



内生增长强劲，外延并购步伐不停

2014.03.25

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

强烈推荐 (维持)

现价: 33.9
目标价: 52.5
涨幅空间: 55%

事件:

公司发布2013年报,2013年实现营业总收入55.9亿,同比增长20.84%;归属母公司净利润2.87亿,同比增长58.9%,对应2013年EPS为0.75元。

投资要点:

► **增速略超预期,整合效益逐步显现。**省广13年收入规模近56亿元,较上年同期相比增长20.8%,略超我们的预期。我们认为公司净利润大幅增长的主要原因有两点:(1) **媒介代理业务推行多层次化和采购规模扩大化模式,提高议价能力**,整体毛利率提升了3.06个百分点;(2) **公司内生业务净利润增速基本在40%以上**,其中成都经典视线净利润贡献5800万元,增速达到47.5%,源于整合效益带来公司整体毛利大幅提高。

► **新领域广告主有所突破,2014内生增长有望再超预期。**公司13年客户质量进一步优化及提升,客户覆盖行业陆续扩张:

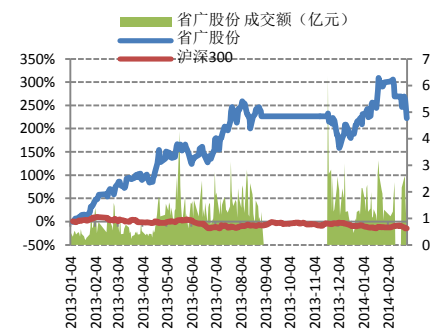
✓ **大客户开发渐现成效。**公司自去年开始不断开拓新行业客户,通讯类、快消费类、大健康以及金融类业务增速显著;通过与合众的整合,13年健康类订单也大幅增加。总体而言,汽车客户对公司整体利润影响逐步减少;通讯和健康产业的发达对公司在该类行业的新订单增长有更好地助力作用。

✓ **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,加速股权激励方案落实。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。

✓ **交叉推广助力多元化营销实力。**随着公司在产业链布局的完善,除了协同作用外,交叉推广成为提升多元化营销服务能力的重要动力。目前,公司已经运营全行业领先的“广告数字化运营系统”,集成了消费者洞察、品牌策略、创意发想、媒介策划等多模块运用,有效地为客户提供营销全链条解决方案,营销实力的提升能够有效地支持省广获取和维系大客户的能力。

► **媒介代理业务持续向好,毛利仍有提升空间。**2013年媒介代理毛利率从去年的9.82%上升至12.88%,同比上升3个百分点。通过测算,公司原有的媒介代理业务取得53%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)公司13年并购海南经典视线,进一步提升自有媒体资源优势,买断式媒体经营毛利率较高;(3)公司13年开始采用集采

股价走势



指数表现

标的名称	1M	3M	6M	1Y
省广股份	-19.7%	3.8%	-6.6%	93.2%
沪深300	-4.1%	-9.8%	-7.8%	-16.1%
传媒	-0.7%	15.2%	18.1%	97.4%

公司基本资料

总市值 (亿元)	130.80
总股本 (亿股)	3.85
流通股比例	87.1%
资产负债率	45.3%
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:整合效益显现,推动业绩高速增长》_20140227
- 《广证恒生-调研纪要-省广股份:协同效应发酵,大广告布局提升客户粘度》_20140110
- 《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



廣證恒生

GUANGZHENG HANG SENG

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，集中竞买还将提高竞价水平。业务规模方面，快消类和大健康类客户的广告投放量均有增加，考虑到客户粘性的增强，预计14年媒介代理毛利和规模仍有上升空间，是公司业绩增长的主要支撑。

- **雅润并购即将完成，产业链布局加速。**公司2月20日晚公告收购雅润项目获得证监会并购重组委审核通过，标志着公司收购雅润即将完成，将会形成增量贡献。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，加快推进产业链布局。
- **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14-15年EPS分别为1.04和1.34元，对应38、30倍PE。目标价位52.5元，还有55%空间。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

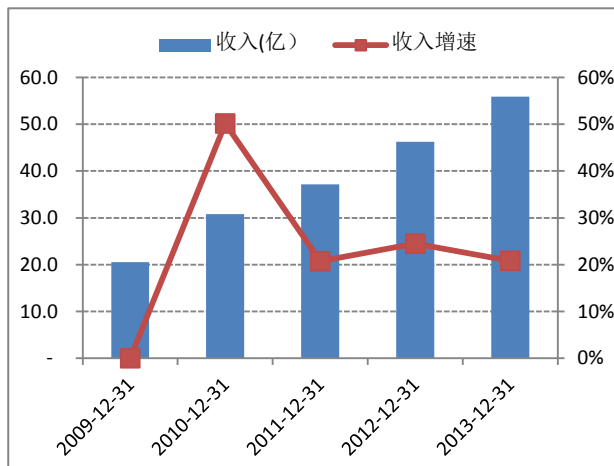
主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	4626.65	5686.15	7022.39	8461.99
同比(%)	24.47%	22.90%	23.50%	20.50%
归属母公司净利润	180.91	285.20	401.19	517.70
同比(%)	76.90%	57.64%	40.67%	29.04%
毛利率(%)	15.81%	15.50%	16.80%	17.60%
ROE(%)	14.05%	18.66%	21.92%	23.19%
每股收益(元)	0.47	0.74	1.04	1.34
P/E	20.53	54.00	38.39	29.75
P/B	2.96	10.30	8.46	6.83
EV/EBITDA	11.76	37.86	28.54	21.61



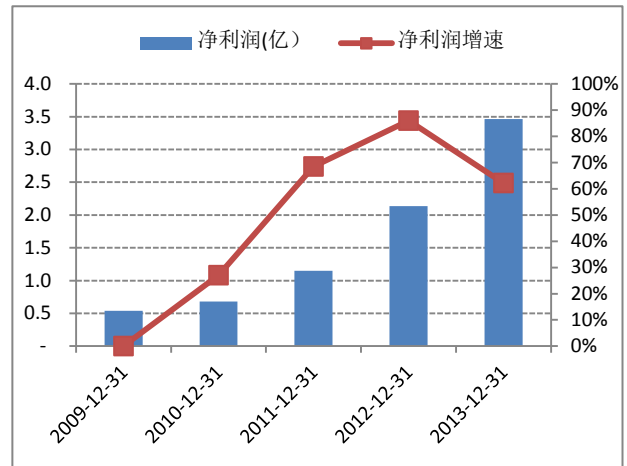
➤ 增速略超预期，整合效益逐步显现

省广 13 年收入规模近 56 亿元，较上年同期相比增长 20.8%，略超我们的预期。我们认为公司净利润大幅增长的主要原因有两点：（1）媒介代理业务推行多层次化和采购规模扩大化模式，提高议价能力，整体毛利率提升了 3.06 个百分点；（2）公司内生业务净利润增速基本在 40% 以上，其中成都经典视线净利润贡献 5800 万元，增速达到 47.5%，源于整合效益带来公司整体毛利大幅提高

图表 1 公司收入增速维持在 20% 左右

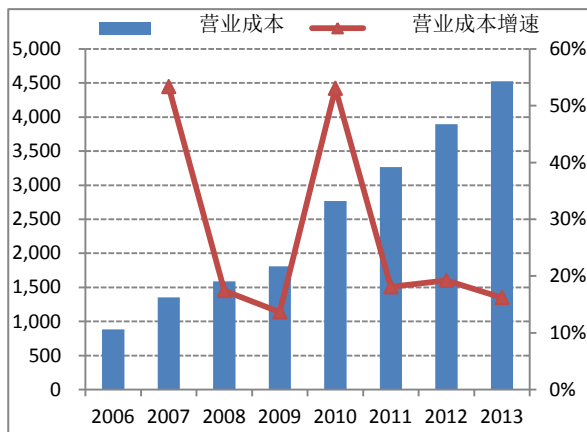


图表 2 13 年公司净利润增速达到 62%

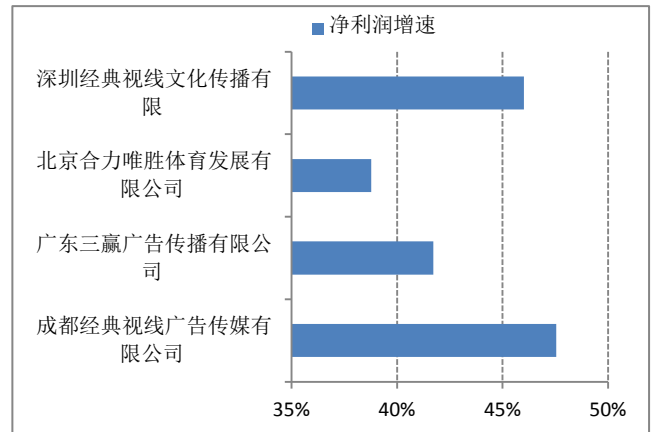


资料来源：Wind，广证恒生

图表 3 公司成本控制得力



图表 4 公司内生部门净利润增速基本在 40% 以上



资料来源：公司年报，广证恒生

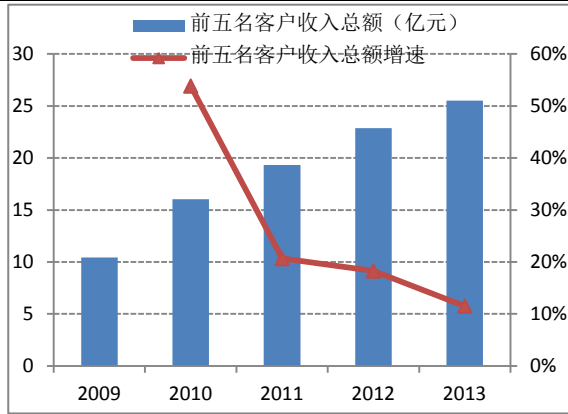
➤ 新领域广告主有所突破，2013 内生增长有望再超预期。

公司 13 年客户质量进一步优化及提升，客户覆盖行业陆续扩张：

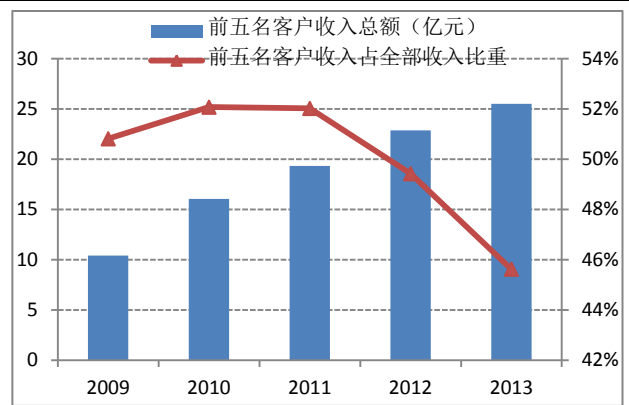
- ✓ **大客户开发渐现成效。**公司自去年开始不断开拓新行业客户，通讯类、快消费类、大健康以及金融类业务增速显著；通过与合众的整合，13 年健康类订单也大幅增加。总体而言，汽车客户对公司整体利润影响逐步减少；通讯和健康产业的发达对公司在该类行业的新订单增长有更好地助力作用。



图表 5 公司前五名客户收入增速逐步下降



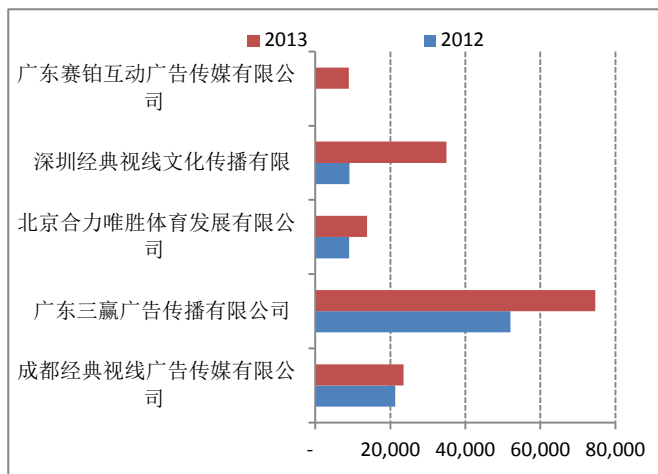
图表 6 公司前五名客户收入比重稳步下降



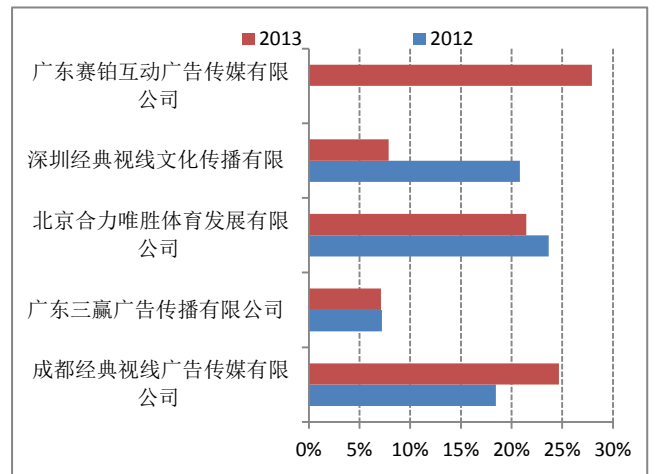
资料来源: Wind, 广证恒生

- ✓ **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, 加速股权激励方案落实。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。

图表 7 公司内生收入增长明显



图表 8 公司业务净利率均出现不同程度地上升



资料来源: Wind, 广证恒生

- ✓ **交叉推广助力多元化营销实力。** 随着公司在产业链布局的完善, 除了协同作用外, 交叉推广成为提升多元化营销服务能力的重要动力。目前, 公司已经运营全行业领先的“广告数字化运营系统”, 集成了消费者洞察、品牌策略、创意发想、媒介策划等多模块运用, 有效地为客户提供营销全链条解决方案, 营销实力的提升能够有效地支持省广获取和维系大客户的能力。

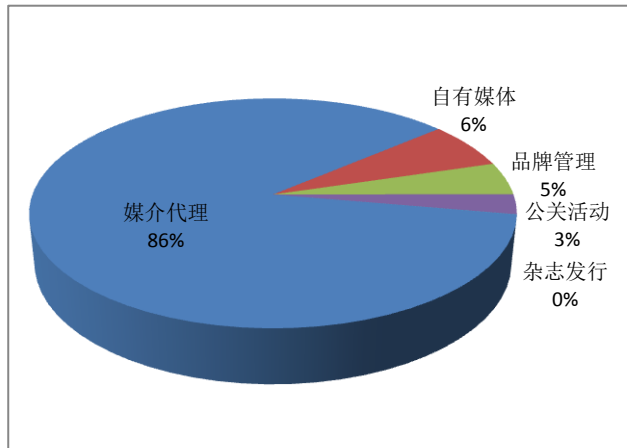
➢ 媒介代理业务持续向好, 毛利仍有提升空间。

2013 年媒介代理毛利率从去年的 9.82% 上升至 12.88%, 同比上升 3 个百分点。通过测算, **公司原有的媒介代理业务取得 53% 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

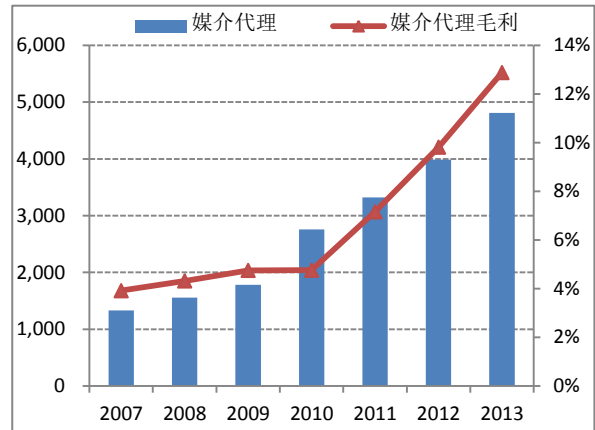


同作用陆续发酵，规模效应和议价能力逐步提升；(2) 公司 13 年并购海南经典视线，进一步提升自有媒体资源优势，买断式媒体经营毛利率较高；(3) 公司 13 年开始采用集采模式，14 年考虑建立公司制的集采中心独立运作，未来媒介购买量仍有增长空间，集中竞买还将提高竞价水平。业务规模方面，快消类和大健康类客户的广告投放量均有增加，考虑到客户粘性的增强，预计 14 年媒介代理毛利和规模仍有上升空间，是公司业绩增长的主要支撑。

图表 9 媒介代理是公司主要收入来源

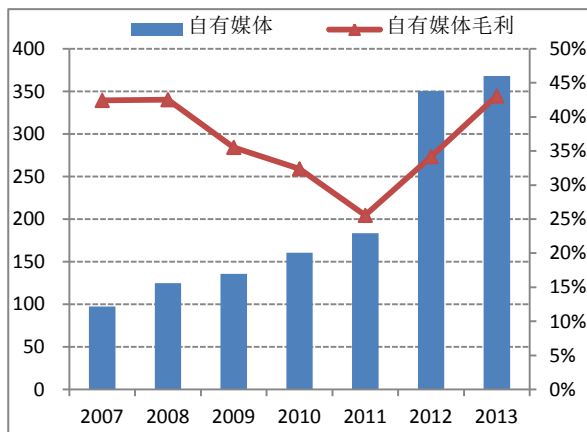


图表 10 媒介代理毛利稳步提升

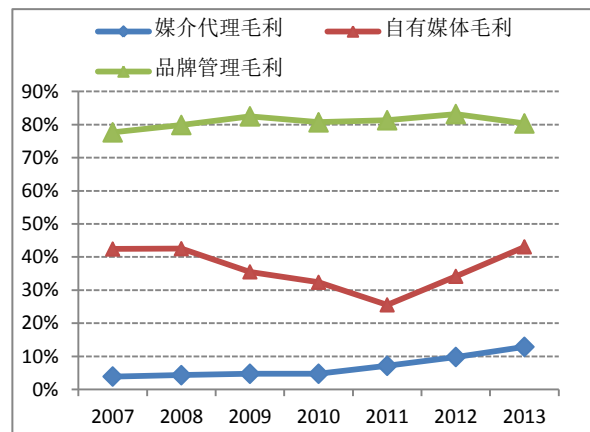


资料来源: Wind, 广证恒生

图表 11 公司自有媒体业务盈利能力快速增长



图表 12 公司三块主要业务毛利均保持稳步上升



资料来源: Wind, 广证恒生

➤ **雅润并购即将完成，产业链布局加速。**

公司 2 月 20 日晚公告收购雅润项目获得证监会并购重组委审核通过，标志着公司收购雅润即将完成，将会形成增量贡献。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，加快推进产业链布局。



图表 13 雅润旗下主要的电视媒体广告资源

代理期间	电视频道	经营主体	广告代理模式
2006 年至今	天津电视台体育频道	雅润文化	全频道买断
2009 年至今	四川电视台科教频道	雅润文化	部分时段买断
2010 年至今	重庆电视台科教频道	雅润文化	部分时段买断
2010 年至今	西安教育电视台	雅润文化	部分时段买断
2012 年至今	四川广播电视台新闻资讯频道	雅润文化	部分时段买断
2012 年至今	重庆娱乐频道	雅润文化	部分时段买断
2013 年至今	陕西三套	雅润文化	部分时段买断
2013 年至今	第一财经频道	雅润文化	部分时段买断
2011 年至今	武汉广播电视台下属全部 7 个有线电视频道（新闻综合频道、文艺频道、科技生活频道、影视频道、体育休闲频道、海外频道、少儿频道）	武汉电广	全频道买断
2011 年至今	泉州电视台下属全部 4 个有线电视频道（综合频道、都市频道、影视频道、闽南语频道）	泉州泉润	4A 客户广告经营权买断
2012 年至今	合肥市广播电视台下属 9 个有线电视频道（新闻频道、生活频道、教育法制频道、家庭影院频道、财经频道、故事休闲频道、文体博览频道、电视剧频道、巢湖明珠频道）	合肥电广	全频道买断
2013 年至今	南京电视台下属 6 个电视有线电视频道（新闻综合频道、影视频道、教育科技频道、生活频道、娱乐频道、少儿频道）	南京广电	娱乐频道与少儿频道是全频道买断，其余为非国际 4A 公司广告经营权买断

资料来源：公司公告，广证恒生

图表 14 雅润经营的电视媒体广告资源代理的时段和时长

广告资源	代理广告形式	代理广告时间	代理广告时段或栏目播时间
天津体育频道	时段广告	每日 228 分钟	每日早 7:00 至次日凌晨 2:00
四川电视台科教频道	节目贴片广告	每日 90 分钟	《黄昏剧场》每日 17:25 至 19:00（17 分钟）；《栏目剧》每日 21:25 至 22:00（6 分钟）；《晚间剧场》每日 22:00 至 24:00（22 分钟）
重庆电视台科教频道	时段广告	每日 45 分钟	每日 18:00 至 24:00（40 分钟）；每日 0:00 至 18:00（5 分钟）



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG



西安教育频道	时段广告	每日 45 分钟	每日 18:30 至 24:00
四川广播电视台新闻资讯频道	时段广告	每日 120.5 分钟	每日 00:00 至 18:00
重庆娱乐频道	时段广告	每日 45 分钟	每日 18:30 至 24:00
陕西三套	时段广告	每日 25 分钟	每日 18:00 至 24:00

资料来源：公司公告，广证恒生

➤ **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。





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	2770.64	3648.45	4029.57
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	1.46	1.95
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	2999.90	3932.43	4357.77
流动负债	1125.49	1293.57	1862.18	1818.97
短期借款	19.28	107.15	405.67	169.44
应付账款	408.75	407.31	580.76	620.68
其他	697.46	779.11	875.74	1028.86
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	1343.16	1928.30	1896.37
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	1495.81	1821.18	2254.70
负债和股东权益	2641.21	2999.90	3932.43	4357.77

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	435.40	-56.39	581.58
净利润	213.56	301.81	423.21	541.46
折旧摊销	9.65	13.85	14.19	12.43
财务费用	-16.97	-9.46	-12.61	-12.81
投资损失	-12.00	-10.96	-15.12	-13.53
营运资金变动	-195.82	136.69	-465.45	54.78
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	-114.30	-44.73	-57.21
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	-101.45	-46.87	-60.07
现金净增加额	-71.69	434.34	-154.10	481.96

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	285.20	401.19	517.70
同比(%)	76.90%	57.64%	40.67%	29.04%
毛利率(%)	15.81%	15.50%	16.80%	17.60%
ROE(%)	14.05%	18.66%	21.92%	23.19%
每股收益(元)	0.47	0.74	1.04	1.34
P/E	20.53	54.00	38.39	29.75
P/B	2.96	10.30	8.46	6.83
EV/EBITDA	11.76	37.86	28.54	21.61

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	4804.80	5842.63	6972.68
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	-9.46	-12.61	-12.81
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	392.82	545.82	701.98
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	393.38	546.57	702.97
所得税	64.06	91.58	123.36	161.51
净利润	213.56	301.81	423.21	541.46
少数股东损益	32.64	16.61	22.03	23.76
归属母公司净利润	180.91	285.20	401.19	517.70
EBITDA	265.79	380.37	535.33	686.06
EPS(摊薄)	0.47	0.74	1.04	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%	42.34%	38.95%	28.61%
归属于母公司净利润增长率	76.90%	57.64%	40.67%	29.04%
获利能力				
毛利率	15.81%	15.50%	16.80%	17.60%
净利率	4.62%	5.31%	6.03%	6.40%
ROE	14.05%	18.66%	21.92%	23.19%
ROIC	15.44%	17.53%	18.11%	21.39%
偿债能力				
资产负债率	47.02%	44.77%	49.04%	43.52%
净负债比率	1.38%	6.47%	20.24%	6.88%
流动比率	2.04	2.14	1.96	2.22
速动比率	2.04	2.14	1.96	2.21
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)	0.47	0.74	1.04	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	1.13	-0.15	1.51
每股净资产(最新摊薄)	3.63	4.30	5.21	6.39
估值比率				
P/E	20.53	54.00	38.39	29.75
P/B	2.96	10.30	8.46	6.83
EV/EBITDA	11.76	37.86	28.54	21.61
永续增长率	3.00%		WACC	10.12%
终值	9043.41		Ke	10.60%
企业价值	13711.02		Kd	4.61%
非核心资产价值	1344.49		t	23.28%
债务价值	108.44		Rf	4.00%
股权价值	14786.15		Rm	10.00%
股本	385.00		Rm-Rf	6.00%
每股价值	38.41		Beta	1.10



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。