

2012-11-21

公司报告(点评报告)

评级 推荐 维持

省广股份 (002400)

收购价格合理，进一步完善业务布局

分析师: 肖乐乐

☎ (8621)65799511

✉ xiaoll@cjsc.com

执业证书编号: S0490512020003

联系人: 刘疆

☎ (8627)65799511

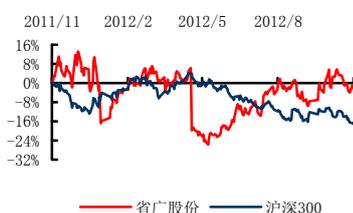
✉ liujiang@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《2012 季报点评: 毛利率改善推动业绩, 外延并购带来预期》2012-10-25

《2012 中报点评: 业绩符合预期, 内生和外延支撑全年业绩》2012-7-30

报告要点

■ 事件描述

公司拟使用超募资金人民币 13489.61 万元, 受让合众盛世(北京)国际传媒广告有限公司原股东江西宝中投资有限公司部分股权之方式投资入股合众传播, 上述交易完成后, 公司将持有合众传播 55% 股权。股权转让完成后, 省广股份与合众传播原股东将在规定时间内同比例向合众传播增资不超过 2,500 万元。本次收购不涉及重大收购, 董事会已经审议通过, 协议生效。

■ 事件评论

- **收购价格合理, 手法熟练。**按照对赌协议, 本次收购价格 2012-2014 对应 PE 分别为 7.9、6.6 和 5.5 倍, 与年初收购青岛先锋和上海窗之外价格相当, 符合公司一贯以来 10 倍以内 PE 的收购价格。本次协议内容除收购之外还要求收购之后各方股东按照持股比例对合众传播进行增资扩股, 并对支付转让款项的条件、盈利补偿方式和对核心员工的激励均有所安排, 公司的收购手法日趋熟练, 控制风险能力较强。
- **本次收购有助于完善品牌管理业务及媒介代理业务的全国布局。**华南区域收入占据公司 60% 以上, 合众传播 2012 年收入有望达到 6.3 亿, 进而带动华北和东北地区收入占比由上半年的 8.63% 提升至 17%。本次收购完成后将从覆盖区域和业务范围两个角度对公司原有业务形成补充: 加强对以北京为中心的华北地区及东北地区的覆盖, 有助于拓展华北和东北区域的市场; 合众传播的一站式整合传播服务、品牌管理业务和媒介代理业务销售渠道也会对公司整体毛利率的提升起到积极的作用。
- **资源互补带来潜在品牌代理业务拓展价值。**合众传播在华北及东北市场具有良好的市场基础和客户资源, 公司收购合众传播以后, 可以利用注入用户和客户共享的方式, 实现优势资源贡献, 协调拓展该区域品牌代理业务的机会。
- **投资建议:**假设本次收购顺利, 且合众传播能够完成对赌协议, 合众传播 2012-2014 分别贡献 EPS 0.09 元、0.11 元、0.13 元, 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.82 元、1.09 元、1.38 元, 对应当前股价的 PE 分别为 27 倍、20 倍、16 倍。受益中国经济转型和企业品牌意识逐渐觉醒下的旺盛需求, 在广告行业集中度较低的背景下, 省广股份作为国内广告行业的龙头, 有望持续通过收购构建传播集团, 维持“推荐”评级。风险提示: 注意对赌业绩无法完成和整合不顺利的风险。

收购价格合理，手法熟练

省广股份本次拟使用超募资金人民币 13489.61 万元，受让合众盛世（北京）国际传媒广告有限公司原股东江西宝中投资有限公司部分股权之方式投资入股合众传播，上述交易完成后，公司将持有合众传播 55% 股权。

2012-2014 年，合众传播经审计的税后利润目标值分别为 3,100 万元、3,720 万元和 4,460 万元，按照自此收购价格，2012-2014 对应 PE 分别为 7.9、6.6 和 5.5 倍，与年初收购青岛先锋和上海窗之外价格相当，符合公司一贯以来 10 倍以内 PE 的收购价格。

表 1：省广股份近两年对外收购价格对应当年 PE 均控制在 10 倍以下

时间	收购对象	金额	股权比例	PE	
				2011A	2012E
2011.3.28	重庆年度广告	11100万	51%	10.3	6.8
2011.6.15	广州旗帜公关	1000万	51%	1.2	0.9
2011.6.15	合力唯胜（合资）	300万	51%		
2011.12.14	深圳经典视线（子公司）	1000万	100%		
2012.6.25	青岛先锋广告	5100万	51%	13.9	6.25
2012.6.25	上海窗之外广告	3600万	51%	7	5.9

资料来源：公司公告，长江证券研究部

本次协议内容除收购之外还要求收购之后各方股东按照持股比例对合众传播进行增资扩股，并对支付转让款项的条件、盈利补偿方式和对核心员工的激励均有所安排，公司的收购手法日趋熟练，控制风险能力较强。

股权转让款的支付安排：股权转让价款为 13,489.61 万元，股权转让价款分三期支付，首期 50% 即 6,744.81 万元于本协议生效后支付完毕；第二期 25% 即 3,372.40 万元于 2013 年审计报告出具且目标公司已收回 2013 年度应收帐款的 85% 的 30 个工作日内支付完毕；第三期 25% 即 3,372.40 万元于 2014 年审计报告出具且目标公司已收回 2014 年度应收帐款的 85% 的 30 个工作日内支付完毕。

增资扩股：股权转让完成后，省广股份与合众传播原股东将在规定时间内同比例向合众传播增资不超过 2,500 万元。

盈利补偿：

表 2：本次收购盈利补偿条件和转让款确定方式

投资估值	条件	转让款金额确定方式
投资估值*0.85	约定利润*0.8<税后利润<约定利润	调整后的估值×省广股份股权比例×（已支付比例+当期约定比例）-已支付的金额
投资估值*0.7	约定利润*0.7<税后利润<约定利润*0.8	调整后的估值×省广股份股权比例×（已支付比例+当期约定比例）-已支付的金额
取消交易	税后利润<约定利润*0.7	0

资料来源：公司公告，长江证券研究部

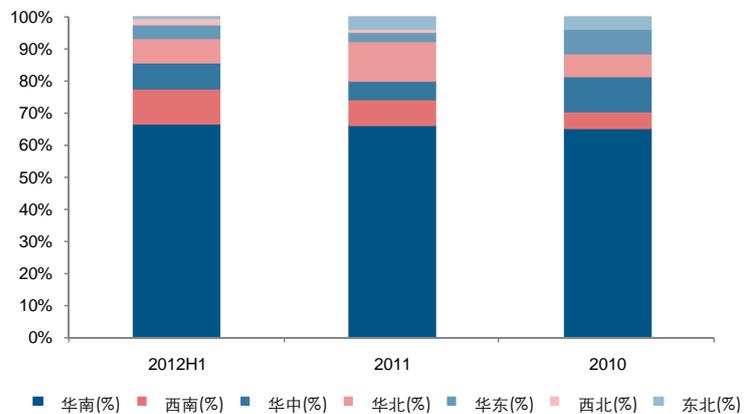
备注：如果出现转让款余款不足情况，则合众传播原股东同意用现金补足差额部分

完善品牌管理业务及媒介代理业务的全国布局

合众传播是中国 4A 协会成员单位，业务涉及医药、金融、电子、IT、服装、家电、通讯、日化、食品、能源等行业，为超过 30 家上市公司常年提供整合传播服务。在华北及东北市场具有良好的市场基础和客户资源，旗下的合众媒体板块是媒介策略、媒介购买、媒体运营和媒介代理的多元化媒介服务中心。

省广股份华南区域收入占据公司 60% 以上，合众传播 2011 年收入 5.26 亿，2012 年收入有望达到 6.3 亿，进而带动华北和东北地区收入占比由上半年的 8.63% 提升至 17% (预计 2012 年省广股份营业收入 48 亿)，有力的加强对以北京为中心的华北地区及东北地区的覆盖，有助于拓展华北和东北区域的市场，从而形成省广品牌管理业务及媒介代理业务全国格局，增加协同效应。

图 1：省广股份通过一些列收购在全国范围内的业务布局



资料来源：公司公告，长江证券研究部

资源互补带来潜在品牌代理业务拓展价值

由于合众传播在华北及东北市场具有良好的市场基础和客户资源，这些资源随着双方合作的深入，利用双方优势协调拓展该区域品牌代理业务的机会，公司收购合众传播以后，可以利用注入用户和客户共享的方式，实现优势资源贡献，协调拓展该区域品牌代理业务的机会。合众传播的一站式整合传播服务、品牌管理业务和媒介代理业务销售渠道也会对公司整体毛利率的提升起到积极的作用。

合众传播下属的合众互动是中国优秀的大健康行业网络营销传播服务商，下设客户、媒介、口碑公关、策划、创意设计、网络技术六个部门，致力于为客户提供整合互动传播、全网络媒体投放计划分析及采购、企业网络口碑公关顾问、网站策划设计及开发制作等服务，合作媒体超过 500 家，并拥有独特优势的互联网广告资源。

图 2：合众传播架构

HiZONE 合众传播

合众广告 — 合众媒体 — 合众互动 — 合众无线

资料来源：公司公告，长江证券研究部

投资建议

假设本次收购顺利，且合众传播能够完成对赌协议，合众传播 2012-2014 分别贡献 EPS 0.09 元、0.11 元、0.13 元，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.82 元、1.09 元、1.38 元，对应当前股价的 PE 分别为 27 倍、20 倍、16 倍。受益中国经济转型和企业品牌意识逐渐觉醒下的旺盛需求，在广告行业集中度较低背景下，省广股份作为国内广告行业的龙头，有望持续通过收购构建传播集团，维持“推荐”评级。风险提示：注意对赌业绩无法完成和整合不顺利的风险。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。