



协同效应发酵，大广告布局提升客户粘度

2014.01.10

强烈推荐(维持)

王聪 (首席分析师) 殷睿 (传媒研究员)

电话: 020-88836109 020-88836115

邮箱: Wangc_a@gzgzhs.com.cn yinr@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310512110004 A1310112100001

现价: 36.4

目标价: 47.7

涨幅空间: 31%

投资要点:

► **新领域广告主有所突破，2013 内生增长有望再超预期。**公司 3 季报公告业绩保持 68%增长，使得公司前三季度均保持区间上限高速发展。我们认为四季度有望继续保持该势头，内生增长 2013 年实现超预期增长:

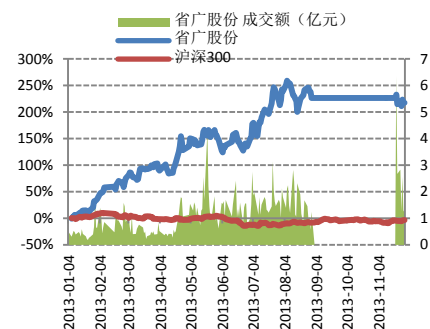
✓ **大客户开发渐现成效。**公司自去年开始不断开拓新行业客户，通讯类、快健康类、大健康以及金融类业务增速显著。其中通讯和快消已经超越汽车客户成为公司利润贡献最大的两个领域；通过与合众的整合，13 年健康类订单也大幅增加。总体而言，汽车客户对公司整体利润影响逐步减少；通讯和健康产业的发达对公司订单增长有更好地助力作用。

✓ **张弛有致地发展方式：**14 年公司将继续延续资源整合：(1) 优化客户质量和客户行业比重；(2) 延伸产业服务链条，提升毛利增值空间；(3) 进一步培养中高层管理人才，股权激励要尽快落实。我们认为，公司张弛有致地发展方式已经形成了“省广式”标志性特点，有助于公司成为基业长青的大型传媒营销集团。

► **媒介代理业务持续向好，毛利仍有提升空间。**2013 年上半年媒介代理业务突破 20 亿元，业务毛利率从 2007 年的 3.9% 上升至 2013 上半年的 12.4%。通过测算，**不考虑今年并购的雅润项目影响，公司原有的媒介代理业务取得 20% 左右的增长速度。**我们认为下一阶段媒介代理毛利仍有上升空间：(1) 前期并购项目协同作用陆续发酵，规模效应和议价能力逐步提升；(2) 去年并购的重庆年度和青岛先锋均是买断式媒体经营方式，高毛利率较高；(3) 公司 13 年开始采用集采模式，14 年考虑建立公司制的集采中心独立运作，未来媒介购买量仍有增长空间，集中竞买还将提高毛利水平。业务规模方面，东风日产、菲亚特、三精制药等客户的广告投放量均有增加，加上新增客户的贡献，13 年媒介代理毛利和规模均有所提升，是公司业绩增长的主要支撑。

► **前期收购项目表现较好，协同作用陆续显现。**合众传播、广州旗智上半年实现净利润 0.22 亿和 0.15 亿，占到全年净利润目标的 53% 和 49%，从下半年订单数量上看，全年业绩有望超预期；青岛先锋上半年收入远超去年全年收入的 80%，考虑到电视广告季度性收入确认的特点，下半年完成对赌协议目标问题不大；上海窗之外以及重庆年度上半年业绩离全

股价走势



指数表现

标的名称	1M	3M	6M	1Y
省广股份	15.6%	9.1%	23.1%	227.1%
沪深300	-8.2%	-10.7%	-2.9%	-14.3%
传媒	0.8%	-13.1%	29.1%	101.8%

公司基本资料

总市值 (亿元)	141.44
总股本 (亿股)	3.85
流通股比例	85.4%
资产负债率	52.4%
大股东	广东省广新控股集团有限 公司
大股东持股比例	20.6%

相关报告

- 《广证恒生-公司点评-省广股份：减持无碍基本面，流通增加提供购买时机》_20140109
- 《广证恒生-传媒调研纪要-省广股份：内生增长强劲，外延并购进入新阶段》_20131118



年净利润完成目标相差较大，下半年情况有好转，预计拖累效果不大。我们认为，随着公司旗下业务布局的整合推进，业务协同效应逐步提升，加速消化消化力度，收购项目完成对赌协议要求是大概率事件。

➤ **并购雅润，巩固电视广告地位。**公司日前公告将以现金+股份方式收购上海雅润。我们对雅润的看法不仅仅是目前6千万的净利润贡献，更多是背后的媒体资源：(1) 雅润在二三线城市建立了庞大而有效的电视媒体网络，能够承接电视媒体网络向二三线城市下沉的行业增长红利；(2) 省广的客户与雅润的订单能够有效地对接，加强订单消化能力；(3) 雅润将作为省广电视媒体集体采买平台，有利于提高媒介代理业务毛利水平。

➤ **减持规模小，无碍公司长期基本面发展。**

- ✓ 控股股东近半年累计减持近403万股，占总股本的1.04%，相较于2013年5月6日第四轮8,665.26万股解禁数量相比，规模较小，对上市公司股权结构不构成重大影响。
- ✓ 控股股东自公司上市后累计减持比例仅为2.44%，减持比重较小也反映出股东对公司长期基本面的看好与肯定。

➤ **看好公司长期发展，维持强烈推荐评级。**综合而言，公司今年业务订单量仍将按照预计区间上限增速发展，新客户、新业务以及新地域都有所突破，后续内部整合提升服务质量上值得期待；再加上14年世界杯体育盛事和并购等外部因素的影响，公司14年业绩保持稳健增长时较为确定的。

➤ **盈利预测与估值：**假设省广14年顺利完成雅润并购，并于下半年开始并表，考虑股本增加到4.03亿股，收购雅润文化对省广14-15年EPS分别增厚0.11元和0.19元。我们预计公司13-15年EPS分别为0.76、1.05和1.34元，对应53、38、30倍PE。目标价位52.5元。给予“强烈推荐”评级。

➤ **风险提示：**并购标的业绩不达预期，后续整合工作不佳。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	4626.65	5686.15	7022.39	8461.99
同比(%)	24.47%	22.90%	23.50%	20.50%
归属母公司净利润	180.91	307.25	424.13	539.43
同比(%)	76.90%	69.83%	38.04%	27.18%
毛利率(%)	15.81%	16.00%	17.20%	17.90%
ROE(%)	14.05%	19.96%	22.78%	23.61%
每股收益(元)	0.45	0.76	1.05	1.34
P/E	21.49	52.47	38.01	29.88
P/B	3.10	10.62	8.65	6.95
EV/EBITDA	12.41	36.91	27.04	20.76



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

【公司介绍】

省广股份是中国广告第一股，第一个纯广告公司上市。

1、公司历史介绍

公司于1979年成立的，且每个省都有一个以“省广”命名的广告公司。当时大量广告没有进入中国，中国市场也没有走向国外，因此各个省的“省广”是有垄断地位。

80年代中期发生一个变化。春兰空调是作为省广第一个转型升级的品牌。2002年公司实行第一次改制。相较于外贸企业来说，省广体量比较小。

2008年一月份第二次真正股份制改进，做了IPO。这两次的改制，导致了整个股权结构的改变：1、国资委依然是实际控制人；2、持股多元化，员工持股比重上升，省广重新焕发了生命力和活力。

在2008年以前，广东省省广排名第三，第一二分别是上海和北京；但到现在，公司已经远远超过各省的广告公司，这都是改制带来的员工积极性。目前广州国资委依然是我们的第一大股东，占有国字头的光；董事长和总经理分别有3.01%混合型的体制能充分发挥积极性。

在高管层方面，广深控股委派2个董事席位，其中一个任职党委书记；其它高管团队有4个董事席位。国资委对当前省广的结构非常满意，董事会对经营层也是充分地放权。

2、公司业务分析

从公司业务发展态势上看，从10年的5月6日中小板上市，无论从盈利收入的规模和利润，都是一个快速成长的过程。每年都能实现50%的增长，我们相信未来这个增速能够保持。与此同时，公司还担负着中国民族广告的扛旗者的角色。目前广告公司数量众多，种类也很多种。目前省广在国内现有广告公司排名前五位，前面是外资传媒在华设立的机构，从规模上看，与大型传播集团比较，省广发展空间还非常大。与业内人士谈到行业发展，有强大的使命感，希望有机会超越外资公司，走出国门。

从上市以后，公司逐步梳理业务结构，建立三大主营业务：

- 1、品牌管理业务。
- 2、媒介代理业务。基于客户端的媒介代理，根据客户的需要用订单式方式到每一个媒体去采购。每一个媒介团队工作量非常大。
- 3、自有媒体。目前省广做的是户外广告，最初围绕广州户外广告，后来是围绕四川西南地区买断式候车亭的户外广告。

省广的成长是伴随着中国经济以及行业周期共同发展的。90年代接的春兰空调这一订单，打响了省广在空调领域广告服务的品牌效应，其后这个行业的参与者都与省广都有紧密的合作。之后中国迈入汽车经济时代，省广第一个汽车品牌客户是广汽本田，第一个车型是雅阁，广本品牌在省广服务后具备很强的美誉度，之后也带起了整个行业广告服务趋势；对于酒类经济，公司第一个品牌是水井坊，围绕“元代酒坊”这个历史故事带起了后续相关酒类广告客户订单，如红星二锅头、董酒等。

上市后，省广要向国际4A公司发展历程和轨迹看齐，因此公司未来会继续内生增长+外延并购双轮驱动的战略模式，横向拓展盈利模式，纵向延伸产业链。目前省广已经有三年以上的成功并购经验：10年并购了广州旗智50.98%股权，并购纳入了公关（企业营销管理咨询）业务，组建了专业、细分化的公共团队，实现这个领域的突破；2012年底12月收购北京合众55%，结构与省广很像，是一家综合型的广告公司，但其主要客户集中在大健康行业（药品）；2012年中并购青岛先锋，目的是实现区域化和产业链延伸。

2013年9月2号，公司第一次用发行股份的方式以及全股份收购方式并购上海雅润。广告公司是轻资产公司：没有设备、没有存货，最大的创收因素——人有很大不确定性。因此在没有很好的逻辑和思维的前提下，在并购起步阶段，公司采用现金并购方式进行尝试，目的是将对股东和投资者可能的负面影响降至最小。

通过对以往多起案例并购经验的积累，公司管理层认为在并购标的筛选、后期业绩把握上已经遵循了相



关的经验和知识，因此开始采取发行股份收购的方式，启动第二阶段的并购步伐。

【问答环节】

Q：内生增长和外延并购不同的侧重点是什么？外延并购有什么考量？

A：IPO 上说了要区域性布局，目前在北京有分公司、还有省广合众，上海又并购了雅润和瑞格（线下营销，9 月并表），西南地区有重庆、成都，区域性布局已经基本完成。省广作为中国本土最大的广告公司，最大的竞争力是品牌管理，要做的事情就是围绕我们的基础在做事；外围是围绕我们的业务进行多元化拓展。整合营销传媒那么大的领域，有许多上下游产业空间可以做。产业链延伸不会一味追求他的体量，而是考虑与省广的协同与互补性，实现为客户提供更优质服务为目的。

Q：核心能力是团队还是客户？

A：品牌管理是原来广告公司的核心竞争力，靠的是人脑。但是往下走，靠的是更多的客户支持。省广有很多行业客户，比如瑞格，其是高端日化、酒；合众是大健康。在客户群上进行交叉销售。

Q：是否过分依赖团队，是否有被挖角的可能？

A：省广的业务结构不会依赖某一个人，如东方日产是一个团队为其服务，能拿到这个项目是因为省广多年在汽车行业的营销实力，是看重省广的平台，不是某一个人。广告行业流失率非常高，基层员工可能会到 70%，但省广近三年的高管流失率不超过 5%，核心团队的稳定：1、原有 76 个股东，现在在各个部门、事业部担任最重要的角色，省广的企业文化是以人为本；2、股权结构好；3、激励机制好。现在酝酿对新的核心骨干进行股权激励。目前纯广告的上市公司只有省广一家，这个平台对有志向的年轻人成长非常有帮助。

Q：客户粘性在哪里？

A：对团队的认可，对公司服务的认可。省广一直是团队作业，管理架构比较扁平化，有十几个事业部。事业部很大的自主权：招聘、费用考核、奖励机制等，跳槽后未必比事业部制好。事业部采用虚拟和独立核算相结合，不管完成、未完成、超额完成都有一套完整的考核机制。和投行不一样，广告行业是寡头行业。外资是流水线管理，整个全面业务工作并不熟悉；而省广是广告业的黄埔军校，非常专业，积累下来对一个流水线上的作业都有非常清晰的了解和运作能力。

Q：目前公司客户主要以汽车、快消品、通讯客户居多，未来客户有什么变化。

A：未来整个成长在金融和大健康有很大的突破空间。目前在着手布局，如合众并购是布局大健康；现在一些事业部也在布局金融产业。省广会围绕中国经济的增长布局相关受益行业。

Q：新媒体发展非常快，有无战略性思考。

A：大家都知道，互联网会越来越强，在互联网投放的比重会越来越大。省广早就已经意识到了，但这个投放比重也有一个统计口径的问题，有些第三方机构将占一点边的广告都归类为数字营销。公司应对策略有三点：1、2012 年初成立赛博互动（网络互动的全资子公司），搭建公司网络数字化的广告平台；2、在新媒体、新技术的研发和广告的对接也在积极做工作，在新广告客户的拓展也在进行；3、为接下来数字营销标的公司的并购也在人才和技术储备。



Q: 户外媒体怎么看?

A: 户外媒体作为一种长期以来、特别是某一个阶段非常重要、客户非常依赖的手段。从客户需求上看, 这个媒体还没有过时。数字营销或互联网媒体是否 100%? 客户的投放结构一定是多元化的, 平面、电视、户外、广播原有四大媒体还会长期存在, 这一块比重在省广内生式盈利结构不小。永远不会消失, 而且会呈现一个稳定的状态。

Q: LED 屏广告市场?

A: 传统户外媒体与新型互动式的媒体之间的关系。从区域来说, 西南、深圳、海口都有户外阵地, 未来灯箱的升级改造、与消费者互动的模式已经出现了, 我们已经在研究。应该会适当补充, 但不会完全依赖。

Q: 布局大健康和金融, 节奏如何? 慢慢做还是整合?

A: 目前正在整合团队, 如合众。按照省广的成长轨迹, 需要一个突出的品牌才吸引行业客户。目前已经不但是集中在医药大健康, 还拿到中国人寿订单。

Q: 采购媒介资源方面怎么样?

A: 上市前, 基于客户端的代理, 按照客户需求零散购买。现在陆续集中购买, 还会做买断式购买, 毛利率更高。并购后的公司与省广的订单结合起来消化更快。

Q: 买断式在媒体资源的比重多少?

A: 约为 10%。体量储备较大的时候, 采购比较适合。即便经济行情不好, 媒体端也会将价格向下调。

Q: 基于客户端, 怎么赚钱?

A: 差价+代理费。

Q: 自有媒体平台化是什么意思?

A: 原来只有某一个区域, 如成都公交亭; 后面深圳、海南也有了, 我们就整体打包销售。买断经营权, 自己寻找客户获得广告收益。

Q: 今后超过 10 个亿的客户有多少?

A: 目前只有 1 个, 我们也在积极拓展。

Q: 通过中介机构投放的价值在哪里? 价值增值在哪里?

A: 公司的广告部门只有几个人。这个行业在细分化, 一个好的品牌管理不是几个人可以完成。这也是广告行业存在的价值。



附表:

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2292.06	2770.63	3648.44	4029.56
现金	754.31	1289.37	1431.65	1674.51
应收账款	531.54	461.88	627.43	805.19
其它应收款	84.01	0.00	112.90	32.92
预付账款	707.50	806.64	1216.95	1183.24
存货	1.56	0.90	1.45	1.94
其他	213.14	211.84	258.07	331.75
非流动资产	349.15	229.26	283.98	328.21
长期投资	41.02	54.90	72.99	90.72
固定资产	35.99	34.95	36.33	38.05
无形资产	30.74	31.58	33.90	37.59
其他	241.40	107.83	140.76	161.85
资产总计	2641.21	2999.89	3932.42	4357.76
流动负债	1125.49	1271.51	1820.61	1755.68
短期借款	19.28	96.85	364.36	116.61
应付账款	408.75	402.48	580.84	616.22
其他	697.46	772.18	875.41	1022.85
非流动负债	116.46	49.60	66.13	77.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	116.46	49.60	66.13	77.39
负债合计	1241.95	1321.11	1886.74	1833.07
少数股东权益	144.31	160.92	182.95	206.71
归属母公司股东权益	1254.95	1517.86	1862.74	2317.98
负债和股东权益	2641.21	2999.89	3932.42	4357.76

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	47.00	445.40	-23.49	590.28
净利润	213.56	323.86	446.16	563.19
折旧摊销	9.65	13.85	14.19	12.43
财务费用	-16.97	-9.77	-14.16	-15.64
投资损失	-12.00	-10.96	-15.12	-13.53
营运资金变动	-195.82	124.94	-453.95	44.58
其它	48.59	3.48	-0.61	-0.75
投资活动现金流	-98.70	113.23	-52.98	-42.41
资本支出	104.94	-62.68	19.22	14.40
长期投资	7.41	13.43	18.16	17.84
其他	13.65	63.98	-15.60	-10.17
筹资活动现金流	-19.99	-113.99	-46.62	-54.39
短期借款	19.28	-12.86	2.14	2.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-39.27	-101.14	-48.76	-57.25
现金净增加额	-71.69	444.64	-123.09	493.48

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	4626.65	5686.15	7022.39	8461.99
同比(%)	24.47%	22.90%	23.50%	20.50%
归属母公司净利润	180.91	307.25	424.13	539.43
同比(%)	76.90%	69.83%	38.04%	27.18%
毛利率(%)	15.81%	16.00%	17.20%	17.90%
ROE(%)	14.05%	19.96%	22.78%	23.61%
每股收益(元)	0.45	0.76	1.05	1.34
P/E	21.49	52.47	38.01	29.88
P/B	3.10	10.62	8.65	6.95
EV/EBITDA	12.41	36.91	27.04	20.76

利润表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	4626.65	5686.15	7022.39	8461.99
营业成本	3895.06	4776.37	5814.54	6947.29
营业税金及附加	63.20	70.26	91.76	110.24
营业费用	317.90	335.30	435.94	535.24
管理费用	93.72	98.45	127.38	157.14
财务费用	-16.97	-9.77	-14.16	-15.64
资产减值损失	9.76	4.94	6.59	11.05
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.00	10.96	15.12	13.53
营业利润	275.98	421.56	575.46	730.19
营业外收入	2.58	1.43	1.78	1.93
营业外支出	0.94	0.87	1.03	0.95
利润总额	277.62	422.12	576.21	731.18
所得税	64.06	98.27	130.05	167.99
净利润	213.56	323.86	446.16	563.19
少数股东损益	32.64	16.61	22.03	23.76
归属母公司净利润	180.91	307.25	424.13	539.43
EBITDA	265.79	408.80	563.42	711.45
EPS (摊薄)	0.45	0.76	1.05	1.34

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入增长率	24.47%	22.90%	23.50%	20.50%
营业利润增长率	82.32%	52.75%	36.51%	26.89%
归属于母公司净利润增长率	76.90%	69.83%	38.04%	27.18%
获利能力				
毛利率	15.81%	16.00%	17.20%	17.90%
净利率	4.62%	5.70%	6.35%	6.66%
ROE	14.05%	19.96%	22.78%	23.61%
ROIC	15.44%	18.75%	19.08%	22.10%
偿债能力				
资产负债率	47.02%	44.04%	47.98%	42.06%
净负债比率	1.38%	5.77%	17.81%	4.62%
流动比率	2.04	2.18	2.00	2.30
速动比率	2.04	2.18	2.00	2.29
营运能力				
总资产周转率	1.97	2.02	2.03	2.04
应收账款周转率	0.11	0.08	0.09	0.10
应付账款周转率	11.22	11.78	11.83	11.61
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.76	1.05	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	1.11	-0.06	1.46
每股净资产(最新摊薄)	3.47	4.17	5.08	6.26
估值比率				
P/E	21.49	52.47	38.01	29.88
P/B	3.10	10.62	8.65	6.95
EV/EBITDA	12.41	36.91	27.04	20.76
永续增长率	3.00%		WACC	10.17%
终值	9109.03		Ke	10.60%
企业价值	13881.52		Kd	4.61%
非核心资产价值	1344.49		t	23.28%
债务价值	98.14		Rf	4.00%
股权价值	14966.95		Rm	10.00%
股本	403.00		Rm-Rf	6.00%
每股价值	37.14		Beta	1.10



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

分析师简介:

王聪: TMT 首席分析师，西安交通大学网络与体系结构方向硕士。4 年中国电信工作经验，4 年证券研究经验，对通信行业有着较为丰富的实务经历及深刻见解。2011 年、2013 年中国证券报“金牛分析师”第一名团队核心成员，主要研究方向通信服务、互联网及传媒等。

殷睿: 传媒研究员。企业管理学硕士。1 年宏观经济领域研究经验，2013 年中国证券报“金牛分析师”团队核心成员。企业财务及战略研究功底扎实，宏观经济研究框架感较强，善于从政策走向以及商业模式变动等独特视角提供投资思路。主要研究新传媒方向。

广证恒生:

地址: 广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电话: 020-88836132, 020-88836133

邮编: 510623

股票评级标准:

强烈推荐: 6 个月内相对强于市场表现 15% 以上;

谨慎推荐: 6 个月内相对强于市场表现 5%—15%;

中性: 6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动;

回避: 6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺:

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示:

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。