研究所
证券分析师：马金良 S0350510120001
联系人：梁 铮
0755-83707451 liangz02@ghzq.com.cn
联系人：陈宁
0755-23618495 chenn@ghzq.com.cn

本土龙头，强势整合

——省广股份（002400）调研点评

事件：

近期我们对省广股份（002400）进行了实地调研，与公司董秘就公司近期经营情况、业务发展趋势以及行业发展趋势等相关问题进行了深入探讨。

图 1、公司业绩预测

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	3717	4832	6088	7610
增长率(%)	21%	30%	26%	25%
净利润（百万元）	99	137	192	259
增长率(%)	46%	38%	40%	35%
摊薄每股收益（元）	0.51	0.71	0.99	1.34
ROE(%)	8.46%	10.68%	13.34%	15.76%

资料来源：国海证券研究所

评论：

公司作为本土龙头广告营销企业，宏观经济压力下内生成长仍保持强势，近期公司的客户服务范围和资源、技术能力都在加速升级，同时公司外延扩张方面强势并购、深度整合的思路持续且稳健，未来有望提供远超单纯并表的价值。受益于品牌管理提速发展引领的内生增长，和外延并购带来的整合效应，我们预计公司 2012 年的业绩增速有望达到 40%左右。

内生增长方面，公司品牌管理能力在中国和大中华地区都具有极强竞争力，重点客户一直覆盖投放增速较高的客户行业，近期以汽车、消费品为主，后续将重点向金融、通信覆盖。公司近期上线的数字化运营系统有望大大提升品牌管理的数据支撑能力和精准营销能力，提高中标率。受宏观环境影响公司重点客户的媒介代理投放一季度呈观望态势，二季度已出现回暖，重点客户并未缩减全年预算，预计全年将呈现逐季递增态势。

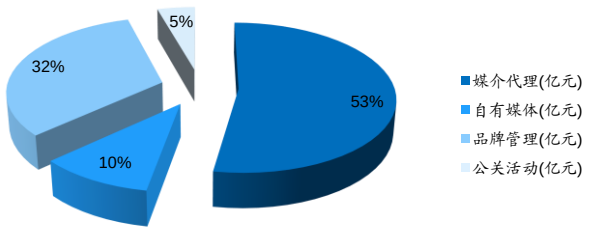
外延扩张方面，公司保持强势收购、深度整合的策略，更多考虑长期的整合营销传播效果及软实力提升。公司的收购 PE 很低，通常在 5-6 倍，收购后会深度介入被并购公司的运营，以实现与现有业务、客户最优的整合效果。强势收购的速度相对偏稳健，但深度整合带来的业绩提升将超过单纯并表。公司目前的可用现金相对充足，现金并购的灵活行较强，我们预计年内完成新并购的几率较高。

具体点评如下：

1、广告业务主导的本土龙头 经济压力下强势发展

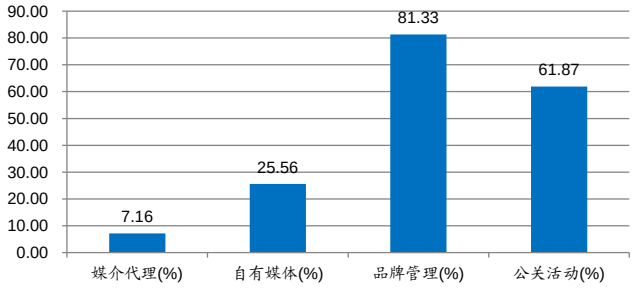
公司是目前本土广告行业的龙头企业，主营业务主要由媒介代理、品牌管理、自有媒体和公关 4 项构成，利润占比分别为 53%，32%，10%，5%。其中品牌管理尽管占比仅为 32%，但提供核心竞争优势，且现金成本可控、毛利率高，预计未来将成为公司的核心诉求，公司未来有望围绕品牌管理整合各类营销传播资源，为客户提供以品牌价值为核心的整合营销传播服务，打造国际性整合营销转播集团。

图 2、公司分业务利润结构



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 3、公司分业务毛利率



资料来源：WIND、国海证券研究所

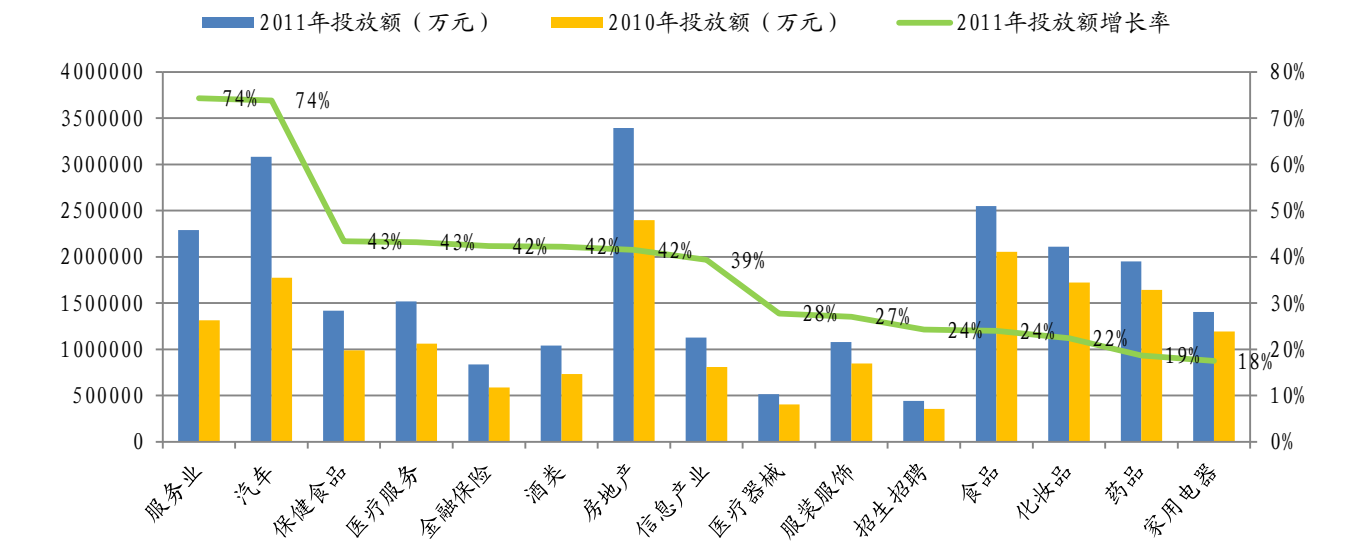
今年上半年尤其是一季度，受宏观经济形势、广告主观望态度等因素影响，广告投放整体投放增速有所下滑。总体来看，年初广告行业的发展几乎探底。一季度媒体投放增长放缓，而且是罕见的放缓。即使在 2008 年金融危机时，广告媒体投放还增长了 12%。但这次不论新媒体、传统媒体，大媒体、小媒体，增幅全部下滑，1-2 月电视广告投放量同比为-13%，杂志广告投放量同比为-10%，原来增长最快的互联网广告投放也出现了同比增速放缓。其中电视下滑原因主要如下：1、电视广告价格过高且持续提价。2、电视收视率逐步下降，影响了广告主预算比例。从原因来看，首先是广告主年初持观望态度；第二，春节假期过早，拉低了一季度的数据；第三，宏观经济影响，广告主预算和投放会更加审慎，预算会顺延到二、三季度。

居民消费观念没有出现根本改变，从二季度情况看，业绩已经在逐步回暖。宏观环境不好，对省广股份来说反而是机会，因为行业小而散，半专业化，小公司很难继续生存，对综合专业的广告公司反而是机会。行业客户普遍没有调减年度预算，因此一季度的缩量将增加二季度、三季度的投放量，全年有望实现逐月递增。公司作为行业龙头企业，主要客户业绩贡献稳定，近期收购不断，整合效果在逐步提高。我们预计公司 2012 年的业绩增速有望达到 40%左右，甚至接近 2011 年增速。

2、内生增长 品牌管理引领提速 媒介代理多线扩张

品牌管理主要是提供传播咨询与广告策划服务，国内多个行业市场市场已经进入品牌时代，没有品牌就没有生存空间，未来品牌管理将成为公司与业务发展的重中之重。公司的品牌管理能力在中国和大中华地区都具有相当的竞争力，近期公司分别获得了三一重工、广发银行、中华汽车、比亚迪、报喜鸟的合作订单。公司凭借出色的本土服务能力，对国内品牌管理领域的热点行业一直紧跟覆盖，从早期的家电、房地产到目前的汽车、快消，未来的重点将是金融、通信等，从行业投放增长情况可以看出，公司重点覆盖的行业均是投放量增速较快的行业。经济趋缓市场竞争加剧会导致更高的品牌依赖，公司的品牌管理业务有望迎来高速发展，我们预计年内增速或在 40%以上。

图 4、2011 年广告投放行业排行前 15 位

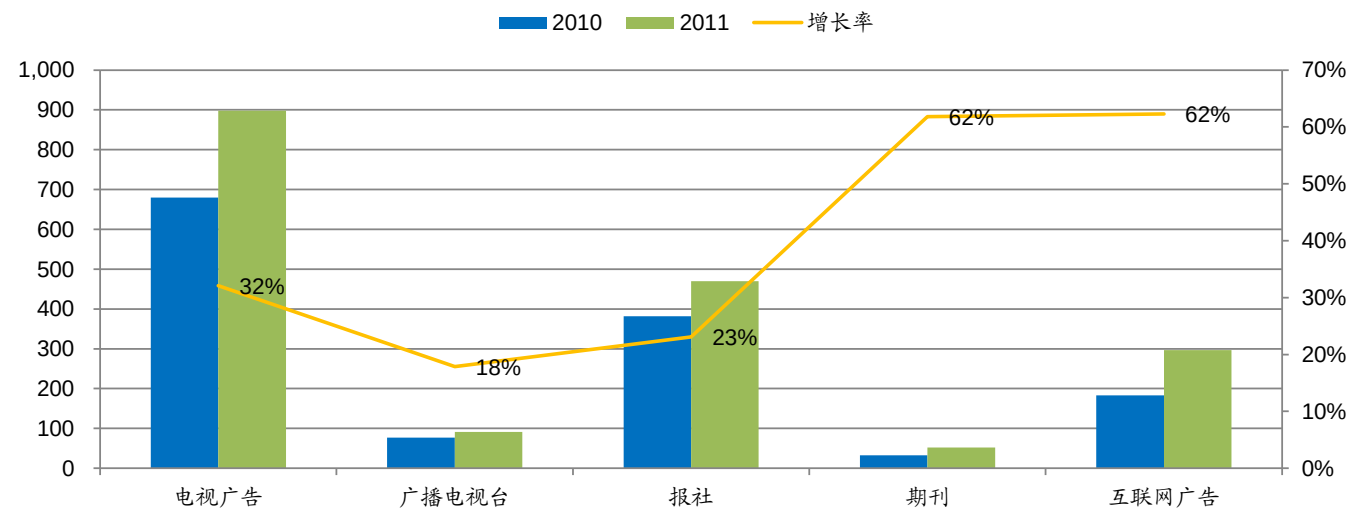


资料来源：2012 年中国传媒产业发展报告，国海证券研究所整理

同时，公司近期上线的数字化运营系统引领了行业的技术升级趋势，技术升级的核心是数据库应用和精准营销平台应用，公司的运营系统走在行业前列。目前汽车行业目前已经应用的很好，消费品行业也已经逐步开始应用，未来将扩大至全行业客户，有望大大提升品牌管理的数据支撑能力和精准营销能力，提高中标率。

媒介代理方面，公司客户的预算流向仍然主要以电视为主，随着近期电视台策略调整，预计全年电视投放仍将贡献主要收入；平面媒体投放萎缩是趋势，但平媒“全媒体”转型加速，重点客户对龙头平媒的投放仍比较重视，预计全年相较 2011 年会保持稳定；新媒体尽管客户对广告效果一定程度上存在疑虑，但整体增速仍然较快，目前已经占到代理收入的 20%以上，预计全年增速会在 40%以上。另外，预计公司近期并购获得的媒介资源年内将得到整合，有效提高代理资源的横向覆盖水平。

图 5、2011 年各媒介广告投放量增长情况（单位：亿元）



资料来源：2012 年中国传媒产业发展报告，国海证券研究所整理

3、外延扩张 强势收购稳健推进 深度整合提升价值

2011 年广告行业有 29 万家公司，140 万人，3000 亿营业额，行业集中度很低，公司未来将会继续寻找机会进行并购整合。公司在并购整合方面策略稳健，多采取强势收购方式，收购对象多为拥有优质客户、资源的中型公司，PE 通常在 5-6 倍左右的低水平，并购后公司通常采取深度整合的方式，派驻副总、财务总监等深度介入公司运营，实现最佳客户、资源整合效果。

从前期并购对象的运营情况看，去年并购的重庆年度、旗帜公关，目前运行情况都比较理想。其中受益于行业景气和公司的客户复用（在原有汽车行业的基础上增加了其他行业客户），今年的利润贡献可能会超出预期。重庆年度业绩也稳定增长，但承诺目标相对较高，我们预计其实现业绩承诺的概率仍然较高。公司近期新设、并购的 4 家公司主要从扩大地域性的媒介代理资源、提升互动营销手段，提升软实力等战略考虑，体现公司清晰的并购扩张思路和长期布局打算，尽管并表收益并不明显，但长期价值有望凸显。

收购策略方面，从规避整合风险角度考虑，我们预计公司未来不会过多采用 100%收购方式，将更多采用控股方式保证被并购公司高层的利益；另外公司目前拥有 6 亿现金，超募资金 1.4 亿，并购对象又倾向于排除大型公司，现金并购的灵活度较高，在遇有合适标的的情况下可能提高并购效率。整体看，我们认为公司并购的深度整合效果有望超过单纯并表效果，且年内完成新并购的几率较高。

表 1、公司近期并购、新设子公司情况（金额单位：万元）

公司名称	主要业务	设立方式	金额	股权比例
青岛先锋广告	主要掌握北方一些电视台的媒介代理资源，其在山东、河北、河南、天津的卫视、地方台都有比较核心的资源	收购	5100	51%
上海窗之外	主营中高端社区内户外高清灯箱广告业务，上海地区小区广告业务第一，北京、杭州、江苏也有一定份额	收购	3595	51%
广州旗帜管理咨询	公关业务，汽车行业为主，目前正在向其他行业覆盖	收购	955	50.98%
重庆年度	主营重庆报纸与大渝网广告代理，媒介买断为主	收购	11055	51%
广州指标品牌管理公司	广告研究机构，未来将推出行业白皮书、行业品牌排名等，打造国内品牌智库	新设	500	100%
广州赛博互动	数字营销策划，搜索引擎营销、网络公关等	新设	1000	100%

资料来源：公司公告、国海证券研究所整理

4、公司治理体系成熟 政策利好有望兑现

广告营销行业人员流动问题严重，公司已经形成了一套成熟且有别于其他广告公司的人才培养体系，公司核心人才以校园招聘后逐步培养提升为主，实践已证明校招人才归属感和稳定性远超社招，今年公司校招数量较往年提高了 50%以上，为未来的高速发展提供了充分储备。

广告营销行业未来有望陆续出台政策利好，未来税收减免、政府补贴政策落实后，公司有望增加千万级利润，同时广东的广告产业园土地政策正在积极争取，兑现后也将成为明确利好。

5、风险评估

广告行业受经济波动影响过大，整体增速低于预期；并购整合效果低于预期。

6、综合考虑 给予买入评级

综合考虑，我们认为公司作为本土龙头广告营销企业，其在内生成长方面保持强势，服务范围和能力逐步升级，同时外延扩张上深度整合的思路稳健，有望提供远超单纯并表的价值。不考虑后续并表的情况下，预计公司 2012、13、14 年的 EPS 分别为 0.71、0.99、1.34 元，对应当前股价的 PE 为 27.3、19.5、14.4 倍，给予买入评级。

表 2、盈利预测

证券代码:	002400.sz	股票价格:	19.34	投资评级:	买入	日期:	2012/7/16

财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力				
ROE	8%	11%	13%	16%
毛利率	12%	12%	12%	13%
期间费率	8%	8%	8%	7%
销售净利率	3%	3%	3%	3%
成长能力				
收入增长率	21%	30%	26%	25%
利润增长率	46%	38%	40%	35%
营运能力				
总资产周转率	1.82	2.13	2.39	2.60
应收账款周转率	9.27	12.42	14.97	18.83
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力				
资产负债率	43%	43%	44%	44%
流动比	2.25	2.12	2.14	2.16
速动比	2.25	2.12	2.14	2.16

每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标				
EPS	0.51	0.71	0.99	1.34
BVPS	7.42	6.17	6.81	7.68
估值				
P/E	37.64	27.26	19.47	14.38
P/B	2.61	3.14	2.84	2.52
P/S	0.77	0.77	0.61	0.49

资产负债表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	824	899	1158	1517
应收款项	401	389	407	404
存货净额	1	1	1	1
其他流动资产	674	731	738	771
流动资产合计	**1900**	**2020**	**2304**	**2693**
固定资产	31	28	25	23
在建工程	0	0	0	0
无形资产及其他	1	101	101	91
长期股权投资	34	34	34	34
资产总计	**2048**	**2265**	**2546**	**2922**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	286	318	355	405
预收帐款	468	542	633	750
其他流动负债	90	90	90	90
流动负债合计	**844**	**951**	**1078**	**1245**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	32	32	32	32
长期负债合计	**32**	**32**	**32**	**32**
负债合计	**876**	**983**	**1111**	**1278**
股本	148	193	193	193
股东权益	1171	1281	1436	1644
负债和股东权益总计	**2048**	**2264**	**2546**	**2922**

利润表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**3717**	**4832**	**6088**	**7610**
营业成本	3267	4247	5333	6644
营业税金及附加	49	64	80	100
销售费用	218	273	334	407
管理费用	63	71	80	90
财务费用	(19)	(36)	(41)	(53)
其他费用/（-收入）	11	0	0	0
营业利润	**151**	**213**	**301**	**422**
营业外净收支	0	1	1	1
利润总额	**151**	**214**	**302**	**423**
所得税费用	37	55	80	122
净利润	115	159	222	301
少数股东损益	16	22	30	41
归属于母公司净利润	**99**	**137**	**192**	**259**

现金流量表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	**(53)**	**32**	**112**	**158**
净利润	115	159	222	301
少数股东权益	16	22	30	41
折旧摊销	5	3	13	13
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	(188)	(152)	(153)	(197)
投资活动现金流	**(5)**	**3**	**3**	**3**
资本支出	(5)	3	3	3
长期投资	(5)	0	0	0
其他	5	0	0	0
筹资活动现金流	**132**	**(48)**	**(68)**	**(92)**
债务融资	0	0	0	0
权益融资	6	0	0	0
其它	127	(48)	(68)	(92)
现金净增加额	**75**	**(13)**	**47**	**68**

资料来源：国海证券研究所

【分析师承诺】

马金良，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓　名	固话	手机	邮箱
林　莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓　名	固话	手机	邮箱
郭　强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈　蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹　莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡　超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜　彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓　名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王　帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn