

2017年5月17日

再推股权激励，考核业绩印证高增长预期 买入（维持）

证券分析师 张良卫

执业资格证书号码：S0600516070001

联系电话：021-60199740

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 周良玖

联系电话：021-60199740

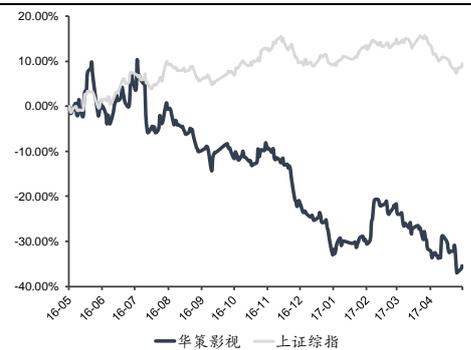
zhoulj@dwzq.com.cn

事件：公司推出第二期股权激励计划，拟向激励对象授予权益总计4,000万份，约占本激励计划公告时公司股本总额的2.290%。其中，拟向激励对象授予1,144.53万份股票期权，期权行权价格为10.07元；拟向激励对象授予2,855.47万股公司限制性股票，授予价格为5.04元。

投资要点：

- **激励覆盖面广，业绩考核指标彰显公司发展信心。**本激励计划覆盖激励对象总人数338人，包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）骨干等，总人数占2016年底公司员工总数（1196人）的28%。本次股权激励业绩考核指标再次印证公司2017年高增长预期，股票期权行权及限制性股票解除限售的公司层面净利润考核目标为2017/2018/2019年不低于6.5/7.8/10亿元，同比增速分别为36%/20%/28%，（或）收入考核指标为2017/2018/2019年不低于52/65/75亿元，同比增速分别为17%/25%/15%，彰显公司发展信心。
- **视频付费迎来爆发，行业发展添机遇。**公司当前发展的主要信心来自于2016年国内视频网站付费会员规模的爆发性增长，付费模式成为既广告收入后下游渠道新的盈利点，新的市场增量将在未来持续带动上游精品内容的需求，单价持续上涨可期，预计未来几年头部剧均价仍将保持20%-30%的增速。截至2016年12月底，国内视频网站付费用户规模达到7500万，较2015年的2200万增长241%，预计2017年付费会员数将超1亿；2016年视频付费市场规模超100亿，预计到2020年市场规模将达到500-600亿元。
- **持续打造爆款彰显龙头壁垒，2017年大剧加持奠定增长基调。**公司通过优质产品及逐步提升的市场占有率确定了自己的行业品牌形象及龙头地位，在产业链中的议价能力有望逐步提升。这主要依托于公司率先在行业中建立起的内容制作系统流程，公司得以在IP采购环节、项目立项环节及项目制作环节等实现大数据、全流程把控，代表了国内影视剧制作的高工业化水准，成为公司得以持续出爆款的核心壁垒。2017年正在制作或筹划制作的大IP精品全网剧包括《独孤皇后》、《凤权》、《悲伤逆流成河》、《孤芳不自赏之禛命天子》等。整体而言，我们认为公司将获益于行业的高增长、公司盈利能力的改善及泛娱乐全产业链打造打开的中长期成长空间。
- **维持“买入”评级。**暂不考虑本次股权激励授予的影响，我们预计公司2017/2018/2019年eps分别为0.36/0.47/0.61元，对应PE为27/21/16倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争趋于激烈，制作成本上涨持续超预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.81
一年最低价/最高价	17.15/9.01
市净率	2.65
流通A股市值(百万元)	117

基础数据

每股净资产(元)	3.70
资产负债率(%)	39.44
总股本(百万股)	1,747
流通A股(百万股)	1,188

相关研究

- 1、华策影视(300133)：头部剧价值红利可期，“SIP+X”全产业链实现价值最大化 2017年4月25日
- 2、华策影视(300133)：SIP+X战略加速升级，泛娱乐生态日臻完善 2016年8月21日

财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	2019E	
流动资产	6,958.6	7,041.6	8,748.9	10,123.3	营业收入	4,445.0	5,681.6	7,222.0	9,009.8
货币资金	1,476.8	659.7	72.2	90.1	营业成本	3,318.7	4,246.0	5,404.9	6,706.2
应收和预付款项	3,604.5	3,859.3	5,630.3	6,197.9	营业税金及附加	17.4	-	-	-
存货	1,819.0	2,464.3	2,988.1	3,777.1	营业费用	322.7	403.3	504.2	630.2
其他流动资产	58.3	58.3	58.3	58.3	管理费用	198.0	247.5	309.4	386.7
非流动资产	3,264.0	3,240.5	3,217.0	3,216.5	财务费用	62.8	142.4	165.3	202.3
长期股权投资	757.4	757.4	757.4	757.4	资产减值损失	90.2	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	投资收益	27.4	-	-	-
固定资产和在建工程	38.4	38.1	37.8	37.5	其他经营损益	97.8	-	-	-
无形资产和开发支出	1,334.8	1,334.6	1,334.4	1,334.2	营业利润	461.0	642.4	838.3	1,084.3
其他非流动资产	1,133.4	1,110.4	1,087.4	1,087.4	营业外净收支	97.8	-	-	-
资产总计	10,222.6	10,282.1	11,965.9	13,339.8	利润总额	558.8	642.4	838.3	1,084.3
流动负债	2,138.7	1,634.2	2,520.2	2,862.2	所得税	68.0	-	-	-
短期借款	845.0	-	476.8	378.9	净利润	490.9	642.4	838.3	1,084.3
应付和预收款项	1,293.7	1,634.2	2,043.4	2,483.3	少数股东损益	12.4	16.2	21.1	27.4
长期借款	1,171.2	1,171.2	1,171.2	1,171.2	归属母公司股东净利润	478.5	626.2	817.1	1,057.0
其他负债	405.4	358.1	358.1	358.1	EBIT	558.8	708.2	910.2	1,172.7
负债合计	3,715.3	3,163.5	4,049.5	4,391.5	EBITDA	580.6	731.7	933.7	1,173.2
股本	1,746.6	1,746.6	1,746.6	1,746.6					
资本公积	2,848.8	2,848.8	2,848.8	2,848.8	重要财务与估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
留存收益	1,782.8	2,377.9	3,154.6	4,159.2	每股收益(元)	0.3	0.4	0.5	0.6
归属母公司股东权益	6,378.3	6,973.4	7,750.0	8,754.6	每股净资产(元)	3.7	4.0	4.4	5.0
少数股东权益	129.0	145.2	166.4	193.7	发行在外股份(百万股)	1,027.1	1,457.0	1,457.0	1,457.0
股东权益合计	6,507.3	7,118.6	7,916.4	8,948.3	ROIC(%)	8.7%	11.7%	13.8%	13.8%
负债和股东权益合计	10,222.6	10,282.1	11,965.9	13,339.8	ROE(%)	7.5%	9.0%	10.5%	12.1%
					毛利率(%)	25.3%	25.3%	25.2%	25.6%
现金流量表(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	12.6%	12.5%	12.6%	13.0%
经营性现金净流量	-627.7	172.1	-951.8	256.5	销售净利率(%)	11.0%	11.3%	11.6%	12.0%
投资性现金净流量	-1,285.6	-47.3	-	-	资产负债率(%)	36.3%	30.8%	33.8%	32.9%
筹资性现金净流量	1,223.0	-941.9	364.4	-238.6	收入增长率(%)	67.3%	27.8%	27.1%	24.8%
现金流量净额	-690.4	-817.1	-587.5	17.9	净利润增长率(%)	-1.8%	30.9%	30.5%	29.4%
折旧与摊销	0.2	0.2	0.2	0.0	P/E	36.8	27.3	20.9	16.1
资本支出	0.2	-	-	-	P/B	2.7	2.5	2.2	2.0
经营营运资本增加	9.2	5.7	19.0	9.3	EV/EBITDA	29.8	23.5	19.6	15.6

资料来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。在任何情况下,本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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>