

买入 首次

华谊兄弟 (300027)

2011 年 12 月 15 日

股票价格

12 月 14 日收盘价	15.93 元
6 个月内目标价	21.00 元
52 周内股价波动	13.62 -19.06 元

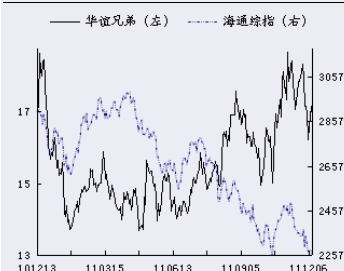
主要估值指标

	2011E	2012E	2013E
市盈率	48.0	27.2	19.1
PEG	1.0	0.5	0.4
EV/EBITDA	36.8	25.7	20.1

股本结构

总股本 (万股)	60480
流通 A 股 (万股)	34887
B 股/H 股 (万股)	0

市场表现



资料来源: 海通证券研究所

“内容为王”的全娱乐创新工厂

华谊兄弟起家于电影制作,并逐步拓展到电影发行、影院及电视剧、艺人经纪、音乐、游戏、主题公园等相关业务,打造出极具市场竞争力的影视娱乐集团雏形。我们看好公司,因为最优秀的内容永远稀缺,公司基于内容优势在产业链上下游及周边的布局,威力有望逐步显现。

主要财务数据及预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率 (%)	77.4	-15.9	103.8	30.6
净利润增长率 (%)	78.6	34.4	77.4	42.3
综合毛利率 (%)	47.2	56.5	55.9	56.3
每股收益 (元)	0.25	0.33	0.59	0.83

资料来源: 海通证券研究所, 每股收益按总股本 60480 万股计算。

- **朝阳行业孕育巨大潜力。**国内电影票房 7 年复合增长率 40%, 电视剧价格 3 年翻了两番。经济越发达, 物质越丰富, 居民精神追求就越多, 就越需要娱乐。无论经济好坏, 居民对娱乐的刚性需求将带动行业继续快速成长。
- **2012 年是公司电影大年, 票房将对股价形成有利刺激。**2011 年公司并没有大作上映, 经过一年蓄力后, 2012 年《温故 1942》《十二生肖》《太极拳》等大作有望集中爆发。其中我们最看好冯小刚的《温故 1942》。当前国家把文化产业的战略地位提升到一个史无前例的高度, 但“主旋律电影”普遍缺乏吸引力, 公司拍摄的商业电影《集结号》、《风声》、《唐山大地震》既有群众基础, 又符合主流意识形态需要, 《温故 1942》一脉相承, 可能将“商业电影主旋律化”推向新的高度。
- **电视剧业务厚积薄发, 明后两年盈利能力将不亚于电影。**公司电视剧业务布局早, 先发优势明显, 12 个工作室已经形成了竞争对手难以企及的规模效应, 今年投拍的电视剧中, 至少 4 部产值在亿元级别, 2012 年公司将启动投入在亿元级别的大制作剧目。在卫视竞争加剧、新媒体正版化浪潮下, 电视剧价格近两年呈加速上升态势, 预先布局者将坐享这一成果, 公司电视剧业务毛利率有望从 30% 提升至 50%。
- **影院、文化城、主题公园等业务经过 2-3 年建设培育期后, 能贡献稳定的现金流, 中长期公司上下游及周边产业链布局的威力将逐步体现。**公司基于内容优势, 以较低的代价切入部分“重资产”行业, 开拓衍生品盈利新模式。在经过培育期后, 影院、文化城等业务将贡献稳定的现金流, 既能集约成本, 又能实现内容价值最大化。届时, 公司成功的作品只是起点, 通过衍生品, 创新成果会源源不断地产生价值。
- **盈利预测与投资建议:** 预测公司 2011~2013 年的 EPS 为 0.33 元、0.59 元和 0.83 元。我们认为, 公司在影视剧行业中内容制作能力最强、产业链最全、横向涉及领域最多, 2012 年票房对股价形成有利刺激, 中长期公司上下游及周边产业链布局的威力将逐步体现。按照 2012 年 36 倍 PE, 目标价 21 元, 首次“买入”评级。
- **主要风险。**(1) 政策风险; (2) 单个作品不达预期; (3) 限售股解禁后减持。

计算机与通信行业首席分析师
陈美凤

SAC 执业证书编号: S0850511020002
电话: 021-23219409
Email: chenmf@htsec.com

联系人: 白 洋
电话: 021-23219646
Email: baiyang@htsec.com

联系人: 薛婷婷
电话: 021-23219775
Email: xtt6218@htsec.com

目 录

1. 国内龙头民营影视公司	6
1.1 公司业务概述	6
1.2 股权结构	9
2. 影视剧行业	10
2.1 电影行业蓬勃发展，商业大片拉动票房收入快速增长	10
2.2 电视剧行业：精品电视剧价格持续上涨，电视台竞争激烈	14
3. 公司主营业务分析	15
3.1 电影业务加减法，优秀内容方永远稀缺	15
3.2 电视剧业务布局早，低调沉稳悄然收获	18
3.3 艺人经纪业务，星光依旧闪耀	20
3.4 音乐业务：与影视业务良好互动	22
3.5 游戏业务：游戏界新手，影视资源是资本	23
3.6 影院投资业务：“电影人”的影院	23
3.7 文化旅游业务：文化城与主题公园“早涝保收”	24
3.8 与腾讯的合作会渗透到业务方方面面	25
4. 投资思路	26
4.1 “商业电影主旋律化”，《温故 1942》有望充分享受政策红利	26
4.2 电视剧业务潜力被低估，未来两年盈利能力不亚于电影	28
4.3 全产业链平台价值威力将逐步体现	29
4.4 衍生破局将全面打开发展空间	30
5. 公司财务分析	31
6. 盈利预测与估值分析	33
6.1 盈利预测与关键假设	33
6.2 绝对估值	34
6.3 相对估值	34
6.4 估值结论	35
7. 主要不确定因素	35
财务报表分析和预测	36

图目录

图 1 华谊兄弟以电影、电视剧和艺人经纪为核心的全娱乐工厂雏形初现	6
图 2 2006-2011 前三季度新增电影发行许可证的影片数量	7
图 3 2006-2011 前三季度电影收入，2010 是华谊电影大年	7
图 4 2010-2011 前三季度投入运营影院与在建影院数量	7
图 5 2010-2011 前三季度电影院业务收入（万元）	7
图 6 2006-2011 前三季度增加电视剧发行许可证的剧目部数	8
图 7 2006-2011 前三季度电视剧收入与增速	8
图 8 2006-2011 前三季度艺人经纪业务签约艺人数量	8
图 9 2006-2011 前三季度艺人经纪收入及增速	8
图 10 2006-2011 前三季度收入与净利润情况	8
图 11 华谊兄弟股权结构图	9
图 12 华谊兄弟下属公司结构图	9
图 13 2003-2010 年中国电影市场票房收入与增长趋势	11
图 14 2010 年国产影片与进口影片票房占比	11
图 15 国内电影票房和城市主流电影院线观影人次增长情况	12
图 16 中国影院银幕数量与影院增长情况	12
图 17 电影行业产业链基本格局	12
图 18 国内前十大发行公司市场份额（2010 年数据）	13
图 19 2001-2010 年国产电视剧交易总额（亿元）	14
图 20 2001-2010 年电视广告收入（亿元）	14
图 21 2006-2010 年生产完成并获发行许可的电视剧数量	14
图 22 2006-2012 年国产电视剧网络版权单集价格（万元）	14
图 23 2006-2011 前三季度华谊兄弟主营业务收入结构（万元）	15
图 24 公司 1998-2012 年主要电影产品	16
图 25 华谊兄弟电影业务产业链	16
图 26 票房前十影片中的国产片占比情况	17

图 27	《变形金刚》《哈利波特》系列在国内票房情况	17
图 28	电视剧业务 12 个工作室结构图，彭三源与高群书为新签约的制片人	19
图 29	华谊兄弟艺人经纪业务	21
图 30	已上市视频网站的融资额与账面现金（亿美元）	28
图 31	优酷季度收入与内容成本摊销情况（亿元）	28
图 32	2006-2011 三季度华谊兄弟营业收入与净利润增长	32
图 33	2006-2011 上半年华谊兄弟各业务毛利率情况	32
图 34	2006-2011 上半年华谊兄弟与同行业公司毛利率比较	32
图 35	2006-2011 前三季度华谊兄弟销售和管理费用情况	33
图 36	2006-2011 前三季度华谊兄弟存货增长情况（万元）	33

表目录

表 1	金砖四国票房增速位于世界前列	11
表 2	国内主要竞争对手	13
表 3	行业内拥有核心导演的电影公司票房过亿的作品	18
表 4	2003-2011 年前三季度公司拥有著作权的电视剧作品	19
表 5	2011-2012 年公司重点新剧作品	20
表 6	华谊兄弟国内主要竞争对手签约艺人数量等比较	21
表 7	公司音乐产品充分利用影视剧的内容资源，形成有效互动，发挥协同效应	22
表 8	华谊兄弟截至 2011 年 12 月已开业影院情况	23
表 9	公司依托全资子公司实景娱乐与娱乐投资投资的三个文化城/主题公园项目	24
表 10	华谊兄弟 2012 年可能推出的电影作品	28
表 11	预计公司 2012 年电视剧作品完成时间	29
表 12	2006-2011 年前三季度电影衍生收入占比	31
表 13	分业务收入、增长和毛利率预测	33
表 14	关键比率假设（%）	34
表 15	三阶段 DCF 模型敏感性分析（元）	34
表 16	A 股可比传媒公司相对估值	35

投资逻辑

朝阳行业孕育巨大潜力。国内电影票房 7 年复合增长率 40%，电视剧价格 3 年翻了两番。经济越发达，物质越丰富，居民精神追求就越多，就越需要娱乐。无论经济好坏，居民对娱乐的刚性需求将带动行业继续快速成长。

《温故 1942》有望将“商业电影主旋律化”与明年票房推至新高度。十七届六中全会再次强调社会主义文化大发展大繁荣，政策鼓舞下，主旋律影片“献礼”井喷是必然，但如何赢得观众是主旋律电影的首要难题。而华谊的《集结号》、《风声》、《唐山大地震》，早已悄然走在一条“商业电影主旋律化”的道路上，《温故 1942》可能将公司推向新的高度。除了《温故 1942》，2012 年还将有《十二生肖》、《太极拳》、《画皮 2》等大作集中上映，公司票房有望再创新高。

电视剧业务明后两年实际盈利能力将不亚于电影。公司电视剧业务布局早，先发优势明显，12 个工作室已经形成了竞争对手难以企及的规模效应，根据我们估算，今年投拍的电视剧中，至少 4 部产值在亿元级别，2012 年公司将启动投入在亿元级别的大制作剧目。在卫视竞争加剧、新媒体正版化浪潮下，电视剧价格近两年呈加速上升态势，预先布局者将坐享这一成果，公司电视剧业务毛利率有望从 30% 提升至 50%。

全产业链平台价值威力将逐步体现。公司基于内容优势，以较低的代价切入影院、文化城、主题公园等“重资产”行业。在项目建设初期，由于较高的摊销折旧费用，对盈利贡献并不明显，然而一旦度过培育期，影院、文化城等业务将贡献稳定的现金流，增强公司抗风险能力，甚至改变公司主营结构。由于文化产业内容的高度可分割性和高杠杆经营特征，传媒公司天生具有自然垄断的趋向，产业链布局的威力能够得到逐步体现，这也正是公司长期核心竞争力所在。

长期看衍生品破局，届时成功的作品只是起点，通过版权运营，创新成果能源源不断地产生经济价值。国内文化产业衍生品的盈利模式尚在摸索中，公司的广告业务率先破冰，文化城等旅游业务的开展也开拓了品牌授权的新模式，未来随着国内知识产权保护力度不断加强，有望创造出数倍于电影票房的价值。

业绩预测和投资建议

我们预测公司 2011~2013 年的 EPS 为 0.33 元、0.59 元和 0.83 元。我们认为，公司在影视剧行业中内容制作能力最强、产业链最全、横向涉及领域最多，2012 年票房将对股价形成有利刺激，中长期公司上下游及周边产业链布局的威力将逐步体现。按照 2012 年 36 倍 PE，目标价 21 元，首次给予“买入”评级。

1. 国内龙头民营影视公司

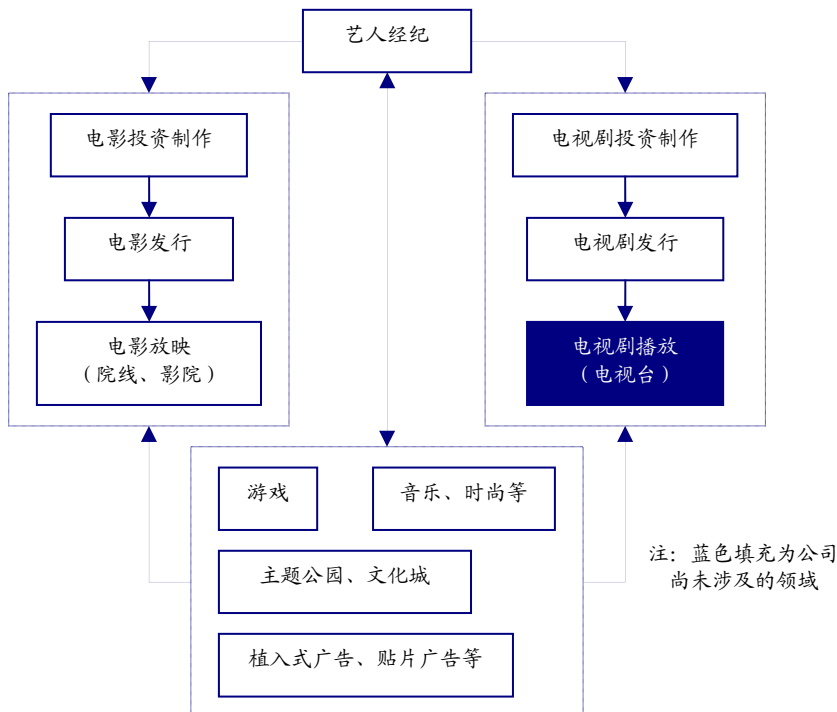
如果不给思考的时间，让你说出一部印象最深的国产电影？一位印象最深的电影导演？一部印象最深的电视剧？一个心中最好的影视剧制作机构？……答案必然是多样的，但不出意外，会有很多人把票投给《唐山大地震》、冯小刚、《士兵突击》，还有华谊兄弟。

华谊兄弟 1994 年由王忠军、王忠磊兄弟创立，从广告公司起家，1998 年开始进入影视市场，从一家小广告公司逐步发展成为大型娱乐传媒集团。伴随着整个中国电影的不断开放、高速发展的过程，华谊兄弟在做好精品内容，树立品牌影响力的基础上，进行国际化、市场化运作，成为业界最具活力和创新能力的民营影视公司。不夸张的说，一部华谊的成长史，就是中国影视行业十多年来发展的缩影。

1.1 公司业务概述

目前，公司主要有电影、电视剧和艺人经纪三块主营业务，并逐步进入影院、音乐、游戏、时尚、主题公园和文化城、股权投资等方面，打造出一套横跨多种娱乐介质、纵跨产业链多个环节的“内容+渠道+衍生”模式。

图 1 华谊兄弟以电影、电视剧和艺人经纪为核心的全娱乐工厂雏形初现

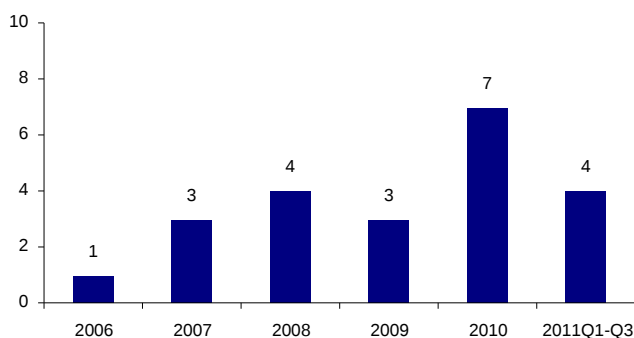


资料来源：海通证券研究所

公司电影收入由 2006 年的 6159 万增长至 2010 年 6.24 亿，4 年增长近 10 倍，年复合增长率达到 78%。2010 年是公司电影大年，2011 年则是公司电影耕耘期，前三季度电影收入为 1.8 亿，不及去年同期，但公司年初推出 11 名导演、10 部电影组成的“H 计划”，预计在一年多的蓄力储备后，2012 年影片数量与票房收入都将有跳跃式的增长。

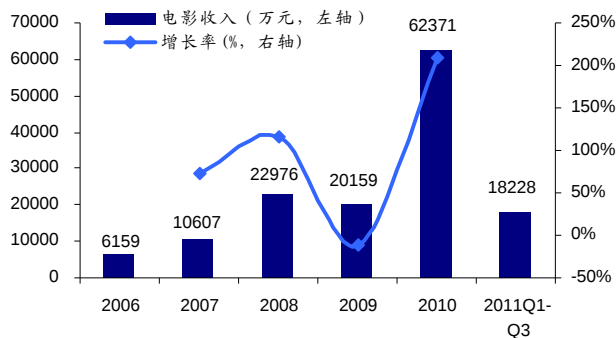
公司从 2010 年开始投资电影院业务，进一步完善电影业务放映环节产业链布局。截止目前，公司已建成投入运营的影院为 6 家，在建影院为 6 家。公司电影院业务收入由 2010 前三季度的 300 万元增加到 2011 前三季度的 2800 万元。

图 2 2006-2011 前三季度新增电影发行许可证的影片数量



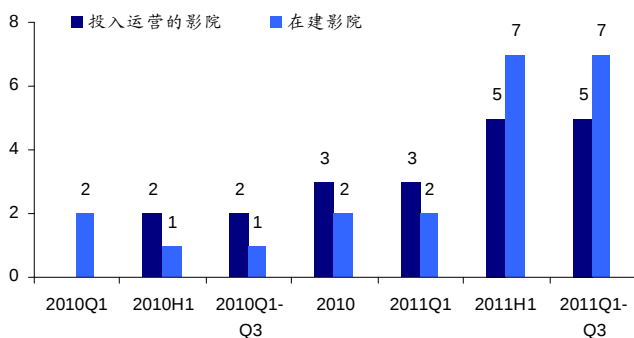
资料来源：公司 2009-2010 年度，2011 第三季度报告，海通证券研究所

图 3 2006-2011 前三季度电影收入，2010 是华谊电影大年



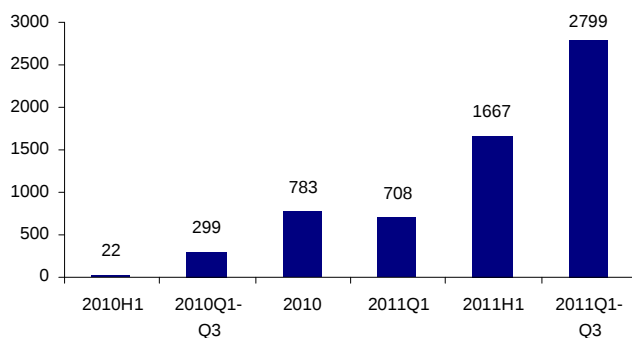
资料来源：公司 2009-2010 年度，2011 第三季度报告，海通证券研究所

图 4 2010-2011 前三季度投入运营影院与在建影院数量



资料来源：公司 2010-2011 各季度报告，海通证券研究所

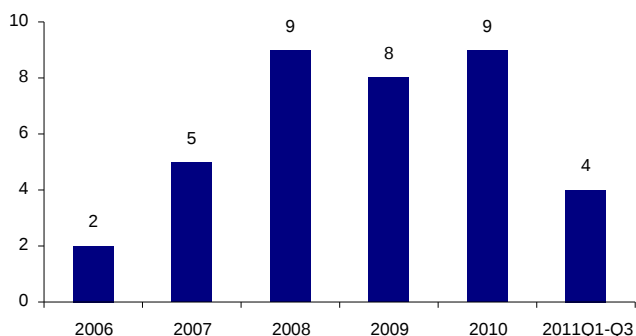
图 5 2010-2011 前三季度电影院业务收入（万元）



资料来源：公司 2010-2011 各季度报告，海通证券研究所

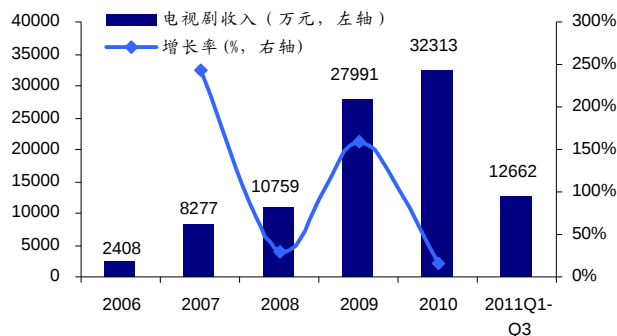
公司电视剧业务发展也毫不逊色，收入由 2006 年的 2408 万元增长至 2010 年 3.23 亿元，4 年增长 12 倍，年复合增长率达到 91%。相比电影，电视剧业务增长更为快速平稳，背后助推因素来自稳步增加的年电视剧新增发行剧目数量（由 2006 年的 2 部增加到 2010 年的 9 部）和急速上升的电视剧价格（由 2006 年的十几万/集到 2010 年的几百万/集）。截止至 2011 年前三季度，电视剧收入达 1.27 亿元，公司预计全年计划实现收入的电视剧达 12 部。

图 6 2006-2011 前三季度增加电视剧发行许可证的剧目部数



资料来源：公司 2009-2010 年度，2011 第三季度报告，海通证券研究所

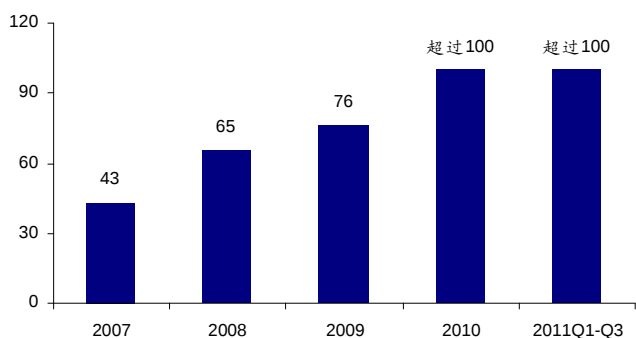
图 7 2006-2011 前三季度电视剧收入与增速



资料来源：公司 2009-2010 年度，2011 第三季度报告，海通证券研究所

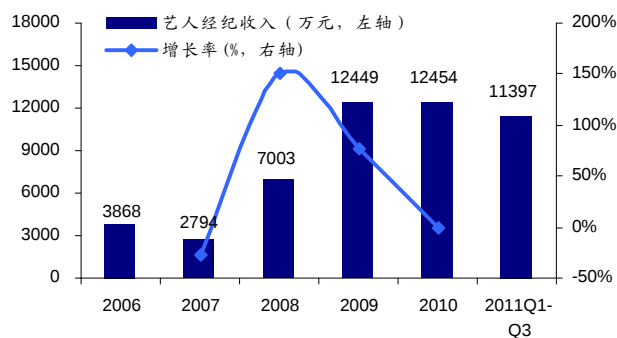
艺人经纪业务方面，公司签约艺人数量持续增长，由 2007 年的 43 人增加到 2011 年的超过百人，目前公司拥有包括李冰冰、王宝强、张涵予、陆毅、邓超、姚晨、冯绍峰等著名艺人在内的富有竞争力的签约艺人队伍。艺人经纪收入 2011 年前三季度 11397 万元，2006 年至 2010 年艺人经纪收入年复合增长率达到 34%。

图 8 2006-2011 前三季度艺人经纪业务签约艺人数量



资料来源：公司 2009-2010 年度，2011 第三季度报告，海通证券研究所

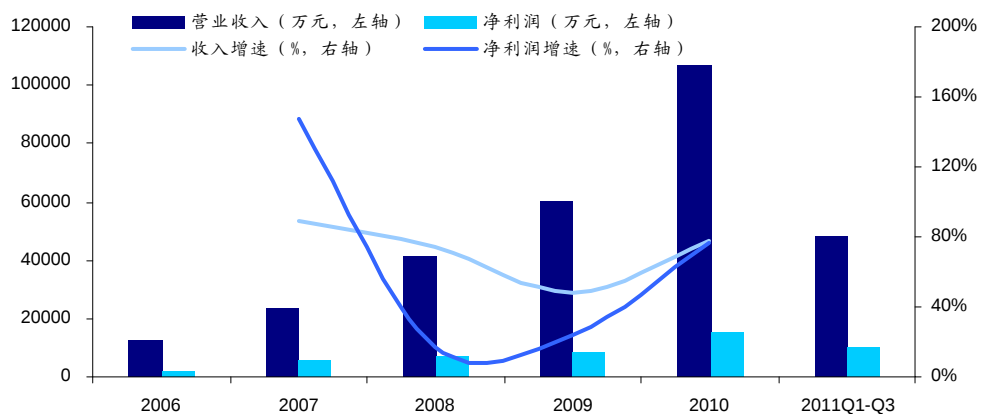
图 9 2006-2011 前三季度艺人经纪收入及增速



资料来源：公司 2009-2010 年度，2011 第三季度报告，海通证券研究所

公司 2006-2010 年收入与净利润复合增长率分别为 71%和 59%，2010 年收入和净利润为 10.7 亿元和 1.5 亿元，2011 年前三季度收入与净利润为 4.8 亿元和 1 亿元。

图 10 2006-2011 前三季度收入与净利润情况

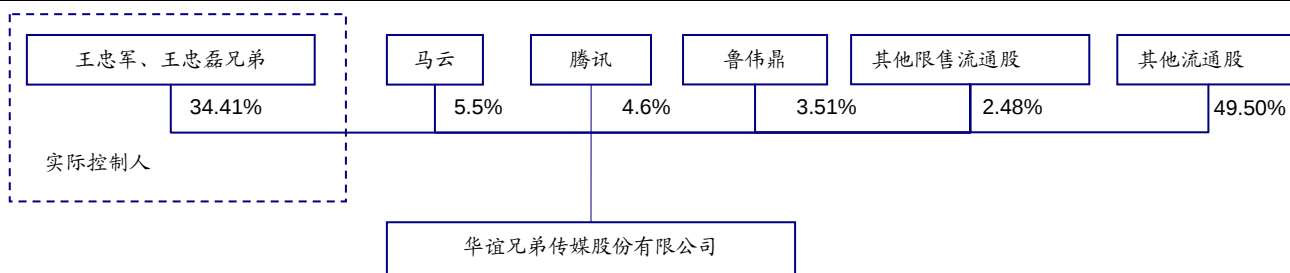


资料来源：公司 2009-2010 年度，2011 第三季度报告，海通证券研究所

1.2 股权结构

2009年10月30日，华谊兄弟第一批在创业板上市，公开发行普通股4200万股，融资约11.5亿元。王忠军、王忠磊兄弟控股34.41%，为公司的实际控制人。而包括马云、江南春、鲁伟鼎以及冯小刚、张纪中、李冰冰等74人合计持股40.59%。目前，除王忠军、王忠磊兄弟以及10人首发承诺锁定所持股份外，其余64名自然人所持股份均已成为流通股，再算上公众流通部分，流通股占总股本的57.6%。2011年5月6日，腾讯通过大宗交易溢价收购4.6%华谊兄弟股份，成为公司最大的机构投资者。

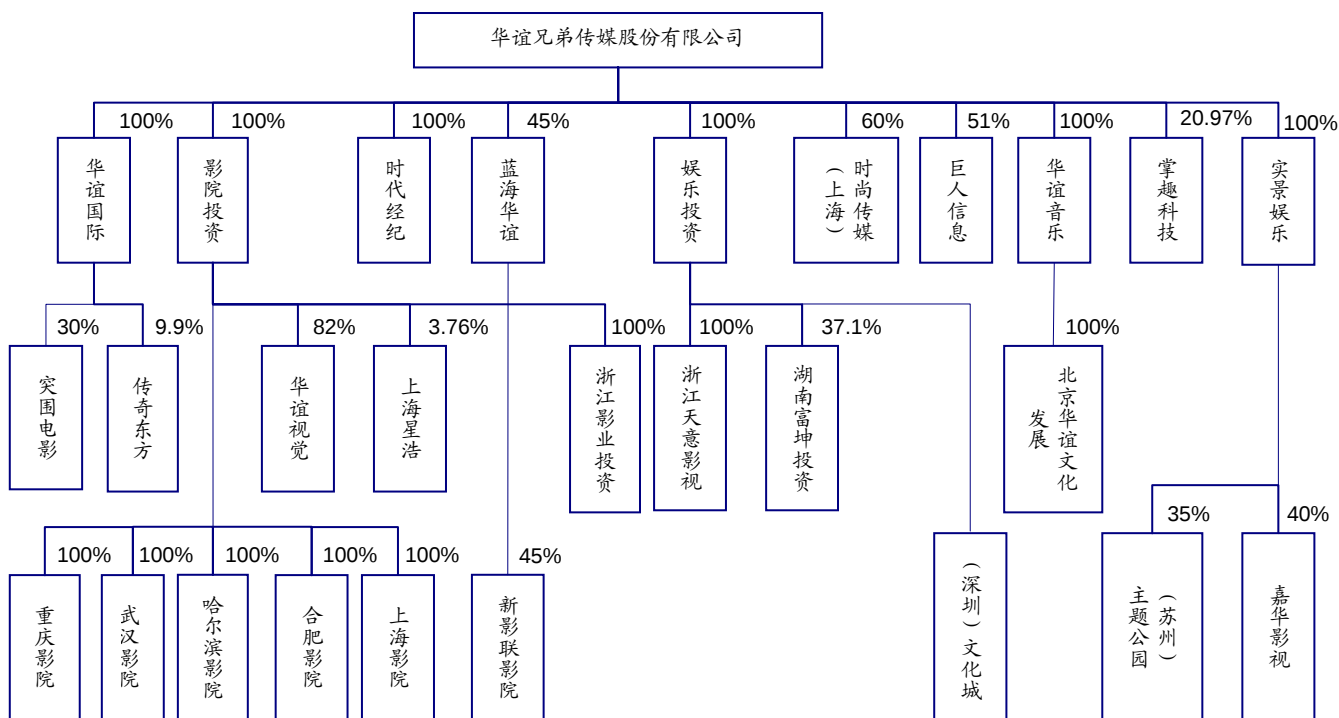
图 11 华谊兄弟股权结构图



资料来源：公司招股说明书，2011年第三季度报告，海通证券研究所

公司拥有17家全资/控股子公司/孙公司，10家参股公司。其中，影院投资、华谊国际从事电影业务，娱乐投资、浙江天意、浙江影业投资从事电视剧业务，时代经纪、蓝海华谊从事艺人经纪业务，华谊时尚从事超模经济业务，影院管理从事院线管理业务，华谊音乐从事音乐业务，华谊视觉从事广告业务，巨人信息、掌趣科技从事游戏业务，实景娱乐从事主题公园、文化城业务，参股的湖南富坤文化、上海星浩为股权投资公司。

图 12 华谊兄弟下属公司结构图



资料来源：公司招股说明书，2009-2010各年度报告，2011年前三季度报告，海通证券研究所

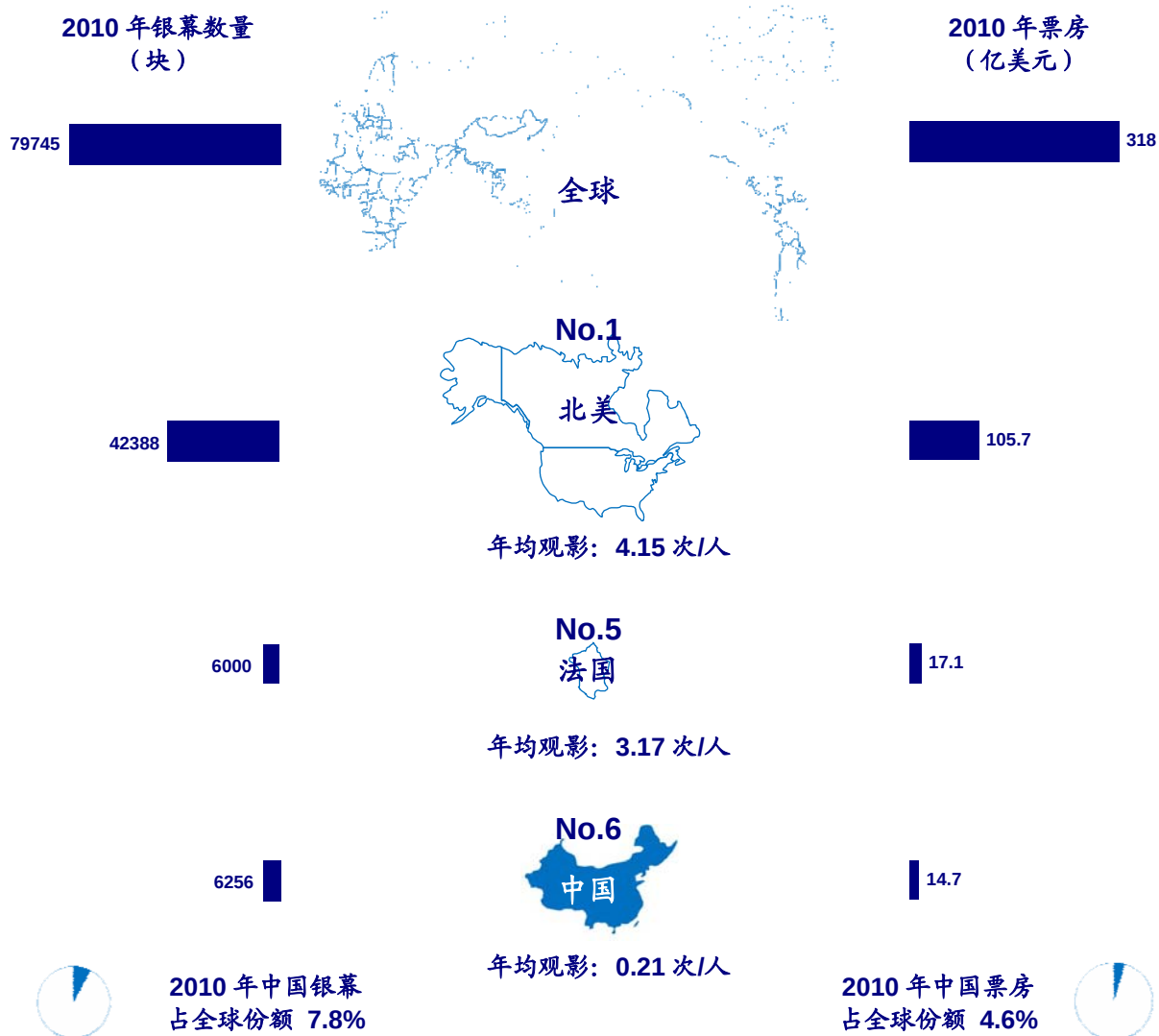
2. 影视剧行业

2.1 电影行业蓬勃发展，商业大片拉动票房收入快速增长

电影是什么？电影是创作、商品、娱乐，知名导演张艺谋如是说。但这个定义并不严谨，因为，把“电影”两字换成音乐、戏剧、绘画……等，这句话都成立。撇开过于学术的定义，电影可以理解为一个记录并还原生活的方式，而展现在银幕上悲欢离合的故事，也成了人们发泄喜怒哀乐的最佳场所。“还有什么比跑进电影院里，找寻两个小时逃避现实更便宜的娱乐？”（香港金像奖协会主席文隽语）

2010 年国内电影票房收入达到 102 亿元，较 2009 年增长 64%，位居全球电影票房市场的第六位。票房的强劲增长让人们对这个新兴市场充满期望，更重要的是，虽然票房增速快，但占全球总额不到 5%，年均观影人次仅为 0.21 次/人，基数之低，潜力之大，令人瞠目。

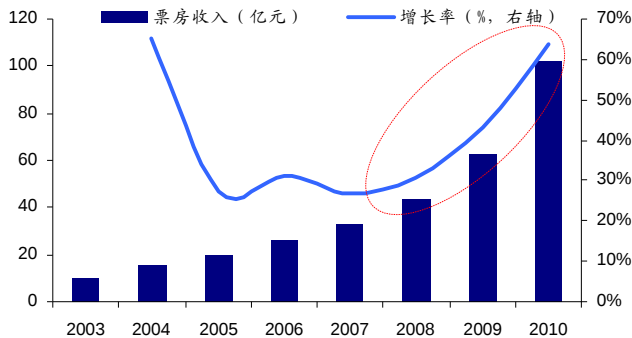
图 26 中国电影市场与发达国家市场相比，空间仍然巨大



资料来源：MPAA，enbase 娱乐决策智库，海通证券研究所

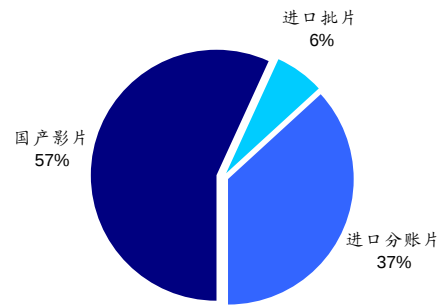
从 2003 年的约 9 亿元到 2010 年的 102 亿元，国内电影市场 7 年增幅约 11 倍，年复合增长率约 40%。2011 年总票房更是有望达到 130 亿元，超越英法成为全球第四大票房市场乃大概率事件。票房结构中，2010 年国产影片票房 57 亿元，占 2010 年总票房的 57%。

图 13 2003-2010 年中国电影市场票房收入与增长趋势



资料来源：《2011 年中国传媒产业发展报告》，海通证券研究所

图 14 2010 年国产影片与进口影片票房占比



资料来源：enbase 娱乐决策智库，海通证券研究所

然而，仅仅在 15 年前，当统购统分的发行模式取消后，曾经年均 297 亿观影人次的电影院忽然人去楼空；仅仅在 12 年前，还是进口大片一统银幕的时代；仅仅在 10 年前，《鸦片战争》、《刺秦》、《秦颂》等商业大片还让投资人血本无归... 小片没票房，大片亏票房，进口撑票房，可谓当时产业寒冬的最好写照。是什么原因，让中国电影这个先天不足的孩子，突然一夜之间，变得健步如飞了呢？

中国电影近十年的飞速发展，我们认为还是要多归功于居民娱乐的刚性需求和社会的投资驱动。所谓“随着经济的发展...”并非一句空话，观察全球电影市场，增速较快的几个国家分别是中国、俄罗斯、巴西、日本和印度，与“BRIC”四国“惊人”的重合。经济快速增长，居民娱乐需求日渐觉醒，富余的资本会选择更多的流向，配合行业一系列市场化的探索、运作，国产商业大片也初现雏形。

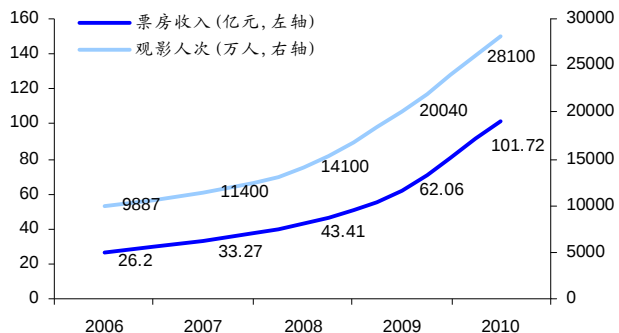
表 1 金砖四国票房增速位于世界前列

	2010 年票房 (亿美元)	2009 年票房 (亿美元)	YoY (%)
北美	105.7	98.7	7.1
日本	26.6	22.0	20.9
印度	22.0	18.5	19.1
英国	17.1	17.4	-1.7
法国	16.1	16.7	-3.8
中国	14.7	9.1	61.7
德国	12.3	13.0	-9.7
澳大利亚	11.3	10.8	14.2
俄罗斯	10.5	7.3	43.0
韩国	10.2	9.6	6.3
意大利	9.5	8.1	9.1
西班牙	8.7	9.0	-7.1
巴西	7.6	5.8	30.0

资料来源：MPAA, FFA, MPDAA, ICAA, Cinetel, Korean Film Council, Filme B, 海通证券研究所

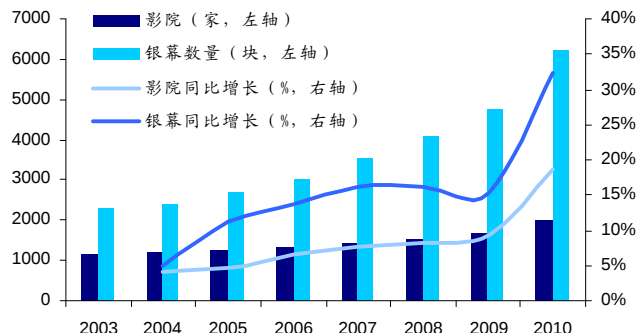
资本除了涌向上游的电影制作，产业链下游——被张伟平描述为“躺着挣钱”——的影院也成为了投资热点。由于国内电影产量供大于求，而老百姓对娱乐存在刚性需求，银幕数量成为票房增长的硬性瓶颈。2010年的国内影院银幕规模只能保证每20万人拥有1块银幕，而美国每9000人就拥有1块，即使考虑人均收入因素后，差距仍悬殊。

图 15 国内电影票房和城市主流电影院线观影人次增长情况



资料来源：国家广电总局电影管理局，海通证券研究所

图 16 中国影院银幕数量与影院增长情况



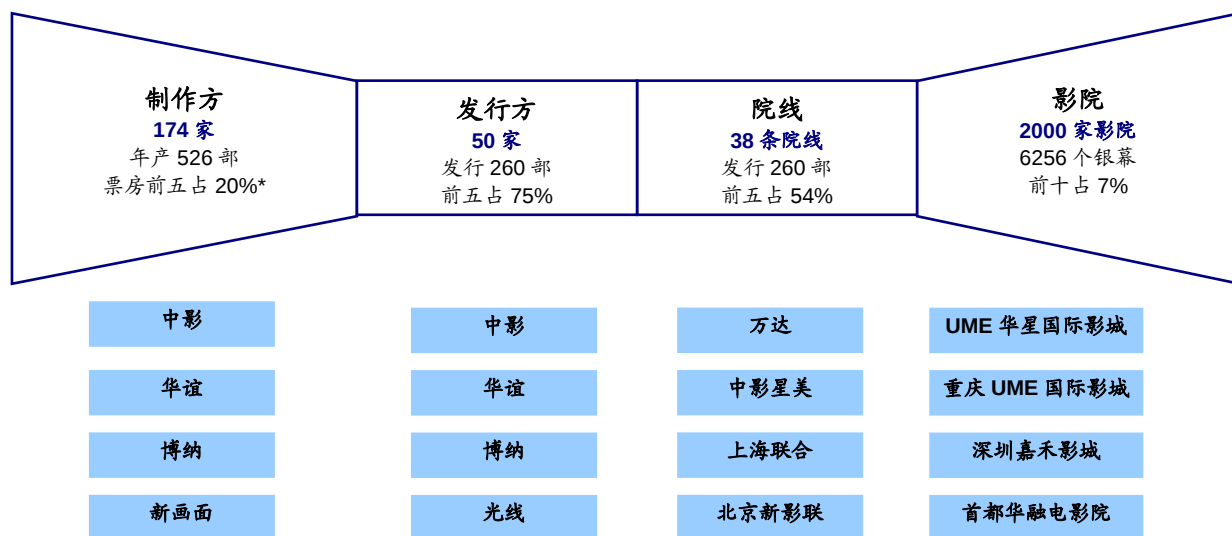
资料来源：《2011年中国传媒产业发展报告》，海通证券研究所

影院和银幕的增加将直接带动观影人数的增加，从而提高单片影片的票房收入。相同量级的影片，仅仅因为上映时间的先后，票房可能完全不在一个量级。而且，新影院从建成到正常运营存在一定培育期，以当前影院的增速，未来票房的增长是可以预见的。在更长远的未来，票房之外的版权与衍生品、海外市场都是推动这个行业的新动力。

行业竞争格局

一部电影从最初的创意到最后产生票房，一般会经历制作、发行、放映三个环节。从产业链的结构来看，行业呈现出一个典型的“哑铃型”结构，即两头大、中间小。从竞争程度来看，制作方和影院都是高度分散的，但发行和院线环节则相对集中。

图 17 电影行业产业链基本格局

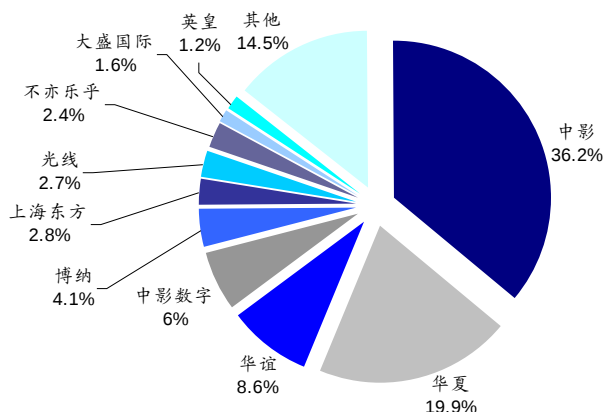


注：*指票房排名前五部国产影片占总票房的 20%，占国产影片总票房的 35%。图中数据均为 2010 年数据。

资料来源：enbase 娱乐决策智库，海通证券研究所

国内电影行业进入门槛并不高，竞争者众多；但盈利门槛高，整个市场呈现出典型的寡头垄断竞争格局：几百家中小型民营电影公司，一般年产仅 1-2 部小制作影片，投资额及票房在几百万元左右，其在资金、技术、人才等方面均无明显优势。每年票房排名前十的高票房收入影片几乎完全被中影、上影、华谊、博纳、光线、小马奔腾、新画面等少数几家电影公司所占据。

图 18 国内前十大发行公司市场份额（2010 年数据）



资料来源：enbase 娱乐决策智库，海通证券研究所

行业实力较强的竞争者中，中影、华夏、上影等出身国企，有政策优势，也有体制上的包袱；华谊、博纳、光线、星美、新画面等均于市场化竞争中脱颖而出，却也各具风格，华谊、新画面起家于制作，博纳出身于发行，光线从娱乐节目起家，星美、万达等则是从院线向上游延伸。

表 2 国内主要竞争对手

	中影	上影	华谊	博纳	光线	星美	新画面
公司背景	国企	国企	民营 (制作起家)	民营 (发行起家)	民营 (娱乐节目起家)	民营 (院线起家)	民营 (制作为主)
核心人物	韩三平	任仲伦	王忠军、王忠磊	于冬	王长田	覃宏	张伟平
制作	✓	✓	✓✓	✓	✓	✓	✓✓
发行	✓	✓	✓	✓✓	✓	✓	✓
院线	✓	✓				✓✓	
影院	✓	✓	✓	✓		✓	
产业链	制作、发行、院线、电视台	制作、发行、院线、电视台	制作、发行、影院	制作、发行、影院	制作、发行	制作、发行、院线	制作、发行
竞争优势	发行市场份额第一，与华夏共同垄断进口片，垄断数字放映	仅次于中影的大型国有电影企业	最大的民营，“内容+渠道+衍生”模式，与冯小刚合作，全娱乐平台，09 年最早登陆创业板	发行是核心，港产合拍片上有强大优势，10 年底登录纳斯达克	“内容+渠道”模式，联供网和发行结合的独特优势。11 年登陆创业板	院线建设优势明显，通过资本并购手段迅速扩张，部分业务在港上市	长期主要与张艺谋合作

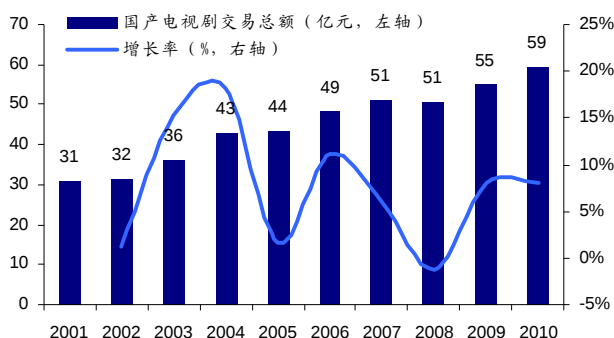
资料来源：公开资料整理，海通证券研究所

2.2 电视剧行业：精品电视剧价格持续上涨，电视台竞争激烈

2010 年国产电视剧产量为 436 部，1.47 万集，2011 年则有望突破 2 万集，我国是世界第一的电视剧生产国，但近十年来，国产电视剧交易总额复合增长率仅为 7%，到了 2010 年国产电视剧交易总额只有 59 亿，且电视剧审批数目和已播出数目比仅为 10:1。制播的严重不均衡一方面是由于电视台仍然占据电视剧播出环节的垄断地位，制作公司议价能力十分有限；另一方面，国产电视剧制作水平还有很大的提升空间，只有“好剧本、好导演、好演员”的一流内容才能有核心竞争力。

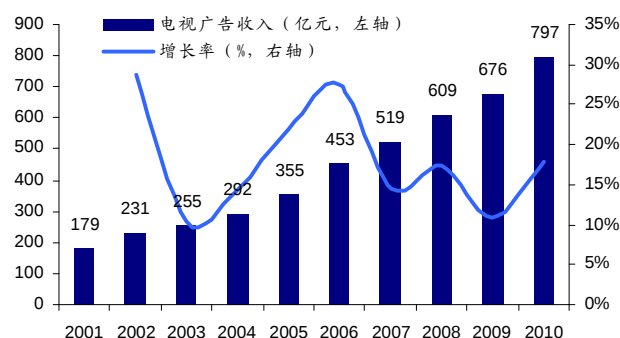
电视剧市场的成长是电视台竞争的结果。电视台购买电视剧的经费主要来自电视广告收入。2010 年电视广告收入达 797 亿元，2004-2010 年电视广告收入年复合增长率达 18%。2010 年电视剧交易总额为 59 亿，电视台购买电视剧成本和电视广告收入比例为 1: 13。然而，近来电视剧市场火爆，并非因为购剧成本占电视台广告收入低，而是因为省级卫视竞争进入白热化，各大电视台大幅增加购剧预算。中央电视台 2011 年购剧预算由 10 亿元增加到 16 亿元。江苏卫视由 6 亿增加到 8-10 亿，安徽、湖南、浙江、东方和北京各台也均达 3 亿至 5 亿，形成显著的马太效应。

图 19 2001-2010 年国产电视剧交易总额（亿元）



资料来源：国家广电总局，海通证券研究所

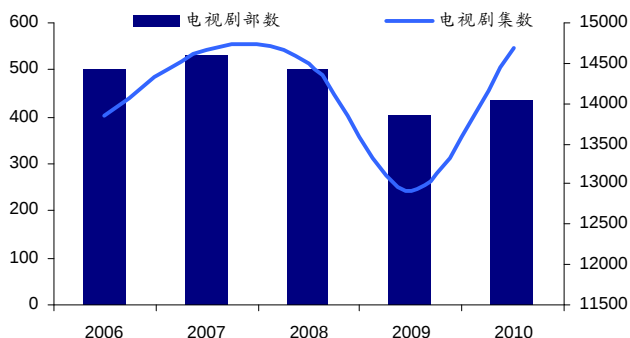
图 20 2001-2010 年电视广告收入（亿元）



资料来源：国家广电总局，《中国广告年鉴》，海通证券研究所

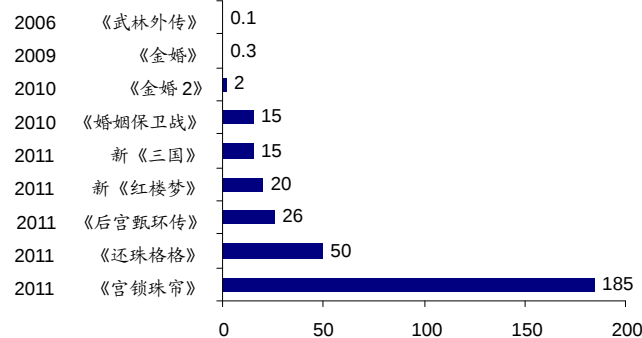
精品电视剧成为卖方市场，发行价格屡创新高。电视台的追逐下，精品电视剧供不应求，价格也一涨再涨，一部由四家卫视联合首轮播出的电视剧卖到 200 万元/集已是家常便饭。与此同时，在正版化浪潮的冲击下，原先基本可以忽略不计的网络版权价格也出现空前的飙升，2011 年 10 月腾讯购买《宫锁珠帘》，单集价格达 185 万元，总价 7400 万元，为迄今为止网络版权价格的最高价，而在 2006 年，家喻户晓的《武林外传》网络价格仅为 1235 元/集（81 集，总价 10 万元）。

图 21 2006-2010 年生产完成并获发行许可的电视剧数量



资料来源：国家广电总局电视剧管理司，海通证券研究所

图 22 2006-2012 年国产电视剧网络版权单集价格（万元）



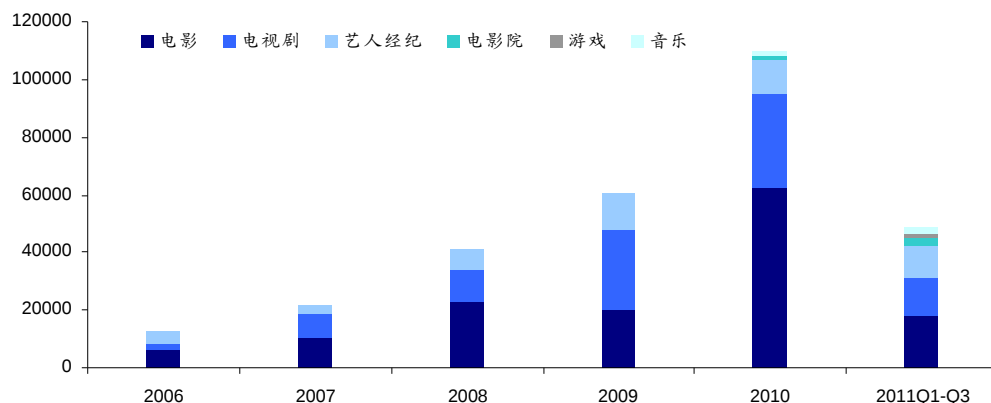
资料来源：公开资料整理，海通证券研究所

我们认为，电视剧市场的高景气度仍有望维持。第一，在正版化趋势下，新媒体购剧热情依然高涨，根据 CNNIC 数据，截止至 2011 年 6 月中国网民数量为 4.85 亿，网络视频用户规模达 3 亿。乐视网、搜狐视频、腾讯、优酷和土豆等各大视频网站或上市后手持大量现金、或背靠巨头底气深厚；第二，电视剧价格上涨极大刺激了上游供应，开始出现投资过亿的“大剧”，2010 年的新《三国》、《西游记》、《红楼梦》和《水浒》投资成本分别达到 1.5 亿、1.3 亿、1.2 亿和 1 亿左右，将有望带动内容质量显著提升。

3. 公司主营业务分析

目前公司主营业务包括：电影的制作、发行及衍生业务，电视剧的制作、发行及衍生业务，艺人经纪业务，影院投资业务，音乐创作、发行及衍生业务，和游戏业务，同时文化城、主题公园等业务正在积极推进，预计未来几年将以品牌授权费为主。2011 年前三季度，电影收入 18228 万，占总收入的 38%，电视剧业务收入 12662 万，占总收入的 26%，艺人经纪业务收入 11397 万，占总收入的 24%。其他收入占比仍较小。

图 23 2006-2011 前三季度华谊兄弟主营业务收入结构（万元）



资料来源：公司 2009-2010 年度，2011 第三季度报告，海通证券研究所

3.1 电影业务加减法，优秀内容方永远稀缺

自 1998 年尝试投资拍摄第一部电影《鬼子来了》，华谊开始正式涉足影视圈，十几年间，公司出品了 40 多部电影，给观众带来了诸如《大腕》、《手机》、《天下无贼》、《集结号》、《非诚勿扰》系列、《风声》、《唐山大地震》、《狄仁杰之通天帝国》等一系列脍炙人口的作品。纵观公司十几年的发展，就是一个不断做“加法”和做“减法”的过程。

图 24 公司 1998-2012 年主要电影产品

鬼子来了	一声叹息 防守反击	寻枪 手足情	天下无贼 可可西里	鸡犬不宁 夜宴 墨攻 宝贝计划	非诚勿扰 李米的猜想 功夫之王	全城热恋 谍海风云 唐山大地震 狄仁杰 线人 西风烈 非诚勿扰2	LOVE 画皮2 温故1942 忠烈杨家将 太极拳 十二生肖 会撒娇的女人 人最好命							
1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
没完没了 荆轲刺秦王		大腕 刮痧		手机 天地英雄 卡拉是条狗		情癫大圣		集结号 心中有鬼 天堂口		追影 游龙戏凤 拉贝日记 风声		全球热恋 新少林寺 星空 开心魔法		

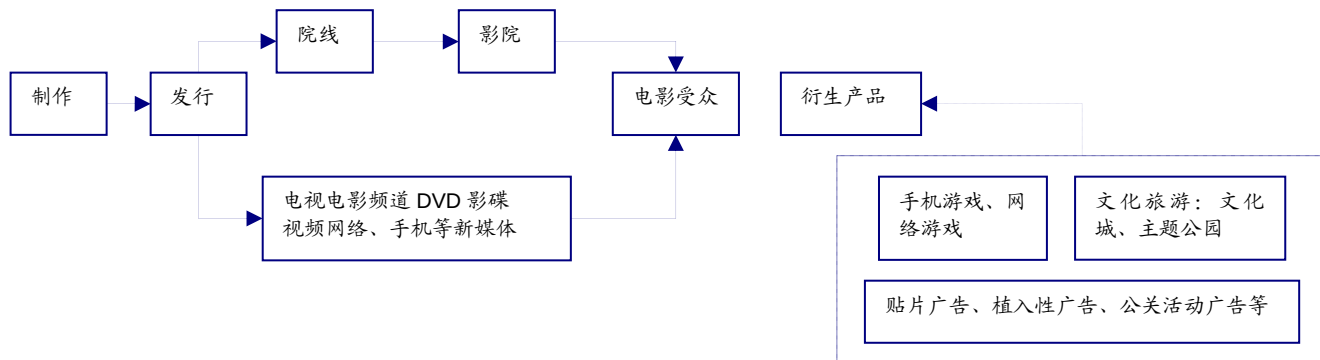
资料来源：海通证券研究所

加法：视频内容工业化+全产业链整合

公司起初进入电影行业时，只是在摸索中，每年推出一到两部作品，但很快，优秀的创作能力在资本的推动、团队的壮大下逐步向制度、模式、文化上固化下来，开始支撑公司产量从原先的 1-2 部提高到现在的 6-7 部。我们认为，数量上的“加法”，产量上的规模化，是促使公司从一个作坊式的电影类工作室向工业化运作的电影公司转变的关键因素。而一旦正常运转，多个电影不仅能相互分担票房风险，也能利用不同项目进度、回款周期的差异，平衡公司的现金流，恰如构建了一个投资组合。

另一个“加法”是做产业链上下游的整合。目前公司所从事的并非单纯的电影制作，2002 年公司收购西影股份发行公司，介入电影发行业务，2010 年开始投资影院，业务链条覆盖制作、发行、放映上中下游全产业链。美国早期电影行业也经历过产销一体化的过程，八大电影公司生产大部分、且控制最主要的影院，其他小的院线或独立影院甚至拿不到大电影制片厂的作品，直到 1948 年，《反托拉斯法》判决派拉蒙电影生产和院线分离，才结束了这一垄断的局面。尽管如此，美国上游内容制作方与下游影院关系依然密切，内容版权的高度可分割性决定了掌握传播渠道的重要性，纵向整合是内容型媒体发展到一定阶段的必然战略取向。

图 25 华谊兄弟电影业务产业链



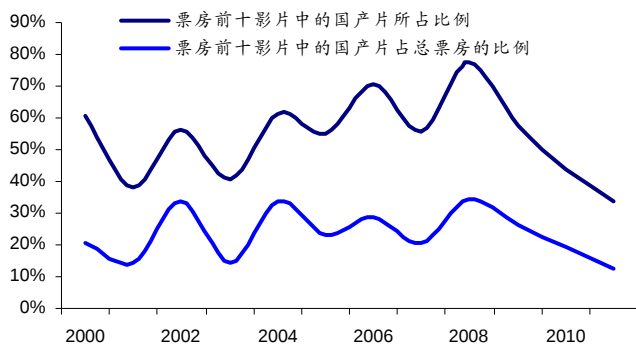
资料来源：海通证券研究所

在产业链上下游整合的基础上，公司陆续开发广告（植入广告、影院 LED 广告）、游戏（网络游戏、手机游戏）、文化旅游（主题公园、文化城）等周边衍生领域，最大化的利用公司电影内容资源的优势，提升电影业务的综合盈利能力。

减法：把控内容质量，创作触动人心的力量

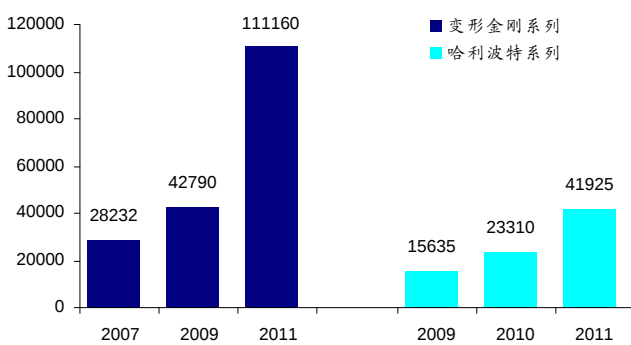
中国内地电影市场高速增长，同样的电影仅仅因为放映时间不同，票房就可能有天壤之别，如制作水平基本在同一量级的《变形金刚》三部曲和《哈利波特》系列的后三部，就呈现出完全不同量级的票房，显示出在影院高速扩张背景下市场的潜力。然而，并非所有参与者都能分享到行业的增长，恰恰相反，行业景气度太高，整个市场缺乏心平气和、精心打磨的佳作。2011 年国产片市场总体表现平淡，前三季度国产片票房分别同比增长 53%、20%和-15%（Q1 主要是去年贺岁档的延续）。也无怪乎新上任的中宣部副部长、国家广电总局局长、党组书记蔡赴朝在指出中国电影当下的三大顽疾时，把“影片整体质量堪忧，缺少精品”列在首位。

图 26 票房前十影片中的国产片占比情况



资料来源：enbase 娱乐决策智库，海通证券研究所

图 27 《变形金刚》《哈利波特》系列在国内票房情况



资料来源：enbase 娱乐决策智库，海通证券研究所

在把控影片质量上，已经拥有强大平台优势的公司目前更多的是做“减法”。王中磊曾在 2010 年中旬的一次采访中提到，每年聚集到他办公室的剧本至少在 150 个以上，也就是说，每年市场上映的电影中，70-80%的剧本都从华谊过滤过。经过精挑细选的“好剧本”，再加上与之匹配的“好导演+好演员”，构筑了公司强大的内容制作能力。

随着国内电影观众越来越成熟，消费理念愈发实际，真正能“用心去讲好一个故事”的影片才会受到青睐。华谊从起初《大腕》、《手机》的嬉笑怒骂中揭示社会问题，到后来《集结号》、《唐山大地震》之类既符合主流意识形态的需要，又对传统创作禁忌有所突破的作品，无不是扎扎实实的去讲好一个故事，反映出老百姓最普通、最真实的情感。

冯小刚是公司电影业务的中流砥柱。冯小刚当之无愧是公司里“最会讲故事的人”，从一开始合作的《没完没了》，到《手机》《天下无贼》《非诚勿扰》系列的“商业贺岁片”模式，再到《集结号》《唐山大地震》《温故 1942》的“主旋律+商业元素”模式，华谊与冯小刚并肩前行，携手成长。市场担心华谊会“过度依赖”冯小刚，然而，冯小刚强大的票房号召力即使在整个中国电影票房市场也举足轻重。2010 年中国电影票房收入 102 亿元，同比增长 65%。而如果扣除冯小刚《唐山大地震》和《非诚勿扰 II》两部作品，同比增速会低于 50%。我们很难说是谁成就了谁，冯小刚和华谊的故事本身就是一部电影，双方在影片中相互切磋合作，也不断进步。

我们统计了业内同样以内容制作能力见长的新画面、不亦乐乎（分别拥有张艺谋、姜文这两位核心导演）这三个公司的作品和票房，不难看出：（1）有了天才导演，所有公司都会物尽其用；（2）其他公司对单独个人的依赖性要远远超过华谊对冯小刚的依赖。

表 3 行业内拥有核心导演的电影公司票房过亿的作品

核心导演	华谊兄弟		新画面		不亦乐乎	
	冯小刚		张艺谋		姜文	
	票房（万）		票房（万）		票房（万）	
作品票房 （万元）	唐山大地震	67332	满城尽带黄金甲	29100	让子弹飞	67430
	非诚勿扰 2	48250	三枪拍案惊奇	26100		
	非诚勿扰	32500	英雄	25000		
	集结号	24978	十里埋伏	15360		
	狄仁杰	30488	山楂树之恋	14832		
	新少林寺	22652				
	风声	22500				
	功夫之王	18800				
	全城热恋	13153				
	游龙戏凤	11300				
	合计	291953		110392		67430

资料来源：enbase 娱乐决策智库，海通证券研究所

公司国际化步伐最早，有可能是最先“走出去”的国内电影制作机构之一。公司与哥伦比亚公司有合作先例，2011 年与美国传奇影业共同创作中国题材英文大片，收购华狮 20% 股份进军美国发行市场。预计《长城》将是公司第一部试水海外的中外合拍大片，随着公司产品线的不断成熟和抗风险的能力增加，我们认为公司可能是最先“走出去”的国内电影制作机构之一。如果有海外票房的支持，相应的也有更大规模投资的资本，能制作出更加精良的影片。

3.2 电视剧业务布局早，低调沉稳悄然收获

电影业务光芒过于耀眼使市场一定程度上低估了公司电视剧制作的能力。公司从 2005 年并购成立天音传媒开始了对电视剧业务的投资，像《鹿鼎记》、《士兵突击》、《我的团长我的团》等脍炙人口的佳作都是出自公司之手。相比电影业务，电视剧业务起步较晚、相对低调，但发展迅速，其收入占 2006 年-2010 年总收入的 34%，而未来还可能进一步提升。

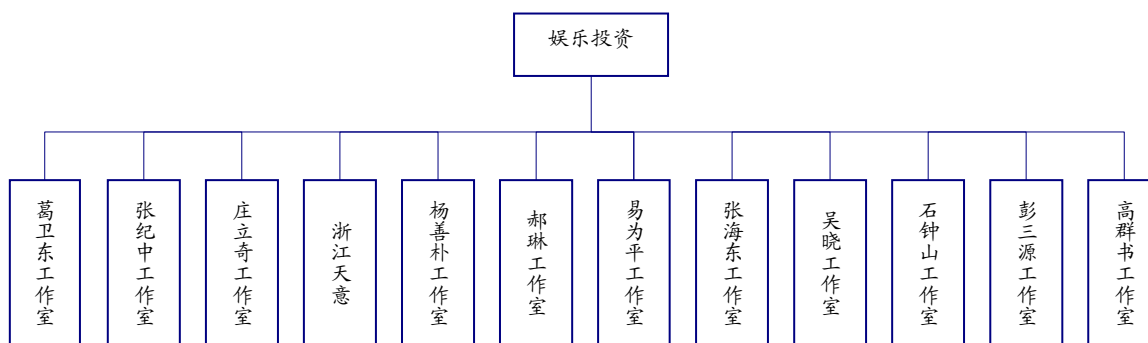
表 4 2003-2011 年前三季度公司拥有著作权的电视剧作品

2003	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011Q1-Q3
末代皇妃	湘西往事	士兵突击 我在天堂等你	功勋 末路天堂 大院子女 远东第一监狱 钻石王老五的艰难爱情	恋爱兵法 我的团长我的团 风雨晋原城 月亮背后 鹿鼎记 身份的证明 望族 爱你所以离开你 人间情缘	南下南下 谍变 1939 倚天屠龙记 烽火影人 故梦 最后的 99 天 兵圣 黑玫瑰	复婚 梦想光荣 1942 我的孩子我的家 英雄荣耀 追捕 拯救女兵司徒慧 风声传奇 大时代 理发师	大丽家的往事 生死归途 远去的飞鹰 圣天门口

资料来源：公司招股说明书，2009-2010 年度报告，2011 年三季度报告，海通证券研究所

公司建立“制片人工作室模式”，目前旗下囊括张纪中、葛卫东、庄立奇、杨善朴、郝琳、易为平、张海东、吴晓、石钟山、彭三源、高群书、吴毅（属于子公司浙江天意）为制片人的 12 个工作室。编剧彭三源和导演高群书是 2011 年新加盟的两位制片人，初步形成具有丰富经验与较强专业水准的制片人团队。工作室的缺点是不能集全公司之力去完成某一部作品，优点是可以充分调动每一个小团队的主观能动性。当公司的实力已经强大到能同时运作多个项目时，就可以将各工作室以模块化和标准化的方式进行再造，把每个工作室都打造成一家小影视公司一样的工业化流程体系。

图 28 电视剧业务 12 个工作室结构图，彭三源与高群书为新签约的制片人



注：浙江天意由制片人吴毅负责

资料来源：公司招股说明书，公开资料整理，海通证券研究所

电视剧业务布局较早，形成规模效应，面对行业机会能牢牢把握。在“工作室”模式下，电视剧业务的产量与发行剧数逐年提升迅速，由于布局较早，发展至今已经初步形成规模效应。2010 年电视剧产量达 16 部，542 集，最后形成收入的为 13 部。2011 年公司计划达到 17 部，547 集的产量规模，预计最后形成收入的为 12 部。而在 2006 年、2007 年、2008 年、2009 年上半年公司实现发行收入的分别为 4 部、8 部、15 部、16 部。“机会总是留给有准备的人”，面对近两年来电视剧价格飙升的突发事件，作为内容制作方的公司，对电视剧业务较早的布局起到了显著的先发优势，电视剧收入增长迅速，2008-2010 年电视剧收入分别为 1 亿、2.8 亿、3.2 亿。

启动“大制作”剧目，2012 年是品牌年。在产量逐年上升的大方向上，公司开始将重心从“量”向“质”上转变，启动“大制作”剧目。首先，基于资金充裕的优势，公司具有进行集中投资的能力，大部分电视剧都是公司 100%投资制作。其次，公司挖掘不同类型的电视剧本，形成内容上的亮点与差异化。例如，推出古装大剧如《花木兰》、

《曹操》、《炎黄大帝》；充分利用电影票房号召力，推出《非诚勿扰》、《唐山大地震》等的电视剧版；利用续集乘胜追击如《追捕 2》、《石光荣和他的儿女们》；贴近老百姓生活的剧本如《孩奴》、《无贼》等等。其中，大制作剧目成为公司电视剧业务的一大特色，将在 2012 年上映的《唐山大地震》、《花木兰》（投资成本 200 万/集）、《曹操》（投资成本 180 万/集）投资规模都超过 100 万/集。

年末有望迎来集中确认，未来发力可期。公司前三季度只确认了 4 部新剧收入，业绩低于市场预期，临近年末，预计包括《夫妻那点事》、《川西剿匪记》、《蝴蝶行动》、《你是我爱人》、《追捕》等一系列作品收入有望集中确认。由于电视剧收入确认受广电总局发行许可证的限制，事实上难以精确预测收入确认的时间，但我们认为，无论是放在当前季度还是下一季度，电视剧产品是实实在在的。观察公司电视剧作品，2011 年业绩贡献仅靠一半左右的工作室团队就有不错的成绩。未来若 12 个团队有更多发力，潜力可期。

表 5 2011-2012 年公司重点新剧作品

	电视剧	工作室	主演	剧本类型与内容
1	唐山大地震	庄立奇和杨善朴工作室	陈小艺、张涵予等	电影《唐山大地震》改编
2	花木兰	庄立奇和杨善朴工作室	拟请姚晨	高群书用好莱坞的方式拍，规模宏大的战争场面
3	非诚勿扰	浙江天意	黄渤、金圣洙	电影《非诚勿扰》改编，对婚恋进行深层探讨
4	曹操	浙江天意	拟请孙红雷等	张黎执导，易中天为历史顾问，以《三国志》为蓝本。
5	石光荣和他的儿女们	郝琳工作室	孙海英、吕丽萍	《激情燃烧的岁月》续集
6	追捕 2	郝琳工作室		另类谍战片；《追捕 1》续集
7	孩奴	葛卫东工作室		聚焦养孩子、升学、学区房等社会热点
8	无贼	彭三源工作室		现代情感题材，着重表现男人与男人之间的兄弟情义。
9	连环套	吴晓工作室	于和伟、王丽坤等	该剧定位为抗日惊险剧，重现 1938 年武汉大撤退的历史原貌。
10	新太极宗师	易为平工作室	拟定吴京、陈意涵等	该剧定位功夫喜剧
11	英雄无语	张海东工作室	拟请黄志忠	谍战版的《金婚风雨情》，根据原著作者项小米的家族史改编，
12	踮起脚尖吻到爱	浙江天意	金桢勋、姚晨	现代言情剧
13	炎黄大帝	张纪中工作室		以炎帝、黄帝、蚩尤三人为主线的战争历史片
14	水在时间之下		拟定周迅	改编自方方 5 年时间创作的长篇小说
15	三侠剑	高群书工作室		改编自单田芳评书的古装武侠剧
16	大遣返	浙江天意	李幼斌、张译	谍战片。继《士兵突击》、《团长》系列的第三部曲
17	秀秀的男人	张海东工作室	蒋勤勤、黄维德	情感剧

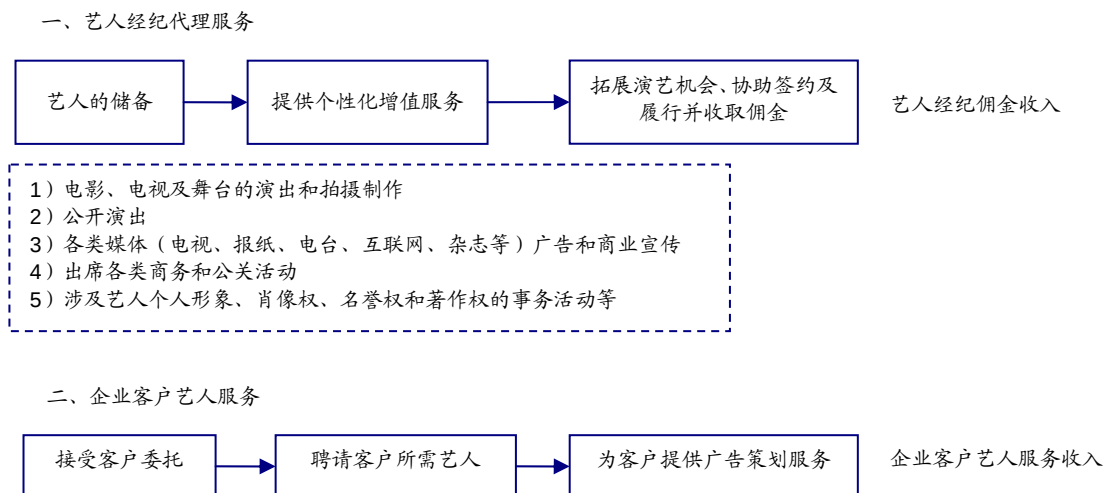
资料来源：公开资料整理，海通证券研究所

3.3 艺人经纪业务，星光依旧闪耀

公司目前旗下时代经纪、蓝海华谊主要从事艺人经纪及相关服务业务。公司在 2000 年并购金牌经纪人王京花的经纪公司成立时代经纪，2005 年经纪人王京花带领一批艺人离开公司后，公司开始实行工作室的管理模式，由明星中心制向经纪人中心制过渡，并在艺人团队规模上进行扩张。2008 年公司收购了中乾龙德，引入了陆毅、黄晓明、邓超、田亮、黄维德等艺人团队，完成了当时经纪行业最大规模的并购案。通过几年来规模的扩张，公司签约艺人数量持续增长，2010 年至今，旗下艺人均超过百人，目前拥有包括李冰冰、王宝强、张涵予、陆毅、邓超、姚晨、冯绍峰等富有竞争优势的签约艺人队伍。

公司的艺人经纪业务主要包括艺人经纪代理服务与企业客户艺人服务两种。前者主要是为艺人提供经纪代理服务，收取代理佣金；后者则是为企业客户提供艺人资源，收取费用。其中，商业活动、拍摄影视剧和广告代言是艺人经纪活动的主要收入来源。

图 29 华谊兄弟艺人经纪业务



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

面对艺人高流动性的行业特性，公司建立工作室制度，以培养新人、扩大海外影响力、实现规模扩张为主。由于影视行业明星艺人是稀缺资源，明星艺人片酬高，行业特性决定了艺人具有较高的流动性。虽然 2007 年范冰冰离开，2010 年周迅、黄晓明相继离开，但对公司的业绩并没有太大的影响，主要是因为公司目前已经建立起一套工作室制度，进行团队化、工业化的管理。公司已经摆脱了依靠一两个大牌明星的作坊式运营，而是（1）积极培养新人。如《士兵突击》的王宝强、《集结号》的张涵予、和新加盟的何洁、张雨绮等；（2）扩大海外影响力。公司旗下有苏有朋、吴佩慈、安以轩等港台明星，还囊括了张佑赫、立威廉、陈楚河等海外偶像艺人，公司在 2011 年 10 月还与韩国 6 大经纪公司联盟 UAM 签署战略合作意向，未来将引入韩国明星进行影视剧的创作；（3）形成规模效应。2010 年到 2011 年，艺人团队一直保持在百人的规模。

公司艺人经纪业务在国内规模第一，主要竞争对手有上海天娱传媒有限公司、橙天娱乐国际集团有限公司和北京海润影视集团有限公司等。我们认为，公司艺人经纪的主要竞争优势是依托影视剧、音乐、游戏等内容资源形成板块互动，发挥协同效应。

表 6 华谊兄弟国内主要竞争对手签约艺人数量等比较

	华谊兄弟	天娱传媒	橙天娱乐	海润影视
公司背景	前身是华谊兄弟广告公司	依托湖南广播影视集团传媒资源,由湖南电视台娱乐频道投资	控股嘉禾娱乐	前身是海润影视制作公司艺员部
主营业务	电影、电视剧制作、发行与衍生业务、艺人经纪	电视节目创作、影视剧创作、艺人经纪	电影、电视制作、音乐及音乐剧制作、艺人经纪	电视剧制作、艺人经纪
艺人数量	超过 100 人	约 59 人	约 63 人	约 34 人
主要艺人	李冰冰、王宝强、张涵予、邓超等	李宇春、苏醒、曾轶可、郭敬明等	马伊琍、文章、佟大为、夏雨、江一燕等	孙俪、甘婷婷、高云翔、孙洪涛、谢君豪等

资料来源：公开资料整理，海通证券研究所

3.4 音乐业务：与影视业务良好互动

2004 年公司并购战国音乐成立华谊音乐，开始从事音乐业务。2005 年伴随音乐行业进入寒冬，华谊音乐被华友世纪战略性收购。然而在 2010 年 5 月，公司在音乐领域又重新浮出水面，以超募资金 3445 万元从华友数码回购华谊音乐 51% 股权，收购后公司拥有华谊音乐 100% 股权，将全面开展音乐业务，包括唱片、EP 的线下发行、单曲的线上发行、无线增值业务、歌手经纪业务、专题演唱会组织策划、影视歌曲制作及数字发行、客户公关活动等。其中将着重发展数字音乐，华谊音乐经过 8 年的发展已经积累了大量的歌曲版权，我们相信音乐内容也能同影视剧等视频内容一样逐渐实现正版化，需要的只是时间。未来随着音乐正版化的来临，音乐业务在数字音乐领域存在巨大的待挖掘潜力。

公司对歌手经纪、演唱会与娱乐营销业务已经进行了积极的布局。歌手经纪方面，目前签约的歌手有尚雯婕、陈楚生、丛浩楠、张佑赫、何曼婷、牛奶咖啡，和 2011 年刚签约的果味 VC 和涂娜。业务模式类似艺人经纪业务，未来有望在歌手规模上进行扩张；演唱会方面，公司与海外演唱会公司、北上港的演唱会场馆建立合作关系，从 2010 年起独家代理大量国际和华语区域的明星在国内开办的演唱会；娱乐营销方面，公司有两类客户：地方政府与企业。目前公司分别是三亚市与某国际品牌的独家合作伙伴，通过歌手和乐队参加代言等娱乐营销活动，扩大相关城市和品牌的知名度。

公司音乐业务与影视剧资源“捆绑销售”，延长影视剧作品生命周期。公司目前年出品 20 多部影视剧，已经形成一定规模的内容资源，而音乐业务充分分享了这一资源上的优势。音乐业务一方面可以进行影视剧发行前后的“捆绑销售”，借助影视剧的“热度”挖掘音乐领域潜在的商业价值；另一方面，好的主题曲也能提高人气度，拉动影视剧的销售收入。目前较为成功的影视剧主题曲有《风声》的《且听风吟》、《集结号》的《兄弟》、《非诚勿扰》的《信以为真》，和《画皮》的《画心》。

表 7 公司音乐产品充分利用影视剧的内容资源，形成有效互动，发挥协同效应

	影视剧（包括两个网游）	主题曲/宣传曲	歌手
华谊兄弟	电影《风声》	且听风吟	陈楚生
	电影《集结号》	兄弟	杨坤
	电影《非诚勿扰》	信以为真	尚雯婕、羽泉
	电影《非诚勿扰 2》	爱过	陈楚生
	电影《狄仁杰之通天帝国》	丹书铁契	陈楚生
	电影《唐山大地震》	23 秒，32 年	尚雯婕
	电视剧《追影》	追影	丛浩楠
	电视剧《倚天屠龙记》	红尘恋歌	丛浩楠
	电视剧《黑玫瑰》	夜玫瑰	尚雯婕
	电视剧《爱上女主播》	被偷走的爱	尚雯婕
	电视剧《爱上女主播》	风起时，想你	陈楚生
	电影《画皮》	画心	张靓颖
	电影《山楂树之恋》	山楂花	陈楚生
	百游网游《凡人修仙传》	修仙缘	陈楚生
其他公司	腾讯游戏《英雄杀》	英雄杀	陈楚生

资料来源：《关于收购北京华谊兄弟音乐有限公司可行性研究报告》，公开资料整理，海通证券研究所

3.5 游戏业务：游戏界新手，影视资源是资本

与掌趣科技的合作，涉水“影视+手机游戏”。2010年6月公司以自有资金14850万元增资收购北京掌趣科技22%的股权，进军手机游戏领域，公司看好手机游戏开发周期短、产品更新快、能够与公司影视剧内容资源形成互动等特点，迎合移动互联网快速发展中，产生的日益旺盛的娱乐内容需求，适时与掌趣科技建立电影与游戏的跨界合作关系。

掌趣科技主要从事手机游戏、跨平台页面网游、社区网游等业务的研究与发行，是国内领先的移动游戏的开发商和发行商。掌趣科技自主开发同名电视剧授权的手机游戏《潜伏》、新版电视剧《三国》的授权游戏《三国格斗》等游戏产品，并代理美国著名游戏公司EA公司的《极品飞车》、《2010FIFA南非世界杯》等手机游戏产品。

与巨人网络合作，正式进入网游行业。2010年12月公司以超募资金收购华谊巨人51%的股权（巨人网络持有34%的股权）全面开展网络游戏业务。华谊巨人主要经营“万王之王”产品，推出新资料片并研发新产品。目前主要游戏产品“万王之王3”已经上线，相比自行开发新产品风险较低。2011年上半年公司游戏业务收入1108万元，毛利率88.67%。2011年下半年，华谊游戏计划研发一款基于全新3D引擎，并且与公司的影视剧相结合的新产品。团队方面，华谊巨人的主要运营团队将“万王之王3”的团队整体转移过来，未来公司将继续扩张团队队伍。

3.6 影院投资业务：“电影人”的影院

公司2008年设立华谊影院投资，业务定位为影院所在城市中的高档次、现代化电影院，在重点市场将投资建设公司的旗舰型影院。从2010年6月重庆百联第一家影院开始，目前已有6家影院开业运营，在建影院为6家。

表8 华谊兄弟截至2011年12月已开业影院情况

	影院名称	开业时间	城市	所属院线	银幕数	投资方
1	华谊兄弟影城（重庆百联上海城店）	2010/06/24	重庆	中影数字院线	8	华谊影院投资
2	新影联华谊兄弟影院（北京望京华彩店）	2010/07/22	北京	北京新影联	20	华谊影院投资、北影
3	华谊兄弟影院（重庆江北金源店）	2010/12/22	重庆	中影数字院线	11	华谊影院投资
4	华谊兄弟影院（武汉黄陂店）	2011/05/01	武汉	中影数字院线	8	华谊影院投资
5	华谊兄弟影院（合肥金源店）	2011/05/12	合肥	中影数字院线	8	华谊影院投资
6	华谊兄弟影院（铜陵天井小镇店）	2011/12/08	铜陵	/	9	华谊影院投资

资料来源：enbase 娱乐决策智库，海通证券研究所

公司影院投资业务虽然起步晚，但主要定位高端影院，并借助“华谊兄弟”强势的品牌效应，有条不紊的进行影院扩张，具有后发优势。业内值得公司借鉴的有同样起步较晚的耀莱成龙国际影城。该类影城同样定位高端影院，并充分挖掘成龙的品牌影响力和团购的带动，其北京店于2010年6月建成，而2011年前三季度单影院票房收入达到5510万，名列全国影院首位，成长速度远超同行。而公司影院业务和北京耀莱成龙国际影城一样，是真正“电影人”经营的影城，在衍生品开发、主题设计上具有天然优势。

我们认为，未来公司在影院投资业务的布局优势在于自然延伸电影产业链放映环节，形成完整产业链，经过培育期后未来将贡献比较稳定的收入。电影院和院线作为电影产业链的终端，是电影票房收入的直接来源，一般占据电影票房收入57%的分成比例（制片发行占43%），未来公司通过加快影院建设、并购，形成规模效应后，可以与电

影制作发行环节产生协同效应，充分提升公司电影制作与发行环节的议价能力和抗风险能力。另外，公司通过过去多年的发行业务对下游院线、影院排片放映的具体运作有丰富的经验，与各大院线和影院建立长期良好的合作关系，未来在影院和院线的并购扩张上也能够发挥潜能，目前影院方面的布局还只是开始。

3.7 文化旅游业务：文化城与主题公园“旱涝保收”

影视剧产品带来的不仅仅是票房效应，《非诚勿扰 1》播出后火了西溪湿地，《非诚勿扰 2》播出后火了三亚鸟巢度假酒店，影视与旅游业务的结合尚有较大挖掘潜力。公司文化旅游业务主要产品有文化城、电影主题公园、外景地、室内外实景演出等，目前主要由全资子公司实景娱乐与娱乐投资负责。其中，文化城要是用于影视拍摄制作，业内典型代表有浙江横店影视城、河北涿州影视基地、浙江桃花岛影视基地等；主题公园主打旅游景点，业内典型代表有迪士尼乐园，寰球影城等。

公司已经签署的三个项目包括位于上海嘉定工业区的“华谊兄弟文化城”项目、位于苏州阳澄湖的“华谊兄弟电影主题公园”项目，以及位于深圳坪山新区的“华谊兄弟文化城”项目。据公开资料整理，上海嘉定文化城第一期占地 250 亩，规划在 2011 年底动工并于 2013 年建成；而苏州主题公园的项目还在规划阶段，还未动工。目前公司主要是收取品牌授权费，预计在 2011 年第四季度开始确认收入。

表 9 公司依托全资子公司实景娱乐与娱乐投资投资的三个文化城/主题公园项目

项目	合资公司名称	合资公司成立时间	主要合作方	投资额	持有股权	合资公司注册资本	项目内容
上海嘉定工业区“华谊兄弟文化城”	上海嘉华影视文化产业发展有限公司	2011-6-27	上海嘉定工业区开发（集团）有限公司	4000 万	40%	1 亿	占地面积 1000 亩，总投资额约数十亿。主要用于建设影视基地，包括摄影棚和其他配套设施等。
苏州阳澄湖“华谊兄弟电影主题公园”	华谊兄弟（苏州）电影主题公园有限公司	2011-7-12	苏州工业园区管委会下属“半岛公司”		35%	2 亿	占地面积约 1000 亩，计划投资 30 亿。建设一个集文化旅游为一体的、融入中国文化的影视主题乐园，
深圳坪山新区“华谊兄弟文化城”			深圳市坪山新区城市建设投资有限公司				主要用于建设影视创意产业基地，包括摄影棚和其他配套设施等。合作模式将借鉴“上海嘉定华谊兄弟文化城项目”

注：“半岛公司”为苏州工业园区阳澄湖半岛开发建设公司

资料来源：2011 年半年度报告，2011 年 5 月 13 日重大事项公告，海通证券研究所

我们认为，积极布局、开发文化城与主题公园，对公司具体来说可以：1）最大化的发挥“华谊兄弟”的品牌效应，带来稳定现金流。公司在三个项目中均同意在合资公司成立后，授权使用“华谊兄弟”品牌，并收取品牌授权费，将给公司带来稳定的现金流，有利于公司文化旅游业务运营的稳定性。2）实现优质“内容”价值最大化，形成衍生收入新的增长点。公司经过 10 多年的积累，储备了大量的影视作品版权，通过充分运营“影视作品库”的自主知识产权，将“内容”资源充分共享。3）建设文化城，进一步完善产业链，进行成本控制。文化城项目中包括了摄影棚、外景摄影场地等设施的建设，为公司电影与电视剧制作提供了部分自有拍摄基地，能够实现资源共享，进而降低拍摄成本。

未来公司在建设文化城和主题公园的基础上，除了收取品牌授权费，还可以进一步开发相关玩具、服饰等纪念品和周边衍生产品，形成可持续的衍生收入来源。通过借鉴海外影视娱乐集团经验，我们认同开发主题公园的模式是能够最大化影视内容资源的模式之一，公司如果能综合运营公司多年积累的知识产权和品牌影响力，深入挖掘影视内容资源的潜在价值，由影视行业逐渐渗透入文化旅游行业，未来公司衍生收入增长空间

想象力丰富。

3.8 与腾讯的合作会渗透到业务方方面面

2011年5月6日腾讯通过大宗交易，以每股16元的价格溢价收购了公司2780万股，总投资4.5亿元。交易后腾讯持有公司4.6%的股权，成为第一大机构投资者。我们认为，腾讯此次溢价交易，一方面表现了对公司价值的认可，另一方面也表明了与公司进行长期战略合作的意向。公司未来或与腾讯进行深度互动，形成“影视+新媒体”的跨界合作模式，具有显著的协同效应。

首先，通过腾讯视频开拓影视剧新媒体渠道，最大化影视剧内容资源的优势。腾讯自身有购买影视剧版权以支撑视频网站的内容资源的需要，公司有拓展影视剧作品新媒体渠道的需要，双方可以形成优势互补。

其次，网游业务与影视剧业务形成互动，以游戏为基础进行影视剧创作，或将电影改编为网游。腾讯2011年以儿童网络社区产品《洛克王国》改编，制作发行了电影《洛克王国！圣龙骑士》，票房3365万元仅为影视投资的开始。未来如果能和公司合作，可以借助公司强大的电影制作发行能力。公司则一方面可以学习腾讯网游的运作，另一方面也可以通过腾讯的平台开展游戏业务的营销。

再次，基于腾讯庞大的用户基础，公司可以借助QQ、腾讯微博、微信等产品进一步挖掘新媒体带来的增长空间。例如将艺人经纪业务和微博联动、自身影院与QQ团购或高朋联动、主题公园与QQ会员联动等等。

最后，衍生产品是双方可以共同挖掘的一块“肥田”。目前，国产电影收入90%都是来自票房和植入式广告，而像电影工业化最发达的好莱坞，电影衍生品收入一般占影片总收入的70%，远高于电影票房收入。衍生品在国内市场发展不起来主要还是受到盗版的影响。但我们认为，就像网络视频“一夜间”实现了正版化一样，随着版权保护的加强，这一原本市场寄望不高的领域，反倒有望带来惊喜。

4. 投资思路

4.1 “商业电影主旋律化”，《温故 1942》有望充分享受政策红利

电影作为娱乐节目创作的最高峰，一直以来也是最能集中表达情感、感染观众的工具。美国电影界几乎被犹太人把持，他们在几十年里，默默支持了数百亿美金，拍摄了无数关于二战的影视作品，把犹太人的坚强、智慧和团结表露无遗。

图 27 犹太人早期在好莱坞有深厚的背景

公司	人物	职位	出生地	代表作品
Paramount	Adolph Zukor	创立派拉蒙影业	匈牙利	Souls at Sea, Peter Pan, IT, Man on the Flying Trapeze
Universal	Carl Laemmle	环球影业创始人之一	德国	The Phantom of the Opera, Uncle Tom's Cabin, Dead Game
Fox Pictures	William Fox	创立福克斯电影	匈牙利	
MGM	Louis B. Mayer	米高梅中的“梅”（Mayer）	乌克兰	A Tale of the Christ, I Take This Woman
Columbia	Harry Cohn	哥伦比亚三位创始人之一	纽约	American Madness, Twentieth Century, Lady for a Day

资料来源：海通证券研究所

中国也不例外，1949 年后，中国电影的政治功能被发挥到极致。改革开放以来，虽然中国电影风格开始多样，但国家对意识形态的重视从未放松，1987 年 3 月，国务院电影局提出了“突出主旋律，坚持多样化”的口号，此后涌现出了《焦裕禄》、《大决战》、《离开雷锋的日子》等一系列主旋律影片。虽然市场化改革下电影开始更多的追求娱乐观赏价值；但主旋律电影作为国家意志象征系统则有增无减。

十七届六中全会探讨了社会主义文化大发展大繁荣的议题，也再次强调文化作品需全面贯彻“二为”方向和“双百”方针。主旋律电影开始引入越来越多的商业元素，我们称之为“主旋律电影商业化”，中影的《建国大业》和《建党伟业》堪称极致，但除了这两部影片之外，其他主旋律电影对观众的吸引力仍有待加强。相比之下，华谊已经悄然走在了商业电影主旋律化的最前端。类似《唐山大地震》等电影既吸引观众，又符合主流意识形态的需要。这既是政府寻求的“思想性艺术性观赏性相统一、人民喜闻乐见的优秀文艺作品”，也是制片方主动寻求合法性保护的诉求。

图 27 “主旋律电影商业化” V.S. “商业电影主旋律化”

	票房(万)	豆瓣评分	豆瓣评分人数	Mtime 评分	Mtime 评分人数	制作机构
集结号 (2007)	24978	7.7	64341	7.3	105849	华谊兄弟等
风声 (2009)	22500	7.9	155275	7.9	24691	华谊兄弟等
建国大业 (2009)	42000	6.0	81369	6.3	17744	中国电影集团公司等
第一书记 (2010)	1378	6.3	792	5.6	141	北京紫禁城影业（由北京电视台等合资组建）
建党伟业 (2011)	41240	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	中国电影集团公司等
飞天 (2011)	5620	2.4	4378	5.8	887	八一电影制片厂
杨善洲 (2011)	8140	5.4	322	3	380	北京紫禁城影业/电影频道节目制作中心
郭明义 (2011)	1810	2.9	309	2.2	140	北方联合影视/辽宁广电/电影频道节目制作中心
歼十出击 (2011)	290	4.3	1205	4.6	685	中国电影博物馆/八一电影制片厂
唐山大地震 (2010)	66505	7.3	129222	7.3	15997	华谊兄弟、中国电影集团公司等

资料来源：豆瓣网，时光网，enbase 娱乐决策智库，海通证券研究所

华谊已经悄然走在了商业电影主旋律化的最前端。从《集结号》到《风声》再到《唐山大地震》，公司用细腻的笔触，扎实的去讲好每一个故事：《集结号》里，英雄不再是视死如归，而是还原了战争的残酷无情，没有歌颂，甚至也没有批判，而是以冷静的叙

事角度讲了一个极为残忍和迷乱的故事；《风声》中，明枪暗箭、短兵相接，把“革命不是请客吃饭，是一个阶级推翻一个阶级的暴烈的行动”演绎的淋漓尽致；而《唐山大地震》更是从一个多年来无人敢于触及的禁区出发，去探讨生离死别、孤儿寡母、欲静不止等人生活题，并带给观众深深的感动。预计将于明年上映的《温故 1942》改编自刘震云的同名小说。反映的是 1942 年河南大旱，千百万民众外出逃荒。影片以两条线索展开，一条是逃荒路上的民众，伴随着他们的挣扎和痛苦、希冀和愤怒；另一条是国民党政府对人民的蔑视加深了这场灾难，并最终导致了自己失败的命运。

图 26 华谊兄弟商业电影主旋律化远远走在竞争对手前面



2007 年上映

新闻联播 1'9"报道

其他主旋律电影

国有

民营



2009 年上映

广电总局电影局局长童刚以
《风声》为例总结 09 年票房

中影：建国大业（2009），建党伟业（2011），毛泽东传



2010 年上映

新闻联播 1'44"报道

新画面：金陵十三钓（2011）

博纳：智取威虎山（2012E）



预计 2012 年上映

....

资料来源：海通证券研究所

我们认为这种电影是有“护城河”的，不是每一个片方都能轻松完成这类产品。因为观众走进影院，更多的是想放松神经，如果不是上佳作品，并不愿意去被刺痛神经。华谊就是在放松和刺痛中拿捏了很好的节奏，公司在前期“商业电影主旋律化”中已经建立了强大的领先优势，获得了总局等部门的诸多肯定，在国家全力推进社会主义文化建设的背景下，这一完全符合社会主义文化大发展大繁荣标准的电影，可能将公司的商业片主旋律化推向新的高度。在当前，政治电影是最大的商业电影，优秀的主旋律电影盈利能力一定更强，因为这是国家的产品。

我们看好《温故 1942》，同时我们更看好公司的内容创作能力，《温故 1942》正是华谊内容创造能力和政治敏感的集中体现。因此，我们并不过高期待一部作品的市场表现。预计 2012 年公司共有 10 部电影上映，除了《温故 1942》外，《十二生肖》、《太极拳》都属于大制作，《画皮 2》、《忠烈杨家将》属于大中型制作，《LOVE》、《会撒娇的女人最好命》等则属于中小制作。不同类型的产品有进攻型亦有防守型，我们预计明年公司票房有望超过 20 亿元。

表 10 华谊兄弟 2012 年可能推出的电影作品

制作规模	影片	影片类型	导演	监制	主演	预计上映时间
大制作	太极拳	动作/功夫	冯德伦	李连杰	李连杰等	2012 年末贺岁档
	十二生肖	动作/冒险	成龙	唐季礼	成龙等	2012 年末贺岁档
	温故 1942	剧情	冯小刚	陈国富	张国立、徐帆、陈道明、李雪健、张涵予等	2012 年暑期档
中制作	画皮 2	魔幻/爱情	乌尔善	陈国富	赵薇、周迅、陈坤等	2012 年暑期档
	忠烈杨家将	战争/古装	于仁泰	黄百鸣	郑少秋、于波、周渝民、郑伊健、林峰等	未定
小制作	LOVE	爱情	钮承泽	黄志明	赵薇、舒淇、阮经天、赵又廷	2012 年情人节档
	会撒娇的女人最好命	爱情	彭浩翔			未定
	重庆大轰炸	战争	萧锋			未定
其他	风声又起	惊悚/犯罪	陈国富		张涵予	未定
	逆战	动作	林超贤		周杰伦、谢霆锋、安志杰、白平等	2012 年初贺岁档

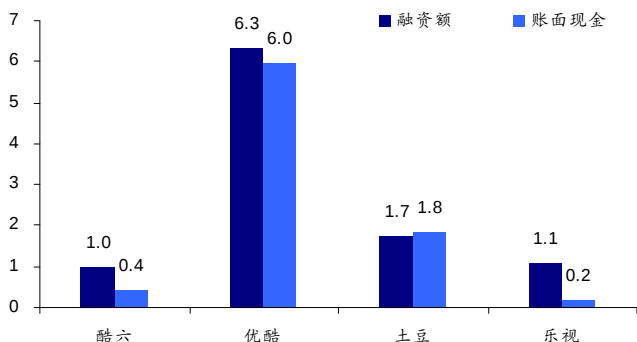
资料来源：enbase 娱乐决策智库，公开资料整理，海通证券研究所

4.2 电视剧业务潜力被低估，未来两年盈利能力不亚于电影

风险可控。电影直接面向观众，观众用电影票做出选择；而电视剧业务只需直接面对电视台，在摄制阶段就可以通过预售回收资金。从收入上看，单部电视剧想象空间不如电影，但整个流程、风险更为可控。一般而言，只要前一部作品收视率令人满意，下一部作品的销售就有了很大把握。因此电视剧业务是存在惯性的，只要前期口碑好，后期产量、质量能跟上，整个收入就有了很大保证。

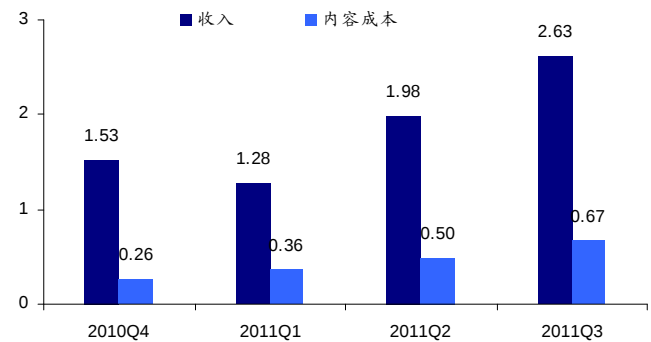
行业黄金时期仍有望延续。在卫视竞争加剧、新媒体正版化浪潮下，电视剧价格近两年呈加速上升态势，我们认为这一状况有望持续。首先，卫视之间的竞争才刚刚开始；其次，视频网站或上市后手持大量现金、或背靠巨头底气深厚，互联网思维的经营者，并不会特别在意短期盈利与否，版权大战仍不断升级。因此，电视剧行业预先布局者将坐享这一成果，公司电视剧业务毛利率有望从 30% 提升至 50%。

图 30 已上市视频网站的融资额与账面现金（亿美元）



资料来源：优酷、土豆、酷六、乐视网公司财报，海通证券研究所

图 31 优酷季度收入与内容成本摊销情况（亿元）



资料来源：优酷 2010 年 Q4-2011 年 Q3 公司财报，海通证券研究所

公司的电视剧业务已经组建了一套包括 12 个工作室，经过全面的内部基础建设，以模块化和标准化方式进行再造的强大团队。从收入规模上看，丝毫不逊于电影业务。2009 年以及今年（预计），电视剧收入均超过电影。今年投拍的电视剧中，至少 4 部产值在亿元级别，2012 年公司将启动投入在亿元级别的大制作剧目，即使按照 40% 的毛利率计算，其单剧产值也将接近 2 亿元。

表 11 预计公司 2012 年电视剧作品完成时间

2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
大时代	大丽家的往事 生死归途 远去的飞鹰 圣天门口		蝴蝶行动 川西剿匪记
2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
你是我爱人 炎黄大帝 踮起脚尖吻到爱 夫妻那点事	新太极宗师 大遣返	石光荣和他的儿女们 非诚勿扰 唐山大地震	连环套 追捕 2 追逃 孩奴

注：完成时间以广电总局公布的电视剧拍摄制作备案公示估算，与实际拿到发行许可、确认收入的时间可能存在一定差异
资料来源：国家广电总局，2011 年前三季度报告，海通证券研究所

4.3 全产业链平台价值威力将逐步体现

目前，公司已形成一个横向覆盖电影、电视剧、艺人经纪和音乐、游戏、时尚、主题公园、文化城，纵向覆盖影视剧投资制作、发行、放映三个环节的产业链布局雏形。由于传媒产业内容的高度可分割性和高杠杆特征，我们认为该产业链布局的威力会逐步体现：

（1）最直接的效应是：改善收入结构，加快现金流的回收，增强稳定性。电影制作方是最先投入的，却最后在影片结束放映后才能收回票房分成，周期长、季节性波动大；而电视剧存在预售，能很好的回笼现金流；影院、文化城等业务在度过培育期后，则有相对稳定的现金流的。不同业务间相互配合，有助于改善公司现金流状况。

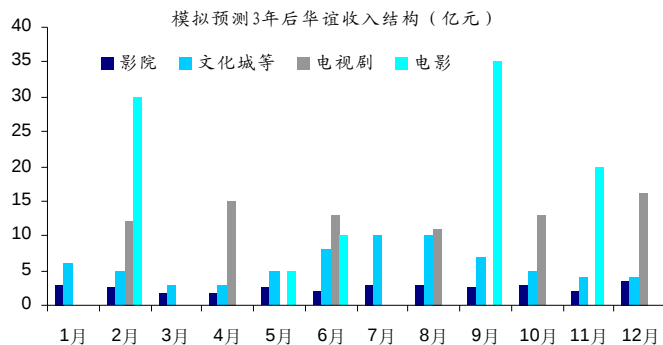
（2）对电影产业链的掌控在逐步增强，实现电影的产销一体化。美国早期电影也经历过产销一体化的过程，八大电影公司生产大部分、且控制最主要的影院，其他小影院或独立影院甚至拿不到好作品，由于有垄断嫌疑，美国在 1948 年《反托拉斯法》判决电影生产和院线分离。我们并不认为公司目前有垄断产业链的能力，但整合产业链后，可以更好的进行整体规划和营销组合。

（3）纵向布局能带来成本集约。影片制作——发行——院线——影院中，前一环节的收入，就是后一环节的成本。将产业链环节内化后，可以减少交易成本，提高利润率。

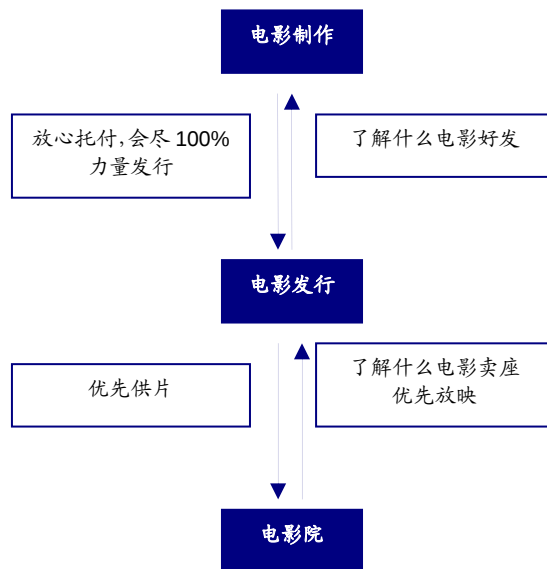
（4）横向布局能最大化利用内容资源。影视内容无论在时间、空间还是形式上都有高度可分割性，将电影资源移植到电视剧、音乐、游戏、文化城等衍生产品，可以实现同一内容资源的多次利用。

图 26 华谊兄弟全产业链平台的威力主要从四个方面体现

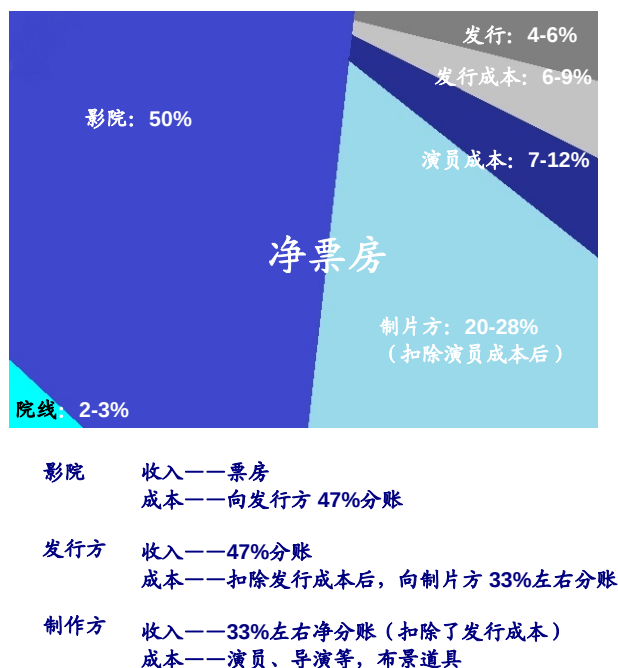
（1）平衡现金流的季节波动



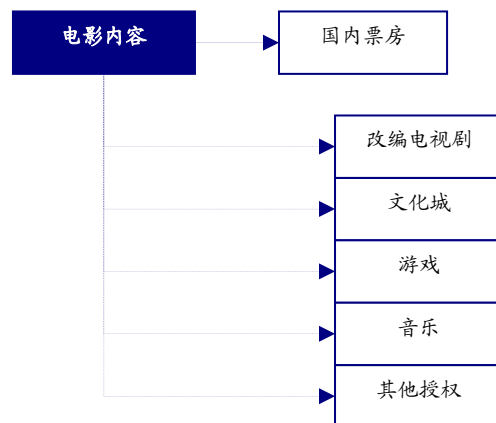
（2）产业链各环节互成犄角，相互促进



（3）内化成本，提高利润率



（4）同一内容通过不同形式被多次利用



资料来源：海通证券研究所

4.4 衍生破局将全面打开发展空间

国内电影对票房的依赖性强，且由于并没有真正走出国门，国内票房几乎构成了收入的主要部分。而海外围绕电影的周边产品、植入广告等贡献的大量收入，同时海外版权保护好，除了影院上映外，还有蓝光，DVD，HBO，Netflix 等渠道可贡献收入。我们认为，衍生品如果能突破，空间将数倍于目前的产业规模，但这将是一个中长期的过程。

植入式广告、贴片广告率先破冰。公司是国内最早发展电影衍生业务的影视公司，目前公司电影衍生收入以植入式广告、贴片广告等收入为主。如《唐山大地震》票房分账及版权收入 1.7 亿元，衍生收入 3333 万元，占比 16%；《全球热恋》票房分账及版权收入 1833 万元，衍生收入 995 万元，占比 35%。

表 12 2006-2011 年前三季度电影衍生收入占比

	2006	2007	2008	2009Q1-Q3	2010Q1-Q3	2011Q1-Q3
上映数量（部）	1	3	3	5	6	6
票房分账及版权销售收入	3903	8052	17906	8408	26121	14519
衍生收入	2257	2555	5070	1073	4870	3708
收入合计	6159	10607	22976	9481	30991	18228
衍生收入占比	37%	24%	22%	11%	16%	20%

资料来源：公司招股说明书，公司 2009-2011 三季度报告，海通证券研究所

主题公园、文化城旱涝保收。公司 2011 年签订了上海文化城、深圳文化城、苏州主题公园三个项目，虽然是初试文化旅游业务，但公司已然展示了高超的谈判技巧。项目采取“参股+授权费”的模式，也就是说，在项目尚不盈利时，公司已经可以通过授权费获得一定收入；如果项目运营情况好，公司本身还可以参与分成。

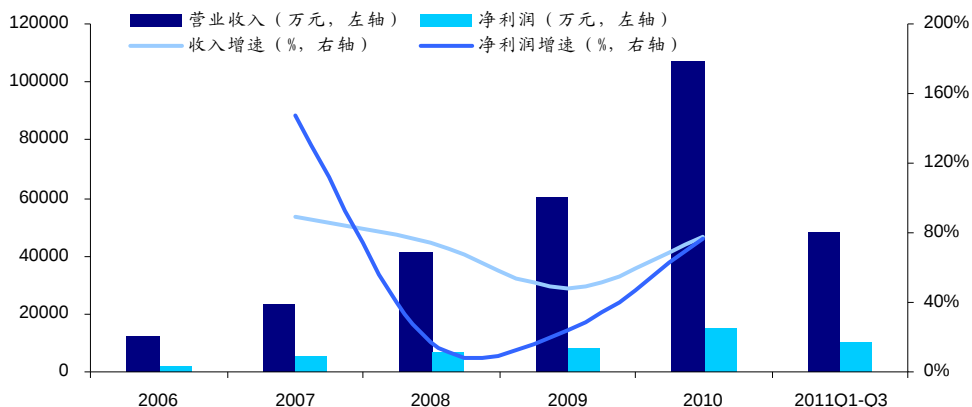
比广告、主题公园价值更大的衍生品在于纪念品、玩具等。美国电影《星球大战》三部曲全部票房收入为 18 亿美元，其衍生品收入超过 45 亿美元。迪斯尼动画电影《狮子王》前期投资仅 4500 万美元，却收获了 7.8 亿美元票房，衍生品收入更高达 20 亿美元。受制于国内知识产权保护不力，文化产品授权一直没有找到破局的办法。然而，恰如网络视频“一夜之间”突然实现正版化一样，未来知识产权保护的环境一定会逐步加强，届时，公司成功的作品只是起点，通过衍生品，内容资源会源源不断地产生价值。

5. 公司财务分析

公司 2006 年-2011 年前三季度收入分别为 1.2 亿、2.3 亿、4 亿、6 亿、10.7 亿和 4.8 亿，4 年复合增长率 71%；净利润分别为 2356 万元、5824 万元、6806 万元、8455 万元、1.5 亿和 1 亿元，复合增长率 59%。

公司收入与净利润持续保持快速增长，主要得益于公司主营业务呈现稳健发展的态势，不断布局完善产业链，在 2009 年公司上市后，公司充分利用融资后资金上的优势，快速扩张电影与电视剧业务生产规模，并积极进行并购整合，开展游戏、电影院、音乐等新业务多面开花，2010 年公司显示出快速的成长能力，营业收入与净利润增速分别达 77%和 76%。

图 32 2006-2011 三季度华谊兄弟营业收入与净利润增长

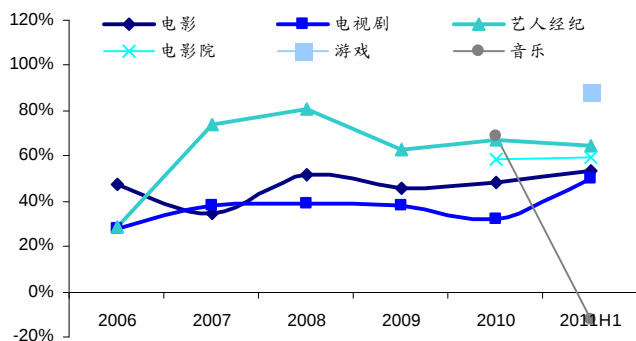


资料来源：公司招股说明书，2009-2010 年报，2011 年三季度报告，海通证券研究所

公司整体毛利率一直保持在 50% 左右，2009 年以来稳步上升。由于公司电影、电视剧主营业务产能扩大后产生的规模效应，且游戏、主题公园（前期以授权费为主）等新业务毛利率较高，我们预计公司未来毛利率会稳步提升。

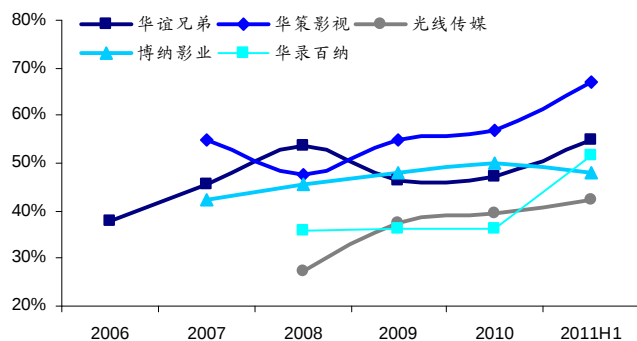
与行业内影视公司相比，博纳影业毛利率比较稳定，保持在 40% 到 50% 之间；光线传媒从事影视业务起步较晚，毛利率暂时低于同行业公司；华策影视、华录百纳主要是借力电视剧版权价格的攀升，毛利率水平较高。

图 33 2006-2011 上半年华谊兄弟各业务毛利率情况



资料来源：公司招股说明书，2009-2011 年三季度报告，海通证券研究所

图 34 2006-2011 上半年华谊兄弟与同行业公司毛利率比较



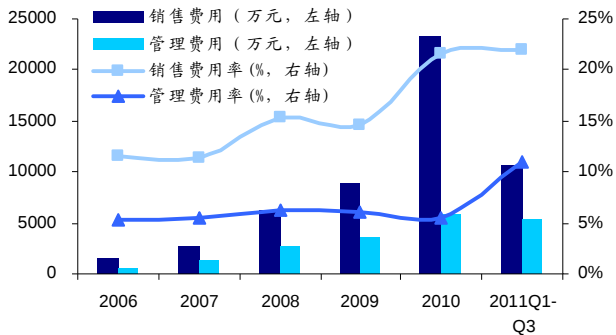
资料来源：公司招股说明书，2009-2011 年三季度报告，海通证券研究所

销售费用高企，主要受高额电影宣传发行费用影响。近年来公司销售费用率也逐年攀升，由 2006 年的 11.5% 上升至 2010 年的 22%，翻了一番。销售费用随着各业务规模的扩大而不断增长，公司电影产量扩大是导致销售费用快速增加的主要原因。我们预计，电影发行的宣发费用的持续增加会提高销售费用率，而电视剧等销售费用较低的业务占比提升则有望部分抵消这一效应，销售费用率在 2012 年后有望保持平稳。

公司管理费用率稳定在 6% 左右，管理费用则随着公司并购整合后业务规模扩大而相应增加，主要是公司近年来陆续投资成立娱乐投资、华谊影院投资等子公司，人员规模和办公场地面积迅速增加，导致以工资费用和房屋租赁费用为主的管理费用的增加。

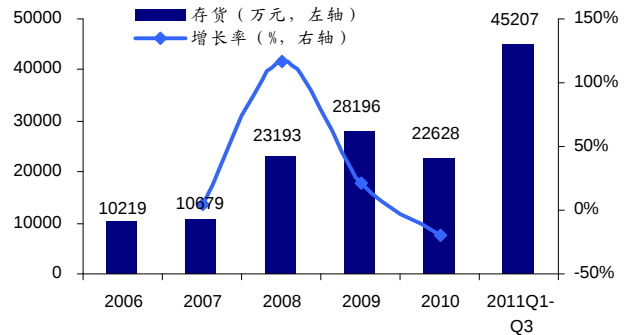
公司的存货为电影与电视剧作品，2008-2010 年存货维持在 2.5 亿左右，但 2011 年前三季度存货达 4.5 亿元，较去年底增长 100%。可以看出，公司影视剧作品储备充足，我们预测电视剧的销售在第四季度以及 2012 年初有望确认为收入。

图 35 2006-2011 前三季度华谊兄弟销售和管理费用情况



资料来源：公司招股说明书，2009-2011 年三季度报告，海通证券研究所

图 36 2006-2011 前三季度华谊兄弟存货增长情况（万元）



资料来源：公司招股说明书，2009-2011 年三季度报告，海通证券研究所

6. 盈利预测与估值分析

6.1 盈利预测与关键假设

以下是我们对公司当前分业务收入和毛利率的假设：

表 13 分业务收入、增长和毛利率预测

收入（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
电影	62371	19880	73520	94076
电视剧	32313	41502	74440	99000
艺人经纪	12454	15397	18785	22542
电影院	783	4559	11500	19000
游戏		2023	2630	3419
音乐	1565	3113	3302	3538
文化城、主题公园		4000	4000	4000
总收入（扣除内部抵消）	106971	89973	183376	239574
毛利率（%）	2010	2011E	2012E	2013E
电影	48	50	53	54
电视剧	32	52	49	50
艺人经纪	67	65	65	65
电影院	58	58	62	60
游戏		88	87	85
音乐	69	30	50	50
文化城、主题公园		99	99	99
总收入	47	57	56	56
增长率（%）	2010	2011E	2012E	2013E
电影	209	-68	270	28
电视剧	15	28	79	33
艺人经纪	0	24	22	20
电影院		483	152	65
游戏			30	30
音乐		99	6	7
总收入	78	-16	104	31

资料来源：公司 2009-2010 年报，2011 年三季报，海通证券研究所

我们预测公司2011~2013年的收入分别为9.0亿、18.4亿和24.0亿，同比增长-16%、104%和31%。基于以下成本费率的假设，我们预测公司2011~2013年的EPS为0.33元、0.59元和0.83元。

表 14 关键比率假设（%）

	2011E	2012E	2013E
营业税率	3.13	3.13	3.13
销售费用率	18.90	21.80	20.00
管理费用率	8.80	6.00	6.30
实际所得税率	23.00	25.00	25.00

资料来源：公司 2009-2010 年报，海通证券研究所

6.2 绝对估值

采用三阶段DCF模型对公司进行估值，将公司未来成长过程划分为近期（2011-2013年）、中期（2014-2020年）以及永续增长期（2020年以后）三阶段。

模型的主要假设条件为：无风险利率为2%，市场风险溢价为9%，目标资产负债率为30%，公司的beta值为1.1，债务成本为6%，WACC为9.68%。同时，我们假定公司的永续增长率为2%，股利分红水平为30%。

根据上述假设条件，运用DCF模型，得到公司的内在合理价值为21.58元。

如果公司的永续增长率在1.5%至2.5%之间变化，股权成本在9.2%至10.2%之间变化，则公司对应的核心价值区间为19.40-24.41元，如下表所示。

表 15 三阶段 DCF 模型敏感性分析（元）

投资价值	股权成本							
		8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	10.2%	10.7%	11.2%
永续增长率	0.5%	23.60	21.97	20.55	19.29	18.16	17.16	16.25
	1.0%	24.69	22.90	21.34	19.96	18.75	17.67	16.70
	1.5%	25.94	23.95	22.23	20.72	19.40	18.23	17.19
	2.0%	27.40	25.16	23.24	21.58	20.13	18.86	17.73
	2.5%	29.11	26.56	24.41	22.56	20.96	19.56	18.34
	3.0%	31.16	28.21	25.76	23.68	21.90	20.36	19.02
	3.5%	33.64	30.18	27.35	24.99	22.99	21.27	19.79

资料来源：公司 2009-2010 年报，2011 年三季报，海通证券研究所

6.3 相对估值

我们预测公司2011~2013年的EPS为0.33元、0.59元和0.83元，目前A股可比影视剧制作发行上市公司2011、2012年平均市盈率约为42、30倍。我们认为，公司在影视剧行业中内容制作能力最强、产业链最全、横向涉及领域最多，2012年增长明确，应该享有一定的估值溢价。按照2012年33-37倍PE，合理价格区间为19.32-21.66元。

表 16 A 股可比传媒公司相对估值

股票代码	股票简称	EPS（元）			PE（倍）		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
300133.SZ	华策影视	0.85	0.79	1.09	39	42	31
300251.SZ	光线传媒	1.24	1.54	2.15	52	41	30
平均					46	42	30

注：EPS 为市场一致预期。

资料来源：Wind，海通证券研究所

6.4 估值结论

公司 2012 年电影、电视剧大作集中，业绩爆发力强，且我们更看好公司在影视行业的领先地位，以及现有的业务布局在中长期的威力将逐步体现。首次给予“买入”评级，目标价 21 元，对应 2012 年及 2013 年 PE 分别为 36 倍和 25 倍。

7. 主要不确定因素

（1）政策风险；（2）单个作品不达预期；（3）限售股解禁后减持。

财务报表分析和预测

收益率	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率（%）	47.2	56.5	55.9	56.3
销售费用率（%）	21.7	18.9	21.8	20.0
管理费用率（%）	5.4	8.8	6.0	6.3
净利率（%）	13.9	22.3	19.3	21.0
EBIT/销售收入（%）	16.9	27.9	26.0	28.1
EBITDA/销售收入（%）	18.0	29.7	27.1	29.2
资产获利率	2010	2011E	2012E	2013E
ROE（%）	9.6	11.9	18.3	22.0
ROA（%）	7.4	8.4	12.2	16.1
增长率	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入增长率（%）	77.4	-15.9	103.8	30.6
EBIT 增长率（%）	46.9	39.1	90.4	41.2
EBITDA 增长率（%）	47.5	38.8	86.2	40.4
净利润增长率（%）	78.6	34.4	77.4	42.3
股东权益增长率（%）	76.5	34.5	76.5	42.3
资本结构	2010	2011E	2012E	2013E
资产负债率（%）	22.3	28.4	32.9	25.9
流动比率（倍）	3.7	2.6	2.3	2.8
速动比率（倍）	2.9	1.7	1.3	1.8
资产管理效率	2010	2011E	2012E	2013E
总资产周转率（次）	0.57	0.41	0.69	0.80
固定资产周转率（次）	21.57	10.51	15.60	16.49
应收账款周转率（次）	3.26	2.46	5.45	5.43
存货周转率（次）	2.23	1.35	1.93	2.32
价值评估（倍）	2010	2011E	2012E	2013E
PE	64.6	48.0	27.2	19.1
PEG	1.3	1.0	0.5	0.4
EV/EBITDA	74.4	36.8	25.7	20.1
PB	6.2	5.7	5.0	4.2

利润表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	107171	90142	183719	240022
营业成本	56554	39209	80943	104902
销售费用	23203	17037	40051	48004
管理费用	5827	7932	11023	15121
财务费用	-1226	-1382	209	-441
投资收益	103	990	1300	1500
营业利润	18254	23890	45694	65883
EBIT	18068	25126	47850	67552
折旧摊销	1216	1648	2009	2430
EBITDA	19283	26774	49860	69983
利润总额	19034	26190	47694	67883
所得税	4033	6024	11923	16971
少数股东损益	80	101	358	509
归属母公司的净利润	14921	20065	35413	50403
每股收益（元）	0.25	0.33	0.59	0.83
资产负债表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	84659	85515	81988	96837
应收款项	47728	28367	43253	51770
存货	22628	35289	48566	41961
流动资产	166161	179288	215922	224454
固定资产	6867	10279	13270	15840
总资产	202182	238134	291363	312265
短期借款	0	30000	30000	0
应付账款	25373	15684	31568	36716
长期借款	0	0	0	0
总负债	45158	67663	95746	80856
股东权益	155209	168555	193343	228626
每股净资产（元）	3.34	3.94	4.82	5.16
现金流量表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	9125	177	24510	72729
投资性现金净流量	-23295	-23983	-17204	-13200
筹资性现金净流量	-8261	24662	-10833	-44680
现金净流量	-22431	856	-3527	14849

注：每股收益按总股本 60480 万股计算。

资料来源：公司 2009-2010 年报，2011 年前三季度报告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队
李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队
陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

基金研究团队
娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人
高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431
周霞 (021) 23219807

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com
zx9807@htsec.com

联系人
王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733
李珂 (021) 23219396

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com
lk6604@htsec.com

联系人
陈瑶 (021) 23219645
伍彦妮 (021) 23219774
桑柳玉 (021) 23219686
曾逸名 (021) 23219773

chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
sly6635@htsec.com
zym6586@htsec.com

金融工程研究团队
吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队
姜金春 (021) 23219445
徐莹莹 (021) 23219885

jiangjx@htsec.com
xyy7285@htsec.com

政策研究团队
陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

联系人
冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370
周雨丹 (021) 23219760

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com
zyh6106@htsec.com

联系人
武亮 (021) 23219883
黄轩 (021) 23219886

wl7222@htsec.com
hx7252@htsec.com

联系人
倪玉娟 (021) 23219820

nyj6638@htsec.com

计算机行业
陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业
朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业
路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业
江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813
张光鑫 (021) 23219818

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com
zgx7065@htsec.com

石油化工行业
邓勇 (021) 23219404
联系人
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业
龙华 (021) 23219411
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业
丁频 (021) 23219405
联系人
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业
卢媛媛 (021) 23219610
联系人
杨艺娟 (021) 23219811

lyy5991@htsec.com
yyj7006@htsec.com

非银行金融行业
董乐 (021) 23219374
联系人
黄媚 (021) 23219638

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com

电子元器件行业
邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697
郑震湘 (021) 23219816

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com
zzx6787@htsec.com

互联网及传媒行业
联系人
白洋 (021) 23219646
薛婷婷 (021) 23219775

baiyang@htsec.com
xtt6218@htsec.com

交通运输行业
钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞楠 (021) 23219382
李晨 (021) 23219817

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业
赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402
联系人
陈鹏辉 (021) 23219814

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com
cph6819@htsec.com

食品饮料行业
赵勇 (0755) 82775282
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇 (021) 23219391
联系人
任玲燕 (021) 23219406

liuyq@htsec.com
rly6568@htsec.com

医药行业
联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709
郑琴 (021) 23219808

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com
zq6670@htsec.com

有色金属行业
联系人
刘博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业
曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737
张瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪（021）23219244 chenzy@htsec.com 联系人 孔维娜（021）23219223 kongwn@htsec.com		建筑建材行业 联系人 赵健（021）23219472 zhaoj@htsec.com		电力设备及新能源行业 张浩（021）23219383 zhangh@htsec.com 牛品（021）23219390 np6307@htsec.com 联系人 房青（021）23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔（021）23219171 x bq6583@htsec.com	
公用事业 陆凤鸣（021）23219415 lufm@htsec.com 联系人 汤砚卿（021）23219768 tyq6066@htsec.com		银行业 联系人 刘瑞（021）23219635 lr6185@htsec.com 汤婧（021）23219809 tj6639@htsec.com		社会服务业 林周勇（021）23219389 lzy6050@htsec.com 联系人 胡宇飞（021）23219810 hyf6699@htsec.com	
房地产业 涂力磊（021）23219747 tll5535@htsec.com 谢盐（021）23219436 xiey@htsec.com 联系人 贾亚童（021）23219421 jia yt@htsec.com		造纸轻工行业 徐琳（021）23219767 xl6048@htsec.com 联系人 马浩博（021）23219822 mhb6614@htsec.com		通信行业 袁兵兵（021）23219770 ybb6053@htsec.com 联系人 侯云哲（021）23219815 hyz6671@htsec.com	

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
 （021）63609993
 chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
 （021）23219381
 hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清（0755）82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶（0755）83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟（0755）83253022 gulj@htsec.com 高艳娟（0755）83254133 gyj6435@htsec.com 伏财勇（0755）23607963 fcy7498@htsec.com 邓欣（0755）23607962 dx7453@htsec.com		上海地区销售团队 高溱（021）23219386 gaoqin@htsec.com 季唯佳（021）23219384 ji wj@htsec.com 胡雪梅（021）23219385 huxm@htsec.com 黄毓（021）23219410 huangyu@htsec.com 朱健（021）23219592 zhuj@htsec.com 肖文宇（021）23219442 xiaowuy@htsec.com 王丛丛（021）23219454 wcc6132@htsec.com 朱昂（021）23219397 za6533@htsec.com		北京地区销售团队 孙俊（010）58067988 sunj@htsec.com 张广宇（010）58067931 zgy5863@htsec.com 王秦豫（010）58067930 wqy6308@htsec.com 隋巍（010）58067944 sw7437@htsec.com	
--	--	---	--	---	--

海通证券股份有限公司研究所
 地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼
 电话：（021）23219000
 传真：（021）23219392
 网址：www.htsec.com