

华策影视(300133)调研报告

剧集储备充足，保障业绩增长

传媒

谨慎推荐

首次评级

发布时间：2011 年 11 月 24 日

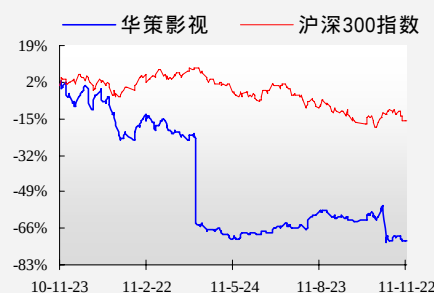
投资要点：

- 我国电视剧行业是持续增长的周期性行业，电视剧制作机构竞争激烈。2001-2010 年我国电视剧产量从 8877 集增长至 14685 集，年成交金额从 31.1 亿元增长至 59.2 亿元，复合增长率约为 6.65%，部数基本稳定在 400-500 部。
- 《抬头见喜》预计四季度产生收益，《钟馗传说》可能为今年四季度或明年初放映。根据公司招股书、2011 年拍摄计划及各季度报告，公司正在制作及计划投拍的剧集储备超过 1000 集，有望在 2012-2013 年产生收入。
- 公司外购剧近 3 年增长较快。2008-2010 年公司取得外购剧的发行权数量分别为 2、4、10 部，对应的发行集数分别为 40、84、226 集，平均增速超过 100%。但我国对境外引进剧的题材和数量都有调控，因此预计公司外购剧未来两年将与 2010 年持平。
- 公司原计划于年内上映的 2 部电影《人鱼帝国》、《一场风花雪月的事》仍在后制阶段，预计将于今年底或明年初安排公映。今年新增投资的 2 部电影《太平轮》和《听风》有望于年内开机。预计 2011 年全年电影业务营收基本平衡。
- 公司上半年使用超募资金 1.4 亿元，收购了西安佳韵社 55% 左右的股权。截至 2011 年 9 月 30 日，公司超募资金仍有 4.95 亿元，存在继续通过并购整合完善产业链的预期。
- 预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.80、1.08、1.34 元，相对于当前股价市盈率分别约为 43、32、26 倍，首次给予谨慎推荐评级。
- 风险提示：行业主管政策发生变化、内容审查风险、单部电视剧收视率未达预期风险及盗版。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	28,183	69.81	9,618	73.53	0.50		68	
2011E	39,000	38.38	15,282	58.89	0.80		43	
2012E	50,700	30.00	20,770	35.91	1.08		32	
2013E	65,056	28.33	25,639	23.44	1.34		26	

走势图



市场数据

2011/11/22

收盘价：	34.21 元
52 周最高价：	127.50 元
52 周最低价：	31.13 元
平均持仓成本：	35.00 元

基本数据

2011Q3

总股本（万股）：	11,296
流通 A 股（万股）：	11,296
每股收益（元）：	1.09
每股净资产（元）：	11.00
每股经营现金流（元）：	-0.58
市净率：	5.44

分析师：耿云

执业证书编号：S0550511080003

TEL: (8621)6336 7000-296

FAX: (8621)6337 3209

Email: gengy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

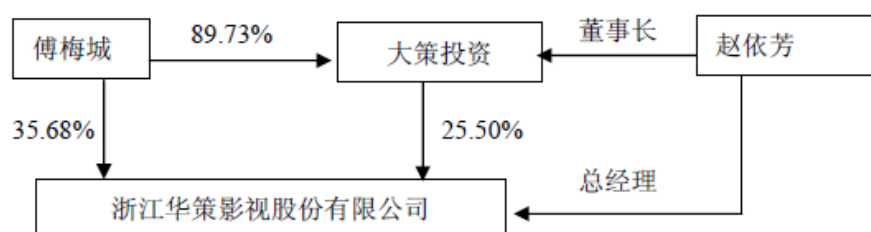
邮 编：200002

一、公司简介

华策影视是中国最成功的民营影视制作企业之一。2010 年公司取得发行许可证的电视剧共有 9 部 320 集，按集数计算占中国当年电视剧产量的 2.2%。此外，公司还有部分电影业务和院线方面的投资，2010 年全年共有 2 部电影在国内市场公映。

公司的实际控制人为傅梅城和赵依芳夫妇，合计控股 61.18%，公司旗下共有三家全资子公司：金溪影视负责电视剧的制作发行，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。此外，公司上市后先后投资了时代金球（通过金溪影视参股 40%，主要经营电影院线投资）和西安佳韵社（持股比例 55%，主要经营新媒体发行）。

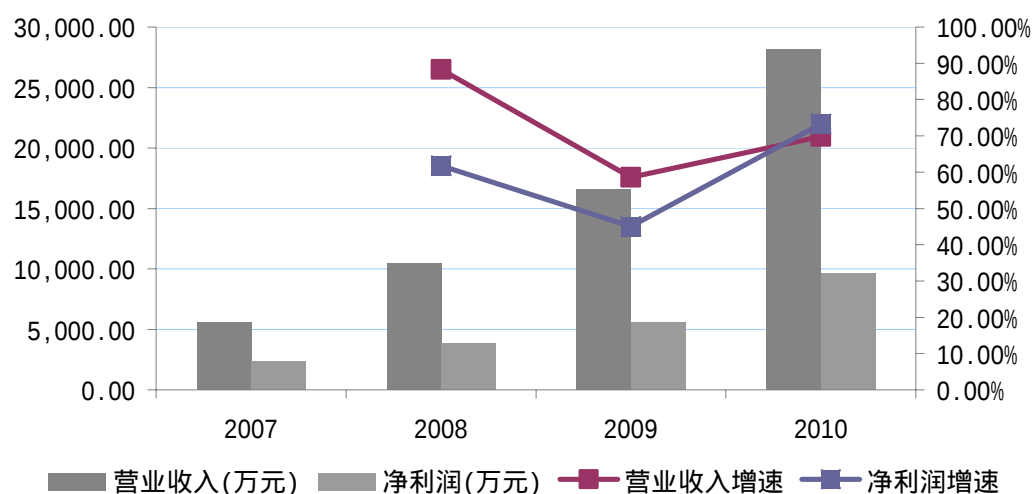
图 1 华策影视股权结构



资料来源：公司公告

2011 年 1-9 月公司共实现营业收入 2.69 亿元，同比增长 11.16%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.23 亿元，同比增长 44.92%，折合每股收益 0.64 元。

图 2 华策影视近期财务状况



资料来源：公司公告、东北证券

二、电视剧行业概况

1、持续增长的周期性行业

我国电视剧行业仍处于持续增长阶段，但每年增速波动较大。

表 1 中国电视剧行业概况

	发行部数	发行部数 增长率	发行集数	发行集数 增长率	电视剧成交 金额(亿元)	成交金额 增长率
2001			8877		31.1	
2002			9005	1.44%	31.5	1.29%
2003	489		10381	15.28%	36.3	15.24%
2004	505	3.27%	12265	18.15%	42.9	18.18%
2005	514	1.78%	12447	1.48%	43.6	1.63%
2006	502	-2.33%	13847	11.25%	48.5	11.24%
2007	529	5.38%	14670	5.94%	51.4	5.98%
2008	502	-5.10%	14498	-1.17%	50.7	-1.36%
2009	402	-19.92%	12910	-10.95%	54.8	8.09%
2010	436	8.46%	14685	13.75%	59.2	8.03%
2011 年 1-9 月	328		10378			

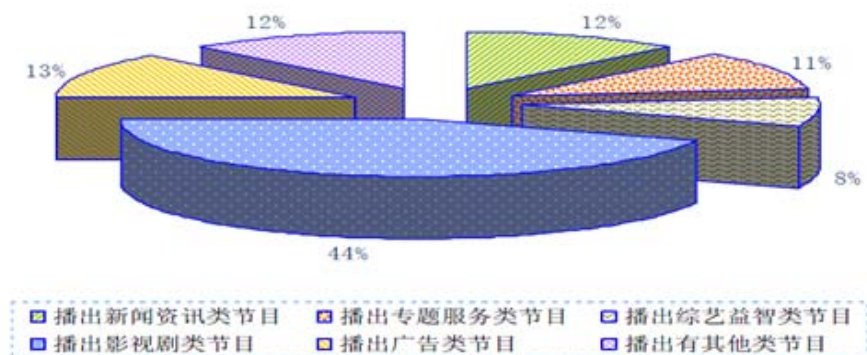
资料来源：广电总局、华谊兄弟公告

2、电视台占据大部分收益，制作机构竞争充分

电视剧是电视台主要播出品种和广告收入来源，但电视剧制作单位所获得收益相对较小。根据国家工商管理总局统计中心得数据，2010 年我国电视台广告收入约为 679.8 亿元，而 2010 年国产电视剧成交金额仅为 59.2 亿元，仅占电视台广告收入的 8.7%。

另一方面，电视台需求市场容量有限，根据 CSM 媒介研究对全国 80 个主要城市的 516 个电视频道国产剧播出情况的监测数据，截至 2008 年底，取得 2006 年度《国产电视剧发行许可证》的 502 部电视剧，经过 2-3 年的发行期，只有 412 部实现了播出，占 2006 年电视剧制作生产总量的 82%。

图 3 我国电视台节目播出结构



资料来源：公司招股书

三、储备片源丰富，部分锁定未来两年业绩

1、投拍剧量价齐升，储备片源丰富

受益于资金规模的扩大和精品剧策略，公司电视剧年产量和单价均呈逐年增长的趋势。

表 2 华策影视电视剧产量和单价增长趋势

	2007	2008	2009	2010
发行许可部数	1	2	7	9
发行许可集数	28	78	279	320
当期进入发行周期部数	2	2	5	7
当期进入发行周期集数	53	78	225	207
当期平均每集发行单价（万元）	60.9	91.7	40	87.5
全国发行许可部数	537	509	414	448
全国发行许可集数	14982	14687	13297	15009

资料来源：公司公告、广电总局、东北证券

电视剧拍摄流程一般需要经过三个大阶段：前期筹备（选题策划、取得制作许可证、组建剧组）、拍摄制作、发行销售（取得发行许可证、销售）。公司电视剧的完整制作销售周期约为 12-18 个月，因此，根据公司公告和广电总局的备案数据，我们可以大致梳理出公司的剧集储备情况。

我们预计公司 2011 年确认收入的新增投拍电视剧约为 4-5 部，前三季度确认了《京城四少》、《爱上查美乐》、《命运交响曲》、《抬头见喜》预计四季度产生收益，《钟馗传说》可能为今年四季度或明年初。

根据公司招股书、2011 年拍摄计划及各季度报告，公司正在制作及计划投拍的剧集储备超过 1000 集，有望在 2012-2013 年产生收入。

表 3 华策影视 2012-2013 年可能确认收入的剧集

计划或拍摄制作中剧集，预计 2012-2013 年确认收入	剧集
施公案	38
中国式爱人	40
书香世家	36
钟馗传说	36
万卷楼 II	100
香格里拉	30
天降财神	30
大律师	30
80 后时代	30
阿飞正传	35
宸宫	40
西施	40
西泠印社	40

金山	40
废都	40
机密	
山村女教师	
十二星座爱人	
情不自禁爱上你	
幸运精灵兔	40
薛平贵与王宝钏	35
全家福	50
特殊爱人	30
一代佳人	40
百万保姆	50
温州小子的亿万梦想	30
碧云天	30
百年浙商	12
远征远征	50
天涯明月刀	35
国家命运	30
利剑	
黑狐	40
傻妞归来	
决战前	
川军血战到底	
游戏之王	

资料来源：公司公告、东北证券

2、外购剧毛利率较高但增长有瓶颈

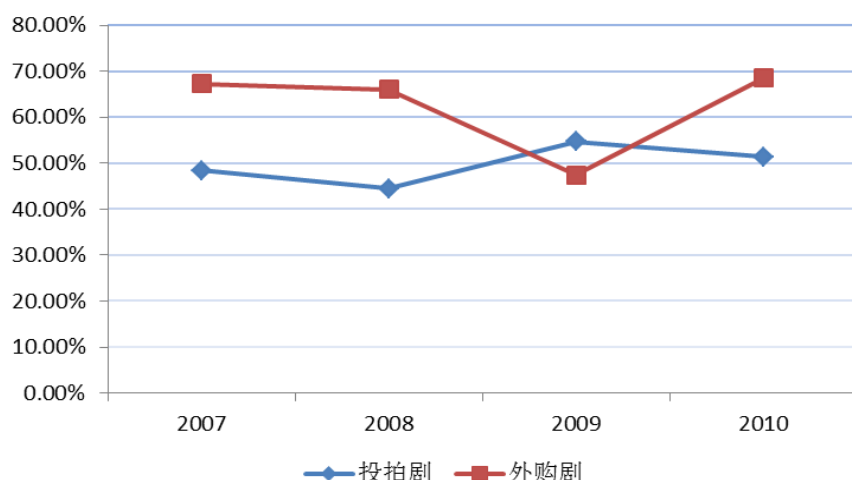
公司外购剧近 3 年增长较快,2008-2010 年公司取得外购剧的发行权数量分别为 2、4、10 部,对应的发行集数分别为 40、84、226 集,平均增速超过 100%。但我国对境外引进剧的题材和数量都有调控,因此预计公司外购剧的增长速度不能持续。

表 4 公司外购剧理念增长情况

	2006	2007	2008	2009	2010
公司引进剧部数	1	2	2	4	11
公司引进剧集数	20	45	40	84	226
全国引进剧部数	52	102	110	106	122
全国引进剧集数	901	1815	2088	2014	2006
部数占全国比例	1.92%	1.96%	1.82%	3.77%	9.02%
集数占全国比例	2.22%	2.48%	1.92%	4.17%	11.27%

资料来源：公司公告、广电总局

图 4 外购剧毛利率显著高于投拍剧



资料来源：公司公告、东北证券

四、电影业务不是未来发展重点

目前电视剧业务仍是公司发展重点，公司可能会陆续有小幅的电影投资，但电影业务不是发展重点。

公司原计划于年内上映的 2 部电影《人鱼帝国》、《一场风花雪月的事》仍在后制阶段，预计将于明年初安排公映。此外今年新增投资的 2 部电影《太平轮》和《听风》有望年内开机。预计 2011 年全年电影业务营收平衡。

公司年初公告与浙江省最大的电影院线合作设立时代金球影业投资公司，公司出资 4000 万元，占总股本的 40%。时代金球目前已开始在浙江、江西和安徽等地布局影院。

五、通过收购完善产业链布局

公司上半年使用超募资金 1.4 亿，收购了西安佳韵社 55% 左右的股权。西安佳韵社主营业务为数字发行，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，其产品目录中 92% 为电视剧。此次收购是公司进入新媒体发行领域的重要一步。截至 2011 年 9 月 30 日，公司超募资金仍有 4.95 亿元，存在继续通过并购整合完善产业链的预期。

六、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.80、1.08、1.34 元，相对于当前股价市盈率分别约为 43、32、26 倍，首次给予谨慎推荐评级。

七、风险提示

行业主管政策发生变化、内容审查风险、单部电视剧收视率未达预期风险及盗版。

表 5 盈利预测表

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	16,597.36	28,183.74	39,000.00	50,700.00	65,065.00
增速	58.55%	69.81%	38.38%	30.00%	28.33%
营业成本	7,504.25	12,170.14	15,845.00	17,981.80	23,646.80
毛利率	54.79%	56.82%	59.37%	64.53%	63.66%
营业税金及附加	894.15	1,501.22	1,950.00	2,737.80	3,513.51
比率	5.39%	5.33%	5.00%	5.40%	5.40%
销售费用	364.12	1,185.18	1,170.00	1,521.00	1,951.95
销售费用率	2.19%	4.21%	3.00%	3.00%	3.00%
管理费用	869.85	1,977.12	2,067.00	2,687.10	3,448.45
管理费用率	5.24%	7.02%	5.30%	5.30%	5.30%
财务费用	169.86	-402.39	-1,248.00	-760.50	-520.52
财务费用率	1.02%	-1.43%	-3.20%	-1.50%	-0.80%
期间费用	1,403.83	2,759.91	1,989.00	3,447.60	4,879.88
期间费用率	8.46%	9.79%	5.10%	6.80%	7.50%
资产减值损失	133.66	-34.65	0.00	0.00	0.00
其他经营收益					
投资净收益	0.00	-51.95	0.00	0.00	0.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	-51.95	0.00	0.00	0.00
营业利润	6,661.47	11,735.18	19,216.00	26,532.80	33,024.82
营业利润增长率	85.00%	76.17%	63.75%	38.08%	24.47%
加：营业外收入	721.99	1,264.50	1,200.00	1,200.00	1,200.00
减：营业外支出	19.77	38.80	40.00	40.00	40.00
利润总额	7,363.69	12,960.88	20,376.00	27,692.80	34,184.82
利润总额增长率	92.20%	76.01%	57.21%	35.91%	23.44%
减：所得税	1,821.42	3,343.12	5,094.00	6,923.20	8,546.20
所得税率	24.7%	25.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	5,542.26	9,617.76	15,282.00	20,769.60	25,638.61
净利润增长率	44.69%	73.53%	58.89%	35.91%	23.44%
减：少数股东损益	-9.39	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	5,551.65	9,617.76	15,282.00	20,769.60	25,638.61
增速	45.05%	73.24%	58.89%	35.91%	23.44%
股本（万股）	0.00	5,648.00	19,203.20	19,203.20	19,203.20
基本每股收益(元)	1.460	1.703	0.796	1.082	1.335

资料来源：Wind、东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。