

省广股份 (002400.SZ)

三大主业表现强劲，高端业务向战略管理升级

核心观点:

- 公司 2012 年业绩符合预期；上市 3 年来收入和净利润翻了 1 倍和 2 倍多。2012 年收入和归属母公司净利润分别为 46 亿和 1.8 亿，同比增长 24% 和 77%，毛利率为 16%，与 2009 年相比提升了 4 个百分点；公司 2012 年 EPS 为 0.94 元。公司拟每 10 股转增 10 股派现 2.3 元(含税)；预告 2013 年 1 季度 EPS 区间为 0.20~0.22 元 (+50%~70%)。
- 2012 年经营回顾：内生业绩贡献比例达 80% 左右 (+50% 左右)，对外投资规模 2.3 亿 (+74%)。1、三大主业保持健康强劲发展势头。品牌管理客户结构优化，收入突破 2 亿量级 (+15%)，成本基本持平。媒介代理毛利率提升明显，3 年提升 5 个百分点到 10%；收入 3 年翻了 1.24 倍，东风日产成省广第 1 个 10 亿量级的超大客户。自有媒体表现超预期，西南地区盈利能力翻番，深圳公交车身广告第 1 年运营即实现盈利。2、收购标的除重庆年度外均超额完成对赌业绩目标，合众传播、青岛先锋业绩实现情况分别超出对赌目标 21% 和 5%。重庆年度净利润为 0.22 亿，未完成对赌业绩目标，公司进行商誉减值 281 万。
- 2013 年经营展望：高端业务向战略管理升级，加上“广告数字化运营系统”，将增强客户认可度并提升对客户的溢价能力；主业继续健康稳健发展，媒介代理毛利率有持续提升空间；对外拓展将注重区域互补。
- 维持“买入”评级，上调合理价值到 56 元。鉴于公司强劲业绩增长，上调 13/14 年业绩为 1.36/1.77 元，上调幅度 8% 和 10%，当前股价对应 13/14 年 PE 为 33/25 倍。营销传播行业空间广阔、前景看好，而营销传播行业集中度低，对省广这类拥有丰富客户资源、媒体资源和专业优势的本土领先型的综合传播集团而言，具有明显行业整合优势；省广发展后劲足，处于快速发展阶段。
- 风险提示：后续收购进程低于预期，宏观经济不景气对公司广告投放影响等。

盈利预测:

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3,717	4,627	5,945	6,871	7,939
增长率(%)	21%	24%	28%	16%	16%
EBITDA(百万元)	137	265	407	522	648
净利润(百万元)	102	181	263	342	431
增长率(%)	51%	77%	45%	30%	26%
EPS(元/股)	0.53	0.94	1.36	1.77	2.24
市盈率(P/E)	84	47	33	25	20
市净率(P/B)	8	7	6	5	4
EV/EBITDA	29	15	10	8	6

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

公司评级	买入
当前价格	44.5 元
合理价值	56 元
前次评级	买入
报告日期	2013-03-28

相对市场表现



分析师：赵宇杰 S0260512050002
 0755-82792502
 zhaoyj@gf.com.cn

相关研究:

省广股份(002400)一发展	2013-02-28
后劲足，处于快速发展阶段	
省广股份(002400)一12年	2013-01-29
内生增长强劲，13年快速增长可持续	
省广股份(002400)一收购	2012-11-22
合众传播强化大健康行业布局，双方协同效应明显	

正文点评

一、省广2012年业绩符合预期；上市3年来收入和净利润分别翻了1倍和2倍多，可以看到收入大幅增长形成的规模优势，带来毛利率的持续提升，使利润保持快于收入增长的趋势。2012年收入和归属母公司净利润分别为46亿和1.8亿，同比增长24%和77%，与上市前2009年的20.5亿和0.53亿相比，3年来增幅分别达126%和239%；2012年毛利率为16%，与2009年相比提升了4个百分点。公司2012年EPS为0.94元，1~4季度分别为0.13元(+33%)、0.18元(+44%)、0.22元(+40%)和0.42元(+166%)。拟每10股转增10股派现2.3元(含税)。

公司预告2013年1季度归属母公司净利润区间为0.38~0.43亿，对应EPS区间为0.20~0.22元，增长区间为50%~70%。

表 1、各季度业绩回顾

(百万元)	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	2012	2013E
营业收入	886	1,068	1,202	1,471	4,627	5,945
营业成本	752	904	1,042	1,197	3,895	4,943
销售费用	60	76	77	105	318	410
管理费用	18	23	23	30	94	119
财务费用	(2)	(6)	(3)	(6)	(17)	(9)
投资净收益	(1)	3	5	5	12	9
营业利润	43	53	50	130	276	408
归属于母公司净利润	25	34	42	80	181	263
EPS (元)	0.13	0.18	0.22	0.42	0.94	1.36
主要比率	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	2012	2013E
毛利率	15.1%	15.3%	13.3%	18.6%	15.8%	16.8%
营业费用率	1.6%	1.7%	1.3%	1.1%	1.4%	1.3%
管理费用率	2.0%	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
营业利润率	4.8%	5.0%	4.2%	8.9%	6.0%	6.9%
有效税率	26.3%	26.3%	13.8%	24.3%	23.1%	23.0%
净利率	3.5%	3.7%	3.6%	6.8%	4.6%	5.3%
YOY	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	2012	2013E
收入	13.0%	6.8%	39.8%	37.1%	24.5%	28.5%
归属母公司净利润	33.1%	44.5%	39.9%	165.8%	76.9%	45.4%

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

二、2012年经营回顾：内生业绩贡献比例达80%左右，测算同比增速为50%左右；2012年并购企业对去年业绩贡献比例较小。继续加强对外投资力度，2012年投资额为2.3亿，同比增长74%。

1、品牌管理、媒介代理、自有媒体三大主业保持健康强劲发展势头，均有亮点。

品牌管理：调整客户结构(客户由中低端逐步向中高端升级)后保持不错发展势头。收入增速超预期，在成本保持稳定的基础上(2012和2011年分别为0.34亿和0.33亿)，收入突破2亿量级，增幅达15%，毛利率提升近2个百分点到83%。

媒介代理：毛利率为9.8%，提升明显，与2011年和2009年相比分别提升2.7和5个百分点；主要原因包括规模优势带来议价能力增强、集采毛利率较高、并购的重庆年度和青岛先锋毛利率高。**收入规模达到40亿，同比增长20%，与3年前17.8亿相比翻了1.24倍；**收入贡献幅度较大的分别是东风日产、重庆年度和广代博（代理广汽丰田），分别同比新增贡献3亿、2.6亿、2.5亿；东风日产已经成为省广10亿量级的超大客户，近3年来一直是省广最大的广告客户并每年保持3亿的增量。

自有媒体：收入和毛利率有大幅改善，西南地区和深圳公交车身广告表现超预期。

西南地区盈利能力实现翻番：收入和净利润分别为2.1亿和0.39亿，同比增长21%和100%，西南地区户外广告盈利大幅增长主要是有税收优惠、2012年对部分到期客户进行提价、以及受益于渠道下沉涉足二、三线城市户外广告市场经营。**深圳公交车身广告经营表现超预期：**深圳车身广告代理运营第1年即实现盈利，收入和净利润分别为1.14亿和5百万。

2、收购标的除重庆年度外均超额完成对赌业绩目标，合众传播、青岛先锋业绩实现情况分别超出对赌目标21%和5%。北京合众传播、广州旗帜、青岛先锋、上海窗之外分别实现净利润为0.38亿、0.21亿、0.19亿、0.13亿，分别超出对赌目标650万、40万、290万、56万。重庆年度净利润为0.22亿，与对赌业绩目标0.32亿相比差距较大，公司进行商誉减值281万。其中2012年新并购青岛先锋、上海窗之外、北京合众传播对公司2012年业绩贡献幅度较小，前2家仅贡献1个季度业绩，合众传播在2012年尚未并入利润表中。

三、公司2013年经营展望：高端业务向战略管理升级，三大主业继续健康稳健发展，媒介代理毛利率有持续提升空间，注重现有业务与已并购企业的整合，并将继续积极进行对外拓展。
1、公司在现有高端业务品牌管理基础上，将依托去年成立的广州指标品牌管理咨询公司进一步向战略管理咨询业务拓展，同时与去年推出的“广告数字化运营系统”一起，将提升公司对客户的服务能力和竞争力，进而增强客户认可度并提升对客户的溢价能力。**2、公司在外延拓展方面，**将注重区域互补，通过整合区域性优质资源，增强目前全国服务中的弱势区位服务能力，使公司综合多业务服务能力在全国进行复制拓展。

四、维持“买入”评级，上调合理价值到56元。鉴于公司强劲的业绩增长，2013年1季度业绩预增50~70%（合众传播提前到1季度并表），上调公司2013年~2014年业绩预测为1.36元和1.77元，上调幅度为8%和10%；2013年内生、外延、营改增业绩贡献比例分别为6: 3: 1，如内生增长强劲或新增并购落地，公司业绩将超预期。当前股价对应13~14年PE为33倍、25倍。**受益于经济转型与消费升级，营销传播行业发展前景看好；**而营销传播行业集中度低，加上整合营销趋势对多业务协同性要求提升，对省广这类拥有丰富客户资源、媒体资源和专业优势的本土领先型的综合传播集团而言，具有明显行业整合优势；省广发展后劲足，处于快速发展阶段。

五、风险提示：后续收购进程低于预期，宏观经济不景气对公司广告投放影响等。

表 2、盈利预测简表

营业收入(百万元)	10N	11N	12N	13E	14E	15E
媒介代理	2,758	3,321	3,987	5,165	5,938	6,826
自有媒体	160	183	350	423	496	574
品牌管理	160	179	205	238	276	323
公关业务		32	82	118	160	215
合计	3,079	3,717	4,627	5,945	6,871	7,939
收入增速	10N	11N	12N	13E	14E	15E
媒介代理	54.9%	20.4%	20.0%	29.5%	15.0%	15.0%
自有媒体	18.2%	14.3%	91.0%	20.7%	17.4%	15.6%
品牌管理	20.0%	12.1%	14.6%	16.0%	16.0%	17.0%
公关业务			153.3%	43.8%	35.1%	35.0%
合计	50.2%	20.7%	24.5%	28.5%	15.6%	15.5%
毛利率	10N	11N	12N	13E	14E	15E
媒介代理	4.8%	7.2%	9.8%	11.2%	11.4%	11.5%
自有媒体	32.4%	25.6%	34.2%	36.0%	36.0%	36.0%
品牌管理	80.7%	81.3%	83.2%	83.0%	84.0%	84.0%
公关业务		61.9%	60.6%	61.0%	61.0%	64.0%
合计	10.1%	12.1%	15.8%	16.8%	17.3%	17.7%
EPS	0.35	0.53	0.94	1.36	1.77	2.24

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,900	2,292	2,563	3,060	3,625
货币资金	824	754	664	928	1,167
应收及预付	1,074	1,517	1,899	2,132	2,458
存货	1	2	0	0	0
其他流动资产	1	19	0	0	0
非流动资产	148	349	348	318	318
长期股权投资	34	41	41	41	41
固定资产	31	36	42	46	49
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	1	31	28	25	22
其他长期资产	81	241	237	207	206
资产总计	2,048	2,641	2,911	3,378	3,944
流动负债	844	1,125	1,223	1,385	1,573
短期借款	0	19	0	0	0
应付及预收	754	865	1,088	1,250	1,438
其他流动负债	90	241	135	135	135
非流动负债	32	116	53	53	53
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	32	116	53	53	53
负债合计	876	1,242	1,276	1,438	1,626
股本	148	193	193	193	193
资本公积	698	653	653	653	653
留存收益	255	409	593	832	1,134
归属母公司股东权	1,100	1,255	1,439	1,678	1,980
少数股东权益	71	144	196	261	337
负债和股东权益	2,048	2,641	2,911	3,378	3,944

现金流量表

单位: 百万元

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	(53)	47	62	322	351
净利润	102	181	263	342	431
折旧摊销	0	0	8	8	8
营运资金变动	0	0	(248)	(71)	(139)
其它	(155)	(134)	39	44	51
投资活动现金流	(5)	(99)	(8)	22	(8)
资本支出	0	0	(8)	(8)	(8)
投资变动	(5)	(99)	0	30	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	(28)	(20)	(144)	(81)	(104)
银行借款	0	0	(19)	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(28)	(20)	(125)	(81)	(104)
现金净增加额	(85)	(72)	(90)	264	239
期初现金余额	0	0	754	664	928
期末现金余额	824	754	664	928	1,167

主要财务比率

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力(%)					
营业收入增长	21%	24%	28%	16%	16%
营业利润增长	66%	82%	48%	29%	25%
归属母公司净利润增长	51%	77%	45%	30%	26%
获利能力(%)					
毛利率				12.1%	15.8%
净利率	2.8%	3.9%	4.4%	5.0%	5.4%
ROE	9.3%	14.4%	18.3%	20.4%	21.8%
ROIC	8.9%	14.0%	18.8%	20.4%	21.3%
偿债能力					
资产负债率(%)	42.8%	47.0%	43.8%	42.6%	41.2%
净负债比率	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	2.0	2.1	2.2	2.3
速动比率	2.3	2.0	2.1	2.2	2.3
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0
应收账款周转率	16.8	11.6	10.1	9.8	9.8
存货周转率					
每股指标(元)					
每股收益	0.53	0.94	1.36	1.77	2.24
每股经营现金流	(0.27)	0.24	0.32	1.67	1.82
每股净资产	5.71	6.51	7.47	8.71	10.27
估值比率					
P/E	83.8	47.4	32.6	25.1	19.9
P/B	7.8	6.8	6.0	5.1	4.3
EV/EBITDA	29.4	15.2	9.9	7.7	6.2

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	3,717	4,627	5,945	6,871	7,939
营业成本	3,267	3,895	4,943	5,682	6,534
营业税金及附加	49	63	77	89	103
销售费用	218	318	410	460	524
管理费用	63	94	119	131	143
财务费用	(19)	(17)	(9)	(13)	(17)
资产减值损失	(1)	10	5	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	12	9	9	9
营业利润	151	276	408	527	657
营业外收入	1	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	151	278	409	528	659
所得税	32	64	94	122	152
净利润	119	214	315	407	507
少数股东损益	17	33	52	65	76
归属母公司净利润	102	181	263	342	431
EBITDA	137	265	407	522	648
EPS (元)	0.53	0.94	1.36	1.77	2.24

广发传媒行业研究小组

赵宇杰： 分析师，毕业于华中科技大学，曾任职于招商证券研发中心，2009~2012 年连续 4 年获得《新财富》传播与文化行业最佳分析师，2010~2012 年连续 3 年获得《水晶球》传播与文化行业最佳分析师，2012 年 4 月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。