

2011-03-08

传播与文化

华策影视 300133-SZ

专注精品剧细分市场成就高增长

◇ 事件：公司公布 2010 年报

◆ 公司市场占有率持续扩大，稳居中国电视剧制作行业“第一方阵”

公司 2010 年实现营业总收入 2.82 亿元，同比增长 69.81%；净利润 9617.76 万元，同比增长 73.24%；按上市后总股本计，每股收益 1.7 元，比上年增 73.47%。公司拟以现有总股本为基数，10 转增 10 派 6 元。电视剧行业的特性决定了公司需先期投入运营资金。上市助公司克服了资金瓶颈制约，整体实力明显提升，电视剧销售收入占全国电视剧总金额比例由 2009 年 3.03% 升至 4.71%；产能提高到年产 320 集，并将在 2011 年实现翻番，在国内电视剧制作公司中具有领先优势。

◆ 战略定位清晰，精品剧与“黄金档”共生共荣，成为核心竞争优势

公司在电视剧的市场竞争中，抓住了精品剧这一细分市场。精品剧能拉动收视，带动广告投放，处于强势地位的电视台也因此不惜重金购买，精品剧价格一路飙升。公司的长期客户湖南广电、安徽广电、浙江广电的电视剧采购能力较强，其广告收入也位列 2010 年全国地方卫视十强。公司已发行播放的电视剧全部实现在黄金时段播出，多部剧在播出时获得同档收视率前三名，并且平均售价为 94 万元/集，而黄金档的市场平均水平为 70~80 万元/集。2010 年投拍剧的毛利率达到 51.4%，远高于 30% 的市场平均水平。

◆ 国家文化产业政策和新媒体崛起助公司扩大利润来源

政府对文化产业的战略定位和资金支持都是公司未来发展中的利好因素。2010 年公司获得的地方政府补助和奖励为 1264 万元，占利润总额 9.8%。在国家鼓励文化走出去的政策背景下，公司的海外销售额 2010 年达 192 万美元，同比增 103%。2011 年公司海外销售额有望倍增。此外，公司积累的优秀内容资源和渠道，还能通过新媒体分销取得利润，分享新媒体的成长。

◆ 当前估值较高，但公司的行业领先优势将扩大，给予增持评级

以当前股价计，2011-2013 年市盈率分别为 42、31、23，处于传媒板块估值高端。但电视剧行业高资金投入的特点决定了各制作机构的实力差距持续拉大，我们预计电视剧市场将被具有精品剧持续生产能力的公司主导，公司的领先优势能够进一步扩大。按 50 倍市盈率，对应目标价 116.5 元，给予“增持”评级，同时提示电视剧适销性等风险因素。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	166	282	441	639	895
营业收入增长率	58.55%	69.81%	56.50%	44.96%	39.91%
净利润（百万元）	56	96	132	182	240
净利润增长率	45.05%	73.24%	36.91%	38.16%	31.97%
EPS（元）	0.98	1.70	2.33	3.22	4.25
ROE（归属母公司） （摊薄）	30.59%	8.10%	9.98%	12.50%	14.71%
P/E	100	58	42	31	23
P/B	31	5	4	4	3
EV/EBITDA	62	42	30	22	17

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

增持

当前价格	98.41 元
目标价格	116.50 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦（执业证书编号：S0930510120024）

021-22169975

zhouliqian@ebcn.com

联系人：

孙金霞

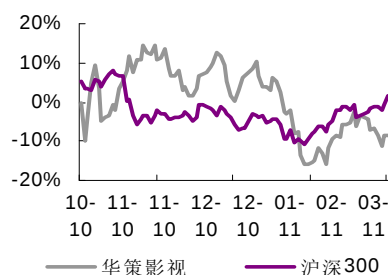
021-22169042

sunjx@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	56
总市值(百万元)	5,558
流通比例(%)	25.00%
12 个月最高/最低(元)	127.50/86.33
近 3 月日均成交量(百万股)	0.42
主要股东	傅梅城

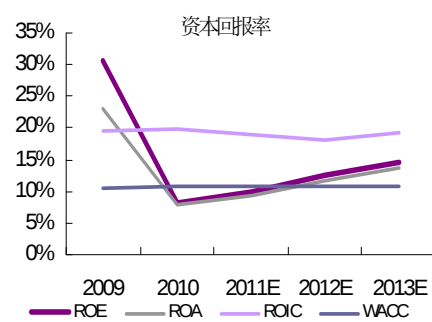
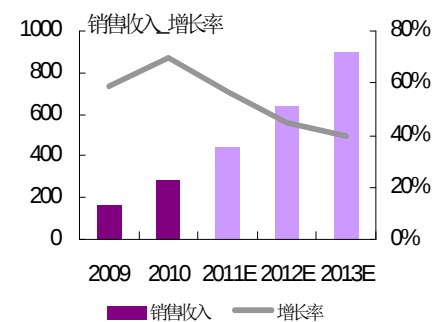
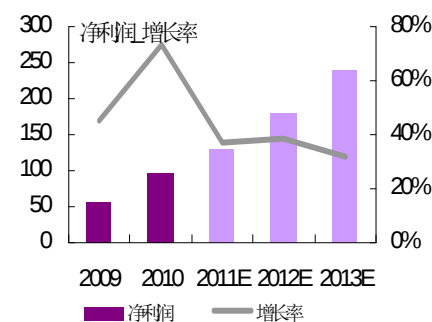
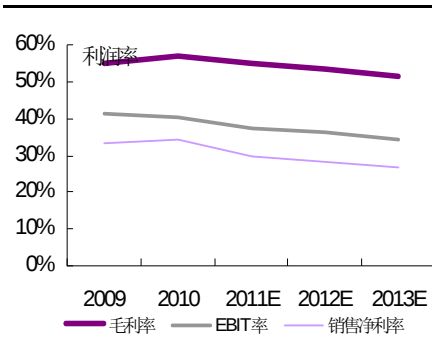
股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-3.22	-16.48	0.00
绝对收益	5.14	-12.29	0.00

相关报告：

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	166	282	441	639	895
营业成本	75	122	199	297	434
折旧和摊销	1	1	0	1	1
营业税费	9	15	23	34	48
销售费用	4	12	20	29	45
管理费用	9	20	33	48	63
财务费用	2	-4	-8	-8	-11
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0
营业利润	67	117	173	240	317
利润总额	74	130	176	243	320
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	55.52	96.18	131.68	181.94	240.11

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	240	1,211	1,391	1,558	1,749
流动资产	237	1,184	1,361	1,522	1,707
货币资金	69	969	997	985	1,143
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	49	37	71	102	143
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	2	1	2	3	4
存货	49	80	132	193	69
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	19	19	19	19
固定资产	2	4	8	14	20
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	59	23	72	103	118
无息负债	41	23	72	103	118
有息负债	18	0	0	0	0
股东权益	181	1,188	1,320	1,455	1,632
股本	42	56	56	56	56
公积金	96	1,000	1,014	1,015	1,015
未分配利润	43	131	249	384	560
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	11	28	24	33	218
净利润	56	96	132	182	240
折旧摊销	1	1	0	1	1
净营运资金增加	95	157	228	300	217
其他	-140	-226	-335	-450	-240
投资活动产生现金流	-2	-22	-4	-6	-7
净资本支出	1	5	4	6	7
长期投资变化	0	19	0	0	0
其他资产变化	-3	-47	-9	-13	-14
融资活动现金流	31	895	8	-38	-53
股本变化	17	14	0	0	0
债务净变化	-2	-18	0	0	0
无息负债变化	17	-18	49	31	15
净现金流	41	901	28	-11	158

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	58.55%	69.81%	56.50%	44.96%	39.91%
净利润增长率	45.05%	73.24%	36.91%	38.16%	31.97%
EBITDA 增长率	87.90%	67.13%	43.73%	40.36%	32.36%
EBIT 增长率	88.25%	66.65%	45.07%	40.09%	32.17%
估值指标					
PE	100	58	42	31	23
PB	31	5	4	4	3
EV/EBITDA	62	42	30	22	17
EV/EBIT	62	42	30	22	17
EV/NOPLAT	83	57	40	29	22
EV/Sales	26	17	11	8	6
EV/IC	16	11	7	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	54.79%	56.82%	54.77%	53.51%	51.51%
EBITDA 率	41.48%	40.82%	37.49%	36.30%	34.34%
EBIT 率	41.16%	40.39%	37.44%	36.19%	34.19%
税前净利润率	44.37%	45.99%	39.81%	37.94%	35.79%
税后净利润率 (归属母公司)	33.45%	34.13%	29.85%	28.46%	26.84%
ROA	23.05%	7.94%	9.46%	11.68%	13.73%
ROE (归属母公司) (摊薄)	30.59%	8.10%	9.98%	12.50%	14.71%
经营性 ROIC	19.50%	19.89%	18.88%	18.04%	19.36%
偿债能力					
流动比率	4.02	51.07	18.95	14.81	14.52
速动比率	318.83%	4762.47%	1712.02%	1293.42%	1392.87%
归属母公司权益/有息债务	10.08	-	-	-	-
有形资产/有息债务	13.29	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.98	1.70	2.33	3.22	4.25
每股红利	0.00	0.00	0.82	1.13	2.55
每股经营现金流	0.20	0.49	0.43	0.59	3.86
每股自由现金流(FCFF)	-0.77	-1.36	-1.92	-2.34	0.12
每股净资产	3.21	21.03	23.36	25.77	28.89
每股销售收入	2.94	4.99	7.81	11.32	15.84

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获得新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。