大地震》、《花木兰》、《曹操》等电视剧 2011 年开始制作，预计 2012 年完成。

从制作计划来看，2011 年投拍数量有望实现 100% 左右增长。市场有观点认为：公司 2010 年的电视剧销量低于年初计划，故 2011 年仍会低于计划。我们则持不同观点，认为公司 2011 年电视剧销量不会低于计划，甚至有超预期可能，其理由如下：

1、10 年公司电影业务大丰收，很大程度上分散了其在电视剧上的精力，加之电视剧业务处于调整期（10 年减少 1 个团队，新增 2 个，新进入团队需要磨合），致使电视剧销售低于年初计划。2010 年制作团队 10 个，目前团队数为 11 个，11 年有望增加至 14 个，电视剧产量也将随着上升。

2、11 年将是公司电影的“小年”，公司会把业务重点转向电视剧业务，从对外宣传和公司形象角度考虑，该业务至少不会低于计划，甚至会超预期。

3、公司有 1-2 部（30-60 集）计划 10 年播放的电视剧，由于卫视排片计划调整，将在 11 年确定收入（也可以理解为：既然该业务 2010 年已经低于预期，不如放到 11 年锦上添花）。

单集售价上升空间巨大

公司电视剧业务在投拍数量大幅增长的同时，销售单价也有望继续大幅上升（预计均价达到 130 万元/集）。其原因，一方面来自公司 11 年大制作电视剧数量较 10 年大幅增加（精品电视剧基本上以成本定价，大制作意味着高售价）；另一方面将来自行业精品剧均价的大幅上升，**其驱动因素包括：**

1、地方卫视作大作强 购买能力大幅上升

央视作为国内最具影响力和购买力的电视台（2011 年央视广告招标创 126 亿元新高），一直以来都是精品电视剧的主要购买方，然而随着近年来部分地方电视台的崛起（湖南卫视 2011 年预计广告收入接近 50 亿元，江苏卫视、浙江卫视、安徽卫视收入预计超过 20 亿元，预计收入超过 10 个亿元的卫视有十多家），这一情况正在发生变化，地方电视台正逐步成为精品电视剧的购买主力军。



进入 2011 年，各大电视台对精品电视剧的争夺将异常激烈，近期央视、安徽卫视、江苏卫视等纷纷要加大 11 年的购剧预算，预算增幅至少在 30% 以上。我们认为，各大电视台竞争加剧将长时间存在，成为精品剧售价上升的主要动力之一。

另外，目前国内电视台购买电视剧与其获得的广告收入比例约为 1:10，购买内容投入明显偏低，这也会成为电视剧销售价格提升的重要因素。

2、电视剧制作成本推高单集售价 与国际比较单集售价提升空间仍然巨大

从美国好莱坞的情况来看，精品电视剧已经呈现电影化趋势，从 2001 年的《兄弟连》（10 集投资 1.25 亿美元，单集成本 1250 万美元）到 2010 年的《血战太平洋》（10 集投资 2.0 亿美元，单集成本 2000 万美元）。相应电视剧的销售价格也随着拍摄成本的上升节节攀升。就美剧而言，单集售价超过 1000 万美元（折合人民币 6640 万元）的电视剧已经不足为奇，即使我们的近邻韩国，一些精品剧的单集售价也达到了 300 万美元（折合人民币 1992 万元）。

从我国情况来看，精品电视剧的单集制作成本也呈上升态势，单集投资记录被不断刷新，2010 年上映的《三国》单集成本 163 万元（总投资 1.55 亿元，共 95 集），计划 2011 年上映的《西游记》单集成本约 200 万元（总投资超过 1.0 亿元，共 70 集），相应电视剧的销售单价也水涨船高，《三国》单集售价 267 万元，《西游记》超过 300 万元/集。

目前我国精品电视剧的均价约为 100 万元/集，与美国 1000 万美元/集相差 66.4 倍，与韩国 300 万美元/集相差 19.92 倍，提升空间十分巨大。

3、我国用户基数大，广告辐射范围广，人均收入快速增长

我国拥有 13.3 亿居民，1.63 亿有线电视用户，具备人口基数大，广告辐射范围广的特点，加之我国人均收入的快速增长，必然带来国内广告收入的大幅增长，进而提升各大电视台的电视剧购买能力。

4、网络和海外收入是新增长点

随着我国视频网站的做大做强，其对影视剧版权的重视程度大幅提升（播放盗版内容的法律成本大幅上升），电视剧网络版权销售价格从 09 年的平均 2000-3000 元/集大幅攀升至 10 年的 3-5 万元/集，最高超过 10 万元/集的水平，2011 年初的新版《三国》网络发行价甚至高达每集 28 万元。

近期优酷、土豆、搜狐视频、乐视网纷纷表示要继续大幅增加版权投入，我们认为，随着视频网站之间竞争的加剧和互联网广告价值的不断上升，影视剧网络版权价格将继续呈大幅上升态势。

另外，海外市场需求日益增长，特别是东南亚地区及全球华语电视剧市场潜力巨大。中国文化历史对亚洲各国有着深刻的影响，这实际上为中国电视剧的输出提供了文化基础。

5、三网融合带来渠道多元化

网络点播、IPTV、手机电视、移动电视等新媒体播放平台开拓了电视剧的增量需求，交易金额也呈增长趋势，成为电视剧市场新的增长点。



八大业务布局已成雏形 2012 年后业绩增速进一步加快

自上市以来，公司在巩固其在电影、电视剧、艺人经纪三大业务领先优势的基础上，开始多业务全产业链布局，其新增业务包括：电影院业务、演艺业务、公关营销业务、网游戏业务、主题公园业务，八大业务布局已成雏形。

短期来看，公司业务主要通过电影、电视剧、艺人经纪三大业务支撑，其他新增业务均处于培育期，我们预测，10-12 年 EPS 分别为，0.50 元、0.80 元（其中 0.32 元来自电视剧业务）、1.10 元。股价刺激因素包括：1、业务拓展和并购整合预期；2、高送配预期；3、小非解禁利空被逐步消化；4、市场对影视行业和公司业务长期高增长达成共识。

长期来看，随着公司在新业务上的布局完成，加之投资英文大片进军海外市场，将使公司盈利空间进一步打开，2012 年后业绩增速进一步加快，复合增长率将达到 60% 的水平。

我们继续维持对公司的买入评级和 40.0 元的目标价（按 11 年业绩测算，对应动态 PE50 倍）。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

高 辉：首都经济贸易大学金融学硕士，通信、传媒行业分析师，5 年 IT 行业和 3 年证券行业从业经验，对移动互联网、影视行业发展有深入研究，2009 年《新财富》通信行业最佳分析师入围，2010 年《新财富》通信行业最佳分析师第三名。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨 明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任 威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周 李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。