



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011年1月21日

传媒

研究部

金宇

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080207070053
jinyu@cicc.com.cn

杨磊

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010045
yanglei3@cicc.com.cn

钟文明

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010025
zhongwm@cicc.com.cn

上调至审慎推荐

华谊兄弟(300027.CH)

跌出来的安全边际+影视内容版权重估

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	409	604	929	1,312	1,640
(+/-)	74%	48%	54%	41%	25%
主营业务利润	205	253	427	557	696
(+/-)	109%	23%	69%	30%	25%
净利润	68	85	137	234	269
全面摊薄每股盈利(元)	0.20	0.25	0.41	0.70	0.80
(+/-)	17%	24%	62%	70%	15%
市盈率	126.2	101.6	62.6	36.8	31.9
市净率	34.63	5.80	5.48	4.77	4.15
EV/EBITDA	73.81	55.38	54.16	28.84	22.14
净资产收益率	27.4%	5.7%	8.8%	13.0%	13.0%
每股经营现金流(元)	(0.4)	0.3	0.4	0.1	0.2
股价/经营现金	(70.3)	82.4	72.8	276.9	140.5

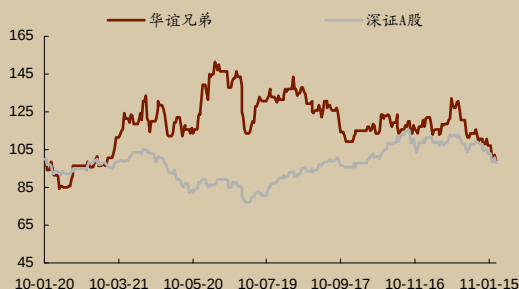
股票信息

	A股
当前股价	人民币25.56
股票代码	300027.CH
日成交量(百万股)	2.0
52周最高价/最低价	人民币40.5/21.44
总市值(百万元)	8,588
发行股数(百万股)	336
其中:流通股(百万股)	220
主要股东(持股比例)	王忠军王忠磊兄弟(34.4%)

最近股价走势

%	一周	一月	三月	年初至今
[300027.CH]	-10.47	-21.69	-18.34	-12.85
[深证A股指数]	-5.32	-6.98	-10.33	-18.45
[中金传媒指数]	-8.12	-14.80	-19.61	-10.37

最近股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

3/11/2011 2010 年年报业绩公布

投资提示:

我们上调华谊兄弟评级至审慎推荐, 主要因为分别上调2011-2012年盈利预测18%和18%, 目标价在30元以上(对应100亿市值, 2011年43x), 还有17%以上的上涨空间。

理由:

互联网视频版权价值大幅上涨。乐视网公告获得华谊兄弟2011年19部电视剧的独家网络版权, 价格为5657万元, 相当于平均每集10万元, 同比2010年价值增长67%(2010年为6万元/集)。

业务布局趋于完善, 短期投资收益开始贡献, 中长期内容价值仍将获得重估。2010年公司分别参股收购手机游戏厂商掌趣科技(22%)和控股收购网游厂商华谊巨人(51%), 2011年有望分别获得一定投资收益, 同时不排除与公司现有电视剧/电影内容资源形成协同效应, 开发出相同题材的游戏产品, 从而实现公司内容版权的多次售卖, 有利于价值增值。

电视剧大年将要到来。2011年是公司的电影小年, 电视剧大年。之前公司已经发布过2011年的电视剧规划, 总体规模同比2010年增长45%, 如果考虑2010年制作但跨年播出的电视剧, 同比增长幅度更大。

近期股价回调较多, 反映诸多利空因素。公司近期股价回调较多, 基本反映了小非减持过多和《让子弹飞》票房对《非诚勿扰2》票房的压制。实际上, 公司小非减持的高峰已经过去, 《非诚勿扰2》的投资回报率未必输于《让子弹飞》。

2010年年报和2011年一季度业绩均将有较好表现。由于《唐山大地震》、《狄仁杰》和《非诚勿扰2》等的贡献, 公司2010年业绩将大幅增长。因为《非诚勿扰2》和其他业务的贡献, 公司2011年一季度业绩也有望大幅增长。

估值与建议:

考虑到互联网版权价值的大幅提升和其他投资收益的贡献, 我们分别上调公司2011-2012年业绩18%和18%, 最终每股收益分别为0.70元和0.80元, 当前股价对应PE分别为37x和32x, 处于板块估值的中低端。

风险:

小非解禁压力预期和创业板估值回调风险。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：公司主要历史和预测财务数据（2008A-2012E）

人民币（百万）		Y2008A	Y2009	Y2010E	Y2011E	Y2012E
主营业务收入	总计	409.4	604.1	928.9	1,312.3	1,640.4
	电影	229.8	201.6	413.3	500.2	625.3
	电视剧	107.6	279.9	375.0	630.0	787.5
	艺人经纪及服务	70.0	124.5	142.5	184.0	230.0
	其他	4.7	3.2	3.2	3.2	4.0
主营业务成本	总计	189.4	324.7	464.5	702.9	878.6
	电影	111.5	109.2	194.3	265.1	331.4
	电视剧	65.8	173.7	225.0	378.0	472.5
	艺人经纪及服务	13.6	46.4	49.9	64.4	80.5
	其他	0.0	-	-	-	-
毛利率	总计	53.7%	46.3%	50.0%	46.4%	46.4%
	电影	51.5%	45.8%	53.0%	47.0%	47.0%
	电视剧	38.8%	38.0%	40.0%	40.0%	40.0%
	艺人经纪及服务	80.5%	62.7%	65.0%	65.0%	65.0%
运营指标	三项费用	97.7	135.3	289.6	312.6	393.7
	主营业务占比	23.9%	22.4%	31.2%	23.8%	24.0%
	销售费用	63	88	238	236	295
	主营业务占比	15.4%	14.6%	25.6%	18.0%	18.0%
	管理费用	26	37	65	85	107
	主营业务占比	6.3%	6.0%	7.0%	6.5%	6.5%
	财务费用	9	10	-13	-9	-8
	主营业务占比	2.2%	1.7%	-1.4%	-0.7%	-0.5%
	营业利润	86	102	148	261	319
	营业利润率	21.0%	16.8%	15.9%	19.9%	19.5%
其他指标	投资收益	-1.3	-2.7	15.0	20.0	20.0
	所得税	16	31	26	44	67
	有效税率	18.9%	27.2%	16.0%	16.0%	20.0%
	少数股东损益	-	-1	-1	-1	-1
净利指标	净利润	68	85	137	234	269
	净利润率	16.6%	14.0%	14.8%	17.8%	16.4%
	每股盈利	0.20	0.25	0.41	0.70	0.80
	净利润年同比增长	16.9%	24.2%	62.3%	70.2%	15.1%
流动指标	现金	81	1,071	994	799	838
	应收帐款	179	195	229	324	494
	预付帐款	26	102	115	173	217
	存货	232	282	344	578	722
	应付帐款	63	93	133	193	241
	短期借款	165	5	-	-	-
现金流指标	经营现金流	-61	52	118	31	61
	资本开支	-1	-8	-150	-250	-50

资料来源：公司资料，中金公司研究部

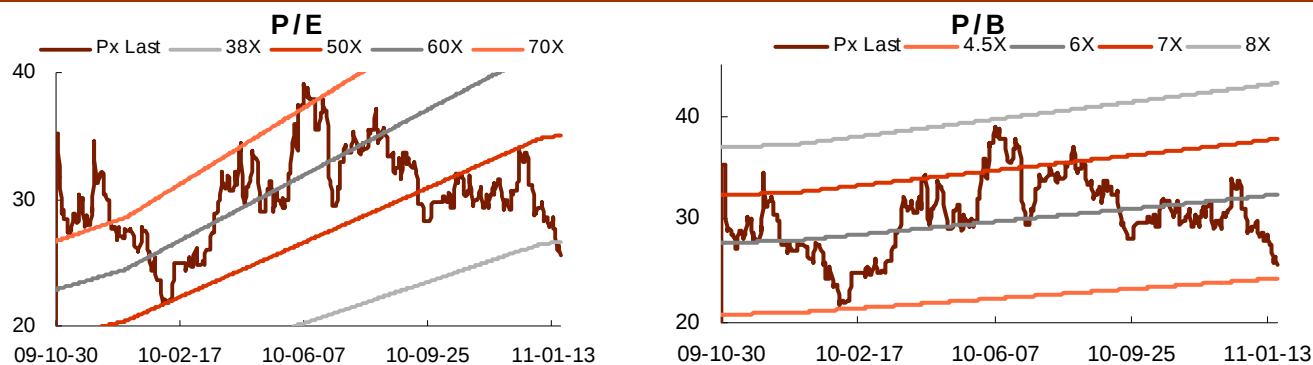
图表 2：可比公司估值

公司名称	股票代码	股价	总股本	总市值	流通市值	中金评级	PE			PB			EV/EBITDA		
互联网-A股							10E	11E	12E	10E	11E	12E	10E	11E	12E
金融信息服务			(亿股)	(百万元)	(百万元)										
东方财富	300059.SZ	45.7	1.4	6,401	1,600	推荐	78.5	57.5	45.9	3.9	3.7	3.5	81.5	65.4	43.3
同花顺	300033.SZ	30.4	1.3	4,082	2,153		39.7	30.0	22.3	3.7	3.3	2.9	27.9	22.1	16.4
电子商务															
焦点科技	002315.SZ	67.1	1.2	7,878	2,243	中性	55.7	42.8	37.3	4.9	4.4	3.9	45.8	32.5	27.0
生意宝	002095.SZ	23.4	1.4	3,159	3,126		52.4	37.7	28.2	7.2	6.2	5.3	34.6	19.4	16.5
网络游戏															
中青宝	300052.SZ	18.0	1.3	2,334	583		52.2	38.3	27.7	3.1	3.0	2.9	42.9	29.5	25.1
顺网科技	300113.SZ	69.4	0.6	4,164	1,041	中性	84.7	63.2	54.1	5.6	5.2	4.8	69.6	47.0	36.2
网络视频															
乐视网	300104.SZ	54.2	1.0	5,422	1,356	中性	77.1	54.1	40.5	5.5	5.1	4.6	36.7	25.5	18.6
广电信息	600637.SH	12.1	7.1	8,556	8,556		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
移动互联网/SP															
拓维信息	002261.SZ	37.9	1.5	5,509	2,826	审慎推荐	48.2	39.2	27.1	7.9	6.7	5.5	39.0	26.9	19.3
北纬通信	002148.SZ	35.0	0.8	2,644	1,841	中性	60.0	50.2	32.7	6.5	6.0	5.2	50.5	35.4	25.9
神州泰岳	300002.SZ	49.2	3.2	15,541	4,233		43.2	31.3	22.4	5.9	5.0	4.1	n.a.	n.a.	n.a.
互联网支撑商															
二六三	002467.SZ	26.8	1.2	3,216	804	中性	41.8	33.6	28.0	3.5	3.2	2.7	25.0	20.7	16.4
三五互联	300051.SZ	23.5	0.8	1,882	475		40.4	32.0	n.a.	2.1	1.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
网宿科技	002095.SZ	23.4	1.4	3,159	3,126		52.4	37.7	28.2	7.2	6.2	5.3	34.6	19.4	16.5
中值							41.8	33.6	28.1	3.5	3.2	4.0	29.8	20.0	16.5
整体中值							52.3	38.0	28.2	5.5	5.0	4.6	40.9	28.2	22.2
传媒-A股															
图书出版															
时代出版	600551.SH	14.42	4.2	6,078	2,163	推荐	22.4	20.6	19.3	2.7	2.4	2.1	18.4	15.8	13.6
出版传媒	601999.SH	9.12	5.5	5,024	5,024	中性	37.1	34.1	32.4	3.2	2.9	2.7	44.6	35.8	32.4
皖新传媒	601801.SH	12.68	9.1	11,539	1,395	中性	38.3	32.6	27.0	3.5	3.2	2.8	23.0	19.6	15.4
st鑫新	600373.SH	16.21	5.7	9,195	3,039	无评级	81.7	65.4	59.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中南传媒	601098.SH	11.51	18.0	20,672	3,665	无评级	38.4	32.7	27.3	3.0	2.7	2.5	20.7	17.7	15.0
天舟文化	300148.SZ	23.32	0.8	1,749	359	无评级	55.9	38.9	31.1	4.1	3.8	3.4	33.3	24.3	18.7
中值							38.3	33.4	29.2	3.2	2.9	2.7	23.0	19.6	15.4
报业出版															
博瑞传播	600880.SH	17.7	6.2	10,894	7,110	推荐	31.9	27.5	25.2	6.9	5.7	4.8	20.4	16.7	14.8
新华传媒	600825.SH	7.3	10.4	7,607	5,162	中性	36.4	28.2	28.4	3.1	2.8	2.5	23.9	16.7	15.7
华闻传媒	000793.SZ	5.2	13.6	7,005	7,001	中性	37.9	34.2	32.0	2.9	2.7	2.6		12.6	10.7
中值							36.4	28.2	28.4	3.1	2.8	2.6	22.1	16.7	14.8
影视动漫															
华谊兄弟	300027.SZ	25.6	3.4	8,588	5,627	中性	62.6	36.8	31.9	5.5	4.8	4.1	54.2	28.8	22.1
华策影视	300133.SZ	99.2	0.6	5,603	1,121	无评级	55.7	49.7	41.5	4.7	4.4	4.0	36.7	34.0	27.0
奥飞动漫	002292.SZ	29.9	2.6	7,654	1,914	中性	68.0	52.2	42.0	6.0	5.5	4.9	58.6	41.9	31.0
中视传媒	600088.SH	13.4	3.3	4,448	2,475	中性	37.3	33.3	31.9	4.4	4.0	3.6	21.6	18.3	15.8
中值							59.1	43.2	36.7	5.1	4.6	4.1	45.4	31.4	24.6
营销服务															
蓝色光标	300058.SZ	29.1	1.2	3,492	873	无评级	53.1	41.4	36.4	3.9	3.6	3.4	28.3	22.2	19.3
省广股份	002400.SZ	47.8	0.8	3,937	985	中性	53.6	41.1	34.4	4.1	3.8	3.5	33.1	25.5	19.9
华谊嘉信	300071.SZ	28.8	0.5	1,488	374	无评级	54.0	41.0	34.9	1.8	1.7	1.7	35.0	23.8	18.4
北巴传媒	600386.SH	8.8	4.0	3,540	3,540	推荐	24.9	20.8	17.2	3.1	2.7	2.3	12.3	10.5	8.8
中值							53.3	41.1	34.6	3.5	3.2	2.9	30.7	23.0	18.8
有线网络-运营商															
歌华有线	600037.SH	11.9	10.6	12,608	12,608	审慎推荐	31.9	52.2	37.6	2.6	2.6	2.5	15.8	14.4	13.0
天威视讯	002238.SZ	22.6	2.7	6,021	2,323	审慎推荐	67.6	40.2	43.0	4.6	4.2	3.9	17.4	15.9	16.3
广电网络	600831.SH	8.8	5.6	4,947	4,947	中性	51.4	48.2	45.5	3.9	3.7	3.4	16.1	15.6	14.0
电广传媒	000917.SZ	24.4	4.1	9,916	7,777	中性	79.6	70.1	62.0	4.8	4.5	4.2	31.0	28.0	25.3
东方明珠	600832.SH	7.9	31.9	25,140	25,140	中性	48.0	45.4	45.7	3.1	3.0	2.9	33.5	30.3	30.0
中信国安	000839.SZ	10.5	15.7	16,448	16,442	中性	49.6	41.6	40.3	2.8	2.7	2.6	49.6	43.8	43.4
中值							50.5	46.8	44.2	3.5	3.3	3.2	24.2	21.9	20.8
整体中值							49.6	37.2	32.0	3.9	3.4	3.1	31.0	23.4	18.4

注意：浅绿色标示的为中金覆盖公司，采用中金公司盈利预测；其他公司尚不在中金公司覆盖范围，采用WIND平均盈利预测。

资料来源：公司资料，彭博资讯，Wind，中金公司研究部

图表 3：历史 P/E 和 P/B



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司为东方财富提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED