

东方传奇项目终止，战略布局仍将稳步推进

公司快评

◆事件：

公司发布公告，东方传奇项目由于资本市场募集资金情况严峻，融资不能完成，因此《认股协议》于 2011 年 12 月 31 日终止。

◆国际化进程遭遇坎坷，长期战略仍将稳步推进

与好莱坞合拍英文片一直是公司国际化战略的重要步骤，公司作为国内领先的影视剧公司，积极向海外拓展扩大其品牌影响力，学习先进经验，尽管此次海外扩张遭遇挫折，但我们认为并不会影响其长期的发展战略，对短期业绩影响也不大，公司仍将积极拓展与好莱坞电影企业的合作模式，探索国际化道路，短期若股价出现调整提供更好的介入机会。

◆短期看影视剧“大年”，长期看“内容+衍生+渠道”路径实现

短期来看，公司明年电影和电视剧业务均是“大年”，将带来业绩的强劲增长；长期来看，许可使用费的落实体现其强大的品牌力量，后续仍有望逐步落实新的项目；与腾讯加大合作力度加大影视剧的新媒体营销力度，未来将产生更多的盈利增长点，同时有利于提高业务的协作效应。

我们在 2011 年 4 月 28 日发布的《华谊兄弟：35 倍估值高吗》报告中提出，公司有望成为中国大陆首家综合传媒娱乐集团，影响力辐射整个华语地区，长期价值显著。2011 年以来，华谊兄弟文化城落户上海嘉定，在苏州打造电影主题公园，一次又一次的战略布局举动充分说明公司高超的战略运作能力，以及业务布局上兼顾长短期利益的考虑，显示出公司正积极地向着综合性娱乐传媒集团方向迈进。

◆盈利预测与投资建议

维持 2011-2013 年 EPS 分别为 0.35、0.57、0.77 元，对应当前股价估值分别为 45、28、21 倍，估值处于传媒板块的中端，考虑到影视行业的良好发展态势以及公司在行业的龙头地位，业绩的高成长性，公司理应享受更高的估值，我们长期看好其围绕内容主业进行的战略布局，维持 6-12 个月目标价 23.9-25.6 元，对应 2012 年 42-45 倍 PE。

◆风险提示：

电视剧销售不达预期风险；电影票房不达预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	604	1,072	982	1,574	1,988
营业收入增长率	47.59%	77.40%	-8.34%	60.23%	26.31%
净利润（百万元）	85	149	212	344	465
净利润增长率	24.22%	76.46%	42.08%	62.11%	35.22%
EPS（元）	0.14	0.25	0.35	0.57	0.77
ROE（归属母公司） （摊薄）	5.71%	9.61%	12.49%	17.69%	20.66%
P/E	113	64	45	28	21

买入（维持）

当前价/目标价：15.81/25.60 元

目标期限：12 个月

分析师

张良卫（执业证书编号：S0930511080002）

021-22169049

zhangliangwei@ebsecn.com

联系人

孙金霞

021-22169042

sunix@ebsecn.com

市场数据

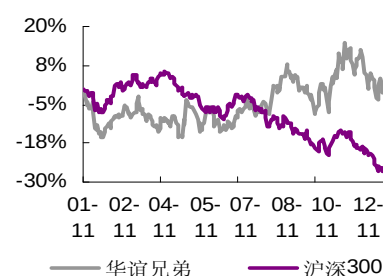
总股本(亿股)：6.05

总市值(亿元)：95.62

一年最低/最高(元)：13.62/29.91

近 3 月换手率：90.39%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.63	12.95	22.79
绝对	-7.65	3.82	-2.22

相关研报

与腾讯深度合作拉开序幕，“内容+渠道+衍生”路径更加清晰

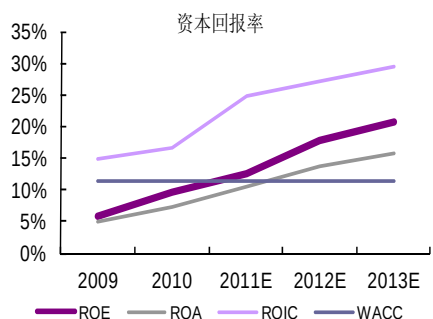
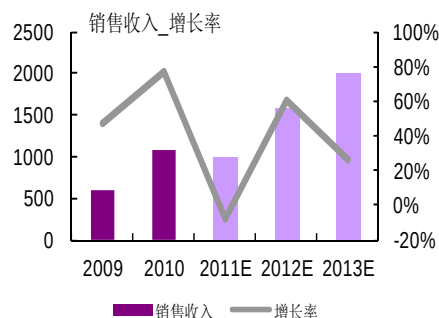
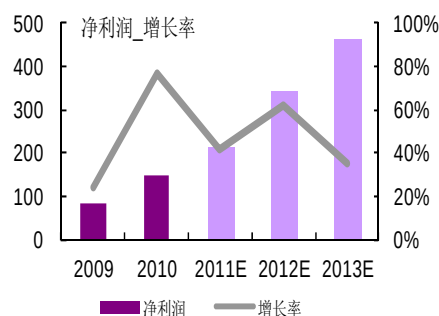
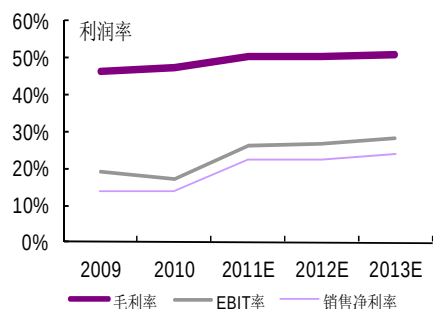
.....2011-12-25

业绩低于预期，全年业绩增长仍可期

.....2011-10-20

增强衍生业务实力，长期发展空间广阔

.....2011-08-12



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	604	1,072	982	1,574	1,988
营业成本	325	566	486	776	978
折旧和摊销	8	12	10	12	15
营业税费	26	34	31	50	64
销售费用	88	232	147	227	268
管理费用	37	58	55	94	103
财务费用	10	-12	-8	-7	-7
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-3	1	13	17	20
营业利润	102	183	273	438	586
利润总额	115	190	279	448	606
少数股东损益	-1	1	6	6	8
归属母公司净利润	84.55	149.21	212.00	343.67	464.70

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,711	2,022	2,076	2,541	3,001
流动资产	1,660	1,662	1,700	2,106	2,521
货币资金	1,071	847	965	990	1,122
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	195	458	389	603	799
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	9	20	18	27	36
存货	282	226	235	342	384
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	5	184	172	166	156
固定资产	31	69	92	132	172
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	227	452	355	568	713
无息负债	222	452	355	568	713
有息负债	5	0	0	0	0
股东权益	1,484	1,570	1,721	1,973	2,288
股本	168	336	605	605	605
公积金	1,187	1,011	1,032	1,066	1,113
未分配利润	126	205	60	271	532
少数股东权益	3	18	24	30	38

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	52	91	217	175	333
净利润	85	149	212	344	465
折旧摊销	8	12	10	12	15
净营运资金增加	113	113	-6	317	241
其他	-153	-183	1	-497	-389
投资活动产生现金流	-26	-233	-39	-59	-51
净资本支出	8	44	52	76	71
长期投资变化	5	184	0	0	0
其他资产变化	-39	-460	-92	-135	-122
融资活动现金流	964	-83	-59	-91	-150
股本变化	42	168	269	0	0
债务净变化	-160	-5	0	0	0
无息负债变化	80	230	-97	213	145
净现金流	990	-224	119	25	131

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	47.59%	77.40%	-8.34%	60.23%	26.31%
净利润增长率	24.22%	76.46%	42.08%	62.11%	35.22%
EBITDA 增长率	25.63%	57.89%	38.42%	62.91%	31.72%
EBIT 增长率	19.31%	57.92%	42.36%	64.28%	31.88%
估值指标					
PE	113	64	45	28	21
PB	6	6	6	5	4
EV/EBITDA	14	24	33	20	16
EV/EBIT	15	26	34	21	16
EV/NOPLAT	21	35	43	27	20
EV/Sales	3	4	9	6	4
EV/IC	3	6	11	7	6
盈利能力 (%)					
毛利率	46.25%	47.23%	50.49%	50.67%	50.79%
EBITDA 率	20.27%	18.05%	27.25%	27.71%	28.90%
EBIT 率	19.00%	16.91%	26.27%	26.93%	28.12%
税前净利润率	19.10%	17.76%	28.45%	28.48%	30.46%
税后净利润率 (归属母公	14.00%	13.92%	21.58%	21.84%	23.38%
ROA	4.91%	7.42%	10.50%	13.76%	15.74%
ROE (归属母公司) (摊	5.71%	9.61%	12.49%	17.69%	20.66%
经营性 ROIC	14.79%	16.51%	24.82%	27.06%	29.45%
偿债能力					
流动比率	7.32	3.68	4.79	3.71	3.54
速动比率	6.08	3.18	4.13	3.11	3.00
归属母公司权益/有息债务	296.16	-	-	-	-
有形资产/有息债务	340.23	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.14	0.25	0.35	0.57	0.77
每股红利	0.08	0.11	0.16	0.26	0.39
每股经营现金流	0.09	0.15	0.36	0.29	0.55
每股自由现金流(FCFF)	-0.03	0.00	0.28	-0.08	0.25
每股净资产	2.45	2.57	2.81	3.21	3.72
每股销售收入	1.00	1.77	1.62	2.60	3.29

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

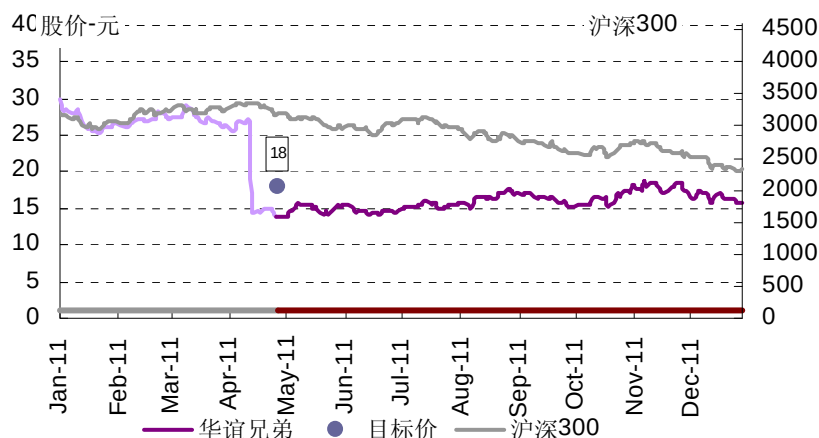
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

张良卫，南京大学信息管理与信息系统专业学士、上海交通大学管理学硕士，曾先后就职于湘财证券、国金证券，从事传媒行业研究，对行业和公司研究形成自身的特色和深刻理解，研究力求客观、预测前瞻性强，目前重点研究传媒与互联网行业。 个人特点：基本面研究深入，重点公司跟踪紧密； 优势研究领域：传媒行业； 重点公司：蓝色光标、华谊兄弟、省广股份、华策影视、电广传媒、数码视讯、光线传媒、广电信息等。

投资建议历史表现图

华谊兄弟 (300027)



日期	股价	目标价	评级
2011-05-10	14.56	18.00	买入
2011-05-18	15.26	18.00	买入
2011-05-26	14.26	18.00	买入
2011-08-10	15.16	20.00	买入
2011-08-12	15.83	20.00	买入
2011-10-20	15.83	20.00	买入
2011-12-25	16.34	0.00	买入
2012-01-03	15.81	0.00	买入

资料来源：光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	顾超	021-22169485	18616658309	guchao@ebscn.com