

多元发展战略打造综合娱乐帝国

——华谊兄弟(300027)公司投资价值分析

核心观点

1. 公司为我国文化娱乐界的领军企业。公司成立于 2004 年 11 月 19 日, 并于 2008 年进行增资改制。改制完成后, 公司通过自身不断发展, 一跃成为业内产业链最完整、影视资源最丰富的企业之一。目前, 公司三大主营业务发展势头良好, 其中, 电影业务国内排名第二、电视剧业务在民营机构中排名第二、艺人经纪业务排名第一。近三年来, 公司的业绩一直保持着高增长态势, 主营收入的复合增长率高达 66%, 净利润增速达 37%。

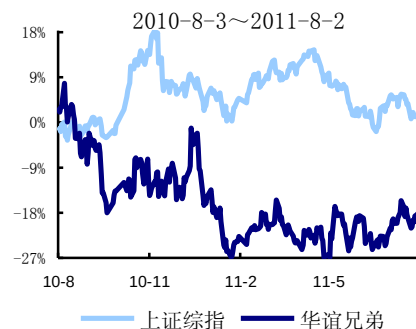
2. 政策的支持, 人民收入水平的提高以及传媒新技术的应用推动我国文化娱乐业飞速发展。我国整个文化娱乐产业的市场规模由 07 年的 413 亿元跃升至 10 年的 828 亿元, 3 年间复合增长率达 26.09%。我们预计在相关产业政策, 下游旺盛需求以及新技术新应用的涌现等众多因素的共同驱动下, 国内文化娱乐产业在未来仍将呈现出较快的发展趋势。

3. 作为我国文化娱乐领域的龙头企业, 公司必将充分受益行业持续景气所带来的发展机遇。为了进一步巩固自身在行业中的地位, 把握行业发展机遇并寻找新的业绩增长点, 公司采取了多元化的发展模式以及“内容+渠道+衍生”的营销策略, 今年 1 季度各项新业务的良好表现也证明了公司产业链整合初见成效。未来, 随着各项业务协同效应的逐步显现配合公司在渠道资源上所积累的优势, 必将为公司提供更加广阔的发展空间。

4. 估值预测。我们看好文化娱乐行业的蓬勃发展给公司带来的机遇, 预测公司 2011-2013 年的收入分别为 1371.79、2074.56、2870.57 (百万), 归属母公司股东净利润分别为 222.85、312.83、449.32 (百万), 摊薄 EPS 分别为 0.37 元、0.52 元、0.74 元, 按照最新股价 15.48 元计算, 动态市盈率分别为 42 倍、30 倍、21 倍。估值较为合理, 建议投资者积极关注。

5. 风险提示。国家产业政策风险, 盗版风险, 市场竞争加剧风险, 经济周期影响的风险。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	60480.00
流通A股(万股)	34429.50
52周内股价区间(元)	13.62-37.37
总市值(亿元)	94.35
总资产(亿元)	20.22
每股净资产(元)	4.62
目标价	6个月
	12个月

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-华谊兄弟(300027): 预期收入大幅增长的娱乐领军企业》 2011-07-15
- 《国都证券-公司研究-公司点评-华谊兄弟(300027): 业绩将在下半年释放》 2010-08-19

财务数据与估值

	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	1071.71	1371.79	2074.56	2870.57
同比增速(%)	77.40	28.00	51.23	38.37
净利润(百万)	149.21	222.85	312.83	449.32
同比增速(%)	76.48	49.35	40.38	43.63
EPS(元)	0.44	0.37	0.52	0.74
P/E		42	30	21

研究员: 姜瑛

电话: 010-84183295

Email: jiangying@guodu.com

执业证书编号: S0940510120017

联系人: 刘洵

电话: 010-84183143

Email: liuxun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

正文目录

1 公司基本情况介绍	4
2 公司所在行业分析	6
2.1 我国文化娱乐产业发展现状	6
2.2 推动产业发展的主要原因	7
2.3 行业未来发展趋势	10
3 公司在业内地位及竞争优势	11
3.1 多元化的发展模式	11
3.2 “内容+渠道+衍生”的营销策略	12
3.3 高效的创作团队	13
4 盈利能力分析	13
4.1 主营业务分析	13
4.2 新业务分析	15
4.3 毛利率分析	15
4.4 期间费用分析	16
5 估值预测	17
6 风险提示	17

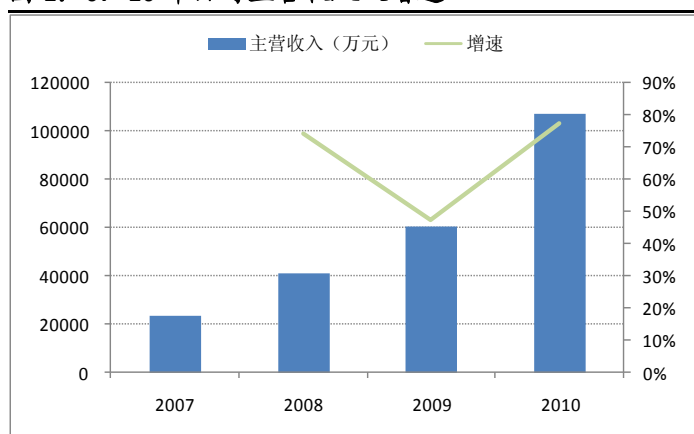
图表目录

图 1: 07~10 年公司主营收入及增速	4
图 2: 07~10 年公司净利润及增速	4
图 3: 05~10 年国内票房总收入及增速	4
图 4: 公司各项主营业务的发展状况	5
图 5: 公司新业务 2011 年一季度表现情况	5
图 6: 国内票房分账结构	6
图 7: 07~10 年国内文化娱乐产业发展状况	7
图 8: 10 年国内文化娱乐业各子行业市场份额	7
图 9: 07~10 年国内电影市场发展状况	7
图 10: 07~10 年国内网游市场发展状况	7
图 11: 00 年~10 年我国 GDP 增长情况	8
图 12: 00 年~10 年城镇人口人均可支配收入的增长情况	8
图 13: 00 年~09 年我国城镇家庭恩格尔系数变化情况	8
图 14: 00 年~09 年城镇人均文化娱乐开支状况	8
图 15: 94~10 年我国音像制品市场规模及增速	10
图 16: 文化娱乐业发展预期	10
图 17: 07~10 年公司影片票房的整体表现	12
图 18: 欧美市场影片收入的细分情况	12
图 19: 公司电影事业部组织结构图	13
图 20: 公司电视剧事业部组织结构图	13
图 21: 07~10 年公司综合毛利率变化情况	15
图 22: 07~10 年公司三大业务毛利率变化情况	16
表 1: 国家支持文化产业发展的相关政策	8
表 2: 音响制品的技术演进状况	9
表 3: 公司新业务拓展情况	11
表 4: 公司“H”计划出产的影片	13
表 5: 公司 11 年计划实现收入的电视剧	14
表 6: 公司 08~10 年期间费用情况	16
附录: 财务预测表	18

1 公司基本情况介绍

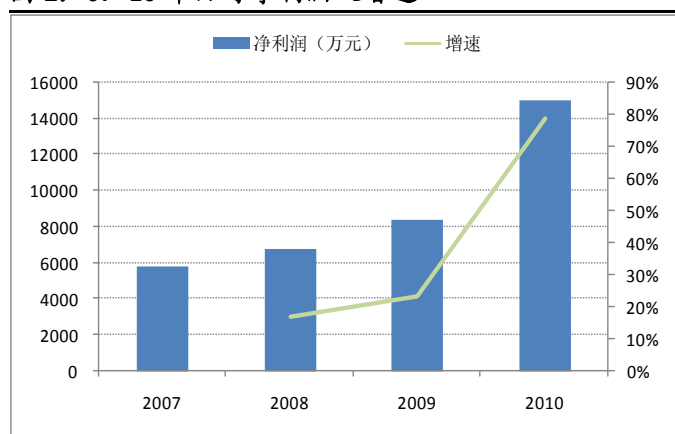
公司前身系浙江华谊兄弟影视文化有限公司，成立于2004年11月19日，后经增资改制，于2008年1月21日整体变更为华谊传媒。改制完成后，公司通过对电影、电视剧和艺人经纪三大业务板块进行有效整合，一跃成为业内产业链最完整、影视资源最丰富的企业之一。在统一平台的运作和管理下，公司电影、电视剧和艺人经纪三大业务形成了良好的协同效应，从而使公司的业绩一直保持高增长态势，过去三年主营收入的复合增长率高达66%，净利润增速达37%。

图 1: 07~10 年公司主营收入及增速



资料来源：公司公告 国都证券

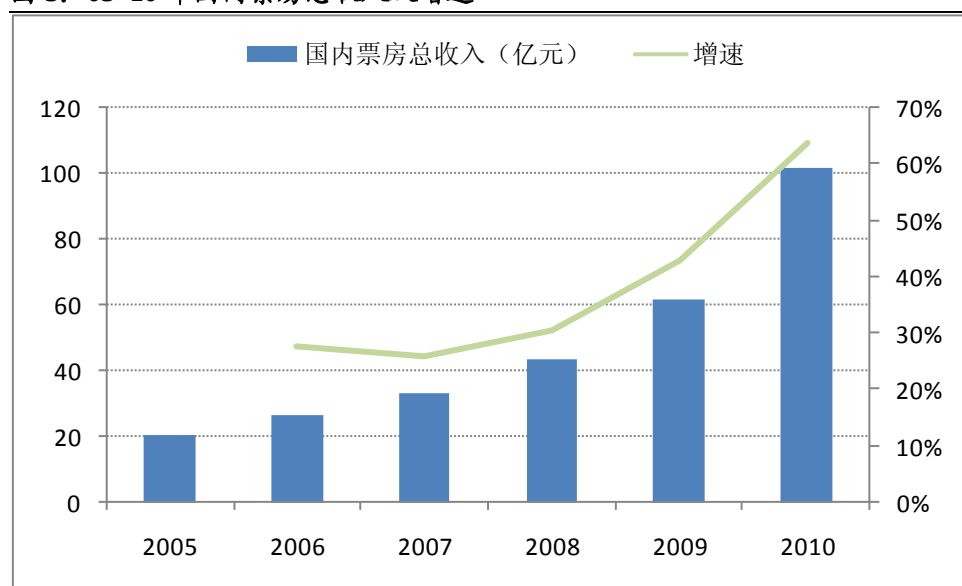
图 2: 07~10 年公司净利润及增速



资料来源：公司公告 国都证券

公司主要产品包括电影，电视剧，主要服务包括艺人经纪服务及相关服务。主要业务收入来自于电影票房收入，音像，电视播映版权收入，衍生产品（贴片广告等）收入；电视剧播放权收入，音像版权收入，衍生产品（公关活动等）收入；艺人经纪佣金收入，企业客户艺人服务收入等。近年来，随着人民生活水平的不断提升，文化消费需求也随之高企，从而带动国内整个影视娱乐产业飞速发展。以国内票房收入为例，从2005年的20.63亿元，跃升至2010年的101.72亿元，5年间的复合增速高达38%。

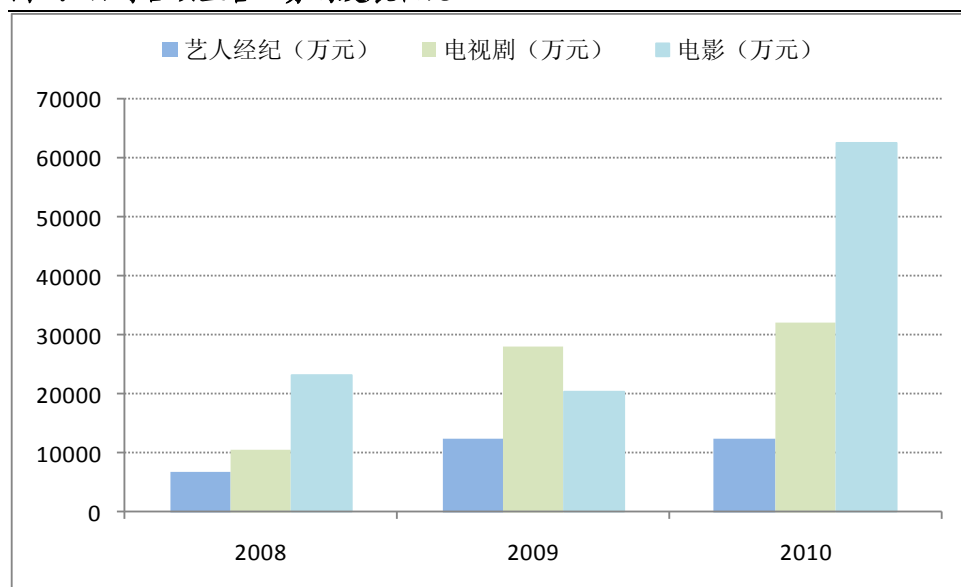
图 3: 05~10 年国内票房总收入及增速



数据来源：艺恩咨询 国都证券

受益于整个行业的持续景气，公司各项业务均保持了较高的增速。其中，电视剧业务发展最为迅速，近3年复合增长率高达64.76%，其次，电影和艺人经纪业务也有较快的增长，平均增速均维持在30%以上。目前，公司的国内电影业务排名第二、电视剧业务在民营机构中排名第二、艺人经纪业务排名第一。公司拥有《天下无贼》（联合投资）、《集结号》、《非诚勿扰》、《士兵突击》等知名代表作，以及李冰冰，邓超，陆毅，张涵予等国内当红艺人为公司的签约艺人。

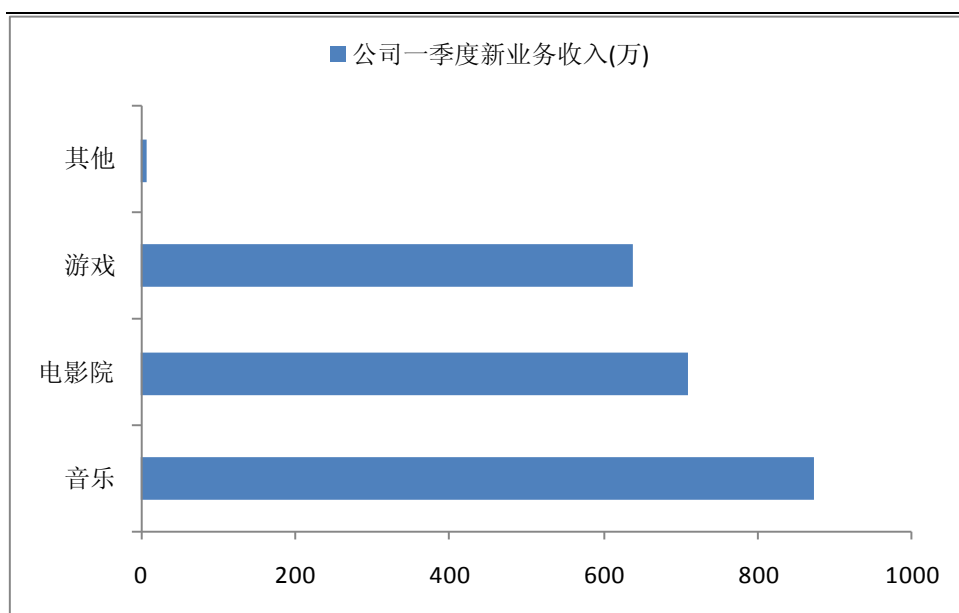
图4：公司各项主营业务的发展状况



数据来源：公司公告 国都证券

公司在强化主营业务的同时，十分注重多元化发展战略，通过产业链的横向拓展以寻找新的业绩增长点，从而有效提升公司盈利模式的续航能力。2010年内公司先后共计出资6365.4万元收购了华谊音乐100%的股权。华谊音乐在歌曲制作发行方面丰富的经验有望对公司影视及艺人经纪业务提供良好的支持与互动作用。同年12月，公司再度斥资7000万元收购了华谊巨人51%的股权，成为其第一大股东，此项收购也标志着华谊兄弟正式进军网游市场，从而完成对上游娱乐资源的全面整合。今年一季度，公司宣称，将与上海嘉定工业开发集团及其他投资方共同投资设立合资公司，打造“华谊兄弟文化城”，该项目规划占地1000亩，总投资数十亿元，一期工程预计将于2013年完工。项目落成后，将主要用于影视剧的拍摄，同时也将作为文化旅游景点面向公众开放。“华谊文化城”的建立表明公司朝着构建综合性娱乐帝国的目标更进一步。2011年1季度，公司各项新业务合计贡献收入2224万元，占公司总收入的13.28%。

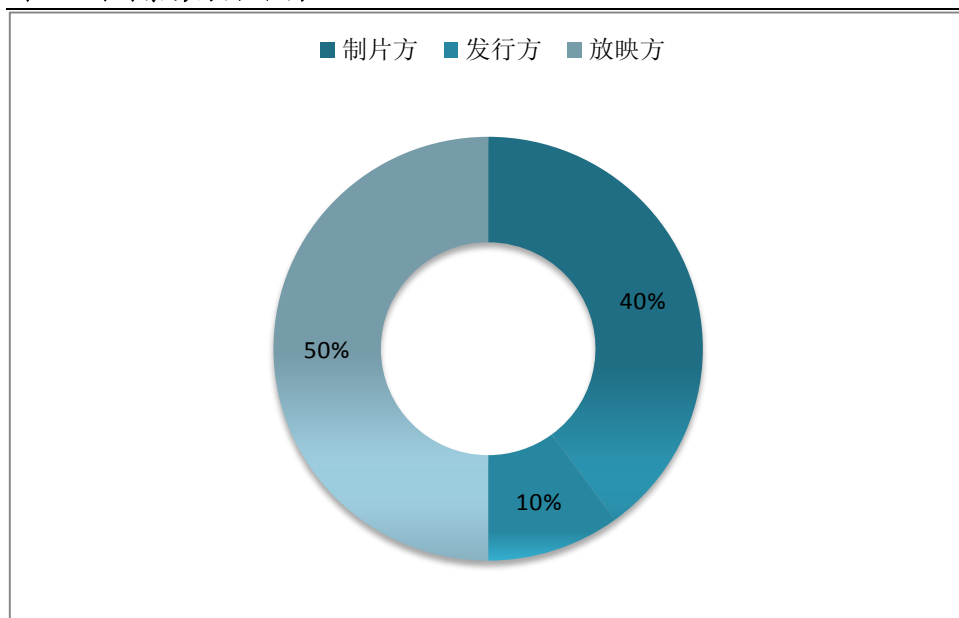
图5：公司新业务2011年一季度表现情况



数据来源：公司公告 国都证券

此外，为了不断提高自身的盈利能力，公司也十分重视产业链的纵向延伸。2010年初，公司开始涉足下游放映领域，截止今年一季度，公司已投入运营的影院为3家，在建影院为2家，总共拥有46个影厅和约5800个座位。通常对于一部影片的票房，制片方及发行方大约可分到40%的收入，而院线占到了50%，因此，占领影院放映这一制高点也成为公司未来深挖创作价值，实现其“内容+渠道+衍生”战略规划的关键过程。目前，公司布局影视放映行业的战略已经初见成效，今年一季报显示，院线放映贡献收入708万元，占一季度总营业收入的4.23%。

图6：国内票房分账结构



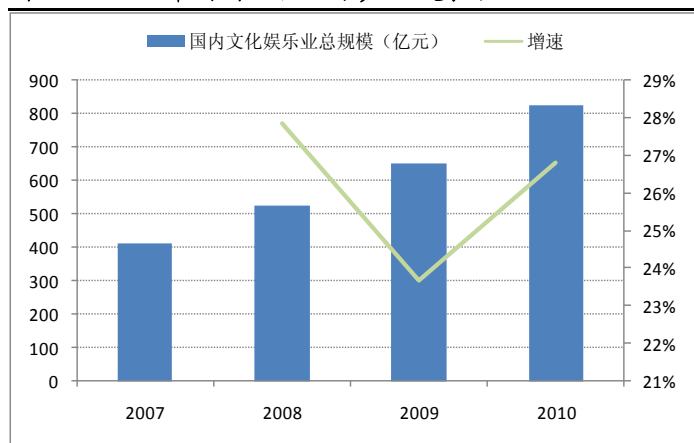
数据来源：国都证券

2 公司所在行业分析

2.1 我国文化娱乐产业发展现状

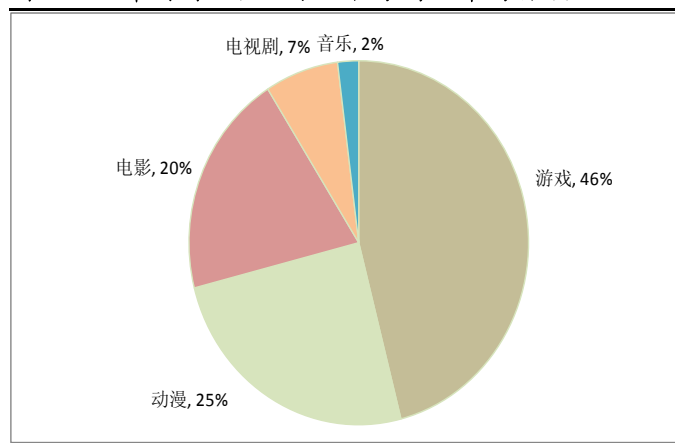
近年来，国内整个文化娱乐产业发展迅速，规模从 07 年的 413 亿元跃升至 10 年的 828 亿元，3 年间复合增长率达 26.09%。具体到细分子行业来看，电影市场表现最为突出，规模由 07 年的 33.27 亿元增长至 10 年的 101.72 亿元，3 年间复合增速高达 45.14%；体量最大的网游市场发展也较为可观，年均增长率维持在 40% 左右。

图 7：07~10 年国内文化娱乐产业发展状况



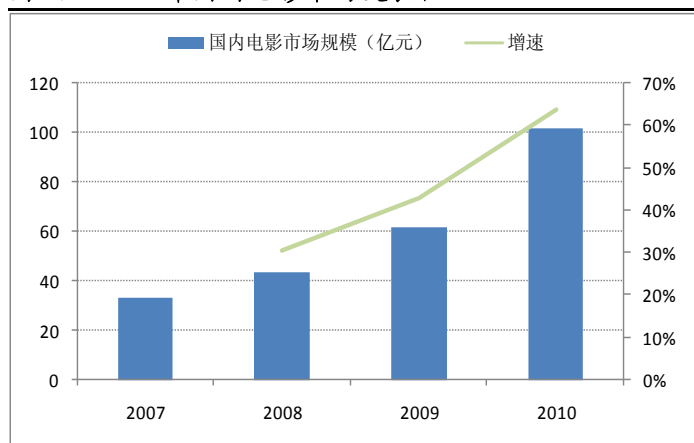
资料来源：艺恩咨询 国都证券

图 8：10 年国内文化娱乐业各子行业市场份额



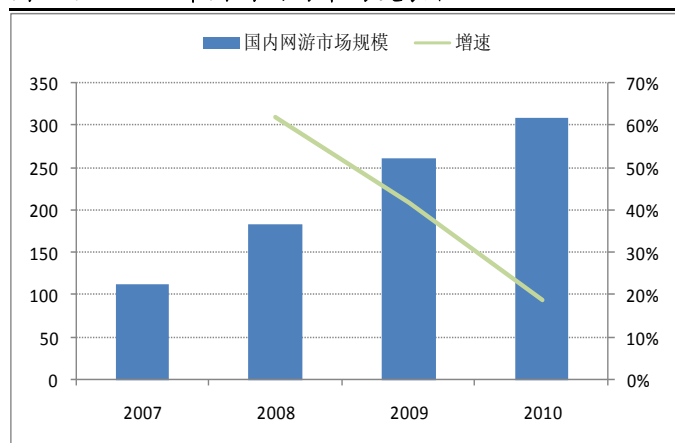
资料来源：艺恩咨询 国都证券

图 9：07~10 年国内电影市场发展状况



资料来源：国都证券

图 10：07~10 年国内网游市场发展状况



资料来源：国都证券

2.2 推动产业发展的主要原因

我们认为推动我国文化娱乐产业飞速发展的原因主要有以下三个方面：国家政策的扶持，人民收入水平的提高以及新媒体新技术的涌现，接下来，我们将依次介绍这三个方面的影响。

2.2.1 国家政策的促进

随着经济的不断发展以及人民生活水平的逐步提高，公众对于精神文明的需求也变得日益迫切。为了更好的满足大众对于文化消费的愿望，进一步提升人民群众的生活质量，国务院于 09 年 7 月份出台了《文化产业振兴规划》，并在其中强调指出要加快完成经营性文化单位转企改制，从而使文化市场主体得到完善，活力得到增强，文化产业规模不断扩大，推动经济社会以及人民生活水平不断发展的功能得到充分发挥。规划还具体给出了相应的政策措施：1.降低准入门槛，积极吸收社会资本和外资进入政策允许的文化领域；2.加大政府投入，落实税收政策；3.加大金融支持力度，建立中国文化产业投资基金。为了配合规划的有效实施，央行等 9 部委于 10 年 4 月份联合发布了《关

于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》。《意见》提出大力发展多层次资本市场，扩大文化企业的直接融资规模。同年 10 月份，在中共第十七届五中全会上，政府再次具体针对文化行业发布重要指示，要求推动文化产业成为国民经济支柱性产业，在未来要对文化产业发展在宏观政策上给予大力支持。此外，前不久出台的“十二五”规划纲要也将传承创新，推动文化大发展大繁荣专列一篇，明确提出要将发展文化产业上升到国家战略高度。

表 1：国家支持文化产业发展的相关政策

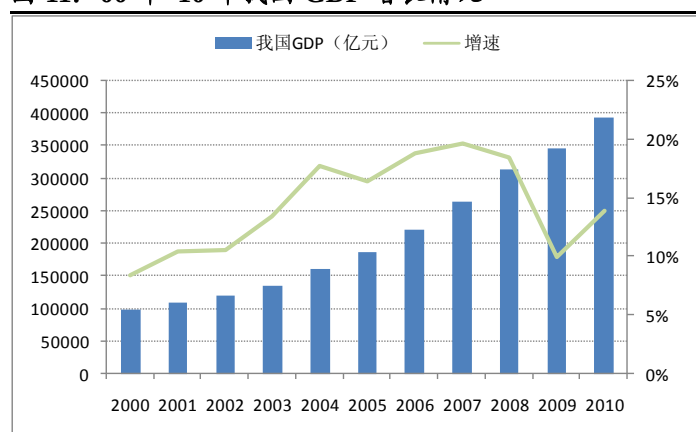
政策名称	发布时间	政策要点
《“十一五”文化产业发展纲要》	2006.09.12	发展重点文化产业，积极推进文化创新，鼓励文化企业做大做强
《文化产业振兴规划》	2009.07.22	降低准入门槛，加大政府投入和金融支持积极培育具备强大竞争实力的市场主体
《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》	2010.04.08	大力发展多层次资本市场，鼓励成长性良好的文化企业上市融资，扩大企业直接融资规模
《“十二五”规划纲要》	2011.03.16	继续坚持文化创新，繁荣发展文化事业，加快推进，努力使得文化产业尽早成为国民经济支柱性产业

资料来源：政府相关部门 国都证券

2.2.2 人民收入增加的拉动

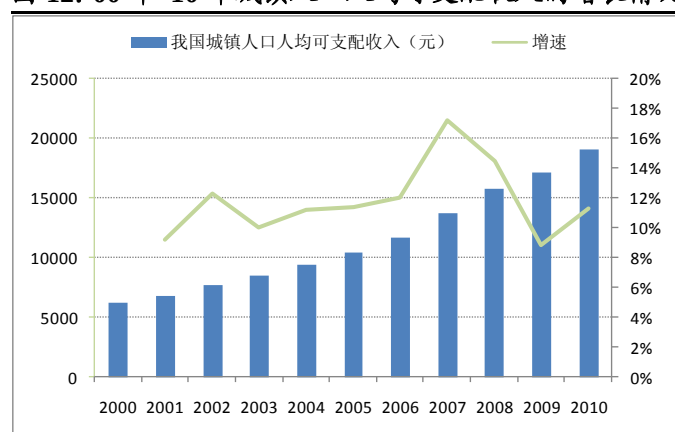
进入 21 世纪以来，我国经济发展步入快车道，年均 GDP 增速维持在 10%以上（09 年除外），10 年时间实现了 GDP 总量翻三番的成绩。目前，我国 GDP 总额已接近 40 万亿元人民币，位居世界第二。随着 GDP 总量的飞速增长，人均可支配收入也有了极大的提高，以城镇人口为例，从 2000 年的 6280 元增长至 10 年的 19109 元，涨幅达 204%。收入的改善也导致了人们消费结构的变化，我们可以看到，我国城镇居民家庭恩格尔系数基本呈现下降的趋势，这也表明了人们用于日常基本消费品的支出在逐年递减，相应的，用于文化娱乐方面的消费支出却在逐年递增，由 2000 年的 117 元上升至 2009 年的 446 元，增幅达 280%。

图 11：00 年~10 年我国 GDP 增长情况



资料来源：WIND 国都证券

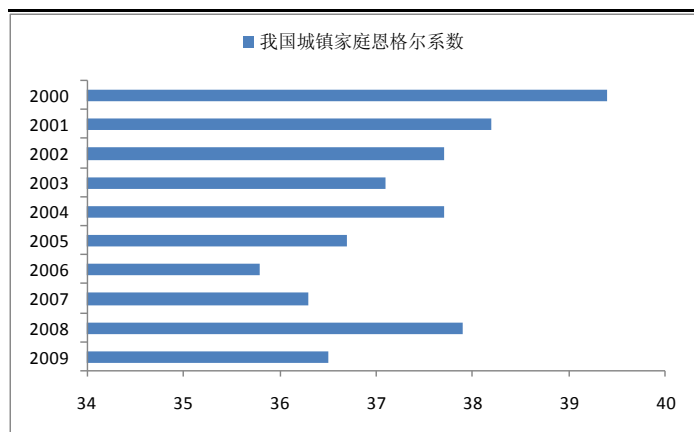
图 12：00 年~10 年城镇人口人均可支配收入的增长情况



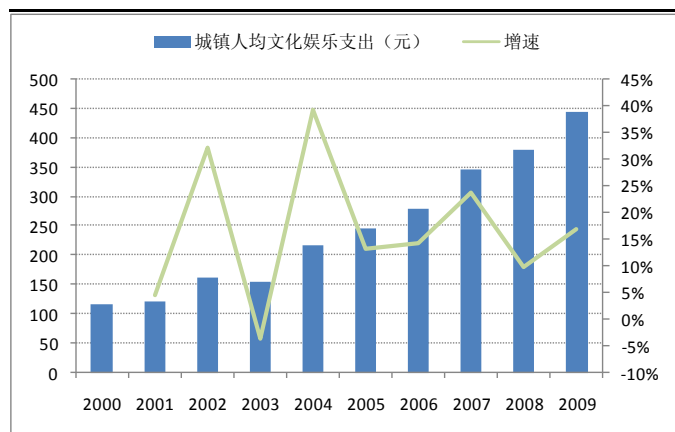
资料来源：WIND 国都证券

图 13：00 年~09 年我国城镇家庭恩格尔系数变化情况

图 14：00 年~09 年城镇人均文化娱乐开支状况



资料来源: WIND 国都证券



资料来源: WIND 国都证券

我们认为,造成上述现象的根本原因,与人民收入水平的提高和文化市场上供需双方的相互促进作用是分不开的。一方面,收入的稳定增加和娱乐产品的日益丰富极大的刺激了人们的消费欲望,使得市场需求稳步提升,另一方面,受益于市场需求不断扩大的供给方为了保证自身的高增长,必将创造出更为丰富的娱乐内容以满足市场的旺盛需求,继而推动整个产业不断的发展壮大。

2.2.3 传媒技术发展的推动

传媒领域内新技术,新应用的出现对整个产业的发展,市场普及率的提升都起到了至关重要的作用。以音响制品市场为例,技术的演进主要分为 4 个阶段,磁带、CD、VCD&DVD、数字化。每一个阶段的过渡,都为音响制品的推广以及产业链的成熟奠定了基础。

表 2: 音响制品的技术演进状况

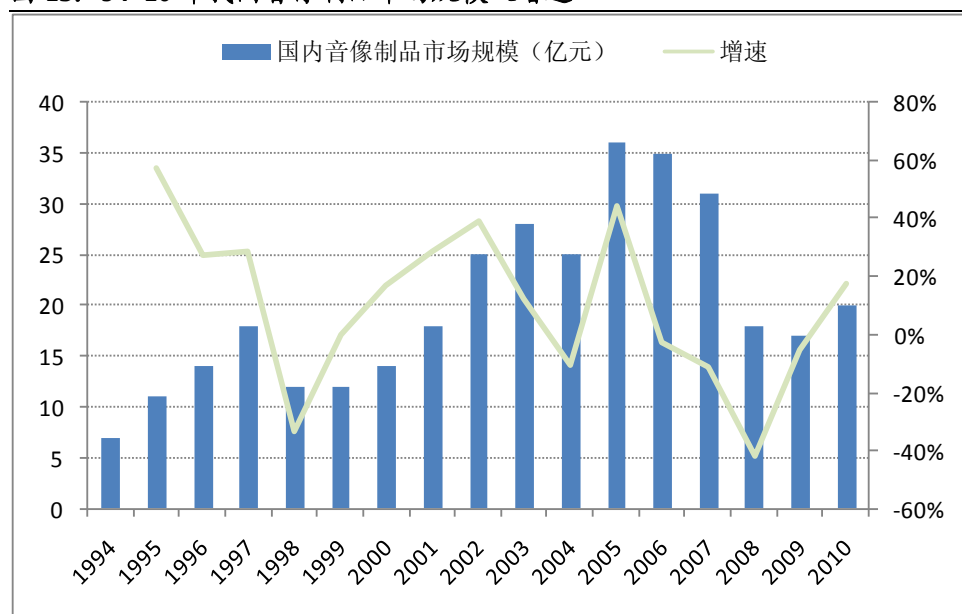
阶段	时间	代表介质	主要受众
磁带时代（起源于 20 世纪 40 年代）	20 世纪 40 年代	盘式录音带	上流社会
	20 世纪 60 年代	盒式录音带	中上流社会
CD 时代	20 世纪 80 年代末	CD 唱盘	开始向普通群众普及
VCD&DVD 时代	20 世纪 90 年代初	VCD 光盘	进一步普及
	20 世纪 90 年代末	DVD 光盘	全面普及
数字化时代	21 世纪初	在线音乐	同上
	21 世纪初	MP3&MP4	同上
	21 世纪初	手机	同上

资料来源: 艺恩咨询 国都证券

技术进步导致新介质,如 VCD&DVD 的出现,加速了音响制品的普及,同时也扩大了相关市场的规模。据艺恩咨询统计,中国音响制品发行总额由 94 年的 7 亿元增长至 05 年的 36 亿元。05 年后,由于音乐数字化时代的到来,盗版及网络音乐免费下载等诸多问题变得日益严峻,音响产业也因此持续低迷。但我们同时应该看到,数字音乐

正因其方便、快捷的特点而牢牢坐稳互联网应用的头把交椅，未来，随着版权问题的规范，网络下载付费模式的确立，数字音乐市场有望迎来另一个春天。

图 15: 94~10 年我国音像制品市场规模及增速



数据来源：艺恩咨询 国都证券

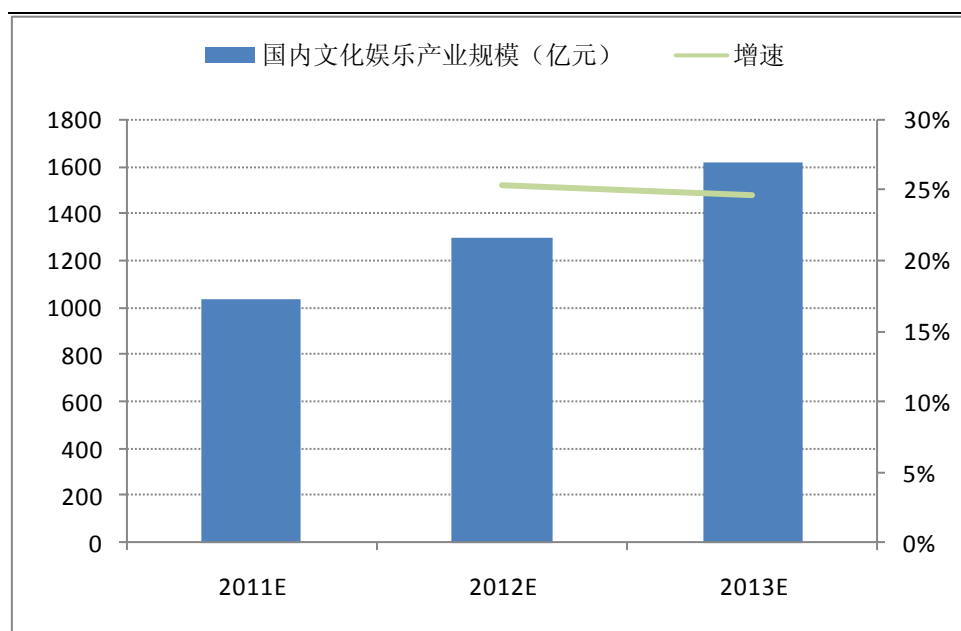
同样的，网络视频，移动互联网等新技术，新应用的出现也为电影市场注入了新的活力，使得网络版权的销售成为电影产业自票房，电视频道之后又一重要的收入来源。目前，网络版权销售贡献的收入占比仍较低，但可以预见，随着人们在线观影需求的不断提高，付费意识的逐渐增强，互联网必将成为电影业继院线及电视频道之后又一重要的销售渠道。

通过上述分析，我们不难看出，传媒新技术的应用对整个文化娱乐产业的发展起到了巨大的推动作用。

2.3 行业未来发展趋势

我们预计在相关产业政策，下游旺盛需求以及新技术应用等因素的共同驱动下，文化娱乐业在未来仍将呈现出较快的发展趋势。

图 16: 文化娱乐业发展预期



数据来源：艺恩咨询 国都证券

3 公司在业内地位及竞争优势

作为我国文化娱乐领域的领军企业，公司必将充分受益行业持续景气所带来的发展机遇。目前，公司电影票房市场份额为 15%，行业排名第二；电视剧业务市场占有率为 2%，在民营机构中排名第二；以旗下签约艺人人数计算，公司艺人经纪业务业内排名第一。我们认为公司优异的表现是与其在以下三个方面的竞争优势分不开的：即多元化的发展模式，“内容+渠道+衍生”的营销策略以及高效的创作团队。

3.1 多元化的发展模式

公司通过兼并，收购，合资等多种方式，成功将触角延伸到包括音乐制作，院线放映，在线游戏，文化旅游在内的众多领域，从而使得公司的业务结构更加合理，为实现构建综合性娱乐帝国的目标铺平了道路。同时，新业务的开展也对公司传统业务形成了良好的协同效应。今年一季度，各项新业务也开始贡献业绩，其中，电影院 1 季度创造收入 708 万元；华谊音乐 1 季度创造收入 872 万元，同时预计华谊音乐今年有望扭亏为盈，实现净利润约 700 万元；华谊巨人贡献收入 637 万，预计全年将创造收入 4000 万，贡献净利润 1100 万，同比增长 23%；投资掌趣科技实现收益 368 万，预计 11 年掌趣净利润有望突破 6000 万，同比增长 50%。

表 3：公司新业务拓展情况

项目名称	时间	项目简介	一季度贡献收入 (万元)
收购华谊音乐	2010.05~06	公司共计出资 6365.4 万元收购华谊音乐 100% 的股权。华谊音乐在歌曲制作发行方面丰富的经验有望对公司影视及艺人经纪业务提供良好的支持与互动作用	872
控股华谊巨人	2010.12	公司投资 7000 万元获得华谊巨人 51% 的股权。通过控股华谊巨人，公司获得了《万王之王 3》的营运权和电影改编权，进一步将自身在影视制作方面的优势延伸到网游领域	637

参股掌趣科技	2010.06	公司以近 1.5 亿元参股掌趣科技 22% 的股权。掌趣在改编知名影视剧题材方面的丰富经验有望与公司的影视内容形成良好的协同效应	368
开建华谊兄弟文化城	2011.03	公司与上海嘉定工业区合作，规划建立占地 1000 亩，总投资额达数十亿的文化城，主要用于建设影视基地，包括摄影棚和其他配套设施，将拥有华东地区最大的专业室内摄影棚；第一期占地 250 亩的工程将在 2011 年底动工并建成于 2013 年。	暂无
增资华谊国际	2011.05	公司拟向全资子公司华谊国际增加投入额度不超过 6000 万美元的资金，主要用于与好莱坞电影企业合作拍摄制作英文电影；与好莱坞电影企业合作投资成立合资公司等 7 大项目。	暂无
投资院线建设	2010.01	公司于 10 年年初开始涉足放映领域，截止今年 1 季度，已建成投入运营的影院为 3 家（包括位于重庆百联上海城购物中心和重庆金源时代广场的影院及位于北京望京华彩商业中心的影院（参股）），在建影院 2 家（包括位于武汉黄坡广场和合肥金源时代购物中心的影院）。	708

资料来源：公司公告 国都证券

3.2 “内容+渠道+衍生”的营销策略

公司在内容方面的优势有目共睹。电影制作方面，2010 年国产影片票房总额为 57.34 亿元，公司出产影片的票房约为 16 亿元，占国产影片总票房的 27.90%；电视剧方面，公司也以年产 495 集的成绩位居民营企业的第二位；公司目前旗下艺人约有 100 位，领先同行，艺人经纪业务去年贡献收入 1.25 亿元，位居业内前列。

为了更好的发挥自身内容创作的特长，公司开始发力渠道建设及衍生品的生产销售。公司于去年年初进军放映行业，目前已拥有 3 家影院，并有 2 家在建；今年 5 月份牵手腾讯，配合腾讯丰富的网络渠道资源，公司在内容方面的优势必将得到充分的体现，未来与腾讯的合作共赢之路也将成为公司引进渠道战略的有效印证。对于衍生产品的深度挖掘也是公司未来发展的重要方向，创作影视剧的主题音乐，开发电影题材的网络游戏；推广电影文化旅游，加大贴片及植入性广告的宣传力度（公司在《唐山大地震》曾成功的与中联重科合作过），都为公司未来的成长提供了广阔的想象空间。在欧美等成熟的电影市场当中，票房收入只占一部影片总收入的 30%，剩下 70% 的收入都来自衍生产品的销售，相较之下，公司未来在衍生品这块的收入还将大有作为。

图 17：07~10 年公司影片票房的整体表现

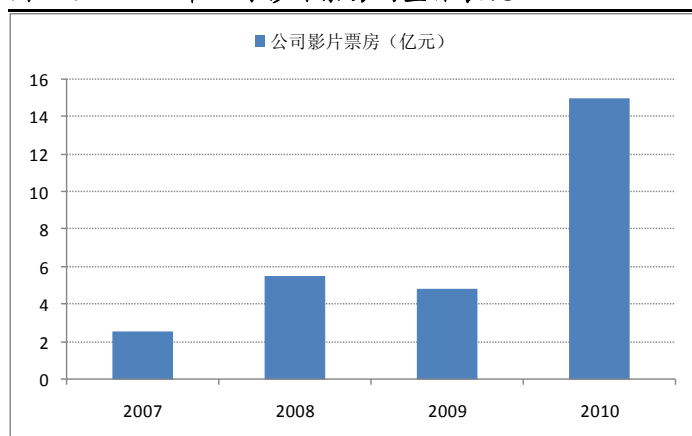
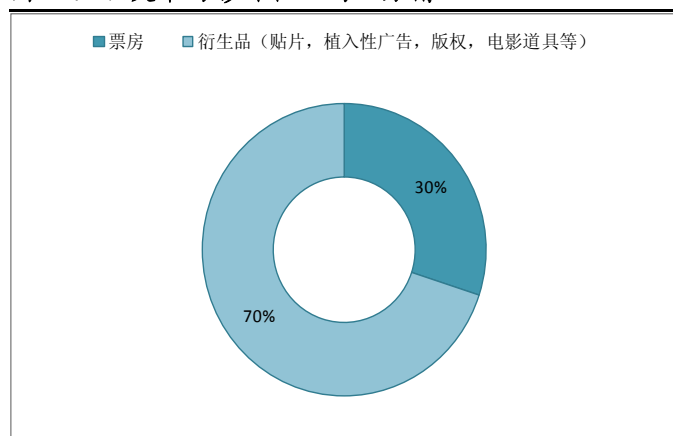


图 18：欧美市场影片收入的细分情况



资料来源：公司公告 国都证券

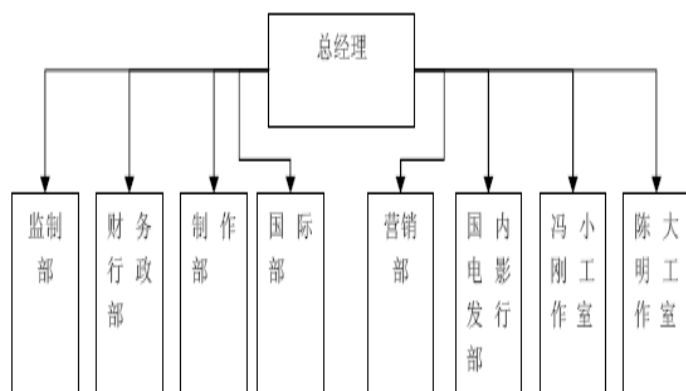
资料来源：国都证券

3.3 高效的创作团队

影视剧业是一个人才密集型行业，高效的创作团队是保证优秀影视剧作品的智力基础。公司目前拥有冯小刚，陈国富，张纪中，吴毅，李波等众多优秀的主创人员，从04年至今出品了包括《天下无贼》、《天堂口》、《集结号》、《非诚勿扰》、《唐山大地震》等一大批卖座影片；以及《士兵突击》、《我的团长我的团》、《南下南下》等观众喜闻乐见的电视剧作品。

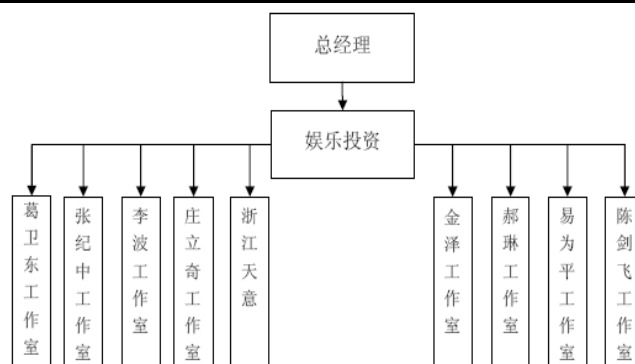
公司十分重视人才队伍的建设，并通过外部引进和内部培养相结合的方式，组建了一支与公司发展战略相适应的人才队伍。其中，公司电影事业部下设6个部门和两个工作室，共有约50名专业人才从事电影的投资、制作和发行工作；公司电视剧业务以全资子公司娱乐投资为平台开展，下设8个工作室和1个全资子公司，共有75名电视剧专业人才从事电视剧的投资、制作和发行工作。

图 19：公司电影事业部组织结构图



资料来源：招股说明书 国都证券

图 20：公司电视剧事业部组织结构图



注：浙江天意由制片人吴毅和导演康红雷负责，金泽工作室由制片人杨善朴负责。

资料来源：招股说明书 国都证券

4 盈利能力分析

4.1 主营业务分析

公司主营业务可分为三大块，电影，电视剧和艺人经纪业务。其中，电影的制作与发行是公司最具竞争力的核心业务同时也是公司营收和净利的主要来源。10 年年报显示，电影制作与发行所取得的收入占到公司总营业收入的 58.32%。实现利润占公司毛利润的 59.80%。由于电影从最初策划到摄制再到最终剪切发行需要一个较长的过程，这也决定了公司电影出品量存在一个周期性变化特征。2010 年恰为公司电影制作“大年”，相继出品了《唐山大地震》、《非 2》及《通天帝国》等一系列叫座大片，合计票房收入突破 15 亿元人民币，公司取得票房分账及衍生收入 6.23 亿元，同比大幅增长 209.39%。2011 年将进入公司电影创作“小年”，计划上映 6 部影片，有望取得高票房的大制作仅有《画皮 2》，预计今年电影收入将下降 20%。但我们依然看好公司电影业务在 2012 年的集中爆发，公司“H”计划中的 10 部影片大部分将在 2012 年上映，因此我们预计公司电影业务将在 2012 年继续高速增长。

表 4：公司“H”计划出产的影片

影片名称	公映时间	导演	类型
------	------	----	----

全球热恋	2011	陈国辉, 夏永康	爱情/剧情
星空	2012.02	林书宇	爱情/奇幻
画皮 2	2011	乌尔善	动作/魔幻
太极	2012	冯德伦	动作/剧情
LOVE	2012	钮承泽	爱情/剧情
会撒娇的女人最好命	2012	彭浩翔	爱情/喜剧
杨家将	2012	于仁泰	动作/战争
十二生肖	2012	成龙	动作/神话
温故 1942	2012.07	冯小刚	灾难/战争
狄仁杰前传	2012	徐克	动作/武侠

资料来源：公司公告 国都证券

同时，公司电视剧业务近年来也发展迅速，收入从 06 年的 2408 万元增长到 10 年的 3.23 亿元，复合增速高达 91%。公司计划在 11 年实现收入的电视剧共有 17 部，约 550 集，销售价格将在 10 年的基础上稳定增长，我们按照 100 万/集的均价计算，公司 11 年电视剧营收有望达到 5.5 亿元，同比 10 年增长 70% 以上，电视剧业务的收入也有望首次超过电影，成为公司的主要吸金点。

表 5：公司 11 年计划实现收入的电视剧

电视剧名称	计划集数	预期收入（万元）
《圣天门口》	40	4000
《远去的飞鹰》	30	3000
《非诚勿扰》	30	3000
《大丽家的往事》	30	3000
《追捕 2》	30	3000
《中国血》	30	3000
《追逃》	30	3000
《三八年那年》	30	3000
《谎言》	30	3000
《大时代》	33	3300
《娘 2》	40	4000
《天下父母》	34	3400
《黑玫瑰白玫瑰》	32	3200
《最后一枪》	32	3200
《秀秀的男人》	35	3500
《钢魂》	34	3400
《夫妻那点事》	30	3000

资料来源：公司公告 国都证券

此外，受益于前两大业务的飞速发展，公司艺人经纪业务也进入了稳定增长期，10年实现收入1.25亿元，与09年基本持平。目前，公司旗下签约艺人数量超过100位，公司也将继续提高为艺人及客户服务的专业水平，吸引具有特点和潜力的艺人加入，扩大收入规模。预计公司11年艺人经纪服务收入增速将在10%以上。

4.2 新业务分析

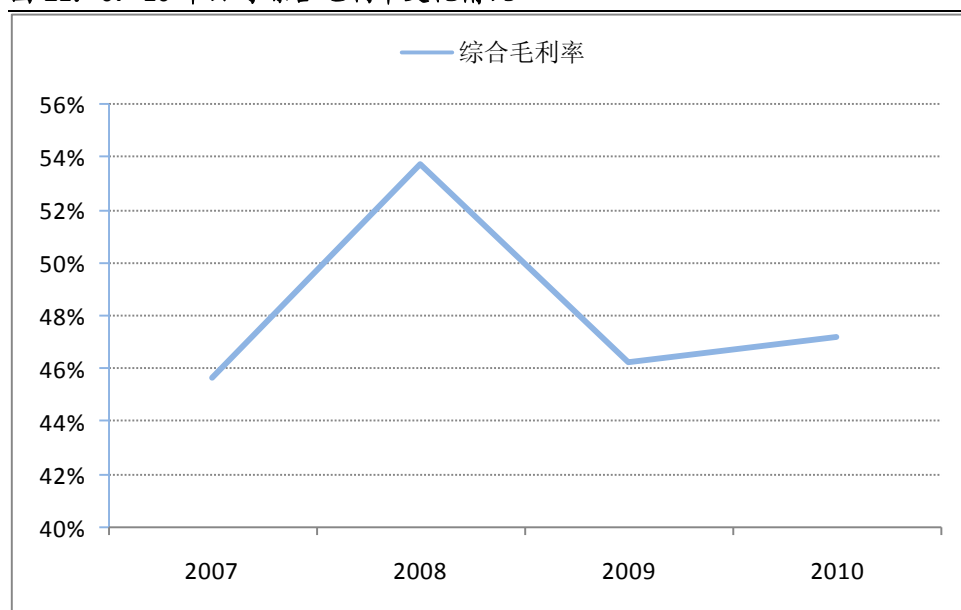
公司于去年年初开始积极拓展以娱乐内容为核心的新业务，先后进军包括音乐制作，院线放映，在线游戏，文化旅游在内的众多新领域，为公司产业链的进一步完善，盈利能力的进一步提升打下了坚实的基础。今年一季报显示，公司各项新业务合计贡献收入2224万元，占公司总收入的13.28%。我们预计随着公司资源整合力度的不断加大，经验的逐渐丰富，未来新业务对公司业绩的促进作用将越来越明显。

此外，公司不久前刚刚宣布将向华谊国际增资不超过6000万美元，用于与好莱坞片厂合拍英文电影，并投资其他海外影视相关项目。此举也是公司正式进入海外市场的一个信号，通过与好莱坞片商的合作，公司有望成功打开海外市场，并利用本土文化对全球市场的吸引力创造出更加广阔的发展空间。

4.3 毛利率分析

公司06至10年的综合毛利率分别为：37.94%，45.68%，53.74%，46.25%和47.23%。其中，08年的毛利率出现大幅上升主要是因为当年电影毛利率有较大幅度的提高，同时艺人经纪服务的毛利也显著增加所致。剔除08年的影响，公司的综合毛利率维持稳步上行态势。

图 21：07~10 年公司综合毛利率变化情况

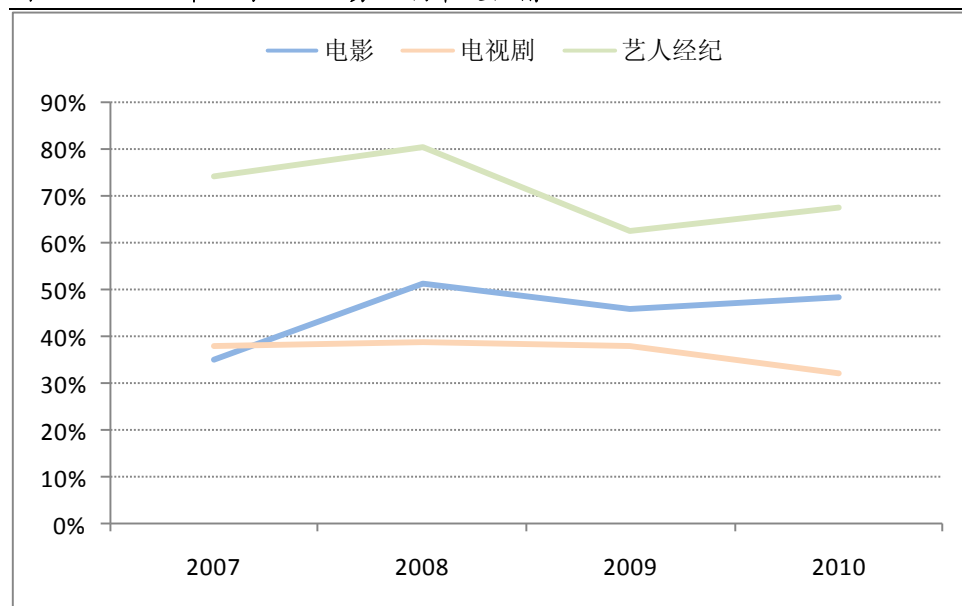


数据来源：公司公告 国都证券

具体到各项业务上来看，从07年至今，公司电影产品的毛利率维持在34%以上，但起伏相对较大，是因为电影产品属于单宗大额产品，年产量较少，同时由于单部电影受电影本身质量、上映档期的影响，单片的票房收入是很难预期的，因此毛利率差异较大，从而造成公司整个电影业务历年毛利率的起伏也较大。公司电视剧产品毛利率相对稳定，基本在30%至40%的区间内，这是因为电视剧的购买客户主要为专业能力较强

的电视台，双方以成本加上行业合理的毛利率作为定价基础进行交易。对于一些在黄金档播出的精品剧，毛利率有望突破 40%，因此我们预计，在精品化路线的推动下，公司未来电视剧业务的毛利率将保持在 35%左右。公司艺人经纪业务毛利率维持在较高水平，主要是由于该项业务成本相对固定，当收入增加时，毛利率也会随之提升。我们可以看到，从 07 年开始，公司艺人经纪业务毛利率一直维持在 60%以上，那么随着公司艺人规模的逐渐扩大，专业水平的不断提高，我们预计未来此项业务的毛利率存在进一步上行的空间。

图 22：07~10 年公司三大业务毛利率变化情况



数据来源：公司公告 国都证券

4.4 期间费用分析

公司最近 3 年的期间费用总额分别为：9773 万元，13531 万元，27804 万元，占公司营业收入的比例较为稳定，分别为 23.87%，22.40%，25.95%。具体各项费用情况如下图所示。

表 6：公司 08~10 年期间费用情况

项目	2008		2009		2010	
	金额（万元）	占比（%）	金额（万元）	占比（%）	金额（万元）	占比（%）
营业收入	40935	100	60414	100	107171	100
销售费用	6314	15.42	8832	14.62	23203	21.65
管理费用	2559	6.25	3653	6.05	5827	5.44
财务费用	900	2.20	1046	1.73	(1226)	(1.14)
合计	9773	23.87	13531	22.40	27804	25.95

资料来源：公司公告 国都证券

从上图我们可以看出，公司的费用总额随业务规模的增长而增长。其中，09 年的期间费用同比增长 38.44%，低于同期营业收入的增长率；10 年的期间费用大幅上升 105%，超出同期营业收入增长率近 28 个百分点，主要是由于公司新业务的扩展以及发行影片所产生的大量宣传费、广告费，而导致销售费用和管理费用大幅增加所致。对

于电影这种特殊的商品而言，前期的造势宣传将直接影响后期的票房成绩，因此我们预计，随着新老业务的有序发展，短期内，公司的费用率仍将维持高位，这也为公司未来费用控制能力的提高留下了一定的空间。

5 估值预测

我们看好文化娱乐行业的蓬勃发展给公司带来的机遇。公司作为国内文化娱乐界的龙头企业，产业链完整，业务结构合理，必将充分分享行业高成长的盛宴。此外，“内容+渠道+衍生”的发展战略加上多元的发展模式，共同保证了公司未来成长的确定性。同时，增资华谊国际，进军海外市场也充分反映了领导层对公司品牌实力的信心，并为公司长期发展指明了方向。

综上所述，我们看好公司未来发展，预测公司 2011-2013 年的收入分别为 1371.79、2074.56、2870.57（百万），归属母公司股东净利润分别为 222.85、312.83、449.32（百万），摊薄 EPS 分别为 0.37 元、0.52 元、0.74 元，按照最新股价 15.48 元计算，动态市盈率分别为 42 倍、30 倍、21 倍。估值较为合理，建议投资者积极关注。

6 风险提示

国家产业政策风险，盗版风险，市场竞争加剧风险，经济周期影响的风险。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1661.61	1757.62	2421.16	3160.75	营业收入	1071.71	1371.79	2074.56	2870.57
现金	846.59	930.42	954.71	1405.37	营业成本	565.54	719.23	1069.65	1470.31
应收账款	457.68	236.90	665.09	701.85	营业税金及附加	33.54	51.45	71.36	103.20
其它应收款	19.60	15.13	33.68	42.33	营业费用	232.03	222.64	390.43	524.17
预付账款	106.32	143.41	261.01	284.90	管理费用	58.27	71.06	102.69	136.07
存货	226.28	427.57	502.56	722.70	财务费用	-12.26	-12.28	-3.35	6.44
其他	5.14	4.20	4.10	3.60	资产减值损失	13.10	38.06	42.97	58.06
非流动资产	360.21	354.89	388.86	418.62	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	183.69	182.69	181.80	181.52	投资净收益	1.03	-0.99	-0.89	-0.28
固定资产	68.67	74.31	98.92	122.01	营业利润	182.54	280.64	399.92	572.05
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	14.54	11.39	13.80	13.24
其他	107.85	97.88	108.14	115.09	营业外支出	6.73	4.83	4.41	5.33
资产总计	2021.82	2112.51	2810.02	3579.37	利润总额	190.34	287.19	409.31	579.96
流动负债	451.58	386.73	849.35	1314.25	所得税	40.33	64.46	96.69	130.02
短期借款	0.00	0.00	36.16	491.86	净利润	150.01	222.73	312.63	449.95
应付账款	253.73	105.41	455.95	340.14	少数股东损益	0.80	-0.11	-0.21	0.63
其他	197.85	281.32	357.24	482.24	归属母公司净利润	149.21	222.85	312.83	449.32
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	174.98	271.54	399.79	585.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS（元）	0.44	0.37	0.52	0.74
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
负债合计	451.58	386.73	849.35	1314.25		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	18.15	18.04	17.83	18.46	成长能力				
股本					营业收入	77.40%	28.00%	51.23%	38.37%
资本公积金					营业利润	79.67%	53.74%	42.51%	43.04%
留存收益					归属母公司净利润	76.46%	49.35%	40.38%	43.63%
归属母公司股东权益	1552.09	1707.74	1942.84	2246.66	获利能力				
负债和股东权益	2021.82	2112.51	2810.02	3579.37	毛利率	47.23%	47.57%	48.44%	48.78%
现金流量表					净利率	14.00%	16.24%	15.07%	15.67%
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	9.55%	12.91%	15.94%	19.86%
经营活动现金流	140.50	155.83	115.97	202.61	ROIC	8.27%	11.73%	14.66%	15.82%
净利润	150.01	222.73	312.63	449.95	偿债能力				
折旧摊销	12.16	13.22	19.97	27.48	资产负债率	22.34%	18.31%	30.23%	36.72%
财务费用	-12.26	-12.28	-3.35	6.44	净负债比率	0.00%	0.00%	1.84%	21.71%
投资损失	-1.03	0.99	0.89	0.28	流动比率	3.68	4.54	2.85	2.40
营运资金变动	3.85	-77.03	-212.78	-279.74	速动比率	3.18	3.44	2.26	1.86
其它	-12.22	8.18	-1.38	-1.81	营运能力				
投资活动现金流	-308.29	-17.07	-53.45	-55.72	总资产周转率	0.57	0.66	0.84	0.90
资本支出	114.65	5.59	32.62	28.67	应收账款周转率	3.28	3.95	4.60	4.20
长期投资	-179.03	0.99	0.89	0.28	应付账款周转率	3.27	4.01	3.81	3.69
其他	-372.67	-10.49	-19.94	-26.77	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-70.66	-54.92	-74.38	-151.94	每股收益	0.44	0.37	0.52	0.74
短期借款	-5.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.23	0.26	0.19	0.33
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.67	2.85	3.24	3.75
普通股增加					估值比率				
资本公积增加					P/E	0.00	41.84	29.77	20.91
其他	-65.66	-54.92	-74.38	-151.94	P/B	0.00	5.13	4.51	3.90
现金净增加额	-238.45	83.83	-11.86	-5.05	EV/EBITDA	-4.73	28.89	19.65	13.42

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			