

公司研究/中报点评

2017年08月29日

传媒/传媒 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 9.29  
合理价格区间(元): 9.99~10.99

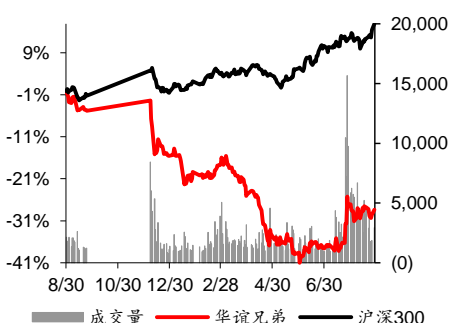
**许娟** 执业证书编号: S0570513070010  
研究员 0755-82492321  
xujuan8971@htsc.com

**周钊** 执业证书编号: S0570517070006  
研究员 010-56793958  
zhouzhao@htsc.com

相关研究

- 1 《华谊兄弟(300027):定增完成粮草充足,三马奔腾拓宽发展空间》 2015.08
- 2 《华谊兄弟(300027):牵手阿里、腾讯,开启互联网娱乐时代》 2014.11
- 3 《华谊兄弟(300027):再融资缓解公司发展路径上的资金约束》 2014.06

股价走势图



资料来源: Wind

# 电影回归精品, 实景娱乐将发力

## 华谊兄弟(300027)

**营收实现 14.66 亿元,同减 0.15%;扣非归母净利润 1 亿元,同增 44.27%**

公司发布 2017 年中报, 报告期内公司实现营业收入 14.66 亿元, 同减 0.15%; 归母净利润 4.3 亿元, 同增 42.12%; 扣非后归母净利润 1 亿元, 同增 44.27%。符合前期业绩预告 (归母净利润同增 30%-60%)。

**综合毛利率下降约 5pct, 主要受影视娱乐业务板块影响**

报告期内综合毛利率为 53.66%, 同比有所下降, 主要受影视娱乐业务板块影响。由于不同报告期内影视内容作品表现不一, 毛利率有所波动为正常现象。

**影视娱乐业务渐趋回暖, 明年佳片不断, 期待推动业绩增长**

2016 年华谊主营业务表现不佳主要受电影业务板块影响, 上映电影大多不及预期造成亏损, 公司及时调整资源配置, 在内容生产上重新投入重兵。下半年冯小刚《芳华》、《引爆者》将上映, 在观众日趋成熟的当下, 精良品质有望带动观影热潮。同时公司与工夫影业合作在未来三年推出五部大片:《狄仁杰之四大天王》、《摸金校尉之九幽将军》、《画皮前传》、《阴阳师》、《黑色假面》等, 其中《狄仁杰》、《阴阳师》预计于 18 年上映, 同时根据猫眼专业版查询所得, 18 年还将上映管虎导演《八佰》。从主控性和制作团队上看, 18 年片单将远优于 17 年, 期待其对业绩带来的推动。

**品牌授权及实景娱乐板块推进顺利, 即将迎来现金流收获期**

品牌授权及实景娱乐板块营收 2 亿元, 同增 77.54%, 推进顺利。17 年上半年长沙、西昌、郑州、南京等项目进入在建状态并相继开工。我们预计今年年内将正式运营 2-3 家电影乐园项目。目前国内主流的乐园如欢乐谷、方特欢乐世界等年均人流量约在 350 万至 500 万之间, 票价约在 100-250 之间, 以此为基准估算, 经过培育期之后, 将为公司带来可观的现金流。同时随着后续项目的陆续开工, 将实现持续开源, 为公司内容制作带来稳定资金保证, 并实现业绩稳定性。

**互联网娱乐板块保持稳定, 为整体生态提供有益补充**

互联网娱乐板块主要包含粉丝经济运营和游戏等。华谊创星已成功构建以粉丝用户为核心、明星艺人以及内容 IP 为基础的娱乐生态系统。银汉科技在手游方面在持续发力。双方合力将为整体生态提供有益补充。

**回归商业大片制作, 实景娱乐将迎收获, 维持买入评级**

公司是民营电影企业龙头, 底蕴深厚使得回归电影制作的道路通畅, 我们对公司 18 年电影表现保持乐观。实景娱乐项目即将运营, 将为公司提供稳定现金流, 反哺内容制作, 并将生产的 IP 再次反哺到实景娱乐, 形成良性循环。考虑到电影市场的变化, 调高 2017 年-2018 年 EPS 至 0.33 元、0.46 元, 对应未来两年业绩增速和板块估值, 17 年合理 PE 区间在 30X-33X 之间, 对应目标价为 9.99 元-10.99 元, 对应现价估值水平, 维持买入评级。

风险提示: 待上映电影表现不及预期、实景娱乐项目不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,775
流通 A 股 (百万股)	1,920
52 周内股价区间 (元)	7.68-12.99
总市值 (百万元)	25,775
总资产 (百万元)	18,821
每股净资产 (元)	3.23

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3,874	3,503	3,701	6,304	8,549
+/-%	62.14	(9.55)	5.63	70.36	35.61
归属母公司净利润 (百万元)	976.14	808.13	927.76	1,276	1,641
+/-%	8.86	(17.21)	14.80	37.51	28.61
EPS (元, 最新摊薄)	0.35	0.29	0.33	0.46	0.59
PE (倍)	26.51	32.02	27.89	20.29	15.77

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

### 2017年公司已上映及待上映电影项目

图表1: 2017年公司计划上映电影

公映电影名称(暂定)	公映档期
《少年巴比伦》	2017年1月
《西游伏妖篇》	2017年1月
《疯岳撬佳人》	2017年2月
《摔跤吧!爸爸》	2017年5月
《美好的意外》	2017年6月
《绝世高手》	2017年7月
《我是马布里》	2017年8月或公司根据实际情况另行调整
《星际特工》	2017年8月或公司根据实际情况另行调整
《芳华》	2017年9月或公司根据实际情况另行调整
《引爆者》	2017年10月或公司根据实际情况另行调整
《完全男生手册》	2017年11月或公司根据实际情况另行调整
《前任攻略3》	2017年12月或公司根据实际情况另行调整

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

### 国内游乐园年游客人次及人均票价

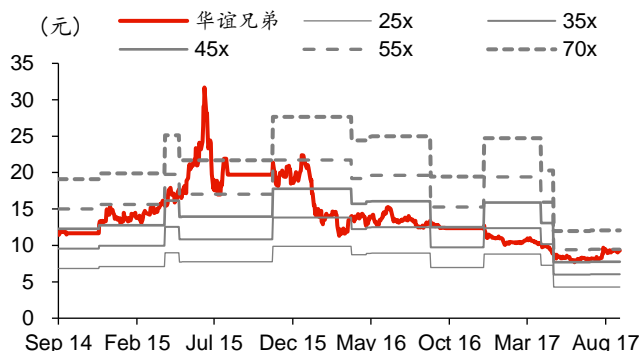
图表2: 国内游乐园年游客人次及人均票价

乐园	公司名称	乐园个数	2015年接待游客数(人次)	乐园平均(人次)	人均票价(人民币/元)
欢乐谷	华侨城集团	7	30,180,000	4,311,429	180-230
方特欢乐世界	华强方特	6	23,093,000	3,848,833	150-199
环球恐龙城	龙城旅游控股集团	1	5,000,000	5,000,000	80-198

资料来源: Wind、公司公告、华泰证券研究所

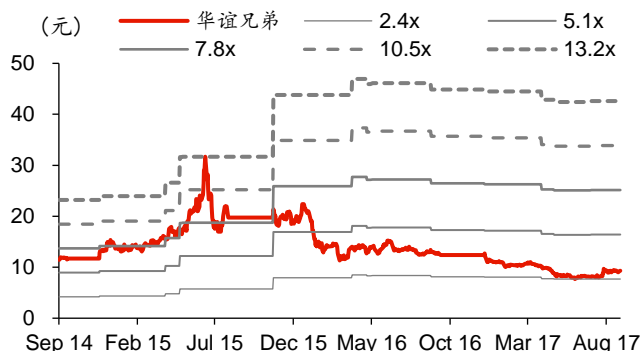
### PE/PB - Bands

图表3: 华谊兄弟历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 华谊兄弟历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7,323	8,747	8,420	11,014	11,804
现金	3,662	5,464	5,310	5,641	4,399
应收账款	1,658	1,476	1,721	2,932	3,975
其他应收账款	88.80	144.77	351.55	598.91	812.19
预付账款	1,114	775.10	254.67	474.46	685.59
存货	715.78	716.09	679.11	1,265	1,828
其他流动资产	84.00	170.68	103.70	103.68	103.67
非流动资产	10,571	11,105	7,783	7,666	7,550
长期投资	2,447	3,618	2,000	2,000	2,000
固定投资	344.36	853.71	745.23	636.75	528.27
无形资产	66.73	73.21	66.26	65.28	64.33
其他非流动资产	7,713	6,560	4,971	4,964	4,957
资产总计	17,894	19,853	16,202	18,681	19,353
流动负债	5,962	5,938	1,226	2,137	3,010
短期借款	1,889	1,092	0.00	0.00	0.00
应付账款	433.60	487.11	1,019	1,898	2,742
其他流动负债	3,639	4,359	207.01	239.04	267.49
非流动负债	1,202	4,064	4,089	4,091	1,891
长期借款	545.05	1,696	1,696	1,696	1,696
其他非流动负债	656.66	2,368	2,393	2,394	195.03
负债合计	7,164	10,002	5,315	6,228	4,901
少数股东权益	795.46	814.46	1,008	1,297	1,656
股本	1,392	2,786	2,786	2,786	2,786
资本公积	4,176	2,526	2,526	2,526	2,526
留存公积	2,935	3,604	4,568	5,844	7,485
归属母公司股	9,935	9,036	9,880	11,156	12,797
负债和股东权益	17,894	19,853	16,202	18,681	19,353

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	526.96	759.14	(1,835)	92.84	773.14
净利润	1,218	993.95	1,121	1,565	1,999
折旧摊销	73.55	104.67	125.54	121.66	124.73
财务费用	142.36	280.84	300.00	350.00	400.00
投资损失	(626.85)	(1,119)	(900.00)	(600.00)	(600.00)
营运资金变动	(313.73)	557.31	(2,534)	(1,450)	(1,241)
其他经营现金	33.39	(58.47)	52.23	105.83	90.53
投资活动现金	(3,352)	(2,353)	3,828	587.82	584.71
资本支出	104.78	265.92	0.00	0.00	0.00
长期投资	2,140	2,093	(112.54)	0.00	0.00
其他投资现金	(1,107)	5.82	3,715	587.82	584.71
筹资活动现金	4,802	3,235	(2,147)	(350.00)	(2,600)
短期借款	1,104	(796.73)	(1,092)	0.00	0.00
长期借款	(303.72)	1,151	0.00	0.00	0.00
普通股增加	149.53	1,394	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3,346	(1,650)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	506.28	3,136	(1,054)	(350.00)	(2,600)
现金净增加额	1,983	1,648	(154.40)	330.66	(1,242)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,874	3,503	3,701	6,304	8,549
营业成本	1,926	1,710	1,698	3,163	4,571
营业税金及附加	23.73	20.46	21.61	36.82	49.93
营业费用	585.76	812.49	740.11	819.56	940.43
管理费用	416.35	547.00	518.08	693.48	854.93
财务费用	142.36	280.84	300.00	350.00	400.00
资产减值损失	18.25	74.46	47.48	80.89	109.69
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	626.85	1,119	900.00	600.00	600.00
营业利润	1,388	1,177	1,276	1,761	2,224
营业外收入	111.19	114.65	129.15	202.43	284.22
营业外支出	2.90	3.90	3.40	6.33	9.14
利润总额	1,496	1,288	1,401	1,957	2,499
所得税	278.19	293.81	280.25	391.32	499.76
净利润	1,218	993.95	1,121	1,565	1,999
少数股东损益	242.09	185.82	193.25	289.57	358.33
归属母公司净利润	976.14	808.13	927.76	1,276	1,641
EBITDA	1,604	1,563	1,701	2,232	2,748
EPS (元)	0.70	0.29	0.33	0.46	0.59

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	62.14	(9.55)	5.63	70.36	35.61
营业利润	17.72	(15.21)	8.37	38.02	26.31
归属母公司净利润	8.86	(17.21)	14.80	37.51	28.61
获利能力 (%)					
毛利率	50.28	51.18	54.12	49.83	46.54
净利率	25.20	23.07	25.07	20.24	19.19
ROE	9.83	8.94	9.39	11.44	12.82
ROIC	27.40	28.84	34.26	34.40	35.32
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.03	50.38	32.80	33.34	25.32
净负债比率 (%)	40.05	33.36	31.92	27.24	34.61
流动比率	1.23	1.47	6.87	5.15	3.92
速动比率	1.10	1.34	6.32	4.56	3.31
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.19	0.21	0.36	0.45
应收账款周转率	2.15	1.99	2.08	2.52	2.30
应付账款周转率	5.17	3.72	2.26	2.17	1.97
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.29	0.33	0.46	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.27	(0.66)	0.03	0.28
每股净资产(最新摊薄)	3.57	3.24	3.55	4.00	4.59
估值比率					
PE (倍)	26.51	32.02	27.89	20.29	15.77
PB (倍)	2.60	2.86	2.62	2.32	2.02
EV_EBITDA (倍)	12.76	13.09	12.03	9.17	7.44

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com