



买入

89% ↑

目标价格:人民币 22.00

300459.CH

价格:人民币 11.63

目标价格基础: 47 倍 18 年市盈率

板块评级: 未有评级

金科文化

重大资产重组事项无条件审核通过, 文化产业战略框架初步成型

公司于11月16日发布公告: 经中国证监会并购重组委员会审核, 公司发行股份购买资产并募集配套资金事项获得无条件通过。公司于8月下旬发布重大资产重组报告书, 以发行股份方式购买杭州逗宝和上虞码牛100%股权, 间接收购 Outfit7 56%股权, 发行股份 3.9 亿股, 交易对价合计 42 亿人民币; 同时本次交易拟募集资金不超过 3.1 亿元。本次发行价格为 10.77 元/股, 业绩承诺 2017-2019 年实现扣除非经常损益后净利润分别不低于 7,809.04 万、9,286.68 万和 1.1 亿欧元。Outfit7 是一家集大数据广告分发与互联网儿童早期教育于一体的世界知名移动应用开发商和发行商, 主要运营《我的汤姆猫》、《我的安吉拉》及《汤姆猫跑酷》等移动应用产品。

支撑评级的要点

- 公司原有化工业务保持稳定发展。自 2014 年以来, 公司原有化工业务始终保持稳健发展态势, 作为国内 SPC 产品龙头企业, 出口总量常年位居行业第一, 已纳入各大国际日化品厂商采购体系, 是公司稳定的现金流来源之一, 为公司文娱产业发展提供良好现金流支持。
- 收购杭州哲信, 建立泛娱乐大数据平台。2014 年以来, 国内移动游戏行业已连续三年保持 80% 的市场增速, 未来三年仍将保持 20% 以上的市场增长率, 广阔的市场空间给了中小游戏厂商发展机会。哲信作为移动游戏发行商, 在产业链中担任承上启下作用, 为中小游戏厂商对接流量资源, 有着较强的议价能力。同时公司通过哲信数据平台储备 IP 版权, 为泛娱乐转型奠定基础。
- 拥抱“汤姆猫”, 提升互联网数字文化内容制作。公司此次与 Outfit7 的重大资产重组将极大提升公司在移动互联网数字文化领域的内容制作能力。Outfit7 主打的“汤姆猫”系列应用产品在全球拥有超过 3 亿的月活跃用户, 累计下载量超过 60 亿次。“汤姆猫”系列作为儿童早教类移动应用, 无论在儿童早教领域或是移动互联网广告领域都极具发展潜力。公司将通过与 Outfit7 的合作, 将聚焦优质 IP 资源, 打通线上线下运营模式, 形成移动应用开发与运营、大数据流量变现、儿童教育、衍生品开发、汤姆猫智慧乐园建设等 IP 资源的全方位商业变现。

评级面临的主要风险

- 重组标的业绩不达预期, 文化产业政策出现重大变更。

估值

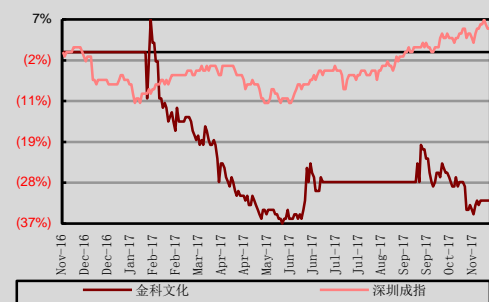
- 预计公司 2017-2019 年实现每股收益 0.22、0.48 和 0.57 元, 对应当前市盈率约为 58、26 和 22 倍, 维持公司买入评级, 目标价格 22.00 元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	506	895	1,283	2,581	3,090
变动(%)	6	77	43	101	20
净利润(人民币 百万)	48	205	343	937	1,128
全面摊薄每股收益(人民币)	0.183	0.130	0.217	0.476	0.573
变动(%)	(59.8)	(29.1)	67.4	119.2	20.4
全面摊薄市盈率(倍)	63.6	89.7	53.6	24.4	20.3
价格/每股现金流量(倍)	24.0	54.5	38.9	31.8	12.0
每股现金流量(人民币)	0.48	0.21	0.30	0.37	0.97
企业价值/息税折旧前利润(倍)	188.9	60.3	39.4	12.1	9.1
每股股息(人民币)	0.080	0.030	0.022	0.048	0.057
股息率(%)	0.7	0.3	0.2	0.4	0.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(32.2)	(7.8)	(6.2)	(32.2)
相对深证成指	(44.7)	(10.1)	(15.1)	(37.4)

发行股数(百万)	1,581
流通股(%)	33
流通股市值(人民币 百万)	6,042
3 个月日均交易额(人民币 百万)	155
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
王健	18

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 11 月 16 日收市价为标准

相关研究报告

《金科文化——拥抱“汤姆猫”, 做互联网文化产业先锋军》

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

刘昊涯

(8621)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080006

正文

事件:

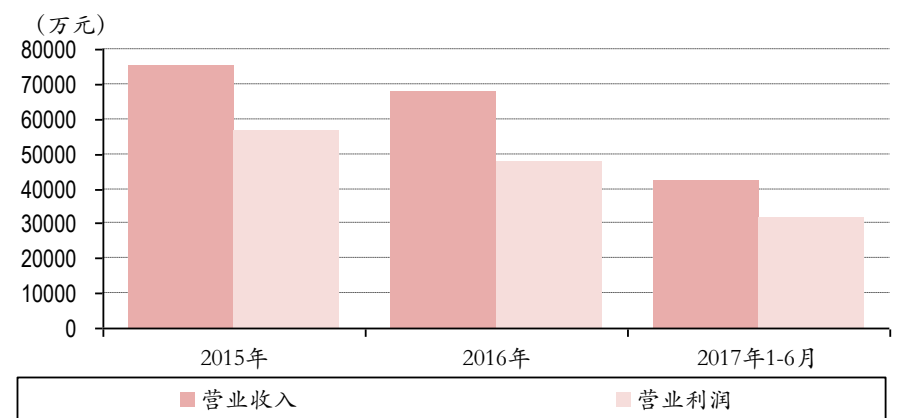
公司于11月16日发布公告:经中国证监会并购重组委员会审核,公司发行股份购买资产并募集配套资金事项获得无条件通过。公司于8月下旬发布重大资产重组报告书,以发行股份方式购买杭州逗宝和上虞码牛100%股权,间接收购Outfit7 56%股权,发行股份3.9亿股,交易对价合计42亿人民币;同时本次交易拟募集资金不超过3.1亿元。本次发行价格为10.77元/股,业绩承诺2017-2019年实现扣除非经常损益后净利润分别不低于7,809.04万、9,286.68万和1.1亿欧元。Outfit7是一家集大数据广告分发与互联网儿童早期教育于一体的世界知名移动应用开发商和发行商,主要运营《我的汤姆猫》、《我的安吉拉》及《汤姆猫跑酷》等移动应用产品。

点评:

1.A股传媒板块首次引入世界级知名互联网内容标的。此次金科文化收购“汤姆猫”的顺利过会,是A股文化传媒上市公司首次将世界级知名互联网IP纳入上市公司体内,意义深远,标志着中国传媒上市公司和国际化内容制作公司的成功对接。

2.Outfit7具有非常好的盈利能力。数据显示,“汤姆猫”系列应用自2010年上线以来,全球累计下载量超过60亿次,2017年最新月活跃人数接近2亿(去重);2017年1-6月Outfit7营业收入4.24亿元,归属于母公司股东净利润3.05亿元,2015年-2017年1-6月年毛利率均在99%左右,显示出良好的盈利能力。

图表 1. 2015-2017 年 1-6 月 Outfit7 营业收入及营业利润表现情况



资料来源:公司公告,中银证券

图表 2. 2015-2017 年 1-6 月 Outfit7 毛利率及期间费用占比情况

项目	2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度
毛利率(%)	98.98	99.21	98.38
销售费用占营业收入比例(%)	5.49	7.90	2.06
管理费用占营业收入比例(%)	14.42	19.01	23.48
财务费用占营业收入比例(%)	4.26	1.20	(2.68)
合计(%)	24.17	28.10	22.86

资料来源：公司公告，中银证券

3. 公司文化产业发展框架初步成型。公司发展文化产业既需要支持庞大流量和对接产业链上下游的平台，也需要拥有自主造血能力的优质内容 IP 为平台提供流量支持。公司于 2016 年成功收购杭州哲信，建立了移动互联网产品大数据分发平台，此次收购 Outfit7 成功将使公司拥有优秀的互联网内容制作能力，公司的互联网文化产业布局将全面开启。

盈利预测：

未来公司将与 Outfit7 合作，聚焦优质 IP 资源，打通线上线下运营模式，形成移动应用开发与运营、大数据流量变现、儿童教育、衍生品开发、汤姆猫智慧乐园等 IP 资源的全方位商业变现。我们预计公司 2017-2019 年实现每股收益 0.22、0.48 和 0.57 元，维持公司**买入**评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	506	895	1,283	2,581	3,090
销售成本	(383)	(526)	(717)	(859)	(1,012)
经营费用	(27)	(84)	(125)	(260)	(316)
息税折旧前利润	96	284	441	1,462	1,761
折旧及摊销	(35)	(46)	(75)	(89)	(101)
经营利润(息税前利润)	61	238	366	1,373	1,659
净利息收入/(费用)	3	12	3	(3)	1
其他收益/(损失)	2	3	53	53	53
税前利润	65	252	422	1,423	1,714
所得税	(10)	(33)	(55)	(186)	(224)
少数股东权益	(7)	(14)	(24)	(301)	(362)
净利润	48	205	343	937	1,128
核心净利润	49	206	344	937	1,128
每股收益(人民币)	0.183	0.130	0.217	0.476	0.573
核心每股收益(人民币)	0.184	0.130	0.217	0.476	0.573
每股股息(人民币)	0.080	0.030	0.022	0.048	0.057
收入增长(%)	6	77	43	101	20
息税前利润增长(%)	14	290	54	275	21
息税折旧前利润增长(%)	8	194	55	231	20
每股收益增长(%)	(60)	(29)	67	119	20
核心每股收益增长(%)	(60)	(29)	67	119	20

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	65	252	422	1,423	1,714
折旧与摊销	35	46	75	89	101
净利息费用	(3)	(12)	(3)	3	(1)
运营资本变动	22	65	96	(543)	370
税金	(3)	(19)	(55)	(186)	(224)
其他经营现金流	11	5	(61)	(66)	(53)
经营活动产生的现金流	128	338	473	720	1,908
购买固定资产净值	13	115	105	70	70
投资减少/增加	(144)	(2,470)	(566)	(4,152)	50
其他投资现金流	(26)	1,077	(227)	(140)	(140)
投资活动产生的现金流	(158)	(1,278)	(688)	(4,222)	(20)
净增权益	(21)	(47)	(34)	(94)	(113)
净增债务	(164)	(10)	123	0	0
支付股息	21	47	34	94	113
其他融资现金流	212	2,014	(55)	3,137	(112)
融资活动产生的现金流	48	2,004	68	3,137	(112)
现金变动	18	1,064	(147)	(364)	1,775
期初现金	171	193	1,285	1,138	775
公司自由现金流	(29)	(941)	(215)	(3,501)	1,888
权益自由现金流	(196)	(963)	(95)	(3,499)	1,886

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	200	1,289	1,143	780	2,555
应收帐款	103	304	352	895	652
库存	61	59	62	82	88
其他流动资产	5	5	10	8	13
流动资产总计	369	1,657	1,568	1,765	3,307
固定资产	281	379	396	398	388
无形资产	64	179	192	171	150
其他长期资产	30	259	628	1,027	1,027
长期资产总计	375	817	1,216	1,596	1,565
总资产	877	5,362	5,963	10,339	11,847
应付帐款	61	139	170	198	231
短期债务	10	0	123	123	123
其他流动负债	148	139	253	223	320
流动负债总计	219	278	545	544	674
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	75	102	102	102
股本	265	1,581	1,581	1,969	1,969
储备	359	3,337	3,663	7,352	8,367
股东权益	624	4,918	5,244	9,321	10,336
少数股东权益	26	48	72	372	734
总负债及权益	877	5,362	5,963	10,339	11,847
每股帐面价值(人民币)	2.36	3.11	3.32	4.73	5.25
每股有形资产(人民币)	2.12	3.00	3.19	4.65	5.17
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.69)	(0.81)	(0.64)	(0.33)	(1.23)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.0	31.7	34.4	56.6	57.0
息税前利润率(%)	12.0	26.6	28.6	53.2	53.7
税前利润率(%)	12.9	28.2	32.9	55.1	55.5
净利率(%)	9.6	22.9	26.8	36.3	36.5
流动性					
流动比率(倍)	1.7	6.0	2.9	3.2	4.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	530.9	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	5.8	2.8	3.1	4.8
估值					
市盈率(倍)	63.6	89.7	53.6	24.4	20.3
核心业务市盈率(倍)	63.3	89.4	53.5	24.4	20.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	119.7	169.2	101.3	46.2	38.4
市净率(倍)	4.9	3.7	3.5	2.5	2.2
价格/现金流(倍)	24.0	54.5	38.9	31.8	12.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	188.9	60.3	39.4	12.1	9.1
周转率					
存货周转天数	57.4	41.6	30.9	30.6	30.6
应收帐款周转天数	72.4	83.1	93.4	88.2	91.4
应付帐款周转天数	42.7	40.8	43.9	26.0	25.4
回报率					
股息支付率(%)	43.7	23.1	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	9.4	7.4	6.8	12.9	11.5
资产收益率(%)	6.7	6.6	5.6	14.6	13.0
已运用资本收益率(%)	2.1	1.8	1.6	3.1	2.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371