

华策影视 300133.SZ

行业集中度提升是最大逻辑

投资要点

- 国内电视剧行业产量基本保持平稳，单价稳步提升，行业整体稳定增长。限娱令的推出，各大卫视对电视剧的需求力度提升，2011 年电视剧交易总额增长较快。电视剧市场的大买家卫视台的广告收入明显好于行业，卫视台的收入增长以及本身的收视率竞争压力，使得对电视剧的投入依然维持增长。加上新媒体对电视剧的增量需求，使得电视剧单价稳步提升。预计视频服务作为近两年发展最为迅速的网络服务，广告收入取得大幅增长，也保证了对内容的投入。
- 分结构来看，电视剧行业高度分散，整体供过于求，但精品剧供不应求。从供需关系来看，电视剧行业处于供过于求的状态，电视剧每年的需求量仅为 7000 集-8000 集左右，而拿到发行许可证的有 1.4 万多集。但电视剧中的精品剧却处于供不应求的状态。由于充斥着大量的低效产能，使得电视剧供给虚高，但电视剧行业真正的有效供给并不能满足有效需求，从而造成了精品电视剧供不应求的状态。
- 华策影视：行业集中度提升有望带来高速增长。电视剧行业分散，行业整合有望带来市场集中度的提升。华策影视作为第一家上市的电视剧制作商，上市红利开始显现。公司自拍剧目前产量为 11 部/292 集，相对目标产能尚有翻倍空间。公司的市场占有率从 2007 年的 0.63 提升到 2011 年的 3.36%，公司增速明显高于行业增速。预计广告、电影等新业务的开发将拓展公司的收入来源，使得公司的收入更加多元和均衡。

财务与估值

- 我们分析认为，随着公司投拍剧的逐渐上量，公司将取得高于行业的业绩增速，预计 2012-2014EPS 为 0.57 元、0.75 元和 0.98 元（同比增速分别为 42%、33%和 30%），考虑到公司的增速和可比公司的估值水平，给予公司 2013 年 25 倍的估值水平，目标价 18.75 元，首次给予公司“增持”评级。

风险提示

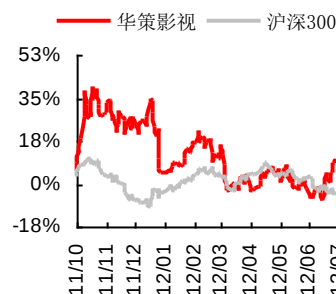
- 引进剧高毛利率不可持续、电影和广告等新业务的不确定性、小非解禁。



投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2012 年 10 月 23 日)	17.05 元
目标价格	18.75 元
52 周最高价/最低价	53.97/12.27 元
总股本/A 股 (万股)	38406/14484
A 股市值 (百万元)	6548
国家/地区	中国
行业	通信
报告发布日期	2012 年 10 月 24 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	7.9	15.8	18.2	29.0
相对表现 (%)	7.2	10.7	20.4	36.8
沪深 300 (%)	0.6	5.1	-2.3	-7.8



资料来源：WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	282	403	658	824	1,069
同比增长	69.8%	43.0%	63.3%	25.2%	29.8%
营业利润 (百万元)	117	195	270	367	485
同比增长	76.2%	65.8%	38.9%	35.8%	32.2%
归属母公司净利润 (百万元)	96	154	218	289	376
同比增长	73.2%	60.1%	41.9%	32.4%	29.9%
每股收益 (元)	0.25	0.40	0.57	0.75	0.98
毛利率	56.8%	61.5%	61.4%	61.1%	61.2%
净利率	34.1%	38.2%	33.2%	35.1%	35.2%
净资产收益率	14.0%	12.5%	16.1%	18.8%	21.2%
市盈率 (倍)	61.5	38.4	27.1	20.4	15.7
市净率 (倍)	5.0	4.6	4.1	3.6	3.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师

周军

021-63325888*6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120007

张杰伟

021-63325888*6118

zhangjiwei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512070005

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 行业稳定增长，精品剧供不应求	4
1.1 量平：产量和需求量基本保持平稳	4
1.2 价增：电视台广告收入稳定增长，新媒体是增量需求	5
1.3 行业高度分散，整体供过于求，精品剧供不应求	9
2. 华策影视：行业集中度提升有望带来高速增长	12
2.1 行业集中度提升，龙头企业享受更高成长	12
2.2 自拍剧业务还有翻倍空间	14
2.3 长期关注电影、广告等业务发展	16
3. 盈利预测与估值	18
4. 风险提示	20

图表目录

图 1：电视剧交易总额近几年稳步增长	4
图 2：每年申请备案的电视剧部/集数稳定增长	4
图 3：每年取得发行许可的电视剧部/集数保持稳定	4
图 4：我国电视台不断整合	5
图 5：我国电视剧黄金档播出总部数和集数总体保持稳定	5
图 6：卫视台和省台广告刊例收入同比增速最快，且收入增速逐月提升	6
图 7：省级上星频道电视剧收视份额持续提升	6
图 8：电视剧的视播比持续提升，表明电视剧的资源使用效率逐渐提高	7
图 9：前十名卫视的份额差距在逐步缩小	7
图 10：卫视 1—5 名收视份额相对 6—10 名优势越来越小	7
图 11：各卫视内地电视剧收视率胶着，没有明显的胜出者	8
图 12：我国在线视频行业快速发展	8
图 13：广告收入作为在线视频行业主要收入，也大幅增长	8
图 14：我国在线视频行业快速发展	9
图 15：在线视频网站浏览时长	9
图 16：网络视频的“热播剧效应”明显	9
图 17：获得广播电视节目经营许可证的机构众多	10
图 18：2012 年取得广播电视节目经营许可证的机构达到 5363 家	10
图 19：上市公司以精品剧为目标，单价明显高于行业平均水平	12
图 20：电视剧项目生命周期	13
图 21：华策影视自拍剧市场份额逐年提升	14
图 22：华策影视收入快速增长，收入多元化	14
图 23：华策影视 2011 年—2012 年确认的部分自拍剧投拍、收入周期	15
图 24：华策影视毛利率水平为最高	16
图 25：华策影视净利率水平为最高	16
图 26：华策影视投资 15 家电影院，其中控股 4 家	17
图 27：江浙两省城市院线票房收入增速明显高于全国	17
表 1：电视剧制作机构分散	11
表 2：公司下半年计划开机的项目，预期能锁定明年收益	15
表 3：华策影视自拍剧和外购剧收入预测	18
表 4：可比公司估值水平	19

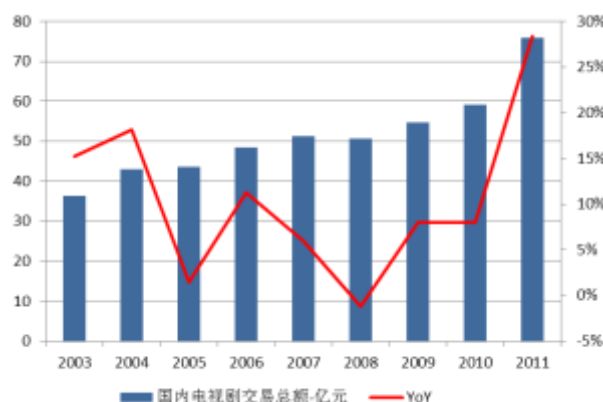
1. 行业稳定增长，精品剧供不应求

国内电视剧行业产量基本保持平稳，单价稳步提升（电视台收入增加以及新媒体的增量需求），行业整体稳定增长。分结构来看，电视剧行业高度分散，参与机构众多，行业整体供过于求，但精品剧又供不应求。

1.1 量平：产量和需求量基本保持平稳

近年来，国产电视剧交易总额逐年稳步提升。预计电视剧产业整体维持量平价稳的态势，产量和需求量基本保持稳定，而价格由于下游的收入增长而稳步增长，行业整体能维持 10%左右的稳定增长。

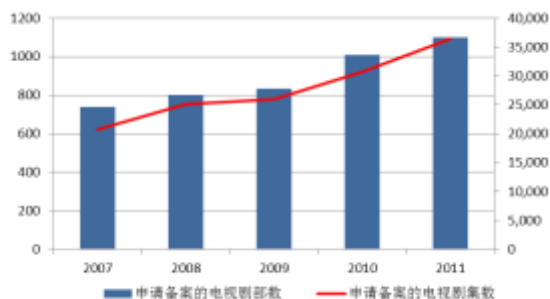
图 1：电视剧交易总额近几年稳步增长



资料来源：广电总局，艺恩，水清木华，东方证券研究所

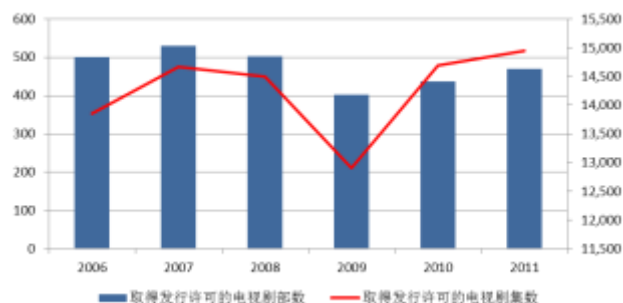
电视剧从量来说，无论是供给量还是需求量，总体保持平稳。从供给来说，电视剧每年备案公示的部/集数达到 1000+部/35000+集，但每年取得发行许可的电视剧数量基本保持稳定，为 400-500 部/1.4-1.5 万集，五年平均年产量 468 部/1.43 万集。从供给来说，产量保持稳定。

图 2：每年申请备案的电视剧部/集数稳定增长



资料来源：广电总局，东方证券研究所

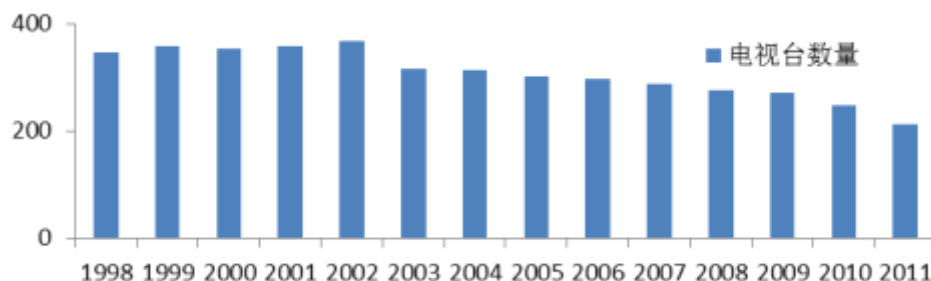
图 3：每年取得发行许可的电视剧部/集数保持稳定



资料来源：广电总局，东方证券研究所

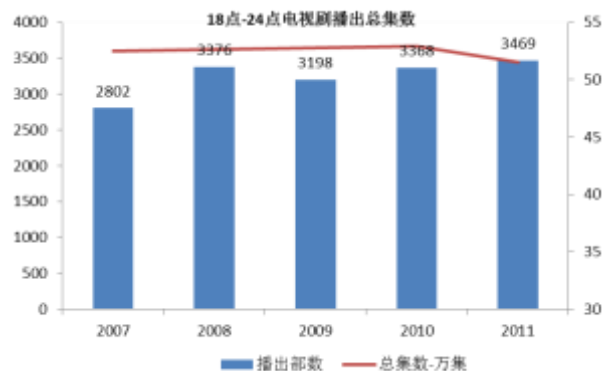
从需求量来说，由于电视台数量在不断整合，电视剧下游整体需求数量不会大幅增长。根据经验，每年能播出的电视剧约为 7000-8000 集左右，受“时间”限制，无法大幅增长。根据 CSM 统计，历年的黄金时段（18 点-24 点）电视剧播出总量在 51-52 万集次，基本保持稳定。

图 4：我国电视台不断整合



资料来源：广电总局，艺恩咨询，东方证券研究所

图 5：我国电视剧黄金档播出总部数和集数总体保持稳定



资料来源：CSM，艺恩，东方证券研究所

1.2 价增：电视台广告收入稳定增长，新媒体是增量需求

虽然电视剧产量和需求量保持稳定，但我们依然看好电视剧价格的稳步提升，主要原因在于卫视台、省台等电视剧大户的广告收入的稳定增长，卫视收视率压力倒逼内容投入，以及来自于新媒体的增量需求。

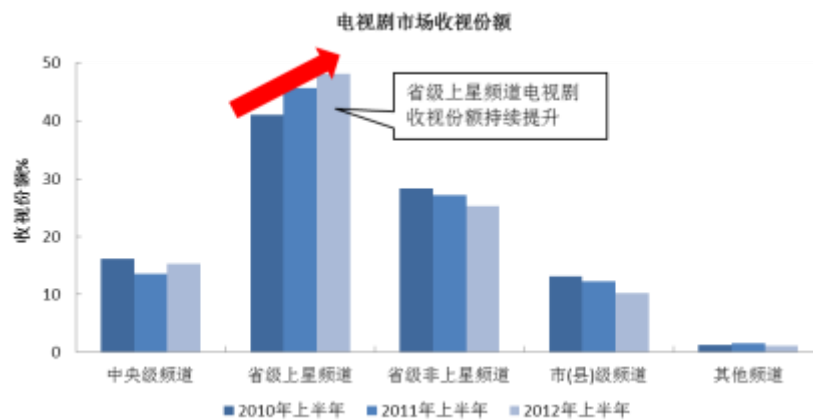
从广告收入角度来说：广告收入增长保证内容投入增长。下游电视台的广告刊例收入虽然同比负增长 1%，但卫视收入增速好于行业（为央、卫、省、地四级电视台中增速最快）且环比增速逐月提升。卫视和省台是电视剧市场的最大需求方，且需求份额逐年提升，卫视广告收入的增长保证了对电视剧的投入增长。

图 6：卫视和省台广告刊例收入同比增速最快，且收入增速逐月提升



资料来源：尼尔森，东方证券研究所

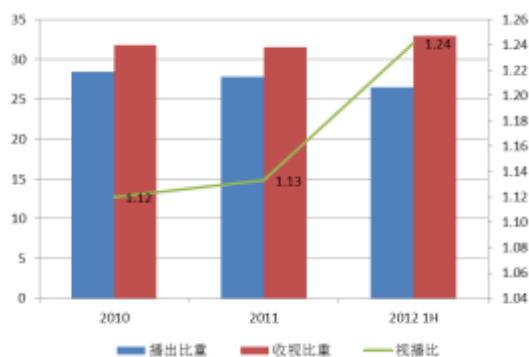
图 7：省级上星频道电视剧收视份额持续提升



资料来源：CSM，东方证券研究所

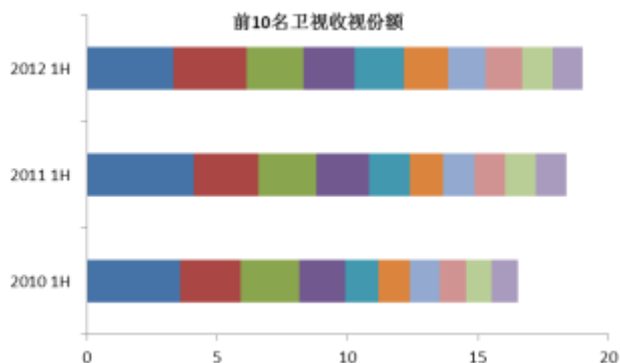
从收视率角度来说：卫视竞争更加激烈，收视压力使得对内容的依赖程度更高。电视剧的收播比持续提升，是电视台资源使用效率最高的节目品类。各卫视电视剧剧场收视竞争胶着，没有明显的赢家，前十名卫视的收视份额差距也在明显缩小，收视压力倒逼内容需求。

图 8：电视剧的视播比持续提升，表明电视剧的资源使用效率逐渐提高



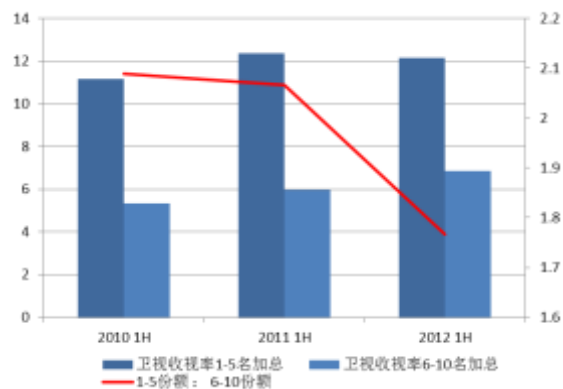
资料来源：CSM，东方证券研究所

图 9：前十名卫视的份额差距在逐步缩小



资料来源：CSM，东方证券研究所

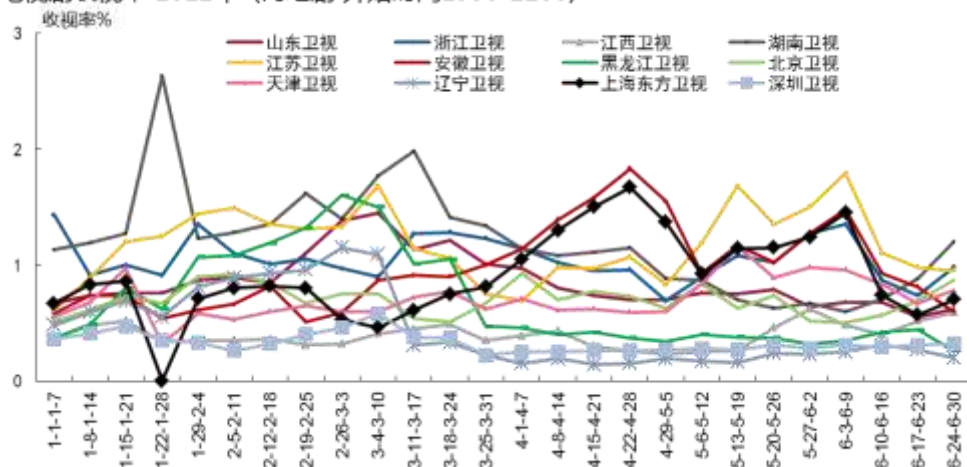
图 10：卫视 1-5 名收视份额相对 6-10 名优势越来越小



资料来源：CSM，东方证券研究所

图 11：各卫视内地电视剧收视率胶着，没有明显的胜出者

电视剧收视率 2012年 (内地剧 开始时间1930-2200)



资料来源：CSM，东方证券研究所

新媒体广告收入增长更快，是对电视剧的增量需求。预期今年网络视频的广告收入相对去年有翻倍增长，对内容的投入将继续增长。虽然经过去年的炒作电视剧网络版权已经有所回落，新媒体的增量需求是推升电视剧整体版权价格的主要因素，未来网络视频行业投入将更加理性，与上游内容制作商的合作更加健康持续。此外，由于新媒体更加细分，对有效用户的识别更加精准，长远来看，预计有更大的广告价值。

根据艾瑞的调查，2012 年第二季度中国在线视频行业市场规模达到 29.9 亿人民币，环比上一季度上涨 68.2%，涨幅明显。其中，在线视频广告收入 23.5 亿元，占总收入的 78.6%，同比一季度增长 102.0%。视频服务作为近两年发展最为迅速的网络服务，广告收入也间接获益，取得大幅增长。

图 12：我国在线视频行业快速发展



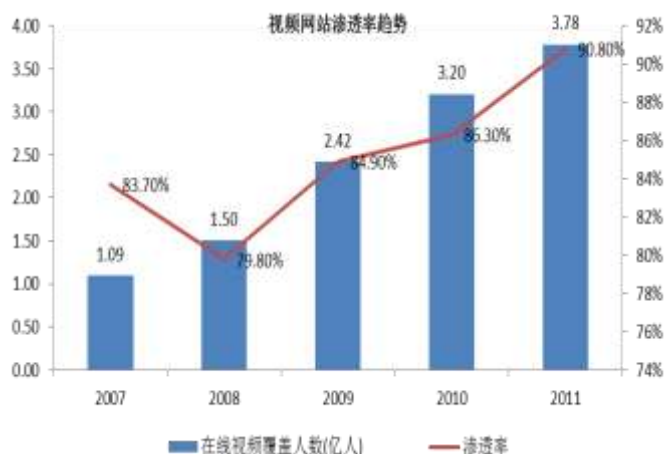
资料来源：iResearch，东方证券研究所

图 13：广告收入作为在线视频行业主要收入，也大幅增长



资料来源：iResearch，东方证券研究所

图 14：我国在线视频行业快速发展



资料来源：iResearch，东方证券研究所

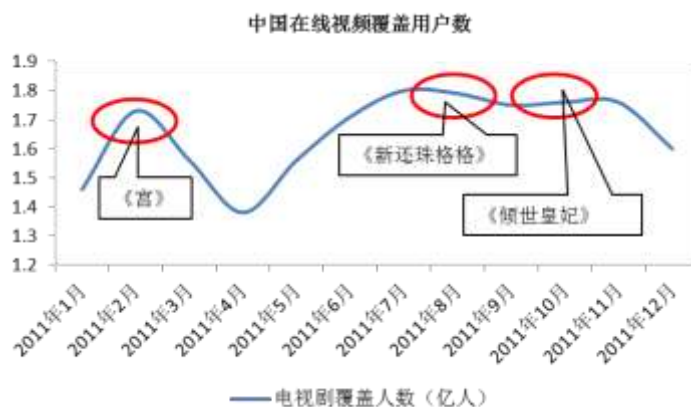
图 15：在线视频网站浏览时长



资料来源：iResearch，东方证券研究所

新媒体的电视剧用户，其收视行为“热播剧效应”明显，以 2011 年为例，2 月份的《宫》、8 月份的《新还珠格格》、9 月份的《步步惊心》和 10 月份的《倾世皇妃》均是收视的小高峰。

图 16：网络视频的“热播剧效应”明显



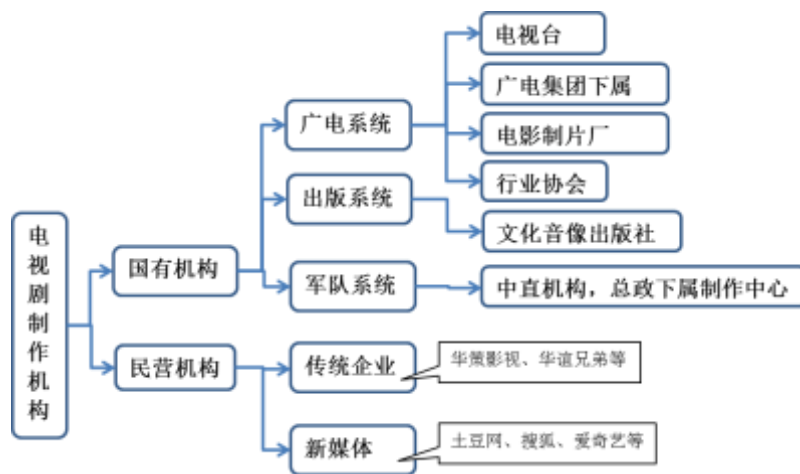
资料来源：iResearch，东方证券研究所

1.3 行业高度分散，整体供过于求，精品剧供不应求

电视剧制作行业高度分散是一个不争的事实。随着行业制播分离，电视剧的制作机构组成复杂，有国有的电视台内部制作机构、广电集团下属的影视制作机构、行业协会下属的制作机构等，另外还

有大大小小的民营制作机构。根据广电总局的数据，取得广播电视节目经营许可证的机构 2012 年达到 5363 家，电视剧制作许可证（甲种）的有 130 家。

图 17：获得广播电视节目经营许可证的机构众多



资料来源：广电总局，东方证券研究所

图 18：2012 年取得广播电视节目经营许可证的机构达到 5363 家



资料来源：广电总局，东方证券研究所

以 2012 年上半年的数据统计，共有 176 家机构的 224 部/7618 集电视剧取得了播映许可证，其中前十大机构才占了 17% 的份额，行业机构分散。

表 1：电视剧制作机构分散

序号	申报机构	部数	集数	部数份额	集数份额
1	广东南方电视台	7	222	3.13%	2.91%
2	天视卫星传媒股份有限公司	5	165	2.23%	2.17%
3	上海尚世影业有限公司	4	131	1.79%	1.72%
4	北京东方飞云国际影视策划有限公司	3	146	1.34%	1.92%
5	北京小马奔腾壹影视文化发展有限公司	3	93	1.34%	1.22%
6	山东电影电视剧制作中心	3	115	1.34%	1.51%
7	上海电影（集团）有限公司	3	87	1.34%	1.14%
8	上海新文化传媒集团股份有限公司	3	108	1.34%	1.42%
9	武汉流金文化传媒有限公司	3	108	1.34%	1.42%
10	浙江华策影视股份有限公司	3	128	1.34%	1.68%
11	中国国际电视总公司	3	100	1.34%	1.31%
12	安徽广播电视台	2	66	0.89%	0.87%
13	北京电视台	2	61	0.89%	0.80%
14	北京金英马影视文化有限责任公司	2	56	0.89%	0.74%
15	北京唐德国际文化传媒有限公司	2	74	0.89%	0.97%
16	电广传媒文化发展有限公司	2	70	0.89%	0.92%
17	东阳新丽狂欢者影视文化有限公司	2	64	0.89%	0.84%
18	哈尔滨电视台	2	52	0.89%	0.68%
19	海润影视制作有限公司	2	72	0.89%	0.95%
20	河北电影电视剧制作中心	2	60	0.89%	0.79%

资料来源：广电总局，东方证券研究所

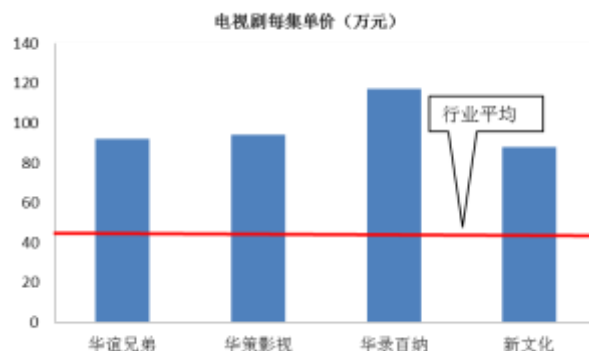
从供需关系来看，电视剧行业处于供过于求的状态。如前所述，每年备案公示的部/集数达到 1000+ 部/35000+集，但每年取得发行许可的电视剧数量基本保持稳定，为 400-500 部/1.4-1.5 万集，表明相当多的影片拿到摄制许可也没有完成拍摄（拿到放映许可），而且，电视剧每年的需求量仅为 7000 集-8000 集左右，即使拿到发行许可证的 1.4 万多集电视剧也未必都能盈利，有的甚至无法产生收入，因此，行业整体严重供过于求。

但是，另外一方面，电视剧中的精品剧却处于供不应求的状态。CSM 数据显示，2009 年 18:00-24:00 时段，80 个城市前 20 名的 1,600 部次电视剧来自于 400 部电视剧。10%左右的剧目能够在 11-20 个频道播出，3%的剧能够在 21-30 个频道播出，精品剧的重复播映程度较高，供不应求。从下游电视台角度来说，精品电视剧是为电视台直接贡献广告收入、拉动提高收视率和推进品牌建设的重要手段。

目前，上市的影视剧制作公司均以生产精品剧为业务突破口，其电视剧的平均售价均高于行业平均，各公司也保持着相当好的毛利率水平。根据《2011 年中国广播电影电视发展报告》，电视剧制作公司中，略有盈利的企业占 66.7%，利润丰厚的企业仅占 8.3%，另有部分企业成本与收益基本持

平甚至亏损，龙头企业，由于其精品剧占比较高，单剧的发行毛利率水平高，因此能维持较好的利润率水平。

图 19：上市公司以精品剧为目标，单价明显高于行业平均水平



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2. 华策影视：行业集中度提升有望带来高速增长

电视剧行业高度分散，但精品剧供不应求，行业龙头以精品剧为目标，能享受行业集中度提升带来的更高增速。华策影视作为第一家上市的电视剧制作商，上市红利开始显现。公司增速明显高于行业增速，公司的市场占有率从 2007 年的 0.63 提升到 2011 年的 3.36%，公司市场份额不断提升。公司自拍剧也有目前产量为 11 部/292 集，相对目标产能尚有翻倍空间。而广告、电影等新业务的开发也有望拓展公司的收入来源，使得公司的收入更加多元和均衡。

2.1 行业集中度提升，龙头企业享受更高成长

我们认为，电视剧行业分散，虽然行业增速稳健，但精品剧供不应求，行业龙头能享受行业集中度提升带来的更高增速。

电视剧行业的竞争是全业务链的竞争，精品剧的生产更是需要剧本、制作、发行等全方位的考量。剧本选择需要出品人的经验和眼光，制作过程需要大量的资金支持，发行时需要渠道关系的积累。随着华谊、华策等公司的上市，资金紧缺问题得以解决，公司品牌知名度也得以提升，加上民营企业机制灵活，这些公司能享受更高的成长速度，市场占有率有望提升。

图 20：电视剧项目生命周期

电视剧生命周期	题材策划 剧本创作	广电总局 备案	组建剧组	内容拍摄	宣传、预售	后期制作	取得发行许可 首轮发行	二轮发行 影像制品
过程描述	调研市场需求、确定题材，购买或委托撰写剧本	根据相关规定，取得制作许可	开始投拍，以剧组为单位开始生产	具体拍摄工作，时间由几个月到一年多时间不等	在取得发行许可证之前就将未来电视剧的播放权预先销售给电视台等客户	剪辑、配音、动画效果、音乐创作、混录合成等	提交广电部门申请电视剧发行许可证，取得后，直接将电视剧的播放权出售给各家电视台	首轮发行期满后的再发行，以及影像制品的授权制作
项目阶段	选材筹备阶段			生产制作阶段	发行销售阶段			
关键驱动因素	经验			资金	渠道关系			
项目现金流情况	项目预售能回笼资金，减缓资金压力，但预售比例取决于项目质量及渠道关系 电视剧项目制作过程占用资金大，占用时间长，对资金要求很高							

资料来源：公司公告，东方证券研究所

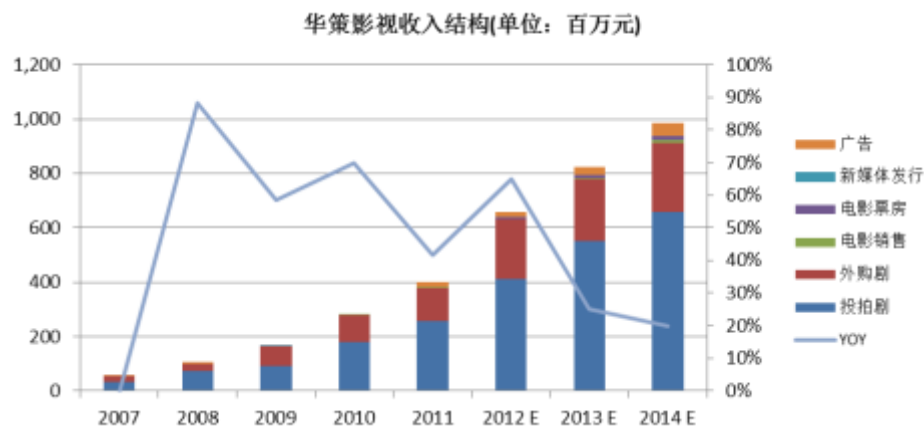
华策影视作为第一家上市的电视剧制作商，上市红利开始显现。公司增速明显高于行业增速，公司的市场占有率从 2007 年的 0.63 提升到 2011 年的 3.36%，显示出市场集中度的不断提升。由于公司是第一家以电视剧业务为主业的文化公司，上市红利得以显现。此外，也开始积极进入电影、影院和广告等新领域。

图 21：华策影视自拍剧市场份额逐年提升



资料来源：公司公告，东方证券研究所预测

图 22：华策影视收入快速增长，收入多元化



资料来源：公司公告，东方证券研究所预测

2.2 自拍剧业务还有翻倍空间

从华策影视的增长空间来看，公司的自拍剧业务还有翻倍的空间。公司去年有 11 部/292 集自拍电视剧取得播映许可证，根据公司的规划，公司的目标产能约为 1000 集（600 权益集数）。

我们认为，随着公司募集资金到位，项目运作能力不断提升，人/财/物的资源配置整合能力不断提升，公司的自拍剧年产量将逐步上台阶。公司目前拥有具备独立发行能力的国内传统媒体 4 个、新媒体 2 个、海外 2 个共 8 个团队。强大的发行能力保证了公司产能能够价值实现，行业比较来看，三家电视剧为主业的公司中，华策影视的毛利率和净利率均为最高。

图 23：华策影视 2011 年-2012 年确认的部分自拍剧投拍、收入周期

剧目名称	集数	投资比例	权益集数	2011 1Q	2011 2Q	2011 3Q	2011 4Q	2012 1Q	2012 2Q	2012 3Q	2012 4Q
无望天(非执行制)	31	30%	9	发行中							
佳期如梦(非执行)	32			发行中							
古今大战秦俑情(	43			发行中							
新京城四少	36	100%	36	发行中	发行中	发行中					
雪豹	40			发行中							
黑狐	38	20%	8		后期制作中	取得发行许可					
钟馗传说	36	100%	36		后期制作中	拍摄中	取得发行许可			预期收入	预期收入
命运交响曲	30	100%	30		后期制作中	取得发行许可					
决战前	32	30%	10		后期制作中	拍摄中	取得发行许可				
抬头见喜	30	45%	14		后期制作中	取得发行许可					
爱上查美乐	25	80%	20	取得发行许可	制作完成	发行中					
冲出虚拟世界	32	不适用				取得发行许可					
香格里拉	36	不适用			制作完成	取得发行许可					
血战到底(川军团	33	不适用			后期制作中	取得发行许可					
薛平贵与王宝钏	48	70%	34		计划开拍	拍摄中	后期制作中	取得发行许可	发行中	预期收入	
天涯明月刀	41	60%	25		拍摄中	拍摄中	后期制作中	取得发行许可	发行中	预期收入	
施公案	39	60%	23		拍摄中	拍摄中	后期制作中	后期制作中	取得发行许可	预期收入	预期收入
国家命运	32	50%	16		拍摄中	拍摄中	后期制作中	后期制作中	取得发行许可	预期收入	预期收入
全家福	50	60%	30		计划开拍		拍摄中		后期制作中	预期收入	预期收入
幸运一家人(幸运	40	40%	16		计划开拍	计划开拍	拍摄中		后期制作中	预期收入	预期收入
傻妞归来(《魔幻	40	40%	16		后期制作中	拍摄中	后期制作中	后期制作中	后期制作中	预期收入	预期收入
一句顶一万句	30	30%	9				后期制作中	后期制作中	后期制作中		
雳剑(利剑???)	40	20%	8		拍摄中	拍摄中	拍摄中		后期制作中		
火线三兄弟	40							计划开拍	后期制作中		
棋逢对手	30	100%	30					计划开拍	拍摄中	预期收入	预期收入
幸福的面条	35	100%	35					计划开拍	拍摄中		
一克拉梦想	60	85%	51					计划开拍	拍摄中	预期收入	预期收入
推拿	30	30%	9					计划开拍	拍摄中		
绝密海运	25	30%	8						拍摄中		
苍狼	50	20%	10						拍摄中		

资料来源：公司公告，东方证券研究所

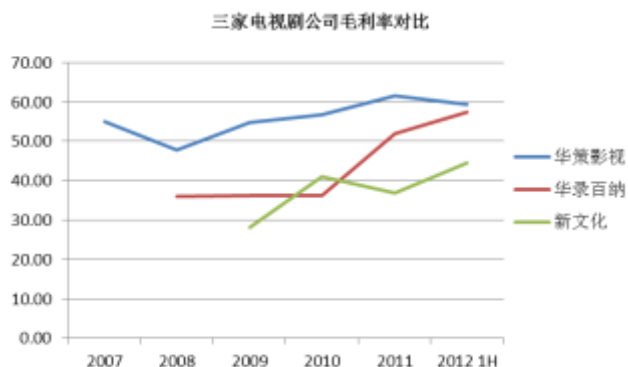
表 2：公司下半年计划开机的项目，预期能锁定明年收益

剧目名称	集数	投资比例	权益集数
午后的太阳雨（原名《你舒坦了吗》）	32	100%	32
王子 1/2	30	100%	30
西泠传奇（原名《西泠印社》）	30	100%	30
百年浙商	10	100%	10
天龙八部	40	60%	24
今生是亲人	32	60%	19
特殊将军	30	50%	15
替身英雄	30	49%	15

红玫瑰与白玫瑰	30	46%	14
乌江情仇	40	30%	12

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 24：华策影视毛利率水平为最高



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 25：华策影视净利率水平为最高



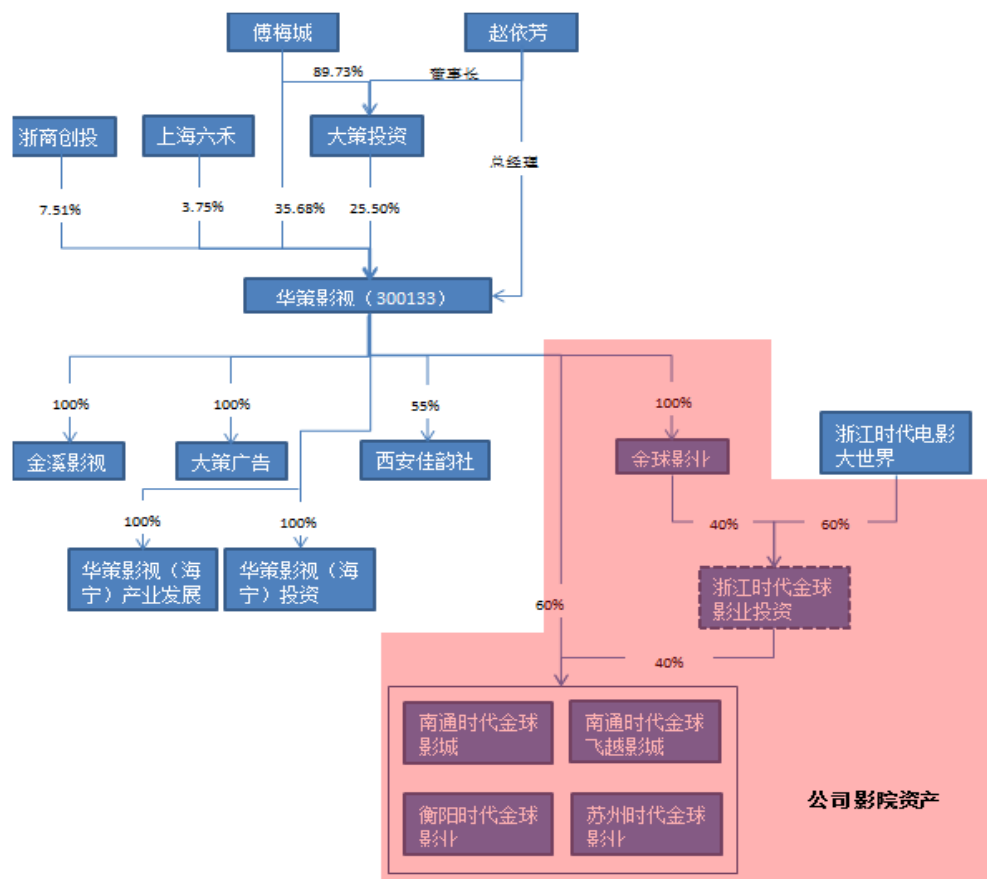
资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.3 长期关注电影、广告等业务发展

从公司的成长空间来看，公司影视剧业务的目标空间为自拍剧 20 部/600 集，引进剧 10 部/300 集左右，其中引进剧的目标空间约在两年左右实现，自拍剧的目标空间约在 2015-2016 年左右实现，以后更长期的看点在于公司在电影、院线及广告等新业务。

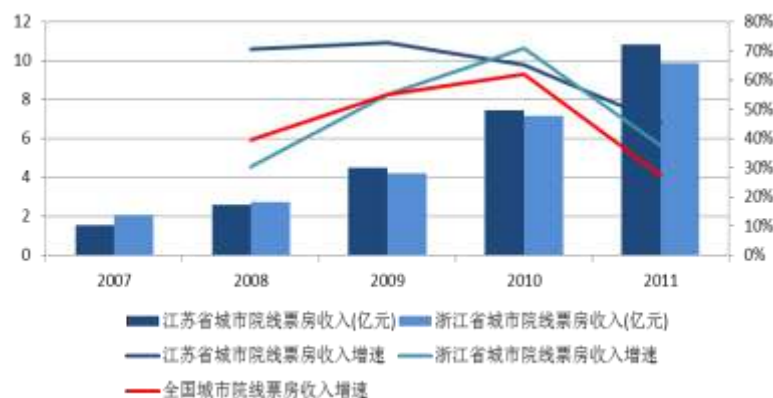
院线业务上，公司参与投资的电影院已有 15 家，其中控股 4 家。由于影院的投资回收期较长，约为 4-5 年，预计公司院线扩张的节奏不会太快，而且由于目前处于投入期，近几年院线对公司业绩贡献为负。但是，我们分析认为，渠道业务的发展对公司电影制作业务有相当大的促进作用，公司参投的影院主要位于江浙地区，江浙地区的票房收入增速高于全国平均水平，预计影院业务有望能够为公司带来稳定的收入和现金流，是公司未来长期发展的关键业务。

图 26：华策影视投资 15 家电影院，其中控股 4 家



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 27：江浙两省城市院线票房收入增速明显高于全国



资料来源：中国电影发行放映协会，东方证券研究所

电影业务上，公司参与投资的电影《听风者》已经放映，仅内地即录得票房 2.5 亿，公司有望实现营业利润约 500 万元。预计公司其他两部电影《人鱼帝国》、《一场风花雪月的事》均在后期制作中，播映时间未定，《太平轮》因导演健康原因推迟拍摄时间。公司电影业务较小，对公司整体业绩贡献有限。随着公司影院业务具备规模后，将带动电影制作业务的进一步发展。

广告业务上，随着现实题材电视剧类型增加，可植入、代言的商机更多，公司的广告业务将随着投拍剧的快速增长而增长。公司广告业务以植入式广告为主，营业成本很低，收入几乎为纯利，随着规模的扩大，预计对公司利润的影响也将逐步体现。

3. 盈利预测与估值

我们对公司 2012-2014 年盈利预测做如下假设：

- 1) 自拍剧部数保持增长，单价增幅 30%、15%、5%，毛利率从 55%逐步下降至 50%。
- 2) 外购剧业务数量保持稳定，单价平稳增长（15%左右，逐渐下修至 5%），毛利率维持在 65%的水平。
- 3) 2012-2014 年管理费用率由于股权激励的影响，为 11.99%、9.09%、7.85%（历史平均 7%左右）。
- 4) 其他税费保持稳定

表 3：华策影视自拍剧和外购剧收入预测

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
公司自拍剧部数	1	2	7	9	9	12	14	18
公司自拍剧集数	28	78	285	306	292	360	420	540
自拍剧单集价格	115.33	91.66	31.57	59.21	87.56	113.83	130.90	137.45
自拍剧收入	3229.33	7149.17	8994.60	18118.91	25567.10	40977.41	54978.02	74220.33
YoY		121.38%	25.81%	101.44%	41.11%	60.27%	34.17%	35.00%
公司外购剧部数	2	2	4	11	7	10	9	9
公司外购剧集数	45.00	40.00	84.00	266.00	202.00	300.00	270.00	270.00
外购剧单集价格	48.69	68.38	90.36	36.77	61.50	73.80	84.87	93.36
外购剧收入	2,191.13	2,735.11	7,590.23	9,780.57	12,423.19	22,140.34	22,915.25	25,206.78
YoY		24.83%	177.51%	28.86%	27.02%	78.22%	3.50%	10.00%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

收入分类预测表

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
投拍剧					
销售收入（百万元）	181.2	255.7	409.8	549.8	742.2
增长率	101.4%	41.1%	60.3%	34.2%	35.0%
毛利率	51.4%	58.8%	58.0%	58.0%	58.0%
外购剧					
销售收入（百万元）	97.8	124.2	221.4	229.2	252.1
增长率	28.9%	27.0%	78.2%	3.5%	10.0%
毛利率	68.6%	64.6%	65.0%	65.0%	65.0%
电影销售					
销售收入（百万元）	2.8	1.4	2.0	5.0	10.0
增长率		-50.4%	41.9%	150.0%	100.0%
毛利率	-1.0%	-212.8%	50.0%	50.0%	50.0%
电影票房					
销售收入（百万元）	0.0	1.0	5.0	10.0	15.0
增长率			377.0%	100.0%	50.0%
毛利率		-49.2%	50.0%	50.0%	50.0%
广告					
销售收入（百万元）	0.0	16.7	20.0	30.0	50.0
增长率			19.7%	50.0%	66.7%
毛利率		100.0%	95.0%	95.0%	95.0%
合计	281.8	399.1	658.2	823.9	1,069.3
增长率	69.9%	41.6%	64.9%	25.2%	29.8%
综合毛利率	56.8%	61.1%	61.4%	61.1%	61.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

我们认为，随着公司投拍剧的逐渐上量，公司将取得高于行业的业绩增速，预计 2012-2014EPS 为 0.57 元、0.75 元和 0.98 元（同比增速分别为 42%、33%和 30%），考虑到公司的增速和可比公司的估值水平，给予公司 2013 年 25 倍的估值水平，目标价 18.75 元（相对 2012 年 PE 33 倍），首次给予公司“增持”评级。

表 4：可比公司估值水平

代码	名称	EPS					P/E				
		2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
300027.SZ	华谊兄弟	0.25	0.34	0.54	0.70	0.93	63	46	29	22	17
300251.SZ	光线传媒	0.47	0.73	0.98	1.28	1.63	49	32	24	18	14
300336.SZ	新文化	0.33	0.65	1.05	1.49	1.86	74	37	23	16	13
300291.SZ	华录百纳	0.60	1.41	2.03	2.71	3.46	78	33	23	17	14
						平均数	66	37	25	18	14
						中位数	68	35	23	18	14
300133.SZ	华策影视	0.25	0.40	0.54	0.71	0.85	61	38	28	22	18

资料来源：wind，东方证券研究所预测

4. 风险提示

引进剧高毛利率不可持续。公司每年的引进剧数量约在 200-300 集之间，引进剧的毛利率水平在 65%，高于自拍剧水平。若引进剧成本增加，会对毛利率产生压力。我们认为，公司的核心优势在于核心制作人丰富的经验和与电视台等下游采购商良好的关系。公司能够依靠专业的眼光以合理价格引进内容，并通过其发行网络进行价值实现，从而保证引进剧的毛利率水平。

电影和广告等新业务的不确定性。公司的长期增长点在于电影、广告等新业务的拓展。若这部分业务失利，会对公司的长期增长造成压力。我们分析认为，公司的自拍剧还有 3-5 年的增长期，这位公司积累新业务的经验取得了宝贵的时间，而由于新业务与电视剧业务的协同性，电视剧业务的发展也为新业务取得了巨大的空间。

小非解禁。公司 2012 年 8 月 28 日有 4325 万股小非解禁。供给增加给公司股票的二级市场带来一定抛压。我们认为，公司整体发展较快，业务水平处于行业领先的地位，若由于小非抛压带来的股票暂时性波动，会是一个较好的介入机会。



附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	969	773	701	753	793	营业收入	282	403	658	824	1,069
应收账款	39	149	230	288	373	营业成本	122	155	254	320	415
预付账款	96	229	375	469	608	营业税金及附加	15	22	36	44	58
存货	80	134	220	277	359	营业费用	12	17	28	35	45
其他	0	9	14	19	25	管理费用	20	28	76	75	83
流动资产合计	1,184	1,295	1,539	1,805	2,158	财务费用	(4)	(21)	(18)	(17)	(19)
长期股权投资	19	46	46	51	57	资产减值损失	(0)	5	13	5	8
固定资产	4	16	25	27	32	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	(1)	(3)	0	5	6
无形资产	0	0	0	0	0	其他	0	0	0	0	0
其他	3	117	122	127	134	营业利润	117	195	270	367	485
非流动资产合计	27	178	193	205	223	营业外收入	13	17	28	28	28
资产总计	1,211	1,473	1,732	2,010	2,381	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	130	211	298	395	513
应付账款	4	29	47	59	76	所得税	33	55	74	99	128
其他	19	137	212	264	342	净利润	96	156	223	296	384
流动负债合计	23	165	259	323	418	少数股东损益	0	2	5	7	8
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	96	154	218	289	376
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.25	0.40	0.57	0.75	0.98
其他	0	0	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	0	0	0	0	0		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	23	165	259	323	418	成长能力					
少数股东权益	0	33	38	45	53	营业收入	69.8%	43.0%	63.3%	25.2%	29.8%
股本	56	192	384	384	384	营业利润	76.2%	65.8%	38.9%	35.8%	32.2%
资本公积	987	851	659	659	659	归属于母公司净利润	73.2%	60.1%	41.9%	32.4%	29.9%
留存收益	145	231	392	599	867	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	56.8%	61.5%	61.4%	61.1%	61.2%
股东权益合计	1,188	1,308	1,474	1,688	1,964	净利率	34.1%	38.2%	33.2%	35.1%	35.2%
负债和股东权益	1,211	1,473	1,732	2,010	2,381	ROE	14.0%	12.5%	16.1%	18.8%	21.2%
现金流量表						ROIC	12.1%	10.3%	13.6%	16.6%	19.2%
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	偿债能力					
净利润	96	156	223	296	384	资产负债率	1.9%	11.2%	14.9%	16.1%	17.5%
折旧摊销	1	2	4	5	7	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(4)	(21)	(18)	(17)	(19)	流动比率	51.07	7.84	5.95	5.59	5.16
投资损失	1	3	(0)	(5)	(6)	速动比率	47.62	7.03	5.10	4.73	4.31
营运资金变动	(62)	(176)	(232)	(154)	(225)	营运能力					
其它	(4)	(13)	15	5	8	应收账款周转率	6.2	4.3	3.3	2.9	3.0
经营活动现金流	28	(49)	(8)	130	150	存货周转率	1.9	1.5	1.4	1.3	1.3
资本支出	(5)	(22)	(20)	(13)	(19)	总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
长期投资	(19)	(26)	(0)	(5)	(6)	每股指标（元）					
其他	2	(29)	5	4	5	每股收益	0.25	0.40	0.57	0.75	0.98
投资活动现金流	(22)	(77)	(15)	(14)	(20)	每股经营现金流	0.07	-0.13	-0.02	0.34	0.39
债权融资	(0)	9	(9)	0	0	每股净资产	3.09	3.32	3.74	4.28	4.97
股权融资	910	0	0	0	0	估值比率					
其他	(15)	(79)	(40)	(64)	(90)	市盈率	61.5	38.4	27.1	20.4	15.7
筹资活动现金流	895	(69)	(49)	(64)	(90)	市净率	5.0	4.6	4.1	3.6	3.1
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	46.4	30.2	20.7	15.0	11.2
现金净增加额	901	(196)	(72)	52	40	EV/EBIT	46.9	30.6	21.0	15.2	11.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本研究报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn