

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号: 17920121150755

UDC\_\_\_\_\_



廈門大學

硕士学位论文

华谊兄弟财务报表分析与公司估值

Financial statements analysis and business valuation  
of Huayi Brothers

李擎

指导教师姓名: 王志强教授

专业名称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2014年7月

论文答辩时间: 2014年8月

学位授予日期: 2014年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2014年7月



## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日



## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日



## 摘要

在国民经济快速发展、国家大力发展文化产业的大背景下，中国影视传媒企业大量崛起并扩张。而 2009 年创业板的设立，给新兴的影视传媒企业提供了重要的融资手段，也给市场投资者提供了更多的投资机会。

本文选取了影视行业创业板上市公司“华谊兄弟”（300027.SZ）作为研究对象。华谊兄弟作为创业板首批上市的 28 家公司之一、国内首家上市的影视企业，一直是中国股市中的“明星”企业。在当前创业板火热的环境下，作为业内领军者的华谊兄弟，其股票受到市场的热炒和资金追捧，2013 年位列中国股市十大牛股。本文试图从外部投资者的角度，分析华谊兄弟的内在价值，还原其报表数据背后的真实价值、回归理性，为投资者的投资决策提供有益的帮助和参考。

本文运用哈佛大学佩普等三位教授在《运用财务报表进行企业分析与估价》一书中所阐述的财务报表分析的框架体系，即哈佛分析框架，对华谊兄弟公司进行财务报表分析与估值。

全文共分为：导论、宏观与行业分析、战略分析、会计分析、财务分析、前景分析、估值分析、总结与启示八章。其中宏观与行业分析运用 PEST 分析法；战略分析运用波特五力模型分析与价值链分析法；会计分析主要从收入、应收账款和存货三个方面对企业的会计政策进行分析；财务分析包括三维分析、财务比率分析和财务指标分解分析；前景分析在前几章分析的基础上对未来企业的前景以及报表进行预测；估值分析在报表预测的基础上，运用绝对估值模型（自由现金流估值法）和相对估值模型（运用统计学的一元、二元回归技术对相对估值指标进行预测）对企业价值以及权益价值进行估计，并最终得出估计股价，将其与实际股价进行比较。

通过运用以上方法对华谊兄弟的分析，最终得出其“大而不强”、“股价高估”的分析结论。

**关键词：**财务报表分析；公司估值；哈佛分析框架

## Abstract

The number of China movie and media enterprises have now grown and expanded rapidly, under the background of fast developing national economy and culture industry. In 2009, the GEM Listing has not only become important means to provide financing for those new movie and media enterprises, but also give more chances to the investors in marketing.

This essay is using Huayi Brothers Media Corporation as a research subject. Huayi Bros. is one of the first 28 companies to be listed in Growth Enterprises Market (GEM) and is also the first listed media enterprise in China. The company has always been a super star in stock market. Under this warming GEM environment, as one of the leading companies, HuayiBros's stock has been popular in speculation and funding. It was ranked as one of the top ten stocks in 2013. This essay is going to analyze the internal value of Huayi Bros from an external investor's point of view. The real value behind the company's financial statements would be restored and analyzed rationally in order to provide beneficial helps and references for investors.

The essay is going to use Professor Paleu's theory (Business Analysis and Valuation Using Financial Statements) also known as Harvard analytical framework, to analyze Huayi Bros' financial statements and corporation valuation .

The article is divided into eight Sections-introduction, macro and industry analysis, strategic analysis, accounting analysis, financial analysis, prospect analysis, evaluation analysis, conclusion and revelation. Firstly, macro and industry analysis uses PEST aspects; strategic analysis uses Porter's five forces model and value chain analysis; Secondly, accounting analysis is mainly using income, account receivable and inventory to estimate the company's accounting policy; financial analysis including three dimensional analysis, financial ratio and decomposition analysis of financial indicators; prospect analysis will predict the company's future and financial statements according to the previous parts;lastly, under the fundamental of financial statements' prediction, valuation analysis is using absolute value model and relative value model to valuate the corporation and its equity value in order to gain a compared share price.

By utilizing the above methods for Huayi bros, the conclusion of the essay is that the corporation is large but not strong enough and the share price is overestimated.

**Key words:** Financial statement analysis; Corporation valuation; Harvard analysis framework



## 目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景与意义	1
第二节 研究内容和框架	2
第二章 宏观与行业分析	5
第一节 宏观环境分析	5
第二节 行业分析	8
第三章 战略分析	15
第一节 行业获利能力分析	15
第二节 竞争战略分析	17
第三节 公司战略分析	20
第四章 会计分析	23
第一节 收入	23
第二节 应收账款	27
第三节 存货	32
第四节 会计分析小结	36
第五章 财务分析	37
第一节 三维分析	37
第二节 财务比率分析	63
第三节 财务指标分解分析	84
第四节 财务分析小结	93
第六章 前景分析	94
第一节 前景预测	94
第二节 财务报表预测	97
第七章 估值分析	100
第一节 绝对估值分析	100
第二节 相对估值分析	105
第八章 总结与启示	113

第一节 本文研究的总结与启示.....	113
第二节 本文研究的局限性 .....	115
参考文献.....	117
附录.....	118
致 谢.....	121

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## Contents

<b>Chapter 1 Introduction .....</b>	<b>1</b>
Section 1 Background of research.....	1
Section 2 Scope & structure of research.....	2
<b>Chapter 2 Macro environment and industry analysis .....</b>	<b>5</b>
Section 1 Ananalysis of macro environment .....	5
Section 2 Industry analysis .....	8
<b>Chapter 3 Strategic analysis .....</b>	<b>14</b>
Section 1 Analysis of the industry profitability . . . . .	14
Section 2 Competitive strategy analysis .....	16
Section 3 Ananalysis of company strategy .....	19
<b>Chapter 4 Accounting analysis .....</b>	<b>22</b>
Section 1 Income .....	22
Section 2 Account receivable .....	26
Section 3 Inventory .....	31
Section 4 Summary of accounting analysis .....	35
<b>Chapter 5 Financial analysis.....</b>	<b>36</b>
Section 1 Three-dimensional analysis .....	36
Section 2 Financial ratio analysis.....	63
Section 3 Decomposition analysis of financial indicators .....	81
Section 4 Summary of financial analysis.....	92
<b>Chapter 6 Prospect analysis.....</b>	<b>94</b>
Section 1 Prospect predict.....	94
Section 2 Financial statements prediction.....	98
<b>Chapter 7 Valuation analysis.....</b>	<b>102</b>
Section 1 Absolute valuations .....	102
Section 2 Relative valuation.....	107
<b>Chapter 8 Conclusions &amp; Revelations .....</b>	<b>115</b>
Section 1 Conclusions and revelations .....	115
Section 2 Limitations of this research.....	117
<b>References .....</b>	<b>119</b>

<b>Appendix .....</b>	<b>120</b>
<b>Acknowledgments .....</b>	<b>123</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 第一章 导论

本章是个引论，说明本文在什么环境下、研究的问题是什么。首先介绍了本研究的背景和意义、选题动机，接着介绍了研究的内容，最后介绍本文拟采用的分析方法和逻辑框架。

### 第一节 研究背景与意义

在国家大力发展文化产业，提高文化软实力的大背景下，影视传媒业作为文化产业的重要组成部分，将会在文化产业发展与文化体制改革中获得更大的发展空间，中国影视产业的竞争意识与竞争能力将获得极大的提升。同时，我国国民经济在经历过去 30 年快速增长的基础上未来仍将保持稳步的增长，从而使人民的可支配收入和生活水平大大提升。居民在物质基础日益坚实的同时对提升精神生活质量的需求也不断增加，由此会释放出巨大文化产品消费欲望和能力，从而给业者带来巨大的市场机会。以电影行业来说，中国人均电影消费市场潜力巨大。在此背景下，国内众多影视公司纷纷在短期内崛起并获得高速发展的良好机遇。

中国证监会发布的《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》自 2009 年 5 月 1 日起实施。2009 年 10 月 23 日，我国创业板正式启动，首批 28 家上市公司登陆创业板，平均市盈率达 56.7 倍。创业板开板意味着备受关注的创业板在历经十年的等待之后，终于正式开启了序幕。创业板的设立，既给中小企业和新兴公司提供了融资途径和成长空间，也给市场提供了更多更好的投资机会。对投资者来说，创业板市场的回报可能会大得多。当然，风险也要比主板市场高得多。2013 年，创业板累计涨幅达 82.73%，新兴产业股票大幅崛起，带来令人兴奋的赚钱效应。

华谊兄弟传媒股份有限公司是中国大陆民营影视企业的领头羊，由王中军、王中磊兄弟在 1994 年创立，2009 年 10 月成为创业板首批上市的 28 家公司之一。其产业与投资遍及电影、电视、艺人经纪、音乐、手机游戏、影视城、旅游地产等。作为影视公司，其旗下有众多明星艺人。事实上，华谊公司本身也是中国上市公司中的“明星”企业。作为首家登陆创业板的影视传媒企业，其上市首日发行价为 28.58 元，而当日收盘价即达 70.81 元，市值近 119 亿元，市盈率高达 177 倍，造就了一大批明星富豪；2013 年以来，华谊兄弟消息不断，不仅有诸多叫好叫座的大片上映，

而且并购游戏公司、收购影视公司等一系列资本运作，也成为公司股价疯狂上涨的推手。2013 年位列中国股市十大牛股，股价全年累计涨幅为 294.61%。但是其股价犹如过山车，2013 年 10 月 8 日其股价达到破纪录的 81.8 元，比年初的 14.55 元上涨了 462%，市盈率高达 205 倍。可是其后股价就一路震荡下行直到现在，跌幅与最高价时相比一度达到 50%，其 2013-2014 年股价（前复权）走势见图 1-1。在股价剧烈波动的背后体现的是人为炒作和投机的行为，我们应该冷静理性地审视华谊兄弟，从公司本身出发，回归理性，寻找公司真正的价值。

本文正是在我国国民经济发展，影视传媒行业振兴、创业板设立的大背景下，以华谊兄弟为研究对象，分析其投资价值，并为投资者的投资决策提供参考。



图 1-1：华谊兄弟 2013-2014 年股价走势图（前复权）

资料来源：Wind 数据库

## 第二节 研究内容和框架

### 一、本文的研究内容

财务报表是企业必须编制的重要文件，也是广泛的企业分析的基础。投资者和外部分析师可以通过分析财务报表数据获得对公司当前业绩和未来前景的深刻了解。本文从外部投资者的角度，研究企业所处的行业以及经营战略、会计政策、财务报表

现等，并结合市场上公开的信息，分析报表数据背后的企业真实价值。同时对企业的经营、财务、战略表现进行综合评价。

## 二、本文的研究框架

本文运用哈佛大学佩普等三位教授在《运用财务报表进行企业价值评估与分析》一书中所阐述的财务报表分析的框架体系，即哈佛分析框架，对华谊兄弟公司进行财务报表分析与估值。研究框架主要由宏观与行业分析、战略分析、会计分析、财务分析、前景分析和估值分析这六个部分组成。

### （一）宏观与行业分析

企业所处的内外部环境剖析。通过宏观环境 PEST 分析、影视行业现状析以及行业未来趋势分析来评价这些因素对华谊兄弟未来发展的影响。

### （二）战略分析

战略分析的目的在于确定主要利润动因和经营风险，以及定性评估公司的盈利潜力，战略分析包括分析公司所在行业和公司创造可持续竞争优势的战略。定性分析是基本的首要步骤，它能使分析师更好地设计随后的会计和财务分析。通过公司所处行业的五力模型分析、竞争战略分析、公司战略分析，可以对公司的经营环境进行定性的了解，为后续的会计分析和财务分析确立牢固基础。

### （三）会计分析

会计分析的目的在于评价公司会计反映基本经营现实的程度。通过确定存在会计灵活性的环节，评价公司会计政策和估计的适宜性，评估公司会计数据的歪曲程度。发现权责发生制下隐藏的企业盈余管理行为，还原真实的财务数据。本文重点针对华谊兄弟的收入、应收账款和存货三个部分的会计政策和会计信息进行分析，分析其是否真实地反映企业的财务数据和经营数据，是否存在管理层盈余管理的痕迹和动机。

### （四）财务分析

财务分析的目标是运用财务数据评价公司当前和过去的业绩，并评估其可持续

性。主要包括报表三维（结构、趋势、同业比较）分析、财务比率分析和财务指标分解分析。通过对企业财务数据和经营数据进行分析，评价企业的财务状况和经营成果。

### （五）前景分析

前景分析是企业分析的最后一个步骤，侧重于预测公司未来的发展前景，综合经营战略分析、会计分析和财务分析得出的见解，对公司未来作出预测、编制预测的财务报表。

### （六）估值分析

在前景分析预测的财务报表的基础上分别运用绝对估值模型（自由现金流估值）和相对估值模型（一元、二元回归）对公司股票的内在价值进行评估。将其与实际股价进行对比。

本文的研究框架图

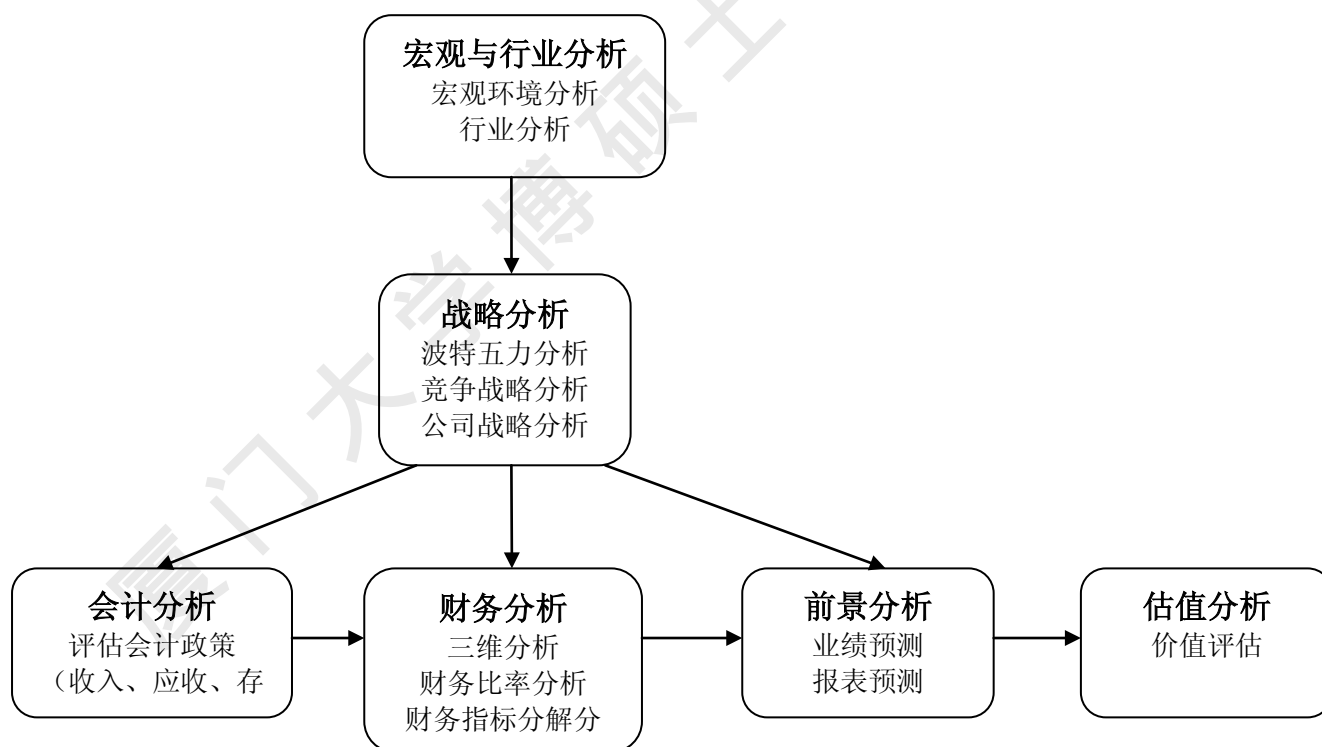


图 1-2：财务报表分析框架

资料来源：参考了 Krishna G. Palepu. Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements, Text and Cases. [M]北京：中信出版社，2002



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

廈門大學博碩士論文摘要庫