

布局九大业务板块, 向综合性娱乐集团转型

谨慎推荐 维持评级

分析师: 许耀文 ✉: xuyaowen@chinastock.com.cn ☎: 010-6656 8589 执业证书编号: S0130208091646
分析师: 孙 津 ✉: sunjin@chinastock.com.cn ☎: 010-6656 8846 执业证书编号: S0130110014591

1. 事件

我们近期调研华谊兄弟, 并就公司生产经营情况进行分析。

2. 我们的分析与判断

前 20 部影片贡献 60%票房, 中国电影产业单片风险依然很大

2010 年中国电影城市票房收入达到 101.71 亿元, 同比增长约 64%, 故事影片达到 526 部, 同比增长 15%, 但是赢家通吃的格局更加明显, 在行业高速增长的同时, 单个影片的投资风险并未下降。

表 1: Top10 国产和进口影片

	国产影片	票房	进口影片	票房
1	唐山大地震	67332	阿凡达	137870
2	让子弹飞	47981	盗梦空间	44207
3	非诚勿扰 II	33451	爱丽丝梦游仙境	22640
4	狄仁杰之通天帝国	29228	敢死队	21876
5	叶文 2 宗师传奇	23404	哈利·波特与死亡圣器 (上)	20581
6	赵氏孤儿	19310	钢铁侠 2	17637
7	大兵小将	16218	诸神之战	17518
8	大笑江湖	15393	波斯王子: 时之刃	15822
9	山楂树之恋	14662	生化危机: 战胜再生	13795
10	锦衣卫	14470	玩具总动员 3	11920
	合计	281449		323866

资料来源: 广电总局、中国银河证券研究部

注: 《让子弹飞》和《非诚勿扰 2》仅包括 2010 年票房

目前制约电影产业投资回报的主要因素包括:

- 盗版严重: 国产电影 80% 以上的收入来自于票房, 而美国一部中等规模商业片收入只有 30% 来自电影票房。
- 人才匮乏: 从票房排前面的几步国产大片来看, 对名导演和名演员的依赖度很高 (比如冯小刚和葛优)。
- 高票价制约电影消费: 2010 年票房增长主要得益于票价的提升, 观影人次实际上增速不高, 电影消费还没有真正激发起来。
- 影院投资已经开始出现泡沫: 影院受益实际上流向了地产开发商。

- 影片质量良莠不齐：投资规模在加大，但是影片普遍存在文化内涵低、类型单调（前10影片有7部动作片）。
- 一线城市逐渐饱和，二三线城市还是空白。北京等一线城市票房增速正在放缓，而二三线城市银幕数量明显不足。

华谊兄弟各项业务分析：电影业务规模持平、电视剧业务高速增长、艺人经纪业务平稳增长

电影业务：2011年华谊兄弟投拍电影规模预计依然将在8-10部左右，投资规模也不会有大的增长。我们认为这种谨慎的投资态度契合目前中国电影市场的实际状况的，有助于公司控制营收风险。

电视剧业务：2010年公司确认收入电视剧与2009年基本持平，主要是由于公司旗下大部分工作室的电视剧制作还处于筹拍阶段，2011年会放量，预计未来3年电视剧制作规模将是600集、700集和800集的水平，2011年电视剧销售规模预计达到6亿元。2011年1月19日，乐视网分别与华谊兄弟旗下三家公司签订了《信息网络传播权许可使用协议》，从上述三家公司购买了《大时代》等19部电视剧为期3年的独家网络版权，交易金额共计人民币5657万元。

艺人经纪：2010年公司艺人出现流失情况，预计2011年该项收入保持10%-15%的稳健增长。

公司目标是打造成综合性的娱乐公司，2011年是战略布局的关键一年

公司计划布局9大业务板块，包括电影、电视剧、艺人经纪、主题公园、音乐、影院、网络游戏等，我们认为公司战略是基于2方面的考虑：

- 把内容产业的优势拓展到其它领域，实现“一次创意，多次售卖”
- 通过多个娱乐产业平台的运营平滑电影产业的风险

我们认为公司战略在向类似迪斯尼的综合性娱乐集团发展，这一战略具有前瞻性，但是对业绩的影响将在2012年以后体现出来，2011年应该说还是各项新业务的布局之年。

影院业务方面，2010年开了3家影院，2011年还将增开6-7家，由于一次性开办费的影响，预计2011年影院业务还会继续亏损，2012有望盈亏平衡。网络游戏、音乐和主题公园方面，公司分别投资掌趣22%股权、华谊音乐100%股权和hellokitty黑色城堡，这些投资对公司净利润影响不超过1000万元。

3、投资建议

我们认为2011年是公司多元化拓展的关键一年，多项业务处于投资布局阶段，预计2010-2012EPS分别为0.40元、0.55元和0.66元，分别增长61%、35%和21%，对应目前股价PE为63X、48X和39X。考虑到二级市场减持压力和公司多元化拓展的不确定性，目前的估值水平基本合理，我们继续维持“谨慎推荐”投资评级。

附表 1：华谊兄弟（300027.SZ）公司财务预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	234.78	409.35	604.14	929.97	1270.45	1602.53
减：营业成本	127.52	189.38	324.71	464.99	635.22	801.27
营业税金及附加	9.04	15.05	26.41	40.66	55.54	70.06
营业费用	26.74	63.14	88.32	218.54	285.85	360.57
管理费用	13.11	25.59	36.53	74.40	101.64	128.20
财务费用	3.45	9.01	10.46	-8.76	-6.97	-5.28
资产减值损失	1.48	19.99	13.40	5.00	7.00	9.00
加：投资收益	0.00	-1.30	-2.72	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
营业利润	53.43	85.89	101.59	155.15	212.16	258.72
加：其他非经营损益	4.90	-1.95	13.81	10.00	10.00	10.00
利润总额	58.33	83.94	115.40	165.15	222.16	268.72
减：所得税	0.09	15.87	31.43	29.73	39.99	48.37
净利润	58.24	68.06	83.98	135.42	182.17	220.35
减：少数股东损益	0.00	0.00	-0.58	-0.93	-1.25	-1.51
归属母公司股东净利润	58.24	68.06	84.55	136.35	183.42	221.86
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	37.43	69.64	1048.08	730.18	662.94	393.38
应收和预付款项	164.08	213.08	306.29	472.34	591.35	750.38
存货	106.79	231.93	281.96	492.50	565.50	769.05
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	14.72	4.65	4.65	4.65	4.65
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1.08	6.97	30.72	116.28	239.84	351.40
无形资产和开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	5.39	13.13	9.59	6.04	6.04
资产总计	309.37	541.73	1684.83	1825.53	2070.32	2274.91
短期借款	0.00	165.00	5.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	104.17	115.68	195.92	241.61	351.85	393.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	50.00	13.04	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	154.17	293.72	200.92	241.61	351.85	393.70
股本	52.64	126.00	168.00	336.00	336.00	336.00
资本公积	17.36	68.40	1174.64	1006.64	838.64	670.64
留存收益	85.20	53.61	138.17	239.11	374.91	539.17
归属母公司股东权益	155.20	248.01	1480.80	1581.75	1549.55	1545.81
少数股东权益	0.00	0.00	3.10	2.17	0.92	-0.60

股东权益合计	155.20	248.01	1483.90	1583.92	1550.47	1545.21
负债和股东权益合计	309.37	541.73	1684.83	1825.53	1902.32	1938.91
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	-44.91	-60.59	52.77	-194.46	115.22	-75.43
投资性现金净流量	0.69	-43.87	-26.38	-91.80	-141.80	-141.80
筹资性现金净流量	51.43	140.65	964.23	-31.64	-40.66	-52.32
现金流量净额	7.21	36.19	990.62	-317.90	-67.24	-269.55
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908