

省广股份 (002400)

买入/维持评级

股价: RMB17.74

分析师

刘佳宁  
SAC 执业证书编号:S1000511090008  
(0755)8249 2212  
liujn@mail.htlhsc.com.cn

# 内生增长趋缓 外延扩张出力

## --省广股份 2011 年三季度报点评

- 公司公布 2011 年三季度报,前三季度营业收入约 26.4 亿元,同比增长 28.6%, 归属母公司所有者净利润约 7204.6 万元, 同比增长 36.1%, 按照最新股本全面摊薄 EPS 为 0.49 元。公司在三季度实现营业收入和归属母公司所有者净利润分别为 8.6 亿元和 2973.7 万元, 同比增长 16.8%和 40.3%。
- 三季报略低于我们的预期。因重庆年度和广州旗智应在三季度并表带来归属母公司所有者净利润约 650 万元,对本季度净利润贡献约 30.6%的增速, 则原有业务内生性净利润增速仅为 9.7%, 而一、二季度分别约为 32%和 26%。我们认为公司三季度原有业务增速明显下滑, 原因应是季度波动, 而不是增速长期下降趋势,合理的内生性业务增速应可以保持在 25%左右。
- 公司业务结构在三季度得到一定改善, 前三季度毛利率分别为 10.6%、9.7%和 13.8%, 毛利率在三季度首次摆脱了围绕 10%波动的长期表现, 该变化应来自于并购企业毛利率水平较高。
- 公司管理层保持了持续稳健的风格, 前三季度收入增速接近 30%, 净利润增速接近半年报预测的中位数, 同时毛利率得到明显改善。我们认为从管理层经营风格和公司综合能力看, 全年的收入增速将保持在 30%附近, 原有内生性业务创造的利润增速应在四季度也恢复至 25%附近的水平。
- 公司现金有近 10 亿元, 其中可用于主业外的现金至少有 5 亿元, 我们认为公司有可能运用在以下三个方向: 补充不具备的营销业务能力, 深挖客户潜力 (例如收购广州旗智); 加速区域扩张 (例如收购重庆年度); 投标户外媒介资源。以上任意一个方向, 都会对经营和净利润产生积极的影响。从公司的经营风格上看, 相关的操作会比较审慎, 节奏不会很快。
- 预计公司 11 年和 12 年的 EPS 分别为 0.66 元和 0.90 元, 净利润增速分别为 44%和 36%, 对应 PE 分别为 26.9 倍和 19.7 倍。维持“买入”评级, 对公司的推荐逻辑是在低估值时买入能够稳定成长的公司, 在期待净利润增长的同时等待公司富裕资金使用带来的弹性。
- 风险提示: 经济波动若影响到消费领域, 公司盈利增速面临显著下滑风险。

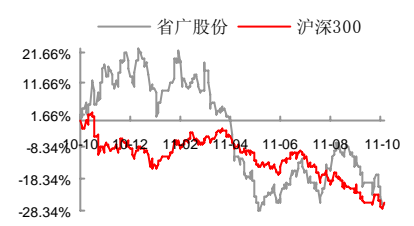
相关研究

- 《从扛旗者到整合者》
- 《扩张买断式代理业务和区域业务》
- 《稳健发展 内控出色》

基础数据

总股本 (百万股)	148
流通 A 股 (百万股)	148
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	2,630

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3078.6	3950.0	4853.0	5513.0
(+/-%)	50.2	28.3	22.9	13.6
归属母公司净利润(百万元)	67.8	98.0	134.0	162.0
(+/-%)	27.2	44.6	36.7	20.9
EPS(元)	0.46	0.66	0.91	1.10
P/E(倍)	38.8	29.3	21.3	17.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	1675	1735	2023	2221	<b>营业收入</b>	3079	3950	4853	5513
现金	909	706	562	551	营业成本	2766	3511	4266	4830
应收账款	175	247	336	346	营业税金及附加	31	40	53	61
其他应收款	22	20	28	33	营业费用	153	203	252	282
预付账款	452	702	1024	1208	管理费用	46	59	78	83
存货	0	0	0	0	财务费用	-6	-12	-10	-8
其他流动资产	117	59	73	83	资产减值损失	2	1	2	3
<b>非流动资产</b>	57	166	285	404	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	29	140	260	380	投资净收益	5	2	2	2
固定资产	27	25	24	23	<b>营业利润</b>	91	149	213	264
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	0	2	2	2
其他非流动资产	1	1	1	1	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1732	1901	2308	2624	<b>利润总额</b>	91	150	214	265
<b>流动负债</b>	712	780	1026	1144	所得税	23	35	54	66
短期借款	0	0	0	16	净利润	68	115	161	199
应付账款	238	302	367	415	少数股东损益	0	17	26	36
其他流动负债	474	478	659	713	归属母公司净利	68	98	134	162
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EBITDA	90	138	205	0
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.82	0.66	0.91	1.10
其他非流动负	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	712	780	1026	1144	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	5	22	48	85	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	82	148	148	148	<b>成长能力</b>				
资本公积	763	698	698	698	营业收入	50.2%	28.3%	22.9%	13.6%
留存收益	169	254	388	550	营业利润	32.4%	63.3%	42.9%	23.8%
归属母公司股	1015	1099	1234	1396	归属母公司净利	27.2%	44.5%	37.3%	20.9%
<b>负债和股东权</b>	1732	1901	2308	2624	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	10.1%	11.1%	12.1%	12.4%
					净利率(%)	2.2%	2.5%	2.8%	2.9%
					ROE(%)	6.7%	8.9%	10.9%	11.6%
					ROIC(%)	78.7%	38.1%	33.2%	34.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	41.1%	41.0%	44.5%	43.6%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	1.36%
					流动比率	2.35	2.23	1.97	1.94
					速动比率	2.35	2.23	1.97	1.94
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	2.62	2.17	2.31	2.24
					应收账款周转率	17	19	17	16
					应付账款周转率	11.62	13.01	12.76	12.35
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.82	0.66	0.91	1.10
					每股经营现金流	-0.42	-0.63	-0.24	0.57
					每股净资产(最	6.84	7.41	8.32	9.42
					<b>估值比率</b>				
					P/E	42.34	29.30	21.34	17.66
					P/B	2.83	2.61	2.33	2.05
					EV/EBITDA	22	14	9	8

数据来源: 华泰联合证券研究所



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

#### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

#### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。