

2011-03-11

传播与文化

华谊兄弟 300027-SZ

有望跻身华语区一流综合娱乐集团

◇ 事件：公司公布 2010 年报

◆ 电影业务大丰收驱动公司 2010 年业绩增长

2010 年营业收入 10.7 亿元，增长 77.4%；净利润 1.5 亿元，增长 80.5%。每股收益 0.45 元，增 40.6%。同时公布了利润分配预案，以 2010 年底总股本为基数，每 10 股转赠 8 股派现金 2 元。2010 年对于公司堪称“电影年”，电影业务比上年增 209.4%，贡献了收入的 58.13%，并且毛利率也由 45.8% 提高到 48.4%。公司的市场竞争力和地位也进一步确立；2010 年，票房最高的 4 部国产影片中 3 部出自华谊。这 4 部电影的票房总和超过 15 亿，占前 10 名电影的 54%。以全国票房 101.7 亿元计，华谊的市场占有率达 15%。

◆ 2011 将是“电视剧年”，电影业务播种耕耘，收获在 2012

公司计划在 2011 年形成收入的电视剧达到 550 集，较 2010 年接近翻番。此项业务毛利率将因内容的版权价值提升而不断提高，预计网络视频的电视剧网络版权采购等新利润来源将使公司电视剧毛利率由 32.3% 提高到 40%。公司 2011 年上映影片预计为 6-8 部，但与 2010 年大片成绩相比，2011 年电影业务将出现下滑，而公司公布的电影“H 计划”包括港台以及大陆地区 11 位导演的 10 部新片，大部分将在 2012 年上映，形成收入。

◆ “三驾马车”协同效应已现，新业务布局助力综合传媒娱乐集团战略

电影、电视剧、艺人经纪三项主要业务互相促进，使公司形成了鲜明的品牌优势。我们认为公司布局的电影院、音乐、游戏等业务将受益于品牌优势，呈现更强的“加法效应”，进一步延长价值链。公司投资的音乐、游戏等新业务将在 2011 年贡献更多利润。公司计划 2011 年开业影院 8 家，还考虑与现有影院、院线合作开发新项目，有望对冲电影投资回报不确定性风险。

◆ 后续增长明晰，盈利渠道存在想象空间，给予“买入”评级

预计公司未来三年净利润复合增速 39.7%，考虑到华谊的品牌优势、管理能力、资源整合能力，2011 将有更多华语区一流演艺娱乐人才加盟公司或开展合作。公司将拓展电视综艺节目、演出、广告等以娱乐内容为核心的新业务，后续的多层次、跨媒体、跨地区扩张值得期待。给予“买入”评级，6 个月目标价 40 元。短期内股价催化剂包括新媒体版权收入超预期、非大制作影片收入超预期。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	604	1,072	1,227	1,979	2,589
营业收入增长率	47.59%	77.40%	14.53%	61.26%	30.79%
净利润（百万元）	85	149	210	288	407
净利润增长率	24.22%	76.46%	40.87%	36.81%	41.43%
EPS（元）	0.25	0.44	0.63	0.86	1.21
ROE（归属母公司） （摊薄）	5.71%	9.61%	11.93%	14.71%	18.23%
P/E	113	64	45	33	23
P/B	6	6	5	5	4

首次

买入

当前价格	28.36 元
目标价格	40.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦（执业证书编号：S0930510120024）

021-22169975

zhouliqian@ebcn.com

联系人：

孙金霞

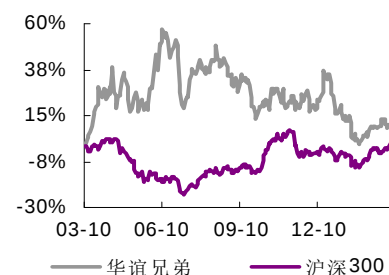
021-22169042

sunjx@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	336
总市值(百万元)	9,529
流通比例(%)	65.52%
12 个月最高/最低(元)	70.36/25.01
近 3 月日均成交量(百万股)	3.79
主要股东	王忠军

股价表现(12 个月)



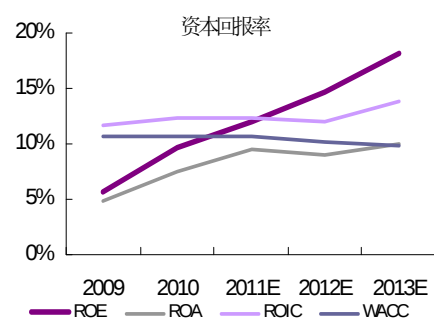
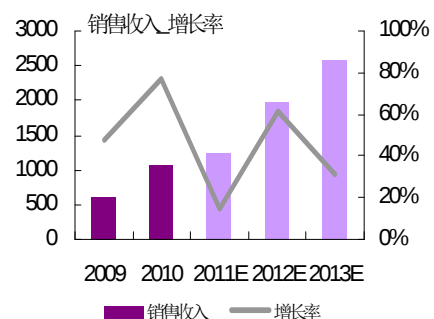
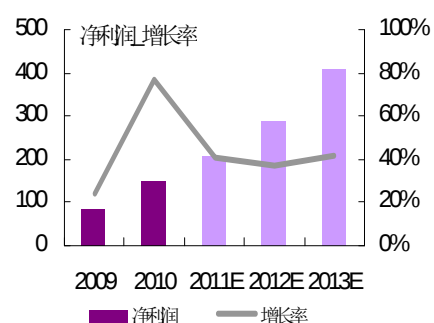
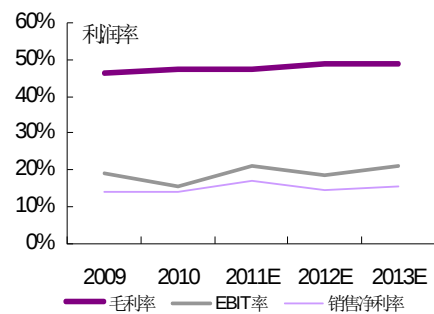
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.44	-11.27	14.06
绝对收益	6.11	-7.53	14.07

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	604	1,072	1,227	1,979	2,589
营业成本	325	566	644	1,011	1,321
折旧和摊销	8	12	1	4	8
营业税费	26	34	43	69	91
销售费用	88	232	209	416	479
管理费用	37	58	66	109	150
财务费用	10	-12	12	27	49
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-3	1	25	31	39
营业利润	102	183	273	376	535
利润总额	115	190	282	385	545
少数股东损益	-1	1	1	1	2
归属母公司净利润	84.55	149.21	210.19	287.56	406.69

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,711	2,022	2,231	3,230	4,079
流动资产	1,660	1,662	1,813	2,737	3,517
货币资金	1,071	847	625	990	1,294
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	195	458	489	761	1,040
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	9	20	23	35	47
存货	282	226	535	708	850
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	5	184	184	184	184
固定资产	31	69	113	165	218
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	227	452	450	1,255	1,825
无息负债	222	452	450	718	934
有息负债	5	0	0	537	892
股东权益	1,484	1,570	1,781	1,975	2,254
股本	168	336	336	336	336
公积金	1,187	1,011	1,032	1,061	1,101
未分配利润	126	205	394	558	794
少数股东权益	3	18	19	21	23

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	52	91	-160	-3	168
净利润	85	149	210	288	407
折旧摊销	8	12	1	4	8
净营运资金增加	162	230	452	668	564
其他	-202	-300	-824	-962	-811
投资活动产生现金流	-26	-233	-49	-48	-39
净资本支出	8	44	74	79	78
长期投资变化	5	184	0	0	0
其他资产变化	-39	-460	-122	-127	-116
融资活动现金流	964	-83	-12	415	176
股本变化	42	168	0	0	0
债务净变化	-160	-5	0	537	355
无息负债变化	80	230	-2	268	216
净现金流	990	-224	-221	364	305

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	47.59%	77.40%	14.53%	61.26%	30.79%
净利润增长率	24.22%	76.46%	40.87%	36.81%	41.43%
EBITDA 增长率	25.63%	48.10%	44.36%	43.57%	47.08%
EBIT 增长率	19.31%	47.47%	53.91%	42.62%	46.69%
估值指标					
PE	113	64	45	33	23
PB	6	6	5	5	4
EV/EBITDA	33	50	36	27	19
EV/EBIT	35	54	36	27	19
EV/NOPLAT	48	68	48	36	25
EV/Sales	7	8	8	5	4
EV/IC	6	8	6	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	46.25%	47.23%	47.52%	48.91%	48.96%
EBITDA 率	20.27%	16.93%	21.33%	18.99%	21.36%
EBIT 率	19.00%	15.79%	21.22%	18.77%	21.05%
税前净利润率	19.10%	17.76%	22.95%	19.47%	21.05%
税后净利润率 (归属母公司)	14.00%	13.92%	17.12%	14.53%	15.71%
ROA	4.91%	7.42%	9.47%	8.95%	10.02%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.71%	9.61%	11.93%	14.71%	18.23%
经营性 ROIC	11.67%	12.40%	12.32%	11.97%	13.80%
偿债能力					
流动比率	7.32	3.68	4.03	2.18	1.93
速动比率	607.92%	317.85%	284.21%	161.78%	146.10%
归属母公司权益/有息债务	296.16	-	-	3.64	2.50
有形资产/有息债务	340.23	-	-	5.86	4.48
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.25	0.44	0.63	0.86	1.21
每股红利	0.15	0.00	0.28	0.39	0.61
每股经营现金流	0.16	0.27	-0.48	-0.01	0.50
每股自由现金流(FCFF)	-0.20	-0.34	-0.97	-1.37	-0.66
每股净资产	4.41	4.62	5.24	5.82	6.64
每股销售收入	1.80	3.19	3.65	5.89	7.70

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。2010 年带领团队荣获首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。