

省广股份 (002400.SZ)

大股东增持认可公司价值，稳健型营销龙头价值凸显

事件：

控股股东广新集团于6月26日以7.84元/股增持52万股股份，合计增持407万元。未来不排除继续增持。

核心观点：

1、控股股东广新集团在省广发展过程中定位财务投资者角色，不介入省广经营，此次在市场徘徊期进行现价增持，表明对公司价值的认可和信心，同时也将提振二级市场投资信心。此次增持后广新集团持股15.3%，基于看好公司长期发展，未来不排除继续增持。

省广业务发展一直由管理层把控、主导，大股东不介入经营，充分信任管理层的能力，整体上省广业务发展和管理风格偏稳健，同时又不乏市场化的进取度。内生业务稳扎稳打，大客户维持稳定并持续挖掘客单贡献，又不断扩大客户数量，同时通过投资并购补强业务能力和客户服务矩阵，完善并扩大业务版图。

2、公司并购策略不同于其他公司是，收购标的规模逐步提升，体量不大不形成较大依赖，且通常进行控股收购或收购80%股权，以更好地绑定标的核心团队，同时对标的公司会进行整合发展，合作与互补，具有强把控能力。

收购拓畅进一步完善公司全营销生态平台，强化移动营销服务能力。上海拓畅专注于移动互联网广告的精准化投放，主要为游戏类及电商应用类开发者提供以效果为导向的移动端广告推广服务。

3、公司优势是丰富的客户资源、全营销客户服务能力、资源整合能力，在营销行业（尤其是数字营销、移动营销）趋于成熟稳定阶段，广告主对广告公司的综合服务能力要求会更高，公司优势会更加明显。公司近2年不断获取汽车、金融、快消行业客户，对客户的获取和把控能力持续提升。

4、公司数字营销收入占比持续提升，大数据战略为公司全营销和精准营销提供技术支持。数字营销收入占比提升至约30%，预计今年将继续提升。

5、维持“买入”评级。假设拓畅从7月份开始并表，我们预测公司17~18年净利润分别为7.49亿(+23%)和8.87亿(+18%)，当前股价对应17~18年EPS为0.43元和0.51元，对应17~18年PE分别为18倍和16倍。

6、风险提示：收购整合不达预期，宏观经济不景气对公司收入影响。

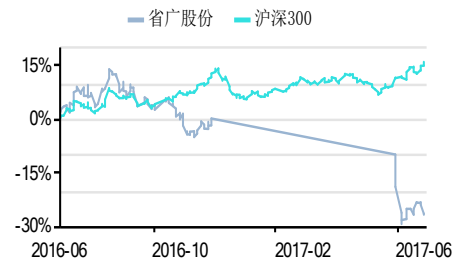
盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,629	10,915	13,192	15,339	17,323
增长率(%)	52%	13%	21%	16%	13%
EBITDA(百万元)	827	927	1,130	1,289	1,548
净利润(百万元)	548	611	749	887	1,053
增长率(%)	29%	12%	23%	18%	19%
EPS(元/股)	0.31	0.35	0.43	0.51	0.60
市盈率(P/E)	25	23	18	16	13
市净率(P/B)	6	3	2	2	2
EV/EBITDA	7	6	5	5	4

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	7.89元
前次评级	买入
报告日期	2017-06-27

相对市场表现



分析师：杨琳琳 S0260514050004



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究：

省广股份(002400)一拟现	2017-05-25
金收购拓畅，强化移动营销服务能力	
省广股份(002400)一16年	2017-04-04
收入破百亿，数字化升级加速	
省广股份(002400)一16年	2017-03-01
收入破百亿，加速数字化升级	

事件:

控股股东广新集团于6月26日以7.84元/股增持52万股股份，合计增持407万元。未来不排除继续增持。

点评:

1、控股股东广新集团在省广发展过程中定位财务投资者角色，不介入省广经营，此次在市场徘徊期进行现价增持，表明对公司价值的认可和信心，同时也将提振二级市场投资信心。此次增持后广新集团持股15.3%，基于看好公司长期发展，未来不排除继续增持。

省广业务发展一直由管理层把控、主导，大股东不介入经营，充分信任管理层的能力，整体上省广业务发展和管理风格偏稳健，同时又不乏市场化的进取度。内生业务稳扎稳打，大客户维持稳定并持续挖掘客单贡献，又不断扩大客户数量，同时通过投资并购补强业务能力和客户服务矩阵，完善并扩大业务版图。

2、公司优势是丰富的客户资源、全营销客户服务能力、资源整合能力，在营销行业（尤其是数字营销、移动营销）趋于成熟稳定阶段，广告主对广告公司的综合服务能力要求会更高，公司优势会更加明显。公司近2年不断获取汽车、金融、快消行业客户，对客户的获取和把控能力持续提升。

3、公司并购策略不同于其他公司是，收购标的规模逐步提升，体量不大不形成较大依赖，且通常进行控股收购或收购80%股权，以更好地绑定标的核心团队，同时对标的公司会进行整合发展，合作与互补，具有强把控能力。

截至2016年底公司商誉有21.1亿，其中晋拓+传漾商誉合计占53.9%，韵翔、恺达、雅润、中懋、合众商誉分别在1~2亿左右。商誉较大的这几家公司除恺达外均完成承诺业绩，其中晋拓、传漾业务发展不错，超对赌业绩较多。公司将促恺达抓住新的业务发展契机，力争将2016年未能完成的业绩指标于2017年合并完成。

表 1、公司截至 2016 年底商誉构成及子公司业绩完成情况（单位：百万元）

公司	截至 2016 年底		15A			16A			17A
	商誉	承诺	实际	完成率	承诺	实际	完成率	承诺	
上海晋拓文化传播有限公司	618	60	68	112.7%	78	93	118.7%	100	
上海传漾广告有限公司	520	45	62	137.6%	59	71	121.9%	76	
上海韵翔广告有限公司	226	45	47	103.8%	59	59	101.0%	76	
上海恺达广告有限公司	205	36	47	130.5%	42	23	54.7%	48	
上海雅润文化传播有限公司	154	75	76	101.0%	84	102	121.3%		
广州中懋广告有限公司	150	44	45	102.4%	51	52	102.6%		
省广合众（北京）	112								
广州蓝门数字	64								
省广先锋（青岛）	26								
海口中行天策传媒	14								
其他	22								
合计	2,113								

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

收购拓畅进一步完善公司全营销生态平台，强化移动营销服务能力，后续拓畅可与公司大数据平台、晋拓等子公司实现协同合作，实现媒体资源互补、拓展业务范围、拓展客户资源。上海拓畅专注于移动互联网广告的精准化投放，主要为游戏类及电商应用类开发者提供以效果为导向的移动端广告推广服务。主要服务客户包括 Supercell、游族网络、网易等国内外知名游戏客户，以及映客、花椒、网易考拉、唯品会等 app 应用及电商平台。

4、公司数字营销收入占比持续提升，大数据战略为公司全营销和精准营销提供技术支持。数字营销收入占比提升至约30%，2017年预计将继续提升。通过大数据战略，构建大数据产品商店，连接媒体（核心是受众）和广告主，提升投放效率，提升营销精准度，更好服务客户，从而切下获得广告主更多预算。

5、公司着力打造覆盖全产业链的全营销生态平台，形成品牌营销、数字营销、媒介营销、内容营销、场景营销、自有媒体六大业务板块，各板块形成良好的协同效应。

对外参投合宝娱乐、易简广告、上海凯淳、南奥体育、海口中策、广州骏伯等公司，与双刃剑体育达成战略合作协议，旨在内容营销、移动营销、电子商务、体育营销、户外广告等领域完善产业链布局，形成协同，同时这些项目后续退出还将有投资收益。

6、维持“买入”评级。假设拓畅从6月份开始并表，我们预测公司17~18年净利润分别为7.51亿（+23%）和8.89亿（+18%），当前股价对应17~18年EPS为0.43元和0.51元，对应17~18年PE分别为18倍和15倍。省广是老牌整合营销公司，业务发展和管理风格偏稳健型，客户沉淀、全营销服务能力、及资源整合能力在业内领先；对标的公司会进行整合发展，合作与互补，具有强把控能力。

7、风险提示：收购整合不达预期；标的业绩不达预期；宏观经济不景气对公司收入影响。

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产	5,254	7,104	8,521	10,088	12,101	
货币资金	808	1,748	2,130	3,103	3,758	
应收及预付	4,375	4,789	5,678	6,217	7,477	
存货	1	2	0	0	0	
其他流动资产	70	565	712	767	866	
非流动资产	2,525	3,359	3,536	3,433	3,430	
长期股权投资	165	328	328	328	328	
固定资产	32	29	34	38	42	
在建工程	3	4	4	4	4	
无形资产	31	33	29	26	24	
其他长期资产	2,294	2,966	3,140	3,036	3,032	
资产总计	7,780	10,463	12,057	13,520	15,531	
流动负债	4,042	3,949	4,506	5,231	6,340	
短期借款	918	153	0	0	0	
应付及预收	1,963	2,150	2,603	3,076	3,984	
其他流动负债	1,161	1,647	1,903	2,155	2,356	
非流动负债	1,065	1,041	1,040	1,040	1,043	
长期借款	0	278	278	278	278	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	1,065	764	762	762	765	
负债合计	5,107	4,990	5,545	6,270	7,382	
股本	905	1,341	1,743	1,743	1,743	
资本公积	31	1,819	1,819	1,819	1,819	
留存收益	1,501	2,031	2,555	3,176	3,913	
归属母公司股东权益	2,437	5,191	6,118	6,739	7,476	
少数股东权益	236	281	393	512	673	
负债和股东权益	7,780	10,463	12,057	13,520	15,531	

利润表		单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
营业收入	9,629	10,915	13,192	15,339	17,323	
营业成本	7,899	8,937	10,847	12,605	14,228	
营业税金及附加	60	66	79	92	104	
销售费用	585	635	760	874	1,005	
管理费用	221	286	344	399	433	
财务费用	35	63	51	42	35	
资产减值损失	81	126	99	91	90	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	37	54	56	60	75	
营业利润	785	857	1,068	1,236	1,503	
营业外收入	37	33	40	50	50	
营业外支出	5	4	4	5	5	
利润总额	817	886	1,104	1,281	1,548	
所得税	210	188	243	275	333	
净利润	606	698	861	1,005	1,215	
少数股东损益	59	87	112	118	162	
归属母公司净利润	548	611	749	887	1,053	
EBITDA	827	927	1,130	1,289	1,548	
EPS (元)	0.31	0.35	0.43	0.51	0.60	

现金流量表		单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	265	597	547	1,129	935	
净利润	548	611	749	887	1,053	
折旧摊销	0	0	12	11	10	
营运资金变动	0	0	(336)	128	(253)	
其它	(282)	(14)	123	103	125	
投资活动现金流	(1,089)	(1,663)	(188)	92	(7)	
资本支出	0	0	(8)	(8)	(8)	
投资变动	(1,089)	(1,663)	(180)	100	1	
其他	0	0	0	0	0	
筹资活动现金流	1,108	2,034	24	(248)	(273)	
银行借款	0	0	(157)	0	0	
债券融资	0	0	0	0	0	
股权融资	0	0	402	0	0	
其他	1,108	2,034	(221)	(248)	(273)	
现金净增加额	285	968	383	973	654	
期初现金余额	0	0	1,748	2,130	3,103	
期末现金余额	808	1,748	2,130	3,103	3,758	

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	52%	13%	21%	16%	13%
营业利润增长	25%	9%	25%	16%	22%
归属母公司净利润增长	29%	12%	23%	18%	19%
获利能力(%)					
毛利率	18.0%	18.1%	17.8%	17.8%	17.9%
净利率	5.7%	5.6%	5.7%	5.8%	6.1%
ROE	22.5%	11.8%	12.2%	13.2%	14.1%
ROIC	17.0%	12.3%	12.9%	13.3%	14.3%
偿债能力					
资产负债率(%)	65.6%	47.7%	46.0%	46.4%	47.5%
净负债比率	11.8%	4.1%	2.3%	2.1%	1.8%
流动比率	1.3	1.8	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.3	1.8	1.9	1.9	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	5.0	4.4	4.6	4.7	4.5
存货周转率					
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.35	0.43	0.51	0.60
每股经营现金流	0.15	0.34	0.31	0.65	0.54
每股净资产	1.40	2.98	3.51	3.87	4.29
估值比率					
P/E	25.1	22.5	18.4	15.5	13.1
P/B	5.6	2.6	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.1	6.3	5.2	4.5	3.8

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨琳琳：资深分析师，华中科技大学管理学硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第2名（团队）。
- 杨艾莉：联系人，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 沈明辉：联系人，华南理工大学管理学硕士、广告学学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 杨晓峰：联系人，北京大学计算机技术硕士，湖南大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 朱可夫：联系人，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。