

赵宇杰
0755-82943293
zhaoyj@cmschina.com.cn

2010年2月4日

奥飞动漫(002292.SZ)/41.7元

受益于政府补贴与税收优惠，09年业绩符合预期

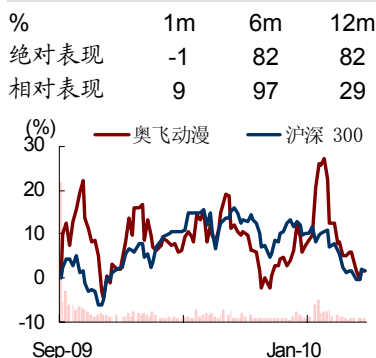
信息技术·传媒

审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2,995
总股本(万股)	16,000
已上市流通股(万股)	4,000
总市值(亿元)	67
流通市值(亿元)	17
每股净资产(MRQ)	7.3
ROE(TTM)	11.9
资产负债率	12.4%
主要股东	蔡东青
主要股东持股比例	51%

股价表现



相关报告

1、《奥飞动漫首次进军大银幕，正确时间的正确尝试》

12/28/09

2、《奥飞动漫产品结构优化是亮点，平台价值得到充分体现》

10/21/09

3、《奥飞动漫平台优势明显，盈利模式极具拓展性》

8/25/09

□ 公司 09 年业绩符合我们和市场预期，但主业增长却低于我们和市场预期：09 年实现收入 5.9 亿，同比增长 30%；营业利润率为 17.5%，与 08 年相比增长 2.7 个百分点；归属母公司净利润 1.02 亿，同比增长 56%；每股盈利 0.64 元。第四季度实现收入 1.1 亿，同比下降 1.4%；归属母公司净利润 0.29 亿，同比增长 26%。

公司 09 年主业增长是低于预期的，我们此前预计公司 09 年实现收入 6.8 亿(同比增长 50%)，而实际收入是 5.9 亿，比预期的要低 9 千万；我们分析认为主要是 09 年上半年表现突出的闪电冲线遥控车和战龙四驱车在下半年表现低于预期，上半年两者合计实现销售收入 2.3 亿，我们预计下半年两者的销售收入可能在 1.2 亿左右，比我们之前预计下半年两者销售收入为 1.8 亿要少 6 千万左右。

而公司净利润与预期相符，我们分析原因是公司 09 年 4 季度将奥飞文化的注册资本由原来的 0.18 亿增加到 1 亿，符合广州市政府对发展、扶持本地动漫产业的有关政策，在 4 季度收到市政府相关补贴（4 季度新增营业外入 0.15 亿）和税收优惠（4 季度所得税为-0.2 亿）所致。

□ 盈利预测与投资评级：我们将公司 10~11 年业绩由此前的 0.89 元、1.14 下调为 0.83 元、1.04 元，我们主要是下调了闪电冲线遥控车和战龙四驱车在今、明两年的销售表现。

公司首部电影《铠甲勇士之帝皇侠》已上映 10 天，票房收入为 340 万，预计最终票房可能在 6 百万到 8 百万之间。虽票房表现一般，但在此前报告中我们就明确表示首部电影作为公司的战略性尝试，票房追求是其次，积极延伸产业链、构建大动漫娱乐产业布局才是目的；我们认为公司未来发展模式将从现在的“动漫+玩具”升级为“动漫+玩具+影视+游戏+授权”。

我们长期看好奥飞独特的商业模式和明显的平台优势，未来盈利模式极具拓展性，鉴于当前估值偏高，我们继续维持“审慎推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	497	451	586	780	972
同比增长	85%	-9%	30%	33%	25%
营业利润(百万元)	150	67	102	145	193
同比增长	486%	-56%	54%	41%	34%
净利润(百万元)	129	65	102	133	166
同比增长	417%	-49%	56%	30%	25%
每股收益(元)	0.80	0.41	0.64	0.83	1.04
PE	51.8	102.3	65.4	50.2	40.2
PB	26.9	29.9	5.7	5.2	4.7

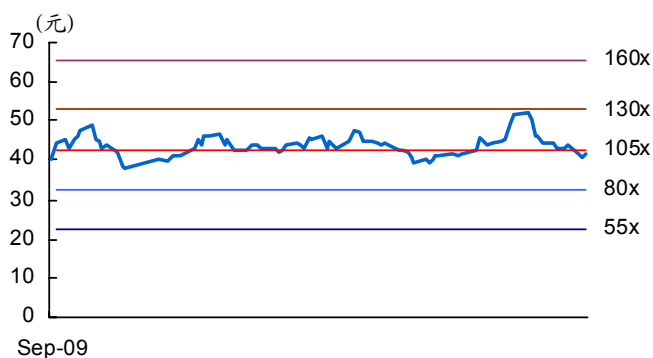
资料来源：招商证券

表 1、09年预测与实际业绩对照表

单位：百万元	08N	09N	09E
营业总收入	451	586	676
营业利润	67	102	121
营业外收支合计	3	15	5
利润总额	69	117	126
所得税	4	15	22
归属于母公司净利润	65	102	104
主要比率	08N	09N	09E
营业利润率	14.8%	17.5%	17.9%
利润率	15.4%	19.9%	18.7%
有效税率	6.1%	13.1%	17.5%
净利率	14.4%	17.3%	15.4%
YOY	08N	09N	09E
收入	-9.2%	30.0%	49.9%
净利率	-49.3%	56.0%	59.8%
EPS	0.41	0.64	0.65

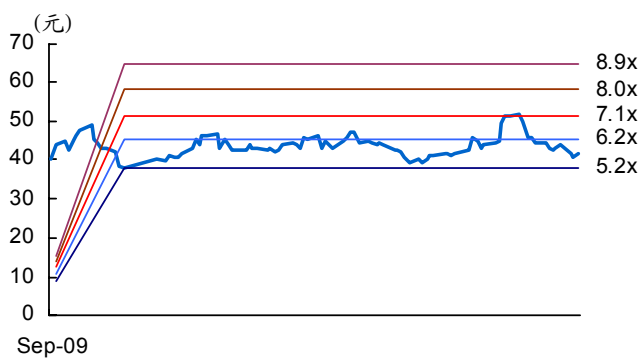
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 1、奥飞动漫历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2、奥飞动漫历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

表 2、盈利预测简表

收入（百万元）	07N	08N	09E	10E	11E	12E	13E	14E
动漫玩具	281	275	469	658	823	1,038	1,208	1,498
自主开发小计	243	226	447	611	761	956	1,086	1,316
授权开发小计	39	49	21	47	62	82	122	182
非动漫玩具	211	161	106	105	120	150	190	225
动漫影视片	2.3	4.0	6.4	11	23	50	86	128
动漫图文作品	2.1	7.2	5.2	6	7	8	10	13
其他授权产品	0.0	3.5	0.1	0	0	0	0	0
合计	497	451	586	780	972	1,246	1,493	1,864
收入增速	07N	08N	09E	10E	11E	12E	13E	14E
动漫玩具	151%	-2%	70%	40%	25%	26%	16%	24%
非动漫玩具	35%	-24%	-34%	-1%	14%	25%	27%	18%
动漫影视片	585%	76%	58%	80%	100%	120%	70%	50%
动漫图文作品		253%	-28%	10%	15%	20%	25%	30%
其他授权产品			-98%	-50%	-100%			
总体增速	85%	-9%	30%	33%	25%	28%	20%	25%
毛利率	07N	08N	09E	10E	11E	12E	13E	14E
动漫玩具	45.1%	52.1%	43.8%	41.6%	41.7%	42.1%	42.3%	42.2%
非动漫玩具	20.9%	26.7%	28.0%	32.1%	34.2%	34.2%	34.3%	34.3%
动漫影视片	-91.1%	-97.7%	-191.6%	-100.0%	-50.0%	-25.0%	-20.0%	-20.0%
动漫图文作品	16.3%	39.1%	5.5%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
其他授权产品		31.6%	17.4%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
综合毛利率	34.1%	41.3%	38.0%	38.2%	38.6%	38.4%	37.7%	36.9%
EPS	0.80	0.41	0.64	0.83	1.04	1.28	1.47	1.60

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	370	323	1,116	1,196	1,360
现金	47	44	771	738	792
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	89	77	106	140	175
其它应收款	100	1	3	4	5
存货	111	160	218	289	358
其他	23	41	18	24	30
非流动资产	83	112	236	288	275
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	67	63	192	248	239
无形资产	15	46	41	37	33
其他	1	3	3	2	2
资产总计	452	435	1,352	1,484	1,635
流动负债	198	204	167	186	205
短期借款	120	135	80	80	80
应付账款	21	31	44	58	72
预收账款	8	4	7	10	12
其他	48	34	37	39	41
长期负债	1	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	1	0	0	0
负债合计	198	206	167	186	205
股本	120	120	160	160	160
资本公积金	0	0	828	828	828
留存收益	128	103	190	303	436
少数股东权益	6	6	6	6	6
母公司所有者权益	248	223	1,178	1,291	1,424
负债及权益合计	452	435	1,352	1,484	1,635

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	13	26	85	71	107
净利润			102	133	166
折旧摊销			22	34	36
财务费用			5	(3)	(3)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(47)	(94)	(92)
其它			4	1	(0)
投资活动现金流	(19)	60	(150)	(86)	(23)
资本支出			(150)	(86)	(23)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	18	(89)	792	(17)	(30)
借款变动			(55)	0	0
普通股增加			40	0	0
资本公积增加			828	0	0
股利分配			(15)	(20)	(33)
其他			(6)	3	3
现金净增加额	12	(3)	727	(33)	54

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	497	451	586	780	972
营业成本	328	265	363	482	597
营业税金及附加	5	5	9	12	15
营业费用	28	47	43	59	73
管理费用	39	57	62	86	97
财务费用	6	13	5	(3)	(3)
资产减值损失	0	(2)	3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	60	0	0	0	0
营业利润	150	67	102	145	193
营业外收入	2	4	16	11	8
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	151	69	117	155	200
所得税	23	4	15	22	34
净利润	129	65	102	133	166
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	129	65	102	133	166
EPS (元)	0.80	0.41	0.64	0.83	1.04

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	85%	-9%	30%	33%	25%
营业利润	486%	-56%	54%	41%	34%
净利润	417%	-49%	56%	30%	25%
获利能力					
毛利率	34.1%	41.3%	38.0%	38.2%	38.6%
净利率	25.9%	14.4%	17.4%	17.0%	17.1%
ROE	51.8%	29.2%	8.7%	10.3%	11.7%
ROIC	35.6%	20.6%	7.4%	8.9%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	43.8%	47.3%	12.4%	12.6%	12.5%
净负债比率	26.5%	31.0%	5.9%	5.4%	4.9%
流动比率	1.9	1.6	6.7	6.4	6.6
速动比率	1.3	0.8	5.4	4.9	4.9
营运能力					
资产周转率	1.1	1.0	0.4	0.5	0.6
存货周转率	3.0	2.0	1.9	1.9	1.8
应收帐款周转率	7.6	5.4	6.4	6.3	6.2
应付帐款周转率	13.7	10.2	9.8	9.5	9.2
每股资料(元)					
每股收益	0.80	0.41	0.64	0.83	1.04
每股经营现金	0.08	0.16	0.53	0.44	0.67
每股净资产	1.55	1.40	7.36	8.07	8.90
每股股利	0.00	0.00	0.10	0.12	0.21
估值比率					
PE	51.8	102.3	65.4	50.2	40.2
PB	26.9	29.9	5.7	5.2	4.7
EV/EBITDA	25.4	46.9	32.2	23.7	18.3

分析师简介

赵宇杰：毕业于华中科技大学，经济学与数学双学位。2006 年加入招商证券研发中心，获 2009 年《新财富》传播与文化行业最佳分析师第二名。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 5 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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或征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。