

署名人: 冷星星

S0960209060284

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

奥飞动漫

002292

推荐

业绩低于预期 看好长期价值

2010 年 8 月 25 日, 奥飞动漫公布了 2010 年半年度报告。

投资要点:

- **公司业绩低于预期。**2010 年上半年公司实现营业收入 3.09 亿, 同比下滑 10.45%; 实现利润总额 5315 万元, 归属母公司净利润 4557 万元, 同比分别下滑 18.68% 和 15.62%。全面摊薄后基本每股收益 0.18 元, 业绩低于预期。
- **2010 年二季度, 公司营业收入总计 1.62 亿, 较前季度增加 1632 万, 环比增长 11.15%, 主要是由“机甲兽神”、“果宝特攻”等新产品上线带来, 基本符合我们对这两款新产品乐观的市场销售预期, 期待下半年可以表现更好。**
- **2010 年上半年公司毛利率为 38.05%, 同比来看为正常水平; 三项费用率 22.7%, 同比增长 18.98%, 主要是由于新产品上市及“铠甲勇士”电影上映等推广活动密集导致销售费用同比增加 42.55%, 而其实财务费用由于偿还了短期贷款利息减少而同比下降了 157.43%。**
- **我们认同并看好公司的商业模式和发展战略, 短期业绩波动不影响公司长期价值。**动漫行业目前正处萌芽阶段, 越来越多受到政府支持, 并在快速发生一系列变革。公司“动漫+玩具”的盈利模式符合动漫产业的未来发展趋势。我们认为, 在中国动漫业成长初期, 适时抓住机遇积极抢占资源布局未来, 尤为重要。今年, 奥飞果断出手收购嘉佳影视公司, 进一步加强公司的平台优势, 推动公司更快地向以动漫驱动的玩具经营商转型。我们相信, 公司在未来几年还将积极抢占和尝试发展更多优质平台和资源, 其长期价值将随着动漫产业链的不断成熟完善而逐步显现。
- **下调盈利预测, 维持“推荐”评级。**基于目前公司经营和产品销售情况, 我们下调 2010-2012 年 EPS 为 0.39、0.47、0.62 元, 分别下调 0.07、0.13、0.17 元。在当前股价 (28.60 元) 下, 对应 PE 分别为 74、61、46 倍, 估值不低。考虑到中国动漫产业的高成长性和政府扶持态度带来较好的行业经营环境, 同时认可奥飞的经营模式和发展战略以及适时把握机会积极布局未来的行为将推动公司在这个行业的快速前行, 维持公司“推荐”评级, 建议作为长线品种配置, 无目标价。

风险提示:

- 控股股东权利过于集中; 知识产权保护不力; 动漫影视片未达预期效果。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	591	650	780	1014
同比(%)	31%	10%	20%	30%
归属母公司净利润(百万元)	102	99	119	158
同比(%)	56%	-3%	20%	33%
毛利率(%)	37.9%	38.0%	38.0%	38.0%
ROE(%)	8.5%	7.7%	8.4%	10.1%
每股收益(元)	0.40	0.39	0.47	0.62
P/E	72	74	61	46
P/B	6	6	5	5
EV/EBITDA	56	47	36	27

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 无

当前股价: 28.60 元

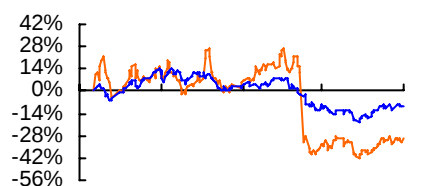
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2650.31
总股本(百万)	256
流通股本(百万)	64
流通市值(亿)	18
EPS (TTM)	
每股净资产 (元)	4.68
资产负债率	6.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
奥飞动漫	10.00	4.08	5.66
上证综合指数	3.04	-0.86	-12.30



2009/8 2009/11 2010/2 2010/5

—— 奥飞动漫 —— 上证综合指数

相关报告

《奥飞动漫-一季度业绩低于预期 不影响其长期价值》2010-4-23

《奥飞动漫-业绩符合预期 转型发展加速》2010-3-30

《奥飞动漫-动漫玩具推动收入规模增长 业绩符合预期》2009-10-22

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	1165	1360	1217	1460
流动资产	779	896	646	704
现金	146	162	195	253
应收账款	3	0	0	0
其它应收款	36	60	87	126
预付账款	201	241	289	376
存货	0	0	0	0
其他	115	379	494	483
非流动资产	0	0	0	0
长期投资	62	183	298	343
固定资产	46	45	44	42
无形资产	8	151	152	97
其他	1280	1739	1711	1943
资产总计	66	426	278	353
流动负债	20	160	0	0
短期借款	21	101	121	157
应付账款	25	165	157	195
其他	15	15	15	15
非流动负债	15	15	15	15
长期借款	0	0	0	0
其他	81	441	294	368
负债合计	6	6	6	5
少数股东权益	160	256	256	256
股本	828	732	732	732
资本公积	205	304	423	582
留存收益	1193	1292	1412	1570
归属母公司股东权益	1280	1739	1711	1943
负债和股东权益				

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	10	255	74	97
净利润	101	99	119	158
折旧摊销	12	18	36	51
财务费用	4	3	2	-1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-112	150	-94	-109
其它	5	-15	10	-2
投资活动现金流	-25	-271	-161	-40
资本支出	25	270	161	39
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-1	-1	-1
筹资活动现金流	753	132	-162	1
短期借款	-115	140	-160	0
长期借款	15	0	0	0
普通股增加	40	96	0	0
资本公积增加	828	-96	0	0
其他	-16	-8	-2	1
现金净增加额	737	117	-250	59

利润表				
会计年度	2009	2010	2011	2012
营业收入	591	650	780	1014
营业成本	367	403	484	629
营业税金及附加	7	6	8	10
营业费用	48	53	64	83
管理费用	60	65	78	101
财务费用	4	3	2	-1
资产减值损失	2	2	2	2
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	103	118	143	190
营业外收入	16	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	118	121	145	193
所得税	16	22	26	35
净利润	101	99	119	158
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	102	99	119	158
EBITDA	119	139	181	240
EPS (元)	0.64	0.39	0.47	0.62

主要财务比率				
会计年度	2009	2010	2011	2012
成长能力				
营业收入	31.0	10.0	20.0	30.0
营业利润	55.1	14.3	20.9	33.3
归属于母公司净利润	55.9	-2.6%	20.5	32.7
获利能力				
毛利率	37.9	38.0	38.0	38.0
净利率	17.2	15.2	15.3	15.6
ROE	8.5%	7.7%	8.4%	10.1
ROIC	20.1	17.6	15.2	17.7
偿债能力				
资产负债率	6.4%	25.3	17.2	18.9
净负债比率	49.19	39.72	5.11%	4.08
流动比率	17.68	3.20	4.37	4.14
速动比率	14.62	2.63	3.33	3.07
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.43	0.45	0.55
应收账款周转率	5	4	4	5
应付账款周转率	14.26	6.63	4.36	4.52
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.39	0.47	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	1.00	0.29	0.38
每股净资产(最新摊薄)	4.66	5.05	5.51	6.13
估值比率				
P/E	72.03	73.95	61.39	46.26
P/B	6.14	5.67	5.19	4.66
EV/EBITDA	56	47	36	27

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

冷星星, 现任中投证券研究所传媒行业研究员, 有证券投资咨询从业资格。英国圣安德鲁斯大学 (University of St Andrews) 硕士, 曾就职于 Morningstar Europe in London。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434