

业绩快速增长，长期趋势向好

华谊兄弟

- **业绩快速增长，四季度业绩集中释放。**2010 年公司实现营业收入 10.7 亿元，同比增长 77.4%，营业利润 1.8 亿元，同比增长 79.7%，实现净利润 1.5 亿元，同比增长 76.5%，对应摊薄后每股收益 0.44 元，四季度实现营业收入 5.3 亿元，同比增长 95.9%，环比增长 58.2%，实现净利润 6415 万元，同比增长 31.5%，环比增长 13%，对应每股收益 0.19 元，同时公司公布了拟 10 转 8 派 2 元的利润分配预案。
- **电影大年后的电视剧大年。**受益于国内票房市场的快速增长，2010 年成为了公司的电影大年，发行电影共 8 部，总票房收入超过 15 亿元，《唐山大地震》、《狄仁杰》和《非诚勿扰 2》三部大片票房收入占据国产片票房前五名的三席，录得票房分账及衍生收入 6.2 亿元，同比增长 209%，大片的良好表现也使公司电影业务的毛利率上升到 48.4%。与此同时，由于公司整体资源（人力、物力及财力）向电影业务倾斜，同期电视剧业务收入增长受到一定影响，全年新增发行电视剧 9 部，收入 3.2 亿元，同比增长 15.4%，由于缺乏大制作，毛利率略有下滑。从公司公布的 2011 年经营计划看，新增电视剧 17 部共 550 集，其中不乏一些具有影响力的大制作；电影 6 部（有超预期可能），且不包含冯小刚的作品。我们判断，2011 年将是公司的电视剧大年，在电影业务稳步增长的同时，电视剧业务收入将实现高速增长，从而带动整体收入的增长。
- **公司全娱乐布局稳步推进，长期趋势向好。**公司是少数能够在影视剧制作发行领域保持快速增长且持续盈利的企业，是中国民营影视制作的龙头企业，我们认为公司在内容制作方面已经积累了丰富的经验和资源，这种长期形成的门槛是新进入者在中短期内难以跨越的，上市后公司借助资本市场的力量，通过控股和参股的形式向手机游戏，音乐，影院，主题乐园等领域拓展，积极布局全娱乐，为将来内容端的持续增值奠定了基础，长期趋势值得看好。
- 预计 2011-2012 年每股收益分别为 0.76 元、0.99 元，动态市盈率为 37x、28x。新业务拓展及影视剧收入均有超预期可能，维持公司“买入”的投资评级。

主要财务指标

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入（百万元）	234.8	409.3	604.1	1,071.7	1,595.8	2,114.9
营业收入增长率（%）	88.8%	74.4%	47.6%	77.4%	48.9%	32.5%
营业利润（百万元）	53.4	85.9	101.6	182.5	328.4	433.0
营业利润增长率（%）	167.7%	60.7%	18.3%	79.7%	79.9%	31.9%
净利润（百万元）	58.2	68.1	84.6	149.2	253.8	331.3
净利润增长率（%）	147.2%	16.9%	24.2%	76.5%	70.1%	30.5%
营业利润率（%）	22.8%	21.0%	16.8%	17.0%	20.6%	20.5%
每股收益（元）	0.17	0.20	0.25	0.44	0.76	0.99
每股净资产（元）	0.46	0.74	0.99	1.43	2.19	3.18
PE(X)	163.6	140.0	112.7	63.9	37.5	28.8
PB(X)	61.4	38.4	28.7	19.8	13.0	8.9
ROE(%)	37.5%	27.4%	25.4%	31.0%	34.5%	31.1%

维持

买入

分析师：康志毅

投资咨询执业证书编号：

S0630209100142

联系信息：

010-59707103

kzy@longone.com.cn

联系人：郑永双

联系信息：

010-59707117

zhengys@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 3 月 10 日

调研：无

相对涨幅

市场表现	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	6.7%	1.0%
3个月	-7.5%	-11.6%
6个月	-12.7%	-23.7%

股价表现

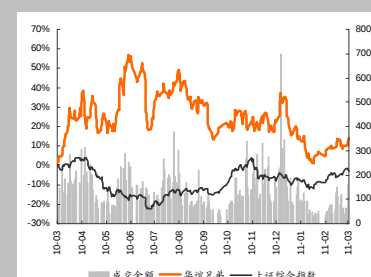


表 1. 华谊兄弟 2010 年及 4 季度业绩对比

百万元	1-4Q2009	1-4Q2010	YoY	4Q2009	4Q2010	YoY	3Q2010	4Q2010	QoQ
营业收入	604.14	1,071.71	77.4%	271.84	532.52	95.9%	336.62	532.52	58.2%
增长率	47.6%	77.4%	29.8%	52.6%	95.9%	43.3%	369.8%	95.9%	-273.9%
毛利率	46.3%	47.2%	1.0%	45.7%	43.2%	-2.5%	52.0%	43.2%	-8.8%
营业成本	324.71	565.54	74.2%	147.57	302.29	104.9%	161.45	302.29	87.2%
营业税金及附加	26.41	33.54	27.0%	12.44	16.56	33.1%	7.32	16.56	126.3%
期间费用率	22.4%	25.9%	3.5%	19.3%	20.4%	1.1%	27.9%	20.4%	-7.5%
销售费用	88.32	232.03	162.7%	37.87	96.00	153.5%	81.03	96.00	18.5%
销售费用率	14.6%	21.7%	7.0%	13.9%	18.0%	4.1%	24.1%	18.0%	-6.0%
管理费用	36.53	58.27	59.5%	14.60	18.04	23.5%	14.69	18.04	22.8%
管理费用率	6.0%	5.4%	-0.6%	5.4%	3.4%	-2.0%	4.4%	3.4%	-1.0%
财务费用	10.46	-12.26	-217.2%	-0.02	-5.45	30473.6%	-1.94	-5.45	180.4%
财务费用率	1.7%	-1.1%	-2.9%	0.0%	-1.0%	-1.0%	-0.6%	-1.0%	-0.4%
资产减值损失	13.40	13.10	-2.2%	3.98	9.49	138.1%	1.54	9.49	515.7%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA
投资净收益	-2.72	1.03	-138.1%	0.50	0.15	-68.8%	0.92	0.15	-83.1%
营业利润	101.59	182.54	79.7%	55.88	95.75	71.3%	73.47	95.75	30.3%
增长率	18.3%	79.7%	61.4%	58.3%	71.3%	NA	1370.9%	71.3%	-1299.6%
营业利润率	16.8%	17.0%	0.2%	20.6%	18.0%	-2.6%	21.8%	18.0%	-3.8%
加: 营业外收入	15.47	14.54	-6.0%	11.32	-1.29	-111.4%	3.79	-1.29	-134.1%
减: 营业外支出	1.66	6.73	306.3%	0.53	1.74	228.4%	2.77	1.74	-37.1%
利润总额	115.40	190.34	64.9%	66.67	92.72	39.1%	74.48	92.72	24.5%
减: 所得税	31.43	40.33	28.3%	17.61	27.00	53.3%	17.08	27.00	58.0%
实际所得税率	27.2%	21.2%	-6.0%	26.4%	29.1%	2.7%	22.9%	29.1%	6.2%
净利润	83.98	150.01	78.6%	49.06	65.72	34.0%	57.40	65.72	14.5%
减: 少数股东损益	-0.58	0.80	NA	0.26	1.57	496.0%	0.62	1.57	155.9%
归属母公司净利润	84.55	149.21	76.5%	48.80	64.15	31.5%	56.78	64.15	13.0%
增长率	24.2%	76.5%	52.2%	83.3%	31.5%	-51.9%	1423.3%	31.5%	-1391.9%
净利润率	14.0%	13.9%	-0.1%	18.0%	12.0%	-5.9%	16.9%	12.0%	-4.8%
每股收益 (元)	0.25	0.44	76.5%	0.15	0.19	31.5%	0.17	0.19	13.0%

资料来源: 东海证券研究所, WIND

表 2. 华谊兄弟盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	124.3	234.8	409.3	604.1	1,071.7	1,595.8	2,114.9	74.4%	47.6%	77.4%	48.9%	32.5%
增长率		88.8%	74.4%	47.6%	77.4%	48.9%	32.5%	-14.5%	-26.8%	29.8%	-28.5%	-16.4%
电影	61.6	106.1	229.8	201.6	623.7	829.5	995.4	116.6%	-12.3%	209.4%	33.0%	20.0%
电视剧	24.1	82.8	107.6	279.9	323.1	597.7	896.6	30.0%	160.2%	15.4%	85.0%	50.0%
艺人经纪及其他	38.7	27.9	70.0	124.5	124.5	161.9	202.3	150.6%	77.8%	0.0%	30.0%	25.0%
音乐	0.0	0.0	0.0	0.0	15.6	18.7	22.5	NA	NA	NA	20.0%	20.0%
电影院	0.0	0.0	0.0	0.0	7.8	15.6	31.2	NA	NA	NA	100.0%	100.0%
综合毛利率	37.9%	45.7%	53.7%	46.3%	47.2%	47.1%	46.5%	8.1%	-7.5%	1.0%	-0.1%	-0.6%
营业成本	77.2	127.5	189.4	324.7	565.5	844.4	1,132.0	48.5%	71.5%	74.2%	49.3%	34.1%
营业税金及附加	4.7	9.0	15.1	26.4	33.5	47.9	63.4	66.4%	75.5%	27.0%	42.8%	32.5%
期间费用率	17.6%	18.4%	23.9%	22.4%	25.9%	23.7%	23.9%	5.4%	-1.5%	3.5%	-2.2%	0.2%
销售费用	14.3	26.7	63.1	88.3	232.0	303.2	401.8	136.1%	39.9%	162.7%	30.7%	32.5%
销售费用率	11.5%	11.4%	15.4%	14.6%	21.7%	19.0%	19.0%	4.0%	-0.8%	7.0%	-2.7%	0.0%
管理费用	6.6	13.1	25.6	36.5	58.3	87.8	116.3	95.2%	42.8%	59.5%	50.6%	32.5%
管理费用率	5.3%	5.6%	6.3%	6.0%	5.4%	5.5%	5.5%	0.7%	-0.2%	-0.6%	0.1%	0.0%
财务费用	0.9	3.4	9.0	10.5	(12.3)	(12.8)	(13.7)	161.2%	16.1%	-217.2%	4.1%	7.7%
财务费用率	0.7%	1.5%	2.2%	1.7%	-1.1%	-0.8%	-0.7%	0.7%	-0.5%	-2.9%	0.3%	0.2%
资产减值损失	0.7	1.5	20.0	13.4	13.1	12.0	12.0	1255%	-33.0%	-2.2%	-8.4%	0.0%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA	NA	NA	NA
投资净收益	0.0	0.0	(1.3)	(2.7)	1.0	15.0	30.0	NA	109.4%	-138.1%	1349.4%	100.0%
营业利润	20.0	53.4	85.9	101.6	182.5	328.4	433.0	60.7%	18.3%	79.7%	79.9%	31.9%
增长率		167.7%	60.7%	18.3%	79.7%	79.9%	31.9%	-107.0%	-42.4%	61.4%	0.2%	-48.0%
营业利润率	16.1%	22.8%	21.0%	16.8%	17.0%	20.6%	20.5%	-1.8%	-4.2%	0.2%	3.5%	-0.1%
加: 营业外收入	3.1	4.9	4.2	15.5	14.5	15.0	15.0	-15.0%	271.5%	-6.0%	3.2%	0.0%
减: 营业外支出	0.0	0.0	6.1	1.7	6.7	5.0	5.0	NA	-72.9%	306.3%	-25.7%	0.0%
利润总额	23.1	58.3	83.9	115.4	190.3	338.4	443.0	43.9%	37.5%	64.9%	77.8%	30.9%
减: 所得税	(0.5)	0.1	15.9	31.4	40.3	84.6	110.8	NA	98.0%	28.3%	109.7%	30.9%
实际所得税率	-2.0%	0.2%	18.9%	27.2%	21.2%	25.0%	25.0%	18.8%	8.3%	-6.0%	3.8%	0.0%
净利润	23.6	58.2	68.1	84.0	150.0	253.8	332.3	16.9%	23.4%	78.6%	69.2%	30.9%
减: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	(0.6)	0.8	0.0	1.0	NA	NA	-239.4%	-100.0%	NA
归属母公司净利润	23.6	58.2	68.1	84.6	149.2	253.8	331.3	16.9%	24.2%	76.5%	70.1%	30.5%
增长率		147.2%	16.9%	24.2%	76.5%	70.1%	30.5%	-130.3%	7.4%	52.2%	-6.4%	-39.5%
净利润率	19.0%	24.8%	16.6%	14.0%	13.9%	15.9%	15.7%	-8.2%	-2.6%	-0.1%	2.0%	-0.2%
每股收益(元)	0.07	0.17	0.20	0.25	0.44	0.76	0.99	16.9%	24.2%	76.5%	70.1%	30.5%

资料来源: 东海证券研究所, WIND

作者简介

康志毅：高级研究员，从事电信服务及通信设备业、广电服务及新闻广电业研究，毕业于吉林大学，经济学硕士；2009年7月加盟东海证券研究所。

评级定义

市场指数评级 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

行业指数评级 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

公司股票评级 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

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，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。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897