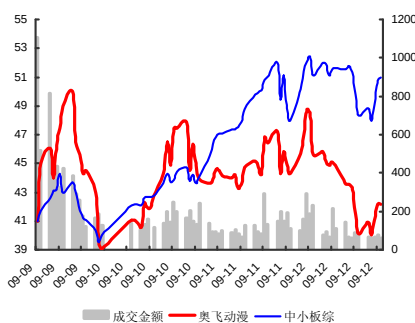


2009 年 12 月 28 日

奥飞动漫（002292）电影上映公告点评

评级：谨慎推荐（维持）

最近走势：



相关研究报告：

《创造快乐的动漫产业梦想者——奥飞动漫新股报告》

《小荷已露尖尖角，早做蜻蜓立上头——中国动漫产业投资价值分析》

《动漫创意产业的主要投资标的——奥飞动漫季报点评》

报告作者：

行业研究员：李斌

联系方式：

电话：0510-82833217

Email: lib@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要：

- 公司发布电影上映公告。奥飞动漫与上海永旭文化传播有限公司联合投资摄制，由广东省电影公司发行，珠江电影制片有限公司共同出品的电影《铠甲勇士之帝皇侠》将于2010 年1月20日左右在全国公映。公司出资占该片总投资的70%。
- 大电影是公司大未来的一部分。剧场版是长线动漫作品的例行播放形式之一。《铠甲勇士》则是公司精心打造的长线动漫形象之一，打造多层次的播放体系，树立中国动漫英雄形象，是公司对《铠甲勇士》的定位。此次登陆大荧幕是向“TV动画+剧场版”模式迈进的一个开端，符合公司长期规划，未来我们也会看到更多“奥飞制造”的电影。
- 1月20日左右电影首映，存在票房受冲击的可能。今年1月的贺岁档有多部重量级动画片：《阿凡达》、《名侦探柯南》第十三部剧场版“漆黑的追踪者”以及《喜羊羊与灰太狼之虎虎生威》。三位竞争者各有优势，1月的票房大战将非常严峻，但奥飞的《铠甲勇士之帝皇侠》也有差异优势，主演的人气也有望推动电影票房。
- 我们始终立足在更长远的角度来看待对奥飞动漫的投资。在一个良好的商业模式下，票房不会成为一个决定公司长期价值的决定性因素。另外，“特摄”片本身投资较小，公司初次尝试大荧幕动作幅度并不大。当然，如果电影真能在诸多竞争者中脱颖而出，将是公司一次意义深远的重大胜利。
- 维持“谨慎推荐”评级，提示事件性影响。我们仍然维持原来对公司业绩的预测，2009-2011年EPS分别为0.67、0.93、1.21元，对应当前股价42.15元，PE分别为62.9倍、45.3倍和37.3倍。奥飞目前估值水平与传媒类整体水平相当，其合理价格在42-50元。并提示投资者注意因事件性波动可能带来的投资机会和风险。

一、事件：

12月28日，公司公告称：广东奥飞动漫文化股份有限公司（以下简称“公司”或“本公司”）与上海永旭文化传播有限公司联合投资摄制，由广东省电影公司发行，珠江电影制片有限公司共同出品的电影《铠甲勇士之帝皇侠》将于2010年1月20日左右在全国公映。公司出资占该片总投资的70%。

二、点评：大电影，大未来

剧场版是长线动漫作品的例行播放形式之一。以日本动漫界的习惯做法，当红的长线动漫作品在除每年在电视渠道商播出一定集数外，一般都会有一年一度的“剧场版”动画在大荧幕上映。最为熟悉的莫过于《名侦探柯南》，自1997年开始，今年已经将是第14部剧场版。其他著名的剧场版动画还包括《神奇宝贝》、《哆啦A梦》等，都有十几年的播出历史。国内知名动画《喜羊羊与灰太狼》也有同样的播放模式，今年将推出第二部贺岁剧场版。

奥飞登陆大荧幕是公司长期规划的一部分。奥飞动漫始终坚持向“中国最大动漫内容提供商”方向发展。《铠甲勇士》则是公司精心打造的长线动漫形象之一，在电视、电影、网络等渠道为其打造多层次的播放体系，树立中国动漫英雄形象，是公司对《铠甲勇士》的定位。奥飞此次登陆大荧幕是向“TV动画+剧场版”模式迈进的一个开端，符合公司长期规划，未来我们也会看到更多“奥飞制造”的电影。

三、票房：认识到可能的风险

奥飞选择1月20日左右电影首映，存在票房受冲击的可能。今年1月的贺岁档有多部重量级动画片。1月2日，鸿篇巨制《阿凡达》开始公映；1月14日，日本著名动画《名侦探柯南》第十三部剧场版“漆黑的追踪者”首度登陆大陆荧幕；而据媒体报道，1月29日，国内当红动画片《喜羊羊与灰太狼》的第二部剧场版动画电影“喜羊羊与灰太狼之虎虎生威”也将上映。与国外大片、日本名动画、国内最著名的动画形象同台竞争，《铠甲勇士》面临着不小的挑战。

《阿凡达》的优势在于制作精良，场景宏大，3D特效惊人。其所采用的IMAX 3D技术是当前观影享受的最高层次，还未上映已经引起了广泛的关注。

《喜羊羊与灰太狼》则仍旧由上海SMG负责发行，从第一部的发行就可以看到，宣传力度将会非常大，更何况“喜羊羊”仍是当前知名度最高的国产动漫明星，票房号召力毋庸置疑。

《名侦探柯南》的宣传相对低调，但其在国内拥有庞大而忠诚的爱好者团体。作为首部登陆中国的柯南剧场版，已经在动漫迷中间掀起一场串联观影的热潮，一些知名的柯南网站、爱好者团体发起组织的观影活动所形成的凝聚力

很可能大大超乎想象。

三位竞争者各有优势，1月的票房大战将非常严峻，但奥飞的《铠甲勇士—帝皇侠》也有差异优势。首先作为中国第一部“特摄”电影，其英雄情结定位对少儿观众有天生的吸引力；其次，主演唐禹哲、袁成杰均是当红青春偶像演员，在国内已经有大量“粉丝”。根据我们对网络贴吧的调查发现，大批粉丝正在积极准备观影。在确保对原作所具有魅力兴趣不减的固定动画迷同时，采用当红明星演员唤起人们对作品的新印象，从而获得新影迷的战略一再被证明是行之有效的。

四、长远：公司长期价值不由票房左右

奥飞的经营模式是玩具与动漫相结合，其长期价值受到票房因素影响较小。奥飞利用动漫内容的影响力促进产品的销售，实现盈利。然后，公司通过玩具产品的盈利反哺动漫的成长，支持动漫的持续投入，不断打造出深入人心的动漫形象，并进一步带动新一轮产品的销售，从而形成一种良性互动的产业结构。在这个意义上来说，一部电影票房的成败并不能很大影响公司的长期价值。无论观众是去电影院观看，还是在网上看视频，甚至是购买盗版光碟，都可能刺激公司相关玩具销售，提升公司形象。当年宫崎骏的吉卜力工作室推出著名动画电影《龙猫》时，因错过最佳档期而导致票房惨败，入不敷出。但其后通过形象授权仍赚取大量利润，奠定了吉卜力工作室今时今日在日本动画界的地位。这一实例充分说明，在一个良好的商业模式下，票房不会成为一个决定公司长期价值的决定性因素。

另外，“特摄”片本身投资较小，公司初次尝试大荧幕动作幅度并不大。真人特摄片投入成本一般小于全三维动画片。作为制作等级C的作品模式，《铠甲勇士》电视版的制作成本在奥飞动漫的所有作品中也是相对较低的。公司以《铠甲勇士》作为登陆大荧幕的首作，一方面是因为其已经较为成熟，有自固定的观影群体，另一方面也是因为其投入相对较小，显示公司经营较为谨慎。

当然，如果《铠甲勇士之帝皇侠》真能在诸多竞争者中脱颖而出，将是公司一次意义深远的重大胜利，对公司提升自身形象，从而扩大影响有不可估量的作用。但即使这次不能达到最好结果，也还有很多机会，对于公司未来发展，我们仍充满信心。

五、投资：不被短期因素过分干扰

我们始终立足在更长远的角度来看待对奥飞动漫的投资。我们在09年10月19日推出的报告《小荷已露尖尖角，早做蜻蜓立上头-中国动漫产业投资价值分析》中认为，动漫产业整体具有巨大的成长空间和投资价值，而奥飞动漫是动漫产业在资本市场上的主要的投资标的。奥飞动漫的价值更多体现在其相比更

知名的三辰、宏梦、广东原创动力公司来说，更接近理想状态的商业模式。

对于受到一些事件性因素影响而导致的股价波动，投资者应站在长期价值和战略价值角度看待。最近的例子是，香港意马国际公司投资3D动画电影《阿童木》，初期对公司股价有较大提振，但当电影上映后传出票房惨败，并最终亏损，导致股价一路大跌。但是奥飞动漫与意马国际不同，电影上映后更看重的是拉动玩具销售的作用，票房对奥飞的影响会小的多，但资本市场仍可能敏感对待。

我们认为，作为为数很少会有电影上映公告事项的公司之一（另一家是华谊兄弟，之前公告效应已经有所体现），奥飞动漫的股价将不可避免受到电影市场或好或坏的消息影响，从而产生较大波动，但我们认为这并不是公司内在价值发生变化的表现，投资者应清楚认识，在适当时机介入或回避风险。

鉴于电影票房存在较大不确定性，我们仍然维持原来对公司业绩的预测，2009-2011年EPS分别为0.67、0.93、1.21元，对应当前股价42.15元，PE分别为62.9倍、45.3倍和37.3倍。传媒类个股2010年预测PE为45倍，其中，广播电影电视类个股2010年预测PE为54倍。奥飞目前估值水平与传媒类整体水平相当，其合理价格在42-50元。维持“谨慎推荐”评级，并提示投资者注意因事件性波动可能带来的投资机会和风险。

表1：公司业绩预测

利润表	单位：百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	451	677	914	1174
营业成本	265	410	551	704
营业税金及附加	5	7	9	12
营业费用	47	54	73	94
管理费用	57	72	96	123
财务费用	13	5	8	10
资产减值损失	-2	3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	67	126	177	231
营业外收入	4	5	4	4
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	69	129	179	233
所得税	4	22	30	40
净利润	65	107	149	194
少数股东损益	-0	-0	0	0
归属母公司净利润	65	107	149	194
EBITDA	90	138	201	271
EPS（元）	0.54	0.67	0.93	1.21

资料来源：国联证券研究所

附录：动画电影小百科

剧场版：是在影院公映的动画作品，是日本动画按传播方式分类的一种，在中国又被称为电影版。通常片长为90分钟，制作成本一般高于OVA及TV动画。剧场版动画取材自同一部电视动画的电视版，如果一部动画在一定时间内比较流行，那么商家通常为赚取更大利润，与电影公司合作制作剧场版，拍成剧场后剧情较原动漫思路更广阔、更具可看性。动漫电影不一定是剧场版，如千与千寻之前没有漫画，也没有电视版，因此不属于剧场版。

特摄：全名为“特殊效果摄影”或者是“特殊技术摄影”（SPECIA EFFECT 缩写为SFX）。现在的特摄片是特指由日本拍摄的以奥特曼，假面骑士，超级战队等为代表的一系列影片。特摄英雄人物的由来是源自50年代末期，美国“超人”电视影集在日本掀起超人热。日本各媒体也因此开始将漫画、电视以至于电影的重心放在这些虚构的英雄人物上，也开始所谓和制英雄的塑造。日本的特摄巨星，宫内洋先生有句名言：“英雄番組即教育番組。”意思是说小朋友们都爱看这类的英雄特摄，而这些英雄特摄也就要负起所谓“身教”的责任。

名侦探柯南：《名侦探柯南》是日本一部以侦探推理情节为主题的漫画与动画作品。始创作于1994年，目前仍在日本小学馆的漫画杂志连载，作者为青山刚昌。自1997年开始，每年4月份柯南都有剧场版上映。第十三部《漆黑的追踪者》于09年4月在日本国内公映，两月内票房累计超过34亿日元，刷新了该系列电影的票房新纪录。本片将于2010年1月14日首次登陆大陆荧幕。

唐禹哲：84年出身的台湾青春偶像演员，因主演知名电视剧《终极一班》等片而家喻户晓，在国内也拥有极高人气。



注：以上内容来自百度百科

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。