

研究报告：华谊兄弟（300027）公告点评：传媒股中的茅台（九）——非泉不饮，非梧不栖

文化与传媒业——影视业

维持评级：长线买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
华谊兄弟	2.99	0.55	-6.21
沪深 300	-6.55	-2.26	13.30

市场数据 2011.5.18

当前价格（元）	15.08
52 周价格区间（元）	13.62-15.98
总市值（百万）	9181
流通市值（百万）	5288
总股本（万股）	60480
流通股（万股）	34837
日均成交额（百万）	103.49
近一月换手（%）	42.08

相关报告

2011-3-14《传媒股中的茅台（八）——2010 年报点评》
 2011-1-12《传媒股中的茅台（七）——光荣的荆棘路》
 2010-8-18《传媒股中的茅台（六）——短期波澜不惊，长期蕴藏张力》
 2010-8-3《传媒股中的茅台（五）——网络视频版权销售有望持续提升公司盈利能力》
 2010-7-28《传媒股中的茅台（四）——《唐山大地震》奠定公司全年业绩》
 2010-6-25《传媒股中的茅台（三）——参股掌趣科技，思路清晰布局全娱乐》
 2010-6-11《传媒股中的茅台（二）——是捕捉一个大的潮汐，还是追逐每个细小的浪花？》
 2010-4-28《华谊兄弟（300027）：传媒股中的茅台（一）》

分析师

栾雪飞 执业证书编号 S0350210060002

电话：0755-83716973

邮件：luanxf@ghzq.com.cn

合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%？

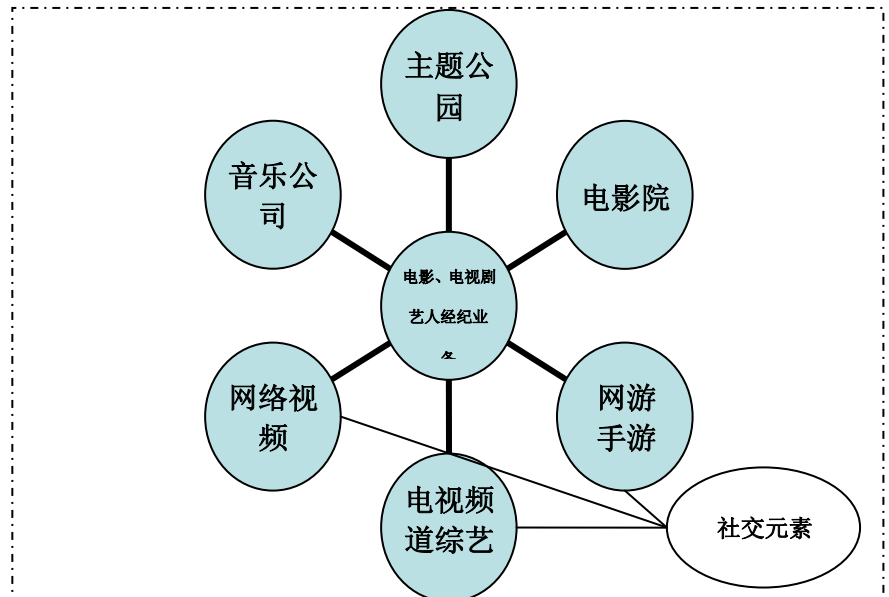
☐ 是 ☒ 否

■ 公司 5 月 9 日公告显示，我们在《传媒股中的茅台（八）》中“渠道和衍生品目前并非公司长项，尚需时日验证”的判断初见进展：腾讯通过深圳证券交易所大宗交易平台对华谊兄弟进行战略投资，大宗交易每股 16 元，比二级市场溢价近 10%，涉及金额 4.4 亿元人民币，投资完成后，腾讯持有华谊兄弟 4.6% 的股权，成为其第一大机构投资者。我们的观点：该事件程度超出我们的预期和市场普遍预期。第一，中国最好的内容方和最好的渠道方“双向选择、强强联合”，为双方未来产业发展均打开空间，公司新媒体业务迈出实质性一步。互联网服务提供商腾讯拥有 6.47 亿用户，互联网行业经验积累丰厚，覆盖即时通讯、社交网络、微博、游戏、网媒、无线、视频、音乐等业务领域，而华谊兄弟业务规划也覆盖游戏、音乐等新媒体业务和衍生品业务。借助强大的腾讯平台和用户，公司电影、电视、艺人经纪三大传统业务、新媒体业务和衍生品业务有望超预期顺利开展——公司的影视内容价值，因为该项产业资本投资事件，也会被市场重新提升到一个新的重视程度和认识高度；通过视频、音乐、微博、个人空间、互动娱乐、电子商务、影视制作、线下产业整体合作，借助腾讯强大的社交网络，公司可实现影视娱乐资源立体开发，媒体资源有望充分变现；第二，抓住主要矛盾才能不错失投资机会。一直以来，小非持续减持是制约公司股价上涨的重要因素，此次溢价收购一定程度上打消了市场疑虑，也让我们重新认识了“价值投资”的正确含义，坚定专注于行业与公司基本面的性质判断，才能真正排除一切白噪声；第三，此次腾讯出手为大手笔，并且不排除腾讯继续增持的可能性，随着腾讯持股数量的增加，该事件性质将变得更加不同，对此我们暂不评论，保持观察；

预测指标	2009	2010	2011E	2012E
主营收入（百万元）	605.99	1071.71	1672	2379
营业利润（百万元）	114.89	182.54	374.35	531.50
净利润（百万元）	86.17	150.01	280.76	404.10
摊薄每股收益（元）	0.256	0.444	0.497	0.701
摊薄每股净资产（元）	2.45	2.596	3.995	4.665
ROE（%）	10.45	17.10	12.44	15.03

- 公司 5 月 18 日公告显示，我们在《传媒股中的茅台（八）》中“百年基业，淌过华纳昨日的河流”的判断初见进展：公司拟向全资子公司华谊兄弟国际有限公司（“华谊国际”）增加投入额度不超过 6000 万美元（合 4.08 亿元人民币）资金（自有或超募，3 年内陆续投入）。华谊国际将公司向其增加投入的资金主要用于如下项目：（1）与好莱坞电影企业合作拍摄制作英文电影；（2）与好莱坞电影企业合作投资成立合资公司；（3）与欧洲及亚洲的电影企业合作拍摄电影，进行版权合作等项目；（4）扩大公司在华语地区电影、电视内容、艺人经纪业务的规模；（5）投资欧美电影制作、发行、放映、新媒体等相关企业；（6）投资与公司主营业务有关、或者产业链上下游、周边领域相关的企业和项目；（7）其他符合公司海外战略投资的项目。我们的观点：公司与好莱坞“双向选择、强强联合”，事件性质和程度不仅超出我们的预期，也超出市场普遍预期。公司越过原先的海外发行构思，一跃上升到海外拍摄制作合作的高度，比肩华纳创百年基业，正式起步进入国际传媒娱乐领域，扩大品牌影响力和发行规模。2010 年我国故事影片产量 526 部，同比增长 15%，全国电影票房收入 101.72 亿元，其中国产影片票房 57.34 亿元，占比 56.3%。有 47 部国产影片销往 61 个国家地区，海外票房达 35.17 亿元人民币。华谊兄弟 2010 年年报公告电影及衍生品收入 6.23 亿元，据此推测产生总票房收入约为 15.75 亿元，占国产影片票房的 27.47%，占全国电影票房的 15.48%。2009 年全球电影票房为 299 亿美元（约合 2000 亿元人民币），2009 年中国电影票房收入位居全球第九位，中国电影票房收入占全球总票房收入尚不到 5%，具有巨大的提升空间。华谊兄弟此次与好莱坞合作，不仅有助于巩固提升其业内影视龙头地位，保持和扩大国内电影市场的市场占有率，也有助于其未来分享国际电影市场的份额；
- **估值与投资评级。**预计公司 2011-2012 年 EPS 为 0.497/0.701 元（计入掌趣投资收益），当前股价对应 2011-2012 年 PE 分别为 30.4/21.6 倍。公司位于娱乐产业链内容制造核心地位，并努力打造“内容+渠道”全产业链发展模式，理应享有估值溢价。维持公司“长线买入”的投资评级。

图 1 王中军的“娱乐传媒”理想国



资料来源 国海证券研究所

表 1 公司超募资金使用情况 and 对外投资情况

资金投向	资金来源	资金金额	股权比例与业务内容
影院建设（建成 3 家， 在建 2 家）	超募	12966.3 万	注：公司计划 2011 年开业影院 8 家，分别位于重庆、武汉、合肥、哈尔滨、沈阳、上海、咸宁、北京等城市。公司还将继续开发新项目，不排除与现有影院、院线公司洽谈合作。
华谊兄弟音乐有限公司	超募	3445 万 +2920.4 万	华谊兄弟拥有其 100% 的股权。业务范围是：音乐艺术创作；音像制品批发；数字音乐技术开发；组织文化艺术交流活动（不含演出、棋牌娱乐）；企业形象策划；展览展示。
华谊巨人信息技术有限公司（游戏类）	超募	7000 万	华谊兄弟拥有 51% 股权。华谊巨人将全面开展网络游戏业务，主要经营“万王之王”产品、推出新资料片并研发新产品。2011 年下半年，华谊巨人将研发一款基于全新 3D 引擎产品，与电影或电视剧关联。
掌趣科技（手机游戏类）	自有	14850 万	20.97% 的股权； 预计 2011 年会有上千万的投资收益。
北京新影联华谊兄弟影院有限公司	自有	-	45% 的股权
华谊兄弟时尚（上海） 文化传媒有限公司	自有	300 万	60% 的股权
上海星浩股权投资中心 （有限合伙）	自有	1 亿元	3.7643% 的股权

资料来源 国海证券研究所

表 2 电影业务 2011 年计划上映

名称	档期
老夫子之小水滸传奇	2011 年春节档
新少林寺	2011 年春节档
全球热恋	待定
时空地道	待定
雪花密扇	待定
画皮 2	待定

资料来源 国海证券研究所

表 3 电视剧业务 2011 年计划上映

	名称	集数		名称	集数
1	圣天门口	40	10	谎言	30
2	远去的飞鹰	30	11	大时代	33
3	非诚勿扰	30	12	娘 2	40
4	大丽家的往事	30	13	天下父母	34
5	追捕 2	30	14	黑玫瑰白玫瑰	32
6	中国血	30	15	最后一枪	32
7	追逃	30	16	秀秀的男人	35
8	三八年那年	30	17	钢魂	34
9	夫妻那点事	30		合计	550

资料来源 国海证券研究所

估值及投资评级

预计公司 2011-2012 年 EPS 为 0.497/0.701 元(计入掌趣投资收益), 当前股价对应 2011-2012 年 PE 分别为 30.4/21.6 倍。公司位于娱乐产业链内容制造核心地位, 并努力打造“内容+渠道”全产业链发展模式, 理应享有估值溢价。维持公司“长线买入”的投资评级。

表 4 公司 2011-2012 年盈利预测

		2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入							
电视剧及衍生	收入(元)	82,773,900.00	107,589,300.00	279,911,383.60	323,131,985.75	565,000,000.00	687,500,000.00
	YOY		29.98%	160.17%	15.44%	74.85%	21.68%
电影及衍生	收入(元)	106,065,000.00	229,759,300.00	201,593,452.38	623,705,264.26	837,000,000.00	1,339,000,000.00
	YOY		116.62%	-12.26%	209.39%	34.20%	59.98%
艺人经纪及相关服务	收入(元)	27,939,700.00	70,027,500.00	124,489,548.63	124,541,055.75	210,000,000.00	238,000,000.00
	YOY		150.64%	77.77%	0.04%	68.62%	13.33%
音乐	收入(元)			2,142.00	15,647,736.46	20,000,000.00	25,000,000.00
	YOY				730419.91%	27.81%	25.00%
网络视频	收入(元)				30,000,000.00	60,000,000.00	90,000,000.00
	YOY					100.00%	50.00%
电影院	收入(元)				7,825,479.08	40,000,000.00	100,000,000.00
	YOY					411.15%	150.00%
小计	收入(元)	216,778,600.00	407,376,100.00	605,996,526.61	1,117,026,042.22	1,692,000,000.00	2,379,500,000.00
	YOY		87.92%	48.76%	84.33%	51.47%	40.63%
营业成本							
电视剧及衍生(元)		51,326,429.06	65,846,865.90	173,655,285.70	187,416,551.74	310,750,000.00	343,750,000.00
电影及衍生(元)		68,988,613.64	111,496,950.83	109,233,063.93	338,048,253.23	451,980,000.00	723,060,000.00
艺人经纪及相关服务(元)		7,206,262.84	13,626,101.21	46,420,727.36	46,080,190.63	76,650,000.00	85,680,000.00
音乐(元)						3,290.00	3,620.00
网络视频(元)					495.00	550.00	600.00
电影院(元)					6,260,383.26	30,000,000.00	73,000,000.00
小计		127,521,305.54	190,969,917.94	329,309,076.99	571,545,490.59	839,383,840.00	1,152,494,220.00
主营业务利润							
电视剧及衍生	金额(元)	31,447,476.04	41,742,410.27	106,256,097.9	135,715,434.0	254,250,000.0	343,750,000.0
	YOY		32.74%	154.55%	27.72%	87.34%	35.20%
电影及衍生	金额(元)	37,076,421.85	118,262,339.52	92,360,388.5	285,657,011.0	385,020,000.0	615,940,000.0
	YOY		218.97%	-21.90%	209.29%	34.78%	59.98%
艺人经纪及相关服务	金额(元)	20,733,442.44	56,401,371.57	78,068,821.3	78,460,865.1	133,350,000.0	152,320,000.0
	YOY		172.03%	38.42%	0.50%	69.96%	14.23%
音乐	金额(元)				11,470,000.0	22,100,000.0	24,300,000.0

	YOY					92.68%	9.95%
网络视频	金额 (元)				29,999,505.0	59,999,450.0	89,999,400.0
	YOY					100.00%	50.00%
电影院	金额 (元)				1,565,095.8	10,000,000.0	27,000,000.0
	YOY					538.94%	170.00%
小计	金额(元)	89,257,340.3	216,406,121.4	276,685,307.6	541,302,815.2	854,719,450.0	1,226,309,400.0
	YOY		142.45%	27.85%	95.64%	57.90%	43.48%
毛利率							
电视剧及衍生(%)		37.99	38.8	37.96	42	45	50
电影及衍生(%)		34.96	51.47	45.82	45.8	46	46
艺人经纪及相关服务(%)		74.21	80.54	62.71	63	63.5	64
音乐(%)						110.50	97.20
网络视频(%)						100	100
电影院 (%)					20	25	27
综合毛利率 (%)		45.7	53.7	46.25	47.20	50.52	51.54
营业税金及附加		8,454,365.40	15,072,915.70	26,482,048.21	33,535,784.30	76,140,000.00	107,077,500.00
营业税金及附加比率		3.90%	3.70%	4.37%	4.50%	4.50%	4.50%
三项费用							
销售费用	金额 (元)	26,744,897.67	63,136,206.41	88,322,033.16	232,032,579.83	294,408,000.00	414,033,000.00
	营收占比 (%)	11.39	15.42	14.62	20.2	17.4	17.4
管理费用	金额 (元)	13,110,652.07	25,591,192.30	36,531,948.25	58,266,708.79	107,103,600.00	149,908,500.00
	营收占比 (%)	5.58	6.25	6.05	6.34	6.33	6.3
财务费用	金额 (元)	3,447,712.12	9,005,438.69	10,456,912.18	-12,259,954.69	8,460,000.00	23,795,000.00
	营收占比 (%)	1.47	2.2	1.73	0.1	0.5	1
期间费用	金额 (元)	43,303,261.86	97,732,837.40	135,310,893.59	278,039,333.93	409,971,600.00	587,736,500.00
	营收占比 (%)	18.44	23.87	22.4	26.64	24.23	24.7
营业利润	金额 (元)	37,499,713.07	103,600,368.26	114,892,365.82	182,535,271.50	368,607,850.00	531,495,400.00
	YOY		176.27%	10.90%	58.88%	101.94%	44.19%
	营业利润率	17.30%	25.43%	18.96%	16.34%	21.79%	22.34%
利润总额		37,499,713.07	103,600,368.26	114,892,459.42	190,340,079.76	374,352,269.85	538,793,633.40
所得税		7,499,942.61	19,580,469.60	28,723,114.86	40,330,383.84	93,588,067.46	134,698,408.35
所得税率 (%)		20.00	18.90	25.00	25.00	25.00	25.00
净利润	金额 (元)	29,999,770.46	84,019,898.66	86,169,344.57	150,009,695.92	280,764,202.39	404,095,225.05
	YOY		180.07%	2.56%	74.09%	87.16%	43.93%
	净利润率 (%)	17.26	20.62	14.22	13.43	16.59	16.98
归属母公司股东的净利润	金额 (元)	29,999,770.46	84,019,898.66	86,169,344.57	149,205,362.61	280,764,202.39	404,095,225.05
	YOY		180.07%	2.56%	73.15%	88.17%	43.93%
	净利润率 (%)	17.26	20.62	49.62	79.61	90.35	117.55
EPS (不计掌握投资收益)		0.050	0.139	0.142	0.247	0.464	0.668
EPS (计入掌握投资收益)		0.089	0.250	0.256	0.444	0.497	0.701
总股本 (股)		604800000	604800000	604800000	604800000	604800000	604800000

资料来源 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国海证券所有。