

# 收购预期兑现，投资合众传播完善产业链布局

民生精品---点评报告/传媒行业

2012年11月21日

## 一、事件概述

近期，省广股份公司发布对外投资公告：公司拟使用超募资金人民币 13,489.61 万元，以受让合众盛世（北京）国际传媒广告有限公司（以下简称“合众传播”）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。上述股权转让完成后，公司将持有合众传播 55% 股权。

## 二、分析与判断

### ➤ 收购合众传播55%股权，对应2011年PE约为10.0倍，对应2012~2014年收购PE分别为7.9倍、6.6倍和5.5倍

1、本次收购，股权转让价款为 13,489.61 万元，股权转让价款将分别于 2012、2013、2014 年分三期支付。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 万元将于 2013 年审计报告出具，且目标公司已收回 2013 年度应收帐款 85% 的 30 个工作日内支付完毕。

2、根据合众传播 2011 年、2012 年上半年的财务数据，公司此次收购对应 2011 年 PE 约为 10.00 倍。我们认为此次收购 PE 价格相对较低。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，对应 2012~2014 年收购 PE 分别为 7.9 倍、6.6 倍和 5.5 倍。

3、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。

### ➤ 公司设置对赌协议，被收购方业绩低于预期省广有权取消交易

双方设定对赌协议。合众传播 2012 年~2014 年任意一年审计后实际税后利润，将与当年约定利润值进行比较，若合众传播税后利润若不达标，将分方案对公司进行盈利补偿。若合众传播税后净利润小于约定税后净利润 70%，则双方均有权取消交易。

### ➤ 收购有望完善公司品牌管理业务以及媒介代理全国布局，增加协同效应

1、收购强化公司品牌管理与媒介代理两大业务全国布局。（1）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，为公司拓展该区域品牌代理业务以及媒介代理业务、强化销售渠道提供机会。（2）我们认为，收购后业务渠道的加强和区域的扩张将为公司带来协同效应，进而提升公司这两大业务的毛利率。

2、收购有望为公司带来医药行业优质客户资源，加速客户多元化布局。（1）合众传播业务涉及医药、金融、电子、IT、服装、家电、通讯、日化、食品、能源等行业，其中医药行业拥有近 30 家客户，包括三精制药、修正药业、仁和药业等众多国内知名医药企业。相对而言，省广此前利润占比最大的业务分布于汽车、通讯、快消三大行业，平均利润占比或超 20%。（2）我们认为此次收购有望为公司带来众多优质医药客户资源，加速公司客户多元化布局，降低单个行业周期轮动带来的业务风险。

3、收购强化公司互联网广告营销实力。（1）根据实力传播《2012 年第三季度全球广告市场预测报告》，2013 年全球互联网广告支出预计将增长 15.1%，远高于传统广告 2.3% 的增长率。互联网广告营销这一细分行业正处于快速发展期。（2）合众传播旗下的合众互动是国内优秀的大健康行业网络营销传播服务商，具有近 9 年的行业经验，合作媒体超过 500 家，合作案例包括紫竹药业、吴太集团等企业的互联网广告营销方案。我们认为，合众互动将为公司带来有价值的互联网平台精准营销服务经验，提升公司互联网广告营销实力。

**谨慎推荐**

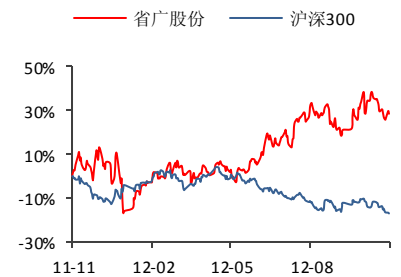
维持评级

**合理估值：**
**25.9 元**

### 交易数据 (2012-11-20)

|              |            |
|--------------|------------|
| 收盘价 (元)      | 21.80      |
| 近 12 个月最高/最低 | 23.7/13.59 |
| 总股本 (百万股)    | 192.75     |
| 流通股本 (百万股)   | 106.10     |
| 流通股比例%       | 55.04%     |
| 总市值 (亿元)     | 42.02      |
| 流通市值 (亿元)    | 23.13      |

### 该股与沪深 300 走势比较



### 分析师

**分析师：郑平**

执业证书编号：S0100512080001

电话：(8610)8512 7645

Email: zhengping@mszq.com

**研究助理：胡琛**

电话：(8610)8512 7645

Email: huchen\_yjs@mszq.com

### 相关研究

1. 省广股份 (002400) 点评报告《业绩符合预期，四季度关注对外收购》2012.10.26

2. 省广股份 (002400) 调研简报《下半年稳健前行，关注对外收购进展》2012.08.24

3. 省广股份 (002400) 点评报告《内生业务稳定增长，外延扩张有望持续》2012.07.30

4. 省广股份 (002400) 点评报告《一季度开局良好，2012 年稳健前行》2012.04.20

### 三、盈利预测与投资建议

公司作为广告营销领军企业，内生业务稳定增长，外延并购稳步推进。在整体经济形势不确定的背景下，收购将完善公司产业链布局，缓冲广告行业不景气带来的增长压力。

按照公司业绩指引，2012 年归属于上市公司股东净利润为 12,900~14,810 万元，增幅为 30%~50%。我们维持此前盈利预测，预计 2012~2014 年公司 EPS 为 0.74 元、0.98 元与 1.14 元，对应当前股价 PE 为 29X、22X 与 19X，维持“谨慎推荐”评级。考虑公司内生增长稳定，且存在收购预期，可给予 35 倍 PE，6 个月内目标价看高至 25.9 元。

### 四、风险提示

- 1、宏观经济下滑；
- 2、广告行业竞争加剧；
- 3、并购项目未达预期。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2011A  | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)       | 3,717  | 4,440  | 5,092  | 5,602  |
| 增长率(%)          | 20.73% | 19.45% | 14.68% | 10.02% |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 99     | 143    | 188    | 219    |
| 增长率(%)          | 46.15% | 43.92% | 32.08% | 16.41% |
| 每股收益(元)         | 0.51   | 0.74   | 0.98   | 1.14   |
| PE              | 42.43  | 29.48  | 22.32  | 19.17  |
| PB              | 3.59   | 3.22   | 2.77   | 2.39   |

资料来源：民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

## 利润表

| 项目 (百万元)     | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 一、营业总收入      | 3,717 | 4,440 | 5,092 | 5,602 |
| 减：营业成本       | 3,267 | 3,816 | 4,362 | 4,793 |
| 营业税金及附加      | 49    | 58    | 61    | 62    |
| 销售费用         | 218   | 277   | 306   | 336   |
| 管理费用         | 63    | 89    | 97    | 101   |
| 财务费用         | (19)  | (5)   | (5)   | (6)   |
| 资产减值损失       | (1)   | 1     | 1     | 1     |
| 加：投资收益       | 11    | 5     | 5     | 5     |
| 二、营业利润       | 151   | 209   | 276   | 321   |
| 加：营业外收支净额    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 三、利润总额       | 151   | 209   | 276   | 321   |
| 减：所得税费用      | 37    | 51    | 67    | 78    |
| 四、净利润        | 115   | 158   | 209   | 244   |
| 归属于母公司的利润    | 99    | 143   | 188   | 219   |
| 五、基本每股收益 (元) | 0.51  | 0.74  | 0.98  | 1.14  |

## 主要财务指标

| 项目                | 2011A  | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA         | 35.08  | 20.51 | 15.28 | 12.74 |
| <b>成长能力:</b>      |        |       |       |       |
| 营业收入同比            | 20.7%  | 19.5% | 14.7% | 10.0% |
| 营业利润同比            | 65.7%  | 37.9% | 32.1% | 16.4% |
| 净利润同比             | 68.5%  | 37.9% | 32.1% | 16.4% |
| <b>营运能力:</b>      |        |       |       |       |
| 应收账款周转率           | 16.80  | 15.36 | 15.26 | 14.97 |
| 存货周转率             | --     | --    | --    | --    |
| 总资产周转率            | 1.97   | 2.07  | 2.11  | 2.04  |
| <b>盈利能力与收益质量:</b> |        |       |       |       |
| 毛利率               | 12.1%  | 14.1% | 14.3% | 14.4% |
| 净利率               | 2.7%   | 3.2%  | 3.7%  | 3.9%  |
| 总资产净利率 ROA        | 6.1%   | 7.4%  | 8.7%  | 8.9%  |
| 净资产收益率 ROE        | 10.5%  | 12.8% | 14.8% | 14.9% |
| <b>资本结构与偿债能力:</b> |        |       |       |       |
| 流动比率              | 2.25   | 2.32  | 2.36  | 2.46  |
| 资产负债率             | 42.8%  | 41.7% | 41.1% | 39.7% |
| 长期借款/总负债          | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| <b>每股指标 (元)</b>   |        |       |       |       |
| 每股收益              | 0.51   | 0.74  | 0.98  | 1.14  |
| 每股经营现金流量          | (0.27) | 0.97  | 0.82  | 1.05  |
| 每股净资产             | 6.08   | 6.78  | 7.87  | 9.14  |

## 资产负债表

| 项目 (百万元)         | 2011A        | 2012E        | 2013E        | 2014E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 824          | 1,011        | 1,176        | 1,386        |
| 应收票据             | 106          | 133          | 153          | 168          |
| 应收账款             | 267          | 311          | 356          | 392          |
| 预付账款             | 673          | 666          | 764          | 840          |
| 其他应收款            | 28           | 44           | 51           | 56           |
| 存货               | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动资产           | 1            | 1            | 1            | 1            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1,900</b> | <b>2,166</b> | <b>2,500</b> | <b>2,843</b> |
| 长期股权投资           | 34           | 39           | 39           | 39           |
| 固定资产             | 31           | 34           | 36           | 37           |
| 在建工程             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 其他非流动资产          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>148</b>   | <b>75</b>    | <b>77</b>    | <b>77</b>    |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,048</b> | <b>2,241</b> | <b>2,577</b> | <b>2,921</b> |
| 短期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付票据             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款             | 286          | 305          | 349          | 383          |
| 预收账款             | 468          | 572          | 654          | 719          |
| 其他应付款            | 34           | 30           | 30           | 30           |
| 应交税费             | 30           | 25           | 25           | 25           |
| 其他流动负债           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>844</b>   | <b>933</b>   | <b>1,058</b> | <b>1,157</b> |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动负债          | 2            | 2            | 2            | 2            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>     |
| <b>负债合计</b>      | <b>876</b>   | <b>935</b>   | <b>1,060</b> | <b>1,159</b> |
| 股本               | 193          | 193          | 193          | 193          |
| 资本公积             | 653          | 653          | 653          | 653          |
| 留存收益             | 255          | 374          | 564          | 784          |
| 少数股东权益           | 71           | 86           | 107          | 132          |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>1,171</b> | <b>1,307</b> | <b>1,517</b> | <b>1,761</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>2,048</b> | <b>2,241</b> | <b>2,577</b> | <b>2,921</b> |

## 现金流量表

| 项目 (百万元)  | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流量  | (53)  | 187   | 158   | 202   |
| 投资活动现金流量  | (5)   | (5)   | 1     | 2     |
| 筹资活动现金流量  | (28)  | 5     | 5     | 6     |
| 现金及等价物净增加 | (85)  | 187   | 165   | 210   |

资料来源：民生证券研究院

## 分析师与联系人简介

郑平，中国人民大学管理学博士，曾任工信部高级工程师。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

## 评级说明

| 公司评级标准                                   | 投资评级 | 说明                      |
|------------------------------------------|------|-------------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深300指数涨幅20%以上        |
|                                          | 谨慎推荐 | 相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间  |
|                                          | 中性   | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|                                          | 回避   | 相对沪深300指数下跌10%以上        |
| 行业评级标准                                   |      |                         |
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深300指数涨幅5%以上         |
|                                          | 中性   | 相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间   |
|                                          | 回避   | 相对沪深300指数下跌5%以上         |

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。