



唐德影视（300426）：国内优秀的电影电视制作商

信息服务

报告日期：2015年02月05日

主要财务指标（单位：百万元）

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	447	648	972	1,459
(+/-)	40.00%	45.00%	50.00%	50.00%
营业利润	85	136	233	350
(+/-)	12.79%	60.26%	71.43%	50.00%
归属于母公司净利润	70	112	191	286
(+/-)	9.43%	59.48%	71.01%	50.00%
每股收益（元）	0.87	1.39	2.38	3.58

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	0.6
流通市值（亿元）	-
每股净资产（元）	5.77
资产负债率（%）	61.87%

行业研究员：邱祖学

执业证书编号：S1050511070004

021-51793717

qiuzx@cfsc.com.cn

联系人：沈润

021-51793714 shenrun@cfsc.com.cn

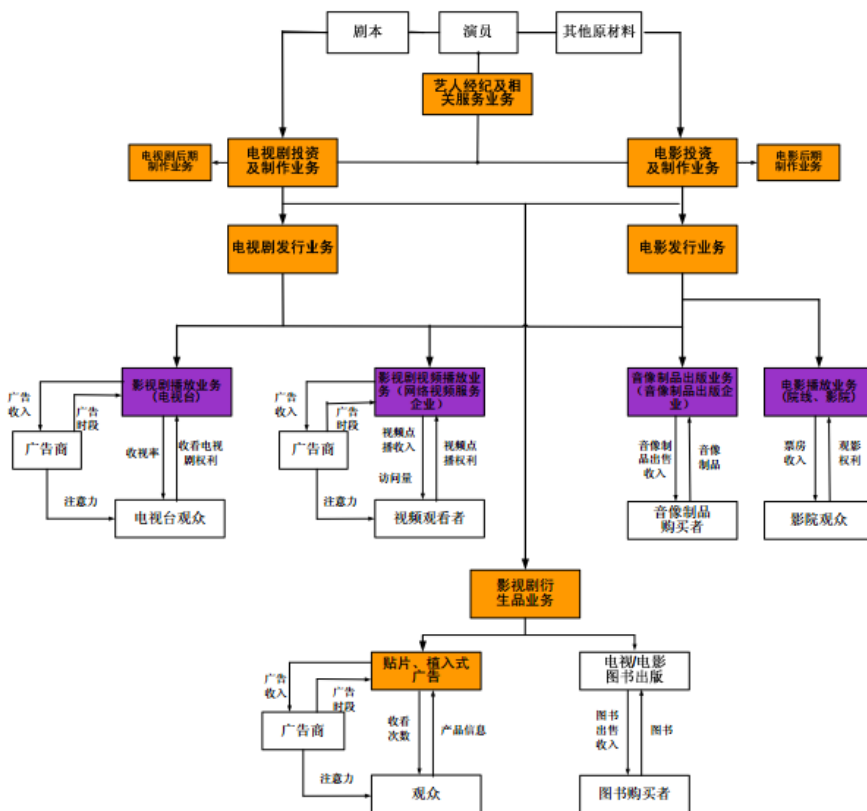
- **公司主要从事电视剧的投资、制作、发行和衍生业务；电影的投资、制作、发行和衍生业务；艺人经纪及相关服务业务。**公司目前业务链涵盖艺人经纪及相关服务；电视剧投资、制作（含提供电视剧后期制作服务）和发行；电影投资、制作（含提供电影后期制作服务）和发行；影视广告制作及相关服务，相对于行业内其他企业形成了较为完整的业务布局，并且各业务环节紧密结合，相互之间初步形成了整合和协同效应。
- **公司提升空间巨大。**电视剧贡献了电视台广告收入的30%至40%¹⁷，2012年，按照各电视台发布的广告刊例价格的统计，中国电视剧广告收入占电视台整体广告收入的36.46%。¹⁸若按电视台国产电视剧采购支出占其广告收入10%的比例推算，电视剧交易价格占电视台电视剧广告收入的比例约为25%至33%，而在美国这一比例可达50%至60%¹⁹。目前电视剧交易价格偏低的原因：中国电视管理体制决定了电视台资源的稀缺性，电视台在电视剧交易中处于强势谈判地位，长期来看，随着制播分离的推动和行业竞争的加剧以及网络视频服务行业的快速发展，播出平台对电视剧内容资源的依赖度趋于增加，电视剧制作企业的谈判能力有望提高。
- **创新人才服务和管理模式的创新性。**公司始终坚持以人才为经营发展根本，十分注重创作人才的汇集和培养，并为此专门成立了创作人才服务中心，广泛吸纳优秀的编剧、导演等创作人才，并为其提供全方位的服务。创作人才服务中心为每位签约创作人才配备了一位联络人员，在成立工作室、外地创作人员在北京住房等方面给予协助，为其提供适合创作的环境，解决其后顾之忧。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司2015-2017年营业收入分别为6.48、9.72和14.6亿元，实现归属母公司净利润1.1、1.9和2.8亿元，EPS分别为1.39、2.38和3.58元，2014行业平均PE为64倍。我们给予公司PE区间范围在30-40倍之间，因此公司的合理估值区间应该在41.7-55.6元。
- **风险提示：**1、核心技术人员流失和技术失密；2、影视作品盗版风险；3、政策变化风险。



1、国内优秀的电影电视制作商

公司主要从事电视剧的投资、制作、发行和衍生业务；电影的投资、制作、发行和衍生业务；艺人经纪及相关服务业务。公司目前业务链涵盖艺人经纪及相关服务；电视剧投资、制作（含提供电视剧后期制作服务）和发行；电影投资、制作（含提供电影后期制作服务）和发行；影视广告制作及相关服务，相对于行业内其他企业形成了较为完整的业务布局，并且各业务环节紧密结合，相互之间初步形成了整合和协同效应。公司主营业务所处上下游产业链以及主营业务相互关系。在公司所从事的主营业务中，电视剧和电影业务属于“文化、体育和娱乐业”项下“广播、电视、电影和影视录音制作业”项下“电影和影视节目制作”以及“电影和影视节目发行”业，艺人经纪及相关服务业务属于“文化、体育和娱乐业”项下“娱乐业”项下“文化、娱乐、体育经纪代理”项下“文化娱乐经纪人”业。根据中国证监会《上市公司行业分类指引》（2012年修订），电视剧和电影业务属于“文化、体育和娱乐业”项下“广播、电视、电影和影视录音制作业”。电视剧和电影是满足民众精神文化需求的重要渠道，并已成为当代社会主流艺术形式，在整个文化产业中占据重要地位。

图表 1、发行人公司的主要业务流程

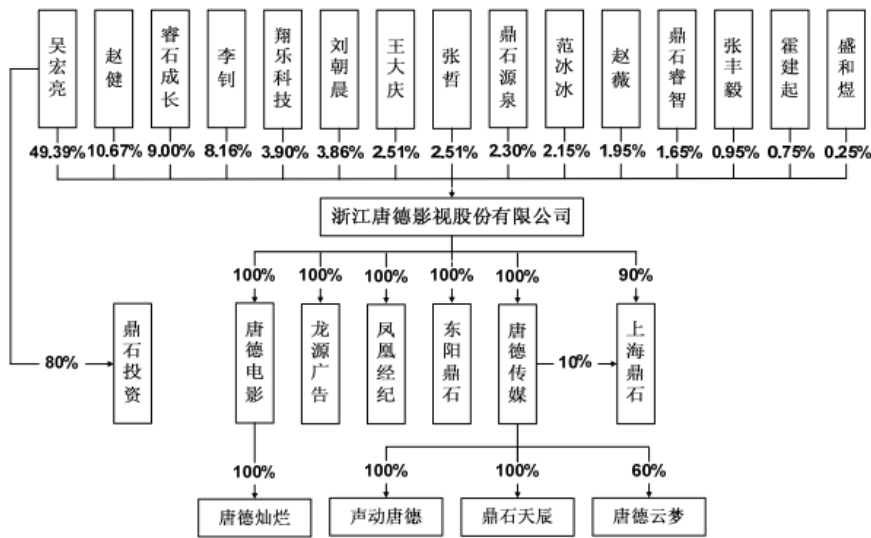


资料来源：公司招股意向书，华鑫证券研发部

本公司的控股股东和实际控制人为吴宏亮先生。吴宏亮先生持有本公司 29,633,518 股股份，占本次发行前股本总数的 49.39%。吴宏亮先生，1970 年出生，中国国籍，拥有美国永久居留权。吴宏亮先生目前担任本公司董事长和总经理，负责本公司业务战略和整体发展。



图表 2、发行人发行前股权结构

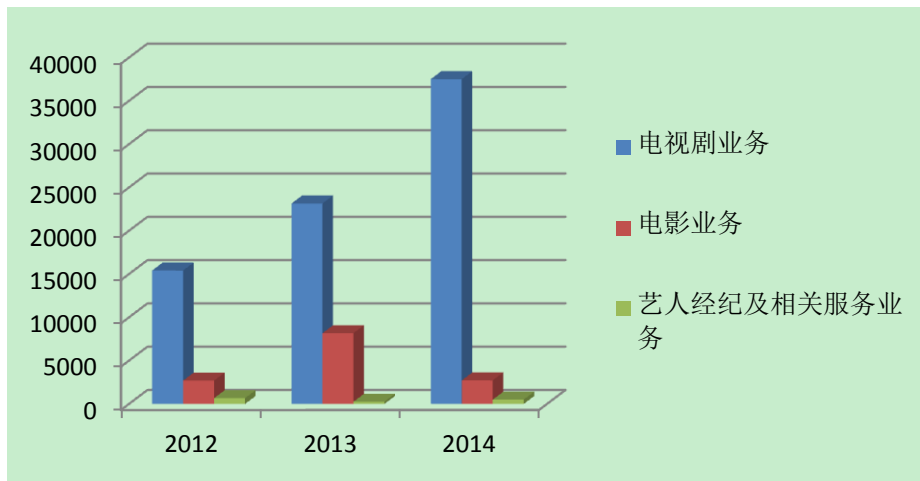


资料来源：公司招股意向书，华鑫证券研发部

2、虽然近年来优质电视剧的价格涨幅加大，但仍有提升空间

公司提升空间巨大。电视剧约贡献了电视台广告收入的 30%至 40%¹⁷，2012 年，按照各电视台发布的广告刊例价格的统计，中国电视剧广告收入占电视台整体广告收入的 36.46%。¹⁸若按电视台国产电视剧采购支出占其广告收入 10%的比例推算，电视剧交易价格占电视台电视剧广告收入的比例约为 25%至 33%，而在美国这一比例可达 50%至 60%¹⁹。电视台仍有财务能力承担更高的电视剧采购价格。目前电视剧交易价格偏低的原因为：中国电视管理体制决定了电视台资源的稀缺性，电视台在电视剧交易中处于强势谈判地位，但长期来看，随着制播分离的推动和行业竞争的加剧以及网络视频服务行业的快速发展，播出平台对电视剧内容资源的依赖度趋于增加，电视剧制作企业的谈判能力有望提高。电视剧采购支出的增加导致了广告收入更快速的增加。2009 年 9 月，原国家广电总局出于控制由于电视广告恶性增长而引致的超长广告和虚假广告，出台《广播电视广告播出管理办法》，对电视剧插播商业广告次数和时长进行限制。尽管业内普遍担心上述政策会对电视广告收入产生负面影响，但 2010 年在制作独家电视节目和经营电视剧播映业务方面投入较大的湖南、江苏和浙江卫视广告收入较 2009 年增长均超过 40%，但是同期在上述业务领域落后的电视台的广告收入却在下降。

图表 3、公司近三年主要产品收入情况（万元）



资料来源：公司招股意向书，华鑫证券研发部

图表 4、行业广告收入情况

单位：亿元

项目	2010	2011	2012	2013
中国在线视频行业规模	31.4	62.7	90.3	128.1
其中：广告收入	21.5	42.5	65.5	96.2

资料来源：公司招股意向书，华鑫证券研发部

3、创新管理模式提升公司竞争力

创新人才服务和管理模式的创新性。公司始终坚持以人才为经营发展根本，十分注重创作人才的汇集和培养，并为此专门成立了创作人才服务中心，广泛吸纳优秀的编剧、导演等创作人才，并为其提供全方位的服务。创作人才服务中心为每位签约创作人才配备了一位联络人员，在成立工作室、外地创作人员在北京住房等方面给予协助，为其提供适合创作的环境，解决其后顾之忧。创作人才服务中心将签约人才在影视创作中的想法和需求及时反馈给公司相关部门，由公司利用在影视剧策划、制作、发行等环节的资源为其创作提供相关服务。公司尊重创作人才的创造性和想象力，尊重艺术创作独特的规律，通过为其提供自由创作的空间、定期召开研讨会、及时反馈市场最前沿的资讯等服务，激发其创作灵感和艺术生产力，增强其对公司的信赖感和归属感，实现创作人员与公司相互促进、共同成长。创作人才服务中心已成功吸纳以盛和煜、齐星等知名编剧、霍建起等知名导演为代表的优秀创作人才。公司不仅重视吸引已成名的大家，而且十分重视挖掘和培养具有发展潜力的新生代创作人才，通过提出发展规划、题材规划和制作理念，对其创作进行引导，并委托外聘专业人才进行培养。此外，公司还为新生代创作人才提供良好的激励机制，有助于充分挖掘其创作潜力。



4、募投项目：对公司现有业务的继承与提升

公司对于本次募集资金投资制作和发行的电影项目，将同样实施精品化战略，确保影片在主流院线上映并获得预期的投资收益。募集资金投资的电影项目顺利实施后，公司在主流院线放映市场的份额将进一步提高。公司本次募集资金，将用于补充影视剧业务营运资金，包括 15 部电视剧和 6 部电影的投资制作，以及 2 部电影的协助推广。通过测算，可大致估算出公司 2014 年至 2016 年的营运资金缺口为 80,925.81 万元，预计使用募集资金投入 41,832.00 万元，不足部分将由公司自筹解决。公司在影视剧项目策划和立项过程中，有效整合策划管理中心、制作管理中心和营销管理中心的力量，以确保项目符合审批要求、具有拍摄的可行性并能满足市场需求。其中，在项目策划过程中，策划管理中心会根据制作管理中心和营销管理中心对观众和电视台的调研以及对市场的预测和把握进行内部策划或筛选外部策划；在项目立项过程中，策划管理中心会将策划提交给由总经理、副总经理、制作管理中心、营销管理中心和策划管理中心负责人以及外聘策划人员组成的项目评估小组评估，评估小组会对项目的策划提供进一步的修改意见，以使项目具备可行性。经过严格的项目策划和立项，公司初步拟定了上述电视剧及电

图表 6、公司 IPO 募投项目情况

项目	需要资金（万元）	备注
电视剧需求	41,122.19	2014 至 2016 年电视剧投资
电影需求	34,450.00	2014 至 2016 年电影投资
各项税金及附加	3067.39	
期间费用	7500.00	
偿债费用	22910.00	

资料来源：公司招股意向书，华鑫证券研发部

5、公司盈利预测及估值

我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为，6.48、9.72 和 14.6 亿元，实现归属母公司净利润 1.1，1.9 和 2.8 亿元，EPS 分别为 1.39、2.38 和 3.58 元，2014 行业平均 PE 为 64 倍。公司主要从事电视剧的投资、制作、发行和衍生业务；电影的投资、制作、发行和衍生业务；艺人经纪及相关服务业务。我们给予公司 PE 区间范围在 30-40 倍之间，因此公司的合理估值区间应该在 41.7-55.6 元。



图表 7、唐德影视估值参考

行业	股票代码	股票简称	收盘价	EPS					PE			
			20150204	2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E	
信息服 务	000681	视觉中国	25.54	0.02	0.20	0.34	0.49	554.07	128.90	75.86	51.99	
	300027	华谊兄弟	27.62	0.55	0.64	0.76	0.94	50.57	41.95	35.44	28.71	
	300133	华策影视	29.31	0.45	0.81	1.07	1.35	71.76	36.01	27.12	21.46	
		行业中值		0.12	0.77	1.10	1.37	75.94	51.34	37.95	28.86	
平均								188.1	64.55	44.1	32.7	
唐德影视				1.06	1.17	1.86	3.18					

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

6、风险提示

- 1、核心技术人员流失和技术失密；
- 2、影视作品盗版风险
- 3、政策变化风险



图表 8、公司盈利预测表

单位: 万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	44,706	64,824	97,235	145,853
增长率 (%)	40.00%	45.00%	50.00%	50.00%
减: 营业成本	26,824	37,598	53,479	80,219
毛利率 (%)	40.00%	42.00%	45.00%	45.00%
营业税金及附加	202	293	439	659
销售费用	2,682	3,889	5,834	8,751
管理费用	3,129	4,538	6,806	10,210
财务费用	3,576	5,186	7,779	11,668
费用合计	9,388	13,613	20,419	30,629
期间费用率 (%)	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%
资产减值损失	0	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	8,494	13,613	23,336	35,005
增长率 (%)	12.79%	60.26%	71.43%	50.00%
营业利润率 (%)	19.00%	21.00%	24.00%	24.00%
加: 营业外收入	0	0	0	0
减: 营业外支出	0	0	0	0
利润总额	8,494	13,613	23,336	35,005
增长率 (%)	0.01%	60.26%	71.43%	50.00%
利润率 (%)	19.00%	21.00%	24.00%	24.00%
减: 所得税费用	1,529	2,505	4,341	6,511
所得税率 (%)	18.00%	18.40%	18.60%	18.60%
净利润	6,965	11,108	18,996	28,494
增长率 (%)	9.43%	59.48%	71.01%	50.00%
净利润率 (%)	15.58%	17.14%	19.54%	19.54%
归属于母公司所有者的净利润	6,992	11,152	19,070	28,605
增长率 (%)	9.43%	59.48%	71.01%	50.00%
少数股东损益	-27	-44	-74	-112
总股本	6,000	8,000	8,000	8,000
摊薄每股收益(元)	1.17	1.39	2.38	3.58

资料来源: 公司招股说明书, 华鑫证券研发部

研究员简介

邱祖学：华鑫证券行业研究员，经济学硕士；主要研究和跟踪领域：医药行业研究。

沈润：华鑫证券策略研究助理，美国天普大学，投资管理硕士。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>