

传媒

2014年08月22日

华谊兄弟 (300027)

——业绩符合市场及我们预期，期待产业链布局持续推进

——华谊兄弟中报点评报告

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

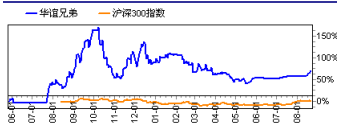
维持

市场数据:	2014年08月21日
收盘价(元)	24.5
一年内最高/最低(元)	81.8/20.45
上证指数/深证成指	2231/8011
市净率	0.41
息率(分红/股价)	19897
流通A股市值(百万元)	24.5

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	3.54
资产负债率%	40.54
总股本/流通A股(百万)	1238/812
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《华谊兄弟(300027)非公开增发点评报告:募投项目有助加速公司实现影视娱乐传媒集团的总体发展目标》
2014/06/25

《华谊兄弟(300027)点评报告:业绩符合市场及我们预期,期待产业链布局持续推进》
2014/04/24

证券分析师

张衡 A0230513070009
zhangheng@swsresearch.com

联系人

施妍
(8621)23297818x7340
shiyanyan@swsresearch.com

地址:上海市南京东路99号
电话:(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2012	1,386	55	244	21	0.20	50.6	11.5	115	30
2013	2,014	45	665	172	0.55	54.8	16.9	37	59
2014Q1	205	-61	369	130	0.31	64.7	8.9		
2014E	2927	33	841	26	0.66	57.1	18	36	21
2015E	3691	26	984	17	0.77	56.8	21	31	18

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

- **业绩符合市场及我们预期。**14年上半年公司实现营业收入4.84亿元、营业成本1.66亿元，同比分别下降35.4%、41.8%；实现归属于上市公司股东的净利润4.17亿元，同比增长3.6%，主要在于当期获得较大的投资收益(4.95亿元)，对应全面摊薄EPS 0.34元，符合市场及我们预期（公司预告14年中报业绩同比增长1-7%）；其中第二季度单季度实现营业收入2.79亿元、归属于上市公司股东的净利润0.48亿元，同比分别增长28.0%、-80.2%。
- **毛利率基本稳定，费用率上升显著。**上半年公司综合毛利率同比提高3.8个百分点至65.7%；销售费用率和管理费用率同比分别提升11.9、8.3个百分点至35.7%、14.2%，主要在于上半年收入规模相对13年同期有所下降。
- **电影业务收入下降显著，主要在于去年同期的高基数，下半年电影业务有望持续改善。**上半年公司电影及衍生品业务实现营业收入1.48亿元，同比下降68.7%，主要在于上年同期上映的影片《西游降魔篇》、《十二生肖》取得较好的票房成绩所带来的高基数，本期贡献收入的影片主要为《私人定制》、《前任攻略》等。毛利率同比则下滑8.06个百分点至58.7%，继续保持在相对较高的水平。同时根据公司公告，下半年有望有包括《军中乐园》等在内的5部电影完成制作或上映，电影业务收入有望得到持续改善。
- **电视剧业务收入下降30.3%，毛利率提升显著。**上半年公司电视剧业务实现营业收入6030万元，同比下降30.3%，主要在于上半年没有新剧实现销售收入。根据公司规划，下半年公司有望有15部约608集电视剧实现营收，电视剧业务收入有望获得明显改善；同时公司预计14年下半年将有8部左右电视剧开机制作，有望带动15年电视剧业务较为高速增长。

- **电影院业务增长稳定。**上半年公司电影院业务实现营业收入 1.31 亿元，同比增长 30.4%，主要在于公司影院逐步进入成熟期（截至报告期末影院数量达到 15 家）。
- **银汉科技上半年经营情况良好，互联网娱乐及粉丝经济拓展值得期待。**1) 上半年在银汉科技并表推动之下，公司游戏业务实现营业收入 7496 万元；而根据公司披露的数据，1-6 月银汉科技实现净利润 3375 万元，呈现出良好的持续成长性；2) 公司已经将互联网娱乐及粉丝经济确立为重要的发展方向，依托公司优异的内容制作能力、丰富的艺人资源，未来在互联网娱乐有望获得持续快速的发展。
- **维持盈利预测，期待产业链布局持续推进，维持买入评级。**我们继续维持公司 14/15/16 年备考盈利预测分别为 0.66/0.77/0.93 元，当前股价分别对应同期 35/31/26 倍 PE，与影视行业同期平均估值水平基本相当。我们期待公司产业链布局持续推进，继续维持公司“买入”评级。后续股价催化剂：a) 电影票房超预期；b) 互联网娱乐及粉丝经济发展超预期；c) 版权价值提升超预期；d) 外延扩张持续推进。

表 1：华谊兄弟中报分析

单位：百万元	1H13	2H13	1H14	YoY	1Q14	2Q14	YoY	QoQ
营业总收入	748	638	484	-35.4%	205	279	28.0%	36.5%
营业总成本	555	634	459	-17.3%	206	253	6.5%	23.1%
营业成本	285	400	166	-41.8%	72	94	-19.4%	29.9%
营业税金及附加	7	33	6	-13.1%	2	4	-3.3%	72.9%
销售费用	178	103	173	-3.1%	97	75	-0.2%	-22.4%
管理费用	44	35	69	55.0%	28	41	104.5%	45.0%
财务费用	37	24	47	26.5%	16	31	68.8%	89.1%
资产减值损失	3	40	-2	-197.8%	-11	8	152.9%	-176.7%
其他经营收益						0		
公允价值变动净收益	0	0	0		0	0		
投资净收益	331	-275	495	49.6%	487	8	-97.6%	-98.4%
营业利润	525	-270	520	-0.8%	486	34	-89.0%	-93.0%
加：营业外收入	19	49	40	107.1%	7	33	120.5%	405.6%
减：营业外支出	3	-2	1	-61.0%	1	0	-93.8%	-93.1%
利润总额	541	-220	559	3.4%	492	67	-79.2%	-86.3%
减：所得税	138	-58	124	-10.8%	122	1	-98.3%	-98.9%
净利润	402	-161	435	8.2%	370	66	-72.9%	-82.2%
减：少数股东损益	-1	-3	18	-2174.8%	0	18	-20138.6%	6080.2%
归属母公司净利润	403	-159	417	3.6%	369	48	-80.2%	-87.0%
EPS	0.33	-0.13	0.34	3.6%	0.30	0.04	-80.2%	-87.0%
总股本	1238	1238	1238		1238	1238		
毛利率	61.9%	37.4%	65.7%	3.8%	64.7%	66.4%	19.8%	1.7%
销售费用率	23.8%	16.1%	35.7%	11.9%	47.6%	27.0%	-7.6%	-20.5%
管理费用率	5.9%	5.5%	14.2%	8.3%	13.8%	14.6%	5.5%	0.9%
财务费用率	5.0%	3.7%	9.8%	4.8%	8.0%	11.1%	2.7%	3.1%
营业利润率	70.1%	-42.4%	107.6%	37.5%	237.8%	12.2%	-129.8%	-225.5%
所得税率	25.6%	26.5%	22.1%	-3.5%	24.8%	2.1%	-23.0%	-22.8%
净利润率	53.7%	-25.3%	90.0%	36.2%	180.7%	23.5%	-87.6%	-157.2%
少数股东权益/净利润	-0.2%	1.8%	4.1%	4.3%	0.1%	26.9%	26.9%	26.8%
营业税金/营业收入	0.9%	5.1%	1.3%	0.3%	1.1%	1.4%	-0.5%	0.3%
经常性营业利润	196.0	44.5	22.7	-88.4%	-11.7	34.4	-312.1%	-394.1%
经常性营业利润率	26.2%	7.0%	4.7%	-21.5%	-5.7%	12.3%	19.7%	18.0%

资料来源：公司公告，申万研究，其中经常性营业利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-三项费用

报表 重点公司估值预测与投资评级

单位：元，百万元，倍

行业分类	公司代码	公司简称	股价	市值	PE				EPS				3年CAGR	投资评级
			2014/8/22	2013E	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E			
营销服务	300058	蓝色光标	24.5	23,676	54	34	29	26	0.46	0.73	0.84	0.94	51%	买入
	002400	省广股份	24.3	14,040	49	32	26	22	0.50	0.75	0.95	1.12	45%	买入
	300071	华谊嘉信	15.5	5,390	85	58	51	46	0.18	0.27	0.30	0.34	40%	增持
移动互联网	002148	北纬通信	25.0	6,396	114	48	33	26	0.22	0.52	0.75	0.96	61%	增持
	002261	拓维信息	20.1	8,079	204	77	55	38	0.10	0.26	0.36	0.53	59%	增持
影视动漫	300027	华谊兄弟	24.5	30,322	46	37	32	26	0.54	0.66	0.77	0.93	58%	买入
	300133	华策影视	29.2	18,862	73	36	28	23	0.40	0.80	1.04	1.25	46%	增持
	300251	光线传媒	21.9	22,128	67	49	39	33	0.32	0.44	0.56	0.67	22%	增持
	300291	华录百纳	33.9	8,950	73	63	55	48	0.47	0.54	0.62	0.71	12%	增持
	300336	新文化	26.3	5,050	44	37	30	26	0.60	0.72	0.88	1.01	23%	增持
	002292	奥飞动漫	36.1	22,586	98	51	38	38	0.37	0.71	0.96	0.96	51%	增持
互联网	300113	顺网科技	27.3	7,922	77	47	35	27	0.35	0.58	0.79	1.03	36%	买入
	603000	人民网	44.2	24,408	89	60	46	36	0.49	0.73	0.95	1.24	36%	增持
	300052	中青宝	29.7	7,727									-100%	无
	300315	掌趣科技	15.8	20,541	134	43	32	25	0.12	0.37	0.50	0.62	99%	增持
	300104	乐视网	39.7	33,353	131	84	63	48	0.30	0.47	0.63	0.82	40%	无
	300059	东方财富	12.2	14,806	2960	220	176	176	0.00	0.06	0.07	0.07	31%	增持
	300295	三六五网	104.9	5,596	49	36	29	23	2.14	2.94	3.68	4.60	25%	无
	002315	焦点科技	45.7	5,369	39	35	32	29	1.18	1.30	1.43	1.57	10%	无
	002095	生意宝	29.3	6,168									-100%	无
	300226	上海钢联	44.7	6,967	323	193	168	146	0.14	0.23	0.27	0.31	6%	无
	000156	华数传媒	33.3	38,127	188	173	154	154	0.18	0.19	0.22	0.22	21%	增持
	600637	百视通	32.0	35,628	53	40	31	25	0.61	0.80	1.02	1.29	30%	买入
新媒体			383,230	77	48	35	29						39.1%	
有线网络	600037	歌华有线	12.1	12,831	34	28	27	26	0.36	0.43	0.45	0.47	17%	增持
	600831	广电网络	9.0	5,093	37	32	29	27	0.24	0.28	0.31	0.34	7%	增持
	002238	天威视讯	14.2	4,540	32	30	29	29	0.45	0.47	0.48	0.49	7%	增持
	000917	电广传媒	17.2	24,410	53	52	51	51	0.33	0.33	0.34	0.34	-5%	增持
	601929	吉视传媒	12.8	18,760	47	47	47	47	0.27	0.27	0.27	0.27	3%	无
报业经营	600880	博瑞传播	12.4	13,525	40	41	39	38	0.31	0.30	0.31	0.33	6%	买入
	600825	新华传媒	10.9	11,368	191	208	231	256	0.06	0.05	0.05	0.04	-23%	增持
	000793	华闻传媒	13.9	25,545	48	47	46	45	0.29	0.29	0.30	0.31	24%	中性
	600633	浙报传媒	19.2	22,827	55	51	49	42	0.35	0.37	0.39	0.45	28%	增持
	002181	粤传媒	21.7	15,769	51	60	71	83	0.42	0.36	0.31	0.26	-7%	中性
图书出版	600551	时代出版	20.0	10,137	29	26	24	23	0.69	0.76	0.82	0.89	10%	增持
	601999	出版传媒	10.4	5,730	82	78	74	71	0.13	0.13	0.14	0.15	4%	增持
	600373	中文传媒	17.4	20,643	32	30	28	27	0.54	0.59	0.62	0.65	13%	增持
	601801	皖新传媒	15.4	13,987	23	21	20	19	0.67	0.73	0.77	0.81	12%	无
	601098	中南传媒	15.3	27,461	25	20	19	18	0.62	0.77	0.81	0.85	16%	增持
	601928	凤凰传媒	10.9	27,689	29	25	24	22	0.37	0.44	0.46	0.49	8%	增持
	000719	大地传媒	14.8	10,561	37	36	34	31	0.40	0.41	0.44	0.47	17%	无
	600757	长江传媒	8.9	10,741	28	27	26	24	0.31	0.32	0.35	0.37	9%	无
300148	天舟文化	22.3	7,863	387	368	351	334	0.06	0.06	0.06	0.07	6%	无	
综合	600088	中视传媒	18.4	6,092	90	84	80	76	0.20	0.22	0.23	0.24	19%	增持
	600386	北巴传媒	10.5	4,242	24	20	17	15	0.43	0.52	0.60	0.69	14%	增持
	600832	东方明珠	10.9	34,795	51	48	46	45	0.21	0.23	0.24	0.24	11%	增持
传统媒体			334,605	39	39	37	34						10.2%	
传媒中值			717,835	53	47	35	31						20.8%	

资料来源：申万研究

备考 重点公司估值预测与投资评级

单位：元，百万元，倍

行业分类	公司代码	公司简称	股价	市值	PE					EPS				3年CAGR	投资评级
			2014/8/22	2013E	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E				
营销服务	300058	蓝色光标	24.5	23,676	42	34	29	26	0.59	0.73	0.84	0.94	51%	买入	
	002400	省广股份	24.3	14,040	42	33	26	22	0.58	0.73	0.92	1.09	37%	买入	
	300071	华谊嘉信	15.5	5,390	67	59	53	47	0.23	0.26	0.29	0.33	40%	增持	
移动互联网	002148	北纬通信	25.0	6,396	116	48	33	26	0.21	0.52	0.75	0.96	61%	增持	
	002261	拓维信息	20.1	8,883	224	54	39	29	0.09	0.37	0.51	0.70	84%	增持	
影视动漫	300027	华谊兄弟	24.5	30,322	41	37	32	26	0.59	0.66	0.77	0.93	59%	买入	
	300133	华策影视	29.2	18,862	47	36	28	23	0.62	0.80	1.04	1.25	31%	增持	
	300251	光线传媒	21.9	22,128	54	49	39	33	0.40	0.44	0.56	0.67	22%	增持	
	300291	华录百纳	33.9	13,325	41	34	28	24	0.82	1.00	1.22	1.40	60%	增持	
	300336	新文化	26.3	6,470	56	28	23	19	0.47	0.93	1.14	1.36	46%	增持	
	002071	长城影视	21.2	19,555	118	94	83	72	0.18	0.22	0.26	0.29	18%	无	
	002292	奥飞动漫	36.1	22,586	76	51	38	31	0.48	0.71	0.96	1.15	51%	增持	
互联网	300113	顺网科技	27.3	7,922	55	43	31	24	0.50	0.64	0.87	1.13	40%	买入	
	603000	人民网	44.2	24,408	89	60	46	36	0.49	0.73	0.95	1.24	36%	增持	
	300052	中青宝	29.7	7,727	148	99	78		0.20	0.30	0.38	0.00	81%	无	
	300315	掌趣科技	15.8	20,541	59	41	32	25	0.27	0.39	0.50	0.62	66%	增持	
	300104	乐视网	39.7	33,353	112	86	82	69	0.36	0.46	0.49	0.57	14%	无	
	300059	东方财富	12.2	14,806	2961	569	456	364	0.00	0.02	0.03	0.03	-5%	增持	
	300295	三六五网	104.9	5,596	49	36	29	23	2.14	2.94	3.68	4.60	25%	无	
	002315	焦点科技	45.7	5,369	39	35	32	29	1.18	1.29	1.42	1.56	10%	无	
	002095	生意宝	29.3	6,168									-100%	无	
	300226	上海钢联	44.7	6,967	323	193	144	93	0.14	0.23	0.31	0.48	11%	无	
	000156	华数传媒	33.3	38,127	208	173	154	134	0.16	0.19	0.22	0.25	21%	增持	
600637	百视通	32.0	35,628	53	40	32	25	0.60	0.80	1.01	1.26	30%	买入		
新媒体			398,245	59	48	33	27					36.9%			
有线网络	600037	歌华有线	12.1	12,831	34	28	27	26	0.36	0.43	0.45	0.47	17%	增持	
	600831	广电网络	9.0	5,093	37	32	29	27	0.24	0.28	0.31	0.34	7%	增持	
	002238	天威视讯	14.2	4,540	32	30	29	29	0.45	0.47	0.48	0.48	7%	增持	
	000917	电广传媒	17.2	24,410	53	52	51	51	0.33	0.33	0.34	0.34	-7%	增持	
	601929	吉视传媒	12.8	18,760	47	36	33	30	0.27	0.36	0.39	0.43	14%	无	
报业经营	600880	博瑞传播	12.4	13,525	30	29	26	24	0.41	0.43	0.47	0.52	12%	买入	
	600825	新华传媒	10.9	11,368	191	208	231	256	0.06	0.05	0.05	0.04	-23%	增持	
	000793	华闻传媒	13.9	25,545	48	27	25	24	0.29	0.52	0.56	0.59	52%	中性	
	600633	浙报传媒	19.2	22,827	53	51	49	39	0.36	0.37	0.39	0.49	28%	无	
	002181	粤传媒	21.7	15,769	51	49	48	47	0.43	0.45	0.45	0.46	3%	中性	
图书出版	600551	时代出版	20.0	10,137	29	26	24	23	0.69	0.76	0.82	0.89	10%	增持	
	601999	出版传媒	10.4	5,730	82	78	74	71	0.13	0.13	0.14	0.15	4%	增持	
	600373	中文传媒	17.4	20,643	32	30	28	27	0.54	0.59	0.62	0.65	13%	增持	
	601801	皖新传媒	15.4	13,987	23	21	20	19	0.67	0.73	0.77	0.81	12%	无	
	601098	中南传媒	15.3	27,461	25	20	19	18	0.62	0.77	0.81	0.85	16%	无	
	601928	凤凰传媒	10.9	27,689	26	23	22	21	0.42	0.47	0.50	0.53	11%	无	
	000719	大地传媒	14.8	10,561	56	55	51	48	0.26	0.27	0.29	0.31	-11%	无	
	600757	长江传媒	8.9	10,741	28	27	26	24	0.31	0.32	0.35	0.37	9%	无	
	300148	天舟文化	22.3	7,863	503	71	57	57	0.04	0.32	0.39	0.39	53%	无	
综合	600088	中视传媒	18.4	6,092	114	38	33	29	0.16	0.48	0.56	0.62	73%	增持	
	600386	北巴传媒	10.5	4,242	24	20	17	15	0.43	0.52	0.60	0.69	14%	增持	
	600832	东方明珠	10.9	34,795	51	48	46	45	0.21	0.23	0.24	0.24	11%	增持	
传统媒体			334,605	42	31	29	28					12.9%			
传媒中值			732,851	53	40	32	28					21.8%			

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。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。