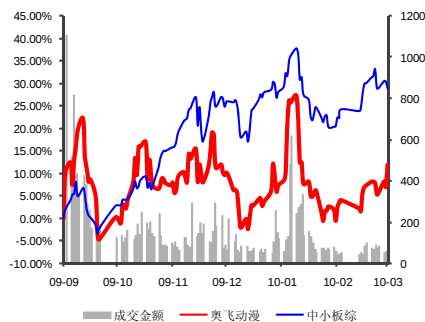


2010年3月11日

评级：推荐（上调）

最近52周走势：



相关研究报告：

- 《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》
- 《大电影，大未来-电影上映公告点评》
- 《长期投资价值不变-业绩快报点评》

报告作者：

国联证券研究所综合组

组长杨平

执业证书编号：S0590210020003

联系人：

李斌

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。

奥飞动漫（002292.SZ）并购事件点评

点评要点：

奥飞动漫收购嘉佳卡通，获得上星专业卡通频道经营权，成为A股唯一一家拥有频道经营权的上市公司。奥飞动漫10日晚间发布公告称，公司以自有资金出资9000万元收购广东嘉佳卡通影视有限公司60%股权。广东嘉佳卡通影视有限公司拥有全国五家专业卡通卫视频道之一，嘉佳卡通卫视三十年的经营权，嘉佳卡通卫视是广东省首个专业动画频道。

拥有了传播发行渠道的奥飞动漫更加如虎添翼，当中国动漫产业中大多数的竞争者还装备不齐之时，奥飞动漫基本已经全副武装。获得嘉佳卡通卫视，奥飞将取得五点优势，充分发挥自身在动漫原创制作、动漫价值商品化及营销方面的强大实力，在打造中国最有价值动漫产业链的道路上迈出更大的步伐。

奥飞16年的历史就像孩之宝80年历史的一个缩写，孩之宝所看到的一切，奥飞动漫也都看到了。在坚定的战略指引下，孩之宝和奥飞都做出了坚决的收购行为，并都因此最大限度抓住了发展的机遇，市场会对其行为表示肯定。

收购行为还体现了三网融合下对机遇的把握。公司此时成功并购专业动漫频道是为公司拓展更多新媒体平台资源增加了砝码。从这个角度上讲，本次收购的意义又远不止“获得传播发行渠道”这么简单。

收购行为短期内对业绩的正面影响很小，但对提升公司估值水平有很大作用，上调评级至“推荐”。长期看奥飞动漫在巩固和提升其优势商业模式带来的投资价值；而短期看，作为A股唯一一家拥有卫星频道经营权的上市公司，带给资本市场的想象空间是巨大的。公司股价有望突破40元-50元的波动区间，获得更高的估值水平。以1.2-1.4倍PEG计算，奥飞动漫10年PE为55-65倍，对应股价50-60元。

本次收购行为及公司所处行业仍存在较多潜在风险，请注意风险提示。

一、事件：收购广东嘉佳卡通影视有限公司 60%股权

奥飞动漫收购嘉佳卡通，获得上星专业卡通频道经营权，成为 A 股唯一一家拥有频道经营权的上市公司。奥飞动漫 10 日晚间发布公告称，公司以自有资金出资 9000 万元收购广东嘉佳卡通影视有限公司 60% 股权，收购完成后公司将控股经营嘉佳卡通。

广东嘉佳卡通影视有限公司拥有全国五家专业卡通卫视频道之一，“嘉佳卡通卫视”三十年的经营权，嘉佳卡通频道也是广东省首家上星动画频道，其他动画卫星频道包括：上海炫动卡通、湖南金鹰卡通、北京卡酷动画、江苏优漫卡通等。

嘉佳卡通卫视是广东省首个专业动画频道，自 2006 年 9 月 16 日开播以来，已实现每日首播近 9 个小时、全天播出 24 小时，初步打造成为专业化主题频道。开播三年，嘉佳卡通卫视收视率和市场占有率不断提升，2009 年 11 月嘉佳卡通卫视广东全省城域收视份额由 2006 年的 46 名上升至 15 名。目前嘉佳卡通频道开设四个卡通剧场，每天播出 18 小时，覆盖广东和广西两省区约 1.3 亿人口。

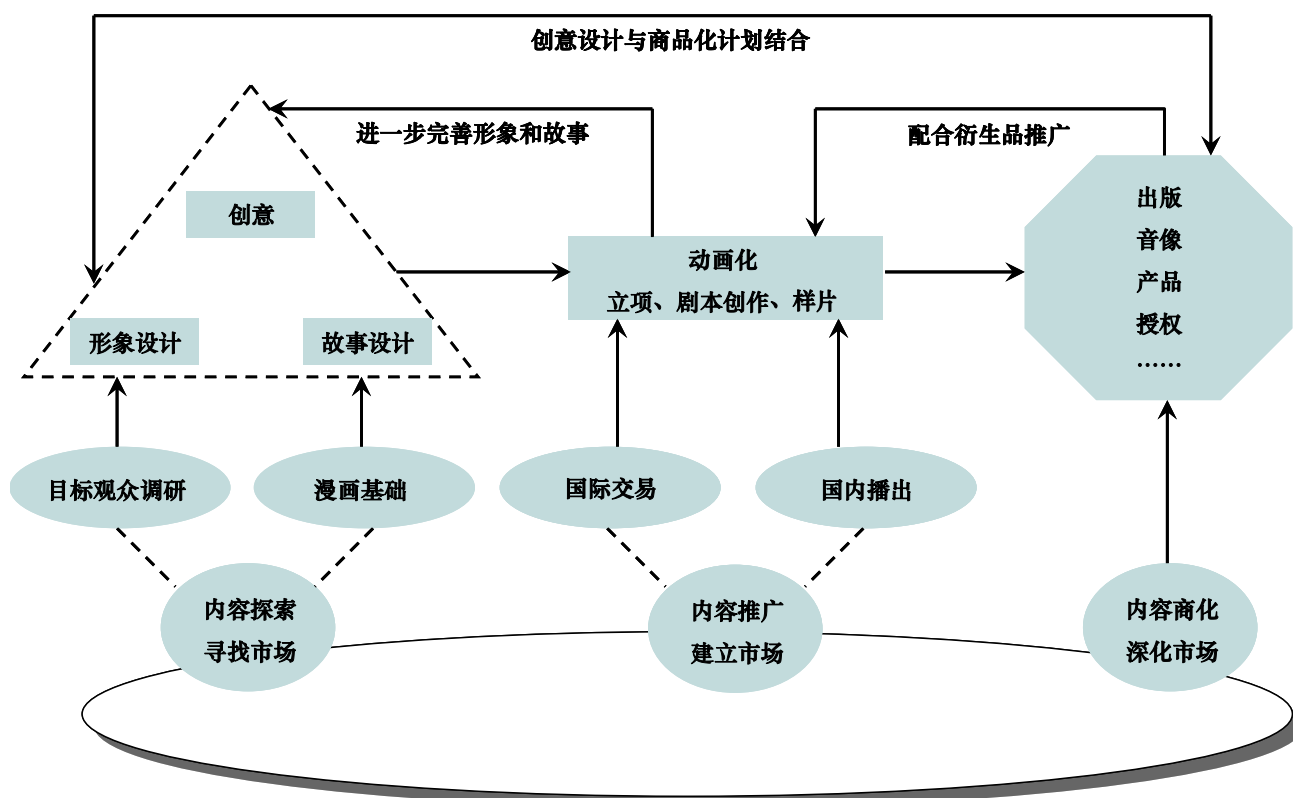
截至 2009 年 12 月 31 日，嘉佳卡通卫视主营业务收入 13415,092.50 元，净利润-889,930.18 元，资产总额 9,106,788.18 元，净资产 7,665,789.53 元。

本次股权转让在全国广电系统尚属首例，资产价格在国内行业内没有可比性。

二、产业链拼图中极重要的一块到位

动漫产业具有广阔的产业空间。整个动漫产业链至少包含了四个环节：动漫作品的原创—动画制作—动漫传播发行—商品化及营销，以及衍生的海外市场开拓。我们在动漫产业投资价值分析报告中明确指出，可成功商业化的动漫形象和整体化设计的产业理念才是中国动漫产业根本性的商业模式和核心竞争力，要实现动漫产业的真正腾飞则必须实现动漫产业内多环节、多业态的一体化。

图表 1： 动漫产业链简图

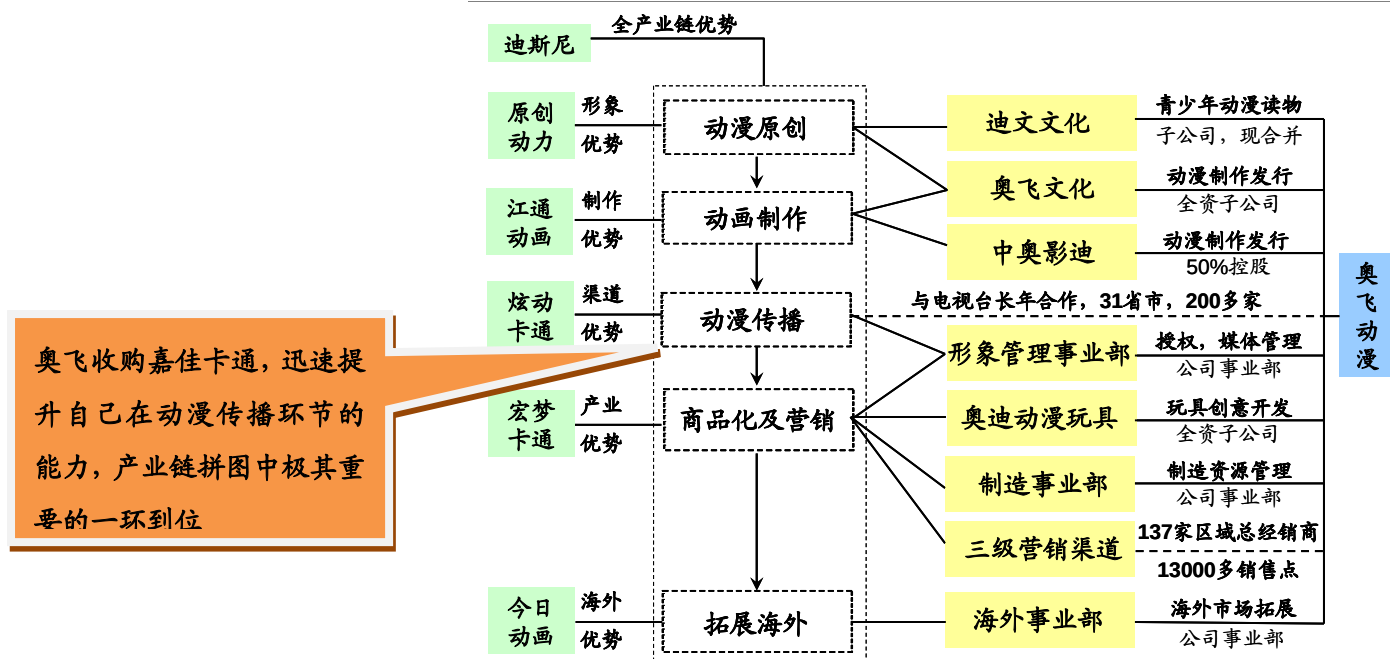


数据来源：国联证券研究所

国外动漫巨头如迪斯尼在所有环节上都拥有巨大竞争优势，但在国内，大多数动漫公司仅在一两项上具有优势。如名声较大的原创动力拥有高价值的动漫形象（喜羊羊）；起于代工的江通动画在制作上有优势；上海炫动卡通在频道资源方面得天独厚；湖南宏梦在产业衍生上经验丰富；今日动画则是较为特别的，优先发展海外市场的动漫公司。

与之形成对比的是，当中国动漫产业中大多数的竞争者还装备不齐之时，奥飞动漫基本已经全副武装。通过旗下奥迪动漫玩具、奥飞文化传播、迪文文化传播、中奥影迪动画制作四家子公司，以及制造、形象管理、海外三个事业部，奥飞动漫建立了涵盖漫画、动画、图文、衍生品设计及授权等各环节的完整产业链。不难看出，奥飞动漫所拥有的不只是一两件神兵利器，而是“套装”。但是今年1月，奥飞上映电影票房并不理想，让我们看到了奥飞的动漫产业链尚不完整，缺乏渠道掌控能力的劣势明显阻碍公司进一步成长。如今，这件“套装”中原本缺失的重要装备——动漫传播发行的能力，也通过本次收购获得了。

图表 2：奥飞动漫业务结构



数据来源：国联证券研究所

拥有了传播发行渠道的奥飞动漫更加如虎添翼。只有被广泛接受、认可的动漫作品才具有潜在的可被商业化得内涵价值，也才能体现商业价值的最大化。为动漫作品商业化建立市场需要有强大的发行渠道。迪斯尼的成功很大程度上是建立在其全球发行的渠道网络上。嘉佳卡通卫视是全国五个上星专业卡通频道之一，拥有成为“面向全国的专业性播出平台”的潜力。在拥有属于自己的专业卡通频道后，意味着：

- 第一，奥飞的动画作品将会有有一个稳定的播出渠道；
- 第二，奥飞的玩具产品将会有有一个优势的宣传渠道；
- 第三，以此为平台，将吸引更多优秀动画作品集中到奥飞身边，创意集聚的效应将支持公司的长远发展；
- 第四，奥飞将进一步改变自身玩具制造商的属性，在中国动漫产业环境中拥有更大的话语权；
- 第五，奥飞动漫将通过嘉佳卡通逐步向全国扩张，提高自身作为动漫内容商的知名度，这将是奥飞在与其他动漫公司竞争过程中的最大优势之一。

有此五点，奥飞动漫将能充分发挥自身在动漫原创制作、动漫价值商品化及营销方面的强大实力，在打造中国最有价值动漫产业链的道路上迈出更大的步伐。

三、世界潮流浩浩汤汤，奥飞走在了最前头

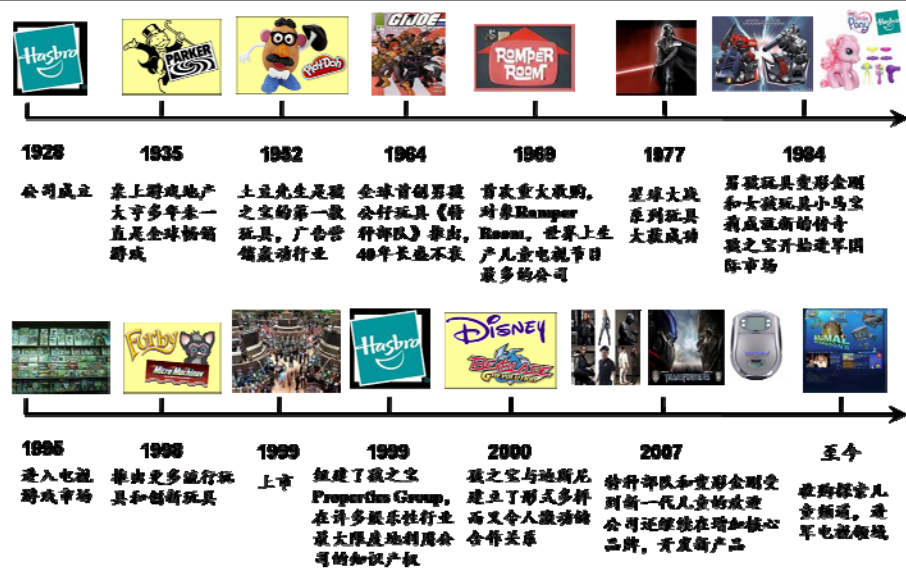
奥飞动漫过去 16 年间一路走来，始终把握住了中国动漫产业和玩具产业

的成功密码，它更接近我们理想状态中的综合型动漫公司的商业模式和盈利模式，亦符合世界动漫产业发展的一般规律。借用托尔斯泰的名言：“成功的公司多半大同小异”。奥飞动漫的发展历程与美国孩之宝公司如出一辙。

从玩具到动漫玩具，到自行生产相关节目内容，奥飞 16 年的历史就像孩之宝 80 年历史的一个缩写，孩之宝所看到的一切，奥飞动漫也都看到了。09 年 6 月孩之宝出资 3 亿美元收购了探索传媒公司旗下“探索儿童频道”50%的股份，并成立了一个合资公司，未来将致力于创建一个基于孩之宝品牌基础之上的高品质儿童和家庭娱乐以及教育节目的电视网络和网站，专注于把孩之宝公司的玩具品牌引入电视领域，同时将开发新的品牌和内容，还会与第三方创作者合作。

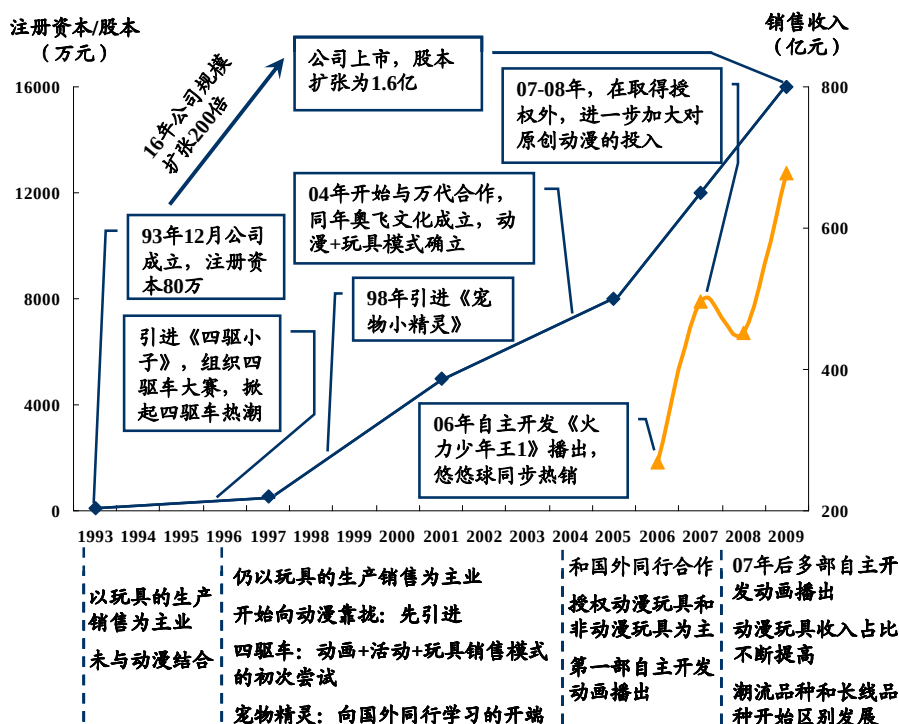
无论是孩之宝，还是奥飞动漫，都看到了要进一步挖掘动漫产业价值和品牌内涵，就必然要进军电视领域，创作的更多的内容产品，并开发更多的新品牌。对于孩之宝和奥飞动漫来说，这是一次充满未知的转变，但也同样充满机会，他们玩具制造商的身份将真正转向家庭娱乐消费的内容提供商。

图表 3：孩之宝公司成长历史



数据来源：国联证券研究所 公司网站

图表 4：奥飞动漫公司成长历史



数据来源: 国联证券研究所 招股说明书

四、 溢价收购仍是物有所值

高溢价并未贬损收购价值。嘉佳卡通卫视 09 年净利润-889,930.18 元, 净资产 7,665,789.53 元。奥飞动漫在此次收购中支付了 19.6 倍的溢价。虽然本次股权转让在全国广电系统尚属首例, 因此资产价格在国内行业内没有可比性。但我们仍可从两个事件对比中看到, 本次收购的高溢价并未贬损价值。

事件一: 快乐金鹰投资控股有限公司拟转让其所持有的快乐购物有限责任公司 11.76% 股权, 挂牌价 1 亿元。快乐购拥有电视、网络、型录、报纸、手机、外呼、电台共七大购物通路。快乐购物 08 年净资产 11447.29 万元, 以挂牌价计, 溢价为 7.43 倍。

作为全国五个上星动画专业频道之一, 嘉佳卡通卫视具有一定的牌照资源稀缺性, 其拥有的覆盖全国的潜力也是不可估量的, 获得更多溢价是合理的。

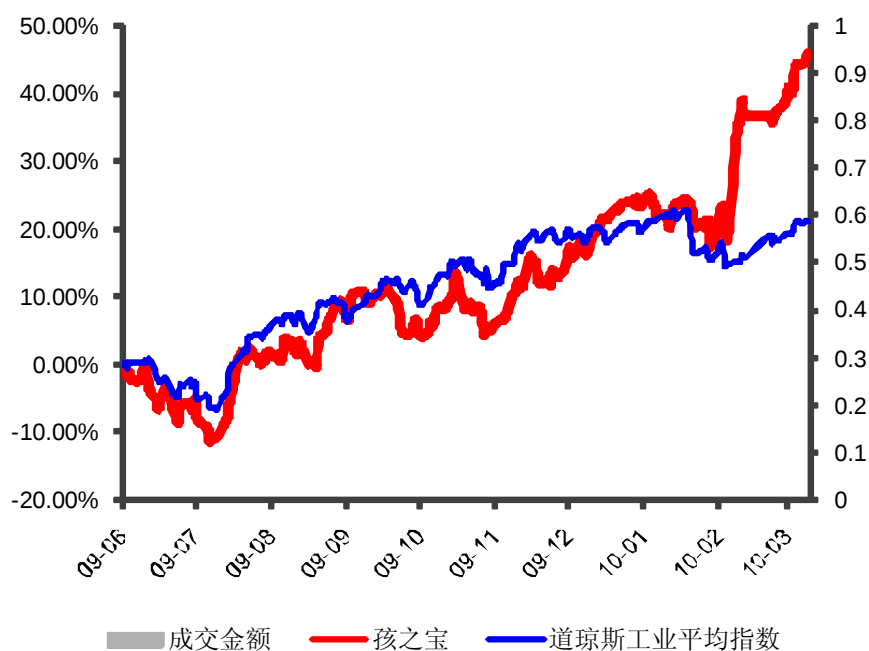
事件二: 孩之宝出资 3 亿美元收购了探索传媒公司旗下“探索儿童频道”50% 的股份。该频道拥有 6000 万家庭用户。孩之宝在收购后还并不获得绝对的控股权, 该频道资产仍并入原公司探索传媒。

对比看, 奥飞 9000 万元收购嘉佳 60% 的股权, 首先是获得了控制权。其

次，目前该频道覆盖的广东广西两地家庭户数在 3400 万左右。尽管中美两国消费能力有很大差距，但我们仍能大致看出，奥飞支付价格并不明显偏贵。

在坚定的战略指引下，孩之宝和奥飞都做出了坚决的收购行为，也许收购本身并不便宜，但重要的是，他们都因此最大限度抓住了发展的机遇，而这才是最重要的。事实上，在孩之宝公布收购之后，其走势强于道琼斯指数，这显示出市场对其行为的肯定。

图表 5：孩之宝公司近期走势



数据来源：国联证券研究所 公司网站

五、三网融合下机遇的把握

当前，传媒行业发展的大趋势和方向是三网融合。深入地看，三网融合后的广阔市场将大大有利于内容提供商。互联网、IPTV、3G 手机等平台对内容的需求大大提升。同时，网络传播内容的清理和国外版权方的知识产权要求又将导致非版权内容的大退潮，在此过程中，国内的内容提供商，尤其是动漫内容提供商将获得巨大的发展空间。

公司此时成功并购专业动漫频道，获得媒体渠道平台，是为公司打造内容创意、媒体传播、产业运作结合的新模式构建良好的基础，并且也为公司拓展更多新媒体平台资源增加了砝码。从这个角度上讲，本次收购的意义又远不止“获得传播发行渠道”这么简单。

六、 上调评级至“推荐”

收购行为短期内对业绩的正面影响很小，但对提升公司估值水平有很大作用，上调评级至“推荐”。虽然由于广东嘉佳卡通影视有限公司在 2006 年 9 月 16 日试播以来，一直在打造栏目品牌，投入大，收入少，尚处亏损状态。短期内对公司财务不会有正面影响。但正如我们之前分析的那样，此次收购是一项意义深远的战略举措，将对公司长远投资价值产生深刻影响。因此，对公司估值有较大的提升作用。

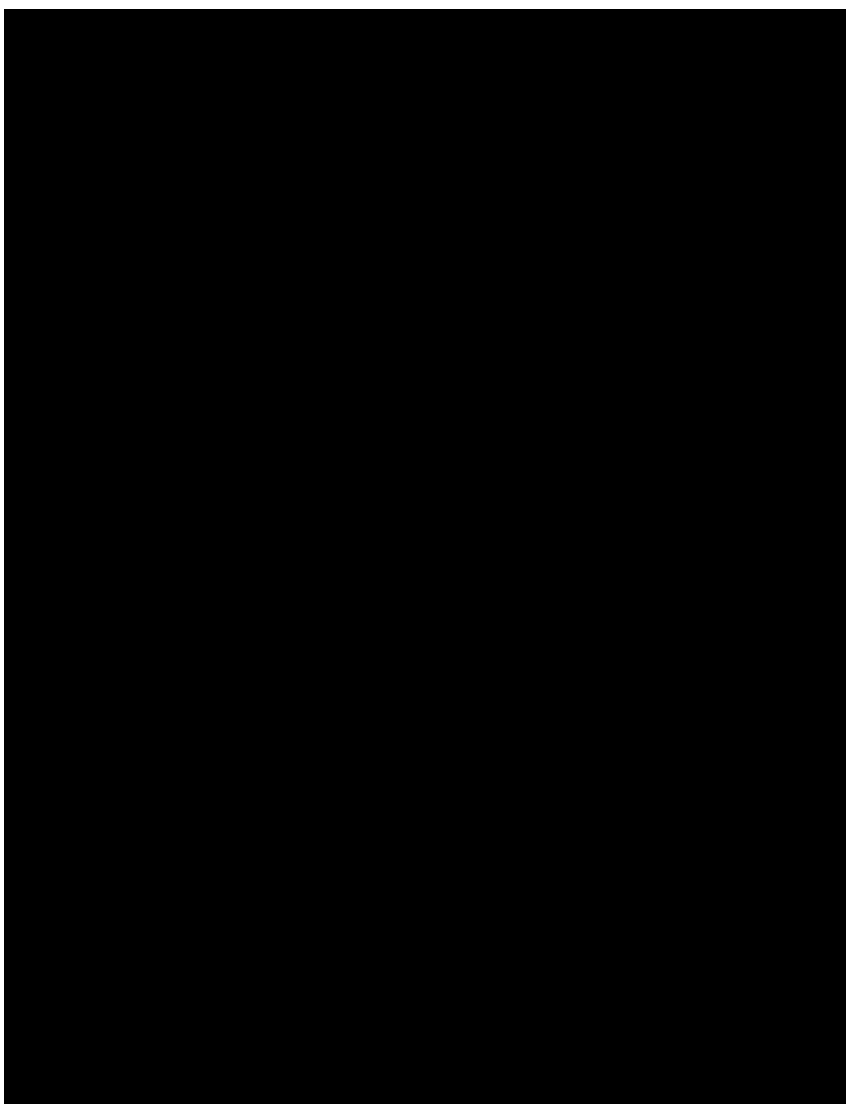
我们维持在上一篇报告中对公司业绩的预测，2010 年-2011 年每股盈利 0.93 元、1.21 元。对应当前股价 45.84 元，PE 为 49.3 倍和 37.9 倍。在收购事件前，我们对奥飞动漫的价值判断是：奥飞动漫作为中国动漫产业的代表，其商业模式不可复制优势仍非常明显，具有长期投资价值。短期看，40 元-50 元是合理的价格波动区间。

在收购事件后，我们认为，长期看奥飞动漫在巩固和提升其优势商业模式带来的投资价值；而短期看，作为 A 股唯一一家拥有卫星频道经营权的上市公司，带给资本市场的想象空间是巨大的。公司股价有望突破 40 元-50 元的波动区间，获得更高的估值水平。以 1.2-1.4 倍 PEG 计算，奥飞动漫 10 年 PE 为 55-65 倍，对应股价 50-60 元，上调评级至“推荐”。

七、 风险提示

- 1、 动漫创意产业的核心在于动漫作品的内涵价值，而一个动漫形象是否成功有很大不确定性，并不能通过事前的消费市场摸底、调研来充分把握。过去同类型动漫作品的成功也不一定能再次复制。创意的不确定性、消费者偏好的不确定性都会造成动漫公司盈利能力的波动。
- 2、 嘉佳卡通虽是上星频道，但目前仅落地广东广西。从战略发展角度，未来其必然需要进行较大投入以完成全国落地。在此过程中，奥飞动漫将面临盈利能力波动风险、盈利预测风险、经营风险、技术风险、公司治理与内部控制风险等。
- 3、 本次股权转让在全国广电系统尚属首例，资产价格在国内行业内没有可比性。因此面临在股权资产的估值风险、资产权属风险、审批风险、政策风险等。

附：奥飞动漫盈利预测



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

免责条款:

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。