

增持 首次

华策影视 (300113)

2011 年 03 月 08 日

亮点不断，2010 看“天师钟馗”舞动“流星蝴蝶剑”；步步为营，2011 听“京城四少”奏响“命运交响曲”

传媒及互联网行业分析师：王茹远
SAC 执业证书编号：S0850210040002wangry@htsec.com
010-58067935联系人：白洋
baiyang@htsec.com
021-23219646

公司 3 月 8 日公布 2010 年年报。2010 年收入 2.82 亿元，同比增 70%，净利润 9618 万元，同比增 73%，实现 EPS 为 1.70 元，与业绩快报披露的数据一致。同时，公司拟以现有总股本 5648 万股为基数，10 转增 10 派 6 元。

- **投拍剧占比提升，外购剧平滑业绩。**公司 2010 年投拍剧收入 1.81 亿元，同比增长 101%，上半年表现较好的有《天师钟馗》、《就想爱着你》，下半年《流星蝴蝶剑》、《雪豹》等则可圈可点。从数量上看，2010 年实现收入的投拍剧相比 09 年增幅不大，且 60%集中在上半年，但发行价要普遍高于往年，因此收入增长较快。外购剧收入 0.98 亿元，同比增长 29%，虽占比下降，但全年分布较为均匀，一定程度上平滑了业绩的季节波动。

海外市场创佳绩，新媒体业务破局。2010 年公司海外销售 1285 万元，同比增长 104%。《流星蝴蝶剑》首次进行直接分销，是新媒体业务的积极尝试。由于网络正版环境的改善和视频网站日趋激烈的竞争，网络版权从几年前几千元/集飙升至数十万元/集，而且几乎没有边际成本，新媒体业务如果能有较大突破，将为公司提供可观的利润。

政府支持力度大。2010 年公司利润总额 1.30 亿元，其中政府补助 1265 万，同比也增长了 107%，可见政府尤其是浙江省杭州市对文化创意产业的支持，公司扣非后净利润 8333 万元。

- **主旋律与偶像剧并驾，自制剧与合拍剧齐驱，2011 年计划产量翻番。**公司 2010 年拍摄并获得发行许可证的剧目共 9 部 320 集，2011 年计划制作及参与制作的电视剧预计约 20 部 634 集，其中全额投资约 225 集，包括主旋律精品剧《中国式爱人》、《机密》、《山村女教师》、《西泠印社》，市场化偶像剧《命运交响曲》、《十二星座女人》、《情不自禁爱上你》等，其余则主要采取合拍方式。由于制作、发行、审批以及到最后上映尚需时日，2011 年首先贡献收入的应该是年初上映的《古今大战秦俑情》和不久后将上映的《京城四少》。此外，正在制作中的《钟馗传说》、《爱上查美乐》等预计也能在 2011 年贡献较多收入。

电影投拍步步为营，产业链延伸至院线业务。公司投资的电影《人鱼帝国》、《一场风花雪月的事》进入后期制作，预计 2011 年公映。2010 年公司与浙江时代电影大世界公司合作，将公司产业链延伸至影城院线业务，计划未来三年建成 50 家影院，预计 2011 年将有部分影院建成开业。

- **精品剧价格仍有望持续上升。**电视台竞争逐步加剧，新媒体分流初现成效，都会促进精品电视剧价格持续上升。历史上，虽然对于大部分电视台来说，精品剧是吸引广告客户的最主要因素，但电视台依靠其垄断力量，仍占有绝对议价优势，根据广电总局统计，2008 年电视台采购电视剧成本不到广告收入的 1/10。从大环境上看，近年来全国电视广告收入仍能保持 10-15%的增速，但随着电视台间竞争的加剧，强势媒体在吸纳更多的广告资源后，会加大采购投入强化其优势，精品电视剧价格增速应该超越电视台广告收入增速；同时，正版环境改善后，来自新媒体的分流，也开始对电视台收视率构成压力，不仅网络版权价格飙升，也促进精品电视剧价格水涨船高。

公司长期成长取决于能否克服“规模不经济”。公司 2011 年计划制作及参与制作的电视剧预计约 20 部 634 集，外购 200 集左右，到 2013 年计划年制作发行电视剧 1000 集。我们认为公司在资金、渠道上都具有领先优势，短期内依靠团队经验复制以往的成功并无明显瓶颈。但当扩大再生产达到一定规模时，如何能从单纯依赖团队个人杰出能力的“作坊式”生产到大规模、工业化的运作中，仍能在不增加过多额外成本的情况下，提高产量、保持质量，则对公司的人才、管理等，都提出了较高的要求。

- **首次给予“增持”的投资评级和 115 元目标价。**在当前股本的基础上，我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.39 元、3.28 元和 4.25 元。展望未来十年，不同媒体渠道竞争加剧，正版环境改善，对优秀内容的争夺不断升级，“内容为王”将是贯穿电视剧行业的主旋律之一。公司自身团队丰富的经验、渠道、资金上的优势，也为公司短期内的扩张提供了保障。无论行业还是公司，都具备一定投资价值。按照 2012 年 35 倍市盈率，对应目标价 115 元，首次给予“增持”评级。
- **主要风险：**生产计划执行进度带来的季节性波动；规模扩大后带来管理上的挑战；电影制作发行不确定性较大。

表 1 华策影视利润表预测（万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	10468	16597	28184	44265	65700	86832
投拍剧	7150	8994	18118	29505	47170	66038
外购剧	2735	7590	9781	10658	11628	12791
电影			284	4100	6900	8000
减：营业成本	5471	7504	12170	21251	33501	44402
营业税金及附加	525	894	1501	2358	3500	4625
毛利	4997	9093	16014	23014	32199	42430
营业费用	281	364	1185	1549	2168	2779
管理费用	547	870	1977	2877	3942	5210
财务费用	28	170	-402	-858	-1031	-982
资产减值损失	17	134	-35	133	163	225
投资收益	0	0	-52	0	0	0
二、营业利润	3601	6661	11735	16954	23457	30573
加：营业外收入	265	722	1265	1100	1360	1500
减：营业外支出	35	20	39	61	90	47
三、利润总额	3831	7364	12961	17994	24727	32026
减：所得税费用	1	1821	3343	4498	6182	8006
四、净利润	3830	5542	9618	13495	18545	24019
归属母公司所有者的净利润	3827	5552	9618	13495	18545	24019
少数股东损益	3	-9	0	0	0	0
五、每股收益（元）	0.68	0.98	1.70	2.39	3.28	4.25

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所预测

注：每股收益均按照当前 5648 万股本计算。

信息披露

分析师声明

王茹远：互联网与传媒行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

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）、同花顺（300033.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）。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。