

改善渠道短板 优化大动漫产业生态系统

民生精品---点评报告/传媒行业

2011 年 5 月 30 日

一、事件概述

近期，奥飞动漫公司发布《关于与民生银行汕头分行开展交易融资合作的公告》。此次合作由民生银行汕头分行向公司提供 1 亿元人民币的综合授信额度，银行在额度内向公司所推荐的经销商进行授信，经销商通过民生银行向公司开具电子银行承兑汇票（期限三个月）用以发货，如经销商到期未付完款则由奥飞动漫公司进行差额回购。

二、分析与判断

开展交易融资合作实质是向部分优质经销商提供进货担保，意在改善渠道短板

1、公司此举是对“木桶短板”管理理论的深刻理解，即：一只木桶盛水的多少，并不取决于桶壁上最高的那块木块，而恰恰取决于桶壁上最短的那块。同时，大动漫产业生态系统的构建，必须以“合作分享、共同进化”为基础的。

2、我们认为，与国际一流动漫公司（迪斯尼、孩之宝等企业）相比，深入人心的原创动漫形象及发达的渠道销售体系是制约公司当前发展的最为重要的两块短板。而此举旨实质是向部分优质经销商提供进货担保，意在改善渠道短板。具体而言，就是帮助优质经销商（负债率低于 70%）解决资金瓶颈问题，扶植经销商发展，改善公司销售渠道的短板，有利于公司迅速扩大市场规模。

3、从财务角度来看，可减轻公司库存压力，加速资金回笼，控制呆坏账风险，进一步降低公司财务成本。

渠道体系建设与新剧播放相互匹配，动漫产业生态系统进一步得以优化

1、在此前的报告中，我们对公司全年动漫新剧播放策略进行了全面判断：（1）一季度公司主打《铠甲勇士刑天》、《火力少年王 3》真人版；（2）二季度公司主打《机甲兽神 2》、《超兽武装之仁者无敌》、《巴啦啦小魔仙之彩虹心石》；（3）三季度主打《翼飞冲天》、《火力少年王 4》（动画版）；（4）四季度主打《火力少年王 4》（真人版）、《果宝特攻 2》，同时《铠甲勇士刑天》（电影版）会形成市场预热；（5）全年辅以《幽冥归来之绝地反击》、《巴啦啦小魔仙》舞台剧进行机动巡演。

2、值得注意的是，《超兽武装之仁者无敌》是公司今年全新推出的动漫形象，目标收视人群向 16~18 岁延伸。4~5 月份，《仁者无敌》除在嘉佳卡通播出外，还在央视少儿、金鹰卡通、卡酷动漫等频道，以及优酷、土豆等视频网站播出，超炫的 3D 动画特效吸引了广大观众。奥迪双钻《超兽武装》系列——幻麟兽、龙战兽、凤羽兽等动漫玩具已经在全国开售，同名主题社区《超兽武装 OL》也实现同期上线。《超兽武装 OL》是由上海游贝公司运营的一款专为中国 6-15 岁少年儿童设计的机甲类科幻题材主题社区。“仁者无敌”相关动漫玩具及衍生产品有望成为公司业绩超预期的明星项目。

3、《超兽武装之仁者无敌》一改此前新剧播放策略，在“嘉佳卡通”频道尚未实现全国落地覆盖的情况下，采取了在央视少儿、北京卡酷等频道同步播放的策略，实现了动漫新剧及时全国落地覆盖。在此播放策略推动下，势必需要加快渠道销售体系的全国布局，以配合动漫玩具的全面销售。年初公司在“全国经销商会议”上明确提出，“渠道下沉至县，加强零售系统建设、推广样板示范”与“进一步提升媒体合作深度和广度”，从这个角度来看，我们认为，开展交易融资合作在于落实公司年初制定的工作重点，而且，渠道体系建设进度与新剧播放的节奏相互匹配，将有助于进一步优化公司持续打造的动漫产业生态系统。

三、盈利预测与投资建议

再次重申，公司打造的“跨内容跨媒体跨产业的大动漫产业生态系统”轮廓日益清晰；“嘉佳卡通”频道与奥飞“十大核心内容形象”的产业合作已显示出正向反馈效应；

强烈推荐

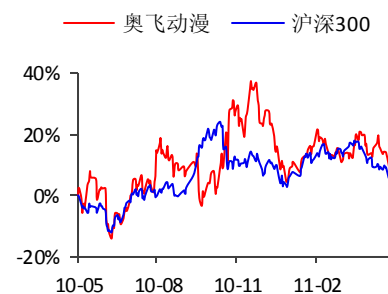
维持评级

合理估值：
30 元

交易数据 (2011-5-27)

收盘价 (元)	17.70
近 12 个月最高/最低	37.62/23.50
总股本 (百万股)	409.60
流通股本 (百万股)	102.40
流通股比例%	25.00
总市值 (亿元)	72.50
流通市值 (亿元)	18.12

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：李锋

执业证书编号：S0100210070004

联系人：郑平

电话：(8610)8512 7645

Email: zhengping@mszq.com

相关研究

- 1.《<幽冥归来之绝地反击>即将巡演》2011.04.28
- 2.《靓丽一季报确认公司业绩上行拐点》2011.04.25
- 3.《大文化、大娱乐、大动漫》2011.04.18
- 4.《增长源自学习曲线效应 期待产业合作绽放异彩》2011.04.01
- 5.《收购童装企业，完善动漫全产业链》2011.03.30

公司有望加快成为“中国儿童与家庭娱乐产品和服务产业领军者”。我们判断，随着公司产业布局逐渐完善，以及各项业务协同效应逐步释放，公司“大文化、大娱乐、大动漫”的经营脉络将为越来越多的投资者所认可。同时，我们建议对于公司的价值判断采取模糊估值方式。

按照最新股本，预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.50 元、0.68 元与 0.87 元，对应当前股价 PE 分别为 36 倍、26 倍与 20 倍。近期公司股价被动进行了回撤，股价较前期有一定下跌。我们认为，在当前股价下，公司已经兼具短期及中长期投资价值，给予公司 30 元第一目标价，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

1、短期项目业绩波动风险；2、版权保护不力风险；3、核心创意人才流失风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	903	1,291	1,653	1,994
增长率（%）	52.85%	42.91%	28.07%	20.66%
归属母公司股东净利润（百万元）	131	204	279	357
增长率（%）	28.83	55.85	36.85	27.69
每股收益（元）	0.32	0.50	0.68	0.87
PE	55.31	35.52	25.96	20.33
PB	5.24	4.17	3.60	3.06

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	903	1,291	1,653	1,994
减：营业成本	580	810	1,019	1,209
营业税金及附加	10	13	17	20
销售费用	81	110	139	166
管理费用	88	117	149	179
财务费用	(7)	(2)	(3)	(4)
资产减值损失	12	10	10	10
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	140	233	323	414
加：营业外收支净额	8	7	5	5
三、利润总额	147	240	328	419
减：所得税费用	23	38	52	66
四、净利润	124	202	277	353
归属于母公司的利润	131	204	279	357
五、基本每股收益 (元)	0.32	0.50	0.68	0.87

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	-	25.86	18.69	14.27
成长能力:				
营业收入同比	52.8%	42.9%	28.1%	20.7%
营业利润同比	35.2%	66.5%	38.8%	28.1%
净利润同比	22.4%	62.7%	36.8%	27.7%
营运能力:				
应收账款周转率	7.00	9.44	8.98	8.75
存货周转率	3.99	4.19	4.02	3.98
总资产周转率	0.63	0.75	0.83	0.84
盈利能力与收益质量:				
毛利率	35.8%	37.2%	38.4%	39.4%
净利率	14.5%	15.8%	16.9%	17.9%
总资产净利率 ROA	8.6%	11.7%	13.8%	14.9%
净资产收益率 ROE	9.6%	12.9%	14.7%	16.1%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	6.18	7.01	7.00	7.31
资产负债率	14.0%	12.8%	13.2%	13.0%
长期借款/总负债	5.3%	5.1%	4.2%	3.6%
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.50	0.68	0.87
每股经营现金流量	0.60	0.16	0.46	0.67
每股净资产	3.38	4.25	4.92	5.78

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	885	935	1,128	1,406
应收票据	0	0	0	0
应收账款	112	161	207	249
预付账款	63	90	116	140
其他应收款	2	13	17	20
存货	252	364	458	544
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,316	1,564	1,925	2,359
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	62	58	55	52
在建工程	24	32	32	32
无形资产	197	178	158	138
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	293	268	245	222
资产总计	1,609	1,832	2,170	2,581
短期借款	10	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	132	162	204	242
预收账款	32	40	51	60
其他应付款	2	1	1	1
应交税费	25	20	20	20
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	213	223	275	323
长期借款	12	12	12	12
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	12	12	12	12
负债合计	225	235	287	335
股本	256	410	410	410
资本公积	732	732	732	732
留存收益	336	540	819	1,176
少数股东权益	59	57	54	51
所有者权益合计	1,383	1,739	2,015	2,369
负债和股东权益合计	1,609	1,974	2,303	2,704

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	247	65	190	274
投资活动现金流量	(124)	(7)	0	0
筹资活动现金流量	(16)	(8)	3	4
现金及等价物净增加	106	50	193	278

资料来源：民生证券研究所

分析师与行业专家简介

李锋，研究所所长。

郑平，中国人民大学管理学博士，工信部高级工程师，4年以上通信行业研究经验，主持或参与了多项政府部院及电信运营商“三网融合”课题项目，长期跟踪行业发展动态。2010年加盟民生证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。