

省广股份 (002400)

2017年5月31日

整合营销资源成就行业龙头，大数据平台加大业绩弹性

买入（首次）

首席证券分析师 张良卫
 执业资格证书号码：S0860514040001
 zhanglw@dwzq.com.cn
 021-60199740

盈利及估值重要数据	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入（百万元）	10915.02	12972.51	15126.13	17469.59
(+/-) (%)	13.36%	18.85%	16.60%	15.49%
净利润（百万元）	611.25	728.53	849.01	980.44
(+/-) (%)	11.61%	19.19%	16.54%	15.48%
EPS（元）	0.46	0.54	0.63	0.73
P/E	22.3	18.7	16.1	13.9

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

投资要点

- **老牌不失活力，持续获得业绩增长点。**省广作为中国最早成立的广告公司之一，抓住国际巨头进入中国的契机打响品牌，具有领先的广告策划能力和庞大稳定的客户群体，过去三年收入复合增速达到 30%。目前公司大力打造大数据技术驱动的全产业链全营销生态平台，形成品牌营销、数字营销、媒介营销、内容营销、场景营销、自有媒体六大业务板块，各板块相互融合和促进，形成良好的协同效应，打造全新业绩增长点。
- **积极外延并购，坚定布局数字营销。**互联网广告成为广告增长主力，规模占比高达 68%，其中移动广告增速达 75.4%，数字营销趋势性已定，公司积极进行外延并购，提升公司的全营销服务能力，使公司整合营销传播版图得到补充和丰富，业绩得到增厚。17 年拟收购精准移动互联网广告公司上海拓拓 80% 股权，拓拓拥有畅思广告平台，曾为《部落战争》、唯品会等广告主提供全方位广告服务，收效良好。
- **大数据驱动全营销生态，深化夯实平台战略。**1) 通过对大数据工具的持续投入，业务不断融合创新，逐渐升级为由大数据驱动的全营销集团；2) 不断深化落实平台战略，超过 11 家平台公司落地，营销的技术创新和资源的跨界整合能力得到显著提升；3) 推进大数据营销平台数字星云联盟的建设，首批有 54 家企业加入，包括腾讯、IBM、阿里妈妈、今日头条等。

投资建议

综合内生和外延业绩增长，我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 7.29 亿、8.49 亿、9.80 亿，摊薄后 EPS 分别为 0.54、0.63、0.73，对应当前股价 PE 分别为 19、16、14。外延收购整合营销资源，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

并购公司可能面临业绩不达标的风险，相应商誉具有减值风险；广告行业规模增长可能面临瓶颈、竞争激烈的风险。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	10.17
一年最低价/最高价	10.06/13.79
市净率（倍）	2.58
流通 A 股市值（亿元）	112

基础数据

每股净资产（元）	3.94
资本负债率（%）	45.19%
总股本（亿股）	13.41
流通 A 股（亿股）	10.97

相关研究

1. 省广股份：老牌不失创新，业绩持续增长

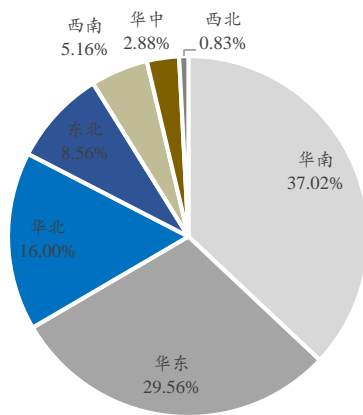
广东省广告集团股份有限公司前身广东省广告公司成立于 1979 年，是中国最早一批成立的广告公司；2010 年，在深交所中小板挂牌上市，成为“中国广告第一股”。公司着力打造大数据技术驱动的全产业链全营销生态平台，形成了品牌营销、数字营销、媒介营销、内容营销、场景营销、自有媒体六大业务板块，各板块相互融合和促进，形成良好的协同效应，打造出全新的业绩增长点。

作为老牌广告营销公司，省广具有卓越的创意与策划能力和稳定庞大的用户群，行业地位稳固。

(1) 广告策划能力享誉海内外：共获国际国内超过一千个奖项，包括伦敦广告奖、美国莫比金奖、世界印刷设计 PIA 奖等国际顶级大奖；是中国广告协会副会长单位、中国 4A 副理事长单位、广东省广告协会会长单位；2008 年，成为中国广告业首家“国家文化产业示范基地”。

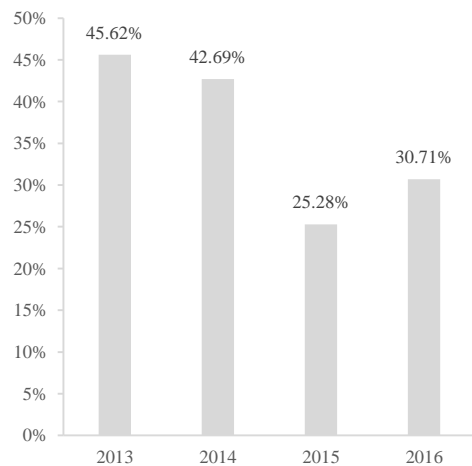
(2) 客户群稳定庞大，遍布全国：20 世纪 90 年代，公司抓住国际巨头进入中国市场的契机走出国门，与日本旭通 HAKUHODO 等公司成立合资公司，签约春兰、广州本田等知名企业；上市后公司布局全国市场，在北京、上海、武汉等地建立分支机构，触及更广泛的客户；受益于公司广告产品和服务的优质有效，用户粘性突出。目前公司形成了以华南为主，辐射全国；五大客户为主，集中度下降的客户格局。

图表 1 主营业务收入地区比例



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

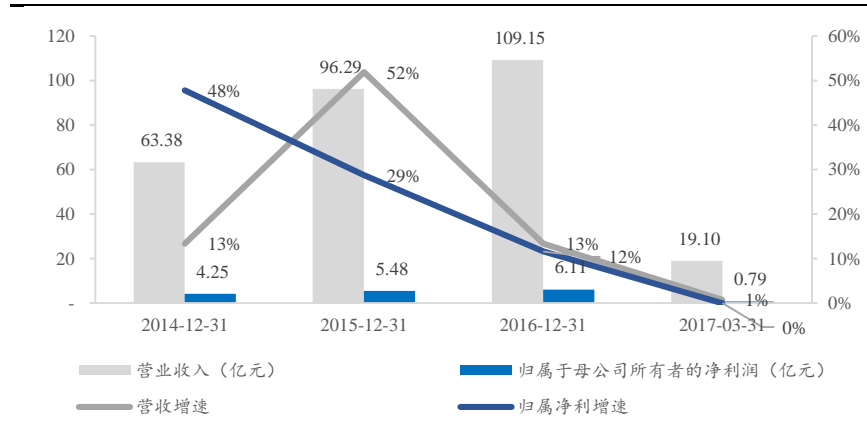
图表 2 前五大客户收入占比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

受益于广告行业的蓬勃发展以及公司在行业内的龙头地位，公司营收和利润实现持续增长，2016 年营业收入达到 109.15 亿元，同比增长 13%，归属净利润达到 6.11 亿元，同比增长 12%，考虑到一季度行业整体低迷，17 年营收和净利增速不明显，维持与去年同期相同水平。

图表 3 省广股份营收与净利润



资料来源：wind，东吴证券研究所

2. 积极外延并购，坚定布局数字营销

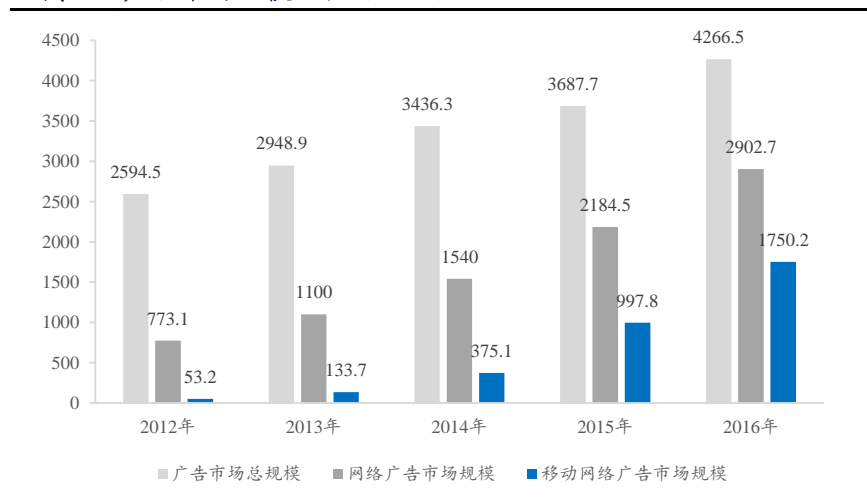
2.1. 数字营销成为趋势，移动互联网迁移成为关键

中国广告业近年来显现出不断发展的趋势，广告市场规模实现了快速稳定的扩大。2011 年至 2016 年我国广告经营额从 3125 亿元增长至 6489 亿元，复合增长率 15.74%，远高于同期 GDP 增长率。并且自 2014 年中国广告经营额达到 5605.6 亿元以来，中国一直保持着全球第二大广告市场的地位。

近年来，中国广告行业向数字营销，尤其是移动互联网的迁移的趋势愈加明显。2016 年各媒介广告中贡献量主要出现于互联网等新媒介，网络广告收入达到 2902.7 亿元，同比增长 32.9%，占比高达 68%；其中移动端广告市场规模达到 1750 亿元，同比增长 75.4%。

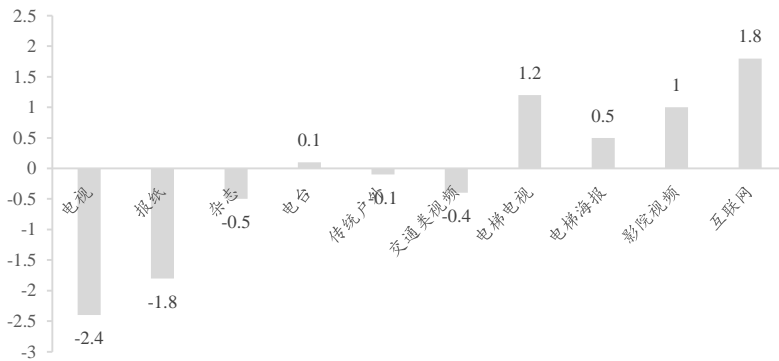
数字营销具有受众群庞大、参与度高、广告投放精准和成本较低的优势，效果受到广告主认可，数字营销将在未来持续受到青睐。

图表 4 广告市场规模变动 (亿元)



资料来源：艾瑞，东吴证券研究所

图表 5 2016 年各媒介广告增长贡献量 (%)



资料来源：CTR 媒介智讯，东吴证券研究所

2.2. 积极进行外延并购，数字营销布局凸显成效

公司上市后积极进行外延并购，标的公司业务主要涉及互联网精准营销、移动营销、游戏营销、电台营销等新媒体数字营销领域，显示了公司通过外延式发展延伸在整合营销传播价值链各个细分环节的布局的战略，16 年公司并购了拥有海口公交广告资源的海口中策，并投资参股了上海凯淳、广州易简、南奥体育、广州骏伯等优秀企业，提升公司的全营销服务能力，使公司整合营销传播版图得到补充和丰富，业绩得到增厚。

目前公司并购标的盈利能力良好，绝大部分并购标的达到收购时业绩承诺，仅有两家公司由于宏观经济及行业竞争等因素未达预期，公司全营销布局正在体现其协同效应。

图表 6 公司并购案例（部分）

被收购方	收购年份	收购比例	业务范围
省广合众	2012	100%	广告设计、制作、代理、发布
瑞格营销	2013	55%	市场营销（店内促销、商务采购、销售规划等）及公共活动（路演/展会等）等线下营销
上海恺达	2014	85%	互动营销、移动互联网营销
上海雅润	2014	100%	媒介代理，以电视广告代理为核心
广州中懋	2014	55%	电台广告代理及电台整合营销服务
上海传漾	2015	80%	互联网营销
东信时代	2015	15%	移动互联网营销
上海韵翔	2015	55%	户外媒体广告整合代理
省广先锋	2015	100%	媒体代理、品牌管理和数字营销
蓝门数字	2015	51%	精准数字商业服务
晋拓文化	2015	80%	游戏广告业务
拓畅信息	预计 2017	80%	移动互联网广告的精淮化投放

资料来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

图表 7 仅两家子公司业绩未达承诺业绩（万）

	年份	承诺业绩	实际业绩	未能达到预测原因
上海恺达广告	2014 年	3000	4321.88	
	2015 年	3600	4699.33	
	2016 年	4200	1791.83	因宏观经济及竞争等多种因素
	2017 年	4830		
省广先锋(青岛)	2015 年	3200	3281.63	
	2016 年	3520	3,281.63	因宏观经济及竞争等多种因素

资料来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所

公司 2017 年 5 月 22 日召开第四届董事会第五次会议审议通过了《关于收购上海拓畅信息技术有限公司 80% 股权的议案》，拟通过支付现金的方式收购上海拓畅 80% 的股份，交易作价 52,800 万元，采用自筹资金进行并购。根据对上海拓畅未来经营情况的合理预测，2017 至 19 年承诺净利润分别不少于人民币 6,000 万元、7,500 万元和 8,800 万元，且签订业绩补偿条款。根据《重组管理办法》的规定，本次交易不构成重大资产重组，且本次交易以现金方式支付，不涉及发行股份购买资产，无需提交中国证监会等监管部门的审核或核准。

图表 8 业绩补偿条款

若盈利补偿期当年标的公司（累计实现净利润-累计承诺净利润） ≤ 0 时，如若当年未完成业绩承诺，那么业绩承诺人需对上市公司进行足额业绩补偿。
若盈利补偿期当年标的公司（累计实现净利润-累计承诺净利润） > 0 时，盈利补偿期标的公司业绩承诺当年实现净利润数小于当年承诺净利润数的 85% 时，累计超额完成的净利润不可用来弥补业绩承诺当年未完成净利润数，业绩承诺人需对上市公司进行足额业绩补偿。
若盈利补偿期当年标的公司（累计实现净利润-累计承诺净利润） > 0 时，盈利补偿期当年未完成当年业绩承诺，但当年实现净利润数大于当年承诺净利润数的 85% 时，那么累计超额完成的净利润可用来弥补业绩承诺当年未完成净利润数。
上述盈利补偿期内的业绩补偿，业绩承诺人应在当年年度审计报告出具之日起 60 日内以现金方式对公司进行足额补偿。

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

此次收购的上海拓畅专注于移动互联网广告的精准化投放，主要为游戏类及电商应用类开发者提供以效果为导向的移动端广告推广服务。上海拓畅依托其自有的畅思广告平台，通过包含畅思广告管理平台、畅思广告 DSP、畅思广告 SSP、Ad Exchange 和畅思广告 DMP 管理等功能的广告矩阵，为广告主提供覆盖主要互联网媒体资源的广告投放服务。先后为《部落冲突》、《秦时明月》、咪咕游戏、花椒直播、唯品会等广告主进行广告推广，收效良好。此次收购一旦落地，将进一步提高公司整合营销能力。

图表 9 上海拓畅服务广告主案例举例

序号	广告主/游戏名称	投放效果

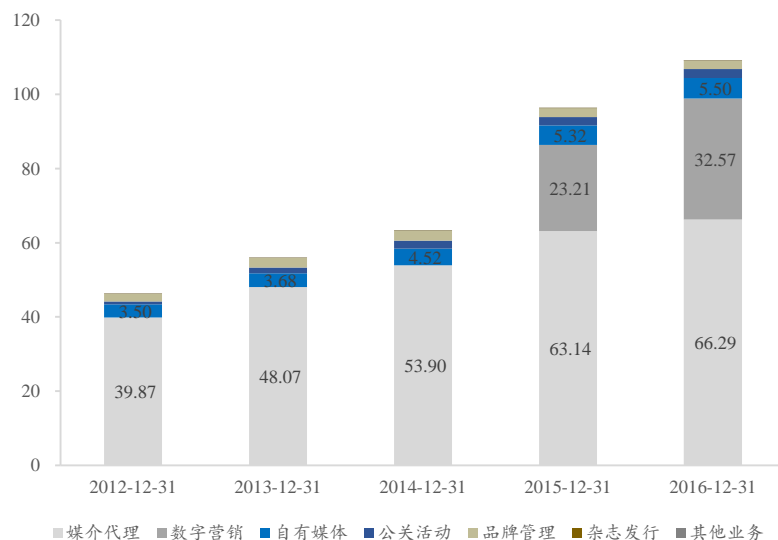
1	部落冲突：皇室战争	APP Store：免费榜 Top1 APP Store：畅销榜 Top2
2	部落冲突	APP Store：免费榜连续 5 日 Top1
3	秦时明月	APP Store：免费榜 Top3 APP Store：畅销榜 Top11
4	爱养成 2	独家推广，单日最高激活量 > 20 万 一周内由 APP Store 免费榜 100 名升至第 5 名
5	咪咕游戏	日均激活量 3 万 单日最高激活量 5 万
6	花椒直播	日均激活量 1.5 万，单日最大激活量 2 万
7	洋码头	日均激活量 0.4 万，单日最大激活量 0.6 万
8	唯品会	日均激活量 0.8 万 新客成本 100 元以内

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司通过外延并购和内生发展，公司数字营销业务显著增长，成为公司业绩的重要组成部分，并有望在长期提供业绩弹性。2015 年公司正式将数字营销板块作为一大业务板块进行核算，贡献收入 23.21 亿元，占总收入的 24.1%，超过了自有媒体、公关活动、品牌管理等传统业务，体量仅次于媒介代理业务；2016 年数字营销业务收入增长至 32.57 亿，占比 29.8%，增速达到了 40.32%，远高于媒介代理业务的 5.0% 的增速。

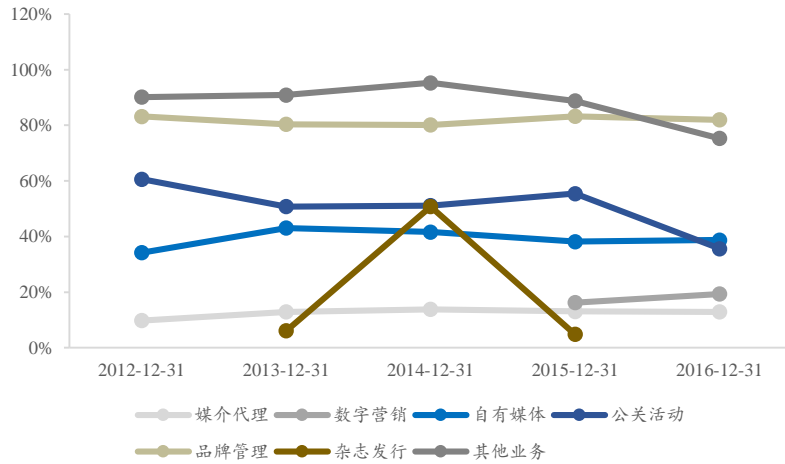
从毛利率看，数字营销业务毛利率与传统的媒介代理业务相比较，伴随着大数据和平台的应用，数字营销业务规模效应的形成，毛利率有望进一步提高，带动公司整体毛利率有所提升。

图表 10 省广股份营收组成（亿元）



资料来源：wind，东吴证券研究所

图表 11 省广股份营收毛利率



资料来源：wind，东吴证券研究所

3. 大数据驱动全营销生态，深化夯实平台战略

公司通过对大数据工具的持续投入，业务不断融合创新，逐渐升级为由大数据驱动的全营销集团。依托数据和技术，公司实现内容与渠道、线上与线下的链接与贯通，各业务板块间深度融合，提供互动营销、多屏整合营销、程序化购买、大数据分析等营销服务；通过场景再造，生产出优质、差异化、引发共鸣的故事，引爆受众兴趣，拉近品牌与消费者的距离，提升品牌价值的同时激发消费者购买的热情；公司坚持多元化的代理模式，进行全平台统一采购，加强多种形式媒介代理的综合配置，节约媒介采购成本，并将媒介营销与数字营销、内容营销、场景营销进一步融合贯通，实现全媒介整合营销；公司自有媒体业务覆盖国内多个主要城市，涵盖出行、生活、工作三大场景，为品牌主构建了全方位立体化的户外媒体传播平台。

图表 12 省广股份全营销布局

全媒体	央视、卫视、地面电视、数字电视、电台、报纸、杂志、户外、网络
内容	节目、影视剧、音乐、展览展示、动漫、游戏、周边、玩具、体育、技术、明星资源、小说、自营物业
场景	吃喝、玩乐、出行、购物、御宅、工作、教育育儿、运动

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

在全营销的基础上，公司不断深化落实平台战略，整合收购标的，吸引优质资源加盟，链接广告供需两端以及数据提供方。截至 2016 年底，公司平台已有超过 11 家平台公司落地，提升了营销的技术创新和资源的跨界整合能力。与此同时，公司大力推进 GIMC 创业节，为平台公司和优秀创业员工搭台，激发全员的创业创新精神，设立深圳前海省广资本管理有限公司，发掘优质的投资项目，扩展产业链上下游。


图表 13 公司全营销业务平台成员



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

公司吸引数据企业加盟，推进大数据营销平台的建设，提供营销解决方案、资源性产品、工具类产品、监测数据产品四大类产品。数字星云联盟首批有 54 家企业加入，包括腾讯、IBM、阿里妈妈、今日头条等。

图表 14 公司热门产品

 <p>个灯广告平台覆盖设计120亿SDK, 16...</p> <p>了解详情 ></p>	 <p>DSP 海量精准广告平台</p> <p>SameDSP</p> <p>供应商：传捷</p> <p>积分：内部... 价格：内部...</p>	 <p>科大讯飞智能DMP</p> <p>供应商：科大讯飞</p> <p>积分：内部... 价格：内部...</p>	 <p>点媒广告效果分析服务</p> <p>供应商：东岳</p> <p>积分：内部... 价格：内部...</p>
 <p>个灯专业投放系统</p> <p>了解详情 ></p>	 <p>小粉搜图文信息挖掘</p> <p>供应商：社群科技</p> <p>积分：内部... 价格：内部...</p>	 <p>点媒创意服务</p> <p>供应商：东岳</p> <p>积分：内部... 价格：内部...</p>	 <p>PDB DSP</p> <p>供应商：传捷</p> <p>积分：内部... 价格：内部...</p>

资料来源：wind，东吴证券研究所

4. 盈利预测

内生增长：16 年省广股份数字营销板块营业收入达 32.57%，同比增长 40.32%，占总收入比达 29.84%，考虑到外延收购拓畅信息提升公司数字营销产业链服务能力以及移动端广告市场的高速增长，预计 17 年公司数字营销方面将保持 40% 的增速，成为内生业绩主要增长点。

外延增长：拟 5.28 亿现金收购上海拓畅 80% 股权，2017 至 2019 年承诺净利润分别不少于人民币 6,000 万元、7,500 万元和 8,800 万元，假设上海拓畅 8 月份并表，预计将带来 1600 万左右外延业绩。

综合内生和外延业绩增长，我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 7.29 亿、8.49 亿、9.80 亿，摊薄后 EPS 分别为 0.54、0.63、0.73，对应当前股价 PE 分别为 19、16、14。外延收购整合营销资源，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

并购公司可能面临业绩不达标、无法形成协同的风险；并购产生的商誉具有减值的风险；广告行业规模增长可能面临瓶颈，市场增速可能疲乏；广告行业竞争激烈，大数据、精准营销带来的技术差异可能对行业格局产生影响。

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	6,744.4	8,044.7	9,453.2	11,221.9	营业收入	10,915.0	12,972.5	15,126.1	17,469.6
货币资金	1,388.5	1,862.5	2,357.8	3,147.7	营业成本	8,937.2	10,621.0	12,418.6	14,372.3
应收和预付款项	4,788.8	5,615.3	6,527.6	7,506.7	营业税金及附加	65.7	78.1	91.1	105.2
存货	2.1	1.8	2.8	2.5	营业费用	634.6	794.3	925.1	1,067.4
其他流动资产	565.0	565.0	565.0	565.0	管理费用	285.6	264.8	308.4	355.8
非流动资产	3,341.0	3,129.1	2,917.3	2,719.0	财务费用	63.0	115.8	122.7	132.0
长期股权投资	328.3	328.3	328.3	328.3	资产减值损失	125.8	120.0	120.0	120.0
投资性房地产	-	-	-	-	投资收益	54.0	-	-	-
固定资产和在建工程	648.6	457.1	265.7	74.3	其他经营损益	29.1	-	-	-
无形资产和开发支出	2,162.2	2,155.4	2,148.6	2,141.8	营业利润	857.0	978.5	1,140.3	1,316.8
其他非流动资产	202.0	188.3	174.7	174.7	营业外净收支	29.1	-	-	-
资产总计	10,085.5	11,173.8	12,370.5	13,940.9	利润总额	886.1	978.5	1,140.3	1,316.8
流动负债	2,483.6	2,827.9	3,157.4	3,726.4	所得税	188.3	146.8	171.0	197.5
短期借款	152.7	-	-	-	净利润	697.8	831.7	969.3	1,119.3
应付和预收款项	2,331.0	2,827.9	3,157.4	3,726.4	少数股东损益	86.6	103.2	120.3	138.9
长期借款	277.5	277.5	277.5	277.5	归属母公司股东净利润	611.2	728.5	849.0	980.4
其他负债	1,851.6	1,851.6	1,851.6	1,851.6	EBIT	945.4	962.0	1,108.8	1,270.9
负债合计	4,612.7	4,956.9	5,286.5	5,855.5	EBITDA	970.7	1,053.8	1,200.7	1,349.1
股本	1,341.0	1,341.0	1,341.0	1,341.0					
资本公积	1,819.3	1,819.3	1,819.3	1,819.3	重要财务与估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
留存收益	2,031.1	2,672.0	3,418.9	4,281.5	每股收益(元)	0.5	0.5	0.6	0.7
归属母公司股东权益	5,191.5	5,832.4	6,579.3	7,441.8	每股净资产(元)	3.9	4.3	4.9	5.5
少数股东权益	281.3	384.5	504.7	643.6	发行在外股份(百万股)	1,341.0	1,341.0	1,341.0	1,341.0
股东权益合计	5,472.7	6,216.9	7,084.0	8,085.4	ROIC(%)	23.5%	18.4%	20.5%	21.7%
负债和股东权益合计	10,085.5	11,173.8	12,370.5	13,940.9	ROE(%)	11.8%	12.5%	12.9%	13.2%
					毛利率(%)	18.1%	18.1%	17.9%	17.7%
现金流量表(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	8.7%	7.4%	7.3%	7.3%
经营性现金净流量	600.8	697.8	565.9	861.8	销售净利率(%)	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
投资性现金净流量	-1,662.7	-	-	-	资产负债率(%)	45.7%	44.4%	42.7%	42.0%
筹资性现金净流量	2,033.7	-223.8	-70.6	-72.0	收入增长率(%)	13.4%	18.9%	16.6%	15.5%
现金流量净额	971.8	474.0	495.3	789.9	净利润增长率(%)	15.1%	19.2%	16.5%	15.5%
折旧与摊销	0.3	0.9	0.9	0.8	P/E	22.3	18.7	16.1	13.9
资本支出	9.1	-	-	-	P/B	2.6	2.3	2.1	1.8
经营营运资本增加	2.7	3.5	6.1	4.3	EV/EBITDA	13.3	11.8	10.0	8.5

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

