

谨慎申购

股票价格

申购价格	68 元
三个月目标价	80 元
网下发行数量 (万股)	282.4
网上发行数量 (万股)	1129.6

股本结构 (发行后)

总股本 (万股)	5648
流通 A 股 (万股)	1412

重要日期

网下缴款日	2010 年 10 月 12 日
网上申购日	2010 年 10 月 12 日

互联网与传媒行业分析师

王茹远

SAC 执业证书编号: S0850210040002

电话: 010-58067935

Email: wangry@htsec.com

联系人

白洋

电话: 021-23219646

Email: baiyang@htsec.com

华策影视 (300133)

2010 年 10 月 12 日

“内容为王”时代成就精品电视剧制作发行商

华策影视一直专注于电视剧的制作、发行业务。目前已形成年产 300 集电视剧的规模,属于民营电视剧企业第一梯队。随着电视台对精品电视剧的追捧和正版环境的改善,内容掌控方未来会进入黄金时期。

主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率 (%)	58.6	78.0	51.5	40.4
净利润增长率 (%)	44.7	63.9	42.2	26.5
综合毛利率 (%)	54.8	52.2	47.4	45.4
每股收益 (元)	0.98	1.61	2.29	2.89

注: 每股收益按本次发行结束后的总股本 5648 万股计算。

资料来源: 海通证券研究所

- **建议谨慎申购。**我们预测公司 2010 年-2012 年 EPS 为 1.61 元、2.29 元、2.89 元。按照 2011 年 35 倍 PE, 合理股价 80 元, 鉴于申购价为 68 元, 建议谨慎申购。
- **重“赏”之下, 必有“勇夫”。**对民营电视剧制作方而言, 题材上受政府严格限制, 产量供大于求, 又要与国有制作机构激烈竞争, 下游还受到电视台垄断力量的压制, 重重阻碍下, 民营资本仍大量涌入, 唯一的解释就是行业超强的盈利能力。以华策影视为例, 40 人的规模, 2010 年上半年收入已达 1.5 亿, 净利润超过 6000 万。
- **大浪淘沙, 强者胜出。**行业的盛宴并非人人都能分享, 普通电视剧与精品电视剧市场也呈现出冰火两重天的局面。大部分民营电视剧制作机构濒于被淘汰的边缘, 真正能整合创作资源、拿出高质量作品, 并且有发行渠道的团队才会在激烈的竞争中立于不败之地。
- **公司团队的经验可以复制以往的成功。**文化创意产业成功的偶然性不可避免, 尤其是反映在单独某一部作品中。作为民营电视剧企业第一梯队的成员, 公司凭借多年来的从业经验、选题的把握、对创造资源的整合, 作品的质量是有保障的, 在此基础上公司强大的发行能力更会促使好作品充分享受溢价。同时, 随着公司产能的扩张, 公司内部汇集成的“电视剧池”就会逐渐形成一个良好的风险分担机制。
- **内容为王铸就公司长期增长动力。**展望未来十年, 在三网融合的背景下, 媒体渠道激增, 各方都意欲打造“内容+渠道”的理想经营模式, 对内容的争夺正不断升级。近来, 无论是传统的电视台版权价格, 还是互联网版权价格, 都不断创出新高。作为内容控制方, 公司的作品势必成为各家媒体渠道争抢的对象。
- **募集资金主要用于补充影视剧业务营运资金。**公司 2010-2011 年计划投拍电视剧 20 部/778 集, 外购电视剧 250 集, 投拍 (合作) 电影 6 部, 三者分别计划投入 4.7 亿元、9700 万元和 1.83 亿元。
- **主要风险。**主要业务扩展至电影制作发行存在不确定性的风险; 外购剧大客户依赖风险; 电视剧制作成本上升的风险; 公司规模扩大后带来管理上的挑战。

表 1 华策影视利润表预测(万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	10468	16597	29547	44777	62882
投拍剧	7150	8994	20086	27778	38182
外购剧	2735	7590	8438	11964	14651
电影			1000	5000	10000
减: 营业成本	5471	7504	14116	23544	34327
营业税金及附加	525	894	1592	2412	3388
毛利	4997	9093	15431	21234	28555
营业费用	281	364	650	1030	1572
管理费用	547	870	2068	2687	4087
财务费用	28	170	-204	-1290	-1109
资产减值损失	17	134	89	113	176
投资收益	0	0	0	0	0
二、营业利润	3601	6661	11236	16282	20441
加: 营业外收入	265	722	910	990	1390
减: 营业外支出	35	20	35	53	47
三、利润总额	3831	7364	12111	17219	21784
减: 所得税费用	1	1821	3028	4305	5446
四、净利润	3830	5542	9083	12914	16338
归属母公司所有者的净利润	3827	5552	9083	12914	16338
少数股东损益	3	-9	0	0	0
五、每股收益(元)	0.68	0.98	1.61	2.29	2.89

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所预测

盈利预测与投资评级:

我们预测公司 2009 年-2011 年的 EPS 为 1.61 元、2.29 元、2.89 元, 目前 A 股可比影视剧制作公司只有华谊兄弟一家, 其 2010、2011 年动态市盈率约为 63、43 倍。由于华谊兄弟在电影、电视剧、经纪业务等业务比较全面, 估值上会享有一定的溢价。我们按照 2010 年 50 倍 PE、2011 年 35 倍 PE 来计算, 华策影视的目标价为 80 元, 鉴于申购价为 68 元, 我们建议投资者谨慎申购该股。

表 2 A 股影视剧制作公司相对估值

股票代码	股票简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
300027	华谊兄弟	0.48	0.71	0.98	63	43	31

资料来源: 朝阳永续一致预期, 海通证券研究所

1. 公司是国内电视剧行业民营第一梯队

华策影视成立于2005年，公司一直专注于影视剧的制作、发行及衍生业务。在竞争者众多，集中度相对较低的电视剧市场上，积累了大量行业经验，整合了众多创作资源，形成了年产约300集电视剧的生产规模，属于民营电视剧企业第一梯队。2009年公司制作发行电视剧249集，在民营制作机构中位居前列；引进剧84集，占全国引进总集数的4.2%；海外发行收入631万，占全国电视剧出口总额的5.1%。

公司实际控制人为傅梅城、赵依芳夫妇，傅梅城直接、间接持有公司发行前股本的78%。公司除创业团队、专业投资机构持股外，国内金牌编剧刘冠军、邹静之亦持有公司部分股权。公司目前总股本4236万股，发行后公司总股本将达到5648万股。

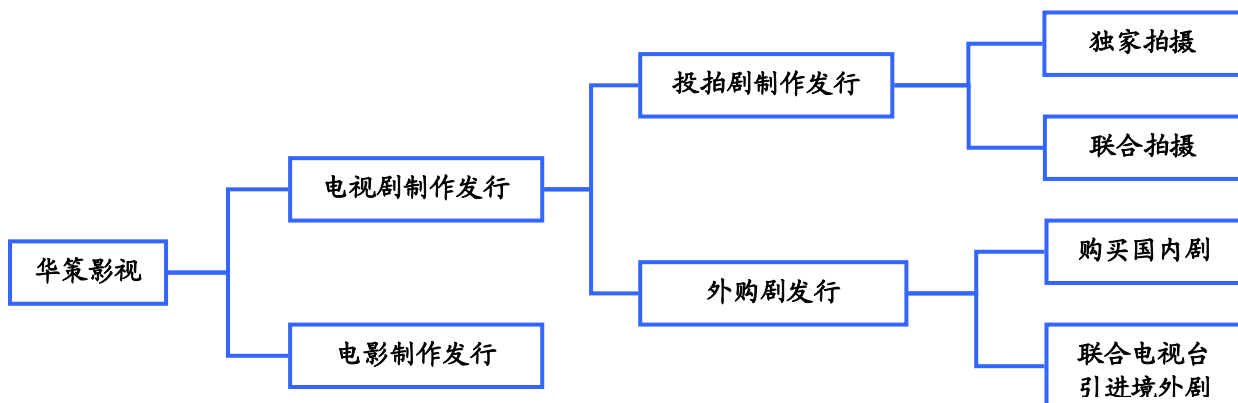
表3 华策影视IPO前后股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	股份数（万股）	持股比例（%）	股份数（万股）	持股比例（%）
傅梅城	2015	47.6	2015	35.7
大策投资（傅梅城控股89.46%）	1440	34.0	1440	25.5
浙商创投（实业投资，投资管理及咨询服务，资产管理）	424	10.0	424	7.5
上海六禾（实业投资、资产管理、财务咨询、投资咨询）	212	5.0	212	3.8
程圣德（董事、人力资源部、行政部、法务部经理）	25	0.6	25	0.5
金鹰（副总经理、董事会秘书、大策广告总经理）	25	0.6	25	0.5
赵彩芳（监事会主席，赵依芳的妹妹）	25	0.6	25	0.4
刘冠军（笔名刘恒，国内著名作家、编剧）	21	0.5	21	0.4
邹静之（国内“第一编剧”）	21	0.5	21	0.4
张伟英（财务总监）	17	0.4	17	0.3
陈宇舟（公司关联方青化山旅游担任管理职务）	10	0.2	10	0.2
本次发行	-	-	1412	25.0
合计	4236	100	5648	100

资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

公司电视剧业务分为投拍剧制作发行和外购剧发行两部分。从2007年到2010年上半年，公司投拍剧、外购剧发行收入累计占比63.5%和35.0%。此外，公司已经开始初步尝试电影制作与发行业务，今年上半年发行了处女作《A面B面》。

图1 华策影视主要从事业务及分类

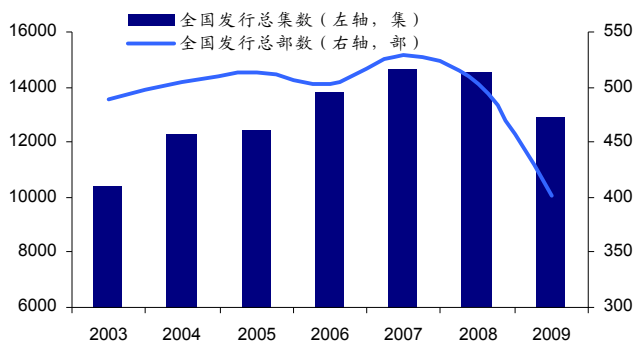


资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

2. 电视剧行业分析：过度投资之后大浪淘沙，精品电视剧风华正茂

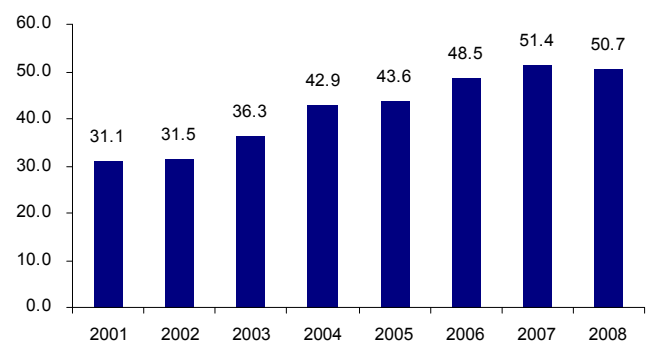
过度投资导致行业整体供过于求。中国的广播电视文化产业的产生和发展都有浓厚的管制色彩，电视剧作为政府对意识形态领域的引导和监管的有效工具也不例外，原先每个电视台都有自己的电视剧中心，每年有固定拨款，来制作一定数量的电视剧，并上交给电视台足够的剧集成品。然而，并非所有电视台都有充裕的资金规划用来制作电视剧，同时敏感的民营资本在嗅到电视剧市场巨大的利润空间后也跃跃欲试，二者一拍即合，虽然起初民营方没有合法地位，但仍会通过赞助、合作等多种形式介入。到了2003年和2004年，国家广电总局先后给24家民营制作公司颁发甲种电视剧制作许可证（乙种许可证通常是一剧一证，再拍必须重新申请；而甲种许可证可以独立制作和发行电视剧，拍摄不受时间和数量限制），民营力量才开始由幕后走向前台。在2008年之前，我国电视剧产量几乎都保持在每年净增1000集左右，民间资本的热情导致近年来电视剧市场一直处于整体供大于求的局面。

图2 国产电视剧产量变化



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图3 国产电视剧交易总额（亿元）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

大浪淘沙，强者胜出。供大于求自然带来行业充分的竞争，事实上，由于电视剧制作方的下游，电视剧的买方——电视台仍然拥有较强的垄断力量，民营电视剧制作行业竞争的惨烈程度要远远超乎人们想象。根据国家广电总局的统计数据显示，每年约有20%的电视剧在摄制完成后就因质量、题材等原因无电视台采购而被市场淘汰，另外有30%左右的电视剧只能以较低的价格在收视率较低的时段放映。以2008年为例，51家影视制作机构的上报数据显示，40%制作机构盈利，44%微盈或者持平，13%亏损，3%严重亏损。然而，这仅仅是51家机构上报的数字，事实上，在经历了一轮过度投资的狂潮后，中国目前持有《广播电视节目制作经营许可证》的机构有4057家，保守估计，其中有将近2000家机构在从事电视剧制作，多数机构不仅年产量少，成功率也不高，已经处在濒死的边缘。2008年全国电视剧产量第一次出现下降，被视为行业开始洗牌的信号，2009年继续减少了1500集。浮华过后，众多盲目投资者的身影逐渐减少，真正能历经市场洗礼，形成一定规模和品牌、保持盈利的民营机构大概只有十几家。

表4 2009年国营与民营机构获得国产发行许可证

国营机构		民营机构	
中国电视剧制作中心	380	海润	366
广东电视台电视剧制作中心	357	华谊兄弟	225
天津电视台电视剧制作中心	274	华策影视*	188
珠江电影制片有限公司	240	大连天歌传媒	122
广州市电视台	230	上海新文化传媒	119
辽宁电视台	216	小马奔腾	107
山东电影电视剧制作中心	211	慈文影视	103
湖南电视台	207	金英马	84
上海电影（集团）公司	196	中北电视艺术中心	78
中国国际电视总公司	181	北京华亿联盟文化传媒	67

资料来源：国家广电总局，海通证券研究所整理

注：由于未统计合拍剧，数字与公司招股说明书略有差别

精品电视剧供不应求，价格不断创出新高。虽然并没有制作方宣称自己的作品是“垃圾剧”，但事实上在每年四、五百部电视剧作品中，精品剧至多在 10% 左右。传统意义上而言，电视剧属于典型的卖方付费，即通过将消费者的注意力售卖给广告主从而实现其商业价值。根据广电总局的统计，2008 年每个频道平均每天播出 6.1 小时电视剧，占总播出时长的 34.1%，占 19:00-22:00 黄金时段节目总播出量的 53.3%，也就是说，对于大部分电视台来说，黄金时段的精品电视剧是吸引广告客户的最主要因素。因此，能拿到好的电视剧，将为电视台黄金档带来稳定的收视率，对全年广告经营和频道推广带来极大支持。反之，根据业内的规则，如果黄金时段的电视剧收视率低于 1%，广告商有权利选择撤单。由于精品电视剧供不应求，反而成了卖方市场，价格也一涨再涨。2005 年，当央视以每集 70 多万的价格买下《京华烟云》，已经创下了央视几十年来购片价的最高纪录。然而，时至今日，一部《新三国》单集售价高达 180 万元（仅包括四家卫视首播，音像版权和网络版权，若考虑到二轮播出和地面台，则每集售价高于 200 万），已不是央视独立所能“负担”的了。《新水浒》甚至还未开拍，就以 1 亿多元卖出了首轮播出权，基本收回投资。公司投拍的《天师钟馗》、《中国往事》，累计单集发行价也达到了 173 万和 132 万。

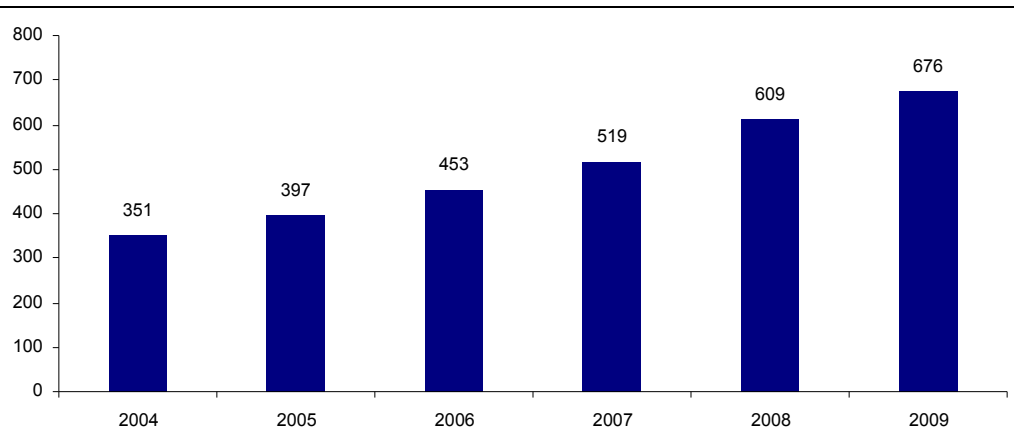
表 5 部分精品电视剧出售价格

时间	剧集	单集价格(万元)	出售形式
2010	新三国	180	四家卫视首播价，音像版权、网络版权
2009	手机	160	八家卫视二轮播出价
2009	金大班	120	两家卫视首播价
2009	我的团长我的团	100	九家卫视三轮播出价
2008	潜伏	60	四家卫视首播价
2007	士兵突击	20	多轮播放价
2005	京华烟云	70-80	央视独家

资料来源：海通证券研究所整理

三重马太效应，精品电视剧价格仍有上升空间。根据广电总局统计，2008 年度中央级电视台、省级电视台、省会级电视台制作和购买电视剧的资金总额为 54.9 亿元，而 2008 年全国电视广告收入达到 609 亿元。二者的差距固然是电视台强势垄断地位的体现，但也是未来精品剧价格提升的重要保证。虽然互联网等新媒体对传统媒体的分流压力不断加大，但总体而言，近年来全国电视广告收入仍能保持 10-15% 的增速，一般而言，电视台会以其广告收入为基础，制定一个合适的比例用于采购电视剧，目前来看，这一比例仍在不断上升（例如央视年购剧预算从 10 亿增至 16 亿，地方卫视中上海文广、北京卫视、江苏卫视、安徽卫视等也突破了 2 亿）。在此基础上，存在三重“强者恒强”的马太效应，有望促进精品电视剧价格进一步上升：第一，强势媒体会吸纳更多的广告资源；第二，有了更多的广告资源，强势媒体为增强自身吸引力，也会制定更为积极的采购预算；第三，在采购对象中，大投入的电视剧在阵容、制作过程以及宣传中都更有优势（甚至有的电视剧只要花钱拍出大场面就能保证基本水准），本身就是对收视率的一个保障。

图 4 近年来全国电视广告收入增长情况（亿元）



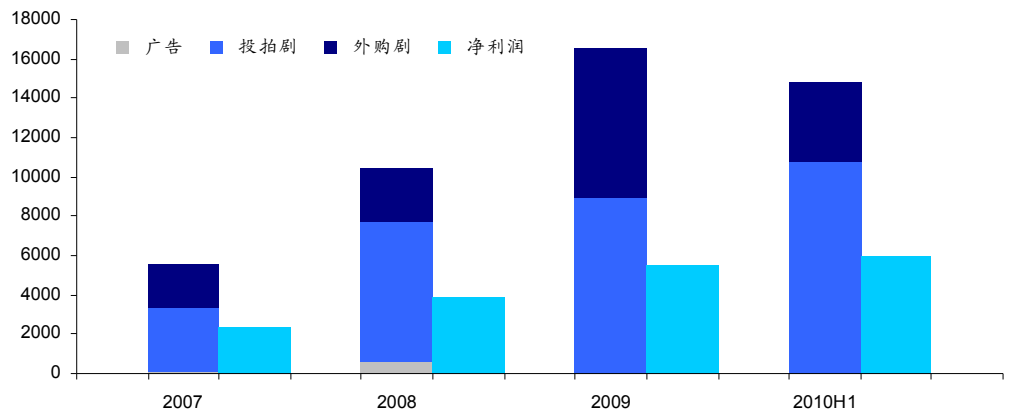
资料来源：国家广电总局，海通证券研究所

海外发行收入锦上添花，新媒体收入“飞来横财”。传统上讲，电视剧产品的主要销售渠道有三个，一是在国内电视台播放，二是音像制品发行，三是出口境外。由于知识产权、中外文化差异、国际营销网络等问题，后两者相对而言占比较小。然而，影视剧可以说是一个社会现阶段流行趋势的真实写照，伴随着工业品“中国制造”的输出，我国经济开始在上演扮演愈发重要的角色，文化的输出也是必然之路。近年来，一些古装、武侠剧开始在海外打开市场，甚至一些反映家长里短的故事也开始在东南亚等地被逐渐接受。此外，在正版化浪潮的冲击下，原先基本可以忽略不计的网络视频运营商开始高价购买正版电视剧版权（原先几千元一集，现在涨到数十万一集，根据新闻报道，新版《红楼梦》的网络版权卖到 20 万元一集）；据我们了解，优酷网新融资的 4000 万美元将用于正版内容，酷 6 网将投入 4400 万美元解决版权和带宽问题，土豆网将启动 1500 万美元投入正版内容，而乐视网在招股说明书中也披露今年将投入 1 亿元进行正版版权采购。无论是出口境外还是新媒体发行，对于内容制作方而言，几乎没有边际成本，其利润相当可观。

3. 公司经营分析

营收增长迅速。公司自成立以来一直专注于影视剧的制作、发行等业务。近年来公司无论是在投拍剧制作发行还是外购剧发行上都取得了巨大成功，2007 年、2008 年、2009 年和 2010 上半年营业收入分别为 5559 万元、10468 万元、16597 万元和 14890 万元，净利润分别为 2356 万元、3830 万元、5542 万元和 6001 万元。2007-2009 年收入、净利润复合增长率分别达到 73% 和 53%。

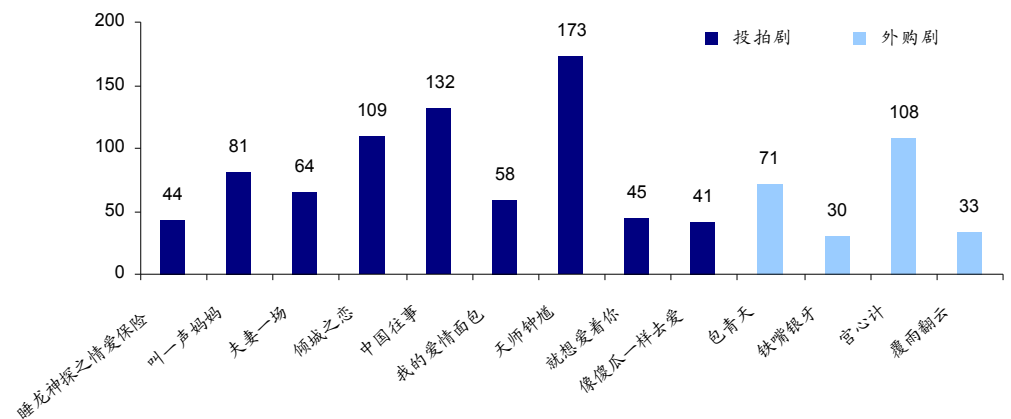
图 5 华策影视近 3 年主营业务收入及利润增长情况



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

从产品数量和单价来看，二者共同推动公司营收增长。一方面，公司取得发行收入的电视剧数量逐年上升，2007 年、2008 年、2009 年和 2010 上半年分别为 13 部、20 部、32 部和 30 部；另一方面，公司坚持“制造精品剧、打造电视大片”的产品定位，发行单价得到整体提升，公司投拍剧平均发行价约 94 万元/集，远高于行业平均水平。

图 6 华策影视近 3 年主要投拍剧和外购剧累计发行单价（万元）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

从不同产品来看，投拍剧是基石，外购剧是补充。从数字上看，公司是以投拍剧为主要收入和利润来源，2007 年-2010 年上半年，投拍剧和外购剧收入分别为 3 亿和 1.6 亿，占比分别为 64%和 35%；毛利分别为 1.5 亿和 1.1 亿，占比分别为 59%、40%。从本质上讲，公司在投拍制作业务的过程中，不仅形成了影视产业“内容为王”的核心竞争力，也更深入理解了产品的品质、观众的口味和客户的需求，帮助建立发行营销优势，在发行优势的基础上，又带动外购剧的发展。

年年有大片，部部是精品。市场是检验公司电视剧制作能力的最好标准。公司在电视剧市场精耕细作，自 2007 以来，公司投拍且发行的电视剧无一失手，实现了 100%的发行成功率，且 12 部电视剧单个累计收入均超过了 1000 万元。

- 《中国往事》：公司制作的《中国往事》改编自著名作家刘恒的小说《苍河白日梦》，凭借其大气恢弘的场景、精致唯美的画面，以厚重的历史感展开对人性的深入刻画和思考，赢得了大片的赞美之声，媒体与专家称其为“将是一部载入中国电视剧发展史册的精品力作”。《中国往事》不仅荣获中国电视剧的最高奖项“飞天奖”（多是授予主旋律电视剧），也在有“电视剧奥斯卡”的首尔国际电视节获长篇剧大奖。累计发行收入高达 5531 万，其海外收入也达到了 474 万元。

图 7 华策影视投拍电视剧《中国往事》



资料来源：海通证券研究所

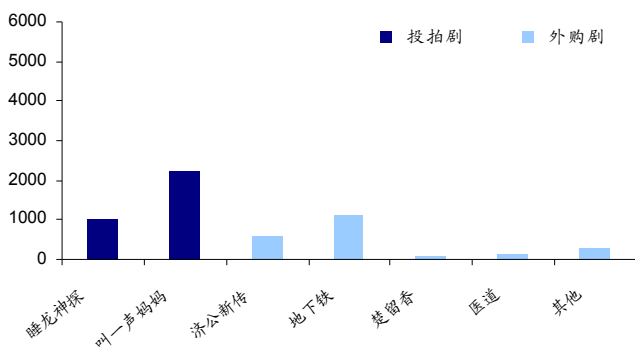
图 8 华策影视投拍电视剧《倾城之恋》



资料来源：海通证券研究所

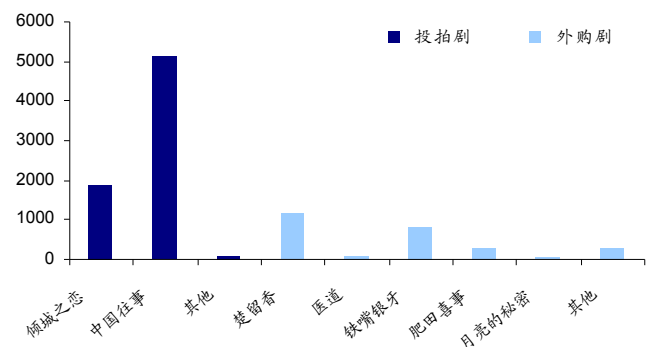
- 《倾城之恋》改编自张爱玲同名小说，由被媒体誉为“国内第一编剧”的邹静之担编剧和监制，这位以慢工出细活著称的大牌编剧，改编《倾城之恋》花了整整两年时间，几易其稿，将一万字的原著小说成功写成三十集长篇电视剧，甚至连琼瑶夫妇看后也直呼惊喜。倾城之恋在中央电视台首播、四家卫星电视台二播、之后全国电视台普发。该剧累计发行收入 3923 万元。

图 9 华策影视 2007 年主要获得收入的电视剧



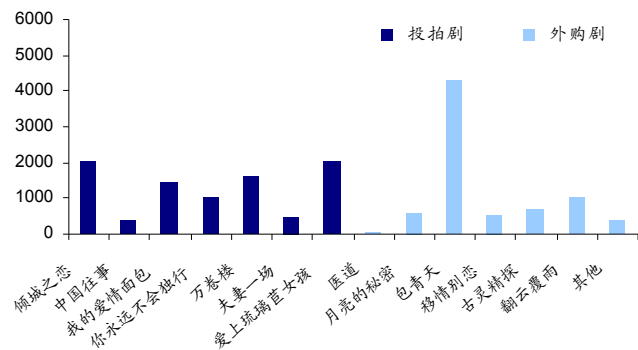
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 10 华策影视 2008 年主要获得收入的电视剧



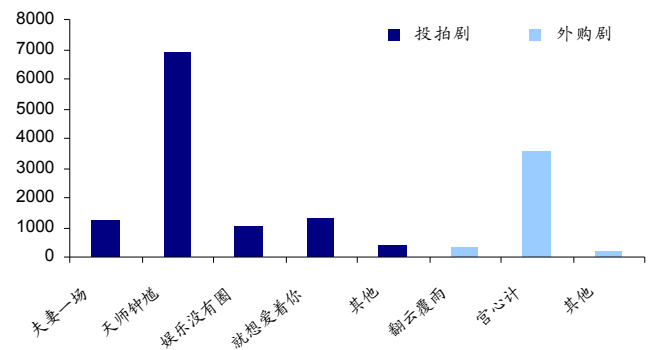
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 11 华策影视 2009 年主要获得收入的电视剧



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

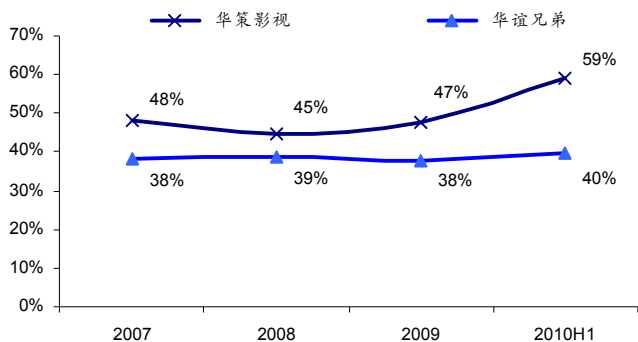
图 12 华策影视 2010 年 H1 主要获得收入的电视剧



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

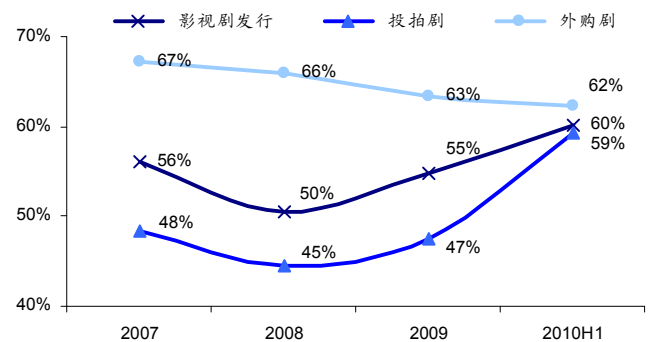
强大发行营销优势，毛利率水平较高。与同行业华谊兄弟的电视剧业务相比，公司投拍剧的毛利率水平较高，主要系公司在精细制作的基础上充分发挥了强大的发行营销优势，投拍剧获得了较高的发行单价。公司的外购剧毛利率更高，主要因为公司会根据购进前剧目播出的效果，选择盈利能力较强的剧目，且多数外购剧是境外公司早年拍摄且已回收成本的剧目（如从TVB购进的《楚留香》、《铁嘴银牙》、《肥田喜事》等），因此购买价格较为合理，并能取得较好的发行利润。

图 13 华策影视与华谊兄弟投拍电视剧毛利率对比



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

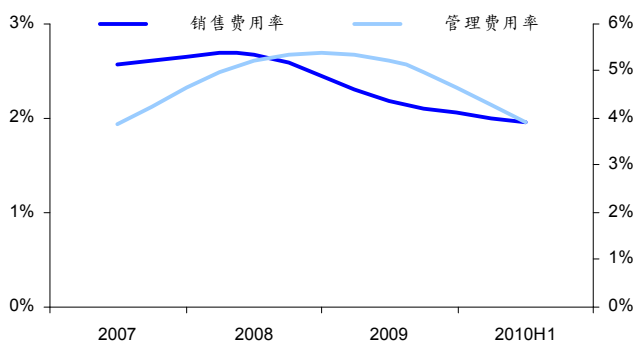
图 14 华策影视投拍及外购电视剧毛利率



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

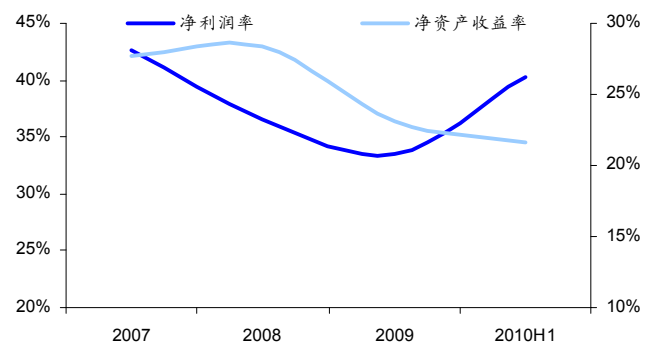
费用控制较好，净利润率较高。公司每年营业税在 5% 左右，销售费率稳定在 2% 左右，管理费用率在 5% 左右，再考虑到公司得到的政府补助，税前利润率基本在 40%。2010 年上半年，由于公司在毛利率提升的基础上费用又控制良好，净利润率也达到了 40%（25% 的所得税）。

图 15 华策影视近年来销售与管理费用率变化



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 16 华策影视近年来净利润率与净资产收益率



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

4. 公司竞争优势分析

严格的风险控制体系。不可否认,文化创意产业能否成功有一定的偶然性。过往的成功未必意味着未来一定成功。但无论从公司过往的“战绩”,还是看管理团队低调、务实的作风,都能反映公司对风险清醒的认识。我们认为,公司业务结构、形成的机制等,都能有效的控制投拍电视剧的风险。同时,作为一个经验丰富的团队,其成功也具有一定程度的可复制性。

- 业务布局上,公司坚持“策划一批、投拍及外购一批、发行一批、储备一批”的滚动式发展策略,通过外购发行、合作拍摄等,降低整体风险。
- 制作发行前后,公司会定期举行题材策划会,严格选取剧本,并提交公司立项委员会进行集体决策,以确保剧本的合规性和未来适销性;对于担任执行制片方的投拍剧,公司对整个拍摄过程全面掌控,并采取“预算审核+现场监督+资金回笼”的全程财务控制模式;发行网络的成熟也大大降低了公司产品适销性的风险。
- 公司实行“依靠但不依赖”的人才或资源使用原则,不将公司的经营寄托于某一人或少数几个人,而是根据公司整体发展规划来进行影视项目的布局,人才等资源的整合,经营管理更具有稳定性、可控性。

强大的发行能力。公司自成立以来就实施制作与发行并举的业务模式,发行能力在业内堪称一流。对比公司取得电视剧拍摄许可证占全国的比重(可以理解为拍摄数量,即产量)与公司发行收入占全国的比重(即销售收入),不难看出,后者要远远高于前者,说明公司产销率高(公司产品实现了100%的发行成功率),产品单价高(公司投拍剧平均发行价约94万元/集,行业平均在35万元/集)。

表6 华策电视剧销售收入与制作电视剧数量占全国总量的对比

	全国市场 交易金额 (亿元)	公司电视剧 发行收入 (万元)	公司电视剧 发行收入 占比	全国发行许 可证总集数	公司取得许 可证集数	公司取得许 可证占比
2009 年度*				13294	279	2.16%
2008 年度	50.74	9884	1.95%	14687	78	0.54%
2007 年度	51.35	5420	1.06%	14982	28	0.20%
2006 年度	48.46	2379	0.49%	14000	25	0.20%

资料来源:公司招股说明书,海通证券研究所

注:2009 年没有全国电视剧交易金额统计数据,如果按 60 亿计算,则公司占比 2.75 左右。

- 团队:公司实际控制人、总经理赵依芳女士曾在东阳市电视台、东阳市广电局任职,近三十年的从业经验能保证公司对于政策层面(如申请拍摄许可、通过主管部门的审核和对接广电系统的播放资源)的理解更加到位。公司副总经理、发行部总经理余海燕女士从事发行业务十余年,销售上千集影视剧,销售总额超过5亿元,是行内的销售精英。
- 制度:公司建立了成熟的国内外发行营销网络。国内市场发行分三个专业组,分别按项目发行,每年每组至少可发行电视剧4~6部。海外发行团队由业内资深发行人员组成。此外,公司计划逐步培养和引进10名左右经验丰富的专业发行营销人员,新设四个营销小组,包括一个国内发行、一个海外发行、一个新媒体发行、一个电影发行。
- 资源:公司多年的运作中与电视台建立了良好的合作关系,已与中央电视台、全国60多家省市级电视台(或广电集团)建立了业务合作。公司与湖南广播影视集团节目营销中心、安徽卫视、浙江广播电视集团三家国内电视剧采购能力较强的电视台签订了《战略合作协议》,以独家买断、预购合作模式等多种合作方式,就电视剧的制作和发行进行长期合作。此外,公司与香港TVB等境外影视剧制作机构保持长期的战略合作关系。

清晰的经营理念。由于我国影视剧行业监管较为严格,制作方必须充分考虑政治风险的规避和大众审美取向,从公司之前制作发行的电视剧题材来看,公司比较务实,对自身的职责和属性、观众的喜好、国家政策导向等都把握到位,在合规性方面严格把关,对敏感题材充分论证、谨慎选择,对违规题材一律否决,并坚持艺术性与商业性有效结合,自成立以来所投拍的电视剧全部通过广电部门的审核,已发行播放的电视剧全部实现在电视台黄金时段播出。

资源整合能力。公司目前实行项目跟踪管理制度,剧组人员全部外聘,公司只向剧组派驻投资方代表和专门的财务人员跟踪剧组的整个拍摄和后期制作情况,监控制作品质、费用支出和各环节的风险等。凭借经营团队良好的口碑和公司品牌吸

引力,公司将各类上下游优质资源聚拢并有效整合,与多位著名编剧、导演、监制等签订长期战略合作协议,形成了一批相互认同、能够与公司长期深度合作的合作伙伴,构筑了公司业务发展的强大基础。最值得一提的是,公司与国内两位重量级编剧刘恒、邹静之不仅有深度合作的基础,还转让了部分公司股权,签订了无限期协议,使其与公司利益趋于一致。

表 7 华策影视的两大重量级编剧

	简介	代表作	已合作或正在合作作品
邹静之	诗人出身,被媒体誉为国内“第一编剧”的金牌编剧,“影视界的摇钱树”	电视剧《铁齿铜牙纪晓岚》、《康熙微服私访》,电影《千里走单骑》,话剧《操场》、《莲花》,歌剧《西施》等	《倾城之恋》《操场》《西冷印社》
刘恒	我国著名作家、编剧,任北京市文联驻会作家、北京市作协主席、中国作家协会第七届主席团副主席	小说《伏羲伏羲》(改编为电影《菊豆》并担任编剧)、《秋菊打官司》(改编为同名电影并担任编剧),小说《贫嘴张大民的幸福生活》(改编为同名电视剧和电影《没事偷着乐》),电影《集结号》(担任编剧),话剧《窝头会馆》等	《中国往事》(改编自刘恒小说《苍河白日梦》)

资料来源:公司招股说明书,海通证券研究所

公司目前不从事艺人经纪业务,但在募集资金到位后,为了更好地巩固和利用艺人资源,公司将逐步引进约5名人员,择机设立艺人经纪部门,专门从事艺人经纪服务。

5. 募投项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 1412 万股,拟募集 3.2 亿元,全部用于“补充影视剧业务营运资金”项目及其他与主营业务相关的营运资金。实际募集资金扣除发行费用后的净额为 9.07 亿元,超募资金接近 6 亿元。

公司未来三年的战略发展目标是:经过 2 年多的发展,到 2012 年,公司每年投拍的电视剧将达到 20 部 600 集左右,每年外购的电视剧将达到 7 部 200 集左右,每年投拍的电影将达到 3~4 部左右。

公司目前有 40 名员工,为了更好的进行业务扩张,公司有意扩充现有专业团队至 69 人。

表 8 公司目前人员情况与未来计划扩张情况

项目	专业类别	目前人数	募集资金到位后 拟定人数/家数
员工	管理人员	7	7
	行政、财务类	8	11
	企划制作人员	9	14
	发行、营销人员	11	21
	品宣人员	5	8
	艺人经纪服务	-	5
	其他	-	3
	合计	40	69
签订战略合作协议	创作资源		
	作家编剧	7	10
	制片人	3	6
	导演、监制	5	8
	制作资源		
	艺术顾问	1	2
	制作机构	6	9
电影发行	电影发行机构	-	2
	合计	22	37

资料来源:公司招股说明书,海通证券研究所

同时，公司 2010-2011 年计划投拍电视剧 20 部/778 集，外购电视剧 250 集，投拍（合作）电影 6 部，三者分别计划投入 4.7 亿元、9700 万元和 1.83 亿元。我们比较看好公司投拍的电视剧《天师钟馗 II》、《京城四少》、《西泠印社》以及一些青春偶像剧。相对而言，公司在电影业务上的积累并不深厚，公司本身也比较审慎，我们暂时不给予公司进军电影业务过于乐观的预测，但也不排除公司通过一些合作影片获得较高收益的可能。

表 9 公司 2010-2011 年拟投拍影视作品

序号	影视剧名称	集/部数	实施主体	进展情况	已投资额 (万元, 截至 2010H1)
一	投拍电视剧				
1、	中国式爱人	35	华策影视	已备案公示	45
2、	古今大战秦俑情	38	华策影视	制作过程中	450
3、	施公奇案（上）	40	华策影视	已备案公示	-
4、	天师钟馗 II	40	华策影视	已备案公示	62
5、	书香世家	35	华策影视	已备案公示	100
6、	京城四少	40	华策影视	制作过程中	2752.80
7、	万卷楼 II	100	华策影视	已备案公示	33.46
8、	香格里拉	30	华策影视	已备案公示	300
9、	加油查美乐	25	华策影视、金溪影视	已备案公示	-
10、	天降财神	30	华策影视	已备案公示	-
11、	大律师	30	华策影视	前期筹备	65
12、	80 后时代	30	华策影视、金溪影视	已备案公示	5.6
13、	命运交响曲	30	华策影视、金溪影视	前期筹备	-
14、	阿飞正传	35	华策影视	前期筹备	-
15、	施公奇案（下）	40	华策影视	前期筹备	-
16、	宸宫	40	华策影视	前期筹备	7
17、	西施	40	华策影视	前期筹备	-
18、	西泠印社	40	华策影视	前期筹备	61
19、	金山	40	华策影视	前期筹备	142.86
20、	废都	40	金球影业	前期筹备	60
小计	20 部	778	——		4094.86
二	外购电视剧	——	——	——	——
小计	外购 250 集电视剧		华策影视	已外购 65 集	2282.25
三	投拍电影	——	——	——	——
1、	人鱼帝国	1	金球影业	制作过程中	2470
2、	暗算	1	金球影业	前期筹备	-
3、	大操场	1	金球影业	前期筹备	54.5
4、	太平轮	1	金球影业	前期筹备	342
5、	废都	1	金球影业	前期筹备	60
6、	解密	1	金球影业	前期筹备	100
小计	6 部电影	——	——	——	3026.50

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

6. 主要风险

主要业务扩展至电影制作发行存在不确定性的风险；外购剧大客户依赖风险；电视剧制作成本上升的风险；公司规模扩大后带来管理上的挑战。

财务报表分析和预测

收益率				
	2009	2010E	2011E	2012E
毛利率(%)	54.8	52.2	47.4	45.4
销售费用率(%)	2.2	2.2	2.3	2.5
管理费用率(%)	5.2	7.0	6.0	6.5
EBIT/销售收入(%)	45.1	40.5	36.3	33.3
EBITDA/销售收入(%)	45.5	40.7	36.6	33.6
资产获利率				
	2009	2010E	2011E	2012E
ROE(%)	30.6	7.4	9.5	10.7
ROA(%)	23.1	6.9	8.7	9.7
增长率				
	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入增长率(%)	58.6	78.0	51.5	40.4
EBIT 增长率(%)	94.1	59.6	35.9	28.9
EBITDA 增长率(%)	93.7	59.5	36.0	29.0
净利润增长率(%)	44.7	63.9	42.2	26.5
股东权益增长率(%)	45.0	63.6	42.2	26.5
资本结构				
	2009	2010E	2011E	2012E
资产负债率(%)	24.5	6.1	8.1	9.9
流动比率(倍)	4.0	16.3	12.4	10.1
速动比率(倍)	2.0	12.9	7.7	6.0
资产管理效率				
	2009	2010E	2011E	2012E
总资产周转率(次)	0.88	0.38	0.32	0.40
固定资产周转率(次)	86.94	110.29	120.94	144.70
应收账款周转率(次)	4.56	4.30	4.02	3.89
存货周转率(次)	1.48	1.60	1.15	1.04

利润表(万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16597	29547	44777	62882
营业成本	7504	14116	23544	34327
销售费用	364	650	1030	1572
管理费用	870	2068	2687	4087
财务费用	170	-204	-1290	-1109
投资收益	0	0	0	0
营业利润	6661	11236	16282	20441
EBIT	7492	11958	16251	20953
折旧摊销	53	79	117	155
EBITDA	7545	12036	16368	21108
利润总额	7364	12111	17219	21784
所得税	1821	3028	4305	5446
少数股东损益	-9	0	0	0
归属母公司的净利润	5552	9083	12914	16338
每股收益(元)	0.98	1.61	2.29	2.89
资产负债表(万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	6854	93900	78089	80284
应收款项	5088	9366	14127	19745
存货	4912	12705	28252	37760
流动资产	23711	130793	147544	168683
固定资产	207	329	412	457
总资产	24043	131247	148081	169266
应付账款	430	988	1413	2231
长期借款	0	0	0	0
总负债	5896	8000	11921	16767
股东权益	18147	123246	136160	152498
每股净资产(元)	4.26	23.24	26.22	29.97
现金流量表(万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	816	-7174	-16900	1286
投资性现金净流量	-197	-200	-200	-200
筹资性现金净流量	3114	94420	1290	1109
每股经营现金流(元)	0.14	-1.27	-2.99	0.23

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所预测

注: 每股收益按本次发行结束后的总股本 5648 万股计算。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

王茹远：互联网行业分析师

重点研究上市公司：

生意宝(002095.SZ)、北纬通信(002148.SZ)、拓维信息(002261.SZ)、焦点科技(002315.SZ)、神州泰岳(300002.SZ)、东方财富(300059.SZ)、顺网科技(300113.SZ)、腾讯控股(00700.HK)、阿里巴巴(01688.HK)

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,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。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授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

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 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

汪立亭
批发和零售贸易行业
(021) 23219399
wanglt@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(010) 58067935
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

刘惠莹
煤炭行业助理分析师
(021) 23219441
liuhy@htsec.com

潘鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

高远
宏观经济
(021) 23219669
gaoy@htsec.com

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongww@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

潘春晖
策略核心分析师
(021) 23219374
panch@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
基金分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

杨俭秋
基金分析师
(021) 23219605
yangjq@htsec.com

倪韵婷
金融工程分析师
(021) 23219419
niyt@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

冯梓钦
基金
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程
(021) 23219395
zhengyb@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