

投资评级：推荐（维持）
分析师

刘浩然 0755-83464814

Email:liuhr@cgws.com

执业证书编号:S1070517070001

联系人（研究助理）：

何思霖 0755-83515591

Email:hesilin@cgws.com

从业证书编号:S1070115120058

张正威 0755-83554449

Email:zhangzhengwei@cgws.com

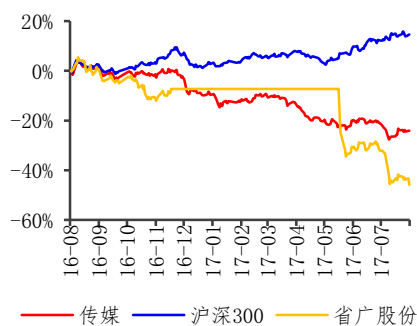
从业证书编号:S1070115100009

市场数据

目前股价	6.18
总市值（亿元）	107.74
流通市值（亿元）	87.59
总股本（万股）	174,334
流通股本（万股）	141,735
12个月最高/最低	12.16/5.98

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	11460.8	12606.9	13867.5
(+/-%)	5.0%	10.0%	10.0%
净利润	382.7	565.3	739.4
(+/-%)	-37.4%	47.7%	30.8%
摊薄 EPS	0.22	0.32	0.42
PE	29.47	19.95	15.26

股价表现


数据来源：贝格数据

子公司表现不及预期，拖累公司整体业绩

——省广股份（002400）公司动态点评

投资建议

公司于8月7日晚间发布2017年半年报，2017年上半年实现营业总收入44.73亿元，同比增长0.91%；实现归属于上市公司股东的净利润1.90亿元，同比下滑26.62%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.80亿元，同比下滑27.84%。无利润分配方案。公司营收利润增长符合公司最新公告的业绩预告，但低于此前预期。公司部分子公司的抗风险能力较弱影响了公司整体业绩，这是公司往新型营销集团转型的阵痛，考虑到公司在整合营销传播产业链的完整布局，以及大数据业务的发展趋势，再加上省广在客户、技术及媒介等方面依然保有的较高护河城以及强大核心竞争力，我们预测公司2017-2019年EPS分别为0.22元、0.32元及0.42元，对应目前股价PE分别为29x、20x及15x，维持“推荐”评级。

投资要点

■ 公司营收保持稳定，毛利率下滑明显，传统媒介代理拖累整体业绩

公司2017年上半年总体营收达到44.73亿元，与去年同期基本持平。分业务板块来看，最主要的传统媒介代理的收入为24.87亿，同比下滑3.48%；数字营销的营收达到16.35亿，同比上升12.52%，继续为公司业务贡献主要增长；自有媒体收入1.92亿，同比下滑13.62%；品牌管理的营收为6583万元，同比下降31.40%；公关活动收入9321万元，同比上升10.65%；此外还有杂志发行和其他业务收入总和约19万。占比方面，传统媒介代理收入占总营收比例持续下滑，由去年年末的60.73%下滑至55.59%，这一比例也低于去年同期；数字营销的比重则由去年底的29.84%上升至36.54%，公司顺应媒介变迁趋势，将大数据以及数字营销板块作为业绩主驱动因素，但传统媒介代理的业绩下滑基本抵消了数字营销板块的上升。

公司主营业务综合毛利率结束了15年扩张营收以来的上升趋势，由去年底的18.12%大幅下降至14.95%，相较去年同期也下滑了2.56%。主要原因是占比最大的传统媒介代理毛利率下滑至8.61%，与去年底相比下滑4.32%，同期相比下滑3.65%。数字营销板块毛利率为18.29%，与去年同期基本持平。虽然数字营销板块占比有所上升，但其效应不能抵消媒介代理板块毛利率的下滑。

公司费用结构相对稳定，销售及管理费用占比均同比小幅下降，因定增资金到位，利息费用出现了大幅下滑，整体费用无大的变化。

相关报告

<<龙头收入破百亿，大数据营销布局持续推进>> 2017-04-05

<<中报业绩符合预期，整合营销全链条持续布局>> 2016-08-08

<<大平台，大省广>> 2016-03-30

■ 部分子公司抗风险能力较弱出现经营滑坡

公司母公司层面表现符合预期，尤其是数字营销领域。但是，部分子公司抗风险能力较弱。去年恺达因丢失关键客户而大幅不及预期，今年恺达已经在寻找新的替代客户，但整体毛利率比原来关键客户大幅降低，今年上半年仅实现了 1.5 万元净利润。另一个出现风险的子公司雅润，其主要经营二三线城市电视广告媒介资源，受媒介关注度变迁的影响该部分媒介市场表现低迷，而公司转型在短期内未能见到成效，上半年净利润为-2808 万元，对省广公司整体的利润水平造成了较大的影响。除了蓝门因收入确认节奏问题完成进度慢以外，其他有业绩承诺的子公司目前完成情况尚在计划内。而对于已经完成业绩承诺或无业绩承诺的子公司，部分传统媒介代理子公司可能也面临一定的风险和转型的压力。除了对公司利润的负面影响，还面临一定的商誉减值风险。**未来公司的关注重点应该是雅润及恺达的进展。**

■ 继续打造大数据营销平台，持续扩张营销全产业链布局

公司营销大数据联盟聚合了国内外顶级大数据服务商，通过强大的数据后台，打造了超过 100 种多样化定制化的大数据产品，使品牌可以随时找到适合自身所需的大数据服务，帮助品牌快速实现数字化再造，从而使公司品牌营销、数字营销等服务能力在短时间内得到大幅提升。同时今年上半年公司先后设立省广汉威士及收购了上海拓畅。公司的外延扩张将进一步增强公司的国际化营销能力以及移动营销领域的产业布局，提高公司在整合营销以及数字营销领域的竞争力。

- 风险提示：**
- 子公司业务风险，商誉减值风险，核心客户流失，宏观经济放缓，整合效应低于预期，大数据平台建设不及预期

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9629	10915	11461	12607	13868	成长性					
营业成本	7899	8937	9742	10653	11579	营业收入增长	51.9%	13.4%	5.0%	10.0%	10.0%
销售费用	585	635	666	733	806	营业成本增长	55.8%	13.1%	9.0%	9.4%	8.7%
管理费用	221	286	300	330	363	营业利润增长	24.7%	9.2%	-43.5%	50.6%	32.0%
财务费用	35	63	-21	-34	-48	利润总额增长	29.4%	8.5%	-42.0%	47.7%	30.8%
投资净收益	37	54	0	0	0	净利润增长	28.8%	11.6%	-37.4%	47.7%	30.8%
营业利润	785	857	484	730	963	盈利能力					
营业外收支	32	29	30	30	30	毛利率	18.0%	18.1%	15.0%	15.5%	16.5%
利润总额	817	886	514	759	993	销售净利率	6.3%	6.4%	3.8%	5.1%	6.1%
所得税	210	188	77	114	149	ROE	22.5%	11.8%	6.9%	9.4%	11.0%
少数股东损益	59	87	54	80	105	ROIC	28.3%	23.5%	8.8%	16.8%	17.6%
净利润	548	611	383	565	739	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	6.1%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
					(百万)	管理费用/营业收入	2.3%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
流动资产	4924	6744	7721	8559	9949	财务费用/营业收入	0.4%	0.6%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
货币资金	477	1389	2582	2288	3829	投资收益/营业利润	4.7%	6.3%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款	2477	3178	2087	3704	2666	所得税/利润总额	25.7%	21.3%	15.0%	15.0%	15.0%
应收票据	1516	1267	2019	1575	2332	应收账款周转率	3.89	3.43	5.49	3.40	5.20
存货	1	2	1	2	2	存货周转率	6662.97	4179.62	7152.24	4320.47	6831.56
非流动资产	2508	3341	3015	2817	2619	流动资产周转率	1.38	1.09	1.07	1.15	1.12
固定资产	33	649	357	166	-26	总资产周转率	1.30	1.08	1.07	1.11	1.10
资产总计	7432	10085	10737	11376	12568	偿债能力					
流动负债	3696	3584	3837	3890	4315	资产负债率	64.0%	45.7%	45.3%	43.2%	42.5%
短期借款	918	153	0	0	0	流动比率	1.33	1.88	2.01	2.20	2.31
应付款项	1543	1708	1836	2040	2173	速动比率	1.31	1.72	1.86	2.05	2.17
非流动负债	1063	1029	1029	1029	1029	每股指标 (元)					
长期借款	0	278	278	278	278	EPS	0.31	0.35	0.22	0.32	0.42
负债合计	4759	4613	4866	4919	5344	每股净资产	1.53	3.14	3.37	3.70	4.14
股东权益	2672	5473	5870	6457	7224	每股经营现金流	0.16	0.56	0.68	-0.17	0.88
股本	905	1341	1341	1341	1341	每股经营现金/EPS	0.52	1.58	3.12	-0.52	2.09
留存收益	1501	2031	2374	2881	3544	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	236	281	335	416	520	PE	20.60	18.45	29.47	19.95	15.26
负债和权益总计	7432	10085	10737	11376	12568	PEG	19.38	2.82	5.89	2.00	1.53
现金流量表					(百万)	PB	4.63	2.17	2.04	1.87	1.68
经营活动现金流	265	597	1336	-300	1540	EV/EBITDA	1.17	1.03	0.98	0.89	0.81
其中营运资本减少	-357	1933	723	785	966	EV/SALES	7.46	8.17	11.17	8.81	5.51
投资活动现金流	-1089	-1663	25	25	25	EV/IC	0.67	0.73	0.58	0.56	0.40
其中资本支出	10	620	0	0	0	ROIC/WACC	2.11	1.78	1.90	1.60	1.54
融资活动现金流	1108	2034	-168	-20	-24	REP	0.28	0.24	0.08	0.16	0.17
净现金总变化	285	968	1194	-295	1542						

研究员介绍及承诺

刘浩然: 格拉斯哥大学经济学硕士, 2012 年加入长城证券, 2014 年任传媒行业研究员

何思霖: FRM, 美国布兰戴斯大学金融学硕士, 2015 年加入长城证券并任传媒行业研究员

张正威: 2015 年加入长城证券, 任传媒行业研究员。

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。

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其机构或个人客户(以下简称客户)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任何其它任何用途。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。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

杨锦明: 0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

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>