

华谊兄弟 (300027.SZ) 广播影视行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

王铮
联系人
(8621)61038285
wang_zheng@gjzq.com.cn

毛峥嵘
分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

合资“传奇东方”，面向全球市场

事件

公司公告通过全资子公司华谊兄弟国际有限公司，拟与美国传奇影业公司及其他投资方在海外投资合资公司，其中华谊国际与美国传奇影业公司为参股股东，其他投资方合并为控股股东。合资公司将致力于中国题材英文大片的制作，故事基于中国历史、传说或传统文化，以英文制作，全球发行。

评论

合作增强华谊电影主业：根据华谊兄弟与传奇影业发布会消息，将成立新公司名为“传奇东方”，每年将推出 1-2 部较大投资额的电影。美国传奇影业是知名的独立制片公司，与华纳兄弟联合推出过 25 部电影，包括《盗梦空间》、《蝙蝠侠：黑暗骑士》、《300 勇士》等经典之作。双方的合作，有望整合具有国际水准的电影制作力量，对于增强华谊兄弟电影主业十分有益。

大力开拓国际市场：华谊兄弟在增资华谊国际之后实现与传奇影业的合作，对国际市场的开拓迈出实际性的步伐。早先《狄仁杰之通天帝国》在法国放映期间，曾进入周票房排行榜前十名，票房不俗。合资公司未来致力于中国题材英文大片的制作，并面向全球发行，且每年推出 1-2 部较大投资额的电影的计划，将使得华谊兄弟来自海外票房的收入值得期待。

多品牌战略显端倪：华谊兄弟在 2 月份发布“H 计划”，与华语市场多位知名导演形成合作；同时加大国际合作的力度，打造具国际水准的影片，有助于公司形成多个内容品牌，逐步摆脱冯小刚品牌独大的局面。多种制作力量和品牌的不断成熟，对于降低公司电影业务的风险具有积极影响。

投资建议

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.419、0.596、0.788 元，对应当前股价估值分别是 34、24、18 倍；公司与海外影视制作力量的合作，有望在一两年内即产生收入与利润，鉴于公司尚未公布具体的合作项目，我们暂不调整盈利预测；我们坚定看好公司“内容-渠道-衍生品”的战略布局进程与面向全球电影市场的发展思路，维持对公司“买入”的投资评级。

图表1：华谊兄弟三表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	409	604	1,072	1,236	1,724	1,996	货币资金	81	1,071	847	887	940	1,184
增长率		47.6%	77.4%	15.3%	39.5%	15.8%	应收款项	187	205	477	396	553	627
主营业务成本	-189	-325	-566	-640	-887	-1,017	存货	232	282	226	284	389	446
% 销售收入	46.3%	53.7%	52.8%	51.8%	51.5%	51.0%	其他流动资产	26	102	111	98	135	155
毛利	220	279	506	596	837	979	流动资产	526	1,660	1,662	1,664	2,017	2,412
% 销售收入	53.7%	46.3%	47.2%	48.2%	48.5%	49.0%	% 总资产	94.7%	97.0%	82.2%	75.6%	75.6%	75.7%
营业税金及附加	-15	-26	-34	-40	-55	-64	长期投资	15	11	193	343	342	342
% 销售收入	3.7%	4.4%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	固定资产	7	31	69	183	292	407
营业费用	-63	-88	-232	-185	-259	-269	% 总资产	1.3%	1.8%	3.4%	8.3%	10.9%	12.8%
% 销售收入	15.4%	14.6%	21.7%	15.0%	15.0%	13.5%	无形资产	5	7	84	9	17	23
管理费用	-26	-37	-58	-70	-103	-90	非流动资产	29	51	360	536	652	774
% 销售收入	6.3%	6.0%	5.4%	5.7%	6.0%	4.5%	% 总资产	5.3%	3.0%	17.8%	24.4%	24.4%	24.3%
息税前利润 (EBIT)	116	128	182	301	420	556	资产总计	555	1,711	2,022	2,201	2,669	3,186
% 销售收入	28.4%	21.2%	17.0%	24.4%	24.3%	27.8%	短期借款	165	5	0	0	0	0
财务费用	-9	-10	12	12	23	28	应付款项	116	196	408	330	459	525
% 销售收入	2.2%	1.7%	-1.1%	-1.0%	-1.4%	-1.4%	其他流动负债	26	26	44	86	103	113
资产减值损失	-20	-13	-13	-4	0	-3	流动负债	307	227	452	417	562	638
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	-1	-3	1	13	17	20	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	0.5%	3.9%	3.6%	3.2%	负债	307	227	452	417	562	639
营业利润	86	102	183	322	460	600	普通股股东权益	248	1,481	1,552	1,762	2,079	2,511
营业利润率	21.0%	16.8%	17.0%	26.1%	26.7%	30.1%	少数股东权益	0	3	18	22	28	36
营业外收支	-2	14	8	8	10	21	负债股东权益合计	555	1,711	2,022	2,201	2,669	3,186
税前利润	84	115	190	330	470	621	比率分析						
利润率	20.5%	19.1%	17.8%	26.7%	27.2%	31.1%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-16	-31	-40	-73	-103	-137	每股指标						
所得税率	18.9%	27.2%	21.2%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.540	0.503	0.444	0.419	0.596	0.788
净利润	68	84	150	257	366	484	每股净资产	1.968	8.814	4.619	5.244	6.186	7.474
少数股东损益	0	-1	1	4	6	8	每股经营现金净流	-0.485	0.310	0.272	0.722	0.755	1.434
归属于母公司的净利润	68	85	149	253	360	476	每股股利	0.000	0.300	0.200	0.130	0.130	0.130
净利率	16.6%	14.0%	13.9%	20.5%	20.9%	23.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	27.44%	5.71%	9.61%	14.38%	17.34%	18.97%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	12.26%	4.94%	7.38%	11.52%	13.50%	14.96%
净利润	68	84	150	257	366	484	投入资本收益率	22.81%	6.26%	9.15%	13.16%	15.54%	17.01%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	21	21	25	37	69	116	主营业务收入增长率	74.35%	47.59%	77.40%	15.29%	39.53%	15.76%
非经营收益	10	15	-13	-7	-27	-40	EBIT增长率	99.09%	10.31%	42.27%	65.04%	39.44%	32.41%
营运资金变动	-160	-68	-71	-44	-154	-78	净利润增长率	16.86%	24.22%	76.46%	69.86%	42.20%	32.21%
经营活动现金净流	-61	52	91	243	254	482	总资产增长率	74.86%	208.15%	18.20%	8.85%	21.28%	19.35%
资本开支	-9	-8	-44	-66	-174	-215	资产管理能力						
投资	-35	-18	-189	-150	0	0	应收账款周转天数	133.2	112.9	111.2	110.0	110.0	108.0
其他	0	0	0	13	17	20	存货周转天数	326.4	288.8	164.0	162.0	160.0	160.0
投资活动现金净流	-44	-26	-233	-203	-157	-195	应付账款周转天数	79.5	87.7	111.8	110.0	110.0	110.0
股权募资	78	1,162	2	0	0	0	固定资产周转天数	6.2	18.6	23.4	46.2	50.9	60.5
债权募资	115	-160	-5	0	0	1	偿债能力						
其他	-52	-38	-80	0	-44	-44	净负债/股东权益	33.95%	-71.82%	-53.91%	-49.69%	-44.61%	-46.46%
筹资活动现金净流	141	964	-83	0	-44	-43	EBIT利息保障倍数	12.9	12.3	-14.9	-25.4	-18.0	-20.1
现金净流量	36	990	-224	40	53	245	资产负债率	55.32%	13.25%	22.34%	18.93%	21.07%	20.04%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-12-14	买入	17.31	39.80 ~ 43.50
2	2011-02-20	买入	14.91	33.60 ~ 36.20
3	2011-02-24	买入	15.56	N/A
4	2011-03-11	买入	16.03	33.60 ~ 36.20
5	2011-03-15	买入	15.27	33.60 ~ 36.20
6	2011-04-17	买入	14.60	N/A
7	2011-05-10	买入	15.65	N/A
8	2011-05-16	买入	15.51	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室