

# 省广股份 (002400)

公司研究/点评报告

## 雅润广告收购落地, 价值链结构进一步完善

——省广股份 (002400) 收购雅润广告点评

点评报告/传媒行业

2013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: 公司拟收购雅润文化 100% 的股权, 资产作价 5.7 亿元, 收购方案为 75% 股权支付加 25% 现金支付, 公司需现金支付 1.425 亿元。公司计划配套融资 1.9 亿元, 发行股份购买资产股价为 37.56 元/股; 发行底价 33.81 元/股, 收购完成后公司总股本将由 385,499,812 股变更为 402,501,231 股。雅润文化公司给出的业绩承诺为: 2013~2016 年扣非净利润应分别不低于 5,720 万元、6,500 万元、7,500 万元、8,400 万元。

### 二、分析与判断

#### ➤ 收购雅润文化 100% 的股权, 对应 2013~2016 年收购 PE 为 10.0X、8.8X、7.6X、6.8X, 收购 PE 合理

1、公司拟收购雅润文化 100% 的股权, 资产作价 5.7 亿元, 收购方案为 75% 股权支付与 25% 现金支付, 公司需现金支付 1.425 亿元, 收购价格较为合理。(1) 雅润文化公司业绩承诺为: 2013~2016 年扣非净利润应分别不低于 5,720 万元、6,500 万元、7,500 万元、8,400 万元。四年平均复合增速为 12.9%, 对应 2013~2016 年收购 PE 为 10.0X、8.8X、7.6X、6.8X, 收购 PE 合理。(2) 按照公司配套融资完成后 4.02 亿的总股本以及雅润的业绩承诺, 收购有望为公司 2014~2016 年分别贡献 0.16 元、0.19 元、0.21 元的业绩增厚。

2、我们此前判断, 在公司“内生+外延”发展思路指引下, 公司年内将延续区域互补, 业务协同的投资并购方向, 借助不断外延式兼并收购来整合区域性优质资源, 对国内弱势区位进行补强, 进一步延伸产业服务链条。此次收购符合预期。

3、我们认为, 雅润文化作为一家扎根华北、华东区域的电视广告代理商, 已与 9 省市数十家电视媒体建立良好合作关系, 此次并购将为公司带来区域、客户、服务等多方面的互补。将补充公司的媒体代理资源, 提升公司毛利率, 增加国际 4A 公司客户比重, 提升公司在华东、华北区的市场份额。我们预计, 并购将加速公司整合地方性电视媒体资源渠道, 完善价值链结构, 进一步提升综合竞争力。

#### ➤ 借整合打通产业链上下游, 带来盈利能力、毛利率、客户资源等多方面提升

1、收购雅润有利于提升公司业务规模并增强盈利能力, 提升公司毛利率水平。(1) 雅润文化 2011 年和 2012 年营业收入分别相当于同期上市公司营业收入的 5.52% 和 7.38%, 归属于母公司股东净利润分别相当于同期上市公司归属于母公司股东净利润的 46.45% 和 28.59%, 收购将有效提升公司业务规模, 增强盈利能力。(2) 雅润文化以买断式经营模式为主, 2013 年 1~8 月、2012 年度及 2011 年度, 买断代理模式业务收入占雅润文化电视广告代理业务比例分别为 56.71%、65.48% 和 81.25%。考虑到广告时段的采购价格低于以销定购式常规代理模式下获取广告时段的价格, 因此雅润文化毛利率相对常规代理模式为主的广告公司毛利率要更高。(3) 预计收购将有效提升公司毛利率。2013 年 1~8 月、2012 年度及 2011 年度, 雅润文化毛利率分别为 22.49%、26.29% 和 36.82%, 高于公司 2013 年前三季度 17.35% 毛利率水平。

2、借收购整合多地的电视媒体资源渠道及户外媒体资源, 实现广告客户与媒体资源的对接, 完善价值链结构。(1) 电视广告代理业务收入占雅润文化营收 85% 以上, 主要电视媒体广告资源有: 天津电视台体育频道、四川电视台科教频道、重庆电视台科教频道、西安教育电视台、四川广播电视台新闻资讯频道、重庆娱乐频道、陕西三套等; 此外, 雅润还有户外媒体广告资源, 如武汉地铁电视、天津移动电视、户外大牌等。(2) 雅润文化在 2011 年与武汉广播电视总台通过合营运营模式, 成立合营公司独家代理武汉电视台 7 个频道的广告经营权。2012 年、2013 年雅润将此模式复制到合肥、南京等地, 验证模式较好的可复制性。(3) 通过并购雅润文化, 省

**强烈推荐**

维持评级

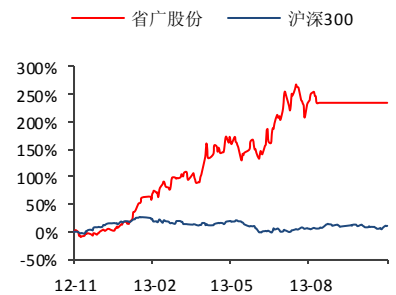
合理估值:

暂无

#### 交易数据 (2013-11-20)

收盘价 (元)	36.65
近 12 个月最高/最低	40.9/9.76
总股本 (百万股)	385.50
流通股本 (百万股)	329.35
流通股比例%	85.44%
总市值 (亿元)	141.29
流通市值 (亿元)	120.71

#### 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《借本土领军者资源优势, 打造国际整合营销平台》2013.09.10
2. 省广股份 (002400) 点评报告《业绩符合预期, 营销价值释放, 全年高速增长可期》2013.09.08
3. 省广股份 (002400) 点评报告《业绩符合预期, 稳步构建全产业链经营体系》2013.03.27

广股份可以迅速整合包括武汉、南京、合肥、天津、成都、重庆、西安、泉州等多个地区电视媒体广告经营权，丰富自身的户外媒体广告资源。并购将有利于公司实现广告客户与媒体资源的对接，最大化产业资源价值。

3、借收购优化客户资源结构，实现区域资源互补。(1) 公司收入来源集中于华南地区，2013年1~6月、2012年、2011年及2010年，公司在华南地区营业收入占比分别为52.32%、69.41%、65.81%及64.75%；客户类型主要为直接广告主客户。(2) 雅润文化的客户地域主要集中于华东、华北区，主要客户有：广东凯络广告有限公司、群邑(上海)广告有限公司、上海李奥贝纳广告有限公司、北京电通广告有限公司、阳狮广告有限公司等实力一流的国际4A广告公司，公司有望借收购优化客户资源结构，实现区域资源上的互补。

### 三、盈利预测与投资建议

公司作为本土领先的大型综合性广告公司，积极推进现有业务纵向深化整合和横向业务运营协同，整合营销传播价值正不断提升。公司稳健务实的管理作风为其成长为“国际化整合营销传播集团”提供保障，并购因素驱动下业绩持续高增长可期。

公司近年来积极开拓领地，借投资并购，整合不同区域的资源与市场，并在电视媒体代理、新媒体经营、互动营销、管理咨询等业务上进行补充和延伸。我们认为，随着并购标的与原有业务实现深度融合，公司整合营销传播价值将不断提升。

考虑收购业绩增厚，我们上调盈利预测，预计公司2013~2015年备考EPS为0.85元、1.04元、1.24元。对应停牌前股价PE为43X、35X、30X。维持强烈推荐评级。

### 四、风险提示：

1、宏观经济下滑；2、广告行业竞争加剧；3、并购项目盈利未达预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	4,627	6,139	7,487	8,651
增长率(%)	24.47%	32.68%	21.97%	15.54%
归属母公司股东净利润(百万元)	181	328	399	480
增长率(%)	82.66%	81.31%	21.76%	20.09%
每股收益(元)	0.47	0.85	1.04	1.24
PE	78.10	43.07	35.38	29.46
PB	5.05	8.27	6.46	5.12

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)	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	4,627	6,139	7,487	8,651
减：营业成本	3,895	5,040	6,168	7,042
营业税金及附加	63	85	103	121
销售费用	318	399	438	536
管理费用	94	123	180	234
财务费用	(17)	(7)	(9)	(12)
资产减值损失	10	10	10	10
加：投资收益	12	12	12	11
二、营业利润	276	502	609	731
加：营业外收支净额	2	2	1	1
三、利润总额	278	503	611	733
减：所得税费用	64	116	141	169
四、净利润	214	387	470	564
归属于母公司的利润	181	328	399	480
五、基本每股收益 (元)	0.47	0.85	1.04	1.24

## 主要财务指标

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>EV/EBITDA</b>	<b>30.57</b>	<b>29.94</b>	<b>24.51</b>	<b>20.26</b>
<b>成长能力:</b>				
营业收入同比	24.5%	32.7%	22.0%	15.5%
营业利润同比	82.3%	81.9%	21.4%	20.0%
净利润同比	86.0%	81.3%	21.3%	19.9%
<b>营运能力:</b>				
应收账款周转率	11.58	9.92	9.51	9.20
存货周转率	4426.05	3430.81	3336.05	3270.20
总资产周转率	1.97	2.12	2.11	2.00
<b>盈利能力与收益质量:</b>				
毛利率	15.8%	17.9%	17.6%	18.6%
净利率	3.9%	5.3%	5.3%	5.5%
总资产净利率 ROA	9.1%	13.3%	13.3%	13.1%
净资产收益率 ROE	16.6%	24.9%	24.1%	22.8%
<b>资本结构与偿债能力:</b>				
流动比率	2.04	2.10	2.20	2.36
资产负债率	47.0%	46.0%	44.2%	41.4%
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	0.47	0.85	1.04	1.24
每股经营现金流量	0.24	0.60	0.80	0.79
每股净资产	7.26	4.43	5.67	7.16

资料来源：民生证券研究院

## 资产负债表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	754	977	1,296	1,615
应收票据	194	258	322	389
应收账款	532	706	869	1,012
预付账款	707	982	1,161	1,384
其他应收款	84	111	142	173
存货	2	2	2	3
其他流动资产	19	15	14	13
<b>流动资产合计</b>	<b>2,292</b>	<b>3,051</b>	<b>3,806</b>	<b>4,589</b>
长期股权投资	41	46	51	56
固定资产	36	38	40	42
在建工程	0	0	0	0
无形资产	31	28	25	22
其他非流动资产	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>349</b>	<b>112</b>	<b>116</b>	<b>120</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,641</b>	<b>3,163</b>	<b>3,922</b>	<b>4,709</b>
短期借款	19	0	0	0
应付票据	3	4	4	4
应付账款	409	756	987	1,197
预收账款	456	504	555	563
其他应付款	128	120	115	110
应交税费	72	70	72	73
其他流动负债	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>1,125</b>	<b>1,454</b>	<b>1,733</b>	<b>1,947</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>1,242</b>	<b>1,455</b>	<b>1,735</b>	<b>1,949</b>
股本	193	386	386	386
资本公积	653	653	653	653
留存收益	409	465	874	1,363
少数股东权益	144	203	274	358
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,399</b>	<b>1,708</b>	<b>2,187</b>	<b>2,760</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,641</b>	<b>3,163</b>	<b>3,922</b>	<b>4,709</b>

## 现金流量表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流量	47	232	308	305
投资活动现金流量	(99)	3	2	2
筹资活动现金流量	(20)	(12)	9	12
现金及等价物净增加	(72)	222	319	319

## 分析师简介

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。

## 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

## 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

## 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。