

华谊兄弟(300027)

思路清晰、前景远大

研究员: 高圣

执业证书编号: S0570511050003

电话: 025-83290935

E-mail: gaosheng999@gmail.com

地址: 南京市中山东路90号

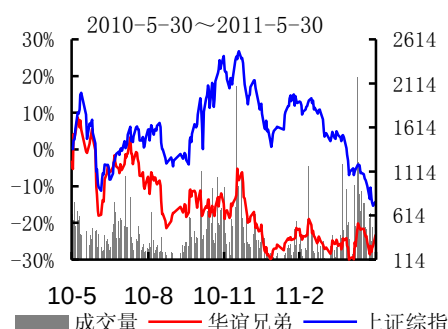
投资评级: 推荐(上调评级)

传媒 II

当前价格(元): 15.20

目标价格(元): 16.00

股价走势图



相关研究

--《华谊兄弟年报点评》3.11

投资要点:

事件: 公司近日公告拟与苏州工业园区管理委员会及其他投资方在苏州合作开发电影主题公园, 项目公司成立后将使用“华谊兄弟”品牌, 并向公司支付许可使用费。我们对此点评如下:

➤ **电影主题公园项目是公司品牌影响力的又一次体现和强化。** 今年2月15日和5月13日, 公司曾公告分别与上海嘉定工业园区和深圳坪山区合作建立“华谊兄弟”文化城, 文化城主要定位于摄影棚和文化旅游, 而此次电影主题公园项目是公司在文化旅游方向的又一突破。

我们认为其意义有以下几方面:

- 1) 文化城和电影主题公园项目的开发将进一步改进公司的业务布局, 推动公司向综合性传播娱乐集团发展, 长期来看将扩大公司收入规模并有效平滑公司在电影和电视剧业务业绩上的波动性, 为公司提供更为稳定的现金流;
- 2) 文化城和电影主题公园的开发和运营, 将进一步强化公司“华谊兄弟”品牌的对外影响力, 提升其品牌价值;
- 3) 与上海、深圳、苏州等经济发达地区政府的合作将使得公司的发展获得更多支持和资源优势。

但另一方面, 尽管文化城和主题公园项目的开展对公司长期发展构成重大利好, 其由于这些项目都需要较长的设计和建设周期, 1-2年内对公司业绩没有太多正面影响。

- **11年公司电视剧业务将发力。** 11年公司计划形成收入的电视剧有17部, 大幅高于往年, 而电视剧发行价格的上升也将带动公司电视剧业务业绩的提升, 预计11年电视剧业务收入同比增长65%。目前公司共有12个工作室, 以每个工作室每年生产2部电视剧计算, 全年产能为24部, 公司电视剧产量仍有进一步上升空间。
- **电影业务等待12年爆发。** 11年将是公司电影业务的小年, 10年《唐山》等电影为公司贡献大量票房收入, 11年公司计划上映的电影不多, 我们预计全年公司电影业务收入同比下降15%。但12年公司电影业务将有爆发增长, “H计划”中的8部电影将在12年上映。
- 由于电视剧业务的毛利率低于电影业务, 公司电视剧业务收入的上升将使得整体毛利率下降, 但电影业务的销售费用高于电视剧业务, 11年公司营业费用将同比下降。
- 预计11-13年公司实现归属母公司股东净利润1.87、2.46、2.98亿元, 折合每股收益0.31、0.41、0.49元。对应目前股价PE为50倍、38倍、31倍, 短期看估值仍然偏高。但考虑到公司发展思路清晰、发展前景良好, 我们给予公司“推荐”评级, 建议价值投资者长期持有。
- **投资风险提示:** 电视剧和电影产品收视效果低于预期的风险。

表 1：华谊兄弟分业务收入预测

		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
电影	营业收入	229.76	201.59	623.71	530.15	742.21
	增速		-12.26%	209.40%	-15%	40%
	营业成本	111.5	109.23	321.72	288.93	400.80
	毛利率	51.47%	45.82%	48.42%	45.50%	46%
电视剧	营业收入	107.59	279.91	323.13	533.16	613.14
	增速		160.16%	15.44%	65%	15%
	营业成本	65.85	173.66	218.75	338.56	392.41
	毛利率	38.80%	37.96%	32.30%	36.50%	36%
艺人经纪	营业收入	70.03	124.49	124.54	134.50	145.26
	增速		77.77%	0.04%	8%	8%
	营业成本	13.63	46.42	40.5	44.39	47.94
	毛利率	80.54%	62.71%	67.48%	67%	67%
音乐	营业收入			15.65	20	25.00
	增速				27.80%	25.00%
	营业成本			4.93	6.40	8.00
	毛利率			68.50%	68%	68%
电影院	营业收入			7.83	25	45
	增速				219.28%	80.00%
	营业成本			3.27	10.00	17.10
	毛利率			58.24%	60%	62%
游戏	营业收入				30.00	35
	增速					16.67%
	营业成本				15.60	18.90
	毛利率				48.00%	46%
内部抵消	营业收入	2.68	-5.08	-25.14	-50	-75
	营业成本	1.6	-4.6	-24.6	-48	-70
合计	营业收入	410.06	600.91	1069.72	1222.82	1530.62
	增速		46.54%	78.02%	14.31%	25.17%
	营业成本	192.58	324.71	564.57	655.88	815.14
	毛利率	53.04%	45.96%	47.22%	46.36%	46.74%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

表 2：华谊兄弟主要财务指标预测

重要财务指标				
单位: 百万元				
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1072	1225	1533	1901
收入同比(%)	77%	14%	25%	24%
归属母公司净利润				
润	149	187	246	298
净利润同比(%)	76%	25%	31%	21%
毛利率(%)	47.2%	46.4%	46.7%	46.5%
ROE(%)	9.6%	11.2%	13.4%	14.7%
每股收益(元)	0.25	0.31	0.41	0.49
P/E	62.91	50.20	38.23	31.49
P/B	6.05	5.61	5.11	4.64
EV/EBITDA	46	35	27	22

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

表 3：华谊兄弟盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1662	1830	2071	2333	营业收入	1072	1225	1533	1901
现金	847	908	928	883	营业成本	566	657	817	1017
应收账款	458	495	619	779	营业税金及附加	34	38	48	59
其他应收款	20	8	15	20	营业费用	232	221	276	342
预付账款	106	152	177	241	管理费用	58	71	88	108
存货	226	268	331	410	财务费用	-12	-9	-9	-8
其他流动资产	5	0	0	0	资产减值损失	13	13	13	13
非流动资产	360	315	358	397	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	184	190	190	190	投资净收益	1	5	9	13
固定资产	69	114	157	197	营业利润	183	239	310	382
无形资产	0	-2	-4	-6	营业外收入	15	15	15	15
其他非流动资产	108	12	15	16	营业外支出	7	7	7	7
资产总计	2022	2145	2429	2730	利润总额	190	247	317	390
流动负债	452	450	563	674	所得税	40	60	72	91
短期借款	0	0	0	0	净利润	150	187	245	299
应付账款	254	247	314	399	少数股东损益	1	-0	-0	0
其他流动负债	198	203	248	275	归属母公司净利润	149	187	246	298
非流动负债	0	5	10	15	EBITDA	182	237	311	387
长期借款	0	5	10	15	EPS (元)	0.44	0.31	0.41	0.49
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	452	455	573	689	主要财务比率				
少数股东权益	18	18	18	18	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	336	605	605	605	成长能力				
资本公积	979	710	710	710	营业收入	77.4%	14.3%	25.2%	24.0%
留存收益	237	357	523	708	营业利润	79.7%	30.8%	29.7%	23.4%
归属母公司股东权益	1552	1672	1838	2023	归属于母公司净利润	76.5%	25.3%	31.3%	21.4%
负债和股东权益	2022	2145	2429	2730	获利能力				
					毛利率 (%)	47.2%	46.4%	46.7%	46.5%
					净利率 (%)	13.9%	15.3%	16.0%	15.7%
					ROE (%)	9.6%	11.2%	13.4%	14.7%
					ROIC (%)	25.7%	29.1%	31.0%	29.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	22.3%	21.2%	23.6%	25.2%
					净负债比率 (%)	0.00%	1.10%	1.75%	2.18%
					流动比率	3.68	4.07	3.68	3.46
					速动比率	3.16	3.46	3.08	2.84
					营运能力				
					总资产周转率	0.57	0.59	0.67	0.74
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	3.27	2.63	2.91	2.85
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊)	0.25	0.31	0.41	0.49
					每股经营现金流	0.15	0.13	0.21	0.15
					每股净资产 (最新)	2.57	2.76	3.04	3.34
					估值比率				
					P/E	62.91	50.20	38.23	31.49
					P/B	6.05	5.61	5.11	4.64
					EV/EBITDA	46	35	27	22

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。