

证券研究报告

传媒



分析师 刘亮
021-3856 5917
liuliang@xyzq.com.cn
SAC:S0190209030141

推荐 (首次)

联系人: 刘勇
021-38565595
liuyong@xyzq.com.cn

华谊兄弟 (300027)

电视剧业务保驾护航, 11 年业绩增长有保障

2011 年 5 月 21 日

投资要点

- 华谊兄弟于 5 月 9 日发布公告: 腾讯溢价收购马云、虞锋、江南春等自然人股东减持的股份, 合计 4.6%, 从而成为华谊兄弟第一大机构投资者; 又于 5 月 13 日发布公告: 拟与深圳坪山城投等方合作, 在坪山开发“华谊兄弟文化城”项目; 再于 5 月 18 日发布两则公告: 拟向华谊兄弟国际有限公司增资不超过 6000 万美元, 及拟发行不超过 6 亿元的短期融资债券。我们在这些公告发布后参加了华谊兄弟的集体调研, 向公司高管了解了公司的经营状况、战略规划, 并就我们关心的一些问题进行了交流。我们的主要观点如下:

调研要点:

- **增资“华谊国际”, 推进国际化战略。**公司此次增加投入的资金将主要用于以下三方面: 1) 与好莱坞片厂合作拍摄英文电影; 2) 与好莱坞片厂成立合资公司; 3) 投资其它海外影视相关项目。据公司管理层透露, 目前正在和潜在合作方进行接触; 在合拍影片方面, 公司主要考虑筹备成熟, 能在一至两年内上映的项目以控制风险。我们认为, 对于以好莱坞片厂为代表的海外公司, 中国市场有着庞大的人口基数, 其消费能力正不断上升, 而人均银幕数、人均观影次数等指标仍处低位, 近年来国内票房年均增速 30% 以上, 去年更是达到 64%, 巨大的增长潜力是诱人的。合拍片没有进口片每年不超过 20 部的指标限制, 同时可以更深层次地发挥“中国元素”的本土票房号召力, 而华谊的明星资源、发行能力、以及对监管尺度和本土观众口味的准确把握等优势无疑是其合作的首选。对于华谊而言, 与好莱坞片厂等机构合作使其有望早日打开海外市场的广阔空间。2010 年度, 全球电影票房总额 318 亿美元, 其中北美市场票房 106 亿美元, 而同期国内票房总额 102 亿元, 约合 15 亿美元。就单片而言, 《阿凡达》全球票房 27.8 亿美元, 仅国内票房就达 13.8 亿元, 而《唐山大地震》、《让子弹飞》的票房均约 6.7 亿元。中国电影在海外发行的障碍主要在于: 发行渠道、制作水平 (特效处理等方面)、艺人影响力、文化差异, 与好莱坞片厂等海外机构合作对于公司开拓海外市场有积极、现实的意义。
- **电影业务 2011 蓄势, 2012 爆发。**除 1 季度已形成 1.02 亿元收入的《非诚勿扰 2》、《新少林寺》、《老夫子之小水虎传奇》外, 公司计划年内上映《全球热恋》、《时空地道》、《雪花密扇》、《画皮 2》等 4 部电影。“H 计划”的另外 8 部电影将在 2012 年上映。从电影上映的数量和制作规模来看, 2011 年是相对的小年, 我们预计电影业务收入 (含衍生收入) 将在 5 亿元左右, 较 2010 年降低约 20%。2012 年将是电影业务迎来爆发的一年, 《十二生肖》、《太极》、《狄仁杰前传》、《杨家将》均为大制作影片, 而冯小刚

导演届时也将推出重量级作品。

多位新锐导演担纲是“H计划”的一大亮点。乌尔善、钮承泽、彭浩翔、夏永康、陈国辉、林书宇、冯德伦等来自两岸三地的新锐导演正进入创造力旺盛的高产期，华谊凭借自身强大的资源整合能力为其提供了锤炼技艺、一展身手的优质平台，同时此举也为公司未来拍片储备了更多可供选择的导演，从而根本缓解对单个大牌导演严重依赖的问题。

- **电视剧业务将迎强劲增长。**根据公司定期公告披露，公司1季度新发行1部电视剧《大时代》（发行许可证于2010年12月获得），年内计划还将发行《圣天门口》、《远去的飞鹰》、《非诚勿扰》等16部电视剧，共计550集，而2010年取得发行许可证的电视剧共10部，电视剧新获发行许可证数增幅达60%。考虑到每年4季度获准发行的电视剧收入确认有部分发生在下一年，以及电视剧价格持续上涨的因素，我们认为公司今年电视剧业务的增幅将不低于60%。

华谊的电视剧制作采用工作室模式，每个工作室电视剧年产量1~2部。截至2010年底，公司共有11个电视剧工作室，另据公开渠道信息，《半路夫妻》、《你是我兄弟》等剧的编剧彭三源于今年3月份加盟华谊，所成立的工作室将同时涉足电视剧及电影制作。因此，华谊目前电视剧理论产能达到24部/年，目前17部的计划不会使其超负荷运转。公司2009年年报曾披露2010年计划形成收入的电视剧16部，此后于半年报缩减为12部，3季报又进一步缩减为11部，因此市场上有观点质疑公司电视剧发展已遭遇瓶颈，2011年电视剧业务将历史重演。我们的观点相反：公司的电视剧业务在2010年蓄势之后将确保今年计划的顺利完成。仔细比照公司宣布缩减电视剧发行量与影片上映的时间点不难发现，第一次宣布缩减发行量发生在《唐山大地震》上映4周之后，6.7亿票房基本锁定；第二次宣布缩减发生在《狄仁杰》上映4周之后，2.9亿票房基本锁定。我们认为公司是在两部大片确保2010年业绩增长无虞之后，将《钢魂》、《夫妻那点事》等剧的发行计划挪后至2011年。利用电影档期与定期公告间的时间差，公司可根据确定的票房结果合理调整电视剧发行量以达到平滑业绩的作用。在这点上，公司的影视剧业务显示了互补性的另外一个侧面。

- **衍生业务布局成效渐显。**公司的衍生业务目前包括影院、游戏、文化旅游三块。影院业务方面，截至2010年末，共3家影院（2家重庆、1家北京）投入运营，近期又在合肥新开一家影院，年内公司计划再开6家，年末总数将达到10家。我们实地走访了公司位于北京望京商圈的新影联华谊兄弟影院，观察到影院周边餐饮、娱乐、购物设施较为齐全，并且毗邻住宅区；在部分晚间时段抽样观测该影院与同一商圈另一家成熟影院——望京星美国影城的人流量，发现较为接近。望京目前常住人口约30万，多为白领阶层，文化需求及消费能力较高。新影联华谊兄弟影院自2010年7月开业至年末，共实现营收1325万元，净利润-199万元（亏损主要由于开办费支出）。我们认为公司在影院选址及运营方面表现成熟，考虑到2011年影院数目大幅增加，业务整体营收规模将在未来几年高速增长，部分影院将有望在年内开始盈利。由于公司在新影联华谊兄弟影院持股45%，影院盈利情况将按权益法计入投资收益。在影院票房快速增长的同时，我们也需看到影院的数目也在高速增长，据悉仅望京商圈年内将会有另外3家影院开业，虽然仍低于朝阳CBD商圈十几家影院扎堆的水平，但影院全行业扩张过热的风险在很多城市都已隐现。

游戏业务方面，从1季报来看，华谊巨人1季度并表营收636.62万元。预计随着用户数的递增，网游全年营收有望超过3000万元。掌趣科技预计将保持增长态势，其2010年净利润为4023.85万元，今年为华谊带来的投资收益预计为900~1200万元。掌趣科技存在未来上市的可能性。

文化旅游方面，将分为两种模式来运营：文化城（影视基地+文化旅游）、主题公园。目前文化城项目已与上海嘉定和深圳坪山签下协议，公司计划未来在北方再布局一个。主题公园项目仍在筹划和洽谈中。

短期来看，文化旅游业务尚不能为公司贡献利润，但长期可待。

- **经纪业务总体规模平稳增长，内部构成不断优化。**公司目前签约艺人超过 100 人，预计未来此块业务增长平稳，业绩提升靠艺人数量、艺人演艺活动增加及业务内部构成不断优化，如降低低毛利率的企业客户艺人服务业务。
- **与 QQ 如何共舞？**腾讯此次溢价收购公司 4.6% 的股份引发市场的广泛关注，据公司透露，目前已与腾讯召开过碰头会就未来可以在哪些方面合作进行了探讨，目前还未敲定具体的方案。内容和渠道的天生互补，使人们有理由对影视和互联网行业的领跑者所碰撞出的火花抱以期待。对华谊而言，我们认为公司未来很有可能在游戏与影视剧的良性互动、影视音乐的网络版权销售、电影和文化旅游产品的线上营销等方面获益。
- **盈利预测：**公司近几年内仍将以影视剧、经纪业务为主要利润来源，同时影院、游戏等新业务对净利润的贡献也将逐步增大。我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为：0.38、0.52、0.70 元，对应最近收盘价的 PE 分别为：38.9、28.4、21.1 倍。公司是国内影视娱乐行业的领军企业，并具国际视野，在聚合业内最优质资源推进业务多元化布局的同时注重业务间的协同效应，渐具综合性传播娱乐集团雏形，初次覆盖，我们给公司“推荐”评级，对对公司发展长期看好。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1662	1811	2297	2833
货币资金	847	850	811	1015
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	458	551	850	1044
其他应收款	20	24	36	45
存货	226	265	412	502
非流动资产	360	461	482	512
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	184	200	200	200
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	69	163	193	222
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
资产总计	2022	2271	2779	3345
流动负债	452	536	721	856
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	254	288	447	544
其他	198	249	274	312
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	452	536	721	856
股本	336	605	605	605
资本公积	979	710	710	710
未分配利润	205	336	610	976
少数股东权益	18	23	31	42
股东权益合计	1570	1735	2058	2489
负债及权益合计	2022	2271	2779	3345

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	149	227	315	420
折旧和摊销	12	6	9	11
资产减值准备	13	-30	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-12	-12	-13
投资损失	-1	-13	-15	-17
少数股东损益	1	5	8	11
营运资金的变动	-71	32	340	197
经营活动产生现金流量	91	152	-25	214
投资活动产生现金流量	-233	-93	-25	-23
融资活动产生现金流量	-83	-55	12	13
现金净变动	-224	3	-39	204
现金的期初余额	1071	847	850	811
现金的期末余额	847	850	811	1015

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1072	1257	1938	2380
营业成本	566	641	995	1212
营业税金及附加	34	39	61	74
销售费用	232	226	378	428
管理费用	58	75	116	143
财务费用	-12	-12	-12	-13
资产减值损失	13	13	13	13
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	13	15	17
营业利润	183	287	402	540
营业外收入	15	15	15	15
营业外支出	7	7	7	7
利润总额	190	295	410	547
所得税	40	62	87	116
净利润	150	232	323	431
少数股东损益	1	5	8	11
归属母公司净利润	149	227	315	420
EPS (元)	0.25	0.38	0.52	0.70

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	77.4%	17.3%	54.2%	22.8%
营业利润增长率	79.7%	57.1%	40.1%	34.3%
净利润增长率	76.5%	52.2%	38.6%	33.6%
盈利能力(%)				
毛利率	47.2%	49.0%	48.7%	49.1%
净利率	13.9%	18.1%	16.2%	17.7%
ROE	9.6%	13.3%	15.5%	17.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	22.3%	23.6%	25.9%	25.6%
流动比率	3.68	3.38	3.19	3.31
速动比率	3.16	2.88	2.61	2.72
营运能力(次)				
资产周转率	57.4%	58.6%	76.8%	77.7%
应收帐款周转率	318.7%	246.2%	276.6%	251.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.25	0.38	0.52	0.70
每股经营现金	0.15	0.25	-0.04	0.35
每股净资产	2.57	2.83	3.35	4.05
估值比率(倍)				
PE	61.3	40.3	29.1	21.8
PB	5.9	5.3	4.5	3.7

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。