

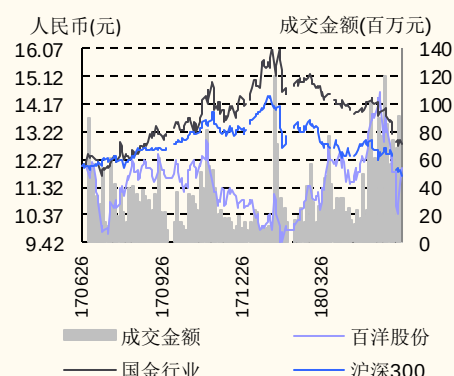
百洋股份 (002696.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 12.00 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	218.10
总市值(百万元)	4,743.73
年内股价最高最低(元)	14.61/9.42
沪深 300 指数	3560.48
中小板综	9395.16



相关报告

- 1.《百洋股份 17 年&18 年 Q1 业绩点评: 火星业绩超预期, 看好公司...》, 2018.4.26
- 2.《百洋股份三季报点评: 火星时代 8 月并表增厚公司业绩, 未来教育业...》, 2017.10.25
- 3.《百洋股份: 火星时代战略合作美艺博广, 全方位发掘学员需求, 未来...》, 2017.8.31
- 4.《百洋股份 2017 半年报点评——罗非鱼业绩稳中有增, 未来教育业...》, 2017.8.22
- 5.《百洋股份: 新设全资教育子公司坚定教育业务转型方向, 员工持股实...》, 2017.8.9

吴劲草 联系人
wujc@gjzq.com.cn

郑慧琳 联系人
zhenghuilin@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

百洋股份: 拟 3.41 亿现金收购楷魔视觉 80% 股份, 产业链下游延伸, 资源整合有望体现协同效应

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.337	0.487	0.473	0.566	0.687
每股净资产(元)	5.81	9.47	10.27	11.11	12.28
每股经营性现金流(元)	0.44	1.36	0.49	1.23	1.76
市盈率(倍)	68.02	37.96	25.38	21.19	17.47
净利润增长率(%)	3.81%	91.04%	65.13%	19.75%	21.33%
净资产收益率(%)	5.79%	5.14%	7.83%	8.66%	9.51%
总股本(百万股)	176.00	232.54	395.31	395.31	395.31

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 百洋股份全资子公司火星时代拟以 3.4 亿现金收购楷魔视觉 80% 股权, 协议约定本次交易完成后 6 个月内楷魔实控人通过集中竞价、大宗或协议转让等方式增持百洋股票不低于 1 亿元 (以今日收盘价计算, 1 亿元可购买 833 万股, 占总 2.1%), 锁定期为 24 个月。楷魔视觉 18-20 年业绩承诺分别不低于 3600 万/4860 万/6561 万, 预计同比增速为 74.68%/35%/35%。楷魔视觉 100% 股权估值 4.25 亿元, 对应 18 年业绩承诺 11.8xPE, 估值合理。

事件简评

- 楷魔视觉——头部电影特效制作公司, 有望与火星形成上下游产业链协同, 实现产学研结合。楷魔成立于 2014 年, 其专注头部电影市场高端特效制作业务, 制作能力及作品质量处于行业领先水平, 目前, 楷魔 18 年已签订但尚未执行完毕制作项目有 12 个, 项目合同总金额约 1.1 亿元。
- 楷魔视觉与火星时代存在多方面业务协同效应: ①火星培养的影视后期优秀学生可加入楷魔视觉制作团队; ②楷魔可以以项目实战方式输送到火星课堂, 火星可以更好了解行业人才需求方向; ③楷魔打造头部内容项目, 可产生巨大影响力, 有助于火星奠定行业地位; ④楷魔和火星可共享行业资源及人脉。楷魔与火星可共建高端人才培养基地, 利用各自优势联合开设影视特效班、高级培训班, 为有基础的、在职的视效制作人才提供更高端的进阶培训, 火星和楷魔有望实现有机融合, 有效向产业链下游延伸, 加强教学的实战性, 实现产学研结合, 有效提升教学效果, 同时拓展品牌影响力。

投资建议

- 影视特效行业也在快速发展的过程中, 中国市场与国外市场的技术和人才供应仍有差距, 通过与火星时代的合作, 楷魔视觉有望进一步提升其特效制作人才供应, 上市公司层面业绩有望稳步提升。此次收购主体是火星时代, 而不是百洋股份, 体现了百洋股份以火星时代为核心, 坚定发展泛设计类职业教育及其上下游产业链的规划, 未来百洋股份有望继续以火星时代为核心, 进行横向与纵向的扩张, 并对火星时代提供资金, 信用, 激励等多方面的支持。上市公司百洋股份层面, 若不考虑本次收购, 对应 18、19 年估值为 25x, 21xPE, 若考虑本次收购, 按照业绩承诺, 对应 18、19 年估值为 22x, 18xPE, 维持买入评级, 目标价 15 元。
- 风险提示: 收购整合过程尚有不不确定性; 人员流失风险等。

1. 事件描述：拟 3.41 亿现金收购电影特效公司楷魔视觉，通过交易设计完成股权绑定，向产业链下游延伸布局

- 百洋股份全资子公司火星时代与楷魔视觉控股股东晟鼎合伙、儒臻合伙、日照合伙、德益合伙、大道风有限和璧洲有限签订《北京火星时代科技有限公司支付现金购买资产协议》，火星时代以自有现金购买楷魔视觉 80% 股权，本次交易对价 3.405 亿元。其中，楷魔视觉 80% 股权，包括晟鼎合伙持有的 15% 股权、儒臻合伙持有的 20% 股权、日照合伙持有的 15% 股权、德益合伙持有的 15% 股权、大道风有限持有的 5% 股权和璧洲有限持有的 10% 股权。

图表 1：交易前后楷魔视觉股权结构

序号	股东名称	本次交易前		本次交易后	
		出资额 (万元)	持股比例 (%)	出资额 (万元)	持股比例 (%)
1	晟鼎合伙	150	25%	60	10%
2	儒臻合伙	120	20%	—	—
3	日照合伙	90	15%	—	—
4	德益合伙	90	15%	—	—
5	璧洲有限	60	10%	—	—
6	深圳市维度视觉技术有限公司	60	10%	60	10%
7	大道风有限	30	5%	—	—
8	火星时代	—	—	480	80%
合 计		600	100%	600	100%

来源：公司公告、国金证券研究所

- 本次交易完成后 6 个月内，楷魔视觉实际控制人林豫松、高阳承诺以其控制持股主体在二级市场通过集中竞价交易、大宗交易或协议转让等方式增持百洋股份股票，增持金额不低于 1 亿元，该等股份自取得之日起 24 个月内将不以任何方式转让。在锁定期满且以前年度业绩承诺补偿义务及资产减值测试补偿义务均已履行完毕后，持股主体通过增持所取得的上市公司股份按照如下原则予以解禁：①自该等股份取得之日起已满 24 个月，且连续 20 个交易日上市公司股票总市值超过 100 亿元，持股主体持有的上市公司股份的解禁比例为 25%；②自该等股份取得之日起已满 36 个月，持股主体持有的所有仍未解禁的上市公司股份均予以解禁。经林豫松、高阳同意并确认，自持股主体取得上市公司股份之日起 36 个月内，林豫松、高阳各自将不以任何方式转让或减少其持有的持股主体的出资额。

2. 定价原则、交易对价

- 此次收购本次评估运用收益法和资产基础法进行评估，最终采用收益法评估结果作为本次交易定价的参考依据。经过评估，在评估基准日 2018 年 3 月 31 日，楷魔视觉按收益法评估的股东全部权益评估价值为 4.287 亿元，经交易各方友好协商，确定楷魔视觉 80% 股权交易价格 3.405 亿元。
- 本次收购楷魔视觉 80% 股权的交易对价具体情况及安排如下：

图表 2：交易对价具体情况

序号	交易对方名称	交易对方转让标的公司股权比例	支付对价金额（亿元）
1	儒臻合伙	20%	0.86
2	日照合伙	15%	0.64
3	晟鼎合伙	15%	0.64
4	德益合伙	15%	0.63
5	璧洲有限	10%	0.42
6	大道风有限	5%	0.21
合计		80%	3.41

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：交易支付安排

阶段	时间	支付对象	金额（亿元）
1	标的资产交割完成之日起 30 个工作日内	儒臻合伙、晟鼎合伙、日照合伙	1.50
2	若标的公司 2018 年度完成业绩承诺，火星时代应于标的公司 2018 年度专项审计报告出具之日起 30 个工作日内	儒臻合伙、晟鼎合伙、日照合伙	0.43
3	若标的公司 2019 年度完成业绩承诺，火星时代应于标的公司 2019 年度专项审计报告出具之日起 30 个工作日内	儒臻合伙、晟鼎合伙、日照合伙	0.21
1	于标的资产交割完成之日起 60 个工作日内	德益合伙、璧洲有限、大道风有限	0.44
2	于标的资产交割完成之日起 120 个工作日内	德益合伙、璧洲有限、大道风有限	0.82

来源：公司公告、国金证券研究所

3. 业绩承诺补偿及超额奖励

- 2018 年至 2020 年，楷魔视觉股东儒臻合伙、日照合伙、晟鼎合伙及实际控制人林豫松、高阳承诺标的公司 2018 年净利润不低于 3600 万元，2018 年和 2019 年累积实现净利润不低于 8460 万元，2018 年至 2020 年累积实现净利润不低于 15021 万元。若当期未达到业绩承诺，标的方需要进行现金补偿。

图表 4：楷魔视觉业绩承诺

年份	净利润（亿元）	累计净利润（亿元）
2018	0.36	-
2019	0.49	0.85
2020	0.66	1.50

来源：公司公告、国金证券研究所

- 楷魔视觉于业绩承诺期内均足额完成业绩承诺且 2018 年至 2020 年累积实现的净利润数高于 15021 万元，火星时代同意将前述超额净利润的 30% 作为奖励一次性支付给标的公司管理层。超额净利润的计算公式如下：超额净利润=标的公司业绩承诺期内三年累积实际实现的净利润数-15021 万元。上述超额净利润奖励金额之和最高不超过本次交易标的资产作价的 20%。

4. 楷魔视觉：头部电影特效制作公司，有望与火星形成上下游产业链协同，实现产学研结合

- 楷魔视觉成立于 2014 年，主营业务为影视特效制作，业务链覆盖影视特效全流程，包括特效技术研发、前期视觉开发、现场特效拍摄和特效制作等。公司总部位于深圳，并在首尔、北京、上海三地设有制作基地及创作工作室。公司拥有韩国、香港及大陆的顶尖特效制作经验和技术的专业人才，每种制作流程都有韩国技术总监统筹协调，专注头部电影市场高端特效制作业务，公司制作能力及作品质量均处于行业领先水平。团队主导及参与制作数十部国内外优质电影，包括：《西游记之三打白骨精》、《西游记之大闹天宫》、《大轰炸》、《微微一笑很倾城》、《巴霍巴利王》、《狄仁杰之神都龙王》、《宝莱坞机器人之恋》、《龙门飞甲》、《功夫》、《狄仁杰之通天帝国》等，曾多次获得韩国及中国电影奖项。
- 楷魔视觉作为头部电影特效制作公司，有望与火星形成上下游产业链协同，实现产学研结合——从人才角度来说，火星培养的影视后期优秀学生可加入楷魔视觉制作团队，既为火星时代学员就业拓宽渠道，又为楷魔扩大业务规模奠定人才基础；从培训内容角度来说，楷魔制作项目中基础部分可以以项目实战方式输送到火星课堂，同时火星借助楷魔视觉可了解影视后期制作行业人才需求方向，更新教学内容；从品牌效应角度来说，楷魔所擅长制作的视效大片成功率更高，影响力更大，鼓励火星时代学员参与，电影上映后可以产生巨大的影响力和传播力，有助于火星时代进一步奠定行业地位，提升品牌影响力，扩大招生规模；从行业资源角度来说，楷魔视觉和火星时代分别是数字技术制作和培训领域的领导者，可以共享行业资源及人脉，共同发展壮大。

图表 5：楷魔视觉影视作品



来源：公司官网、国金证券研究所

- 林豫松与高阳为标的公司实际控制人，合计控制标的公司 70% 股权。公司 2017 年营收为 5765.34 万元，净利润为 2060.86 万元。截至 2018 年 6 月 25 日，楷魔视觉 2018 年已签订但尚未执行完毕的制作项目有 12 个，项目合同总金额约 1.1 亿元。

5. 投资建议

- 楷魔视觉与火星时代在业务领域存在多方面协同效应：①火星培养的影视后期优秀学生可加入楷魔视觉制作团队，目前火星时代拥有影视后期专业的教师超过 80 名、影视后期专业的日常在校生超过 2,000 名；②楷魔可以

以项目实战方式输送到火星课堂，同时火星可以更好了解行业人才需求方向，更新教学内容；③楷魔打造头部内容项目，可产生巨大影响力，有助于火星奠定行业地位；④楷魔和火星可共享行业资源及人脉。

- **楷魔与火星可共建高端人才培训基地**，利用各自优势联合开设影视特效班、高级培训班，结合楷魔视觉顶尖的视效制作技术和火星时代的培训管理经验，为有基础的、在职的视效制作人才提供更高端的进阶培训，**火星和楷魔有望实现有机融合，有效向产业链下游延伸，加强教学的实战性，实现产学研结合，有效提升教学效果，同时拓展品牌影响力。**
- 影视特效行业也在快速发展的过程中，中国市场与国外市场的技术和人才供应仍有差距，通过与火星时代的合作，楷魔视觉有望进一步提升其特效制作人才供应，上市公司层面业绩有望稳步提升。**此次收购主体是火星时代，而不是百洋股份，体现了百洋股份以火星时代为核心，坚定发展泛设计类职业教育及其上下游产业链的规划，未来百洋股份有望继续以火星时代为核心，进行横向与纵向的扩张，并对火星时代提供资金，信用，激励等多方面的支持。上市公司百洋股份层面，若不考虑本次收购，对应 18、19 年估值为 25x，21xPE，若考虑本次收购，按照业绩承诺，对应 18、19 年估值为 22x，18xPE，维持买入评级，目标价 15 元。**

6. 风险提示

- **收购整合过程尚有不确定性。**公司对楷魔视觉在运营管理、财务核算、人力资源、信息化建设等方面进行优化整合过程尚具有一定的不确定性。
- **人员流失风险。**随着市场竞争加剧，未来楷魔视觉将可能面临人员流失的风险，可能对上市公司业务经营产生不利影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,864	2,069	2,394	2,953	3,211	3,489
增长率		11.0%	15.7%	23.3%	8.7%	8.7%
主营业务成本	-1,638	-1,827	-1,998	-2,339	-2,493	-2,652
%销售收入	87.9%	88.3%	83.4%	79.2%	77.6%	76.0%
毛利	226	242	397	614	718	837
%销售收入	12.1%	11.7%	16.6%	20.8%	22.4%	24.0%
营业税金及附加	-2	-5	-9	-15	-16	-17
%销售收入	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-53	-55	-113	-139	-173	-216
%销售收入	2.9%	2.7%	4.7%	4.7%	5.4%	6.2%
管理费用	-94	-95	-124	-207	-238	-258
%销售收入	5.0%	4.6%	5.2%	7.0%	7.4%	7.4%
息税前利润 (EBIT)	77	87	151	254	291	345
%销售收入	4.1%	4.2%	6.3%	8.6%	9.1%	9.9%
财务费用	-8	-12	-32	-14	0	9
%销售收入	0.4%	0.6%	1.3%	0.5%	0.0%	-0.3%
资产减值损失	-13	-11	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-3	0	15	5	1	2
%税前利润	n.a	n.a	11.0%	1.9%	0.3%	0.5%
营业利润	52	63	132	245	292	356
营业利润率	2.8%	3.1%	5.5%	8.3%	9.1%	10.2%
营业外收支	19	15	8	15	17	18
税前利润	71	78	140	260	309	374
利润率	3.8%	3.8%	5.8%	8.8%	9.6%	10.7%
所得税	-10	-11	-15	-65	-77	-94
所得税率	14.0%	13.9%	10.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	61	67	125	195	232	281
少数股东损益	4	8	12	8	8	9
归属于母公司的净利润	57	59	113	187	224	272
净利率	3.1%	2.9%	4.7%	6.3%	7.0%	7.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	61	67	125	195	232	281
少数股东损益	4	8	12	8	8	9
非现金支出	60	69	84	66	76	87
非经营收益	28	23	4	30	-9	-17
营运资金变动	-77	-81	104	-176	-12	60
经营活动现金净流	72	78	316	115	287	410
资本开支	-88	-98	-50	-102	-93	-92
投资	-59	-64	-177	0	0	0
其他	0	0	43	5	1	2
投资活动现金净流	-147	-161	-185	-97	-92	-90
股权募资	0	3	522	0	-28	0
债权募资	59	-19	153	-508	-83	-93
其他	-55	-66	-63	-27	-9	-3
筹资活动现金净流	4	-82	612	-535	-120	-96
现金净流量	-71	-165	743	-518	75	224

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	335	195	923	405	480	704
应收款项	358	371	426	484	527	574
存货	273	309	273	320	341	363
其他流动资产	42	51	89	95	100	105
流动资产	1,006	925	1,711	1,304	1,448	1,745
%总资产	53.4%	48.3%	47.8%	40.7%	42.8%	47.1%
长期投资	33	97	110	110	110	110
固定资产	677	732	746	792	819	835
%总资产	35.9%	38.3%	20.8%	24.7%	24.2%	22.5%
无形资产	126	125	986	994	1,002	1,009
非流动资产	880	989	1,870	1,899	1,933	1,956
%总资产	46.6%	51.7%	52.2%	59.3%	57.2%	52.9%
资产总计	1,886	1,914	3,581	3,203	3,381	3,701
短期借款	555	566	660	176	93	0
应付款项	201	167	536	496	540	586
其他流动负债	33	34	60	35	48	134
流动负债	789	767	1,256	707	681	721
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	27	25	24	0	0	0
负债	817	793	1,279	707	681	721
普通股股东权益	981	1,023	2,201	2,388	2,584	2,855
少数股东权益	88	99	100	108	116	125
负债股东权益合计	1,886	1,914	3,581	3,203	3,381	3,701

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.324	0.337	0.487	0.473	0.566	0.687
每股净资产	5.576	5.812	9.465	10.269	11.111	12.279
每股经营现金净流	0.408	0.444	1.361	0.493	1.232	1.763
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.82%	5.79%	5.14%	7.83%	8.66%	9.51%
总资产收益率	3.03%	3.10%	3.16%	5.84%	6.62%	7.34%
投入资本收益率	4.05%	4.41%	4.55%	7.12%	7.81%	8.68%
增长率						
主营业务收入增长率	4.66%	10.99%	15.74%	23.33%	8.74%	8.66%
EBIT增长率	-5.01%	13.05%	74.20%	68.28%	14.67%	18.62%
净利润增长率	1.20%	3.81%	91.04%	65.13%	19.75%	21.33%
总资产增长率	10.47%	1.48%	87.06%	-10.54%	5.55%	9.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.1	62.8	58.8	58.0	58.0	58.0
存货周转天数	52.0	58.1	53.1	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	35.7	30.8	26.2	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	120.4	127.9	112.9	97.3	92.4	86.7
偿债能力						
净负债/股东权益	20.59%	33.08%	-11.44%	-9.19%	-14.33%	-23.61%
EBIT利息保障倍数	9.4	7.4	4.8	18.5	-889.5	-37.5
资产负债率	43.29%	41.41%	35.73%	22.07%	20.15%	19.48%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	5
增持	0	0	0	0	12
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.78

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-03-20	买入	24.36	30.57~30.57
2	2017-08-08	买入	18.59	25.00~25.00
3	2017-08-22	买入	20.80	26.00~26.00
4	2017-08-31	买入	20.11	25.00
5	2017-10-25	买入	19.49	26.00~26.00
6	2018-04-26	买入	20.55	N/A

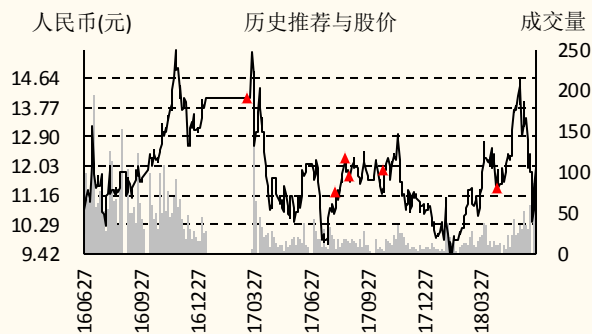
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH