

产业政策支持和广告收入结构调整对冲 宏观经济下滑风险

投资要点:

1、事件

- 2011年12月7日，北京市工商行政管理局、中共北京市委宣传部、北京市发展和改革委员会、北京市国家税务局、北京市地方税务局联合发布《关于促进北京市广告业发展的意见》
- 2011年10月19日，上海市工商局、上海市发展改革委发布《关于进一步促进本市广告业发展的指导意见》
- 2011年12月19日，省广股份单日涨幅9.43%

2. 我们的分析与判断

■ 文化产业优惠政策向广告行业延伸

广告行业是一个市场化程度高的产业，之前享受的政府优惠政策很少。从北京、上海出台广告行业促进意见来看，政府已经把促进广告行业发展提升到一个非常重要的地位。这一方面得益于十七届六中全会的精神，广告行业作为文化产业细分行业受到政府最高层面的支持；另外广告行业也是地区服务业的重要组成部分。

我们认为作为广告大省的广东也会出台相关支持政策。省广股份2012年营业税金和所得税赋合计预计有7500万，而公司净利润预计也就是1亿元，税收负担很重，假设所得税下调至15%，文化事业建设费减免，至少能少交2000万税赋，相当于EPS 0.13元。

■ 中国广告行业市场格局分散，人均广告支出偏低

国家工商行政管理总局数据的统计数据显示，2010年中国广告经营额达到2340.5亿元，广告经营单位24.3万户，广告从业人员148万人，中国已进入世界广告大国前四位，广告业进入黄金发展期。

实力传播公布的全球广告监测数据显示，2010年全球四大广告市场为：美国151519百万美元，日本43297百万美元，德国24535百万美元，中国23208百万美元。

■ 宏观经济下滑对公司影响有可能弱于预期

汽车和地产广告投放下滑令人担心，但是从目前情况来看，电视和网络媒体依然保持快速增长。快销和医药等行业的增长以及来自二三线城市营销需求对冲汽车地产广告行业的下滑。同时，汽车作为消费升级的耐用消费品，不排除在2012年下半年汽车广告投放会反转。

公司在快消、金融、通信、家电、医药等领域的拓展逐步显现成效，七大板块的业务布局逐步形成，盈利来源均衡，同时在电视、报纸、互联网方面的广告投放结构也更趋合理。

3、估值、投资建议与主要风险

公司11-13年内生EPS分别为0.64/0.90/1.22元，考虑收购贡献，11-13年EPS分别为0.69/1.17/1.76元，重申推荐评级。

省广股份 (002400.SZ)

推荐 维持评级

合理估值区间：29-33元

分析师

许耀文, CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020007

田洪港

☎: (8621) 2025 2607

✉: tianhonggang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511100003

特此鸣谢

孙津 (8610) 6656 8846

(sunjin@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2010.12.21

| | |
|-------------|-------|
| A股收盘价(元) | 23.89 |
| A股一年内最高价(元) | 54.29 |
| A股一年内最低价(元) | 17.10 |
| 上证指数 | 2191 |
| 市净率 | 3.30 |
| 总股本(亿股) | 1.48 |
| 实际流通A股(万股) | 8161 |
| A股总市值(亿元) | 35.42 |
| A股流通市值(亿元) | 19.50 |

近一年相对上证综指表现图

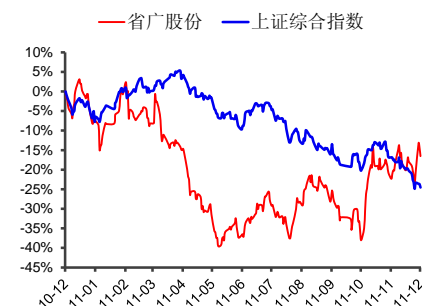


表 1: 主要财务指标

| | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 收入(百万元) | 3079 | 4069 | 5422 | 7303 |
| YoY | 50.16% | 32.16% | 33.27% | 34.69% |
| 归属股东净利(百万元) | 68 | 102 | 173 | 262 |
| YoY | 27.15% | 51.13% | 69.20% | 50.97% |
| 毛利率 | 10.14% | 9.97% | 10.14% | 10.15% |
| ROE | 6.68% | 9.28% | 13.57% | 17.00% |
| EPS(元) | 0.46 | 0.69 | 1.17 | 1.76 |

资料来源: 中国银河证券研究部 (注: 11-13 年收购贡献暂以投资收益形式计入)

表 2: 公司未来收购预测 (暂不考虑深圳公交车身广告媒体项目投资回报)

| | | 2011年 | 2012年 | 2013年 |
|-----------|-------------|------------|-------------|-------------|
| 利润承诺 | 重庆年度 | 536 | 1632 | 2244 |
| | 广州旗智 | 191 | 1071 | 1479 |
| 利润预测 | 北京合力 | 50 | 255 | 510 |
| 小计 | (万元) | 777 | 2958 | 4233 |
| 利润预测 | 12年收购 | | 1000 | 2500 |
| | 13年收购 | | | 1250 |
| 合计 | (万元) | 777 | 3958 | 7983 |

资料来源: 中国银河证券研究部

(附注: 假设 12 年、13 年收购支出分别为 2 亿元、2.5 亿元, 收购 PE 为 10 倍, 合并半年报表)

表 3: 公司今年以来的收购与合作情况

| 时间 | 合作方 | 合作方式 | 评估价值 (万元) | 投资额 (万元) | 股权占比 | 10年净利 | 对应10PE | 利润预测 (万元) | | |
|----------|-------------------|-------|--------------|-------------|---------|-------|--------|-----------|-------|-------|
| | | | | | | | | 2011年 | 2012年 | 2013年 |
| 2011年3月 | 重庆年度广告传媒有限公司 | 增资 | 16056 | 5620 | 25.93% | 1795 | 9 | 2100 | 3200 | 4400 |
| | | 股权转让 | 21676 | 5435 | 25.07% | / | / | / | / | / |
| 2011年6月 | 广州旗智企业管理咨询有限公司 | 增资 | 918 | 955 | 50.98% | 306 | 3 | 1500 | 2100 | 2900 |
| 2011年6月 | 北京合力唯胜体育发展有限公司 | 合资 | / | 255 | 51.00% | / | / | 200 | 500 | 1000 |
| 2011年12月 | 深圳市3854台公交车身广告经营权 | 保证金 | / | 5326 | / | / | / | / | / | / |
| | | 媒体使用费 | / | 9639 | 100.00% | / | / | | 暂无 | |

资料来源: 中国银河证券研究部

表 4: 省广股份三张表预测

| 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 |
| 流动资产 | 1674.68 | 2051.12 | 2615.04 | 3468.03 | 营业收入 | 3078.63 | 4068.65 | 5422.25 | 7303.45 |
| 现金 | 909.48 | 1035.87 | 1175.26 | 1390.39 | 营业成本 | 2766.47 | 3663.01 | 4872.43 | 6562.15 |
| 应收账款 | 175.10 | 254.55 | 370.08 | 540.01 | 营业税金及附加 | 31.48 | 42.01 | 56.10 | 75.64 |
| 其他应收款 | 21.74 | 37.36 | 74.68 | 171.00 | 营业费用 | 152.81 | 191.86 | 252.99 | 337.14 |
| 预付账款 | 451.67 | 602.89 | 819.54 | 1136.98 | 管理费用 | 45.69 | 59.78 | 78.86 | 105.14 |
| 存货 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 财务费用 | -6.47 | -12.94 | -14.70 | -17.06 |
| 其他流动资产 | 116.68 | 120.44 | 175.49 | 229.64 | 资产减值损失 | 2.04 | 1.96 | 1.94 | 1.92 |
| 非流动资产 | 56.87 | 66.57 | 79.35 | 99.50 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 29.13 | 30.59 | 31.17 | 31.76 | 投资净收益 | 4.75 | 14.35 | 57.78 | 112.48 |
| 固定资产 | 26.53 | 31.05 | 38.20 | 50.75 | 营业利润 | 91.36 | 137.32 | 232.40 | 351.00 |
| 无形资产 | 0.00 | 2.00 | 5.00 | 9.00 | 营业外收入 | 0.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 1.21 | 2.93 | 4.98 | 8.00 | 营业外支出 | 0.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 1731.55 | 2117.68 | 2694.39 | 3567.53 | 利润总额 | 91.35 | 137.32 | 232.40 | 351.00 |
| 流动负债 | 711.98 | 1008.28 | 1410.69 | 2020.69 | 所得税 | 23.21 | 34.30 | 58.11 | 87.85 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润 | 68.14 | 103.02 | 174.29 | 263.15 |
| 应付账款 | 237.82 | 377.87 | 544.52 | 789.76 | 少数股东损益 | 0.38 | 0.60 | 1.00 | 1.51 |
| 其他流动负债 | 474.16 | 630.41 | 866.17 | 1230.93 | 归属母公司净利润 | 67.77 | 102.42 | 173.30 | 261.63 |
| 非流动负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA | 89.54 | 125.86 | 219.55 | 336.39 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EPS (元) | 0.82 | 0.69 | 1.17 | 1.76 |
| 其他非流动负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 负债合计 | 711.98 | 1008.28 | 1410.69 | 2020.69 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 4.94 | 5.54 | 6.53 | 8.05 | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 股本 | 82.37 | 148.27 | 148.27 | 148.27 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 763.48 | 697.58 | 697.58 | 697.58 | 营业收入 | 50.2% | 32.2% | 33.3% | 34.7% |
| 留存收益 | 168.78 | 258.02 | 431.31 | 692.94 | 营业利润 | 32.4% | 50.3% | 69.2% | 51.0% |
| 归属母公司股东权益 | 1014.63 | 1103.87 | 1277.16 | 1538.79 | 归属于母公司净利润 | 27.2% | 51.1% | 69.2% | 51.0% |
| 负债和股东权益 | 1731.55 | 2117.68 | 2694.39 | 3567.53 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 10.1% | 10.0% | 10.1% | 10.2% |
| | | | | | 净利率(%) | 2.2% | 2.5% | 3.2% | 3.6% |
| | | | | | ROE(%) | 6.7% | 9.3% | 13.6% | 17.0% |
| | | | | | ROIC(%) | 78.7% | 218.3% | 212.0% | 201.2% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 41.1% | 47.6% | 52.4% | 56.6% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 2.35 | 2.03 | 1.85 | 1.72 |
| | | | | | 速动比率 | 2.35 | 2.03 | 1.85 | 1.72 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 2.62 | 2.11 | 2.25 | 2.33 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 17.19 | 18.94 | 17.36 | 16.05 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 11.62 | 11.90 | 10.56 | 9.84 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.46 | 0.69 | 1.17 | 1.76 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.42 | 0.83 | 0.55 | 0.73 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 6.84 | 7.45 | 8.61 | 10.38 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 42.03 | 27.81 | 16.44 | 10.89 |
| | | | | | P/B | 2.81 | 2.58 | 2.23 | 1.85 |
| | | | | | EV/EBITDA | 21.38 | 15.21 | 8.72 | 5.69 |

| 现金流量表 | | | | |
|---------|---------|--------|--------|---------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 经营活动现金流 | -63.00 | 123.71 | 81.48 | 108.17 |
| 净利润 | 68.14 | 103.02 | 174.29 | 263.15 |
| 折旧摊销 | 4.64 | 1.48 | 1.85 | 2.45 |
| 财务费用 | -6.47 | -12.94 | -14.70 | -17.06 |
| 投资损失 | -4.75 | -14.35 | -57.78 | -112.48 |
| 营运资金变动 | -132.95 | 46.22 | -22.13 | -27.86 |
| 其他经营现金流 | 8.38 | 0.28 | -0.05 | -0.02 |
| 投资活动现金流 | -4.50 | 2.93 | 43.20 | 89.90 |
| 资本支出 | 6.56 | 8.00 | 11.00 | 18.00 |
| 长期投资 | 0.00 | 1.46 | 0.58 | 0.58 |
| 其他投资现金流 | -11.06 | -6.53 | 31.61 | 71.31 |
| 筹资活动现金流 | 774.35 | -0.24 | 14.70 | 17.06 |
| 短期借款 | -10.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 20.60 | 65.90 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 763.48 | -65.90 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | 0.27 | -0.24 | 14.70 | 17.06 |
| 现金净增加额 | 706.85 | 126.39 | 139.38 | 215.13 |

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

许耀文，CFA、田洪港，传媒行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn