

研究所
 证券分析师：马金良 S0350510120001
 联系人：梁铮、陈宁
 0755-23618495 chenn@ghzq.com.cn

逐季回暖趋势确认，深度整合寻获空间

——省广股份（002400）三季度报点评



事件：

省广股份（002400）10月24日发布三季报，公司2012年1-9月实现营业总收入31.6亿元，同比增长19.36%，实现归属于上市公司股东的净利润1亿元，同比增长39.6%。

图1、公司业绩预测

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	3717	4110	4921	5899
增长率(%)	21%	11%	20%	20%
净利润（百万元）	99	138	191	266
增长率(%)	46%	39%	39%	39%
摊薄每股收益（元）	0.51	0.71	0.99	1.38
ROE(%)	8.46%	10.74%	13.29%	16.12%

资料来源：国海证券研究所

评论：

公司三季报显示业绩逐季上上升趋势确认，全年净利润增幅预计不低于40%，三季度单季度净利润同比增速达到39.9%，环比二季度增长了23%，扣除三季度青岛先锋、上海窗之外按承诺业绩计算的700万并表业绩，三季度单季度净利润同比仍然上升了18%，环比上升4%，逐季回暖趋势得到进一步确认。我们预计四季度单季同比增速有望在40%以上，全年业绩增幅将不低于40%。

毛利率短期有小幅提升空间，长期将相对保持稳定。公司前三季度毛利率达到14.3%，同比提升了3.2个百分点，毛利率提升幅度超出之前预期，成为公司近期业绩增长的重要驱动。但从三类代理业务结构稳定性看，未来公司媒介代理业务毛利率将处在一个相对稳定的水平，我们预计在10%以内。未来公司媒介代理业务的增长点将在于整合效果的发挥和新行业客户的拓展带来的收入增量，公司三季度的单季度收入同比增幅达到39.8%，远高于二季度的6.8%和一季度的13%，已体现出整合带来的收入增量空间。

汽车广告代理业务下滑影响低于预期，新行业客户增长点培育迅速。公司广告业务的主要构成部分汽车业务因行业问题面临下滑风险，但从目前情况判断，未来2-3年内，我们认为公司的汽车行业广告代理收入仍将保持小幅增长，近期日系车事件对公司整体影响不大。同时，公司通讯、快消、医药保健、金融客户的贡献在逐步加大，我们认为，公司现有的代理资源储备能力有实力迅速跟进新的增长点，不考虑并表、整合的情况下，未来媒介代理业务收入内生增速有望在20%以上。

品牌管理将成为公司整合营销传播、产业链延伸的节点。公司品牌管理业务增速相对较慢（上半年为 5%），但我们认为，品牌管理业务所附着的客户对公司具有更强的依赖性，这种依赖性有助于其成为公司整合营销、产业链延伸和价值挖掘的重点对象。公司目前的品牌管理业务重点覆盖了通信、金融、医药保健行业客户，公司对上述行业的布局已显示了其未来整合营销、产业链延伸的巨大潜力，品牌管理作为中心纽带的功能将大于自身的业务增长。

外延并购深度整合 异地拓展和客户复用将有力拉升业绩。客户整合方面，公司去年收购的广州旗帜今年业绩表现十分乐观，预计将大幅超出 40%的业绩承诺目标，其对省广既有客户的整合效果和快消等新行业客户的吸纳能力逐步提升；上海窗之外实现充分整合后，有望成为公司户外媒体的整合复用平台。异地拓展方面，公司目前在华南地区的增长已相对有限，对重庆年度、青岛先锋的并购未来有望加速其全国布局。公司华南区外营业收入目前仅占 33.6%，随着布局深化和区域资源的进一步整合，预计区外增速仍将远高于区内增速，形成新的收入增长点。

公司三季度业绩显示其逐季回暖，加速增长趋势已得到确认，毛利率的增速和华南区外业务增速超出预期；前期收购公司并表之外深度整合带来的业绩提升值得期待；从目前情况看，公司账上现金相对充足，未来仍有望完成新的并购，在不考虑新并购的情况下，我们维持之前的盈利预测，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 30、22、16 倍，维持买入评级。

具体点评如下：

1、业绩逐季上上升趋势确认 全年净利润增幅预计不低于 40%

公司一季度广告投放增速放缓情况在二季度已经出现明显好转，二季度单季净利润同比增速达到 44%，环比一季度增长 34%，大大超出了去年同期的环比增速，已初步显示逐步回暖态势。三季度单季净利润同比增速达到 39.9%，环比二季度增长了 23%，扣除三季度青岛先锋、上海窗之外按承诺业绩计算的 700 万并表业绩，三季度单季净利润同比仍然上升了 18%，环比上升 4%，逐季回暖趋势得到进一步确认。

根据公司目前的经营情况及广告行业周期判断，四季度单季净利润预计不会低于三季度甚至有望环比继续小幅提升，考虑并表因素，我们预计四季度单季同比增速有望在 40%以上。公司公告全年业绩增速为 30%-50%，我们预计全年业绩增幅将不低于 40%。

图 2、1、收入分季度增长情况

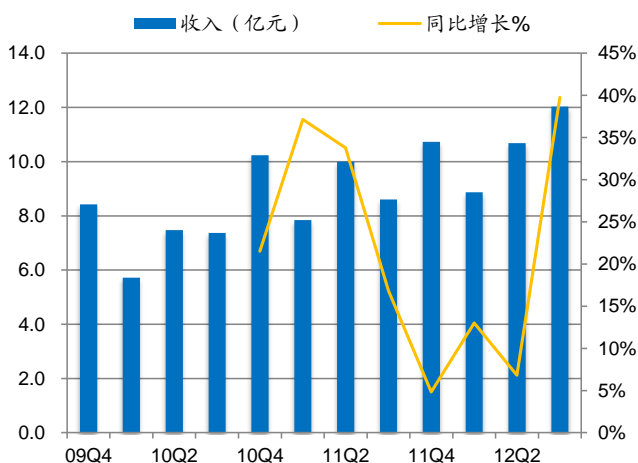
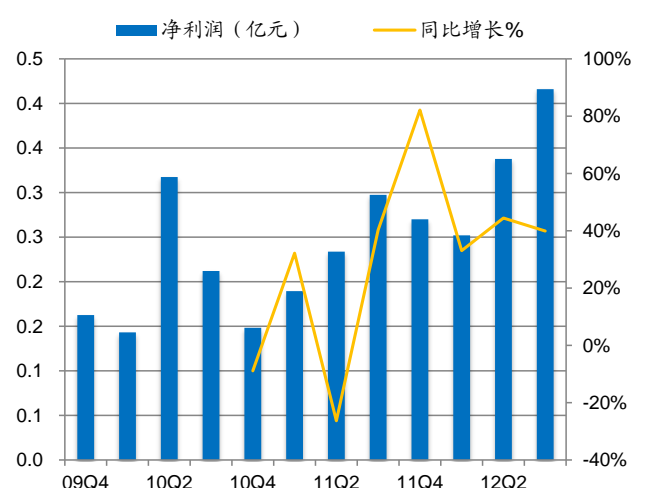


图 3、净利润分季度增长情况



资料来源：公司资料、国海证券研究所

资料来源：公司资料，国海证券研究所

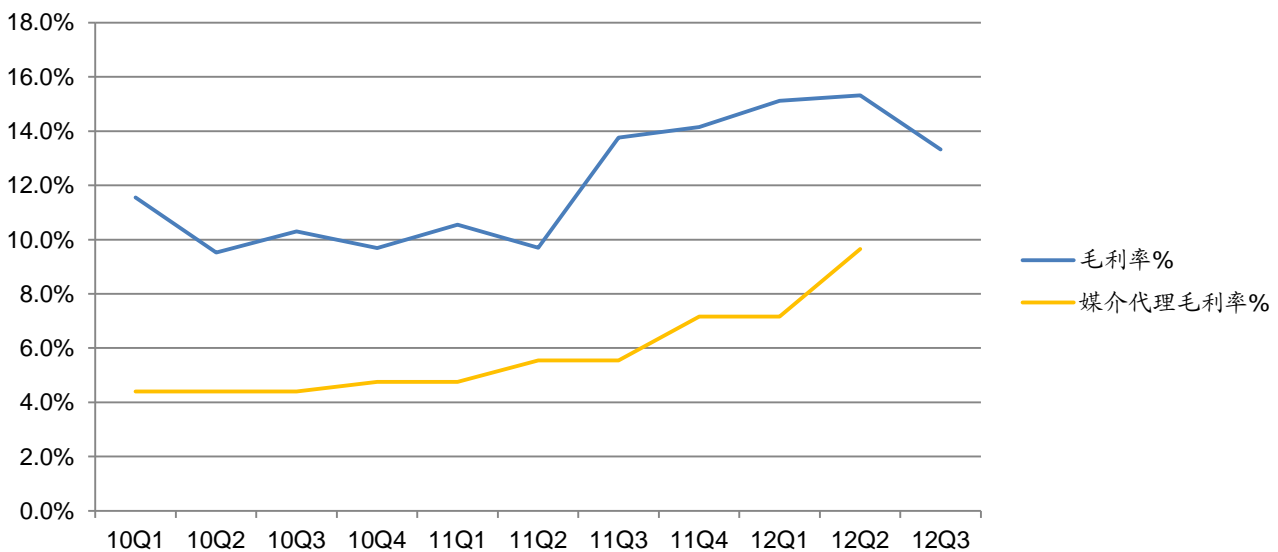
2、毛利率短期有小幅提升空间 长期将相对保持稳定

公司前三季度毛利率达到 14.3%，同比提升了 3.2 个百分点。上半年媒介代理业务毛利率大幅上升到 9.7%，同比提升了 4.1 个百分点，提升幅度达到 74%。媒介代理业务毛利率相对较低，毛利率提升幅度超出之前预期，成为公司近期业绩增长的重要驱动。

公司媒介代理业务分为实时采购、集中采购、买断经营 3 类，三类业务的代理毛利率依次递增，其中实时采购在 5% 左右，集中采购在 10% 左右，而买断经营的毛利率在 20% 左右。公司上半年的媒介代理业务的毛利率增加一方面受益于集中采购规模的增加（全年 1 亿左右的集采规模），另一方面，去年二季度开始并表的重庆年度采取买断经营模式，毛利率同比提升显著。

从近期公司经营情况看，媒介代理业务的收入增幅不如去年，基数增大后保持持续的高增速存在一定困难，短期内毛利率增长将成为看点。同时，我们认为，集采、买断型媒介代理需要公司资金层面的大笔支持及媒体的配合，未来实时、集采、买断三类代理模式应处于比较均衡的状态，集采、买断占比不会无限提高，我们预计未来公司媒介代理业务毛利率将处在一个相对稳定的水平，预计在 10% 以内。未来公司媒介代理业务的增长点将在于整合效果的发挥和新行业客户的拓展带来的收入增量，公司三季度的单季度收入同比增幅达到 39.8%，远高于二季度的 6.8% 和一季度的 13%，已体现出整合带来的收入增量空间。

图 4、公司毛利率变化情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

3、汽车广告代理业务下滑影响低于预期 新行业客户增长点培育迅速

汽车行业广告代理收入占省广整体收入比重较高，是省广收入占比最高的客户行业。2012 年 1-9 月，汽车行业产销同比增长分别为 4.98% 和 3.37%，增幅较前 8 月略有回落，9 月单月销售量同比下降 1.75%，为今年 2 月以来月度同比首次下降，市场普遍担心汽车产业增速下滑将影响省广代理业务增速。我们认为，从汽车行业本身看，其下行趋势还有待进一步确认，7 月起汽车销量环比开始逐月增长，本土品牌和巨大的二三线城市市场有望为汽车产业打开新的增长空间；从竞争形势看，对行业增速下滑的预期和担忧意味着竞争更将激烈，而影响广告投放的除了行业增速，还有行业竞争程度（以通信行业为例，行业增速相对稳定的情况下，由于运营商竞争加剧，广告投入近年大幅增加），目前看汽车行业的广告投放随着竞争进一步加剧，存在逆势增加的可能。因此我们仍

维持之前的判断，即在未来 2-3 年内，公司的汽车行业广告代理收入仍将保持小幅增长。

近期钓鱼岛事件造成市场对与日系公司存在关联业务的公司形成担忧，省广同时代理了三大日系品牌合资公司的媒介代理业务，市场对此统一存在担忧。我们认为，首先，日系汽车品牌的危机已存在多年，目前看不存在爆发质变的可能，排除战争等极端情况，日系汽车企业仍将保持既有的中国市场策略；其次，从媒体态度看，发布汽车广告较多的主流媒体目前为表现出缩减日系广告意向，既有订单在紧张期采取的方式是与客户沟通后向后递延，整体订单规模实际未受影响；第三，日系品牌目前面临危机，而危机后重建品牌美誉度将是重要工作，存在加强公关、品牌管理、媒介代理投入的可能，省广目前的整合服务能力可同时提供公关、品牌管理、媒介代理服务，介于与上述企业的良好关系，有望成为上述企业寻求整合营销服务的优先选择；第四，目前日系汽车业务占公司的收入约 15% 左右，大部分为实时采购型媒介代理，利润影响估算约在 5% 以内。第五，公司同时代理了大量其他国产、合资品牌广告业务，在日系受阻的期间，其他品牌会相应加大营销推广力度。

同时，从新行业客户转移趋势看，公司通讯、快消、医药保健、金融客户的贡献在逐步加大，其中银行业的投放同比增长了 12 倍。从行业客户变化特点看，省广的一大优势是紧紧跟住行业热点，近年的热点转移过程是家电-房地产-汽车，省广均抓住了行业机会，未来的重点将是金融、快消、通信，这种重点主要不是公司选择，而是客户驱动，我们认为，公司现有的代理资源储备能力有实力迅速跟进新的增长点，不考虑并表、整合的情况下，未来媒介代理业务收入内生增速仍有望保持在 20% 以上。

4、品牌管理将成为公司整合营销传播、产业链延伸的节点

公司品牌管理业务增速相对较慢（上半年为 5%），但我们认为，品牌管理业务所附着的客户对公司具有更强的依赖性，这种依赖性有助于其成为公司整合营销、产业链延伸和价值挖掘的重点对象。从客户需求看，整合营销传播将成为趋势，客户对广告费用审慎的使用和效果的重视不断加大，也促进了广告公司专业化的升级和技术升级，提高了对整合营销的诉求。广告主需要通过整合营销传播增加品牌溢价，降低成本。不能提供整合营销传播服务的企业会逐步退出市场，单一服务的广告企业前景也非常不乐观。这也导致了行业整个竞争的加速。公司近期上线的数字化运营系统、新设立的广州指标公司将有效提高品牌管理软实力，提升公司作为整合营销集团的软性价值。

从公司的情况看，目前公司掌握了全国有 10 家以上的移动省分客户，通信行业占据了品牌管理客户的 20% 左右；金融行业目前广发银行、招商银行（网络推广）已成为公司品牌管理客户，占品牌管理客户的 10% 左右；医药保健品行业汤臣倍健、三金在内的客户已成为品牌管理客户，占品牌管理客户的 20% 左右。上述行业均是未来增长迅速，整合营销潜力巨大的行业，我们认为，公司对上述行业的布局已显示了其未来整合营销、产业链延伸的巨大潜力，品牌管理作为中心纽带的功能将大于自身的业务增长。

5、外延并购深度整合 异地拓展和客户复用将有力拉升业绩

公司去年收购的广州旗帜今年业绩表现十分乐观，预计将大幅超出 40% 的业绩承诺目标。一方面，公司出台了并购公司和内部事业部合作拿下事业部客户的公关业务，事业部会有整合合作奖的政策鼓励客户复用，省广覆盖的广告客户数量为华南区第一，未来复用空间仍然巨大；另一方面，旗帜对省广客户的吸纳能力逐步提升，其公关覆盖范围已经从传统的汽车行业拓展至快消行业，未来还有进一步拓展的空间。上海窗之外实现充分整合后，有望成为公司户外媒体的整合复用平台。

公司目前在华南地区的增长已相对有限，对重庆年度、青岛先锋的并购未来有望加速其全国布局。上半年华南外地区同比增长 23.9%，其中华东、华中、西南、西北分别同比增长 156.8%、61.4%、91%、881.4%，大幅度超出华南地区增速，从布局看，公司已经基本完成了以广州为核心，覆盖北京、上海、深圳、成都、重庆、青岛等地的全国性运营网络，近期并购的区域性公司资源将进一步强化公司全国布局的深度，公司华南区外营业收入目

前仅占 33.6%，随着布局深化和区域资源的进一步整合，预计区外增速仍将远高于区内增速，形成新的收入增长点。

6、风险提示

宏观经济下滑对广告市场的影响；并购企业整合效果不达预期。

7、综合考虑 给予公司增持评级

公司三季度业绩显示其逐季回暖，加速增长趋势已得到确认，毛利率的增速和华南区外业务增速超出预期；前期收购公司并表之外深度整合带来的业绩提升值得期待；从目前情况看，公司账上现金相对充足，未来仍有望完成新的并购，在不考虑新并购的情况下，我们维持之前的盈利预测，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 30、22、16 倍，维持买入评级。

表 1、盈利预测

证券代码:		002400.sz		股票价格:		21.80		投资评级:		买入		日期:		2012/10/24	
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E						
盈利能力					每股指标										
ROE	8%	11%	13%	16%	EPS	0.51	0.71	0.99	1.38						
毛利率	12%	13%	14%	15%	BVPS	7.42	6.17	6.81	7.70						
期间费率	8%	8%	8%	8%	估值										
销售净利率	3%	3%	4%	5%	P/E	42.43	30.51	22.02	15.79						
成长能力					P/B	2.94	3.53	3.20	2.83						
收入增长率	21%	11%	20%	20%	P/S	0.87	1.02	0.85	0.71						
利润增长率	46%	39%	39%	39%											
营运能力					利润表 (百万元)										
总资产周转率	1.82	1.85	1.97	2.04	营业收入	3717	4110	4921	5899						
应收账款周转率	9.27	10.61	12.42	14.97	营业成本	3267	3560	4220	5009						
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	49	54	65	78						
偿债能力					销售费用	218	261	302	362						
资产负债率	43%	42%	43%	43%	管理费用	63	68	80	92						
流动比	2.25	2.27	2.23	2.24	财务费用	(19)	(38)	(39)	(49)						
速动比	2.25	2.27	2.23	2.24	其他费用/(-收入)	11	7	0	0						
资产负债表 (百万元)					营业利润	151	212	293	408						
现金及现金等价物	824	954	1113	1401	营业外净收支	0	3	0	0						
应收款项	401	387	396	394	利润总额	151	215	293	408						
存货净额	1	1	1	1	所得税费用	37	55	72	99						
其他流动资产	674	704	794	892	净利润	115	160	221	308						
流动资产合计	1900	2046	2304	2689	少数股东损益	16	22	30	42						
固定资产	31	28	25	23	归属于母公司净利润	99	138	191	266						
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)										
无形资产及其他	1	1	31	31	经营活动现金流	(53)	110	24	93						
长期股权投资	34	61	61	61	净利润	115	160	221	308						
资产总计	2048	2218	2503	2885	少数股东权益	16	22	30	42						
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	5	3	3	6						
应付款项	286	306	351	417	公允价值变动	0	0	0	0						
预收帐款	468	507	593	695	营运资金变动	(188)	(75)	(230)	(264)						
其他流动负债	90	90	90	90	投资活动现金流	(5)	(24)	3	3						
流动负债合计	844	903	1034	1202	资本支出	(5)	3	3	3						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(5)	(27)	0	0						
其他长期负债	32	32	32	32	其他	5	0	0	0						
长期负债合计	32	32	32	32	筹资活动现金流	187	(49)	(67)	(94)						
负债合计	876	935	1067	1234	债务融资	0	0	0	0						
股本	148	193	193	193	权益融资	6	0	0	0						
股东权益	1171	1282	1436	1650	其它	182	(49)	(67)	(94)						
负债和股东权益总计	2048	2217	2503	2884	现金净增加额	130	37	(40)	1						

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
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
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn