

证券研究报告—动态报告公司快评
传媒
广告营销
省广股份 (002400)

收购雅润文化点评

推荐

(维持评级)

2013年11月22日

整合电视媒体资源，外延收购再上新台阶

证券分析师：陈财茂

010-88005322

chencm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120040

证券分析师：刘明

010-88005319

liuming@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100002

事项：

省广股份公告：以 57000 万元的对价收购雅润文化传播有限公司 100% 股权，其中现金对价占比 25%，即 14250 万元；另外向不超过 10 名特定对象非公开发行股份募集配套资金 19000 万元，本次交易总额为 76000 万元。

评论：

■ 整合优质电视媒体资源，广告布局日趋完善

标的：优质的电视媒体广告代理商。雅润文化传播有限公司成立于 2005 年，是国内领先的电视广告代理商，拥有多家二三线城市电视广告资源，买断或部分买断经营电视频道多达 34 个，长期与包括凯络广告、群邑广告、李奥贝纳广告等国际 4A 广告公司合作。近三年经营业绩持续增长，2012 年营业收入 3.41 亿元，同比增长 66.3%，归属母公司净利润 0.52 亿元，同比增长 8.9%。

表 1：雅润文化近三年经营业绩

项目(单位：万元)	2013年1-8月	2012年	2011年
资产总额	45,792.62	41,592.28	27,749.82
所有者权益合计	28,688.09	26,977.59	18,094.21
营业收入	24,441.50	34,140.41	20,526.86
营业成本	22,536.55	28,642.27	15,404.58
归属母公司净利润	1,694.34	5,172.63	4,750.52

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

双赢：广告布局日趋完善，毛利率有望继续提升。除了增厚业绩外，此次收购对公司媒体、客户拓展和外延战略产生重要影响：(1) 公司原有资源主要是平面媒体，收购雅润文化后获得了电视媒体的广告代理资源，可以满足广告客户的多元投放需求；(2) 公司原有客户类型多是直接广告主，而雅润文化主要客户为国际 4A 广告公司，交易后有利于客户资源的深度整合；(3) 雅润文化采取买断代理的经营模式，毛利率水平较高，2012 年为 27.3%，尽管随着市场竞争日趋激烈，仍高于公司目前 17% 左右的毛利率水平，因此交易有利于进一步提升公司毛利率。

对价：比较理性。雅润文化 2013-16 年业绩承诺分别为 5720/6500/7500/8400 万元，对应 2013 年 PE 则为 10 倍，预计交易 2014 年完成，对应 PE 为 8.8 倍，近年广告行业并购 PE 在 10 倍左右，因此对价比较理性。

■ 外延再上新台阶，维持“推荐”评级

预计公司 2013-15 年 EPS 为 0.71/0.95/1.31 元，对应 PE 为 52/39/28 倍，考虑此次交易，2014 年摊薄后的 EPS 约为 1.07 元，增厚业绩约 12.6%，对应 PE 为 34 倍。收购雅润是公司近三年最大规模的并购，与我们年初“年内将有更大规模的并购”的判断一致，预示公司外延扩张迈上新台阶，从代理资源看，后续互联网领域的广告收购值得期待，更大的成长空间值得期待，维持“推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	754	1010	1000	1007	营业收入	4627	5992	7609	9458
应收款项	810	739	938	1166	营业成本	3895	4949	6240	7661
存货净额	2	0	0	0	营业税金及附加	63	90	114	142
其他流动资产	727	899	1141	1419	销售费用	318	419	540	681
流动资产合计	2292	2647	3080	3592	管理费用	96	123	155	192
固定资产	36	49	51	53	财务费用	(17)	(11)	(7)	(7)
无形资产及其他	31	28	25	22	投资收益	12	12	10	10
投资性房地产	241	241	241	241	资产减值及公允价值变动	(10)	0	0	0
长期股权投资	41	43	45	47	其他收入	2	0	0	0
资产总计	2641	3008	3442	3955	营业利润	276	433	577	799
短期借款及交易性金融负债	19	10	213	10	营业外净收支	2	0	0	0
应付款项	412	345	435	534	利润总额	278	433	577	799
其他流动负债	695	892	704	867	所得税费用	64	108	144	200
流动负债合计	1125	1246	1352	1411	少数股东损益	33	51	68	94
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	181	274	365	505
其他长期负债	116	116	116	116					
长期负债合计	116	116	116	116	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1242	1363	1468	1527	净利润	181	274	365	505
少数股东权益	144	185	239	314	资产减值准备	10	(10)	0	0
股东权益	1255	1460	1734	2113	折旧摊销	8	8	9	9
负债和股东权益总计	2641	3008	3442	3955	公允价值变动损失	10	0	0	0
					财务费用	(17)	(11)	(7)	(7)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(266)	21	(540)	(243)
每股收益	0.47	0.71	0.95	1.31	其它	14	50	54	75
每股红利	0.23	0.18	0.24	0.33	经营活动现金流	(43)	343	(112)	346
每股净资产	6.51	3.79	4.50	5.48	资本开支	(11)	(8)	(8)	(8)
ROIC	16%	21%	22%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	14%	19%	21%	24%	投资活动现金流	(18)	(10)	(10)	(10)
毛利率	16%	17%	18%	19%	权益性融资	1	0	0	0
EBIT Margin	5%	7%	7%	8%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	7%	7%	8%	支付股利、利息	(44)	(68)	(91)	(126)
收入增长	24%	30%	27%	24%	其它融资现金流	79	(9)	203	(203)
净利润增长率	83%	51%	33%	38%	融资活动现金流	(9)	(78)	112	(329)
资产负债率	52%	51%	50%	47%	现金净变动	(70)	256	(10)	7
息率	1%	0%	1%	1%	货币资金的期初余额	824	754	1010	1000
P/E	78.1	51.6	38.7	28.0	货币资金的期末余额	754	1010	1000	1007
P/B	5.6	9.7	8.1	6.7	企业自由现金流	(74)	329	(119)	344
EV/EBITDA	53.4	33.6	25.1	17.8	权益自由现金流	5	327	89	146

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

- 《省广股份-002400-2013年一季报点评:业绩超预期,今天有望大手笔并购,调高评级至推荐》——2013-04-22
 《省广股份-002400-2012年度报告点评:内生强劲,外延收购将迈大步子》——2013-03-28
 《省广股份-002400-收购合众传播点评:外延扩张又迈一步,强化广告营销实力》——2012-11-21
 《省广股份-002400-“稳健经营,持续发展”指引成长之路》——2011-04-19

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计6个月内,股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎推荐	预计6个月内,股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内,股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	推荐	预计6个月内,行业指数表现优于市场指数10%以上
	谨慎推荐	预计6个月内,行业指数表现优于市场指数5%-10%之间
	中性	预计6个月内,行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计6个月内,行业指数表现弱于市场指数5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有,仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写,但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断,在不同时期,我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态;我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料,但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议,并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式,指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向客户发布的行为。