

华谊兄弟 (300027.SZ) 广播影视行业

评级：买入 维持评级

公司点评

毛峥嵘

分析师 SAC 执业编号: S1130208070237
 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

借力上海迪斯尼，内容产业链再延伸

事件

昨日，财经网报道《华谊兄弟进军文化旅游》(<http://www.caijing.com.cn/2011-02-17/110643702.html>)，华谊兄弟与上海嘉定工业区达成合作协议，旗下首个文化旅游项目华谊兄弟文化城将落地工业区内，双方已于2月15日在黑龙江亚布力举行的中国企业家论坛上完成了签约。对此，华谊兄弟亦在晚间以澄清公告的形式进行了进一步说明。华谊兄弟在上市之初便提及未来将规划建设以影视拍摄、影视内容为主的主题公园，公司此举意味着华谊正式进军文化旅游市场。

评论

打造华谊兄弟文化城，进一步延伸内容产业链：公司与嘉定区政府以及另外一些文化产业公司共同出资成立一家合资公司打造华谊兄弟文化城，公司利用自有资金出资4000万，股权比例40%。华谊兄弟文化城规划占地1000亩，总投资数十亿元，主要用于建设影视基地，包括摄影棚和其他配套设施，将拥有华东地区最大的专业室内摄影棚。华谊此举意味着公司将正式进军文化旅游行业，丰富公司盈利模式的同时还有利于进一步提升公司的品牌形象，我们认为，公司九大业务板块的战略布局将奠定公司长远发展的基础，业务之间的协同效应也将逐步得到体现；考虑到此项目的建设周期，对于公司近3年的盈利没有影响。

借力上海迪斯尼，华谊兄弟文化城盈利前景值得期待：无论从项目的建设周期，还是选址来看，华谊兄弟文化城借势迪斯尼的意图十分明显。按照合约，华谊文化城第一期占地250亩的工程将在2011年底动工并于2013年建成，与迪斯尼一期工程的建成时间大体相当。而在选址上，文化城紧邻上海最新的轨交11号线，与11号线另一端正在筹建的迪士尼乐园遥遥相望。鉴于洛杉矶迪士尼乐园和环球影城之间的共存互补关系，我们认为，华谊兄弟文化城定位上在一定程度上旨在弥补环球影城与上海失之交臂的遗憾，而华谊“高举高打”的产业布局 and 战略定位也较好契合了上海“建设世界著名旅游城市”的发展定位。而且，从影视拍摄发展趋势来看，大型专业室内摄影棚已是大势所趋，文化城不仅能够满足华谊自身拍摄的需要，还可提供给其他制作单位拍摄之用，而“偶遇明星”的示范效应更能成为吸引游客一大卖点。我们对文化城建成后的盈利前景持较为积极的态度。

电视剧“华谊季”——奠定公司2011年业绩高增长：根据计划，华谊兄弟2011年制作完成的电视剧预计将达到17部，合计547集，其中不乏可能会有极具市场效应的作品，继去年打造电影“华谊季”之后，今年将有望打造电视剧“华谊季”，在价格显著上涨和发行规模大幅扩张的共同作用下，今年公司电视剧有望实现高增长，从而奠定今年业绩高增长的基础。

电影业务：产业链一体化提高盈利稳定性。随着国内电影屏幕数量的不断增加以及二三线城市观影需求的快速增长，我们判断电影行业未来几年仍将保持较快的增长速度；华谊兄弟在2010年实现电影的全档期覆盖，发行的电影总票房超过15亿元，电影业务发展迅猛，大片的票房表现非常优异，票房最高的4部国产电影占据3席，体现了公司强大的内容制作和营销能力；同时公司积极向影院延伸，目前正在重庆、北京、合肥开张了4家电影院，其发行、院线业务的快速发展将进一步打开华谊电影业务的成长空间；目前由于公司排片计划和投资比例还没有最终确定，我们暂时维持相对谨慎的预测，相较于2010年，今年公司的电影业务实现总票房规模可能会有所减少。

投资建议

我们长期看好华谊兄弟围绕影视主业进行的战略布局，影视行业良好的发展态势以及公司各项业务的快速发展将对业绩增长构成有力支撑，我们维持公司2010-2012年每股盈利分别为0.432、0.725、1.013元，对应当前股价估值分别为63、38、27倍，三年复合增长率达到59%，维持“买入”评级，但鉴于中小市值公司估值中枢的下移，我们下调公司6-12个月目标区间至33.6-36.2元。

风险：票房表现低于预期，战略布局成效低于预期

图表 1：华谊兄弟盈利预测详表

(千元)	2006	2007	2008	2009H	2009	2010F	2011F	2012F
营业总收入	124,347.90	234,778.65	409,346.80	260,654.32	604,137.67	1,007,274.2	1,393,467.7	1,776,143.5
电影	61,593.9	106,065.0	229,759.3	72,888.6	201,593.5	552,636.0	493,500.0	659,000.0
电视剧	24,075.8	82,773.9	107,589.3	144,924.4	279,911.4	271,000.0	586,900.0	723,000.0
艺人经纪及服务	38,678.2	27,939.7	70,027.5	44,597.3	124,489.6	152,803.8	185,780.2	222,293.9
其他业务收入		18,000.0	4,648.6	900.0	901.0	900.0	1,023.0	1,200.0
影院						7,484.4	38,434.5	63,483.8
音乐						28,950.0	55,000.0	60,500.0
网游							40,000.0	52,000.0
减：公司内抵消			2,677.8	2,656.0	5,081.7	6,500.0	7,170.0	5,334.1
营业总成本	104,419.66	181,344.35	322,162.47	216,784.78	499,828.56	827,501.06	1,080,444.59	1,340,063.40
营业成本	77,164.87	127,521.31	189,383.10	138,089.98	324,708.33	537,361.27	741,000.95	930,435.27
电影	32,169.0	68,988.6	111,497.0	40,422.4	109,233.1	301,186.6	259,087.5	339,385.0
电视剧	17,296.8	51,326.4	65,846.9	81,461.2	173,655.3	165,852.0	355,074.5	430,185.0
艺人经纪及服务	27,699.1	7,206.3	13,626.1	18,543.5	46,420.7	56,569.5	68,312.8	81,837.3
其他业务成本			38.5					
影院						3,368.0	16,911.2	27,615.4
音乐						16,235.2	30,535.0	33,598.5
网游							18,280.0	26,364.0
减：公司内抵消			1,625.3	2,337.2	4,600.8	5,850.0	7,200.0	8,550.0
毛利率	37.94%	45.68%	53.74%	47.02%	46.25%	46.65%	46.82%	47.61%
电影	47.77%	34.96%	51.47%	44.54%	45.82%	45.50%	47.50%	48.50%
电视剧	28.16%	37.99%	38.80%	43.79%	37.96%	38.80%	39.50%	40.50%
艺人经纪及服务	28.39%	74.21%	80.54%	58.42%	62.71%	62.98%	63.23%	63.19%
其他业务		100.00%	99.17%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
影院						55.00%	56.00%	56.50%
音乐						43.92%	44.48%	44.47%
网游							54.30%	49.30%
公司内抵消			39.30%	12.00%	9.46%	10.00%	10.00%	10.00%
营业税金及附加	4,720.1	9,044.2	15,053.8	11,019.0	26,411.9	43,312.8	59,919.1	76,374.2
营业税金及附加比率	3.80%	3.85%	3.68%	4.23%	4.37%	4.30%	4.30%	4.30%
主营业务利润	42,462.92	98,213.17	204,909.92	111,545.31	253,017.46	426,600.13	592,547.69	769,334.09
销售费用	14,318.4	26,744.9	63,136.2	36,414.4	88,322.0	189,367.5	202,052.8	236,227.1
销售费用率	11.51%	11.39%	15.42%	13.97%	14.62%	18.80%	14.50%	13.30%
管理费用	6,613.2	13,110.7	25,591.2	14,840.4	36,531.9	62,451.0	85,001.5	103,016.3
管理费用率	5.32%	5.58%	6.25%	5.69%	6.05%	6.20%	6.10%	5.80%
财务费用	903.06	3,447.71	9,005.44	7,094.52	10,456.91	(9,558.50)	(8,419.15)	(8,259.38)
资产减值损失	700.0	1,475.6	19,992.8	9,326.4	13,397.4	4,567.0	889.3	2,269.9
其他经营收益		0.00	-1,297.74	-3,156.82	-2,717.09	1,000.00	2,500.00	3,000.00
投资净收益	32.73	0.00	(1,297.74)	(3,156.82)	(2,717.09)	1,000.00	2,500.00	3,000.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	(1,297.74)	(3,156.82)	(2,717.09)	1,000.00	2,000.00	3,000.00
营业利润	19,960.97	53,434.29	85,886.59	40,712.72	101,592.03	180,773.13	315,523.16	439,080.13
加：营业外收入	3,135.62	4,898.82	4,164.29	2,605.37	15,468.38	16,500.00	13,500.00	18,000.00
减：营业外支出	0.00	0.10	6,113.30	105.52	1,657.03	5,000.00	3,500.00	3,800.00
利润总额	23,096.59	58,333.02	83,937.57	43,212.58	115,403.38	192,273.13	325,523.16	453,280.13
减：所得税	(467.53)	88.46	15,873.04	11,578.14	31,427.79	44,222.82	76,497.94	106,520.83
实际所得税率	-2.02%	0.15%	18.91%	26.79%	27.23%	23.00%	23.50%	23.50%
净利润	23,564.11	58,244.56	68,064.54	31,634.44	83,975.59	148,050.31	249,025.22	346,759.30
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	(394.31)	(577.00)	3,000.00	5,500.00	6,500.00
归属于母公司所有者的净利润	23,564.11	58,244.56	68,064.54	32,028.75	84,552.59	145,050.31	243,525.22	340,259.30
增长		147.17%	16.86%		24.22%	71.55%	67.89%	39.72%
完全摊薄后每股收益(元/股)	0.07	0.173	0.203	0.095	0.252	0.432	0.725	1.013

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	235	409	604	1,007	1,393	1,776
增长率		74.4%	47.6%	66.7%	38.3%	27.5%
主营业务成本	-128	-189	-325	-537	-741	-930
%销售收入	54.3%	46.3%	53.7%	53.3%	53.2%	52.4%
毛利	107	220	279	470	652	846
%销售收入	45.7%	53.7%	46.3%	46.7%	46.8%	47.6%
营业税金及附加	-9	-15	-26	-43	-60	-76
%销售收入	3.9%	3.7%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%
营业费用	-27	-63	-88	-189	-202	-236
%销售收入	11.4%	15.4%	14.6%	18.8%	14.5%	13.3%
管理费用	-13	-26	-37	-62	-85	-103
%销售收入	5.6%	6.3%	6.0%	6.2%	6.1%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	58	116	128	175	305	430
%销售收入	24.9%	28.4%	21.2%	17.4%	21.9%	24.2%
财务费用	-3	-9	-10	10	8	8
%销售收入	1.5%	2.2%	1.7%	-1.0%	-0.6%	-0.5%
资产减值损失	-1	-20	-13	-5	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	-3	1	3	3
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.5%	0.8%	0.7%
营业利润	53	86	102	181	316	439
营业利润率	22.8%	21.0%	16.8%	18.0%	22.7%	24.7%
营业外收支	5	-2	14	12	10	14
税前利润	58	84	115	192	326	453
利润率	24.8%	20.5%	19.1%	19.1%	23.4%	25.5%
所得税	0	-16	-31	-44	-77	-107
所得税率	0.2%	18.9%	27.2%	23.0%	23.5%	23.5%
净利润	58	68	84	148	249	347
少数股东损益	0	0	-1	3	6	7
归属于母公司的净利润	58	68	85	145	244	340
净利率	24.8%	16.6%	14.0%	14.4%	17.5%	19.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	58	68	84	148	249	347
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2	21	21	28	59	106
非经营收益	4	10	15	-11	-13	-17
营运资金变动	-108	-160	-68	-448	-317	-9
经营活动现金净流	-45	-61	52	-282	-21	426
资本开支	-1	-9	-8	-204	-174	-221
投资	2	-35	-18	-150	0	0
其他	0	0	0	1	3	3
投资活动现金净流	1	-44	-26	-352	-172	-218
股权募资	55	78	1,162	0	0	0
债权募资	0	115	-160	-5	0	1
其他	-4	-52	-38	0	-22	-22
筹资活动现金净流	51	141	964	-5	-22	-21
现金净流量	7	36	990	-640	-215	188

来源：国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	45	81	1,071	431	216	404
应收款项	128	187	205	514	712	649
存货	107	232	282	486	670	790
其他流动资产	37	26	102	56	76	95
流动资产	316	526	1,660	1,486	1,674	1,938
%总资产	99.5%	94.7%	97.0%	79.2%	76.5%	75.0%
长期投资	0	15	11	160	159	159
固定资产	1	7	31	154	273	397
%总资产	0.3%	1.3%	1.8%	8.2%	12.5%	15.4%
无形资产	0	5	7	74	81	88
非流动资产	1	29	51	390	515	647
%总资产	0.5%	5.3%	3.0%	20.8%	23.5%	25.0%
资产总计	317	555	1,711	1,876	2,190	2,585
短期借款	50	165	5	0	0	0
应付款项	104	116	196	209	282	338
其他流动负债	8	26	26	57	70	83
流动负债	162	307	227	266	352	421
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	162	307	227	266	352	422
普通股股东权益	155	248	1,481	1,604	1,826	2,144
少数股东权益	0	0	3	6	12	18
负债股东权益合计	317	555	1,711	1,876	2,190	2,585

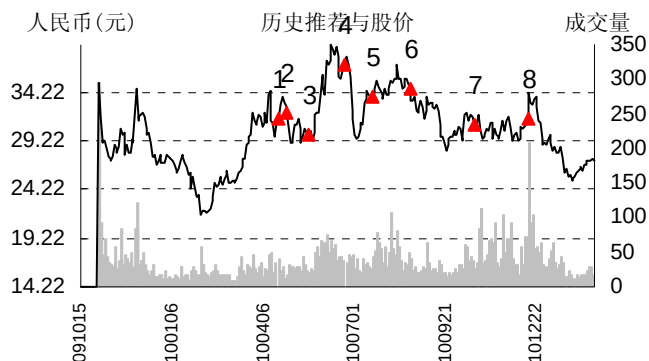
比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.106	0.540	0.503	0.432	0.725	1.013
每股净资产	2.948	1.968	8.814	9.548	10.869	12.764
每股经营现金净流	-0.853	-0.485	0.310	-1.681	-0.128	2.537
每股股利	0.000	0.000	0.300	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	37.53%	27.44%	5.71%	9.05%	13.35%	15.87%
总资产收益率	18.35%	12.26%	4.94%	7.74%	11.13%	13.16%
投入资本收益率	28.40%	22.81%	6.26%	8.36%	12.72%	15.21%
增长率						
主营业务收入增长率	88.81%	74.35%	47.59%	66.73%	38.34%	27.46%
EBIT增长率	171.04%	99.09%	10.31%	36.37%	74.79%	40.79%
净利润增长率	147.17%	16.86%	24.22%	71.67%	67.88%	39.61%
总资产增长率	67.83%	74.86%	208.15%	9.68%	16.70%	18.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	105.6	133.2	112.9	180.0	180.0	127.0
存货周转天数	299.1	326.4	288.8	330.0	330.0	310.0
应付账款周转天数	42.2	79.5	87.7	40.0	38.0	38.0
固定资产周转天数	1.7	6.2	18.6	46.4	58.0	66.1
偿债能力						
净负债/股东权益	3.13%	33.95%	-71.82%	-26.75%	-11.76%	-18.62%
EBIT利息保障倍数	16.9	12.9	12.3	-17.3	-37.0	-53.6
资产负债率	51.11%	55.32%	13.25%	14.17%	16.07%	16.34%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-20	买入	31.49	65.00 ~ 68.00
2	2010-04-27	买入	31.99	68.00 ~ 68.00
3	2010-05-17	买入	29.80	N/A
4	2010-06-22	买入	36.91	N/A
5	2010-07-16	买入	33.70	36.00 ~ 38.00
6	2010-08-19	买入	34.60	N/A
7	2010-10-27	买入	30.90	N/A
8	2010-12-14	买入	31.43	39.80 ~ 43.50

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室