

华策影视 (300133.SZ) 广播影视行业

评级：买入 维持评级

公司点评

毛峥嵘

分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

王铮

联系人
(8621)61038285
wang_zheng@gjzq.com.cn

收购西安佳韵社，布局新媒体发行

事件

公司拟使用超募资金 1.4 亿元，通过受让西安佳韵社数字娱乐发行有限公司原股东股权及增资结合的方式，获得西安佳韵社 55% 左右的股权。

评论

交易价格较合理：华策影视对西安佳韵社股权的收购通过受让原股东 35% 股权与增资 5000 万，实现获得西安佳韵社 55% 左右的股权。2010 年西安佳韵社净利润 998.65 万元，2011 年一季度净利润 749.03 万元。预测 2011-2013 年西安佳韵社净利润将分别达 2000 万、3000 万、3600 万，以未来三年平均净利润为依据，以 9 倍左右的市盈率进行估值确定交易价格。与 A 股市场影视类公司 2011 年 30 倍左右 PE 相比，交易价格较为合理。

新媒体发行潜力大，完善产业链布局：根据 iResearch 统计，2010 年中国在线视频行业市场规模达 31.4 亿，而 2011 年一季度市场规模已达 10 亿，近年来增长势头十分强劲。华策影视对电视台渠道的发行渗透率较高，未来电视剧发行业务的成长空间将更多来自新媒体渠道；打造新媒体发行团队、进入新媒体发行领域是公司在网络视频业崛起的背景下产业链布局的必然选择。

西安佳韵社定位中国最具潜力的数字娱乐发行商：西安佳韵社成立于 2010 年，上级主管单位为北京电视艺术中心音像出版社，创始拥有 10 年以上丰富的影视版权制作发行和媒体营销经验，目前面向 PC/TV/手机等多媒体终端，已发行超过 20000 小时的电视剧、电影、动漫、综艺节目、纪录片等内容；与中国电信、联通、优酷、土豆、迅雷看看、新浪、搜狐、中国网络电视台、上海文广等已建立起长期稳定的合作关系。佳韵社的产品目录中，92% 为电视剧，对于电视剧的发行具有丰富经验；且由于其拥有 432 部 12161 集电视剧的网络传播权，议价能力较强。

业绩小幅增厚：预测未来三年西安佳韵社净利润为 2000 万、3000 万、3600 万，华策影视持股 55%，意味着 2011-2013 年业绩小幅增厚 0.097 元、0.146 元、0.175 元。

投资建议

按照最新股本，我们上调公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.521、2.215、3.136 元，同比分别增长 78.67%、45.57%、41.61%。参照当前股价，2011-2013 年估值分别为 23、16、11 倍，我们看好公司电视剧走精品路线的盈利前景与布局新媒体发行、完善产业链的战略在多屏时代的机遇，据此我们维持对公司“买入”的投资评级。

图表1：华策影视三表预测

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	105	166	282	543	831	1,170
增长率		58.6%	69.8%	92.7%	53.0%	40.8%
主营业务成本	-55	-75	-122	-251	-397	-561
% 销售收入	52.3%	45.2%	43.2%	46.2%	47.7%	48.0%
毛利	50	91	160	292	434	609
% 销售收入	47.7%	54.8%	56.8%	53.8%	52.3%	52.0%
营业税金及附加	-5	-9	-15	-29	-45	-63
% 销售收入	5.0%	5.4%	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%
营业费用	-3	-4	-12	-16	-25	-29
% 销售收入	2.7%	2.2%	4.2%	3.0%	3.0%	2.5%
管理费用	-5	-9	-20	-20	-30	-41
% 销售收入	5.2%	5.2%	7.0%	3.6%	3.6%	3.5%
息税前利润（EBIT）	36	70	114	227	335	475
% 销售收入	34.8%	42.0%	40.3%	41.8%	40.3%	40.6%
财务费用	0	-2	4	9	8	9
% 销售收入	0.3%	1.0%	-1.4%	-1.6%	-1.0%	-0.8%
资产减值损失	0	-1	0	-6	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-1	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	36	67	117	230	338	479
营业利润率	34.4%	40.1%	41.6%	42.3%	40.7%	41.0%
营业外收支	2	7	12	11	14	15
税前利润	38	74	130	241	352	494
利润率	36.6%	44.4%	46.0%	44.4%	42.3%	42.2%
所得税	0	-18	-33	-60	-88	-124
所得税率	0.0%	24.7%	25.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	38	55	96	181	264	371
少数股东损益	0	0	0	9	14	16
归属于母公司的净利润	38	56	96	172	250	354
净利率	36.6%	33.4%	34.1%	31.6%	30.1%	30.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	38	55	96	181	264	371
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	2	1	7	7	7
非经营收益	0	1	-4	-12	-13	-14
营运资金变动	-44	-47	-66	-134	-188	-198
经营活动现金净流	-5	11	28	42	69	166
资本开支	-1	-1	-5	1	3	4
投资	0	-1	-20	-1	0	0
其他	0	0	3	0	0	0
投资活动现金净流	-1	-2	-22	0	3	4
股权募资	0	51	918	0	0	0
债权募资	20	-2	-18	25	3	2
其他	-1	-18	-5	0	-34	-35
筹资活动现金净流	19	31	895	25	-31	-33
现金净流量	13	41	901	67	40	137

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	28	69	969	1,036	1,077	1,214
应收款项	26	51	38	98	149	210
存货	52	49	80	131	207	277
其他流动资产	27	69	97	190	300	423
流动资产	133	237	1,184	1,455	1,732	2,124
% 总资产	98.7%	98.6%	97.8%	98.0%	98.0%	98.2%
长期投资	0	0	19	20	19	19
固定资产	2	2	4	-2	-6	-12
% 总资产	1.3%	0.9%	0.4%	-0.1%	-0.4%	-0.6%
无形资产	0	1	3	10	20	29
非流动资产	2	3	27	30	35	38
% 总资产	1.3%	1.4%	2.2%	2.0%	2.0%	1.8%
资产总计	135	240	1,211	1,485	1,767	2,163
短期借款	20	18	0	20	18	15
应付款项	24	34	18	91	140	197
其他流动负债	-1	7	5	34	34	34
流动负债	44	59	23	145	192	246
长期贷款	0	0	0	5	10	15
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	44	59	23	150	202	261
普通股股东权益	90	181	1,188	1,326	1,542	1,862
少数股东权益	1	0	0	9	23	39
负债股东权益合计	135	240	1,211	1,485	1,767	2,163

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.000	1.311	1.703	1.521	2.215	3.136
每股净资产	3.603	4.284	21.031	23.473	27.302	32.974
每股经营现金净流	-0.200	0.271	0.492	0.747	1.220	2.944
每股股利	0.000	0.000	0.600	0.600	0.600	0.600
回报率						
净资产收益率	42.50%	30.59%	8.10%	12.96%	16.22%	19.02%
总资产收益率	28.39%	23.09%	7.94%	11.57%	14.16%	16.38%
投入资本收益率	32.84%	26.28%	7.09%	12.52%	15.75%	18.45%
增长率						
主营业务收入增长率	88.32%	58.55%	69.81%	92.66%	53.04%	40.79%
EBIT增长率	52.03%	91.05%	62.96%	100.01%	47.38%	42.06%
净利润增长率	61.77%	45.05%	73.24%	78.67%	45.57%	41.61%
总资产增长率	57.68%	78.31%	403.68%	22.61%	18.98%	22.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	66.8	80.0	55.3	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	326.1	247.0	193.4	190.0	190.0	180.0
应付账款周转天数	76.0	15.1	12.7	10.0	10.0	10.0
固定资产周转天数	6.1	4.6	5.5	2.7	1.6	0.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.68%	-27.85%	-81.58%	-75.76%	-67.01%	-62.26%
EBIT利息保障倍数	129.9	41.0	-28.2	-25.6	-40.0	-52.2
资产负债率	32.51%	24.52%	1.91%	10.11%	11.43%	12.07%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-03-08	买入	50.22	130.00 ~ 140.00

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室