

**营销服务**

署名人: 冷星星

S0960511030017

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

参与人: 万玉琳

S0960111080511

0755-82026907

wanyulin@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 28.00元

当前股价: 23.00元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2347.18
总股本(百万)	148
流通股本(百万)	82
流通市值(亿)	19
EPS	0.67
每股净资产(元)	7.42
资产负债率	42.81%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
省广股份	1.68	-2.41	18.67
信息服务	-5.21	0.03	-6.75
沪深300指数	-3.50	8.32	-4.27



**相关报告**

省广股份-收入增速放缓 毛利率有所提升  
业绩低于预期 2011-10-24

**省广股份**

**002400**

**推荐**

**内生外延齐头并进 未来成长可期**

**投资要点:**

- **业绩符合市场预期, 略超我们预期。**报告期内公司实现营业收入 37.17 亿元、营业利润 1.51 亿元、归母公司净利润 0.99 亿元, 同比分别增长 21%、66%、46%。基本每股收益 0.67 元, 扣除非经常性损益后每股收益 0.63 元。业绩符合市场预期, 略超我们预期。分配方案为 10 转 3 派 2 元 (含税)。
- **报告期内, 公司通过内生增长与外延发展, 在 2010 年高基数基础上实现稳定增长, 营收增长 21%:** 媒介代理规模增长 20%, 占收入 89%; 品牌管理规模增长 12%, 占收入 5%; 自有媒体业务规模增长 14%, 占收入 5%; 新增公关业务占收入约 1%。
- **报告期内, 营业利润增速 (66%) 超收入增速 (21%) 主因是: 1)** 收入占比最大的媒介代理盈利模式从单一分散式转为分散式、集中式和买断式相结合, 毛利率从 5% 升至 7%; **2)** 新收购年度广告和旗智公关毛利率高于原业务, 提升整体毛利率。
- **报告期内, 公司以“横向补充盈利模式, 纵向拓展产业链”为外延方针进行战略布局, 拓展优化各项业务: 1)** 横向, 收购年度广告获得买断式代理资源, 投资深圳经典视线和设立武汉分公司拓展经营区域并复制业务; **2)** 纵向, 收购旗智公关和投资设立合力唯胜体育将产业链上游竞争优势向下游延伸。其中新收购项目均基本兑现业绩承诺 (年度广告和旗智公关 11 年净利分别为 2022 万元和 1512 万元)。
- **展望 2012 年, 公司将继续推动业务转型升级、推进外扩及全产业链协同发展: 1)** 提升品牌管理竞争力, 注重客户量与质, 多领域均衡发展; **2)** 扩大媒介代理规模并提升毛利率; **3)** 择机发展自有媒体, 争取潜力优质资源, 已获深圳公交车身广告媒体将在 12 年贡献业绩; **4)** 全产业链外扩, 优化资源配置并实现规模经济, 账面现金 (8.24 亿元) 提供充足支持。我们认为武汉地铁招标生变不会影响公司布局。
- **上调 12-13 年盈利预测, 维持“推荐”评级。**鉴于公司 11 年业务经营情况和未来发展战略, 我们下调媒介代理业务收入增速并上调媒介代理毛利率, 从而相应上调 12-13 年 EPS 0.10、0.14 元, 预测 12-14 年 EPS 为 0.94、1.20、1.50 元, CAGR 31%。在当前股价 (23.00 元) 下, 对应 PE 为 24、19、15 倍, 估值不高。我们认为, 广告行业长期向上, 但 12 年增速有所放缓; 同时行业集中度较低, 公司作为行业龙头, 在充足资本优势支持下, 公司将稳步转型升级三大业务、实现全国化全产业链布局, 内生增长和外延扩张双轮驱动将保证公司呈现较为确定且超行业平均水平的业绩增速。因此, 维持“推荐”评级, 给予 6-12 个月目标价 28 元。

**风险提示:**

- 汽车行业景气度下降影响公司媒介代理业务的发展; 来自国际 4A 广告运营商的竞争进一步加剧; 本土广告公司的 IPO 上市冲击加大公司并购的压力和难度。

**主要财务指标**

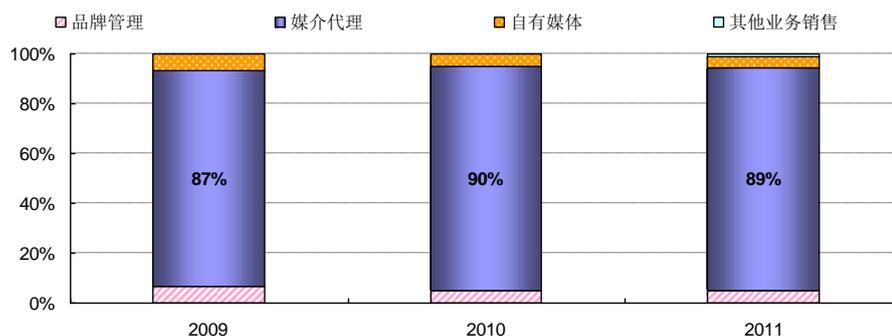
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3717	4558	5437	6484
收入同比 (%)	21%	23%	19%	19%
归属母公司净利润	99	140	178	223
净利润同比 (%)	46%	41%	27%	25%
毛利率 (%)	12.1%	12.6%	12.9%	13.2%
ROE (%)	9.0%	11.6%	12.8%	13.8%
每股收益 (元)	0.67	0.94	1.20	1.50
P/E	34.43	24.35	19.19	15.31
P/B	3.10	2.82	2.46	2.12
EV/EBITDA	19	13	10	8

资料来源: 中投证券研究所

省广股份是国内大型综合型广告公司,主营业务是为客户提供整合营销传播服务。

- 公司主营业务可以细分为品牌管理、媒介代理和自有媒体三大类。
- 报告期内,公司营收增长 21%: 媒介代理规模增长 20%, 占收入 89%; 品牌管理规模增长 12%, 占收入 5%; 自有媒体业务规模增长 14%, 占收入 5%; 新增公关业务占收入约 1%。

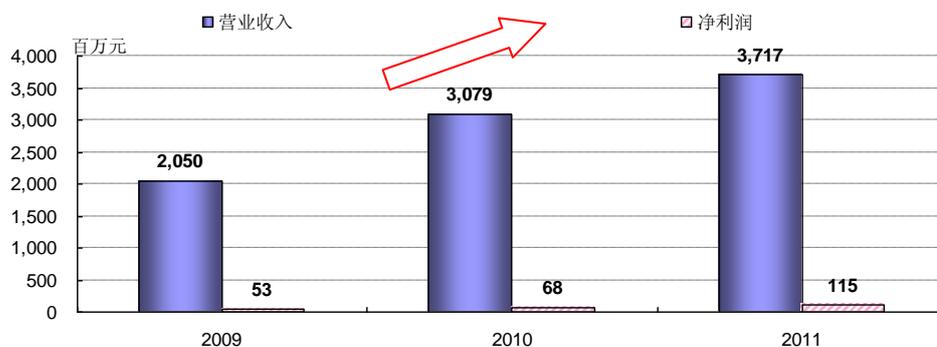
图 1: 公司三大业务收入占比情况 (2009-2011)



资料来源: 公司年报, 中投证券研究所

- 报告期内,公司在内生增长和外延发展双轮驱动下,实现营业收入 37.17 亿元、归母公司净利润 0.99 亿元, 同比分别增长 21%、46%。
- 自上市以来, 营收 CAGR35%, 净利润 CAGR47%。

图 2: 营收 CAGR35%, 净利润 CAGR47% (2009-2011)



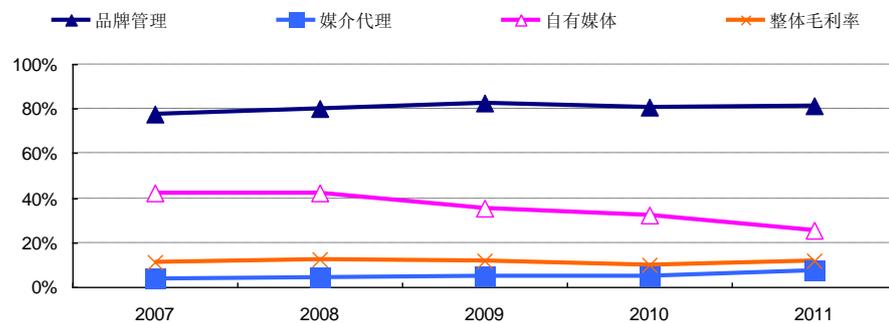
资料来源: 公司年报, 中投证券研究所

报告期内, 公司整体毛利率水平从 10%提升至 12%, 带动公司营业利润增速 (66%) 高于收入增速 (21%):

- 报告期内, 公司媒介代理业务盈利模式从单一分散式转为分散式采购、集中式采购和买断式代理相结合的多元化模式, 毛利率从 5%提升至 7%;
- 报告期内, 公司品牌管理业务的毛利率水平略有上升 (从 80.69%升至 81.33%), 处于行业正常范围内;
- 报告期内, 公司自有媒体业务毛利率由 32%降至 26%, 主要原因是: 公司在成都等地的自有媒体资源经营权到期, 续签后经营成本较早年有较大的提升;

- 新收购年度广告和旗智公关毛利率高于原业务，提升整体毛利率。

图 3: 公司各项业务毛利率水平 (2009-2011)



资料来源: 公司年报, 中投证券研究所

- 基于公司 2011 年业务经营情况和未来发展战略, 我们下调基数较大的媒介代理业务收入增速并上调媒介代理的毛利率, 同时考虑深圳公交车身广告媒体自 2012 年开始贡献业绩, 从而相应上调公司 2012-2013 年 EPS0.10 元、0.14 元, 预测公司 2012-2014 年 EPS 为 0.94、1.20、1.50 元。
- 主要假设如下:

表 1: 公司各项业务收入和毛利率假设

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入 (万元)</b>						
品牌管理	13,306	15,967	17,900	20,048	22,454	25,148
增长率	2.07%	20.00%	12.11%	12.00%	12.00%	12.00%
媒介代理	178,133	275,844	332,149	398,578	478,294	573,953
增长率	14.23%	54.85%	20.41%	20.00%	20.00%	20.00%
自有媒体	13,580	16,047	18,342	20,910	23,837	27,174
增长率	8.68%	18.17%	14.30%	14.00%	14.00%	14.00%
深圳公交车身广告媒体				11713	12767	13916
其他业务销售	5.40	5.01	-	-	-	-
公关活动			3,241	4,538	6,262	8,140
杂志发行			57	50	50	50
合计	205024	307863	371688	455836	543664	648382
增长率	12.98%	50.16%	20.73%	22.64%	19.27%	19.26%
<b>毛利率 (%)</b>						
品牌管理	82.50%	80.69%	81.33%	81.50%	81.50%	81.50%
媒介代理	4.75%	4.76%	7.16%	7.70%	8.20%	8.70%
自有媒体	35.53%	32.38%	25.56%	25.50%	25.50%	25.50%
深圳公交车身广告媒体				17.71%	20.73%	23.64%
其他业务销售	100.00%	100.00%	-	-	-	-

公关活动			61.87%	62.00%	62.00%	62.00%
杂志发行			-75.28%	-75.00%	-75.00%	-75.00%
合计	11.84%	10.14%	12.10%	12.55%	12.89%	13.21%

资料来源：中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1900	2181	2538	3001
现金	824	934	1054	1236
应收账款	267	317	378	451
其他应收款	28	35	42	50
预付账款	673	757	900	1069
存货	1	1	1	1
其他流动资产	106	137	163	195
<b>非流动资产</b>	148	169	167	176
长期投资	34	35	35	35
固定资产	31	39	47	54
无形资产	1	1	1	1
其他非流动资产	81	93	83	85
<b>资产总计</b>	2048	2349	2705	3177
<b>流动负债</b>	844	1014	1163	1376
短期借款	0	0	0	0
应付账款	286	347	412	490
其他流动负债	559	668	751	886
<b>非流动负债</b>	32	29	29	29
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	32	29	29	29
<b>负债合计</b>	876	1044	1193	1405
少数股东权益	71	95	124	160
股本	148	148	148	148
资本公积	698	698	698	698
留存收益	255	365	543	765
归属母公司股东权益	1100	1211	1389	1611
<b>负债和股东权益</b>	2048	2349	2705	3177

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-53	131	116	181
净利润	115	164	207	259
折旧摊销	5	2	2	3
财务费用	-19	-13	-10	-6
投资损失	-11	-5	-5	-5
营运资金变动	-161	-2	-89	-70
其他经营现金流	18	-15	10	-1
<b>投资活动现金流</b>	-5	-6	-5	-5
资本支出	16	10	10	10
长期投资	14	1	0	0
其他投资现金流	25	5	5	5
<b>筹资活动现金流</b>	-28	-16	10	6
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	66	0	0	0
资本公积增加	-66	0	0	0
其他筹资现金流	-28	-16	10	6
<b>现金净增加额</b>	-85	109	121	181

**利润表**

会计年度	2011	2012	2013	2014
<b>营业收入</b>	3717	4558	5437	6484
营业成本	3267	3986	4736	5627
营业税金及附加	49	59	71	84
营业费用	218	235	277	327
管理费用	63	77	92	110
财务费用	-19	-13	-10	-6
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	11	5	5	5
<b>营业利润</b>	151	219	275	345
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	151	219	275	345
所得税	37	55	69	86
<b>净利润</b>	115	164	207	259
少数股东损益	16	24	29	36
<b>归属母公司净利润</b>	99	140	178	223
EBITDA	137	207	268	342
EPS (元)	0.67	0.94	1.20	1.50

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012	2013	2014
<b>成长能力</b>				
营业收入	20.7	22.6	19.3	19.3
营业利润	65.7	44.5	25.9	25.4
归属于母公司净利润	46.1	41.4	26.9	25.4
<b>获利能力</b>				
毛利率	12.1	12.6	12.9	13.2
净利率	2.7%	3.1%	3.3%	3.4%
ROE	9.0%	11.6%	12.8	13.8
ROIC	31.8	47.6	47.4	51.4
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.8	44.4	44.1	44.2
净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.25	2.15	2.18	2.18
速动比率	2.25	2.15	2.18	2.18
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.97	2.07	2.15	2.20
应收账款周转率	17	15	16	16
应付账款周转率	12.48	12.61	12.48	12.48
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.94	1.20	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.36	0.89	0.78	1.22
每股净资产(最新摊薄)	7.42	8.17	9.37	10.87
<b>估值比率</b>				
P/E	34.43	24.35	19.19	15.31
P/B	3.10	2.82	2.46	2.12
EV/EBITDA	19	13	10	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
**推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
**中性:** 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
**回避:** 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
**中性:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
**看淡:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

冷星星, 中投证券研究所传媒行业高级分析师, 有证券投资咨询从业资格。英国圣安德鲁斯大学 (University of St Andrews) 硕士, 曾就职于 Morningstar Europe in London。2010 年水晶球入围奖。

万玉琳, 现任中投证券研究所传媒行业研究助理, 南开大学经济学硕士, 2011 年加入中投证券研究所。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434