

广东奥飞动漫文化股份有限公司

2012 年 5.5 亿元公司债券

2014 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



广东奥飞动漫文化股份有限公司

2012 年 5.5 亿元公司债券 2014 年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：49 个月

债券剩余规模：5.5 亿元

跟踪日期：2014 年 04 月 29 日

首次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券期限：60 个月

债券规模：5.5 亿元

评级日期：2013 年 06 月 03 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对广东奥飞动漫文化股份有限公司（以下简称“奥飞动漫”或“公司”）及其 2013 年发行的 5.5 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）2014 年跟踪评级结果为：维持本期债券信用等级为 AA，维持发行主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

指标名称	2013 年	2012 年	2011 年
总资产（万元）	324,271.80	192,487.41	159,962.60
归属于母公司所有者权益（万元）	169,360.96	147,908.00	137,949.74
资产负债率	44.62%	17.92%	10.14%
有息债务（万元）	107,614.78	4,014.24	1,200.00
流动比率	2.48	4.28	7.36
速动比率	1.99	3.33	5.48
营业收入（万元）	155,301.06	129,116.49	105,678.21
利润总额（万元）	26,851.97	21,736.51	15,292.45
综合毛利率	44.15%	38.11%	36.76%
总资产回报率	11.21%	12.39%	9.60%
经营净现金流（万元）	14,840.83	24,619.59	1,295.23
EBITDA 利息保障倍数	15.44	269.78	157.33

资料来源：公司审计报告

正面：

- 跟踪期，公司收入和盈利水平保持增长态势，公司整体竞争力较强；
- “喜羊羊与灰太狼”品牌收购完成后，公司品牌优势进一步提升；
- 公司加大了移动终端领域股权收购的力度，产业链得到了进一步延伸。

关注：

- 销售渠道扁平化增加了公司费用控制压力；
- 公司收购“喜羊羊与灰太狼”品牌溢价较高，形成商誉余额较大，如该品牌后续经营不力，商誉的减值可能对公司整体业绩产生拖累，后续该品牌能否为公司带来预期收益有待观察；
- 公司加大了移动终端游戏领域股权投资力度，目前该行业竞争较为激烈，需关注其相应的整合风险及无法达到投资预期回报的风险；
- 公司婴童产品面临的竞争相对激烈，产品毛利率有所下滑；
- 公司应收账款及存货持续增长，资金运营压力有所增加；
- 公司有息债务规模大幅提升，债务压力有所加大。

分析师

姓名：贺亮明 王一峰

电话：0755-82872242

邮箱：helm@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

本期债券经中国证监会“证监许可[2012]1664号”文核准，核准规模为不超过人民币5.5亿元（含）。2013年6月7日，公司公开发行5.5亿元公司债券，发行利率为5.20%，扣除发行费用后实际募集资金净额为54,727.36 万元。

本期债券为5年期固定利率债券，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券的起息日为2013年6月7日，采用单利按年计息，不计复利，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。2014年至2018年每年的6月7日为上一个计息年度的付息日。如投资者行使回售选择权，则其回售部分债券的付息日为2014年至2016年每年的6月7日。如投资者行使回售选择权，则其回售部分债券的本金兑付日为2016年6月7日。未回售部分债券本金兑付日为2018年6月7日。

截至2014年3月31日，本期债券募集资金已全部用于补充营运资金，目前尚未开始本息支付。

二、发行主体概况

跟踪期，公司股本有所增加，公司实施了2012年度经股东大会审议的权益分派，其中以2012年12月31日公司总股本40,960万股为基数，向全体股东每10股转增5股，共计转增20,480万股，转增后公司总股本增至61,440万股。公司控股股东和实际控制人未发生变化，截至2013年末自然人蔡东青持有公司51%的股份。

跟踪期，公司主营业务未发生重大变化。公司的主营业务是动漫影视片制作、发行、授权以及动漫玩具和非动漫玩具的开发、生产与销售、媒体广告的经营。

2013年末公司报表与2012年末相比增加合并单位8家，无减少单位。

表1 2013年末新增纳入公司报表合并范围子公司情况

子公司全称	主要业务	注册资本	持股比例（%）
广州奥飞文化发展有限公司	声乐、舞蹈、语言表演、乐器、绘画的培训	500万元	100
汕头奥迪玩具有限公司	生产制造销售出口玩具	500万元	100
广东原创动力文化传播有限公司	动漫制作与发行	500万元	100

佛山原创动力文化传播有限公司	动漫制作与发行	500 万元	100
资讯港管理有限公司	版权运营	49.999 万美元	100
动漫火车香港有限公司	主要从事动画形象知识产权的授权业务	1 万港币	100
广州新原动力动漫形象管理有限公司	动漫制作与发行	150 万港币	100
Toon Express (Singapore)Pte. Ltd.	主要从事动画形象知识产权的授权业务	1 新币	100

资料来源：公司审计报告

三、经营与竞争

2013 年公司实现主营业务收入 155,226.16 万元，同比增长 20.25%，各类业务收入均保持增长态势。由于规模效应以及销售渠道的扁平化，除婴童用品类业务毛利率稍下滑外，2013 年公司其他主要业务毛利率有所提升，婴童用品毛利率稍下滑主要受该行业竞争较为激烈因素影响。

表 2 2012-2013 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
动漫影视类	21,700.95	58.25%	15,692.33	55.31%
动漫玩具类	86,129.67	44.88%	73,480.32	37.18%
非动漫玩具类	32,596.96	38.91%	28,090.88	33.07%
电视媒体类	4,300.69	7.77%	3,344.53	5.83%
婴童用品类	10,466.11	40.04%	8,483.02	43.58%
表演类	31.78	-74.25%	0.00	-
合计	155,226.16	44.12%	129,091.07	38.10%

资料来源：公司审计报告

跟踪期，“喜羊羊与灰太狼”品牌收购完成后，公司品牌优势进一步提升，动漫影视业务保持稳定增长

公司动漫影视业务运作模式是：

第一步，通过自主、委托或者合作方式制作动漫影视片；

第二步，动漫影视片的播出和动漫形象的推广；

第三步，授权客户生产的商品采用公司动漫影视作品中的形象、品牌，公司按商品销售额的一定比例收取形象授权费。目前公司动漫影视类收入主要来源于授权费收入。

跟踪期，公司完成了资讯港管理有限公司 100% 股权的收购（总投资额为 53,502.31 万元），该公司拥有“喜洋洋与灰太狼”品牌的独家市场运营权。中国原创第一品牌“喜羊羊与灰太狼”的加入进一步丰富了公司的动漫品牌阵营，目前公司主要动漫品牌包括：“铠甲勇士”、“火力少年王”、“果宝特工”、“凯能机战”、“战风飓魂”等以男孩为主要受众的动漫形象；“巴啦啦小魔仙”等针对女孩的动漫形象，以及针对全年龄段青少年的“喜羊羊与灰太狼”、“开心宝贝”等动漫形象。目前公司动漫品牌在数量、知名度等方面均排名国内前列。

2013 年公司新制作完成了动漫影视片 7 部，节目总时长 7,186 分钟，其中巴啦啦小魔仙电影 1 是公司涉足电影专业化发行的尝试，电影业务板块是公司未来大娱乐板块当中的重要组成部分。

表 3 2013 年公司新制作完成的主要动漫影视片作品

序号	名称	拍摄方式	集数	启动时间	完工时间	节目时长 (分钟)
1	铠甲拿瓦	合作制作	24 分钟*52 集	2012 年 8 月	2013 年 9 月	1,248
2	巴啦啦小魔仙之奇迹舞步	委托制作	24 分钟*52 集	2012 年 12 月	2013 年 3 月	1,248
3	超限猎兵凯能	合作制作	22 分钟*52 集	2012 年 2 月	2013 年 7 月	1,144
4	神魄	委托制作	24 分钟*52 集	2012 年 7 月	2013 年 7 月	1,248
5	武战道	合作制作	24 分钟*52 集	2012 年 2 月	2013 年 8 月	1,248
6	手指滑板	委托制作	24 分钟*40 集	2012 年 2 月	2013 年 3 月	960
7	巴啦啦小魔仙电影 1	委托制作	90 分钟*1 集	2012 年 2 月	2013 年 1 月	90
总计	-	-	-	-	-	7,186

资料来源：公司提供

截至 2013 年末公司正在制作的动漫影视作品共 7 部，总时长 6,902 分钟。跟踪期，公司动漫影视作品制作稳步推进。公司 2010 年投资收购了嘉佳卡通频道的运营公司 60% 股权、2012 年参股“爱看动漫”，其于 2013 年进入未来电视等互联网电视渠道，成为公司独有的媒介资源。同时，经过多年稳定的营运，公司与国内众多电视台建立了良好的合作关系。丰富的播放渠道资源为公司动漫形象的持续推广提供了良好保障。

表 4 截至 2013 年底公司正在制作的主要动漫影视片作品

名称	拍摄方式	动漫影视片形式	集数	总时长 (分钟)
影视片 1	合作制作	三维、二维	24 分钟*52 集	1,248
影视片 2	合作制作	真人特摄片	24 分钟*52 集	1,248
影视片 3	委托制作	三维、二维	24 分钟*40 集	960

影视片 4	合作制作	真人特摄片	24 分钟*50 集	1,200
影视片 5	委托制作	三维、二维	23 分钟*52 集	1,196
影视片 6	委托制作	三维、二维	24 分钟*40 集	960
影视片 7	委托制作	三维、二维	90分钟*1集	90
合计	-	-	-	6,902

资料来源：公司提供

2013 年公司动漫影视类收入 21,700.95 万元，同比增长 38.29%。整体而言，跟踪期，公司动漫影视业务发展较为稳定，随着“喜羊羊与灰太狼”品牌收购完成后，公司品牌优势进一步提升。但值得关注的是，公司收购该品牌溢价较高，形成商誉 45,697.16 万元，该品牌的后续经营能否为公司带来预期收益有待观察。

跟踪期，公司加大了移动终端领域股权收购的力度，产业链得到了进一步延伸；但需关注其相应的整合风险及无法达到投资预期回报的风险

基于移动终端的迅猛发展，2013 年公司拟以发行股份及现金支付相结合方式收购北京爱乐游信息技术有限公司（以下简称“爱乐游”，交易价格为 32,500 万元）100%的股权和上海方寸信息科技有限公司（以下简称“方寸科技”，交易价格为 36,700 万元）100%的股权。方寸科技、爱乐游均是移动游戏行业内知名的游戏产品开发商。截至报告出具日，公司拟发行股份及现金支付相结合收购方寸科技、爱乐游的股权的发行方案通过中国证监会审核，但尚未完成资产过户等工商变更手续。公司已分别与爱乐游、方寸科技原股东签订了《盈利补偿协议》，如爱乐游、方寸科技未来几年未达到业绩承诺，将由其原股东作出相应补偿（补偿方案详见公司相应公告）。

2014 年 4 月，公司及子公司奥飞动漫文化（香港）有限公司（以下简称“奥飞香港”）以合计人民币 11,800 万元受让广州市三乐信息科技有限公司（以下简称“三乐公司”）40%股权和 Waystar Success Holding Limited（以下简称“Waystar 公司”）40%股权。三乐公司主要从事大型客户端网络游戏的开发、制作和发行，Waystar 公司则主要代理三乐公司游戏在海外的发行和销售。

此外，跟踪期，公司还控股或参股了广州叶游信息技术有限公司、上海哈邻网络科技有限公司、LAKOO LIMITED、北京魔屏科技有限公司等多家手机游戏及手机漫画公司。

上述股权的收购，是公司贯彻以动漫品牌和卡通形象为核心、拓展移动互联网娱乐业务、完善公司在泛娱乐产业战略布局的重要举措。

通过上述股权的收购，有利于公司迅速介入移动终端动漫、游戏领域，延伸公司产业链，未来有望进一步提升公司整体竞争力。

但也应该关注到，上述股权收购投资规模大，目前国内移动终端游戏行业竞争较为激烈，而公司进入移动终端游戏、动漫领域时间较短，经验相对欠缺，未来能否有效整合上述公司存在不确定性，其未来能否实现预期投资收益有待观察。

跟踪期，公司对玩具渠道进行了较大力度的改革，进一步推进销售渠道的扁平化建设，有效促进了动漫玩具、非动漫玩具销售规模的增长，但也使公司费用控制以及营运资金压力有所增加

跟踪期，为适应国内网络销售市场规模快速扩张的形势，公司对玩具价值链渠道管理进行了大的组织变革，分成流通部、零售部、电商事业部，其中流通部负责批发渠道（又区分潮流产品和长线产品）的管理，零售部负责商超等零售渠道的管理，而电商事业部则主要负责网络销售渠道的管理。组织架构的调整，有利于公司针对不同渠道的特点，制定及有效实施相应的营销策略。

此外，为了贴近市场终端，及时掌握消费者偏好变化情况，促进产品销售，跟踪期公司进一步推进销售渠道扁平化的建设，增加零售经销商的比重，从而削弱公司对大经销商的依赖程度。截至 2013 年末，公司销售渠道包括了近 400 家线下玩具经销商、约 35 家网络玩具经销商、2 家网络玩具直营店，覆盖了全国近两万个市场终端及所有大型网络销售平台。

受益于公司品牌知名度提升、渠道扁平化建设继续推进等因素，2013 年公司动漫玩具、非动漫玩具销售收入保持增长态势。2013 年公司动漫玩具、非动漫玩具分别实现销售收入 86,129.67 万元、32,596.96 万元，分别同比增长 17.21%、16.04%。随着公司衍生产品生产基地工程的逐步投产，公司玩具产能将得到进一步提升，能为公司后续业绩的增长提供良好的保障。

2013 年公司动漫产品自主创作比重进一步提升，达到 99.82%。

表 5 2012-2013 年公司动漫玩具按产品线分类收入情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	收入	占比	收入	占比
自主创作	85,975.65	99.82%	72,334.60	98.44%
外部授权	153.79	0.18%	1,069.76	1.46%
外部采购	0.23	0.00%	75.96	0.10%
动漫玩具合计	86,129.67	100.00%	73,480.32	100.00%

资料来源：公司提供

公司非动漫玩具主要包括婴幼儿玩具、遥控车和飞机类等。2013 年收入增长主要来源于婴幼儿玩具。

表 6 2012-2013 年公司非动漫玩具收入情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	收入	占比	收入	占比
婴幼儿玩具	22,127.85	67.88%	16,474.34	58.65%
遥控车	7,442.42	22.83%	7,247.42	25.80%
飞机类	2,210.40	6.78%	3,329.05	11.85%
其他	816.28	2.50%	1,040.07	3.70%
非动漫玩具合计	32,596.96	100.00%	28,090.88	100.00%

资料来源：公司提供

得益于动漫影视与玩具相结合的模式，公司动漫玩具销售情况良好，毛利率一直保持在较高水平；而公司非动漫玩具大部分均为自有品牌，且像“澳贝”、“奥迪”等品牌在业界知名度较高，因此非动漫玩具毛利率也较高。尤其近年持续推动销售渠道扁平化后，公司产品定价权有所提升，2013 年动漫、非动漫玩具毛利均有所增加。

但也应该关注到，营销管理组织架构调整后，各条线需要单独备货，因此 2013 年公司库存有所增加，资金运营压力有所加大；同时公司销售渠道扁平化后导致销售费用、管理费用等期间费用率提升，公司期间费用控制压力有所加大。

公司婴童产品面临的竞争相对激烈，产品毛利率有所下滑

公司婴童产品收入主要来源于子公司广州市执诚服饰有限公司的棉品系列产品以及上海乐客友联童鞋有限公司的童鞋系列产品。

公司婴童产品市场竞争较为激烈，此外，2013 年公司婴童产品加大了库存的消化，价格方面难有提升，而近年原材料、人工等成本持续增长，导致 2013 年公司婴童产品毛利率相比 2012 年有所下滑。

对于婴童产品业务的发展，公司未来可能借鉴玩具与动漫相结合的成功模式。

四、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2012-2013 年度审计报告，公司审计报告均按照新会计准则编制。

财务分析

跟踪期，公司总资产规模快速增长，收入和利润水平保持稳定增长；经营活动现金生成能力有所提升，但应收账款及存货占用资金增加，经营活动净现金流表现有所下滑；有息债务规模大幅提升，债务压力有所加大

2013 年末公司总资产为 324,271.80 万元，同比增长 68.46%，其中货币资金、应收账款、存货、固定资产及商誉保持增长。

2013 年末公司货币资金同比增长 105.17%，主要原因是短期借款增加、本期债券成功发行以及经营的积累。2013 年末公司应收账款同比增长 64.43%，增长的原因包括业务规模的扩大、账期有所延长以及合并范围增加。2013 年末应收账款账龄相比 2012 年末有所延长，期末公司对应收账款已计提了 1,402.13 万元坏账准备。2013 年末存货余额同比增长 40.56%，增长的原因包括：（1）销售渠道线下渠道扁平化，零售备货增加，同时电商渠道库存增加；（2）销售规模扩大，产品线增加；（3）产能调配，长线产品备货增加，比如澳贝、铠甲等；（4）2014 年新产品备货增加。整体看，2013 年末应收账款和存货余额增长幅度较大，对资金占用增加，给公司资金运营带来一定的压力。

2013 年公司固定资产同比增长 242.85%，主要原因是公司衍生产品生产基地工程完工结转由在建工程转入所致。2013 年末公司商誉余额 49,025.40 万元，新增部分主要是公司收购资讯港管理有限公司（账面余额 45,697.16 万元）形成，后续如该公司运营不力，商誉相应存在减值风险。

表 7 公司近年主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比例	金额	比例
货币资金	128,911.61	39.75%	62,830.71	32.64%
应收账款	32,424.27	10.00%	19,718.81	10.24%
预付款项	9,936.35	3.06%	13,913.96	7.23%
存货	44,299.75	13.66%	31,517.30	16.37%
流动资产合计	221,476.99	68.30%	141,921.95	73.73%
长期股权投资	5,779.49	1.78%	3,741.37	1.94%
固定资产	25,423.03	7.84%	7,415.23	3.85%
在建工程	91.31	0.03%	14,206.28	7.38%
无形资产	20,806.01	6.42%	21,350.42	11.09%
商誉	49,025.40	15.12%	2,970.70	1.54%
非流动资产合计	102,794.81	31.70%	50,565.46	26.27%
资产总计	324,271.80	100.00%	192,487.41	100.00%

资料来源：公司审计报告

2013 年公司各项业务收入保持稳定增长，全年实现营业收入 155,301.06 万元，同比增长 20.28%。2013 年公司综合毛利率达到 44.15%，比上年增加 6.04 个百分点，重要原因是 2013 年公司销售渠道进一步扁平化，产品销售价格有所提升。但渠道扁平化、业务扩张导致销售费用、管理费用等期间费用增加，2013 年期间费用率达到了 26.31%，比上年增加 6.27 个百分点。受益于收入增长，2013 年公司实现净利润 23,341.47 万元，同比增长 24.69%。

表8 近年公司主要盈利指标

项目	2013 年	2012 年
营业收入（万元）	155,301.06	129,116.49
营业利润（万元）	26,160.68	20,631.15
营业外收入（万元）	1,064.45	1,359.43
利润总额（万元）	26,851.97	21,736.51
净利润（万元）	23,341.47	18,720.11
综合毛利率	44.15%	38.11%
期间费用率	26.31%	20.04%
总资产回报率	11.21%	12.39%

资料来源：公司审计报告

随着盈利水平的提升，2013 年公司现金生成能力有所提升，达到 29,701.24 万元。但由于库存占用资金增加，导致经营活动净现金流表现有所下滑。

近年公司投资活动资金流出规模较大，投资活动现金流入主要是 2013 年公司理财产品投资到期收回成本所致，投资活动现金流出主要是购买理财产品、收购资讯港管理有限公司股权以及成立子公司。

2013 年公司筹资活动现金流入规模较大，主要是银行借款增加以及本期债券的成功发行。

表9 近年公司现金流主要指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
净利润	23,341.47	18,720.11
非付现费用	3,865.12	3,134.00
非经营损益	2,494.65	424.70
FFO	29,701.24	22,278.81
营运资本变化	-14,860.41	2,340.76
其中：存货减少（减：增加）	-11,378.85	-922.55
经营性应收项目的减少（减：增加）	-1,368.17	-7,014.08
经营性应付项目增加（减：减少）	-2,113.39	10,277.39
经营活动产生的现金流量净额	14,840.83	24,619.59

投资活动产生的现金流量净额	-47,896.88	-20,138.51
筹资活动产生的现金流量净额	47,899.79	-6,679.77
现金及现金等价物净增加额	14,281.88	-2,224.10

资料来源：公司审计报告

2013 年末公司债务总额达到 144,686.99 万元，同比增长 319.51%，债务增长主要来源于短期借款及应付债券。

表 10 近年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	51,669.68	35.71%	2,000.00	5.80%
应付账款	21,688.55	14.99%	20,014.27	58.03%
预收款项	3,454.59	2.39%	3,761.52	10.91%
其他应付款	2,617.69	1.81%	1,155.27	3.35%
流动负债合计	89,253.17	61.69%	33,140.18	96.09%
长期借款	657.50	0.45%	1,315.00	3.81%
应付债券	54,756.99	37.85%	0.00	0.00%
非流动负债合计	55,433.82	38.31%	1,349.44	3.91%
负债合计	144,686.99	100.00%	34,489.62	100.00%

资料来源：公司审计报告

2013 年末公司有息债务规模大幅增长，达到 107,614.78 万元。

表 11 近年公司有息债务情况

项目	2013 年	2012 年
有息债务（万元）	107,614.78	4,014.24

资料来源：公司审计报告

由于债务规模的大幅增加，2013 年末公司资产负债率达到 44.62%，从流动比率、速动比率、EBITDA 利息保障倍数看，公司偿债能力指标表现有所下降。

整体而言，跟踪期，公司债务规模大幅增长，偿债压力有所加大。

表 12 近年公司主要偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	44.62%	17.92%
流动比率	2.48	4.28
速动比率	1.99	3.33
EBITDA（万元）	32,679.53	24,478.22
EBITDA 利息保障倍数	15.44	269.78

资料来源：公司审计报告

五、评级结论

跟踪期,公司收入和盈利水平保持增长态势,公司整体竞争力较强;“喜羊羊与灰太狼”品牌收购完成后,公司品牌优势进一步提升;公司加大了移动终端领域股权收购的力度,产业链得到了进一步延伸。

但我们也关注到,销售渠道扁平化增加了公司费用控制压力;公司收购“喜羊羊与灰太狼”品牌溢价较高,形成商誉余额较大,如该品牌后续经营不力,商誉的减值可能对公司整体业绩产生拖累,后续该品牌能否为公司带来预期收益有待观察;公司加大了移动终端游戏领域股权投资力度,目前国内该行业竞争较为激烈,需关注其相应的整合风险及无法达到投资预期回报的风险;公司婴童产品面临的竞争相对激烈,产品毛利率有所下滑;公司应收账款及存货持续增长,资金运营压力有所增加;公司有息债务规模大幅提升,债务压力有所加大。

基于以上情况,鹏元维持公司主体长期信用等级为AA和本期债券信用等级为AA,评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	128,911.61	62,830.71	64,054.81
交易性金融资产	8.82	10,504.77	0.00
应收票据	0.00	80.00	50.00
应收账款	32,424.27	19,718.81	14,732.17
预付款项	9,936.35	13,913.96	6,185.28
应收利息	721.26	211.58	122.91
其他应收款	4,334.49	3,052.60	3,399.59
存货	44,299.75	31,517.30	30,456.66
其他流动资产	840.44	92.22	0.00
流动资产合计	221,476.99	141,921.95	119,001.42
长期股权投资	5,779.49	3,741.37	3,311.75
固定资产	25,423.03	7,415.23	6,179.24
在建工程	91.31	14,206.28	10,722.17
无形资产	20,806.01	21,350.42	19,170.35
商誉	49,025.40	2,970.70	657.52
长期待摊费用	1,017.84	509.73	657.92
递延所得税资产	651.73	371.73	262.24
非流动资产合计	102,794.81	50,565.46	40,961.19
资产总计	324,271.80	192,487.41	159,962.60
短期借款	51,669.68	2,000.00	0.00
应付票据	136.11	699.24	0.00
应付账款	21,688.55	20,014.27	10,127.59
预收款项	3,454.59	3,761.52	1,586.95
应付职工薪酬	2,746.39	2,193.35	960.90
应交税费	4,426.36	3,314.08	1,822.74
应付利息	1,798.52	2.47	0.00
应付股利	99.78	0.00	0.00
其他应付款	2,617.69	1,155.27	471.37
一年内到期的非流动负债	394.50	0.00	1,200.00
其他流动负债	221.00	0.00	0.00
流动负债合计	89,253.17	33,140.18	16,169.54
长期借款	657.50	1,315.00	0.00
应付债券	54,756.99	0.00	0.00
递延所得税负债	1.32	0.63	0.00

其他非流动负债	18.00	33.81	50.71
非流动负债合计	55,433.82	1,349.44	50.71
负 债 合 计	144,686.99	34,489.62	16,220.25
实收资本	61,440.00	40,960.00	40,960.00
资本公积	37,393.70	57,873.70	57,873.70
盈余公积	8,079.53	6,338.57	4,993.55
未分配利润	62,035.12	42,740.77	34,139.36
外币报表折算差额	412.60	-5.03	-16.87
归属于母公司所有者权益合计	169,360.96	147,908.00	137,949.74
少数股东权益	10,223.85	10,089.79	5,792.61
所有者权益合计	179,584.81	157,997.79	143,742.35
负债和所有者权益总计	324,271.80	192,487.41	159,962.60

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	155,301.06	129,116.49	105,678.21
其中：营业收入	155,301.06	129,116.49	105,678.21
二、营业总成本	129,169.78	108,039.72	91,318.09
其中：营业成本	86,741.54	79,911.58	66,828.95
营业税金及附加	1,411.54	1,773.99	1,490.24
销售费用	19,859.37	12,603.66	11,139.70
管理费用	20,003.24	14,270.14	12,227.28
财务费用	999.73	-1,002.66	-1,136.31
资产减值损失	1,411.54	1,411.54	768.22
加：公允价值变动损益（损失以“-”号填列）	4.05	4.77	0.00
投资净收益（损失以“-”号填列）	25.35	-450.38	-33.93
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-751.54	-450.38	-88.25
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	26,160.68	20,631.15	14,326.19
加：营业外收入	1,064.45	1,359.43	1,591.28
减：营业外支出	373.16	254.07	625.02
其中：非流动资产处置损失	12.64	2.55	0.96
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	26,851.97	21,736.51	15,292.45
减：所得税费用	3,510.50	3,016.39	2,213.31
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	23,341.47	18,720.11	13,079.14
减：少数股东损益	258.15	581.69	-139.90
归属于母公司所有者的净利润	23,083.32	18,138.42	13,219.04

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
销售商品、提供劳务收到的现金	164,390.46	142,814.94	112,769.80
收到的税费返还	392.18	327.88	267.80
收到其他与经营活动有关的现金	2,863.39	2,508.41	3,488.99
经营活动现金流入小计	167,646.03	145,651.23	116,526.59
购买商品、接受劳务支付的现金	90,508.89	81,545.93	78,717.56
支付给职工以及为职工支付的现金	26,327.46	16,714.55	14,232.14
支付的各项税费	12,367.38	9,642.93	8,064.34
支付其他与经营活动有关的现金	23,601.47	13,128.24	14,217.30
经营活动现金流出小计	152,805.20	121,031.65	115,231.35
经营活动产生的现金流量净额	14,840.83	24,619.59	1,295.23
收回投资收到的现金	67,076.44	0.00	14,700.00
取得投资收益收到的现金	784.64	0.00	54.08
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	25.26	197.40	189.20
投资活动现金流入小计	67,886.34	197.40	14,943.28
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5,495.93	7,356.86	9,919.42
投资支付的现金	59,442.81	11,380.00	18,100.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	50,844.48	1,599.04	541.74
投资活动现金流出小计	115,783.22	20,335.91	28,561.16
投资活动产生的现金流量净额	-47,896.88	-20,138.51	-13,617.89
吸收投资收到的现金	0.00	527.13	0.00
取得借款收到的现金	52,461.50	3,315.00	0.00
发行债券收到的现金	55,000.00	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	1,000.00	207.19	0.00
筹资活动现金流入小计	108,461.50	4,049.31	0.00
偿还债务支付的现金	2,263.00	1,200.00	1,300.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,365.29	8,270.27	7,792.97
支付其他与筹资活动有关的现金	55,933.42	1,258.82	3,000.00
筹资活动现金流出小计	60,561.71	10,729.09	12,092.97
筹资活动产生的现金流量净额	47,899.79	-6,679.77	-12,092.97
汇率变动对现金的影响	-561.86	-25.41	-16.35
现金及现金等价物净增加额	14,281.88	-2,224.10	-24,431.98

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	23,341.47	18,720.11	13,079.14
加：资产减值准备	154.36	483.02	768.22
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,875.38	1,102.53	1,063.04
无形资产摊销	1,196.90	1,080.86	737.45
长期待摊费用摊销	638.48	467.59	337.79
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失收益以“-”号填列)	12.59	1.90	-6.96
公允价值变动损失（收益以“-”号填列)	-4.05	-4.77	
财务费用（收益以“-”号填列)	2,547.53	76.50	368.15
投资损失（收益以“-”号填列)	-25.35	450.38	33.93
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列)	-36.76	-99.94	-15.68
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列)	0.69	0.63	0.00
存货的减少（增加以“-”号填列)	-11,378.85	-922.55	-5,244.66
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列)	-1,368.17	-7,014.08	-10,160.33
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列)	-2,113.39	10,277.39	335.15
经营活动产生的现金流量净额	14,840.83	24,619.59	1,295.23

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
现金流	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入净额}$
	FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营收益}$
	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度,本评级机构在初次评级结束后,将在本期债券存续期间对发行主体开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中,本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次,在受评债券存续期内发行主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。届时,发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料,本评级机构将依据发行主体信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起,当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时,发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息,在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析,并决定是否调整发行主体信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料,本评级机构有权根据发行主体公开信息进行分析并调整信用等级,必要时,可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站(www.pyrating.cn)公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。