

传媒行业

华策影视 (300133.SZ) 深度调研报告

投资评级: 买入 (首次评级)

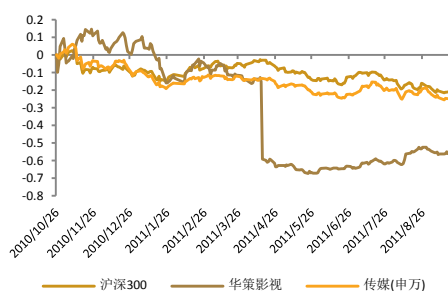
当前价格: 46.50
目标价格: 58.00
目标期限: 6 个月

市场数据

总股本(百万股) 113
A 股股本(百万股) 113
B/H 股股本(百万股) 0
A 股流通比例(%) 20.35
12 个月最高/最低(元) 127.5/32.99
第一大股东 傅梅城
第一大股东持股比例 35.68%
上证综指/沪深 300 2437/2679

注: 2011 年 9 月 19 日数据

十二个月股价表现



	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	4.7	29	-35
绝对收益	-1	23	-56

注: 相对收益与沪深 300 相比

分析师: 朱程辉

执业证书编号: S0500511040001

联系人: 余李平

(8621) 68634510-8251

Email: ylp3380@xcsc.com

“双剧”齐飞驱动公司业绩快速增长

投资要点:

□ **投拍剧: 拍片计划充足, 毛利率稳步提升。**2011 年公司至少会发行 5 部 140 集投拍剧 (上半年仅《爱上查美乐》一部), 同比将增长 28%, 2012 年实现收入的电视剧将会是今年已经或者即将投拍的 20 部 723 集电视剧, 在发行量稳步上升的背景下, 市场上最大的担忧就是发行价格是否会保持上涨, 按照我们对公司投拍剧的统计逻辑, 2010 年公司发行的单集电视剧销售价格高达 166 万元, 远超市场普遍估算水平; 我们认为目前的精品电视剧的供需缺口依然存在, 优质制作机构的精品电视剧仍将会有广阔的市场。此外, 公司的毛利率稳步提升表明公司电视剧制作的规模效应在逐步显现, 未来随着投拍规模的提升, 毛利率依然存在提升的空间。

□ **外购剧是被市场和行业普遍忽视但却存在暴利的蓝海地带。**外购剧投资成本低, 毛利高, 周转速度快, 公司在外购剧上的超前布局和版权眼光有利于公司充分挖掘外购剧的价值空间; 从公司先后引进的 tvb 剧、穿越剧、泰剧来看, 不仅获得了超高的经营收益 (2010 年外购剧整体毛利率 69%, 单部外购剧甚至可以高达 90%), 同时也引领着电视剧的观剧潮流; 公司的外购剧和投拍剧各占据着公司营业利润的半壁江山, 未来公司将会继续加大对外购剧的投资, 同时通过与国内外优质影视机构合作打造国内二轮剧供片集散中心。

院线和影院业务目前还处于布局阶段。公司计划将旗下院线的影院规模扩大至 50 家以上, 票房收入超过 5 亿元; 在下游院线和影院布局成熟后公司将会加大在电影内容制作方面的投资, 这块将会在未来为公司提供新的利润增长点; 我们认为公司电影方面的布局战略符合投资者的利益, 一方面可以快速实现盈利, 另一方面可以最小化电影业务未来的发行风险和不确定性。

□ **估值和投资建议:** 我们预计 11—13 年公司的营业收入分别为 3.28、4.47 和 5.73 亿元; 对应的 EPS 分别为 1.45、1.82 和 2.14 元 (2010 年摊薄 EPS 为 0.85), 目前公司股价 (46.50 元) 对应的 PE 分别为 32 倍、25 倍和 20 倍。我们给予公司 40 倍的估值, 目标价为 58 元, 首次给予“买入”评级。

□ **风险提示:** 影视剧制作进度延缓; 内容审批风险; 限售股解禁风险。

财务预测	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	282	328	489	699
增长率 (%)	69.81	16.40	49.11	42.91
净利润 (百万元)	96	164	211	258
增长率 (%)	73.53	70.74	28.68	22.22
ROE (%)	8.1%	12.5%	13.8%	14.5%
ROA (%)	7.94%	12.09%	13.39%	13.90%
EPS (元)	0.85	1.45	1.87	2.29
P/E	54.61	31.97	24.85	20.33
P/B	4.42	3.98	3.43	2.94
EV/EBITDA	37	25	19	15

正文目录

1	电视剧制作上市第一股 业绩保持高增长.....	1
2	投拍剧：拍片计划充足，毛利率稳步提升.....	3
2.1	市场低估公司电视剧单集发行收入.....	3
2.2	投拍规模和毛利率助推公司业绩增长.....	5
3	外购剧：被市场忽视的蓝海地带.....	7
4	电影业务：稳健布局符合投资者利益.....	8
5	收购佳韵社 布局新媒体	9
6	基本结论及盈利估值	9
6.1	基本结论	9
6.2	估值及建议	10
7	风险提示	10

图目录

图 1	公司总营收（百万元）和增速水平.....	2
图 2	公司收入构成情况.....	2
图 3	华策影视股权结构图.....	3
图 4	华策影视上半年投资情况（万元）	6
图 5	影视剧上市公司毛利率情况（%）	7

表目录

表 1	华策影视作为执行制片方发行的电视剧.....	1
表 2	华策影视取得发行证情况.....	1
表 3	我国电视剧产量情况.....	1
表 4	华策影视外购剧发行情况.....	2
表 5	华策影视作为非执行制片方的投拍剧情况.....	4
表 6	华策影视投拍剧的发行收入.....	5
表 7	华策影视 2011 年下半年计划开机情况	5
表 8	华策影视外购剧的发行收入情况（万元）	7
表 9	2010 年全国十大院线公司（单位：万元）	8

1 电视剧制作上市第一股 业绩保持高增长

华策影视是中国电视剧制作和发行最成功的企业之一。自 06 年以来，公司作为执行制片方参与制作并发行了 15 部共 520 集电视剧，包括 4 部 106 集合拍剧；作为非执行制片方共参与投资制作了 10 部共 288 集电视剧；外购剧方面，公司自 2008 年至今共发行了 21 部 448 集。2010 年公司共取得 9 部共 320 集电视剧的发行许可证，远远高出行业平均水平。

表 1 华策影视作为执行制片方发行的电视剧

电视剧名称	投拍时间	投资比例	投资身份	集数	权益集数	发行时间
睡龙神探之情爱保险	2006	100%	执行制片方	25	25	2006.9.25
叫一声妈妈	2006	100%	执行制片方	28	28	2007.7.24
倾城之恋	2007	100%	执行制片方	36	36	2008.8.7
中国往事	2007	70%	执行制片方	42	29.4	2008.8.23
万卷楼第一季	2008	100%	执行制片方	100	100	2009.4.1
夫妻一场	2008	100%	执行制片方	26	26	2009.5.25
你永远不会独行	2008	100%	执行制片方	25	25	2009.8.10
天师钟馗	2009	100%	执行制片方	40	40	2010.1.15
像傻瓜一样去爱	2009	49%	执行制片方	26	12.74	2010.5.14
流星蝴蝶剑	2009	50%	执行制片方	30	15	2010.7.5
新京城四少	2009	100%	执行制片方	36	36	2010.12.31
我的爱情面包	2008	70%	大陆执行制片方	25	17.5	2009.1.22
爱上琉璃苣女孩	2008	70%	大陆执行制片方	30	21	2009.12.02
就想爱着你	2009	80%	大陆执行制片方	25	20	2010.1.26
爱上查美乐	2010	80%	大陆执行制片方	26	20.8	2011.6.3
合计	--	--	--	520	452.44	--

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2 华策影视取得发行证情况

	2006	2007	2008	2009	2010
公司取得国产剧和合拍剧发行许可证情况					
部数	1	1	2	7	9
集数	25	28	78	279	320
全国颁发国产和合拍电视剧发行许可证情况					
部数	507	537	509	414	448
集数	14000	14982	14687	13297	15009

来源：公司公告，湘财证券研究所

表 3 我国电视剧产量情况

	2006	2007	2008	2009	2010
广播电视节目制作经营许可证张数	1944	2442	2874	3343	4057
发行国产电视剧（部）	502	529	502	402	436
发行国产电视剧（集）	13888	14670	14498	12910	14685
平均发行电视剧（部）	0.26	0.22	0.17	0.12	0.11
平均发行电视剧（集）	7.14	6.01	5.04	3.86	3.62

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 4 华策影视外购剧发行情况

作品名称	集数	发行时间	作品名称	集数	发行时间
肥田喜事	20	2008	明天依然爱我	7	2010/5/27
铁嘴银牙	20	2008	宫心计.宫	20	2010/5/6
移情别恋	20	2009	宫心计.心	13	2010/5/6
古灵精灵	24	2009	我的野蛮太太	10	2010/12/13
覆雨翻云.刀	20	2009	与爱共舞	10	2010/12/13
覆雨翻云.剑	20	2009	超越国界的爱恋 2	20	2011/3/15
大唐双龙传	40	2010/7/14	金装四大才子	40	2011/4/1
老婆大人 2 上	20	2010/7/5	金枝欲孽	30	2011/4/1
老婆大人 2 下	5	2010/7/5	花环夫人	20	2011/6/27
包青天	49	2010/7/14	花环夫人二	20	2011/6/27
明天依然爱你	20	2010/5/27	合计	448	--

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

近两年来公司营收和净利润快速增长，复合增速分别高达 68.7% 和 84.25%；2010 年公司分别实现营收 2.79 亿元，实现净利润 1.29 亿元，分别同比增长 69% 和 77%；公司的毛利水平始终维持在高位，并呈现上升趋势。2011 年上半年，公司实现营业收入 1.69 亿元，同比增长 13.61%；实现营业利润 9290 万元，同比增长 27.13%；实现归属于上市公司股东的净利润 8038 万元，同比增长 33.96%；上半年实现 EPS0.71 元。

图 1 公司总营收（百万元）和增速水平

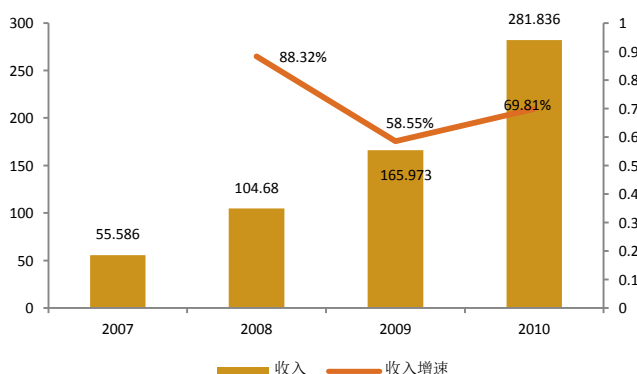
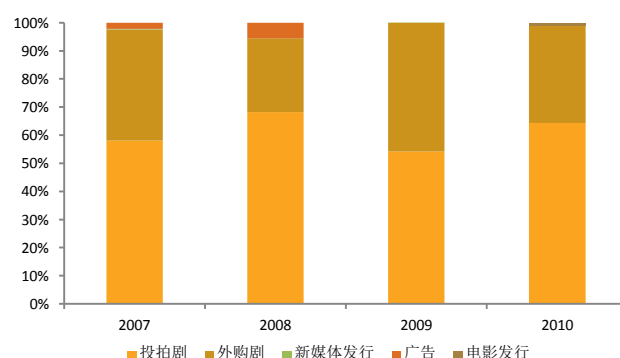


图 2 公司收入构成情况

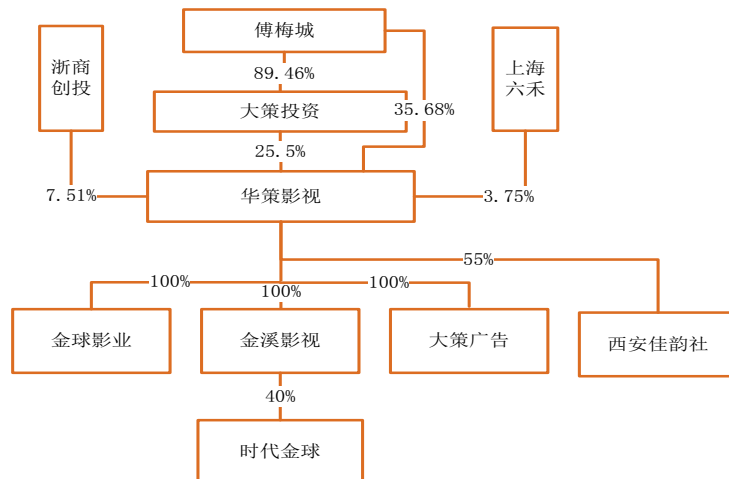


来源：公司公告，湘财证券研究所

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

公司的实际控制人为傅梅城和赵依芳夫妇，总持股比例为 61.18%；公司旗下拥有 3 家全资子公司：金溪影视定位为青春偶像剧、合拍剧的制作发行，金球影视负责电影内容制作和院线方面的投资，大策广告负责广告代理业务；公司在上市之后使用募集资金先后投资参股时代金球（院线投资）和西安佳韵社（新媒体发行）。

图 3 华策影视股权结构图



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2 投拍剧：拍片计划充足 毛利率稳步提升

2.1 市场低估公司电视剧单集发行收入

一部成功的影视作品的最终发行上映需要考验影视公司对资本、演员、制作、发行等多方面资源的掌控，通常而言，单独的影视制作公司不一定拥有完整的资源实现影视作品的全产业链运作，这也是为什么联合投资制作成为影视投资的主要形式之一，因为它具有集合社会资金，整合创作、市场资源以及分散投资风险的优点。华策的电视投拍剧投资分为两种，即大家熟悉的执行制片和非执行制片模式，按照公司参与投资并是否负责电视剧的摄制工作划分。在非执行制片模式下，投资方要承担影视作品摄制质量达不到预期的风险，并且按照投资比例获取电视剧的发行收入。华策影视过去 3 年曾经以非执行制片身份投资参与 10 部电视剧的制作，我们发现其中有 8 部电视剧，公司投资金额低、仅获取署名权，而不参与发行收入分成，对公司没有贡献营收，而在统计上，却被列入到公司的投拍剧发行量中。我们认为，这块电视剧的投资应该剔除出公司的发行规模，因此市场上的统计普遍高估了公司每年的投拍剧发行量。

表 5 华策影视作为非执行制片方的投拍剧情况

电视剧名称	投拍时间	投资比例	投资身份	集数	权益 集数	发行时间	版权范围
地道英雄	2008	不适用	非执行制片方	37	--	2009.7.9	金球影业享有署名权
大瓷商	2008	不适用	非执行制片方	36	--	2009.9.7	华策影视享有署名权
佳期如梦	2009	30%	非执行制片方	32	9.6	2010.6.2	华策影视按投资比例享有永久性全球版权
雪豹(特战先驱)	2008	30%	非执行制片方	40	12	2010.6.4	华策影视按投资比例享有永久性全球版权
古今大战秦俑情	2009	不适用	非执行制片方	43	--	2010.11.26	享有海外包括对该剧及其衍生产品的永久发行权、改编权与收益权。
无量天	2009	不适用	非执行制片方	31	--	2010.9.20	华策影视享有署名权
香格里拉	2010	不适用	非执行制片方	36	--	2011.3.7	未知
游戏之王	2010	不适用	非执行制片方	未知	--	后期制作中	未知
倩嫂	2010	不适用	非执行制片方	未知	--	后期制作中	未知
川军团血战到底	2010	不适用	非执行制片方	33	--	后期制作中	未知

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

高估电视剧投拍规模的同时，低估了公司电视剧的单集收入。按照我们的统计逻辑，公司 06—10 年以来参与制作并获得收益的电视剧发行数量分别为 1、2、5、6 部（因《新京城四少》为 2010 年 12 月 31 日取得发行证，收入主要在 2011 年实现，计入 2011 年），按照投资比例折合的电视剧发行集数分别为 28、78、189.5 和 109.34 集。2009 年，因公司作为执行制片方 100%投资制作的 100 集《万卷楼第一季》获得发行许可，使得当年的电视剧发行数量达到最高位。由于万卷楼的题材类型为情景喜剧，与公司平时大额投资制作的精品剧不同，按照公司对万卷楼 100 集的预测收入 1630 万元计算，单集收入仅为 16.3 万元，远远低于公司电视剧的单集平均收入。为了能够准确的计算公司国产投拍剧的单集产出，我们在 09 年营收的规模上剔除《万卷楼》的贡献，得出近三年公司国产投拍剧的单集收入水平分别为 92、82、166 万元每集，高于市场普遍预计的公司单集电视剧销售价格，我们认为这符合公司精品剧的实际销售情况，一方面精品电视剧在电视台和新媒体的热炒下价格水涨船高，另一方面也反映了公司在电视剧制作、销售方面具有的品牌优势和议价能力。

表 6 华策影视投拍剧的发行收入

	2007	2008	2009*	2010*
发行部数	1	2	4	6
发行权益集数	28	78	89.5	109.34
单集收入	1.15	0.92	0.82	1.66
单集成本	0.60	0.51	0.44	0.81
毛利率	0.48	0.45	0.47	0.51

* 2009 年统计数据剔除了《万卷楼第一季》；2010 年的统计数据不包括《新京城四少》

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2.2 投拍规模和毛利率助推公司业绩增长

投拍新剧方面：公司自上市后获得了充足的资本，有益于公司加大投拍剧的投资规模。2011 上半年公司新增投拍、制作电视剧 8 部约 280 集，下半年公司将会计划投资拍摄 12 部共 443 集电视剧，全年将会投拍 20 部共 723 集电视剧，其中，公司根据投资比例折合的电视剧投资规模将会达到 376 集，这些投拍剧中大部分都将会在 2012 年发行取得收入。公司上市时的目标是在 2012 年，实现投拍剧规模达到 20 部 600 集左右，如果仅计算投拍规模的话，公司已经提前实现了目标。

表 7 华策影视 2011 年下半年计划开机情况

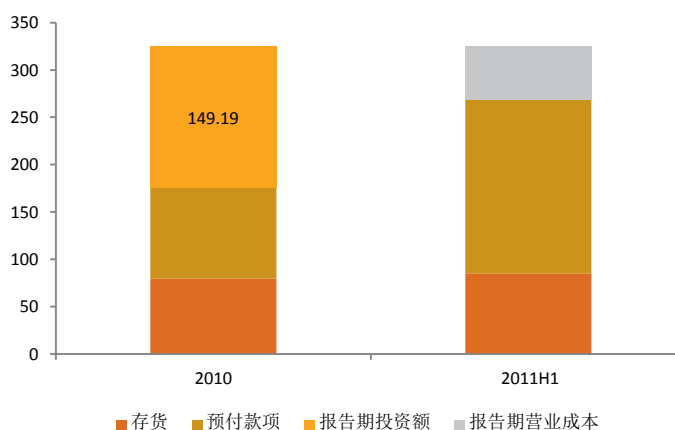
序号	剧名	题材	投资比例	集数	权益集数
1	幸运兔精灵	当代科幻	40%	40	16
2	薛平贵与王宝钏	古代传奇	70%	35	24.5
3	全家福	当代都市	40%	50	20
4	特殊将军	近代革命	40%	30	12
5	中国式爱人	当代工业	100%	40	40
6	书香世家	近代教育	40%	36	14.4
7	一代佳人	古代传奇	60%	40	24
8	百万保姆	当代都市	100%	50	50
9	温州小子的亿万梦想	当代都市	51%	30	15.3
10	碧云天	近代传奇	100%	30	30
11	百年浙商	纪录片	100%	12	12
12	远征，远征	近代	不适用	50	--
合计	--	--	--	--	258.2

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2011 下半年投拍剧收入要好于上半年。公司 2011 上半年新增 6 部电视剧发行权，其中引进剧 5 部、合拍剧 1 部（《爱上查美乐》）；预计下半年将会有《命运交响曲》、《抬头见喜》、《施公奇案 2》至少 3 部电视剧取得发行权。根据我们对公司预付款、存货和报告期营业成本的统计，公司上半年的影视剧投资在 1.49 亿元。其中，我们预计存货期末余额 8506 万元中的外购

剧和完成拍摄电视剧合计 2794 万元将会在下半年转换为收入，按照外购剧毛利 69%，投拍剧毛利 51% 计算，合计能为公司下半年营收贡献 6338 万元；存货中 5044 万元的“在拍影视剧”如果全部在年内结转成营业成本，按照 51% 的毛利能够为公司实现营收 1.03 亿元，两者合计能够为公司提供营收 1.66 亿元。此外，公司 2011 中期的预付账款余额为 1.84 亿元，较 2010 年末增长 92%（绝对额增加 8,797.61 万元），主要系公司扩大投拍和外购影视剧规模，这部分如果有一部分能够在年内结转成本，将会使得下半年的电视剧收入超过上半年（上半年投拍剧和引进剧的总收入合计为 1.69 亿元）。

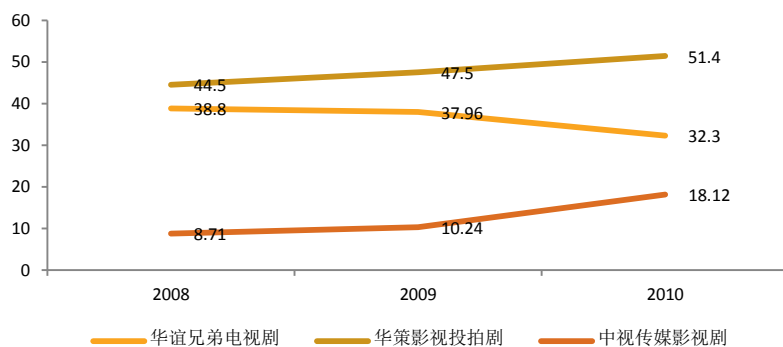
图 4 华策影视上半年投资情况（万元）



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

规模效应逐步显现，公司毛利水平持续上升。与同行业的华谊兄弟、中视传媒相比，公司的毛利率水平要占有明显优势，我们认为这与公司成本管理体系有关：与华谊的电视剧工作室不同，公司对参与投资制作的电视剧都会采取严格的成本控制制度，公司在电视剧项目开始策划之前都会确定 70%—80% 的利润空间，之后都会给每个剧组派驻财务人员作为投资方代表控制成本，成本的控制使得公司的毛利水平维持价高水平。此外，伴随着公司投拍规模的不断扩大，公司的毛利率也在持续上升，表明公司电视剧制作的规模效应在逐步显现，未来随着投拍规模的提升，毛利率依然存在提升的空间。

图 5 影视剧上市公司毛利率情况 (%)



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

3 外购剧：被市场忽视的蓝海地带

市场低估引进剧对公司盈利的贡献。按照我们前面对公司投拍剧的统计，08—10 年，公司投拍的电视剧产量增速仅为 18.4% (08—10 年分别为 78、89.5 和 109.34 集)，事实上远低于公司在外购剧方面的投资增速水平。过去三年公司分别取得 2、4、10 部外购剧的发行权，对应的发行集数为 40、84、194 集，同比增速均超过 100%。发行价格方面：2010 年公司外购剧的平均发行价格约为 50 万元每集，相对于 16 万元每集的成本，毛利高达 69%，远超过投拍剧 51% 的毛利水平。盈利贡献方面，公司的外购剧也占据了半壁江山，2010 年贡献了整个营业利润的 41%。

表 8 华策影视外购剧的发行收入情况 (万元)

	2008	2009	2010
发行部数	2	4	10
发行权益集数	40	84	194
单集收入	0.68	0.90	0.50
单集成本	0.23	0.33	0.16
毛利率	0.66	0.63	0.69

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

外购剧投资成本低，毛利高，周转速度快，有利于提高公司的经营效益和品牌影响力。以公司今年上半年的外购剧泰剧《花环夫人》为例，每集购买价格为 2 万美金，如果按照 2010 年 50 万每集的外购剧平均发行价格，毛利高达 68%，而就在公司外购的泰剧风靡荧屏之后，泰剧的外购价格在其他买家介入之后飙升至 4 万美金一集。公司在外购剧上的超前布局和版权眼光将有利于公司充分挖掘外购剧的价值空间 (公司 2010 年发行的外购剧《宫心计》实现了单集 108 万元的价格，实现总收入 3570 万元。)

打造二轮剧供片集散中心。一方面,公司将会继续加大对外购剧的投资规模,2011年上半年公司取得了5部外购剧的发行权(2011上半年公司新增外购剧7部),远超过取得的投拍电视剧的发行数量(同期的投拍剧发行数量为1部)。另一方面,公司将会充分发挥在电视剧版权方面的战略眼光,与国内外品牌佳、口碑好的影视机构合作,购买二轮剧目,来打造国内二轮剧供片的集散中心。

4 电影业务:稳健布局符合投资者利益

公司前期投资的2部电影《人鱼帝国》、《一场风花雪月的事》将于年底前完成制作,预计将于明年初安排公映;2011年下半年,公司计划新增投资2部电影,其中《太平轮》已进入最后筹备阶段,公司占影片总投资的30%,预计10月份可开机拍摄;《听风》目前正在与各合作方积极洽谈,公司计划投资比例为20%,有望在年底前完成合作相关合约并开机拍摄。在参股介入到电影内容业务投资的同时,2010年公司全资子公司浙江金球影业与浙江时代电影大世界有限公司共同出资设立浙江时代金球影业投资公司,金球影业出资4000万元,持股40%,将公司产业链延伸至影城院线业务。公司预计在今年年底前时代金球院线将会发展到20家影院,公司计划将时代金球院线的规模发展扩大至50家以上,票房收入超过5亿元,并谋求控股部分影院,在下游布局成熟后公司将会大力发展公司在电影内容制作方面的投资。

表 9 2010 年全国十大院线公司 (单位: 万元)

序号	院线名称	票房收入
1	万达电影院线股份有限公司	140265
2	中影星美电影院线有限公司	121327
3	上海联和电影院线有限责任公司	107128
4	深圳市中影南方新干线有限责任公司	95071
5	北京新影联有限责任公司	79873
6	广州金逸珠江院线有限公司	68883
7	浙江时代电影大世界有限公司	42043
8	广东大地电影院线有限公司	37552
9	四川太平洋电影院线有限公司	35982
10	辽宁北方电影院线有限责任公司	32041

资料来源: 湘财证券研究所

我们认为公司电影业务的稳健布局符合投资者的利益。电影业务不同于电视剧，风险高，投入大，发行周期短，票房难以预测。以公司前期投资的2部电影《人鱼帝国》、《一场风花雪月的事》为例，《人鱼帝国》投资已经超过1年以上，预付款2455万，但预计要到明年才能上映，考虑到后续制作和发行等存在的不确定性，公司表示未来不排除通过权益方式转让这块投资。公司通过抢先布局下游院线和影院，一方面可以快速的实现盈利（电影院线投资回报快，时代金球院线已经在2011中报中贡献盈利），另一方面可以通过自有院线和影院最小化电影的发行风险和不确定性，确保未来大规模投资的电影业务能为投资者带来稳定持续回报。

5 收购佳韵社 布局新媒体

报告期内公司使用超募资金14000万元通过股权受让及增资的方式投资获得西安佳韵社数字娱乐发行有限公司55%的股权，目前公司已经全额投入5000万元用于对佳韵社的增资，另外9000万元股权转让款将根据合同约定分三期支付。佳韵社的主营为面向PC/TV/手机等多媒体终端，提供全产品线影视内容的低成本及高效率的整合营销解决方案，已经同海内外200家以上的影视制作方缔结合作关系，同市场上的主要视频网站（包括新浪、搜狐、奇异、腾讯、土豆、迅雷、优酷、乐视等）建立了长期稳定的合作关系，截至2011年3月，累计发行了超过15000小时的电视、电影、动漫、纪录片、百科和综艺节目。

收购佳韵社在短期内将从业绩贡献方面为公司带来利好；预计佳韵社11—13年的税后净利润分别为2000万元、3054万元、3661万元，公司获得投资收益将会达到688万元、1679万元、2014万元，分别增厚EPS0.06元、0.15元和0.18元；长期而言，收购佳韵社将有利于公司完善新媒体产品线，公司将通过佳韵社探索发展适合网络播出平台的网络剧，同时通过佳韵社加强自拍剧的新媒体发行，不断强化和完善公司的新媒体发行渠道。

6 基本结论及盈利估值

6.1 基本结论

投拍剧方面，按照我们的统计逻辑，2010年公司发行的单集电视剧销售价格高达166万元，远超过市场普遍估算水平，一方面这与近几年精品电视剧价格在电视台和新媒体的热炒下水涨船高直接相关，另一方面也反映了公司在电视剧的制作、销售方面具有的品牌优势和议价能力；判断公司投拍

剧未来业绩主要取决于公司电视剧发行价格和发行数量。根据我们的跟踪，2011 年公司至少会发行 5 部 140 集投拍剧（包含 2010 年 12 月 31 日取得发行许可证的《新京城四少》），同比增长 28%（2010 年发行的投拍剧权益集数为 109 集），2012 年实现收入的电视剧将会是今年全年公司已经或者即将投拍的 20 部 723 集电视剧，充足的拍片计划可以确保公司投拍剧业务未来的发行量；针对市场的担忧的电视剧发行价格问题，我们认为目前精品电视剧的供需缺口依然存在，优质制作机构的精品电视剧仍将会有广阔的市场。此外，公司的毛利率稳步提升表明公司电视剧制作的规模效应在逐步显现，未来随着公司电视剧投拍规模的提升，毛利率依然存在提升的空间。

外购剧其实是被市场和行业普遍忽视但却存在暴利的蓝海地带，外购剧投资快，毛利高，周转速度快，公司在外购剧上的超前布局和版权眼光有利于公司充分挖掘外购剧的价值空间，从公司先后引进的 tvb 剧、穿越剧、泰剧来看，不仅获得了超高的经营收益（2010 年外购剧整体毛利率 69%，单部外购剧甚至可以高达 90%），同时也引领着电视剧的观剧潮流；外购剧和投拍剧目前各占据着公司营业利润的半壁江山，公司未来将会继续加大对外购剧的投资，同时通过与国内外优质影视机构合作打造国内二轮剧供片的集散中心。

院线和影院业务目前还处于布局阶段，公司计划将院线旗下影院规模扩大至 50 家以上，票房收入超过 5 亿元，在下游院线和影院布局成熟后公司将会加大在电影内容制作方面的投资，将会在未来为公司提供新的利润增长点。我们认为公司电影方面的布局战略符合投资者的利益，一方面可以快速的实现盈利，另一方面可以最小化电影业务未来的发行风险和不确定性。

6.2 估值及建议

我们预计 11—13 年公司的营业收入分别为 3.28、4.47 和 5.73 亿元；对应的 EPS 分别为 1.45、1.82 和 2.14 元（2010 年摊薄 EPS 为 0.85），目前公司股价（47.27 元）对应的 PE 分别为 32.6 倍、26 倍和 22 倍。我们给予公司 40 倍的估值，目标价为 58 元，首次给予“买入”评级。

7 风险提示

影视剧制作进度延缓；内容审批风险；限售股解禁风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010.00	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010.00	2011E	2012E	2013E
流动资产	1184.02	1337.04	1553.42	1833.56	营业收入	281.84	328.07	489.20	699.13
现金	969.08	1077.34	1161.26	1244.68	营业成本	121.70	117.08	202.63	324.21
应收账款	36.64	60.16	80.93	119.83	营业税金及附加	15.01	17.54	26.12	37.35
其他应收款	1.35	2.42	3.18	4.75	营业费用	11.85	11.60	18.39	25.75
预付账款	95.69	119.43	174.09	250.70	管理费用	19.77	21.07	32.39	45.83
存货	79.83	76.74	132.85	212.54	财务费用	-4.02	-42.36	-46.34	-49.80
其他流动资产	1.43	0.95	1.11	1.06	资产减值损失	-0.35	0.21	0.03	0.09
非流动资产	26.99	21.61	24.98	25.42	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	19.48	12.99	15.15	14.43	投资净收益	-0.52	6.80	16.79	20.14
固定资产	4.27	4.06	3.84	3.63	营业利润	117.35	209.73	272.77	335.84
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	12.65	10.84	11.44	11.24
其他非流动资产	3.24	4.57	5.98	7.36	营业外支出	0.39	0.32	0.35	0.34
资产总计	1211.01	1358.66	1578.40	1858.99	利润总额	129.61	220.24	283.86	346.74
流动负债	23.19	40.51	48.94	71.28	所得税	33.43	56.03	72.55	88.49
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	96.18	164.21	211.31	258.25
应付账款	4.17	4.91	7.97	13.03	少数股东损益	0.00	-0.09	-0.08	-0.11
其他流动负债	19.02	35.61	40.97	58.24	归属母公司净利润	96.18	164.30	211.39	258.37
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	114.54	167.86	226.96	286.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.70	1.45	1.87	2.29
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债合计	23.19	40.51	48.94	71.28	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	-0.09	-0.17	-0.29	会计年度	2010.00	2011E	2012E	2013E
股本	56.48	112.96	112.96	112.96	成长能力				
资本公积	986.63	930.15	930.15	930.15	营业收入	0.70	0.16	0.49	0.43
留存收益	144.71	275.13	486.52	744.88	营业利润	0.76	0.79	0.30	0.23
归属母公司股东权益	1187.82	1318.24	1529.63	1788.00	归属于母公司净利润	0.73	0.71	0.29	0.22
负债和股东权益	1211.01	1358.66	1578.40	1858.99	获利能力				
					毛利率(%)	0.57	0.64	0.59	0.54
现金流量表					净利率(%)	0.34	0.50	0.43	0.37
					ROE(%)	0.08	0.12	0.14	0.14
会计年度	2010.00	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	0.42	0.54	0.47	0.40
经营活动现金流	27.79	86.25	23.44	13.01	偿债能力				
净利润	96.18	164.21	211.31	258.25	资产负债率(%)	0.02	0.03	0.03	0.04
折旧摊销	1.21	0.49	0.53	0.52	净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-4.02	-42.36	-46.34	-49.80	流动比率	51.07	33.00	31.74	25.72
投资损失	0.52	-6.80	-16.79	-20.14	速动比率	47.62	31.11	29.03	22.74
营运资金变动	-65.66	-30.03	-126.74	-177.89	营运能力				
其他经营现金流	-0.44	0.74	1.47	2.07	总资产周转率	0.39	0.26	0.33	0.41
投资活动现金流	-22.47	13.50	14.15	20.61	应收账款周转率	6.33	6.42	6.58	6.61
资本支出	5.50	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	28.76	25.81	31.47	30.87
长期投资	-20.00	-6.49	2.16	-0.72	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-36.97	7.00	16.31	19.89	每股收益(最新摊薄)	0.85	1.45	1.87	2.29
筹资活动现金流	895.22	8.52	46.32	49.81	每股经营现金流(最	0.25	0.76	0.21	0.12
短期借款	-18.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊	10.52	11.67	13.54	15.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
普通股增加	14.12	56.48	0.00	0.00	P/E	54.61	31.97	24.85	20.33
资本公积增加	896.06	-56.48	0.00	0.00	P/B	4.42	3.98	3.43	2.94
其他筹资现金流	3.05	8.52	46.32	49.81	EV/EBITDA	37.23	25.40	18.79	14.88
现金净增加额	900.54	108.26	83.91	83.42					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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%以上；

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。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。