

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年03月04日

**市场数据**

目前股价	3.55
总市值（亿元）	61.89
流通市值（亿元）	58.83
总股本（万股）	174,334
流通股本（万股）	165,710
12个月最高/最低	5.70/2.31

**分析师**

分析师：杨晓峰 S1070518090002

☎ 021-31829781

✉ yangxiaofeng@cgws.com

分析师：张正威 S1070518120002

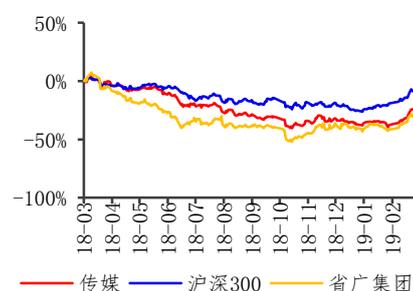
☎ 0755-83554449

✉ zhangzhengwei@cgws.com

分析师：何思霖 S1070518070001

☎ 0755-83515591

✉ hesilin@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;平台战略 2.0，省广发展新篇章&gt;&gt;

2016-04-28

# 省广集团：凤凰涅槃，19年盈利归来

## ——省广集团（002400）公司深度报告

**盈利预测**

	2018E	2019E	2020E
营业收入	12143.47	12993.51	14032.99
(+/-%)	7.51%	7.00%	8.00%
净利润	190.19	400.82	480.24
(+/-%)	203.30%	110.75%	19.81%
摊薄 EPS	0.11	0.23	0.28
PE	32.54	15.44	12.89

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

### 一、19年潜在盈利还原：净利润将回归常态，毛利率将持续改善

**19年净利润将回归常态：**在18年1.9亿净利润的基础上，19年的净利润增量来自于较低的资产减值损失（2018年商誉减值为1.80亿、长期股权投资减值0.9亿，坏账损失为0.8亿，总计3.5亿），晋拓和传漾费用率或有所回落带动业绩增长，同时拓畅因业绩对赌也将有所增长。

**19年商誉预测：**主要子公司均在17年及以前完成业绩对赌，剩余商誉减值风险较低。截止17年年报，剩余商誉主要集中在晋拓、传漾、韵翔、蓝门、拓畅，其中18年1.8亿商誉减值主要集中于蓝门和另外三家公司（晋拓、传漾、韵翔），而拓畅19年仍在对赌期，因而预计19年出现较大商誉减值的可能性不大。

**19年毛利率有望改善：**媒介代理和自有媒介毛利率上升或抵消数字营销毛利率下滑。19年省广数字营销毛利率有望停止下滑，在线下流量价值重估背景下，媒介代理和自有媒介的毛利率将出现回升，其总毛利率有望出现改善。

### 二、预计19年省广集团重要子公司业绩微增长

省广17年业绩对赌结束的子公司（晋拓、传漾、韵翔、蓝门）在18年可能会有一定比例的业绩下滑（因为费用率提高），在19年回到正常水平（费用率回落）。

### 三、毛利率提升动力：以“引进高级人才”替代“投资收购”，完善事业群提高服务效率

**引入服务型新人才，提高业务毛利率：**从18年开始，省广开始积极引进优秀的高级人才，进而通过组建新团队将服务效率提高，为未来毛利率的提高奠定基础。2017年11月，省广发布“高端人才全球招募计划”30名：1、事业部/子公司执行总监8名；2、事业部新营销副总经理6名；3、事业部/子公司业务副总经理/总助6名；4、集团储备干部（事业部/子公

司总经理级) 10 名。

**18 年取消事业部番号，新组建 11 大事业群和重组三赢公司：**从新事业群的组成看出，省广在选定管理人才时，经营较好的子公司使用原有事业部或子公司的高管，经营一般的子公司将使用的是集团内部下派的人员。

#### ■ 四、投资建议：

随着省广股份商誉减值在 18 年逐步完成，其 19 年归母净利润绝对值逐渐回归常态。预计粤港澳大湾区对华南地区经济将有较大带动作用，同时公司通过引入高级人才和事业群重组提高服务效率，预计 19 年整体毛利率将回升。我们预计省广集团 2019~2020 年净利润分别为 4.0 亿、4.8 亿，对应当前股价，其 PE 分别为 15X、13X，维持“推荐”评级。

#### ■ 五、风险提示：

数字营销公司毛利率改善不及预期，公司总体毛利率改善不及预期，公司商誉减值风险以及应收账款坏账风险。

## 目录

1. 19 年潜在盈利还原：净利润将回归常态，毛利率将持续改善 .....	6
1.1 还原潜在盈利：扣除资产减值损失后省广各年利润的还原 .....	6
1.2 19 年商誉预测：主要子公司均在 17 年及以前完成业绩对赌，剩余商誉减值风险较低 .....	7
1.3 19 年坏账预测：进一步加强客户评级，发生单项重大坏账减值概率较低 .....	8
1.4 19 年毛利率有望改善：媒介代理和自有媒介毛利率上升带动总体毛利恢复到过去水平 .....	10
1.4.1 数字营销毛利率已触底，19 年或将企稳 .....	11
1.4.2 媒介代理：母公司统一采购媒体带动毛利率回升 .....	11
1.4.3 自有媒体：线下流量重估，带动毛利率提升 .....	12
2. 预计 19 年省广重要子公司业绩微增长 .....	12
2.1 17 年对赌到期公司主营情况基本稳定 .....	13
2.1.1 晋拓：专注游戏客户，19 年游戏买量稳中有升 .....	13
2.1.2 传漾：技术型公司，助力广告代理业务 .....	13
2.1.3 韵翔：主要投向为传统户外媒体，需重点关注 .....	14
2.1.4 蓝门：梦洁家纺为主要客户，增长略有放缓 .....	15
2.2 19 年到期的公司：只有上海拓畅，稳中有增 .....	16
3. 毛利率提升动力：以“大力引进人才”替代“投资收购”，完善事业群提高服务效率 .....	17
3.1 “引进人才+事业部调整”提高业务毛利率 .....	17
3.1.1 引入服务型新人才，提高业务毛利率 .....	17
3.1.2 18 年取消事业部番号，新组建 11 大事业群和重组三赢公司 .....	18
3.2 老省广：以媒介代理和自有媒介为主，业绩稳中有升 .....	20
3.2.1 媒介代理：汽车行业是重要的基石 .....	20
3.2.2 自有媒体：经典视线系的公交车身和站台价值正在提高 .....	21
3.2.3 品牌管理：核心是广州旗智，持续稳步增长 .....	23
4. 投资建议 .....	23
5. 风险提示 .....	24
附：盈利预测表 .....	25

图表目录

图 1:	省广集团毛利构成情况 (按业务划分)	10
图 2:	省广集团前三季度毛利率	10
图 3:	省广集团历年数字营销毛利率 (年度)	11
图 4:	省广集团历年数字营销毛利率 (半年)	11
图 5:	省广数字营销毛利率与华扬联众毛利率比较 (半年)	11
图 6:	省广数字营销毛利率与华扬联众毛利率比较 (年度)	11
图 7:	省广集团历年媒介代理毛利率 (按年)	12
图 8:	省广集团历年媒介代理毛利率 (按半年)	12
图 9:	省广集团历年自有媒体毛利率 (按年)	12
图 10:	省广集团历年自有媒体毛利率 (按半年)	12
图 11:	晋拓业绩对赌完成情况 (单位: 百万元)	13
图 12:	晋拓历年净利率	13
图 13:	传漾的对赌利润完成情况 (单位: 百万元)	14
图 14:	传漾历年净利率	14
图 15:	韵翔的对赌利润完成情况 (单位: 百万元)	14
图 16:	韵翔历年净利率	14
图 17:	传统户外广告刊例收入变化	15
图 18:	传统户外广告面积变化	15
图 19:	蓝门的对赌利润完成情况 (单位: 百万元)	15
图 20:	蓝门历年净利率	15
图 21:	梦洁宝贝天猫旗舰店销量情况	16
图 22:	拓畅主要案例截图	17
图 23:	省广集团近三年增加的社会保险费 (单位: 百万元)	18
图 24:	省广集团的人员构成和增长趋势	18
图 25:	省广集团技术人员占比	18
图 26:	博报堂与代思博报堂历年收入 (单位: 百万元)	21
图 27:	博报堂与代思博报堂历年净利润 (单位: 百万元)	21
图 28:	省广博报堂和代思博报堂历年净利率	21
图 29:	成都经典视线广告历年净利率 (全年)	22
图 30:	成都经典视线广告历年净利率 (半年)	22
图 31:	成都经典视线历年收入利润情况 (单位: 百万元)	22
图 32:	2016~2018 年各媒体形式投放刊例花费及同期对比	22
图 33:	广州旗智收入利润情况 (全年) (单位: 百万元)	23
图 34:	广州旗智收入利润情况 (半年) (单位: 百万元)	23
表 1:	省广集团历年调整后的潜在盈利能力及与经营性现金流量的对比 (单位: 百万元)	6
表 2:	17 年与 18 年调整后的潜在盈利能力对比 (单位: 百万元)	7
表 3:	2017 年和 2018 年商誉减值变化原因 (单位: 百万元)	7
表 4:	省广减值计提情况 (截止 2017 年 12 月 31 日) (单位: 百万元)	7
表 5:	省广集团 2018 坏账减值损失集中于 2 笔垫资交易 (单位: 百万元)	8

表 6:	单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款 (单位: 百万元)	8
表 7:	每年应收账款未收回比例测算 (按账龄分类) (单位: 百万元)	9
表 8:	2019 年应收账款总额预测 (单位: 百万元)	9
表 9:	2019 年本年新计提坏账准备预测 (单位: 百万元)	9
表 10:	省广集团 17 年业绩对赌到期和仍在业绩对赌期的子公司	12
表 11:	2017 年省广集团高端人才全球招募计划 (开始时间为 17 年年末)	17
表 12:	新事业群及管理人员情况	19
表 13:	2010~2017 省广集团主要汽车客户投放额 (单位: 百万元)	20

# 1. 19 年潜在盈利还原：净利润将回归常态，毛利率将持续改善

## 1.1 还原潜在盈利：扣除资产减值损失后省广各年利润的还原

**19 年净利润将回归常态：**在 18 年 1.9 亿净利润的基础上，19 年的净利润增量来自于较低的资产减值损失（2018 年商誉减值为 1.80 亿、长期股权投资减值 0.9 亿，坏账损失为 0.8 亿，总计 3.5 亿），晋拓和传漾激励费用的回落带动业绩增长，同时拓畅因业绩对赌也将有所增长。

由于省广集团在 17~18 年存在大量的资产减值损失，因而只看净利润无法很好的了解省广集团的潜在盈利能力，因此我们对利润还原为扣除资产减值和资产处置损失之前的利润。调整后的潜在盈利能力=净利润+本期增加的商誉减值损失+本期增加的坏账损失+非处置子公司损失（若为收益则为负）

**表 1：省广集团历年调整后的潜在盈利能力及与经营性现金流量的对比（单位：百万元）**

项目	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31
1、净利润	213.56	346.38	487.27	606.48	697.83	-101.4
2、本期增加的商誉减值损失	2.81	35.03		35.41	54.78	196.75
3、坏账损失变动	7.39		26.82	45.94	60.96	462.55
加：新计提坏账		1.56			57.73	468.19
减：转回坏账		1.46				
4、处置子公司损失						219.18
上海雅润						226.33
广州中懋						-7.15
5、调整后的潜在盈利能力	223.75	381.41	514.09	687.83	813.58	777.08
经营性现金流量	47.00	121.11	132.26	265.43	596.99	352.74
调整后的潜在盈利能力/经营性现金流量	4.76	3.15	3.89	2.59	1.36	2.20

资料来源：公司公告，长城证券研究所

从公司口径来说：17~18 年年报中均已不再对中懋、雅润并表，年报中子公司数与公司 19 年口径一致。在计算 17 年潜在盈利能力与 18 年比较时，由于 17 年 12 月 11 日雅润丧失控制权，17 年净利润扣除了雅润 17 年全年的利润-1.3 亿元(根据雅润 1~7 月利润推断)；公司在 17 年 8 月 31 号卖掉中懋 6% 的股权失去控制权，因此同时减去按 17 年半年报估算的中懋 1~8 月净利润 107.62 万元（半年报净利润/12\*8）；同时上海恺达于 18 年转让部分股权，其 17 年业绩为 19 万元，最终 17 年潜在盈利能力调整为 6.87 亿元。根据 18 年最新披露的数据，18 年净利润加资产减值得到潜在盈利能力为 5.4 亿元（未考虑子公司出售的影响）。

**表 2: 17 年与 18 年调整后的潜在盈利能力对比 (单位: 百万元)**

项目	2017 年	2018 年
1、净利润	27.40	190.17
2、本期增加的商誉减值损失	196.75	
3、坏账损失变动	462.55	350
加: 新计提坏账	468.19	
减: 转回坏账		
4、调整后的潜在盈利能力 (未考虑股权处置损益)	686.70	540.17

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

注: 口径上, 对于 17 年的净利润 27.40 百万元, 是在原有净利润上剔除了中懋、雅润、恺达的部分。

## 1.2 19 年商誉预测: 主要子公司均在 17 年及以前完成业绩对赌, 剩余商誉减值风险较低

**商誉分析的基本逻辑:** 一般而言, 并购的营销子公司往往在对赌完成的下一年出现业绩下滑, 进而出现商誉减值 (当然不排除部分营销子公司在对赌期就出现显著业绩下滑), 因而完成业绩对赌后的第一年往往是商誉减值的高峰期。

**表 3: 2017 年和 2018 年商誉减值变化原因 (单位: 百万元)**

年份	减值金额	商誉减值原因
2017 年	112.03	省广合众 (北京) 国际传媒广告有限公司
	58.00	上海恺达广告有限公司
	26.44	省广先锋 (青岛) 广告有限公司
2018 年	180.00	蓝门及其他子公司

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

省广剩余商誉主要集中在晋拓、传漾、韵翔、蓝门、拓畅。截止到 2017 年末, 省广子公司的商誉总值为 24.47 亿元, 商誉已减值 3.98 亿元, 剩余商誉为 20.49 亿元, 占 17 年末总资产的 20.43%。; 其中 2017 年省广对三家控股公司 (省广合众, 上海恺达, 省广先锋) 集中减值 1.96 亿元。其中 18 年 1.8 亿商誉减值主要集中于蓝门和另外三家公司 (晋拓、传漾、韵翔), 而拓畅 19 年仍在对赌期, 因而预计 19 年出现较大商誉减值的可能性不大。

**表 4: 省广减值计提情况 (截止 2017 年 12 月 31 日) (单位: 百万元)**

商誉	子公司	商誉原值	减值年份	减值商誉	剩余商誉
已经计提减值	省广合众 (北京) 国际传媒广告有限公司	112.03	2017 年	112.03	0
	上海恺达广告有限公司	205.20	2017 年	58.00	147.20
	省广先锋 (青岛) 广告有限公司	26.44	2017 年	26.44	0
	重庆年度广告传媒有限公司	74.12	2015 年	74.12	0
	重庆领地文化传媒有限公司	0.40		0.40	0
	北京领先世广广告有限公司	0.12		0.12	0
	青岛慧河广告有限公司	0.16		0.16	0
	省广合众 (北京) 国际传媒广告有限公司	112.03		112.03	0
	上海雅润文化传播有限公司	0 (已失去控股)	2016 年	0.00	

	广州中懋广告有限公司	0 (已失去控股)		0.00	
	南京金海洋窗之景广告有限公司	6.78	2016年	6.78	0
	上海窗之外广告有限公司	25.82	2015年	4.42	17.95
		0.00	-	3.44	
截止 2017 年 未计提减值	上海晋拓文化传播有限公司	618.23		-	618.23
	上海传漾广告有限公司	520.11		-	520.11
	上海韵翔广告有限公司	225.56		-	225.56
	广州蓝门数字营销顾问有限公司	64.41		-	64.41
	上海拓畅信息技术有限公司	438.54		-	438.54
	广州旗智企业管理咨询有限公司	2.56		-	2.56
	海口中行天策传媒有限公司	14.47		-	14.47
总计		2446.98		397.94	2049.03

资料来源：公司公告，长城证券研究所

### 1.3 19 年坏账预测：进一步加强客户评级，发生单项重大坏账减值概率较低

省广集团在 18 年发生 2 笔较大额的计提单项重点坏账减值损失后，加强了客户评级，对于为客户垫资更加谨慎，其主要垫资将发生于有长期合作关系的客户，因而预计 19 年发生较大数额的单项重大坏账减值概率较低。

表 5：省广集团 2018 坏账减值损失集中于 2 笔垫资交易（单位：百万元）

应收账款（按单位）	应收账款	坏账准备	计提比例
上海雅润文化传播有限公司	1,278	1,278	100.00%
浙江青年莲花汽车有限公司	570	570	100.00%
浙江青年乘用车集团有限公司	324	324	100.00%
重庆北汽幻速汽车销售有限公司	3,538	2,830	80.00%
重庆比速汽车销售有限公司	4,334	3,467	80.00%
合计	10,044	8,469	--

资料来源：公司公告，长城证券研究所

注：该应收账款减值情况截止 18 年 6 月 30 日，但是 18 年全年坏账减值为 0.80 亿，因而其基本反映 18 年情况。

表 6：单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款（单位：百万元）

年份	应收账款金额	占总应收账款比例	应计提坏账准备	核销的数额	计提比例	新增计提
2013 年	41.86	5.16%	5.77	1.21	13.79%	
2014 年	94.04	5.64%	31.03	0.38	33.00%	25.6
2015 年	74.16	3.15%	30.14	0.38	40.64%	-0.5
2016 年	94.3	3.29%	74.59	0.23	79.10%	44.7
2017 年	138.04	2.31%	135.19	0.05	97.93%	60.6

资料来源：公司公告，长城证券研究所

对于组合按照账龄分析法计提的坏账准备，由于每年组合的款项按一定比例增长且变动不大，下面给出 2019 年预计计提的坏账准备的敏感性分析：不同账龄的应收账款在下一

年不能收回的比例不同，假设本年 1 至 2 年应收账款的未收回比例（相对上一年一年内的应收账款）为 4%，2 至 3 年应收账款的未收回比例为 40%，3 年以上应收账款的未收回比例为 90%。

**表 7: 每年应收账款未收回比例测算（按账龄分类）（单位：百万元）**

应收账款	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
1 年内	705.05	579.31	482.60	746.26	895.34
1 至 2 年	60.24	5.54	31.85	9.23	30.22
2 至 3 年	1.95	0.18	0.06	4.93	3.31
3 年以上	0.18	0.33	0.34	0.39	4.41
未收回比例					
1 年内					
1 至 2 年（本年除以上年 1 年内的应收账款数额）		0.79%	5.50%	1.91%	4.05%
2 至 3 年（本年除以上年 1 至 2 年应收账款数额）		0.30%	1.08%	15.49%	35.87%
3 年以上（本年除以上年 2 至 3 年与 3 年以上应收账款数额之和）		15.48%	66.97%	97.87%	82.88%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

一年内的应收账款为本年新增应收账款，假设 18、19 年新增应收账款的同比增速均为 0-30% 之间，分别对应的 18 年、19 年的应收账款的总额如下：

**表 8: 2019 年应收账款总额预测（单位：百万元）**

1 年内应收账款增加比例		0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
2018 年	1 年内	895.34	940.11	984.88	1,029.64	1,074.41	1,119.18	1,163.94
	1 至 2 年	35.81	35.81	35.81	35.81	35.81	35.81	35.81
	2 至 3 年	12.09	12.09	12.09	12.09	12.09	12.09	12.09
	3 年以上	6.95	6.95	6.95	6.95	6.95	6.95	6.95
2019 年	1 年内	895.34	987.11	1,083.36	1,184.09	1,289.29	1,398.97	1,513.13
	1 至 2 年	35.81	37.60	39.40	41.19	42.98	44.77	46.56
	2 至 3 年	14.33	14.33	14.33	14.33	14.33	14.33	14.33
	3 年以上	17.14	17.14	17.14	17.14	17.14	17.14	17.14

资料来源：长城证券研究所

按照省广集团历年按账龄分析法计提坏账的比例（1 年内 0.5%，1 至 2 年 10%，2 至 3 年 20%，3 年以上 100%），计算可得出 2018 年末和 2019 年末坏账准备的余额：

**表 9: 2019 年本年新计提坏账准备预测（单位：百万元）**

1 年内应收账款增加比例		0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
2018 年	1 年内	4.48	4.70	4.92	5.15	5.37	5.60	5.82
	1 至 2 年	3.58	3.58	3.58	3.58	3.58	3.58	3.58
	2 至 3 年	2.42	2.42	2.42	2.42	2.42	2.42	2.42

	1年内应收账款增加比例	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
2019年	3年以上	6.95	6.95	6.95	6.95	6.95	6.95	6.95
	总计	17.43	17.65	17.87	18.10	18.32	18.54	18.77
	1年内	4.48	4.94	5.42	5.92	6.45	6.99	7.57
	1至2年	3.58	3.76	3.94	4.12	4.30	4.48	4.66
	2至3年	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87	2.87
	3年以上	17.14	17.14	17.14	17.14	17.14	17.14	17.14
	总计	28.06	28.70	29.36	30.04	30.74	31.47	32.22
2017年账龄分析法计提的坏账准备		12.57	12.57	12.57	12.57	12.57	12.57	12.57
2018年本年计提的坏账准备		4.85	5.08	5.30	5.52	5.75	5.97	6.20
2019年本年计提的坏账准备		10.63	11.05	11.48	11.94	12.42	12.93	13.45

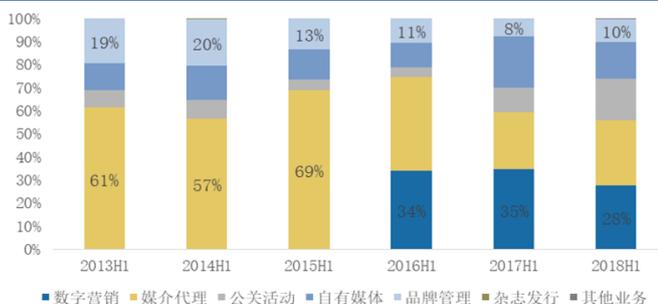
资料来源：公司公告，长城证券研究所

敏感性分析：若2019年新增应收账款增加10%，本年计提的坏账减值准备的数额为1148万元；若新增应收账款增加20%，本年计提的坏账准备的数额为1242万元；若新增应收账款增加30%，本年计提的坏账准备的数额为1345万元。

## 1.4 19年毛利率有望改善：媒介代理和自有媒介毛利率上升带动总体毛利恢复到过去水平

19年省广数字营销毛利率有望停止下滑，在媒介代理和自有媒介的毛利率回升背景下，有望带动总体毛利恢复到过去水平。从2014~2018前三季度的毛利率来看，省广总毛利率在17年下滑较多达3.59%，而2018年毛利率则下滑0.92%，造成这种情况的主要原因是数字营销毛利率持续下跌。由于省广主要数字营销公司于2017年完成业绩对赌，因而在18年确认营业成本会相对偏高，因而预计19年数字营销毛利率有望停止下跌，同时对比亚扬联众18前三季度数据，可以发现其数字营销毛利率已开始有所好转。

图1：省广集团毛利构成情况（按业务划分）



资料来源：wind，长城证券研究所

图2：省广集团前三季度毛利率



资料来源：wind，长城证券研究所

### 1.4.1 数字营销毛利率已触底，19 年或将企稳

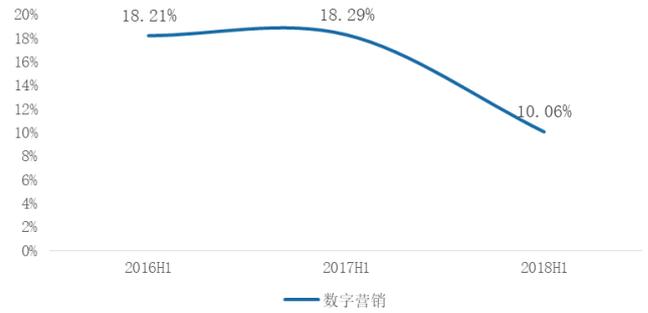
省广集团从 15 年开始加大对数字营销领域的并购，但是由于数字营销进入门槛相对较低，除数字媒介外，代理商的毛利率在持续走低，通过对比专注于数字营销的华扬联众毛利率，我们可以发现整体数字营销毛利率有望企稳。

图 3: 省广集团历年数字营销毛利率（年度）



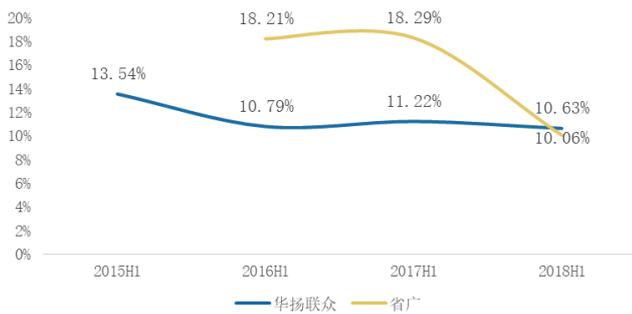
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 4: 省广集团历年数字营销毛利率（半年）



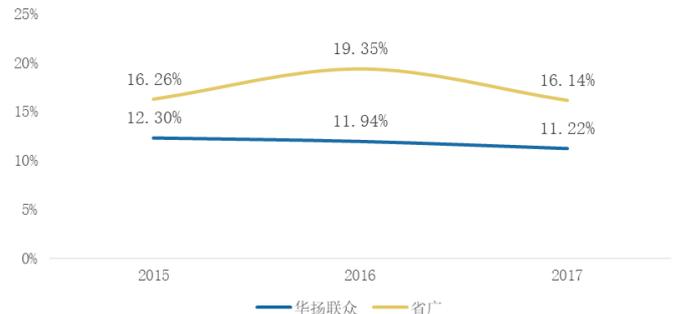
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 5: 省广数字营销毛利率与华扬联众毛利率比较（半年）



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 6: 省广数字营销毛利率与华扬联众毛利率比较（年度）



资料来源: wind, 长城证券研究所

### 1.4.2 媒介代理：母公司统一采购媒体带动毛利率回升

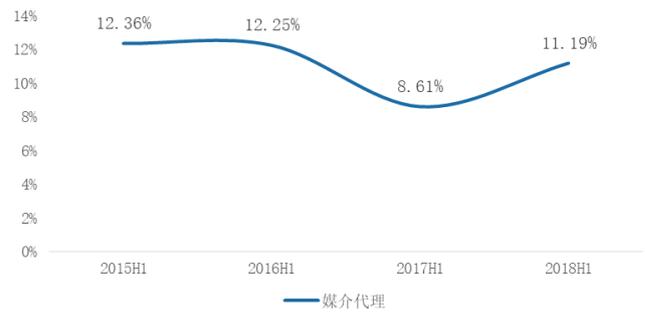
目前省广的媒介代理业务逐渐转向由母公司统一采购媒体，借助集团的规模优势，预期采购成本将逐渐下降。媒介代理的毛利率在 18 年上半年逐渐恢复到正常水平，预计在 19 年仍会继续上升。省广集团媒介代理业务主要由原母公司（上市前主要是做汽车行业媒介代理），后收购省广先锋（青岛）广告有限公司、省广合众（北京）国际传媒广告有限公司（医药行业客户表现突出）等 4A 公司，目前已并入母公司。需要重点的说明的是上海韵翔作为户外广告代理，其广告代理业务也统计在媒介代理中，因而即使传统户外广告及上海韵翔发展整体疲软的背景下，省广集团的媒介代理毛利率仍然在出现反弹。

图 7: 省广集团历年媒介代理毛利率 (按年)



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 8: 省广集团历年媒介代理毛利率 (按半年)

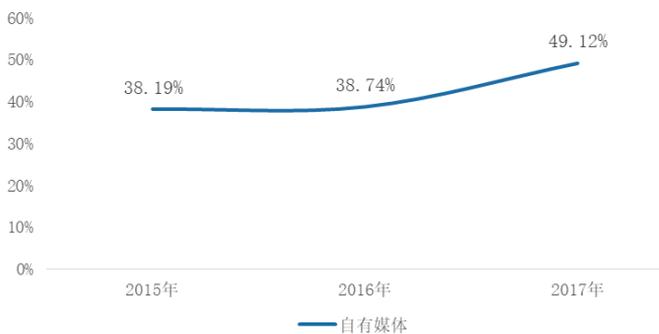


资料来源: wind, 长城证券研究所

### 1.4.3 自有媒体: 线下流量重估, 带动毛利率提升

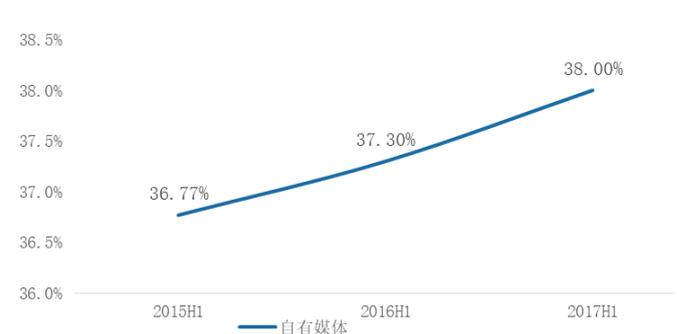
省广集团从事自有媒体业务的子公司包括成都经典视线、深圳经典视线、海南经典视线, 主要媒体为公交车身、公交候车亭灯、社区灯箱, 户外广告牌等。随着线上流量价格的上升, 互联网公司积极向线下投放广告带动线下流量价值重估。从省广自有媒介的毛利率来看, 其持续在上升。

图 9: 省广集团历年自有媒体毛利率 (按年)



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 10: 省广集团历年自有媒体毛利率 (按半年)



资料来源: wind, 长城证券研究所

## 2. 预计 19 年省广重要子公司业绩微增长

预计 19 年晋拓、传漾因为费用率的回落带动业绩略增长, 而拓畅因为业绩承诺原因而有所增长。晋拓、传漾、韵翔、蓝门和拓畅不只是公司剩余商誉的重要构成, 同时也是公司净利润贡献的主要来源。因而我们接下来将通过逐个分析这几个子公司的情况来对 19 年的情况进行预判。

预计省广 17 年业绩对赌结束的子公司在 18 年可能会有一定比例的业绩下滑 (因为费用率提高), 在 19 年回到正常水平 (费用率回落)。

表 10: 省广集团 17 年业绩对赌到期和仍在业绩对赌期的子公司

	分类	主要业务	主要行业	重要客户
17 年业绩对赌结束	晋拓文化	游戏推广	游戏	37、91wan、多益、要玩、恺英、趣游
	广州蓝门	品牌建设, 电子商务运	快消品、汽车、美容美	梦洁家纺

		营	肤、家居	
	上海传漾	主要为客户提供数字营销技术，并在此基础上提供代投业务	汽车、金融、IT、美容护理、电子商务、医疗保健、服饰时尚、食品饮料、旅游、家居家电、娱乐休闲、其他	迪奥、三星、百事可乐、惠普、IBM、高露洁、华硕、联想、一汽大众
	上海韵翔	户外广告代理	国际知名客户资源	麦当劳、乐事、FedEx
19年业绩对赌结束	上海拓畅	为海外游戏在国内进行推广	游戏	Supercell 等

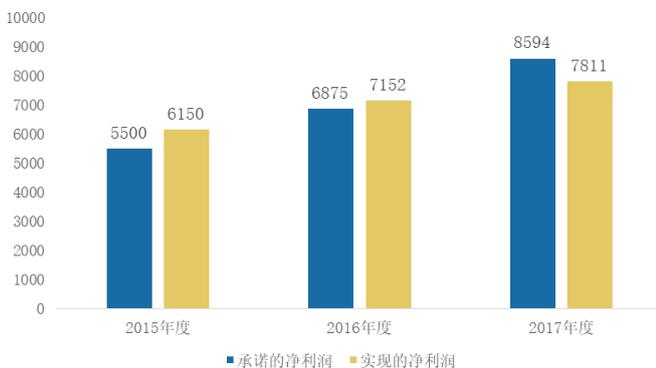
资料来源：公司公告及子公司官网，长城证券研究所

## 2.1 17年对赌到期公司主营情况基本稳定

### 2.1.1 晋拓：专注游戏客户，19年游戏买量稳中有升

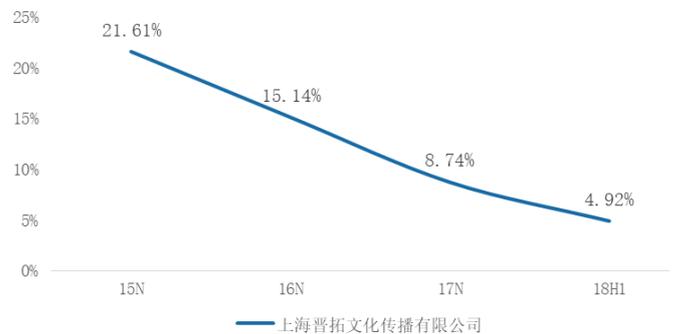
晋拓文化主要为游戏公司提供数字营销服务，由于19年版号放开，预计游戏买量市场竞争将加剧，从而有利于晋拓文化业绩增长。晋拓文化主要客户包括37、91wan、多益、要玩、恺英、趣游等公司。公司在2017年结束业绩对赌，对赌期内业绩稳定，2015、2016、2017年业绩完成比例分别为101.17%，107.70%，95.38%。

图 11：晋拓业绩对赌完成情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，wind，长城证券研究所

图 12：晋拓历年净利率



资料来源：wind，长城证券研究所

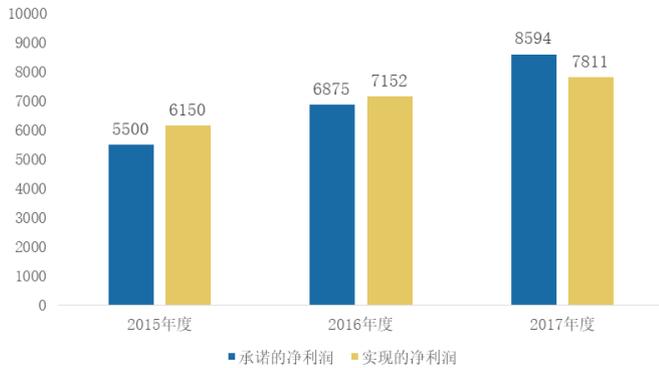
2019年1月版号重开首月，根据App Growing，在新游戏投放数量尚未增加的情况下，手游买量广告已开始增加，因而预计版号显著放开后，买量价格的上升幅度将更大。App Growing《2019年1月份手游买量市场分析》显示：接近2000款手游投放了超过12万条广告，相比11月的手游买量数据，手游总量增加了超过800款，而投放的广告数量增加了6万条。App Growing指出，2019年1月，仅有2款是新投放广告的手游《战争航路：中世纪大航海时代》和《精灵契约》，而且这两款游戏作为1月首次投放广告的游戏，也仅分列12和18名；而2018年1月，广告投放总数前100的游戏，其中有59%是旧游戏，41%为新游投放（当月首次投放广告）。

### 2.1.2 传漾：技术型公司，助力广告代理业务

上海传漾主要是提供数字营销技术服务（优化方案和咨询业务，提供广告投放算法的优化），在与客户技术合作过程中也涉及部分广告代投。传漾服务于多个行业，包括汽车、

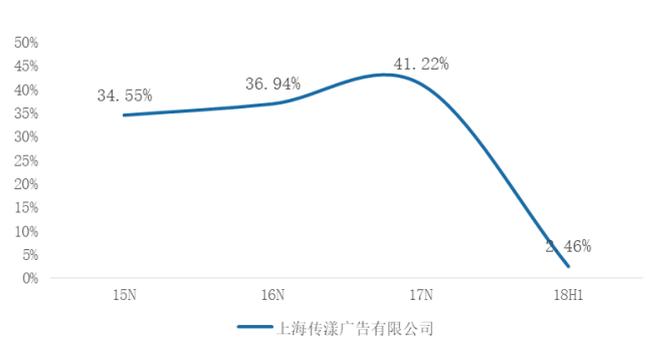
金融、IT、美容护理、电子商务等，服务的客户包括迪奥、三星、百事可乐、惠普、IBM、高露洁、华硕、联想、一汽大众等公司。传漾在 17 年结束对赌期，对赌期内业绩达标，15~17 三年业绩完成率分别为 111.82%，104.03%，90.89%。

图 13: 传漾的对赌利润完成情况 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 14: 传漾历年净利率

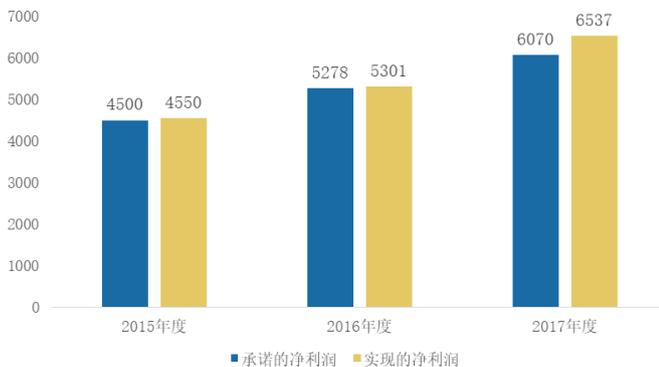


资料来源: wind, 长城证券研究所

### 2.1.3 韵翔: 主要投向为传统户外媒体, 需重点关注

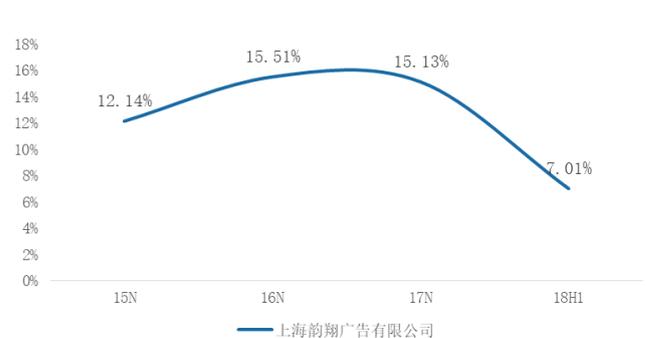
上海韵翔主要从事户外广告代理业务, 其团队主要来自海外企业因而具有较多的国际广告主资源, 麦当劳是其重要的客户。由于韵翔的投放更加自动化, 所以其人力成本相对较低, 不存在激励问题。17 年韵翔完成对赌, 对赌期内业绩达标, 15~17 三年业绩完成率为 101.11%, 100.43%, 107.70%。

图 15: 韵翔的对赌利润完成情况 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 16: 韵翔历年净利率



资料来源: wind, 长城证券研究所

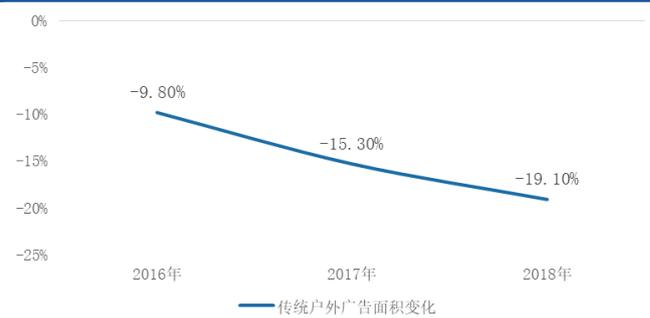
传统户外广告发展相对疲软, 上海韵翔业务或相对承压。传统户外广告在最近几年一直处于下降态势, 刊例收入 16 年下降 3.1%, 17 年下降 1%, 18 年下降 14.2%。户外广告面积也呈逐年下降趋势, 16 年下降 9.8%, 17 年下降 15.30%, 18 年下降 19.1%。

图 17: 传统户外广告刊例收入变化



资料来源: "CTR 媒介动量" 公众号, 长城证券研究所

图 18: 传统户外广告面积变化

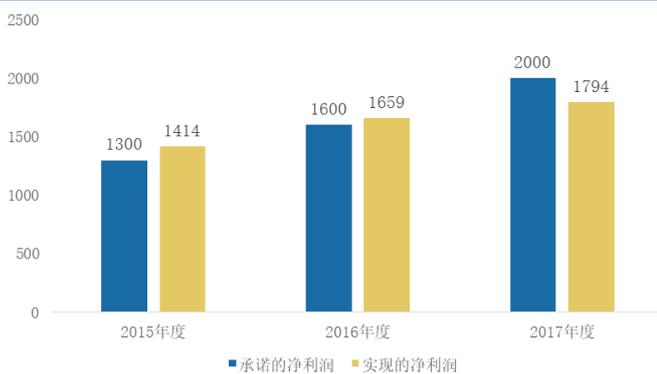


资料来源: "CTR 媒介动量" 公众号, 长城证券研究所

### 2.1.4 蓝门: 梦洁家纺为主要客户, 增长略有放缓

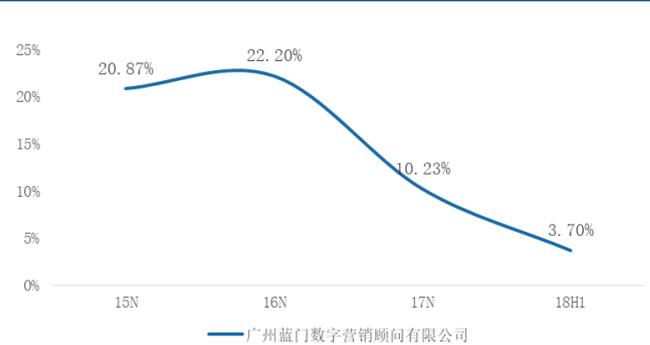
蓝门主要从事电商代运营, 主要利润来源为与梦洁家纺的合营企业广州梦洁宝贝蓝门数字商业有限公司, 该公司主要从事梦洁宝贝品牌的运营工作。蓝门 15~17 三年业绩完成率为 108.81%, 103.71%, 89.70%。蓝门数字已在 2018 年中计提商誉减值, 因而预计其未来商誉减值风险相对较小, 但利润水平或有所放缓。

图 19: 蓝门的对赌利润完成情况 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 20: 蓝门历年净利率



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 21: 梦洁宝贝天猫旗舰店销量情况



资料来源: 梦洁宝贝天猫旗舰店, 长城证券研究所

## 2.2 19年到期的公司: 只有上海拓畅, 稳中有增

拓畅专注国外游戏公司投向国内, 主要大客户有 Supercell (买量稳定, 流水均匀, 不会有太大的波动), 预计 19 年业绩增长 1300 万左右。旗下主要广告品牌为畅思广告, 拥有谷歌海外和国内核心代理商资质, 与 BAT、网易等均有合作, 提供效果广告和全案服务活动运营, 为主要大客户 super cell 成功运营了《部落冲突》《部落冲突: 皇室战争》等游戏。17~18 年三年对赌利润分别为 6,000 万元、7,500 万元和 8,800 万元, 17 年净利润为 4,770 万元。

图 22: 拓畅主要案例截图



资料来源: 公司官网, 长城证券研究所

### 3. 毛利率提升动力: 以“大力引进人才”替代“投资收购”, 完善事业群提高服务效率

#### 3.1 “引进人才+事业部调整”提高业务毛利率

##### 3.1.1 引入服务型新人才, 提高业务毛利率

从 18 年开始, 省广开始积极引进优秀的团队, 进而通过团队将服务效率提高, 为未来毛利率的提高奠定基础。2017 年 11 月, 省广发布“高端人才全球招募计划”30 名: 1、事业部/子公司执行总监 8 名; 2、事业部新营销副总经理 6 名; 3、事业部/子公司业务副总经理/总助 6 名; 4、集团储备干部(事业部/子公司总经理级) 10 名。

省广此次主要招收的职位不是扩展业务的销售人员, 而是可以为客户进一步优化服务的服务人员, 这些人员的加入, 有助于省广优化毛利率结构, 减低业务成本, 提高线下业务的毛利率。相比通过收购引入人才, 直接招聘的方式少了管理协同的困难, 更能在短时间内统一服务标准, 缩短培训磨合期, 达到最佳管理要求。

表 11: 2017 年省广集团高端人才全球招募计划(开始时间为 17 年年末)

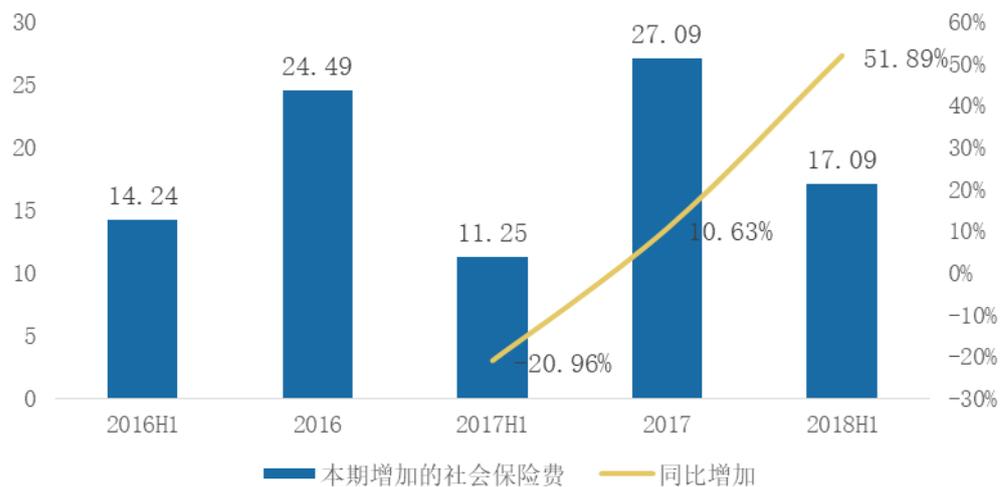
职位	招聘数量	要求
执行总监	8	精通相关专业领域的知识和技能, 具有丰富的专业实践经验, 能够带领团队以专业精进来促进所在利润中心的业绩达成。

职位	招聘数量	要求
新营销副总经理	6	具备资源整合、营销产品推广等能力，能够协同集团支持平台，支持利润中心的新营销业务发展，促进新营销业务的业绩达成。
业务副总经理/总助	6	精通相关行业的发展态势，具备客户开拓、业务开发能力，能够带领团队为垂直行业客户提供一站式全营销服务，完成集团和部门下达的任务目标。
储备干部	10	具备优秀的战略决策、组织管理、沟通影响能力，负责事业部/子公司的经营管理，制订和分解经营计划，并实施监督，确保业绩达成。

资料来源：省广官网，长城证券研究所

从 18H1 可以看到，省广集团社保费的本期增加额逐渐提高，这意味着省广的职工人数在增加，这主要是由于招募几十名高端经营管理及专业人才后，进一步进行团队扩张。

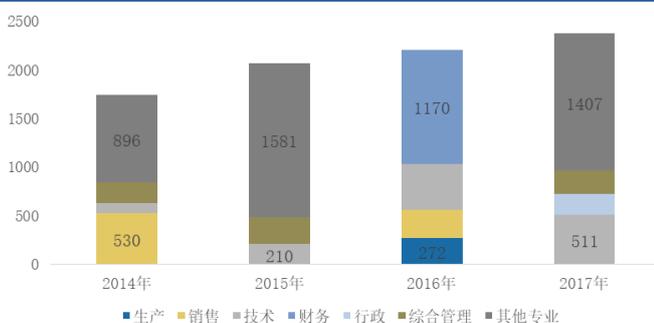
图 23：省广集团近三年增加的社会保险费（单位：百万元）



资料来源：Wind，长城证券研究所

从 2014~2017 年，省广的员工逐渐增加，一个明显趋势是技术人员的占比增加，这一阶段员工的变化主要是公司加大对数字营销的投入。

图 24：省广集团的人员构成和增长趋势



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 25：省广集团技术人员占比



资料来源：公司公告，长城证券研究所

### 3.1.2 18 年取消事业部番号，新组建 11 大事业群和重组三赢公司

**表 12: 新事业群及管理人员情况**

事业群	原组织	成员企业	总经理	总经理履历	高管来历
第一事业群	原第一事业部各汽车营销集群和综合营销组	广博、广代博、省广翰威、省广影业	张伟庆	原第一事业部负责人，10 年时间由几千万营业额增长到超过 20 亿营业额，从事广告业 25 年，15 年汽车行业推广经验	省广
第二事业群	原第十三事业部各营销集群和综合营销组	广旭整合营销、省广汽车营销	向奕帆	2011 年加入省广，以服务东风日产为基础，继而与团队一起开拓出东风启辰，一汽大众，一汽大众奥迪，一汽奔腾，一汽红旗等众多汽车行业核心客户，营业收入已突破 10 亿。	省广
第三事业群	原三赢，第十七事业部各营销集群及综合营销组	赛铂、先锋、省广星美达、武汉分公司	姚汉杰	曾服务与国际广告集团 wpp，日本株式会社 ASATSU-DK 以及日本株式会社博报堂等，在省广担任部门总经理，有 17 年战略策划和数字营销经验	省广
第四事业群	原第二事业部的营销集群及综合营销组	上海拓畅、北京分公司	李健	拓畅法定代表人（畅思广告）	并购子公司
第五事业群	原第十一、十五事业部各营销集群及综合营销组，原第一事业部 IT 通讯集群	省广合众、省广凯酷	于华	2008 年加入省广集团，2015 年任第十一事业部总经理，深耕 IT 通讯行业垂直板块 15 年。	省广
第六事业群	原第七事业部的营销集群及综合营销组	上海晋拓、广州指标、省广意合	李斌	晋拓法定代表人，曾服务于腾讯广告部门，2008 年创办上海晋拓	并购子公司
第七事业群	原第六、第十、第十八事业部各营销集群及综合营销组	上海传漾，省广开合	王建岗	上海传漾原大股东上海峰移网络科技有限公司法定代表人，并与省广有对赌关系，2017 年结束，现仍是上海峰移大股东。1998 年创立好耶广告，研发国内第一个广告投放系统，获数轮风投售后与分众传媒；2009 年创立传漾科技，并成为国内第一家大数据营销公司，2014 年传漾科技并入省广	并购子公司
第八事业群	原第八，第十二，第十六事业部各营销集群和综合营销组	广州蓝门、省广体验营销	王险峰	1998 年加入省广，担任客户总监，业务局局长及事业部总经理，20 年营销实战经验。2008 年任第八事业部总经理，团队涉猎汽车快消及多个行业，为吉利、领克、比亚迪等汽车自主品牌创下众多标杆性案例。	省广
第九事业群		广州旗智、博纳思数字行销、省广纳思博报堂、广州南奥	向寒松	广州旗智企业管理咨询有限公司原第一大股东。曾任羊城晚报汽车周刊主编、楼市周刊主编、专版中心副主任，南菱汽车集团副总裁。2007 年创办旗智传播机构，2011 年加入省广集团，成功孵化博纳思数字行销、省广纳思博报堂两家子公司。2018 年切入汽车新零售领域	省广
户外事业群		“经典视线”各分子公司、上海韵翔、广佛地铁、成都分公司	许益昊	从事户外广告媒体 15 年，曾服务于全球第一大户外广告公司德高集团。于 2011 年加入省广集团，管理省广自有媒体板块，专注于户外资源拓展、及媒体经营管理，擅长资源规划与销售团队建设，现	省广

事业群	原组织	成员企业	总经理	总经理履历	高管来历
				任集团户外总监。曾参与广佛地铁项目。	
大快消事业群	原第三、四、五事业部各营销集群和综合营销组	广州多触、省广华屹	刘易	提供品牌电子商务为核心的一站式商业解决方案。曾助力 Beats 耳机再短时间内实现从 0 到 2 亿元的销售业绩，实现华润怡宝在 2018 年线上全网销售额突破 4.6 亿元。	营销专家

资料来源：致省广全体员工的公开信，长城证券研究所

从新事业群的组成看出，省广在选定管理人才时，经营较好的子公司使用了原有事业部或子公司的高管，经营一般的子公司使用的是集团内部下派的人员。第三事业群并未使用子公司（赛铂、先锋）的高管，第八事业群并未使用蓝门的高管，第五事业群未使用合众、凯酷的高管，快消事业群也使用新高管。省广先锋（青岛）因电视广告业务低迷已经计提减值，合众也以计提减值，蓝门预计 18 年也将会计提减值，这三个事业部将在新的高管带领下预计 19 年将较大的改善。

## 3.2 老省广：以媒介代理和自有媒介为主，业绩稳中有升

### 3.2.1 媒介代理：汽车行业是重要的基石

早期的控股子公司和合营公司主要从事汽车行业的广告代理，作为广告投放的传统大户，汽车行业的广告投放量一向稳定。广东省广博报堂广告有限公司主要服务广汽本田汽车品牌；而广东省广代思博报堂广告有限公司主要服务广汽丰田汽车品牌。

表 13：2010-2017 省广集团主要汽车客户投放额（单位：百万元）

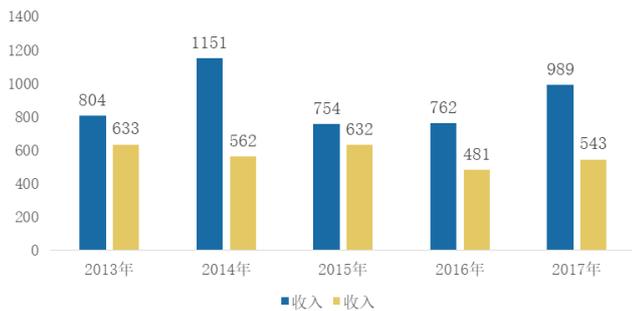
客户名称	10N	11N	12N	13N	14N	15N	16N	17N
广汽传祺汽车销售有限公司							64798	125590
一汽-大众销售有限责任公司							75316	120802
东风日产汽车销售有限公司					100903	80280	97730	101975
广东省广博报堂广告有限公司	35422	41342	42193	66658	98275	60412	49372	54113
广东省广代思博报堂广告有限公司	34900	30593	55386	34919	28135			23672
上海伊诺盛广告有限公司							47985	
东风本田汽车有限公司	28747		17848	16196	15588	35638		
上海汽车集团股份有限公司						34808		
上海涛略广告有限公司						32267		
广州汽车集团乘用车有限公司		33618	11603		27658			

客户名称	10N	11N	12N	13N	14N	15N	16N	17N
东风汽车有限公司东风日产乘用车公司	40103		101641	116822				
广汽菲亚特汽车有限公司				20437				
广东广旭广告有限公司		71728						
北京伊诺盛广告有限公司		17742						
安徽麒麟汽车销售有限公司	21135							

资料来源：长城证券研究所

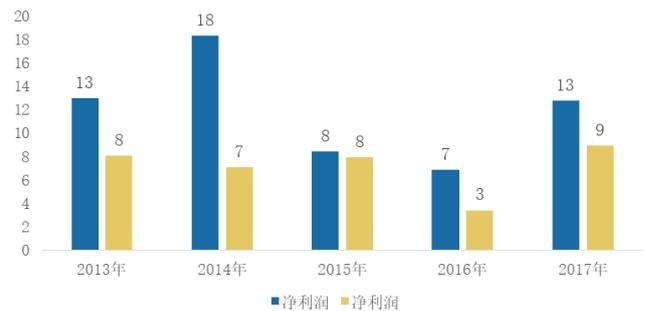
省广博报堂和代思博报堂两公司收入、净利润与净利率走势基本相同：2014年收入利润最大，2016年为低谷，2017年回升，其中省广博报堂的收入和净利润基本为省广代思博报堂的两倍。

图 26：博报堂与代思博报堂历年收入（单位：百万元）



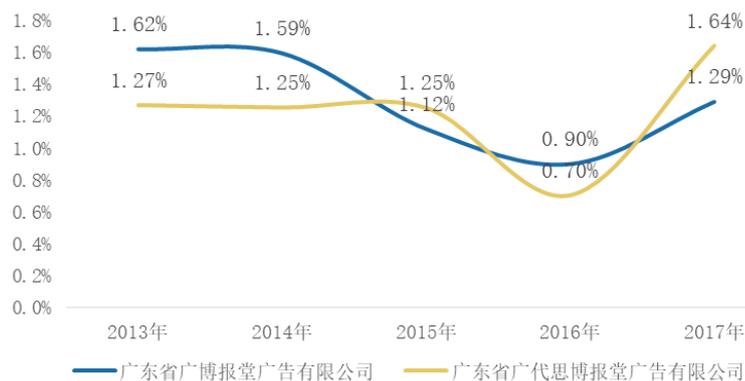
资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 27：博报堂与代思博报堂历年净利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 28：省广博报堂和代思博报堂历年净利率

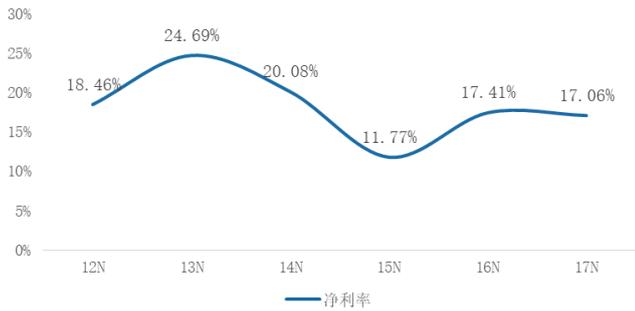


资料来源：公司公告，长城证券研究所

### 3.2.2 自有媒体：经典视线系的公交车身和站台价值正在提高

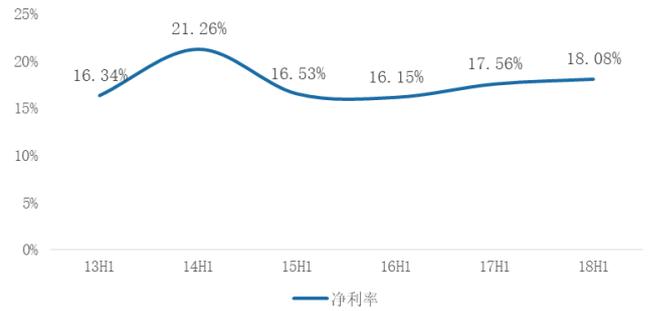
成都经典视线是自有媒体的核心，其整合了省广收购的上海窗之外和海口中行天策等户外媒体。成都经典视线公司毛利率一直相对较为稳健，虽然其 17 年净利润有所下滑，由于 18 年开始整体线下流量重估，预计 18~19 年其净利润将有所反转。

图 29: 成都经典视线广告历年净利率 (全年)



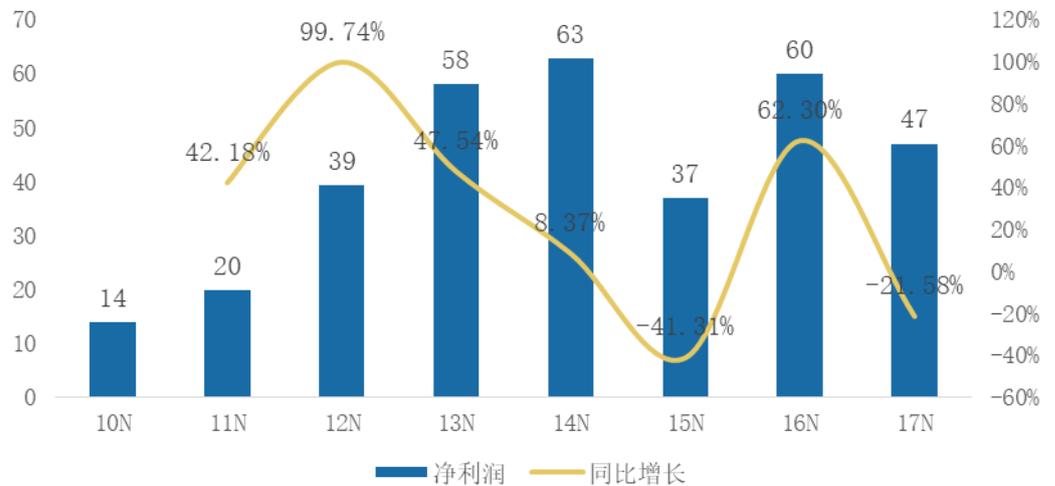
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 30: 成都经典视线广告历年净利率 (半年)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

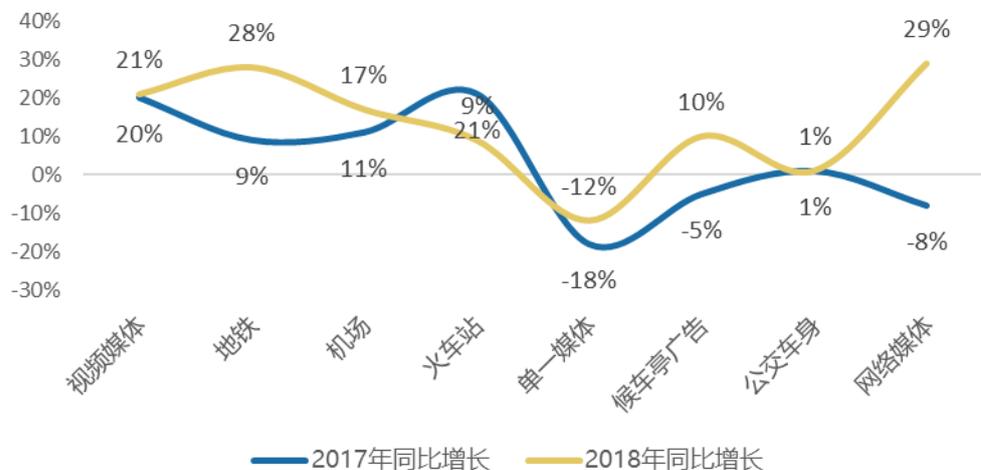
图 31: 成都经典视线历年收入利润情况 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

经典视线系公司受益于公交候车亭媒体的较大增速, 与 17 年-5% 的收入增速相比, 18 年候车亭媒体收入增速为 10%, 增速增长明显, 高增速主要推动力为互联网企业。随着互联网渠道的下沉和线上流量红利的逐渐耗尽, 线下的广告投放预期将增加, 互联网公司越来越倾向于在公交车身或站牌广告这种能直接贴近用户的媒介投放广告。

图 32: 2016-2018 年各媒体形式投放刊例花费及同期对比



资料来源: CODC, 长城证券研究所

经典视线系公司从 2005 年进入二级市场媒体开发与运营，拥有的主要媒体为公交车身和候车亭媒体。成都经典视线主要媒体包括成都、乐山、南充、宜宾、自贡等城市的候车亭媒体、车身媒体、社区和写字楼灯箱媒体等。其下属子公司包括上海窗之外广告有限公司（持股 100%）、烟台经典视线广告传媒公司（持股 100%）、福建经典视线文化传播有限公司（持股 75%）、海口中行天策传媒有限公司（持股 70%），覆盖上海、烟台、福建、海口、深圳等地区，媒体资源丰富。

**海口中行天策传媒有限公司：**为海口市的户外媒体投放公司，主要媒体为公交候车亭广告，客户包括快消、金融、食品、地产等多个行业。

**上海窗之外广告有限公司：**在上海、北京、杭州、青岛、无锡、苏州、常州、温州等地设有独立的公司，运营着分布在全国 38 大城市的主要居住区中三万余幅户外广告资源。

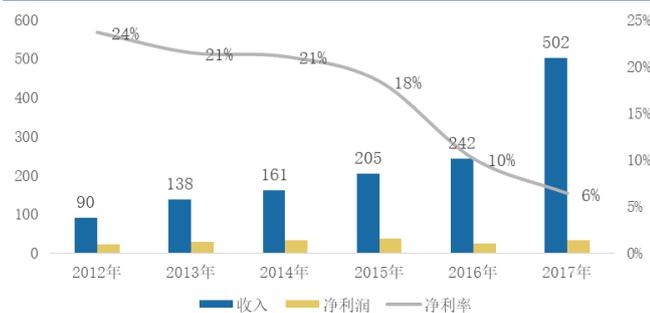
**福建经典视线文化传播有限公司：**2014 年通过竞标得到福州市 638 座约 1400 多块公交候车亭媒体，经营权 8 年。

**烟台经典视线广告传媒有限公司：**经营烟台市公交集团有限公司所有线路车辆广告，配有车辆九百余台，四十多条线路，拥有总量占全市 85%，其中中心城区线占全市的 90%，全面覆盖烟台五区。经营权合同自 2014 年 7 月 4 日起为期 5 年。

### 3.2.3 品牌管理：核心是广州旗智，持续稳步增长

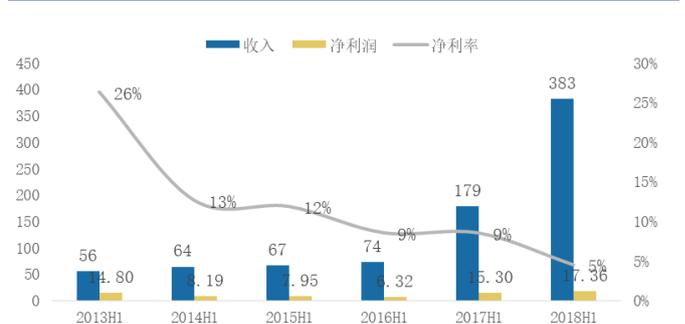
从事公关业务的子公司主要为广州旗智企业管理咨询有限公司，主要客户同样来自汽车行业，公司历年业绩稳定，收入逐年上升，但净利率在下降。公司 17 年净利润 3,211.9 万元，同比增长 30.9%，18H1 实现净利润 1,736.1 万元，同比增长 13.48%。客户包括东风日产、东风本田、广汽三菱、上海通用、一汽马自达、海马汽车、广汽长丰、东南汽车、江淮汽车、长城汽车等企业。

图 33：广州旗智收入利润情况（全年）（单位：百万元）



资料来源：wind，长城证券研究所

图 34：广州旗智收入利润情况（半年）（单位：百万元）



资料来源：wind，长城证券研究所

## 4. 投资建议

随着省广股份商誉减值在 18 年逐步完成，其 19 年归母净利润绝对值逐渐回归常态。预计粤港澳大湾区对华南地区经济将有较大带动作用，同时公司通过引入高级人才和事业群重组提高服务效率，预计 19 年整体毛利率将回升。我们预计省广集团 2019~2020 年净利润分别为 4.0 亿、4.8 亿，对应当前股价，其 PE 分别为 15X、13X，维持“推荐”评级。

## 5. 风险提示

数字营销公司毛利率改善不及预期，公司总体毛利率改善不及预期，公司商誉减值风险以及应收账款坏账风险。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10915.0	11295.2	12143.47	12993.51	14032.99	<b>成长性</b>					
营业成本	8937.16	9915.79	10795.54	11429.09	12316.75	营业收入增长	13.4%	3.5%	7.5%	7.0%	8.0%
销售费用	634.64	660.95	744.14	781.82	843.38	营业成本增长	13.1%	11.0%	8.9%	5.9%	7.8%
管理费用	285.65	320.28	331.06	361.33	386.41	营业利润增长	9.2%	-121.3%	193.9%	111.9%	10.5%
财务费用	63.00	50.39	106.56	73.10	108.53	利润总额增长	8.5%	-111.6%	-302.1%	96.8%	10.1%
投资净收益	53.99	205.17	77.46	93.39	107.50	净利润增长	11.6%	-130.1%	203.3%	110.7%	19.8%
营业利润	857.04	-182.33	171.27	362.96	401.12	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	29.10	79.97	35.60	44.10	47.19	毛利率	18.1%	12.2%	11.1%	12.0%	12.2%
利润总额	886.13	-102.36	206.87	407.05	448.31	销售净利率	6.4%	-0.9%	1.4%	2.6%	2.7%
所得税	188.31	-0.96	36.57	66.75	63.06	ROE	12.8%	-1.9%	3.1%	5.9%	6.4%
少数股东损益	86.58	82.71	-19.89	-60.52	-94.98	ROIC	12.0%	-1.0%	3.0%	5.9%	5.2%
净利润	611.25	-184.11	190.19	400.82	480.24	<b>营运效率</b>					
资产负债表						销售费用/营业收入	5.8%	5.9%	6.1%	6.0%	6.0%
流动资产	7103.54	5923.33	7489.39	6193.80	8567.71	管理费用/营业收入	2.6%	2.8%	2.7%	2.8%	2.8%
货币资金	1747.61	1193.19	1037.45	1325.72	1126.79	财务费用/营业收入	0.6%	0.4%	0.9%	0.6%	0.8%
应收账款	2708.38	2327.07	3139.63	2681.20	3620.67	投资收益/营业利润	6.3%	-112.5%	45.2%	25.7%	26.8%
应收票据	469.28	317.62	322.78	357.99	465.42	所得税/利润总额	21.3%	0.9%	17.7%	16.4%	14.1%
存货	2.14	1.89	2.11	1.85	2.73	应收账款周转率	4.40	4.49	4.44	4.46	4.45
非流动资产	3359.38	4107.87	3925.23	4404.90	4623.23	存货周转率	5377.83	4925.79	5406.07	5773.16	5370.71
固定资产	28.69	620.54	600.82	581.47	565.97	流动资产周转率	1.77	1.73	1.81	1.90	1.90
资产总计	10462.9	10031.2	11414.62	10598.70	13190.93	总资产周转率	1.20	1.10	1.13	1.18	1.18
流动负债	3949.16	3854.16	5117.95	4090.47	6412.39	<b>偿债能力</b>					
短期借款	152.69	1028.00	1600.43	672.61	2351.38	资产负债率	47.7%	47.0%	51.9%	45.9%	54.1%
应付款项	1708.24	1699.43	1947.17	1896.24	2245.68	流动比率	1.80	1.54	1.46	1.51	1.34
非流动负债	1041.02	855.73	805.06	771.32	727.19	速动比率	1.80	1.54	1.46	1.51	1.34
长期借款	277.51	202.84	152.17	118.42	74.30	<b>每股指标 (元)</b>					
负债合计	4990.18	4709.89	5923.01	4861.79	7139.59	EPS	0.35	-0.11	0.11	0.23	0.28
股东权益	5472.74	5321.31	5491.62	5736.91	6051.35	每股净资产	2.98	2.88	2.99	3.16	3.40
股本	1341.03	1743.34	1743.34	1743.34	1743.34	每股经营现金流	0.28	-0.40	-0.40	1.06	-0.84
留存收益	2031.09	1796.02	1951.29	2267.16	2628.97	每股经营现金/EPS	0.81	3.81	-3.65	4.62	-3.04
少数股东权益	281.27	307.30	287.41	226.89	131.91	<b>估值</b>					
负债和权益总计	10462.9	10031.2	11414.62	10598.70	13190.93	PE	10.12	-33.62	32.54	15.44	12.89
现金流量表						PEG	0.39	0.21	-0.94	-0.73	-0.05
经营活动现金流	596.99	352.74	-694.47	1852.13	-1460.62	PB	1.19	1.23	1.19	1.12	1.05
其中营运资本减少	-237.04	-417.12	-998.40	1482.50	-1929.68	EV/EBITDA	5.86	-213.14	22.29	11.55	13.24
投资活动现金流	-1662.67	-915.75	155.57	-435.89	-193.60	EV/SALES	0.48	0.59	0.60	0.46	0.55
其中资本支出	593.76	221.35	-297.56	208.21	-33.96	EV/IC	0.92	1.05	1.03	0.93	0.91
融资活动现金流	2033.71	36.85	-625.73	-119.08	-284.88	ROIC/WACC	1.34	-0.11	0.34	0.60	0.60
净现金总变化	968.03	-526.01	-1164.63	1297.17	-1939.10	REP	0.68	-9.56	3.04	1.55	1.53

### 研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

#### 行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>