

2011-05-19

酌情消费品/传媒

证券研究报告

公司研究 / 深度研究

华策影视 (300133)

增持/首次评级

股价: RMB37.31

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:s1000510120005

(0755)8249 2723

yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

刘佳宁

(0755)8249 2212

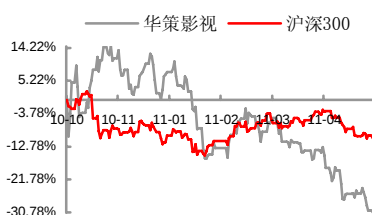
liujn@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	113
流通 A 股 (百万股)	113
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	4,215

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

保“质”增“量” 渐成大器

--华策影视首次覆盖报告

- 华策影视是一家专注于影视剧制作、发行和衍生业务的企业, 目前主要业务为投拍、发行和引进电视剧。公司还开展了电影投资、院线投资等业务, 向影视行业多个产业链环节拓展。
- 公司电视剧投拍规模进入大幅扩张阶段, 今年计划制作电视剧 20 部, 远超 2010 年的 8 部, 若能够实现该计划, 公司会成为中国电视剧产量第一的机构。大幅扩张的原因在于上市募集 9 亿资金解决了公司发展的资金瓶颈。
- 公司投拍电视剧毛利率高达 50% 附近, 主要原因在于三点: 公司主动对制片过程进行严格管理, 有效达成了对剧组这一松散组织的成本约束; 公司善于挖掘潜力演员, 在电视剧成本最高的片酬部分开支节制; 公司积极开展针对海外市场 and 互联网市场的精细化销售, 带来了比较丰厚的边际效益。公司的高毛利具备长期维持的可能。
- 公司对电视剧质量的高要求通过与知名编剧合作实现, 目前的股东中有大陆一线编剧邹静之和刘冠军, 长期合作对象中包括著名编剧麦家等等。剧本的优秀辅之以公司对各电视台客户需求的深入理解, 使公司能够在大陆一线省级电视机构中获得市场份额及影响力。预计公司 2011 年和 2012 年的投拍剧销售收入将达到 2.4 亿元和 3.5 亿元。
- 公司长期从香港引进电视剧在大陆市场销售, 2009 年和 2010 年该项收入达约 7600 万和 9800 万元, 目前公司已将引进地区扩大至日韩与东南亚等, 预计引进剧规模 2011 年和 2012 年达到 1.4 亿元和 1.6 亿元。
- 公司在电影制片和院线上已开始布局, 其中制片尚处于摸索阶段, 而院线建设则因与大陆排名第七的院线浙江时代合作而发展速度较快, 浙江时代是国资背景、资源丰富, 预计双方合资的院线将在年底拥有 50 家电影院。
- 预计公司 2011 年和 2012 年收入分别为 4.2 亿元和 5.8 亿元, 归属母公司所有者净利润 1.3 亿元和 1.6 亿元, 对应的 EPS 为 1.10 元和 1.45 元, 目前股价位 37.31 元, 2011 年动态市盈率为 33.9 倍, 首次评级予以“增持”。
- 风险提示, 某部电视剧和电影若发行受阻, 则财务影响将非常显著。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	281.8	421.0	575.0	800.0
(+/-%)	69.8	49.4	36.6	39.1
归属母公司净利润(百万元)	96.2	125.0	164.0	225.0
(+/-%)	73.2	30.0	31.2	37.2
EPS(元)	0.85	1.10	1.45	1.99
P/E(倍)	43.8	36.4	27.7	20.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

华策影视公司简介.....	4
从分散向集中缓缓转变的电视剧市场.....	4
电视剧市场供需失衡	4
对未来电视剧市场趋势的判断.....	6
华策影视电视剧业务的分析与预测	7
电视剧的生产节奏规律	8
投拍剧发展思路保“质”增“量”	8
华策影视引进剧预测	13
销售团队与客户关系	14
华策影视电影和电影院业务预测	14
盈利预测与估值	15
风险提示	16

图表目录

图 1: 电视台播放电视剧时间和电视剧成交额	5
图 2: 获取发行许可证的电视剧数量	5
图 3: 华策影视电视剧业务的主要经营方向	8
图 4: 华策影视电视剧生产的主要时间点分析	8
图 5: 华策影视每年投资制作的电视剧数量	10
图 6: 华策影视电视剧单集加权收入和毛利率	10
表格 1: 电视剧制作相关许可证发放情况	5
表格 2: 优质电视剧价格样本	6
表格 3: 华策影视 2007 年以来投资电视剧的情况	9
表格 4: 投拍电视剧业务测算	12
表格 5: 华策影视部分签约作家情况	12
表格 6: 华策影视披露的引进剧电视剧数量	13
表格 7: 引进电视剧业务测算	13
表格 8: 华策影视最近四年前五大客户名单	14
表格 9: 2010 年中国电影业院线排名	15
表格 10: 华策影视经营数据预测 (百万元)	15

华策影视公司简介

浙江华策影视股份有限公司一家专注于影视剧制作、发行和衍生业务的企业，其主要业务包括自身全资或者与其它公司联合投资拍摄并发行电视剧、与境外合资拍摄并发行电视剧以及发行从海外引进的电视剧，公司电视剧的发行量和销售价格在电视剧领域位居前列。公司上市后围绕娱乐行业积极寻找更宽广的发展空间，目前已经较为明确的通过与国内排名第六的院线公司浙江时代大世界有限公司合资大规模进入电影院经营领域，并小规模尝试投资电影制片业务。

华策影视的实际控制人为傅梅城和赵依芳夫妇。其中赵依芳是公司的总经理，傅梅城是公司的第一大股东，其个人持有公司 35.68% 的股份，并在占公司 25.5% 股份的第二大股东杭州大策投资有限公司中拥有 89.73% 权益，合计控制华策影视 58.56% 权益。公司的部分高管和电视剧创作核心人员也为公司股东，其中著名编剧邹静之和刘冠军各自持有公司 0.38% 的股份、公司负责发行业务的副总经理余海燕通过大策投资间接持有公司 0.51% 权益、公司副总经理兼董秘金骞持有公司 0.45% 的股份、财务总监张伟英持有公司 0.30% 的股份。

从分散向集中缓缓转变的电视剧市场

电视剧市场供需失衡

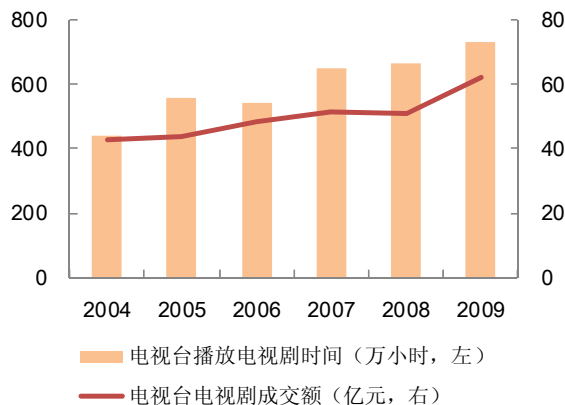
我们分析发现，中国大陆电视剧市场总的供给和需求处于“逆向”的走势中，播出方的需求在显著上升，而制作方的供给却出现下降。

目前，中国大陆电视剧市场主要的采购者仍然是电视台，虽然互联网视频网站的需求在显著增加，但总采购额在 2010 年预计不足 4 亿元，仅占总市场成交额 6% 左右。电视台的电视剧需求在最近五年有了明显得上升，主要体现在电视剧的播出时间的变化。从 2004 年至 2009 年，中国大陆电视台电视剧播出时间呈阶梯状上升，分别在 2005 年和 2007 有过大幅增长（见图 1），2005 年是由于“同一电视剧集不能同时在四家以上上星频道中播出”的政策开始执行，导致了电视剧购买量与播出时段的争夺，2007 年则是由于对选秀节目的清理造成了电视剧播出成为电视台竞争的主战场。

在需求上升的同时，电视剧制作方的供给却出现了滑坡。2004 年至 2008 年，每年电视剧的产量尚能保持在每年 500 部以上，但是经济危机造成了 2009 年电视剧产量骤降到 402 部，2010 年前三季度仅 294 部、全年 436 部（见图 2）。

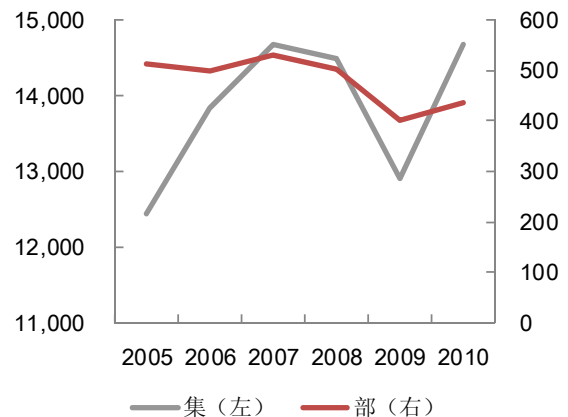
在需求上升、供给下降的同时，和电视台相关的电视剧交易成交额在缓慢上升，并在 2009 年出现了大幅的增长（见图 1），这种成交额的增长也和部分优质剧价格的上升有关。

图 1: 电视台播放电视剧时间和电视剧成交额



资料来源: 国家广电总局, 华泰联合证券研究所

图 2: 获取发行许可证的电视剧数量



资料来源: 国家广电总局, 华泰联合证券研究所

电视剧行业需求上升与成交额的上升没有促成供给的复苏和提高, 说明电视剧行业处于一种整体供过于求但有效供给不足的局面, 这种局面的产生是由于以下四点原因:

第一, 非理性投资涌入电视剧制作领域, 造成了供给曲线超越了行业固有的供需关系。这部分非理性资金大多来自于暴利行业, 希望参与具有公众效应和明星光环的娱乐领域, 而恰恰影视行业投资门槛低、周期短, 与资金的诉求一拍即合, 从而造成了投资迅速转换成供给。这种供给加大的诱因并不是市场本身造成的, 所以很容易就出现了行业整体上的供过于求。近些年, 获得广播电视节目制作经营许可证的、可以参与制作电视剧的公司数量在飞速上涨, 而真正具备长期电视剧生产资格的甲类电视剧制作公司的数量却维持不变, 这是供给非理性变化的显著体现 (见表 1)。

表格 1: 电视剧制作相关许可证发放情况

许可证名称	2006	2007	2008	2009	2010
电视剧制作许可证甲种	-	117	117	132	132
广播电视节目制作经营许可证	1,944	2,442	2,874	3,343	4,057

资料来源: 国家广电总局, 华泰联合证券研究所

第二, 重要生产要素——知名演员、导演、制片和编剧具备稀缺性。这种稀缺性的特征在行业非理性投资涌入的情况下必然导致重要生产要素价格上升, 进而电视剧制作成本被提高。2009 年到 2010 年底, 知名演员的最高片酬从 12 万每集上涨至 30 万每集, 知名编剧的价格也已经基本上和演员持平, 而同期, 优质电视剧制作成本已经从最高 70 万每集上升至最高 200 万每集 (见表 2)。

表格 2：优质电视剧价格样本

电视剧	成本	单集价格	总售价
新《三国》86 集	1.55 亿	267 万（含网络35万）	2.3 亿
新《西游记》70 集	1 亿	280 万（含网络30万）	1.96 亿
新《水浒》80 集	1.3 亿	200 万	1.6 亿
新《红楼梦》50 集	1.18 亿	240 万（含网络30万）	1.22 亿
《金婚风雨情》50 集	3500 万	180 万（含网络6万）	9000 万
《我的团长我的团》43 集	5000 万	150 万	6450 万
《杨贵妃秘史》49 集	6000 万	130 万	6370 万
《手机》36 集	3000 万	160 万	5760 万
《潜伏》30 集	1800 万	157 万	4710 万
《婚姻保卫战》33 集	2500 万	135 万（含网络15万）	4455 万

资料来源：网易娱乐频道，华泰联合证券研究所

第三，电视台竞争在 2009 年开始加剧，这导致了对优质电视剧的争夺，并推升了优质电视剧的价格。2009 年，省级电视台竞争加剧的原因是 2008 年的汶川地震、奥运会等重大事件吸引了观众的注意力，观众更多的选择了央视和事件发生地的卫视，部分传统强势省级卫视的收视份额出现滑坡或者割裂性低谷；同时，经济危机的到来使电视台意识到广告需求可能会在 2009 年下降。在上游和下游同时滑坡的情况下，电视台选择之一就是加大了对优质电视剧采购力度，因为电视剧带来的广告收入占电视台收入的 60% 左右，优质电视剧不仅维持或者重新推升收视份额，还能获得观众的品牌认知。这种采购的争夺和电视剧制作成本的上升碰撞在一起时，形成了正反馈，于是优质电视剧价格快速的上涨，稀缺性凸显。

第四，国家对电视台题材的限制引起了供给的丰富性，并引发电视剧制作公司之间更加激烈的竞争。近年来，广电总局正式和非正式限制的电视剧题材包括家庭伦理、涉案、腐败、戏说历史以及部分古装题材，电视剧制作公司能够制作的题材有限，必然会出现同质化，电视台选择的范围也被缩小。同质化的结果就是电视台更愿意争购制片质量高的电视剧，而制片机构为了吸引电视台的眼光就必须争抢本就短缺的重要生产要素。广电总局对电视剧题材的限制进一步加剧了有效供给不足的局面。

对未来电视剧市场趋势的判断

我们对未来电视剧市场的判断是：电视台依旧是电视剧制作领域的最主要参与者、电视剧产量保持平稳、电视剧平均价格小幅上升、大型电视剧制作公司市场份额提升。

第一，除了作为体制内单位的工作任务要求、满足区域市场方言剧要求外，电视台参与电视剧制作领域的动力是来自于差异化竞争、对电视剧营销的掌控以及预算的充足。自制电视剧并且自己独播是电视台避免自《我的团长我的团》之后抢播愈演愈烈的最佳手段，虽然独播带来的广告收入不能超越抢播的知名电视剧，但是却会将电视台差异性体现的非常充分，差异性能够带来观众的认知，认知的积累可以形成品牌的影响力，最终按照 CTR 的研究成果，品牌的影响力将带来更大的广告价值。同时，自制剧会给电视台带来更多的附加值，例如北京电视台和浙江电视台共同投拍并且共同首播了电视剧新《红楼梦》，两台均在整个电视剧的相关活动中收回了电视剧

的投资，湖南电视台不仅在自拍剧《一起又看流星雨》中进行植入广告，还掌握着拍摄续集的自主权，也就是说在提升电视剧附加值的同时也做到了对市场的把握。所以，一线电视台在广告收入不断创新高的情况下可以加大电视剧的投资预算，并逐步提高自制剧投资的比例。

第二，电视剧的市场需求将保持平稳，供过于求的情况下，电视剧产量没有上升的动力。需求无法显著提升的原因是广电总局在 2010 年 3 月份下发《关于进一步规范卫视综合频道电视剧编播管理的通知》。通知规定，除国家法定节假日外，电视剧每天播出时间总量不得超过每天播出电视时间总量的 45%；同一部电视剧在 19:00 至 24:00，播出总集数不得超过 3 集。这样，在电视剧采购主力——卫视电视台数量不会上升的情况下，电视剧的总需求必然是保持平缓的。

第三，在供过于求没有明显改善、电视台加大自制剧力度的影响下，电视剧市场整体的价格将主要由成本上升和网络视频网站的需求推动，其中前者推动的是向电视台的销售价格，而后者推动的是电视剧的边际效益。根据优酷在美国的披露，优酷的电视剧的网络版权采购价格在 2009 年上涨了 2 倍，2010 年上涨了 1 倍以上，另外根据乐视网和华谊兄弟之间的最新交易，无论质量如何，电视剧平均每集的网络售价为 9 万元以上。

第四，电视剧市场供过于求、整体价格没有较大上升空间以及销售模式不透明就导致了电视剧单剧投资的风险并没有下降，于此同时，电视剧的制作成本却在上升，规模较小的企业理性的选择应该是逐步减小投资，而项目较多的大型电视剧公司则可以依靠资金优势扩大产量，在分散投资的情况下平滑单剧的风险。对于电视剧行业重要的优质资源，如知名演员、编剧、制片和导演等，为确保可以获得足够的投资、销售保障与营销力度，合理的选择也应是大型制片公司或者电视台合作。

总体上，我们认为，在 2011 年，电视剧市场将向大型电视剧制作公司和电视台制作机构倾斜，行业集中度将缓慢提升。

华策影视电视剧业务的分析与预测

电视剧制作和发行是华策影视的核心业务，公司电视剧业务经营方向主要分为两类：一是自身参与电视剧的投资和制作（以下简称“投拍剧”），并将电视剧成品在大陆和海外地区发行；二是从大陆以外的地区引进电视剧在大陆地区发行。

在投拍剧中，更为细致的分为自制剧、合拍剧和联合投资剧三类，自制剧是指公司全部投资并占有所有权益的电视剧，合拍剧是指公司和大陆以外机构合作投资的电视剧，联合投资剧是指公司和大陆其它机构合作投资的电视剧。公司在合拍剧和联合投资剧上能够获得的权利和投资的比例有较大关系，一般按照投资比例分享收益，对于投资较少的电视剧，例如在定期报告和招股说明书中投资比例标注为“不适用”的电视剧公司仅仅是取得了署名权、海外发行权、改编权、衍生品发行权等权益的其一或全部，创收极为有限。

图 3： 华策影视电视剧业务的主要经营方向

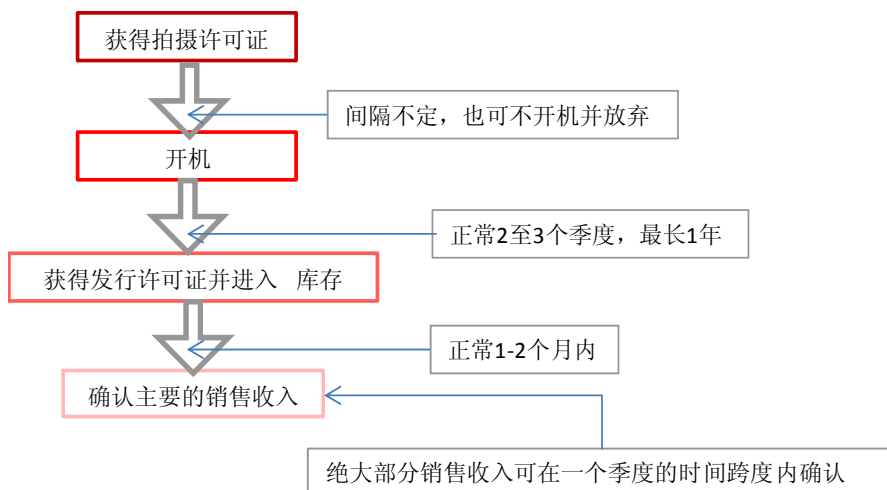
获取权益方式	分类	权益
100%投资	自制剧	全部权益
与境内机构联合投资	联合投资剧	按投资比例分享，署名权、海外发行权、改编权、衍生品发行权等
与境外机构合资	合拍剧	
购买发行权	海外引进剧	大陆销售收入

资料来源：华策影视公司公告，华泰联合证券研究所

电视剧的生产节奏规律

我们根据招股说明书和 2010 年年报，对公司电视剧业务进行了梳理，我们发现公司 2010 年实现发行（接近于“实现销售收入”）的电视剧全部是在 2009 年开机，而 2010 年已经开机的电视剧全部要在 2011 年才能实现发行。这种制作发行节奏和电视剧生产的时间进程相关，一部电视剧从开机到实现销售收入需要一年左右的时间（见图 4）

图 4： 华策影视电视剧生产的主要时间点分析



资料来源：华泰联合证券研究所

投拍剧发展思路保“质”增“量”

我们认为，公司在投拍剧上的经营思路可以理解为保“质”增“量”：一方面严格控制以单集收入和毛利率为指标的“质”，提高单集收入并维持高毛利率；另一方面利用募集资金优势投产大量的电视剧，在行业内确立规模优势。

投拍剧电视剧制作规模显著增长

公司上市前，投资制作电视剧的产量在 2008 年有较快增长，但 2009 年和 2010 年比较平缓（见图 5），主要受限于电视剧投资所需的周转资金限制，2008 年和 2009 年公司的存货周转率仅为 1.1 次和 1.48 次，2008 年期末货币资金余额近 2800 万刚

刚满足一部电视剧的投资，2009 年期末余额约 6850 万满足两部电视剧的投资，可见资金对于投拍据的规模影响非常显著。

表格 3：华策影视 2007 年以来投资电视剧的情况

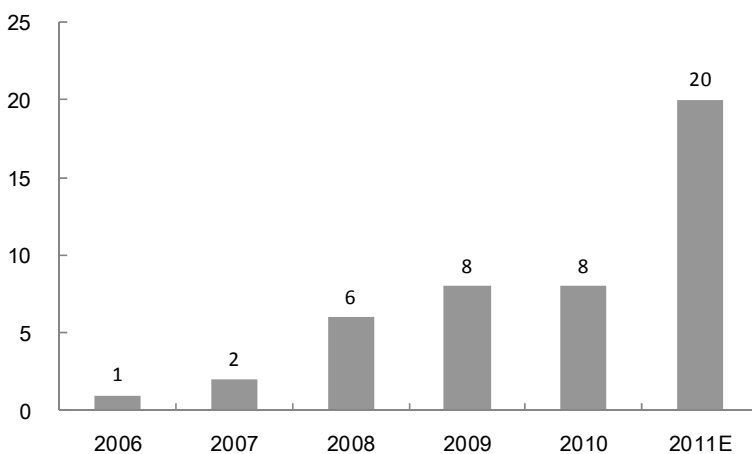
	集数	开机时间	发行时间	投资方式	投资比例	销售收入确认
叫一声妈妈	28	2006Q3	2007	自制	100%	有
倾城之恋	36	2007Q4	2008	自制	100%	有
中国往事	42	2007Q2	2008	联合	70%	有
你永远不会独行	25	2008Q4	2009	自制	100%	有
万卷楼	100	2009Q2	2009	自制	100%	有
夫妻一场	26	2008Q4	2009	自制	100%	有
我的爱情面包	25	2008Q4	2009	联合	70%	有
爱上琉璃苣女孩	30	2008	2009	合拍	70%	有
地道英雄	37	2008Q4	2009	联合	不适用	无
大瓷商	36	2008Q4	2009	联合	不适用	无
天师钟馗	40	2009Q1	2010	自制	100%	有
像“傻瓜”一样去爱	26	2009Q4	2010	联合	49%	有
佳期如梦	32	2009Q4	2010	联合	30%	有
流星蝴蝶剑	30	2009Q4	2010	联合	60%	有
雪豹	40	2009Q4	2010	联合	30%	有
古今大战秦俑情	43	2010Q1	2010	联合	不适用	无
无量天	45	2009Q4	2010	联合	不适用	无
就想爱着你	25	2009Q3	2010	合拍	80%	有
新京城四少	36	2010Q2	2011E	自制	100%	有
钟馗传说	40	2010Q4	2011E	自制	100%	有
爱上查美乐	25	2010Q4	2011E	联合	80%	有
川军团血战到底	30	2010Q4	2011E	联合	25%	有
游戏之王	30	2010Q4	2011E	联合	24%	有
黑狐	20	2010Q4	2011E	联合	20%	有
香格里拉	30	2010Q2	2011E	联合	30%	有
倩嫂	-	-	2011E	-	不适用	无
命运交响曲	30	2011Q1	2011E	-	-	有
抬头见喜		2011Q2	2012E	-	-	有
天涯明月刀	-	-	-	-	-	-
中国式爱人	-	-	-	-	-	-
机密	-	-	-	-	-	-
山村女教师	-	-	-	-	-	-
西冷印社	-	-	-	-	-	-
十二星座女人	-	-	-	-	-	-
情不自禁爱上你	-	-	-	-	-	-

资料来源：华策影视公司公告，华泰联合证券研究所

2010 年上市募集资金逾 9 亿元，电视剧制作产量增长发生质变，公司在 2010 年年报中称 2011 年投拍电视剧 20 部，较 2011 年增长 150%。根据我们收集的信息显示，2011 年公司的投资制作的电视剧数量位列大陆各类电视剧投资和制作机构榜首，公司成为中国大陆最大的电视剧制作公司。

根据电视剧生产的节奏规律，预计公司 2011 年 20 部投拍电视剧中仅有《命运交响曲》在 2011 年能够实现主要的销售收入，其它电视剧则因开机较晚时间活尚未开机而无法确认在销售收入确认时间（20 部电视剧已知名单见表 3）。由此可以得出，2011 年能够实现销售收入的电视剧为 2010 年投拍但未展开发行的 8 部和 2011 年一季度开机的《命运交响曲》，共 9 部，较 2010 年增长 50%。

图 5： 华策影视每年投资制作的电视剧数量

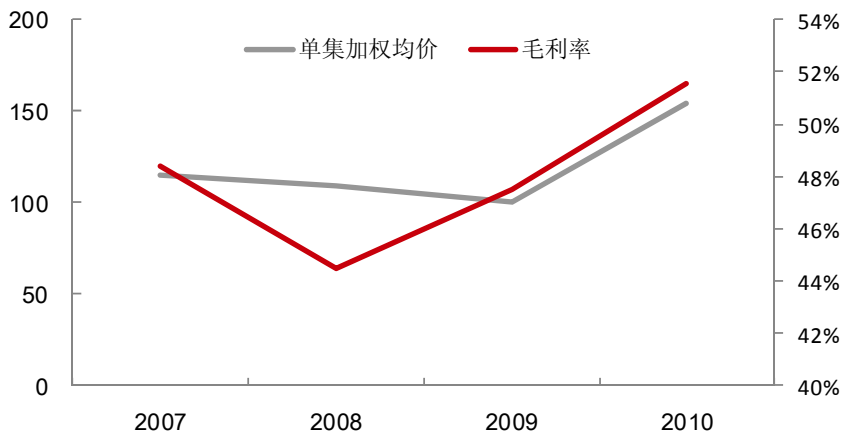


资料来源：华策影视公司公告，华泰联合证券研究所

投拍剧单价和毛利率维持高水平

根据公司在各个电视剧上的投资比例测算，公司电视剧平均单集收入在 2007 年就达到 115 万元，属业内领先水平，2010 年更是平均高达 155 万元。公司投拍的电视剧的毛利率也是高于行业平均水平，在 2010 年甚至超过 50% 达到 51.6%（见图 6）。

图 6： 华策影视电视剧单集加权收入和毛利率



资料来源：华策影视公司公告，华泰联合证券研究所

公司在电视剧售价与毛利率均较高的原因是：

- 第一，公司的电视剧题材选择与客户的需求结合紧密，从而推高电视剧售价。公司对电视台这一最重要渠道进行了长期深入的研究，认为不同的电视台有不同的定位，也就对电视剧题材有不同的选择，例如偶像剧方向的湖南卫视、情感剧方向的江苏卫视、苦情剧方向的地方电视台等，于是公司在电视剧最初的剧本选择、创作和拍摄制作过程中会侧重满足潜在客户的偏好。根据这种对客户需求的有针对性的题材选择和销售方式使公司的电视剧易于得到电视台的认可从而得到比较有利的销售价格。
- 第二，公司对演员的选择标准注重潜力，从而控制电视剧成本。公司倾向与有潜力的演员签多部锁定片酬的片约，演员知名度上升后，有利于公司的电视剧售价上升，但成本中最重要的片酬已锁定在较低水平，从而得到较高的毛利率。例如杨幂，出演公司的《新京城四少》和《命运交响曲》的片酬早已在《宫锁心玉》风靡前锁定。
- 第三，公司不断拓展新的营销渠道，增加边际效益。在大陆电视台之外，公司持续加大在海外市场 and 互联网等新媒体两个渠道上的投入。公司为每个渠道上配备单独的销售发行团队，通过吸引传统发行人才、海外人才及互联网人才扩张整个营销队伍的核心人员、提升拓展能力、加大渠道广度和深度，变电视剧传统的粗放型销售为精耕细作的专业销售。目前公司在海外、北京、深圳、杭州设置销售人员，布局处于行业领先水平。相应的，公司的海外收入从 2008 年的 540.98 万增长至 2010 年的 1285 万。由于公司的海外和互联网发行并不新增电视剧制作成本，所以边际效益会使毛利率会明显受益，公司相关的销售人员支出计入销售费用，目标是使此部分的费用仅占获得的新增收益的 10%。
- 第四，公司注重成本控制，对电视剧制作过程实施专业化的管理和管控，在整个过程中对 50 余个科目的进行严格的财务管理，从而减少了组织较为松散的剧组在支出上的漏洞。

另一家具有电视剧制作业务的上市公司华谊兄弟在上述第三点和第四点的做法上有显著不同，华谊兄弟对于海外和互联网渠道的电视剧销售尚未达到配备专门的团队进行专业化精细销售的程度，最近采取的方式是向中间商批发；同时华谊兄弟的电视剧管理实施工作室负责制，工作室负责人（主创人员）自己控制支出，上市公司管理团队并不实质性参与剧组管理，而是直接用回报率考核工作室。

另外，军事题材剧和古装剧由于制作难度高于时装剧和都市剧，销售价格也较高，2010 年，公司自制剧《天师钟馗》的单集销售收入在上半年即实现约 173 万元。需要注意的是，军事题材剧和古装剧的成本也较高，所以对毛利率并无显著影响。

投拍剧业务测算

2011 年，由于有两部自制剧为成熟题材古装剧（《钟馗传说》和《新京城四少》），自制剧比例提高、海外版权收入增长（预计增速 40%）以及网络等新媒体销售价格的缓慢提升（每集上升 2 万元），我们认为单集加权收入有望维持在 150 万元附近，从而实现投拍电视剧业务收入 2.36 亿元（见表 4），毛利率由于新媒体等边际效益的提升而有略微的上升。由于公司计划在 2011 年生产电视剧 20 部，其中有 9 部在当年发

行，所以预计有 11 部电视剧确定在 2012 年发行，根据年报，这 11 部中将至少有 6 部自制剧，自制比例大幅度提高，由此销售收入预测增长可达 50%，同时由于公司投拍电视剧业务的毛利率比较健康，所以预计 2012 年的毛利率仍然维持在较高水平。

表格 4：投拍电视剧业务测算

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
自制剧（部）	1	1	2*1	1	3*3	
自制剧（集）	28	36	51	40	106	
合拍剧（部）	-	-	1	1	-	
合拍剧（集）	-	-	30	25	-	
联合投资剧（部）	-	1	1	4	5*2	
联合投资剧（集）	-	42	25	128	135	
销售收入（百万元）	32.29	71.49	89.95	181.89	236.18	354.27
单集收入（算数平均，百万元）	1.15	0.92	0.85	0.94	0.98	
单集收入（加权平均，百万元）	1.15	1.09	1.00	1.55	1.51	
毛利率	48.4%	44.5%	47.5%	51.6%	51%	51%

*1，当期有 100 集的电视剧《万卷楼》被剔除计算

*2，将合拍剧与联合投资剧暂时归为一类计算，《倩娘》不产生主要销售收入

*3，假设《命运交响曲》是自制剧

资料来源：华策影视公司公告，华泰联合证券研究所

壮大自制剧核心创作团队

公司自制电视剧的生产目标和较高毛利率实现还有赖于核心创作团队的不断壮大。与华谊兄弟倾向于与制片人合作工作室不同，公司更倾向于吸纳知名编剧，通过直接对剧本质量的把控来确保电视剧的质量和影响力。

目前已成为公司股东的邹静之和刘冠军皆为知名编剧。前者被誉为“中国第一编剧”，电视剧代表作品有《康熙微服私访记》、《铁齿铜牙纪晓岚》、《倾城之恋》和《五月槐花香》等；后者有电视剧《少年天子》、《贫嘴张大民的幸福生活》、《中国往事》和电影《秋菊打官司》、《集结号》、《菊豆》、《金陵十三钗》等作品。目前二人是公司的总策划和总监制，在二人的项目上公司有优先投资权。

此外公司上市时还和知名编剧麦家、汪海林、吴海燕、薛永春、李晓苹等至少一部剧本约。（见表 5）。

表格 5：华策影视部分签约作家情况

编剧	代表作	签约情况
麦家	《暗算》	五年内五部，2015 年底结束
汪海林	《铁齿铜牙纪晓岚三/四》	两年内两部，2012 年底结束
吴海燕	《幸福街》、《单人房双人床》	两年内两部，2012 年底结束
薛永春	《天师钟馗》	两年内两部，2012 年底结束
李晓苹	《施公奇案》、《香水百合花》	两年内两部，2012 年底结束

资料来源：华策影视公司公告，华泰联合证券研究所

目前，公司还在努力引进新的编剧人才。公司的资金平台、销售平台和上市之后的知名度将是对知名编剧的一个吸引，从而双方达成电视剧项目的合作。但我们认为公司对编剧人才长期的吸引力将不仅是单一项目的成功，而必须能够为编剧人才提供事业的提升机会或者深层次的激励。

我们认为公司目前的编剧人才以及电视剧行业环境能够满足公司投拍剧的需求，而且由于对编剧人才和剧本的高要求，公司投拍剧的质量将能够在最初环节便得到有效的保证，从而对最终的较高单集销售价格和毛利率形成有力的支撑。

华策影视引进剧预测

公司引进海外电视剧业务增长平稳。虽然公司披露的引进剧的部数大幅增长（见表6），但这个数字并没有实际意义，原因是根据广电总局规定，引进电视剧单部不能超过20集，所以公司在引进过程中需要将超过20集的电视剧进行拆分引进，造成公司披露的引进剧部数失真，例如2010年年报称当年引进电视剧11部，我们对电视剧情况进行梳理后发现，实际是8部完整电视剧（8部中有2部共81集为旧电视剧，创收有限）。所以对于引进剧的预测，主要指标为集数与单集收入。公司预计2011年引进电视剧200集（见表7），我们认为2012年也不会有较大幅度增长，原因是广电总局的三条规定，一是对电视台每日电视剧播放时间比例设定为不得超过40%、二是黄金时间播放集数不可以超过3集、三是引进剧播放比例不得超过15%且不得在19点30分至22点播出，在此三条的严格限制下，电视台对引进剧的需求将不会有显著变化。

表格 6：华策影视披露的引进剧电视剧数量

	2007	2008	2009	2010
引进剧（部）	2	2	4	11

资料来源：华策影视公司公告，华泰联合证券研究所

公司在进口剧方面上市后采取广泛接触、精选作品的方针，除香港外，引进地区还包括韩国、泰国、日本、新加坡、印度等地。由于公司过去引进剧销售比较成功、经验丰富并且拥有配套的人员和资源，所以我们预计公司未来仍可以得到上下游的认可，在引进剧方面的数量目标可顺利实现，但是由于该市场竞争比较激烈，所以我们认为引进剧的销售价格和毛利率可能会较为稳定，不会出现明显上升。

根据引进集数和销售价格的预测，公司2011年和2012年预计在引进剧方面实现销售1.4亿元和1.61亿元，毛利率维持在67%左右的水平。

表格 7：引进电视剧业务测算

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
引进剧（部）	2	2	4	6	-	-
引进剧（集）	45	40	84	145	200	230
销售收入（百万元）	21.91	27.35	75.90	97.81	140.00	161.00
单集收入（百万元）	0.49	0.68	0.90	0.67	0.70	0.70
毛利率	67.2%	66.0%	63.4%	68.6%	67.0%	67.0%

（“部”数是根据实际情况调整后）

资料来源：华策影视公司公告，华泰联合证券研究所

销售团队与客户关系

支撑公司电视剧业务发展的重要的发行营销人员从 2009 年的 11 人增长至 2010 年的 16 人，根据公司招股说明书中的描述，16 人应分为 4 个销售组，每组每年可发行电视剧 4 至 6 部，那么公司目前储备的销售能力基本与公司 2011 年的生产能力（8 部）和引进能力（约 9 部）预期一致。

公司前五大客户也在 2010 年再次变化了两家（见表 8），这说明公司销售能力依旧出色，对单一客户的依赖程度不高，比较健康，特别是浙江、湖南、上海、安徽电视台等一线省级电视机构长期位列公司前五大客户名单，凸显了公司电视剧业务被市场所认可、长期合作关系稳定的情况。

表格 8：华策影视最近四年前五大客户名单

2007	2008	2009	2010
浙江广播电视集团	中视传媒股份有限公司	湖南广播影视集团	浙江广播电视集团
河北电视台	上海文广新闻传媒集团	上海文广新闻传媒集团	安徽电视台
上海东方电影频道	河北电视台	安徽电视台	深圳广播电视集团
湖北省广播电视总台	湖南广播影视集团	深圳广播电影电视集团	中视传媒股份有限公司
福建省广播影视集团	山东电视台	重庆广播电视集团	湖南广播影视集团

资料来源：华策影视公司公告

华策影视电影和电影院业务预测

公司是电影制片领域的新进入者，公司电影业务 2010 年实现收入约 2843 万元，成本为 2872 万元，轻微亏损。2010 年公司参与投资的两部电影为《西风烈》和《A 面 B 面》，前者票房为 6340 万元，后者票房仅为 338 万元，制片方票房分成仅在 2300 万元左右，可见公司是在《西风烈》的植入广告或优先回报条款的帮助下才勉强收回了投资。

公司目前聘请了原浙江省电影公司的一位高管负责电影业务。预计 2011 年将投资 3 部电影，分别为《人鱼帝国》、《一场风花雪月的事》和《暗算》。由于电影的票房成绩依赖于从编剧、制片到营销、发行的多环节运作，而公司在此方面的经验、资源以及业界影响力尚不充分，所以我们对三部电影的票房表现依旧不乐观。公司未披露其在三部电影上具体的投资额度，但因公司在此方面投资的审慎姿态，我们认为公司的投资应具有优先回收条款保护，投资风险较低，所以预期该项业务毛利在零附近。公司对电影业务的投资仍处于经验摸索阶段，尚无法预期何时能够对公司有正面的财务贡献。

公司投资 4000 万元和浙江时代大世界有限公司共同成立浙江时代金球影业投资公司经营电影院业务，公司占 40% 权益。根据年报，时代金球已有 18 个较为确定的项目，预计 3 年内建设 50 个电影院，长期目标将为 100 个电影院，覆盖的范围将包括浙江全省所有的市县和江苏、安徽、江西、湖北等省的二线城市，电影院建设标准为 5 厅以上的多厅电影院。我们认为，公司的合作伙伴浙江时代作为大陆院线排名第七的公司（见表 9）是竞争力比较强、团队素质比较好的院线公司，所以时代金球的

院线经营风险将会得到有效控制，经营能力将符合过院线和电影院的行业规律，那么依据我们在华谊兄弟的深度报告中提出的关于电影院盈利能力的预测方法和时代金球能够在 2011 年建设 10 个电影院的假设下，华策影视 2011 年大致可获得 350 万元左右的投资收益，若 2012 年有 20 个电影院落成，投资收益预计可达 600 万元。

表格 9：2010 年中国电影院线排名

前 10 名院线	
1	万达
2	中影星美
3	上海联和
4	深圳中影南方新干线
5	北京新影联
6	广州金逸珠江
7	浙江时代电影大世界
8	广东大地
9	四川太平洋
19	辽宁北方

资料来源：国家广电总局，华泰联合证券研究所

盈利预测与估值

根据前述的分析，公司 2011 年和 2012 年的收入增长的驱动力仍来自于电视剧业务。预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的收入分别为 4.2 亿元和 5.8 亿元（（见表 10），年增长率分别为 49.4%和 36.6%。其中由于对公司 2012 年的电视剧和电影计划尚没有全面掌握，所以 2012 年的增长预期较为保守。

表格 10：华策影视经营数据预测（百万元）

	2009	2010	2011E	2012E
投拍剧业务收入	89.95	181.89	236.18	354.27
YoY	25.8%	102.2%	29.8%	50.0%
投拍剧业务毛利率	47.5%	51.6%	51%	51%
引进剧业务收入	75.90	97.81	140.00	161.00
YoY	177.5%	28.9%	43.1%	15.0%
引进剧业务毛利率	63.4%	68.6%	67.0%	67.0%
电影业务收入	-	28.43	45.00	60.00
YoY	-	12%	15%	10%
电影业务毛利率	-	-1%	0%	0%
销售费用	2.19%	4.21%	4.28%	4.35%
管理费用	5.24%	7.02%	5.70%	5.60%

资料来源：华策影视公司公告，华泰联合证券研究所

电视剧业务毛利率将得益于海外版权和网络版权销售带来的边际效益而维持在较高水平，电影业务预计尚无法贡献毛利。

由于公司业务规模扩张较快并新增电影院业务，公司的管理人员、财务人员、法务人员和销售人员规模均有较大扩张，所以公司的营业费用率和销售费用率预计会较上市前有小幅提高。

综合以上所述，预计华策影视 2011 年和 2012 年的归属母公司净利润分别约为 1.3 亿元和 1.5 亿元，年增长率分别为 37.1%和 34.8%，对应的 EPS 分别为 1.10 和 1.45 元。

按照目前 37.31 元的股价，2011 年和 2012 年的动态市盈率分别为 33.9 倍和 25.7 倍。以 2011 年净利润增长率计算，目前的 PEG 水平为 0.91。结合目前的 PEG 水平以及我们对公司 2011 年的电视剧销售价格、2012 年的业务规模扩张以及电影业务开展的预期都较为中性，我们认为公司目前的股价具备一定的安全边际。另考虑到若以 PEG 水平为 1 计算，则每股合理价值应在 40.81 元，较目前股价有 9.4%的上浮，所以我们对于华策影视的首次评级予以“增持”。

风险提示

华策影视经营和业绩的重大风险在于：第一，电视剧和电影作品的市场反应存在一定的不可预知性，若公司投资的某部电视剧或者电影遭遇发行受阻、口碑较差等风险，将有可能无法收回绝大部分的投资，在财务和公司形象上受双重打击。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1184	1323	1502	1738	营业收入	282	421	575	800
现金	969	926	956	1013	营业成本	122	203	280	386
应收账款	37	95	127	156	营业税金及附加	15	22	31	42
其他应收款	1	0	0	0	营业费用	12	18	25	36
预付账款	96	148	226	299	管理费用	20	24	32	45
存货	80	154	193	270	财务费用	-4	-3	-3	-4
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	27	26	26	26	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	19	19	19	19	投资净收益	-1	4	6	8
固定资产	4	4	4	4	营业利润	117	161	217	302
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	0	6	3	0
其他非流动资产	0	3	3	3	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1211	1349	1528	1764	利润总额	130	167	220	302
流动负债	23	71	86	97	所得税	33	42	56	77
短期借款	0	0	0	0	净利润	96	125	164	225
应付账款	4	9	12	16	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	0	62	74	81	归属母公司净利	96	125	164	225
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	113	158	214	299
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.85	1.10	1.45	1.99
其他非流动负	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	23	71	86	97	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	56	113	113	113	营业收入	69.8%	49.4%	36.6%	39.0%
资本公积	987	930	930	930	营业利润	76.2%	37.1%	34.8%	39.3%
留存收益	145	235	399	624	归属母公司净利	73.2%	29.5%	31.3%	37.7%
归属母公司股	1188	1278	1442	1667	获利能力				
负债和股东权	1211	1349	1528	1764	毛利率(%)	0.0%	51.7%	51.4%	51.7%
现金流量表					净利率(%)	34.1%	29.6%	28.4%	28.2%
单位: 百万元					ROE(%)	8.1%	9.7%	11.3%	13.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	6.7%	35.1%	33.9%	35.0%
经营活动现金	28	-17	20	46	偿债能力				
净利润	96	125	164	225	资产负债率(%)	1.9%	5.3%	5.7%	5.5%
折旧摊销	0	0	0	0	净负债比率(%)	100.00	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-4	-3	-3	-4	流动比率	51.07	18.67	17.39	17.94
投资损失	1	-4	-6	-8	速动比率	47.62	16.50	15.16	15.15
营运资金变动	0	-133	-134	-168	营运能力				
其他经营现金	31	-2	0	0	总资产周转率	0.39	0.33	0.40	0.49
投资活动现金	-22	5	6	8	应收账款周转率	7	6	5	6
资本支出	5	0	0	0	应付账款周转率	28.76	31.88	26.56	27.53
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	5	6	8	每股收益(最新)	0.85	1.10	1.45	1.99
筹资活动现金	895	-30	3	4	每股经营现金流	0.25	-0.15	0.18	0.40
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最	10.52	11.32	12.77	14.76
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	14	56	0	0	P/E	43.82	36.37	27.69	20.11
资本公积增加	896	-56	0	0	P/B	3.55	3.54	3.14	2.72
其他筹资现金	-15	-30	3	4	EV/EBITDA	37	22	17	12
现金净增加额	0	-43	30	57					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn