

审慎推荐-A (维持)

华谊兄弟 300027.SZ

目标估值: NA
当前股价: 28.4 元
2011 年 3 月 10 日

基础数据

上证综指	2,957
总股本 (万股)	33,600
已上市流通股 (万股)	22,016
总市值 (亿元)	95
流通市值 (亿元)	62
每股净资产 (MRQ)	4.6
ROE (TTM)	8.6
资产负债率	22.3%
主要股东	王忠军
主要股东持股比例	26.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-14	13
相对表现	-3	-29	12



相关报告

- 1、《华谊兄弟耕耘 2011, 收获 2012》
2/24/11
- 2、《华谊兄弟《唐山》超完美表现
提振业绩, 艺人出走无碍业绩》
10/26/10
- 3、《华谊兄弟上半年业绩平淡, 下
半年迎来华谊电影季》
8/19/10

赵宇杰

0755-82943293
zhaoyj@cmschina.com.cn
S1090208050196

10 年是电影、投资大年, 电影精心耕耘战来年

- 公司此前公布 10 年业绩快报, 业绩符合我们和市场预期。公司全年收入和营业利润分别为 10.7 亿和 1.8 亿, 同比大幅增长 77% 和 80%; 营业利润率为 17%, 同比上升 0.2 个百分点; 归属母公司净利润 1.5 亿, 同比大幅增长 77%; 每股盈利 0.44 元。分红送股方案超市场预期, 公司每 10 股转增 8 股分红 2 元 (含税), 转增后股本将增加到 6.05 亿股。
- 公司 10 年经营可圈可点, 电影表现堪称大年, 也是投资大年 (对外投资 3.9 亿), 经纪业务方面也做了业务优化。

电影业务: 全年同比增长 209% (6.2 亿收入), 集中在下半程强势发力 (下半年 5.6 亿收入占到全年业务的 90%); 主要有赖于《唐山大地震》(6.5 亿)、《狄仁杰》(3 亿)、《非诚勿扰 2》(3 亿左右) 分别在暑期档、国庆档和贺岁档的强劲表现。**电视剧业务:** 全年同比增长 15% (3.2 亿收入), 集中在 4 季度发力 (4 季度 1.9 亿收入占到全年业务的 58%), 4 季度新增 7 部电视剧发行 (《爱上女主播》、《追捕》、《拯救女兵司徒慧》、《风声传奇》、《大时代》等), 前 3 季度仅新增 6 部电视剧发行。**艺人经纪业务:** 同比微增 0.04% (全年 1.3 亿收入), 艺人规模已达到 107 人, 内部业务优化是亮点, 促使毛利润同比增长 7.7%; 高毛利率的艺人经纪服务同比增长 24% (毛利率 74%), 低毛利率的企业客户艺人服务同比下降 66% (毛利率 -0.5%)。

10 年是公司大举对外投资之年, 全年共计对外投资 3.9 亿元, 进一步完善产业链布局 (业务拓展至音乐、游戏、影院、娱乐营销公关等)。通过募集资金投资的有: 1、0.64 亿全资收购华谊音乐 (10 年净利润 760 万, 高于承诺业绩), 2、0.7 亿投资华谊巨人获取 51% 股权; 通过自有资金投资的有: 1、1.49 亿元投资掌趣科技获取 21% 股权 (10 年净利润 0.4 亿 (+126%)), 低于承诺业绩), 2、300 万元出资设立华谊兄弟时尚 (上海) 文化传媒并持有 60% 股权; 通过全资子公司华谊兄弟影院投资公司对外投资的有: 1、出资 450 万拥有北京新影联华谊兄弟影院公司 45% 股权, 2、出资 1 亿以投资方式获取上海星浩股权投资中心 3.8% 股权 (参与从事 “星光耀计划绿色城市综合体” 项目开发, 是高聚合度的绿色城市综合体项目)。

- 与 10 年是公司电影大年相比, 11 年是公司电影耕耘之年, 大制作影片将在明年上映。公司在 2 月 24 日公布的 2011 “H 计划” 中发布 10 部新作, 都将在 11 年展开或已经开始制作, 目前预计能在 11 年实现上映的新作为 2 部, 分别是《全球热恋》和《画皮 2》; 剩余 8 部电影预计将在 12 年实现上映, 其中大制作超过半数, 达到 5 部。

公司公告今年将上映影片除上面提到的 2 部, 还包括《非诚勿扰 2》、《老夫子之小水滸传奇》、《新少林寺》、《时空地道》 (主演赵薇+黄晓明)、《雪花密扇》 (主演李冰冰+全智贤, 预计 7 月 15 日上映); 前 3 部电影已在 1 月上映, 累计票房过 4.5 亿; 预计公司今年还可能增加 2-3 部电影上映。

整体而言，我们认为华谊今年电影业务将主要是耕耘，很多明年上映的大制作电影都将在今年开始拍摄，明年才将是华谊电影大爆发和收获期。我们认为近几年华谊电影的产量将稳定在 8 部左右，不是片面追求电影产量，而主要是提升单片成功率和盈利能力。

□ 略微上调 11 年业绩预测，鉴于前期公司股价基本调整到位，提示投资机会。

我们将公司 11 年业绩预测由此前的 0.62 元上调到 0.63 元，主要是由于今年是公司电影小年，电影业务所产生的销售费用率与 10 年相比会有所下降；预计 12~13 年业绩为 1.01 和 1.49 元。当前股价对应公司 11~13 年 PE 分别为 45 倍、28 倍和 19 倍，维持“审慎推荐-A”的投资评级。

□ 风险提示：影片投入成本较高而实际票房低于预期，或因内容原因无法通过审查获得上映或播出许可。

表 1、各季度业绩回顾

(百万元)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	10A	11E
营业收入	100	102	337	533	1,072	1,330
营业成本	45	57	161	302	566	703
销售费用	30	25	81	96	232	259
管理费用	12	13	15	18	58	73
财务费用	(1)	(3)	(2)	(5)	(12)	(9)
投资净收益	(0)	(0)	1	0	1	11
营业利润	9	4	73	96	183	264
归属母公司净利润	10	18	57	64	149	212
EPS (元)	0.03	0.05	0.17	0.19	0.44	0.63
主要比率	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	10A	11E
毛利率	54.8%	44.8%	52.0%	43.2%	47.2%	47.1%
营业费用率	29.5%	24.9%	24.1%	18.0%	21.7%	19.5%
管理费用率	12.1%	13.1%	4.4%	3.4%	5.4%	5.5%
营业利润率	8.8%	4.4%	21.8%	18.0%	17.0%	19.8%
有效税率	28.7%	-76.1%	22.9%	29.1%	21.2%	23.0%
净利率	9.4%	17.0%	17.1%	12.3%	14.0%	16.0%
YoY	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	10A	11E
收入	-33.0%	-7.9%	369.8%	95.9%	77.4%	24.1%
归属母公司净利润	-56.9%	111.2%	1422%	31.5%	76.5%	42.0%

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

表 2、华谊发布的 2011 “H 计划” 10 部电影新作介绍

“H 计划” 片名	导演	监制	演员	制作规模	上映时间	简介
《全球热恋》	夏永康、陈国辉	陈果	郭富城、刘若英、陈奕迅、桂纶镁、井柏然	中等制作	2011 年	对前作《全城热恋》的升级之作，剧本打磨 1 年创作 6 稿，这一次的故事发生在不同的国家，一家人，三个姐妹的爱情故事；由华谊兄弟、20 世纪福斯影业、骄阳电影共同出品
《画皮 2》	乌尔善	陈国富	之前圈内透露周迅、陈坤将再度合作	中上规模制作	2011 年	乌尔善首部剧情长片《刀见笑》将于近期上映，陈国富称其“将给中国主流电影带来震撼的新锐力量”。相比《画皮》，这部续集之作据称视觉效果将更加出乎意料，意在打造又一部华语动作奇幻巨制
《Love》	钮承泽	-	-	中小规模制作	2012 年	台湾导演钮承泽最新力作《艋舺》在台湾取得成功，《Love》是部讲述北京和台北关于爱的电影。
《会撒娇的女人最好命》	彭浩翔	-	-	中小规模制作	2012 年	香港导演彭浩翔最新代表作是《志明与春娇》，该部电影根据同名原著小说改编，彭浩翔将继续在自己擅长的另类情致领域发挥特长。
《星空》	林书宇	陈国富	考虑用新人	中等制作	2012 年	取材自几米的漫画，林书宇是台湾导演，之前靠《九降风》横扫各大奖项，此次的《星空》是一部清新的青春片。
《杨家将》	于仁泰	黄百鸣	古天乐、赵又廷、黄晓明、Angelababy 等	大制作	2012 年	今年 8 月开拍，有意挑选型男担任杨家七杰
《十二生肖》	成龙	唐季礼	成龙等	大制作	2012 年	10 部新作中单项目投资最大的，在实现成龙大哥个人梦想的同时，也将为观众奉献一部精彩绝伦的冒险电影，会去非常多的地方，涉及国宝寻找，很多壮丽的景色，大规模动作场面。
《太极》	冯德伦	李连杰	李连杰等	大制作	2012 年	影片讲述的是太极宗师杨露禅跟陈长兴的故事，属于传记动作片。剧本早已完成。华谊选择冯德伦，是希望把影片拍摄得年轻化，时尚化。
《狄仁杰前传》	徐克	施南生	可能以原班人马为主	大制作	2012 年	故事将发生在狄仁杰年轻的时候，所以，到时候李冰冰和邓超、梁家辉饰演的角色都可以复活了。
暂未定名	冯小刚	-	-	大制作	2012 年	前期需筹备 6-7 个月，预计 10 月开拍，冯小刚对于自己的新片只有一句话介绍：“这是我当导演十多年来最期待的电影”；之前冯小刚曾公开表示，自己最想导演的电影，是《温故 1942》。

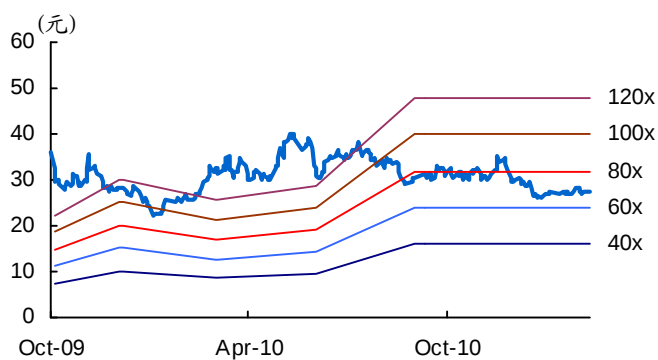
资料来源：网上公开资料整理、招商证券研发中心

表 3、盈利预测简表

主营业务收入	09A	10A	11E	12E	13E	14E
电影	202	624	452	837	1,154	1,501
电视剧	280	323	633	1,104	1,568	1,995
艺人经纪及服务	124	125	147	176	215	269
合计	604	1,072	1,330	2,257	3,137	4,045
收入增速	09A	10A	11E	12E	13E	14E
电影	-12%	209%	-27.6%	85%	38%	30%
电视剧	160%	15%	95.7%	75%	42%	27%
艺人经纪及服务	78%	0.04%	18%	20%	22%	25%
合计	48%	77%	24.1%	69.7%	39.0%	28.9%
毛利率	09A	10A	11E	12E	13E	14E
电影	45.8%	48.4%	49.0%	51.0%	50.0%	50.0%
电视剧	38.0%	32.3%	40.0%	42.0%	44.0%	46.0%
艺人经纪及服务	62.7%	67.5%	68.0%	68.0%	68.0%	68.0%
合计	46.3%	47.2%	47.1%	48.0%	48.6%	49.6%
EPS	0.25	0.44	0.63	1.01	1.49	2.01

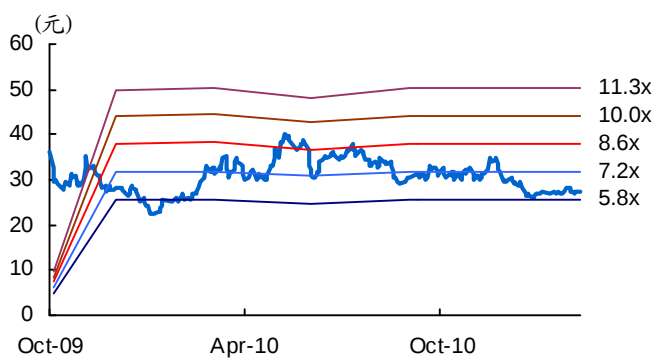
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 1、华谊兄弟历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2、华谊兄弟历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,660	1,662	1,912	2,394	2,974
现金	1,071	847	1,002	859	849
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	195	458	532	903	1,255
其它应收款	9	20	27	45	63
存货	282	226	281	469	646
其他	102	111	70	117	161
非流动资产	51	360	256	248	241
长期股权投资	5	184	184	184	184
固定资产	31	69	59	52	46
无形资产	0	0	0	0	0
其他	15	108	13	12	11
资产总计	1,711	2,022	2,168	2,641	3,215
流动负债	227	452	449	684	904
短期借款	5	0	0	0	0
应付账款	93	254	211	352	484
预收账款	97	82	141	235	323
其他	32	116	97	97	97
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	227	452	449	684	904
股本	168	336	336	336	336
资本公积金	1,175	979	979	979	979
留存收益	138	237	385	622	972
少数股东权益	3	18	19	21	23
母公司所有者权益	1,481	1,552	1,700	1,937	2,287
负债及权益合计	1,711	2,022	2,168	2,641	3,215

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	52	91	112	(66)	111
净利润	85	149	212	338	501
折旧摊销	0	0	10	8	7
财务费用	0	0	(9)	(9)	(9)
投资收益	0	0	(11)	(15)	(21)
营运资金变动	0	0	(98)	(389)	(369)
其它	(32)	(58)	9	2	2
投资活动现金流	(26)	(233)	87	0	0
资本支出	0	0	0	0	0
其他投资	(26)	(233)	87	0	0
筹资活动现金流	964	(83)	(43)	(77)	(121)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(64)	(101)	(150)
其他	964	(83)	20	25	29
现金净增加额	990	(224)	155	(143)	(9)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	604	1,072	1,330	2,257	3,137
营业成本	325	566	703	1,173	1,614
营业税金及附加	26	34	41	70	97
营业费用	88	232	259	474	627
管理费用	37	58	73	124	173
财务费用	10	(12)	(9)	(9)	(9)
资产减值损失	13	13	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(3)	1	11	15	21
营业利润	102	183	264	431	645
营业外收入	15	15	18	13	10
营业外支出	2	7	5	3	2
利润总额	115	190	277	441	653
所得税	31	40	64	101	150
净利润	84	150	213	339	503
少数股东损益	(1)	1	1	2	3
母公司所有者净利润	85	149	212	338	501
EPS (元)	0.25	0.44	0.63	1.01	1.49

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	48%	77%	24%	70%	39%
营业利润	18%	80%	44%	63%	50%
净利润	24%	76%	42%	59%	48%
获利能力					
毛利率	46.3%	47.2%	47.1%	48.0%	48.6%
净利率	14.0%	13.9%	15.9%	15.0%	16.0%
ROE	5.7%	9.6%	12.5%	17.4%	21.9%
ROIC	5.5%	8.5%	11.4%	16.6%	21.2%
偿债能力					
资产负债率	13.2%	22.3%	20.7%	25.9%	28.1%
净负债比率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	7.3	3.7	4.3	3.5	3.3
速动比率	6.1	3.2	3.6	2.8	2.6
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.9	1.0
存货周转率	1.3	2.2	2.8	3.1	2.9
应收帐款周转率	3.2	3.3	2.7	3.1	2.9
应付帐款周转率	4.2	3.3	3.0	4.2	3.9
每股资料(元)					
每股收益	0.25	0.44	0.63	1.01	1.49
每股经营现金	0.16	0.27	0.33	-0.20	0.33
每股净资产	4.41	4.62	5.06	5.76	6.81
每股股利	0.30	0.20	0.19	0.30	0.45
估值比率					
PE	112.7	63.9	45.0	28.2	19.0
PB	6.4	6.1	5.6	4.9	4.2
EV/EBITDA	48.0	30.9	21.3	13.1	8.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵宇杰：毕业于华中科技大学，招商证券研发中心研究副董事。2009 年、2010 年连续两年获得《新财富》传播与文化行业最佳分析师第二名。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 6 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

行业层面创新性提出传媒行业具有“势能”、“动能”两大商业天赋，总结出“势能法则”，并将传媒划分为三代媒体形态，每一代媒体具有不同的势能和动能。公司层面深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。