

华策影视(300133)

研究员: 高圣 执业证书编号: S0570511050003

☎ 025-83290935 ✉ gaosheng999@gmail.com

🌐 http://t.zhanghe.com/4034

打造精品、多元盈利

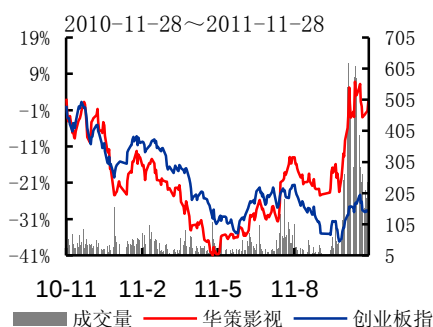
投资评级: 推荐(维持)

传媒 II

当前价格(元): 35.49

目标价格(元): 38.00

股价走势图



相关研究

1《华策影视(300133):业绩略超预期——华策影视中报点评》2011.8

投资要点:

◆ 公司专注于电视剧的制作、发行及衍生业务。公司位于电视剧行业民营企业第一梯队。目前公司已经形成了年产超过 300 集电视剧的生产规模,一系列国内外电视剧奖项的获得显示了公司具有较强的制作实力。

◆ 中国电视剧产量总体已经过剩,但其中的精品剧仍然供不应求,价格持续上涨,未来精品剧价格仍有进一步上涨的空间

◆ 公司主营业务为电视剧业务,投拍电视剧和外购电视剧收入分别占公司主营业务收入的 64%和 35%,电视剧业务在未来一段时间内都将是公司的主要收入来源。目前公司电视剧产量已经超过 300 集,公司的中期目标是超过 1000 集,产量上有比较大的上升空间。但 11 年公司新增电视剧数量相比 10 年增长有限,预计 11 年电视剧业务收入增长相对较低。

◆ 公司正在初步尝试参与投资制作电影,并在参与电影院的建设。由于电影制作业务具有高风险,因而目前公司的电影业务仍然处于谨慎参与并累计经验的阶段,降低风险和获得经验是近期公司电影业务的主要目标。另外公司将与海宁市政府就中国武侠(影视)文化产业园项目展开合作,该项目将多元化公司收入来源,并扩大公司在行业内影响力。

◆ 公司于今年 7 月公布了股权激励计划草案,目前该方案正在审批中,激励计划草案中将授与约 680 万股份,如果以公司目前股价计算,则股权激励的成本将超过 6000 万元,对公司未来三年业绩构成一定压力。该草案目前还在审批中,用来确认期权成本的授权日股票期权公允价值尚未确定,若近期公司股价出现下跌从而导致最终的授权日股票期权公允价值低于目前股价,则公司股权激励成本将降低。

◆ 考虑到公司 2011 年新增电视剧产量低于预期,我们下调公司盈利预测,预计公司 2011-2013 年实现净利润 1.41 亿元、1.72 亿元、2.23 亿元,折合每股收益 0.73 元、0.9 元和 1.16 元。

◆ 我们在今年 8 月 17 日的报告中给予公司“推荐”评级,截止今日涨幅已经超过 26%,短期内已经累积了较大涨幅,上涨动力下降,但考虑到公司未来良好的发展前景,我们维持对公司的“推荐”评级。

◆ 风险提示:公司投资制作的电视剧和电影收视效果严重低于预期。

公司基本资料

总股本(万)	19203.20
流通 A 股(万)	5209.52
52 周内股价区间(元)	31.13-123.9
总市值(亿)	68.15
总资产(亿)	14.39
每股净资产(元)	11.00

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	2.82	3.61	5.41	7.31
+/-%	69.81	28.0	50.0	35.0
净利润(百万)	96.18	141	172	223
+/-%	73.53	46.6	22.1	29.9
EPS(元)	0.50	0.73	0.90	1.16
P/E	71	48.33	39.58	30.48

公司概况

公司专注于电视剧的制作、发行及衍生业务。公司电视剧业务位于电视剧行业民营企业第一梯队，是浙江省电视剧行业民营企业龙头。目前公司已经形成了年产约300集电视剧的生产规模。近年来，公司一些剧目获得“五个一”工程奖、“飞天奖”、“牡丹奖”、韩国首尔国际电视节最高奖项“最高电视剧大奖”等国内外荣誉，显示出公司在电视剧制作上具有较强实力。

公司电视剧制作能力在国内民营企业中居于相对领先地位。2009年公司获得国产剧和合拍剧发行许可6部249集，市场占有率分别为1.4%和1.9%，位居民营企业第二位。2009年公司投拍并取得合拍电视剧发行许可证的电视剧，按部数和集数计算，市场占有率分别为16.67%和14.32%，位居全国影视剧制作企业第二位和民营制作企业第一位。

表1：2009年民营制作机构获得国产剧和合拍剧发行许可排名

排名	制作机构	集数	市场份额(%)	部数	市场份额(%)
1	海润影视	346	2.6	10	2.4
2	华策影视	249	1.9	6	1.4
3	华谊兄弟	225	1.7	6	1.4
4	大连天歌传媒股份有限公司	122	0.9	4	1
5	上海新文化传媒投资集团	119	0.9	4	1
6	北京小马奔腾影视文化发展有限公司	107	0.8	4	1

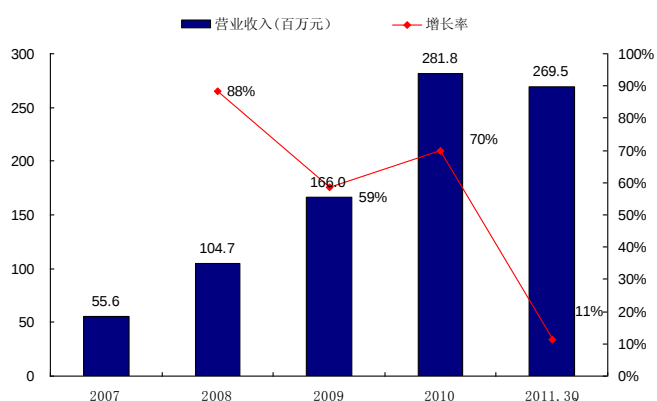
表2：2009年全国影视剧制作单位获得合拍电视剧发行许可的排名情况为：

排名	制作机构	集数	市场份额(%)	部数	市场份额(%)
1	中国国际电视总公司	76	19.79	3	25
2	华策影视	55	14.32	2	16.67
3	北京铁马影视文化艺术公司	54	14.06	2	16.67
4	深圳市深广传媒有限公司	47	12.24	2	16.67

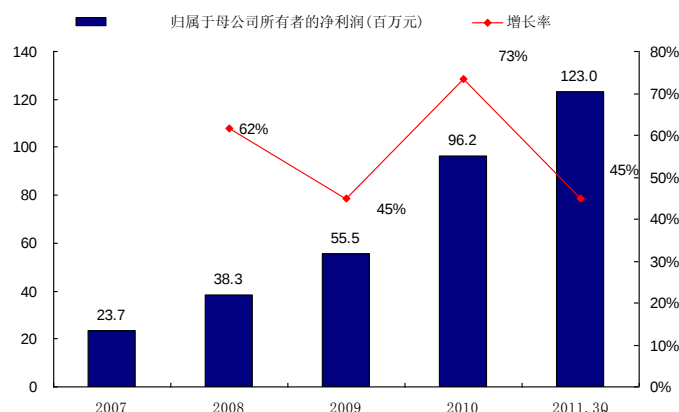
2010年公司实现营业收入2.8亿元，同比增长70%，实现归属母公司净利润0.96亿元，同比增长73%，预计2011年由于公司新增发行电视剧数量相比2010年增长有限，因而收入同比增速将低于2010年。

图 1：公司历年营业收入情况

图 2：公司历年归属母公司净利润情况



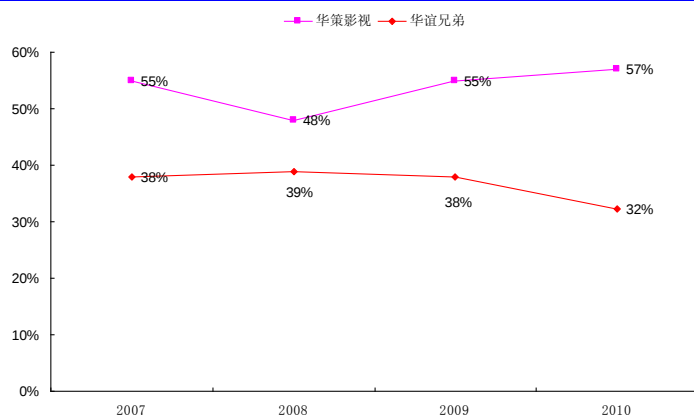
资料来源：WIND资讯、华泰证券研究所



资料来源：WIND资讯、华泰证券研究所

2010 年公司主营业务毛利率为 57%，较 2009 年的 55% 仍有所增长。与华谊兄弟的电视剧业务相比，公司的毛利率相对较高，主要原因在于公司专注于电视剧业务，在成本控制上也较为严格。

图 3：公司毛利率情况



资料来源：WIND 资讯、华泰证券研究所

公司于今年 7 月公布了股权激励计划草案，目前该方案正在审批中，激励计划草案中将授予约 680 万股份，如果以公司目前股价计算，则股权激励的成本将超过 6000 万元，对公司未来三年业绩构成一定压力。该草案目前还在审批中，用来确认期权成本的授权日股票期权公允价值尚未确定，若近期公司股价出现下跌从而导致最终的授权日股票期权公允价值低于目前股价，则公司股权激励成本将降低。

表 3：公司 7 月股权激励草案股权分配情况（股份数以 2011 年 7 月时计算）

姓名	职务	本次获授的股票期权份数(万份)	占本计划拟授予股票期权总量的比例 (%)	占公司总股本的比例 (%)
余海燕	副总经理	45	10.06	0.40
邓昌明	副总经理	30	6.70	0.27
金骞	董事会秘书、副总经理	24	5.36	0.21
核心技术（业务、管理）人员		304.5	68.05	2.69

预留股份数	44	9.83	0.39
合计	447.5	100	3.96

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

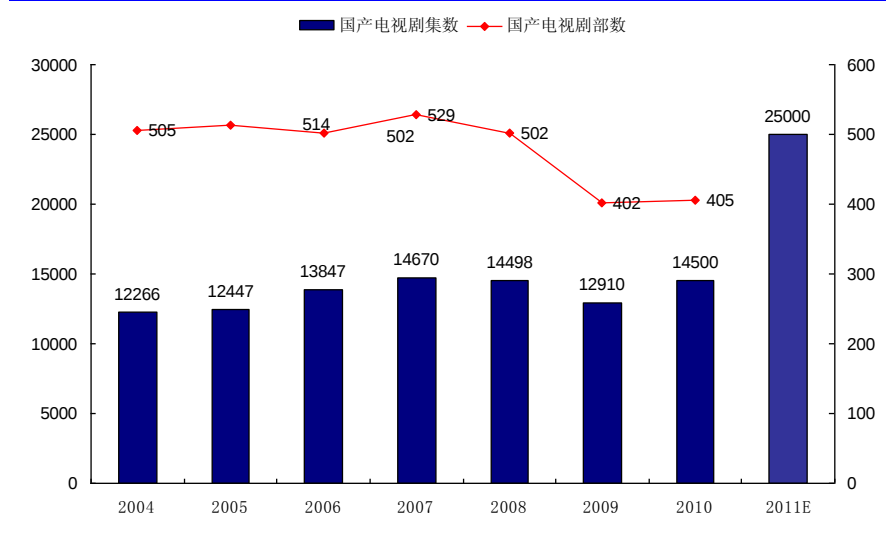
中国电视剧行业分析

1. 产量世界第一、严重供大于求

2010年我国电视剧生产量约1.4万集和405部，平均每天生产电视剧40集左右，就产量上看已经稳居世界第一，是名副其实的世界电视剧大国。尽管如此，在精品电视剧价格的快速上升和优质电视剧强大盈利能力的吸引力下，我国电视剧行业仍然异常火爆，并使得大量资本进入电视剧行业，2011年中国电视剧行业产量预期将超过25000集，较2010年大幅上涨。

如此高的产量之下，中国电视剧呈现了严重的供大于求，以2010年数据计算，实际电视剧产量和播出的比例为5:3，即40%已经生产出来的电视剧没有播出平台，无法通过电视等渠道与观众见面。2010年生产的14000多集中能播出的只有8000集，没有播出的在6000集左右，进入黄金档的只有3000集，真正形成热播的热门剧只有600集左右。产量过剩已经成为我国电视剧行业的重要问题。

图 4：2004 年至 2011 年国产电视剧数量



资料来源：广电总局、华泰证券研究所

2. “烂剧”过多、多数亏损；精品剧供不应求、价格猛涨，

尽管我国电视剧行业产量严重过剩，但其中多以粗制滥造的“烂剧”为主，真正的精品电视剧却呈现出严重的供不应求，近年来其价格上呈现“猛烈上涨”，目前我国生产的14000多集电视剧中能够进入电视台黄金档的只有3000集，真正形成热播的热门剧只有600集左右，精品电视剧严重缺乏。

精品电视剧多为拥有较为强大的导演、编剧、演员阵容，剧本较为精良，精黄金时段播放的首轮精品电视剧能快速吸引观众眼球、提高电视台收视率、并大幅带动电视台影响力和广告收入，因此各大电视台对精品电视剧是“求之若渴”。特别是在广电总局规定“每部电视剧首轮上星播出的卫视不得超过4家”后，各大卫视频道为了成为精品剧的四家首播播出频道之一，往往激烈竞争，并快速推高了精品电视剧价格，从43集电视剧《我的团长我的团》创造了单集价格超过百万元的记录后，新的记录不断被刷新，11年单集价格已经逼近300万元。目前，中国电视剧交易市场空间为80亿左右，仅占中国电视剧带来的广告收入的20%-30%，精品电视剧价格仍然有进一步上升空间。

不但是在黄金时间段，在非黄金时间段众多电视台也宁可重播前期热门的精品电视剧而不愿冒风险去播放其他电视剧，使得《亮剑》等一批精品电视剧在众多电视台非黄金时间段轮流播放，打开电视机，往往四五个频道播出同一部电视剧，大量的老剧集在重播。这种状况也进一步挤压了非精品电视剧的播放时间，非精品剧往往仅能收回成本，甚至已亏损收场。

精品电视剧不但被各大电视台“争抢”，甚至也开始被日益注重正版影视资源的网络媒体“青睐”，目前精品电视剧的单集网络价格也呈现快速上升，由两三年前数千元每集上升至目前最高30万元每集，并仍然呈现出上升之势。网络版权销售收入也成为电视剧收入来源一部分。

表 4: 2010 年 10 大最热卖电视剧销售情况

序号	电视剧名	导演、制片、演员	总售价	单集价格	成本
1	新《三国》	主演：陈建斌、陆毅、陈好、何润东	总售价：2.3 亿元 (共 86 集)	单集价格：267 万元 (首轮 4 卫视共 160 万/集+二轮 3 卫视 9 地面频道共 72 万/集+网络 35 万/集)	成本：1.55 亿元
2	新《西游记》	制片：张纪中 导演：张建亚 主演：聂远、吴樾、臧金生、徐锦江	总售价：1.96 亿元 (共 70 集)	单集价格：280 万元 (首轮 5 家卫视共 150 万/集+地面频道共 100 万/集+1 家网站 30 万/集)	成本：1 亿元
3	新《水浒》	导演：鞠觉亮 主演：张涵予、吕良伟、李宗翰	总售价：1.6 亿元 (共 80 集)	单集价格：200 万元 (首轮 4 家卫视共 160 万/集+地面频道 40 万/集)	成本：1.3 亿元
4	新《红楼梦》	导演：李少红 主演：于晓彤、蒋梦婕、李沁	总售价：1.22 亿元 (共 50 集)	单集价格：240 万元 (首轮 2 家卫视共 120 万/集+二轮 4 家卫视 10 地面共 90 万/集+网络 30 万/集)	成本：1.18 亿元
5	《金婚风雨情》	导演：郑晓龙 主演：胡军、周韵、祖峰、秦海璐	总售价：9000 万元 (共 50 集)	单集价格：180 万/集 (首轮地面 74 万/集+首轮 4 家卫视 100 万/集+网络 6 万/集)	成本：3500 万元
6	《我的团长我的团》	导演：康洪雷 主演：张国强、段奕宏、张译	总售价：6450 万元 (共 43 集)	单集价格：150 万元 (首轮 4 家卫视共 100 万/集+二、三轮 50 万/集)	成本：5000 万元
7	《杨贵妃秘史》	导演：尤小刚	总售价：6370 万	单集价格：130 万元	成本：6000 万元

		主演：殷桃、黄秋生、石小群	元（共 49 集）	（湖南卫视独家买断首轮播出权及发行权）	
8	《手机》	导演：沈严 主演：陈道明、王志文、梅婷、刘蓓	总售价：5760 万 元（共 36 集）	单集价格：160 万/集 （首轮 4 家卫视 100 万/集+二轮 4 家卫视 60 万/集）	成本：3000 万元
9	《潜伏》	导演：姜伟 主演：孙红雷、姚晨、沈傲君	总售价：4710 万 元（共 30 集）	单集售价：157 万元 （首轮 4 家地面 87 万/集+首轮 4 家卫视 40 万/集+二三轮 30 万/集）	成本：1800 万元
10	《婚姻保卫战》	导演：赵宝刚 主演：袁莉、黄磊、佟大为、马伊琍	总售价：4455 万 元（共 33 集）	单集价格：135 万元 （首轮 5 家卫视共 120 万/集+网络 15 万/集）	成本：2500 万元

资料来源：《中国经济周刊》、华泰证券研究所

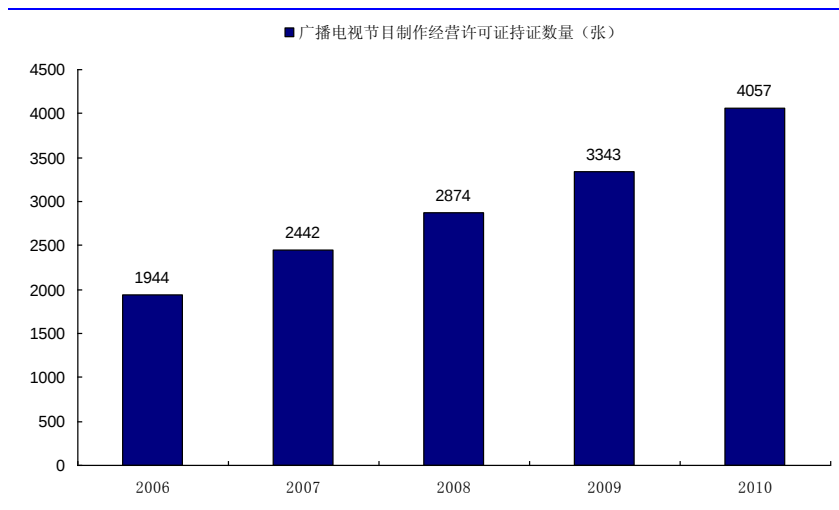
3. 资金不断进入，推动成本大幅上升

2011年，在精品剧价格不断上升的吸引下，国内电视剧行业愈加“火爆”，并且出现一定“泡沫”。尽管2010年电视剧产量就已经为世界第一，但2011年资金仍然大幅流入电视剧行业，2011年全年电视剧的产量预计将超过25000万集，远远超过2010年14500万集的水平，制作数量的大幅上升造成对导演、编剧、演员以及其他设备、场地等需求快速扩大，因而也迅猛的推高了电视剧行业的成本，各电视剧制作企业都面临成本上升带来的压力。同时过高的产量使得电视剧行业产能过剩的问题愈加严重。

4. 制作机构众多，市场集中度低

中国电视剧制作的准入门槛相对较低，企业数量众多并且行业集中度很低，市场竞争较为充分。根据国家广电总局公布的数据，持有2010年度《电视剧制作许可证（甲种）》的机构有132家，持有2010年度《广播电视节目制作经营许可证》的机构有4057家，呈逐年上升态势。目前前十大制作机构市场份额合计在10%-15%左右，市场集中程度低。

图5：中国广播电视节目制作经营许可证持证数量（张）



资料来源：国家广电总局、华泰证券研究所

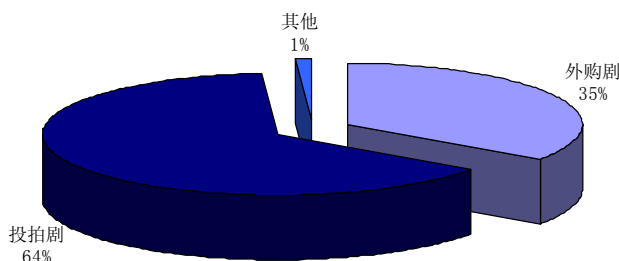
5. 海外出口仍然有限，精品剧出口潜力巨大

韩国电视剧2005年出口额就突破了1亿美元大关。而我国2009年电视剧出口额只有2000万美元左右。中国电视剧的海外销售额仅占总额的5%左右，且销售面很小，销售价格也不高，中国电视剧出口地区还局限在亚洲地区及其他国家的华侨聚居区，中国是一个电视剧大国，但还不是电视剧强国。目前一批较有实力的电视剧生产企业已经开始加强海外发行的投入，在中国文化影响力不断上升的基础上，中国电视剧未来出口规模的扩大已经成为了行业的发展趋势。

公司经营分析

公司的主营业务为电视剧业务，投拍电视剧和外购电视剧收入分别占公司主营业务收入的64%和35%，其他业务收入主要包括少量的广告收入和电影收入等。未来随着公司更多参与电影业务，电影制作和电影院运营带来的收入将会上升。公司上市以来业务规模持续扩大，上市之初公司员工数为40人，目前已经发展至140人，人员的充实为公司后续发展提供了有力保障。

图6：2010年公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

1. 电视剧业务：公司核心业务，2011年增长有限，未来增长空间较大

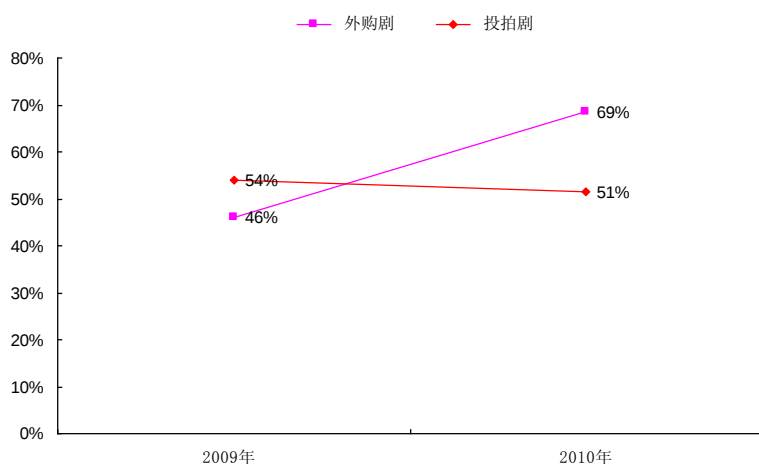
公司在电视剧投拍领域具有一定经验和实力，公司自设立以来投拍发行并实现播放的电视剧，全部实现了在黄金档播出，2008年度公司出品的《中国往事》荣获第25届中国电视金鹰奖“优秀电视剧奖”、“最佳照明奖”、“最佳摄像奖”以及韩国首尔国际电视节最高奖项“最高电视剧大奖”，并以130多万元/集的发行价格位居当时业内最高水平之列，之后的《倾城之恋》、《天师钟馗》、《爱上琉璃苣女孩》、《佳期如梦》等发行价格和收视率也表现较为良好

在引进境外电视剧发行方面，公司与香港TVB等境外影视剧制作机构保持较稳定的合作关系，近年来引进了

包括《宫心计》、《包青天》、《花环夫人》等在内的一批电视剧，在多家卫视播出，收视效果较为良好。由于国内对引进剧数量的限制，全国每年引进境外电视剧只有百部左右，公司引进剧约占其10%的市场份额。

在毛利率方面，公司投拍制作的电视剧发行价格上涨较快，但由于成本上升也较为迅速，使得公司投拍剧业务毛利率小幅下降，由2009年的54%降至2010年的51%，未来一段时间内公司投拍剧将面临价格和成本同时上升的局面，预计其毛利率将保持在50%左右。外购剧方面，公司2010年引进的《宫心计》等一批外购剧表现良好，在多家电视台播出，预计未来一定时期内公司外购剧毛利率将保持在60%左右。

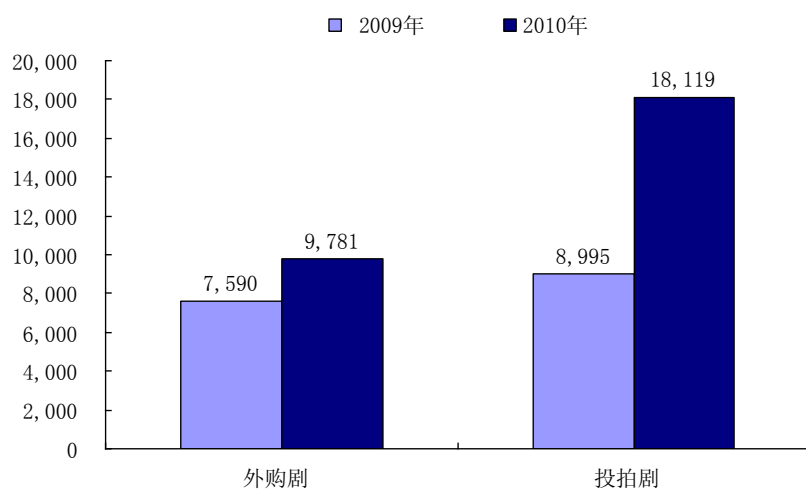
图7：2009年、2010年公司外购剧和投拍剧毛利率



资料来源：WIND资讯、华泰证券研究所

2010年公司投拍剧实现收入1.8亿元，同比增长101%，外购剧实现收入9781万元，同比增长29%，投拍电视剧数量的增加和发行价格的大幅上涨是投拍剧业务收入实现翻倍的原因。预计2011年公司新增发行电视剧数量和2010年基本持平，2011年公司收入上涨的动力主要来自于发行价格的整体上涨。

图8：2009年、2010年公司外购剧和投拍剧收入规模



资料来源：WIND资讯、华泰证券研究所

2011年1-9月公司实现收入的电视剧主要包括投拍剧《京城四少》、《爱上查美乐》、《命运交响曲》，以及外购剧《花环夫人》、《金枝欲孽》、《施公奇案2》等。11年四季度公司投资比例为45%的电视剧《抬头见喜

将播出，预计单集价格将超过200万元，另外公司的两部外购剧也将在今年4季度播出。

表5：公司2011年1-9月主要贡献收入电视剧

《电视剧名》	类别	投资比例
京城四少	投拍剧	100%
爱上查美乐	投拍剧	80%
命运交响曲	投拍剧	100%
花环夫人	外购剧	
金枝欲孽	外购剧	
施公奇案2	外购剧	

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

目前，公司投拍的电视剧《施公案》、《天涯明月刀》、《国家命运》、《利剑》、《傻妞归来》、《决战前》、《钟馗传说》、《薛平贵与王宝钏》等剧处于制作阶段，预计将在第四季度或2012年陆续制作完成，并将有望在2012年为公司贡献业绩。

表6：公司目前主要正在制作中的投拍剧

电视剧名	投资比例
施公案	60%
天涯明月刀	60%
国家命运	50%
利剑	20%
傻妞归来	40%
决战前	30%
钟馗传说	100%
薛平贵与王宝钏	70%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

电视剧业务在未来一段时间内都将是公司的主要收入来源。目前公司电视剧产量已经超过300集，公司的中期目标是超过1000集，产量上有比较大的上升空间。但2011年公司新增电视剧数量相比2010年增长有限，预计2011年电视剧业务收入增长相对较低。

2. 电影业务：仍处在谨慎参与并累计经验阶段

在电影业务方面，公司正在初步尝试参与投资制作电影，并在参与电影院的建设。由于电影制作业务具有高风险的特性，因而目前公司的电影业务仍然处于谨慎参与并累计经验的阶段，降低风险和获得经验是近期公司电影业务的主要目标。公司在电影业务上的发展目标是逐步涵盖制作、发行、放映各方面，年投资制作3部以上，投资建成电影院50家，并建立优秀发行团队。

2.1. 电影拍摄业务

公司近年来开始尝试参与电影制作，目前共制作和参与制作了《人鱼帝国》、《A面B面》、《一场风花雪月的事》、《西风烈》等电影。其中《A面B面》为公司全额投资小成本电影，已经在今年5月上映，《西风烈》为

公司参与投资，已经在今年10月上映，另外《一场风花雪月的事》以及《人鱼帝国》已经在后期制作阶段，有望于明年上映，《人鱼帝国》由于存在一定不确定性，公司有可能在其公映前采用包括转让相关权益等方式尽早实现收益。此外，公司在今年下半年将新增投入《太平轮》和《听风》2部电影，公司在两片的投资比例将分别为30%和20%

由于此前公司较少参与电影业务，对电影行业的经验相对缺乏，而电影行业本身是高风险行业，因此公司近年来投资拍摄电影也主要是小规模初步尝试和积累经验，态度上较为谨慎和稳健，短期内电影业务还不能成为公司业绩的重要增长点。随着以后公司在电影业务上经验的丰富，公司将有可能加大对电影业务的投入。

2.2. 电影院建设

为了延伸产业链、扩大业务规模以及积累电影行业经验，公司近年来参与了电影院建设和运营，业务主体为公司子公司金球影业参与投资的浙江时代金球影业投资公司。浙江时代金球影业投资有限公司是由华策影视全资子公司浙江金球影业有限公司与浙江时代电影大世界有限公司共同投资设立，注册资本为1亿元，其中：金球影业出资4000万元，占注册资本的40%。

目前浙江时代金球影业投资公司已经在浙江省内外建设了约10余座电影院，其计划未来三年投资50家影城并通过与浙江时代电影大世界有限公司的合作经营，跻身全国院线票房前列（4-5亿元每年），由于一线城市电影院较为饱和，而二线城市电影院仍然较为缺乏，因此公司的电影院多选择在二线城市建设。

电影院建设投资较大，目前公司参与建设的影院大多数属于投资建设期，因而短期内电影院建设和运营不能给公司带来业绩上的大幅提升。参与电影院运营、了解电影行业商业模式、并为以后更多参与电影制作累计经验是公司目前参与电影院的一个重要意义所在。

3. 参与海宁中国文化产业园项目：多元化收入来源并持续扩大公司在行业内影响力

今年10月，公司董事会审议通过了《关于授权签署“海宁中国武侠（影视）文化产业园”项目相关协议的议案》，公司将与海宁市政府就海宁市盐官古城合作建设海宁中国武侠（影视）文化产业园项目展开合作。

中国武侠（影视）文化产业基地以中国武侠文化（尤其是金庸先生武侠文化）展示和演绎为重点，初步考虑规划建设影视拍摄基地、中国武侠（金庸）博物馆、武侠文化主题度假酒店、影视文化名人名企工作室（公司、会所）、武侠影视文化培训基地、武侠影视外景基地6个主题板块。同时该文化产业园将与盐官古城相配套，华策影视将加强盐官古城区域保护、加快开发力度和进程，对原有景区、景点根据影视拍摄的需要，结合公司的建议进行修缮和改造，并通过文化产业园吸引还带动盐官古城的旅游产业。

图9：盐官古镇与山西壶口瀑布，贵州黄果树瀑布并列，是中国观潮赏景的三大胜地



资料来源：互联网、华泰证券研究所

海宁影视城未来的发展目标包括：（1）用5年时间将产业园打造成全国乃至亚洲知名武侠文化影视拍摄及旅游基地，年吸引不少于20个剧组入驻拍摄，引进注册登记在基地影视文化企业（工作室）不少于200家。（2）力求创建国家AAAAA级旅游景区，通过影视拍摄等方式推动旅游发展。（3）打造成省级甚至是国家级影视文化产业基地，在盐官景区和产业基地内实现影视、文化、旅游产业产值达到4亿元，上缴税收和规费4000万元。

在具体的开发上，华策影视将负责出资成立开发公司，开发公司注册资本将为1亿元，华策影视在开发公司所占股份不少于50%。开发公司具体负责海宁武侠（影视）文化产业基地区块的项目策划、方案设计、分期建设、运行、管理和品牌的运作。

为了支持华策影视对中国武侠（影视）文化产业园的开发和运营，海宁市政府提供了一系列优惠政策。其中包括：（1）海宁市政府将按土地评估价的80%作为挂牌价，并在华策影视摘牌后足额缴纳土地出让金之日起三个月内，提前拨付给公司相当于已经缴纳土地出让金的75%的文化产业项目奖励资金；（2）在海宁市域范围内，对海宁市政府政府控制的各项可供影视拍摄的资源，整合成盐官古城影视基地，15年以内独家授权华策影视统一进行拍摄服务事项的衔接和管理，并给予华策影视及其招商和引入的摄制剧组免费拍摄的优惠。（3）建立盐官景区门票收入增量部分共享机制，以2008、2009、2010年年均门票收入为基数，合作协议签订后八年内对盐官景区门票收入的增量部分扣除15%海宁市政府必须上缴的各种税费部分后的余额部分适当奖励给公司，具体比例为：前四年为余额部分的50%，后四年为余额部分的40%。

我们认为，（1）本次文化产业基地土地面积约1960亩，其中文化旅游用地占60%，商业用地占40%，在该合作中，华策影视以极低的成本拿到土地，显示出海宁市政府对于华策影视开展该项业务的大力支持，而40%的商业用地在3年后可以转让，对公司非常有利。（2）合作中建立的盐官景区门票收入增量部分共享机制，使得公司获得了新的较为稳定的收入来源，参考东阳横店影视城每年10亿元的旅游收入和无锡太湖影视城每年过亿的票房收入，盐官景区门票收入具有较大增长空间。（3）本次合作提升了华策影视在行业内的知名度和影响力，华策影视希望通过提供办公和艺术创作场所的方式吸引一大批导演、编剧、演员等入驻中国武侠（影视）文化产业基地，即通过“筑巢”来实现“引凤”，目前看确实起到了较好的效果，该影视城将长期提高华策影视在行业内的

号召力和影响力。

盈利预测与投资评级

考虑到公司2011年新增电视剧产量低于预期，我们下调公司盈利预测，预计公司2011-2013年实现营业收入3.61亿元、5.41亿元、7.31亿元，同比分别增长28%、50%、35%，实现净利润1.41亿元、1.72亿元、2.23亿元，同比增长46%、22%和30%，折合每股收益0.73元、0.9元和1.16元，对应目前股价的市盈率为48倍、40倍、和30倍。

我们在今年8月17日的报告中给予公司“推荐”评级，截止今日涨幅已经超过26%，公司是我国领先的民营电视剧制作企业，精品电视剧制作实力优秀，而电影制作、影视文化产业园的建设和运营也将多元化公司盈利模式，在文化产业大发展的背景下公司未来发展值得期待，我们维持对公司的“推荐”评级。

表 7: 公司盈利预测

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	1206	1302	1493	营业收入	282	361	541	731
现金	969	919	836	857	营业成本	122	126	238	329
应收账款	37	48	71	96	营业税金及附加	15	19	28	39
其它应收款	1	3	5	5	营业费用	12	11	16	22
预付账款	96	107	195	274	管理费用	20	40	51	64
存货	80	129	196	259	财务费用	-4	-18	-17	-16
其他	1	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	27	84	172	214	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	19	20	22	24	投资净收益	-1	-0	-0	-0
固定资产	4	54	116	146	营业利润	117	183	223	292
无形资产	0	5	10	15	营业外收入	13	8	9	10
其他	3	5	24	28	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1211	1290	1474	1706	利润总额	130	190	232	301
流动负债	23	29	45	59	所得税	33	49	60	78
短期借款	0	0	0	0	净利润	96	141	172	223
应付账款	4	5	11	13	少数股东损益	0	-0	-0	-0
其他	19	24	34	46	归属母公司净利润	96	141	172	224
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	115	168	216	291
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.70	0.73	0.90	1.16
其他	0	0	0	0					
负债合计	23	29	45	59	主要财务比率				
少数股东权益	0	-0	-0	-1	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	56	192	192	192	成长能力				
资本公积	987	851	851	851	营业收入	69.8%	28.0%	50.0%	35.0%
留存收益	145	218	386	604	营业利润	76.2%	55.6%	22.2%	30.7%
归属母公司股东权益	1188	1261	1429	1647	归属于母公司净利润	73.2%	46.6%	22.1%	29.9%
负债和股东权益	1211	1290	1474	1706	获利能力				
					毛利率	56.8%	65.0%	56.0%	55.0%
					净利率	34.1%	39.1%	31.8%	30.6%
					ROE	8.1%	11.2%	12.0%	13.6%
					ROIC	56.7%	50.7%	36.0%	35.9%
					偿债能力				
					资产负债率	1.9%	2.3%	3.0%	3.5%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	51.07	41.55	28.97	25.17
					速动比率	47.62	37.11	24.62	20.80
					营运能力				
					总资产周转率	0.39	0.29	0.39	0.46
					应收账款周转率	6	8	9	8
					应付账款周转率	28.76	26.58	29.86	27.53
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.50	0.73	0.90	1.16
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.31	0.01	0.35
					每股净资产(最新摊薄)	6.19	6.57	7.44	8.58
					估值比率				
					P/E	20.84	48.33	39.58	30.48
					P/B	1.69	5.40	4.77	4.14
					EV/EBITDA	51	35	27	20

资料来源: 华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。