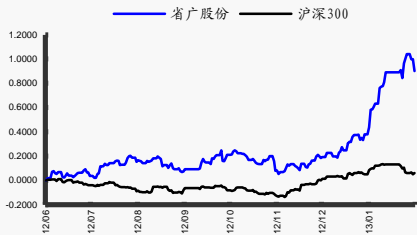


研究所
证券分析师：马金良
联系人：陈宁
010-88576833-820 chenn@ghzq.com.cn

营改增影响积极，毛利率稳健提升

——省广股份（002400）业绩快报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
省广股份	37.7	75.7	111.2
沪深300	0.9	4.6	-3.2

市场数据 2013/2/27

当前价格(元)	35.78
52周价格区间(元)	16.18-39.35
总市值(百万)	6896.59
流通市值(百万)	3796.16
总股本(万股)	19274.99
流通股(万股)	10609.74
日均成交额(百万)	30.36
近一月换手(%)	44.34

相关报告

省广股份(002400)调研报告：本土龙头、强势整合(买入) 2012.7.16

省广股份(002400)点评报告：逐季回暖趋势确认，深度整合寻获空间(买入) 2012.9.26

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

投资要点：

- 近期看点：营收增长 22.92%，净利润增长 75.83%** 公司业绩快报显示 2012 年公司实现营业收入 45.69 亿元，同比增长 22.92%，实现归属母公司的净利润 1.8 亿元，同比增长 75.83%，净利润增长幅度超出我们之前的预期。
- 营改增影响：2012 年业绩影响或在 500 万-800 万元，2013 年在 3000 万元左右** 1、广东省四季度陆续启动营改增试点，试点实施后原有营业税转为增值税后将不计入损益表，文化事业建设费税基仍按原有标准计算，将对公司净利润产生直接的正面影响。2、公司营改增影响 2012 年 11 月起开始体现，预计 2012 年对净利润的影响在 500-800 万元，2013 年影响在 3000 万元左右。
- 毛利率影响：集采规模提升、上游景气度下降拉高毛利率** 1、初步估算，公司 2012 年整体毛利率将达到 14%左右，其中代理业务(除去自有媒体)毛利率大幅提升至 9.6%左右，毛利率实现较大幅度提升。2、毛利率提升的原因主要有：集采类代理业务规模增加，预计全年规模在 1 亿以上；2012 年行业环境趋紧，电视、报纸媒体让渡优质资源，公司利用原来难以获得的资源为客户提供深度策划等增值服务，赢得更多返点。3、考虑 2013 年上述趋势仍在，我们判断公司毛利率有稳定支撑，仍将保持在相对高位。
- 子公司业绩影响：子公司承诺业绩预计将顺利兑现 并购+整合模式稳健蓄力长期** 1、从业绩快报可判断重点子公司承诺业绩如期兑现，前期市场担心的重庆年度商誉减值风险已经消除，旗帜等子公司业绩大概率超预期，合众传媒并表顺利；2、公司与子公司资源已开始进入深度整合复用阶段，公司的大量品牌管理用户将成为深度整合的核心资源，以品牌管理客户为核心的整合力发挥有望成为公司长期成长的保障。
- 估值分析：合理估值在 30 倍左右，维持买入评级** 预计公司 2012、2013 年的 EPS 为 1.30/1.70 元，对应 2013 年 PE 为 27 倍，公司未来 2 年业绩仍将保持稳健增长，同时考虑公司未来较强的持续并购预期，维持买入评级。

1、增值税为价外税不计入损益表，营改增对公司 2012 年业绩影响或在 500 万-800 万元

公司部分业务从 2012 年 10 月起陆续已纳入营改增试点范围，损益表利润从而增加。广东省四季度陆续启动营改增试点，公司所属现代服务业属营改增范围，主营业务已陆续纳入营改增试点。我们估算，在未考虑营改增的情况下，公司 2012 年“营业税金及附加”项目约在 6000 万元左右，11 月陆续启动营改增后，部分营业税金改为增值税金，粗略估算将增加公司净利润 500 万-800 万元。

2013 年营改增对公司净利润的正面影响仍将有所体现，我们粗略估算与原有财务处理方式相比，将增加公司净利润 2000-3000 万元。营改增后，原有营业税转为增值税后将不计入损益表，文化事业建设费税基仍按原有标准计算，将对公司净利润产生直接的正面影响。

2、内生增长逐季回暖，四季度业绩环比前三季度仍有提升，毛利稳中有升

公司四季度内生增长仍呈乐观态势，不考虑营改增影响的情况下，净利润内生增速环比三季度仍有较大提升。

一方面，伴随广告行业回暖公司媒介代理、品牌管理业务增长已逐步提速，客户收入占比较高的汽车行业（50%-60%）、快消品（20%左右）客户投放均已逐步回暖，通讯行业（10%以上）公司已切入 20 家以上中移动省、地市分公司，运营商营销推广权力相对分散，行业增量空间很大，同时，医药保健、金融客户的贡献在逐步加大，银行类客户的投放同比增幅有望达到 10 倍以上。整体看，公司现有的代理资源储备使其有实力迅速跟进新的增长点，事业部+子公司对接的整合模式将极大强化整合效果，挖掘单客户价值的的能力有望显著增加。

公司前三季度毛利增速较快，全年毛利率在前三季度平均水平基础上稳中有升，毛利率增加一方面受益于集中采购型媒介代理业务的增加（全年 1 亿左右的集采规模，毛利率 10%以上）；另一方面，2011 年二季度开始并表的重庆年度采取买断经营模式（毛利率 20%左右）式，毛利率同比提升显著；同时，2012 年在整体不佳的行业环境中，部分电视、报纸媒体让渡了部分优质资源，省广可利用原来难以获得的资源，为客户提供深度策划等增值服务，赢得更多业务返点。整体看，我们认为从公司业务结构和代理业务特点判断，公司毛利率提升空间已不大，但目前的毛利率有确凿支撑，下行压力同样不大。

3、子公司承诺业绩预计将顺利兑现 并购+整合模式稳健蓄力长期

从业绩快报情况判断，重庆年度、青岛先锋、上海窗之外、广州旗帜等重点子公司对公司的业绩承诺如期兑现，前期市场担心的重庆年度商誉减值风险已基本消除，其中广州旗帜 2012 年的业绩表现有望超预期。公司近期并购的合众传媒已于 12 月中旬开始并表，我们预计全年贡献的利润在百万左右，2013 年开始将逐月贡献并表业绩。

从业务整合情况看，公司与子公司资源已开始进入深度整合复用阶段，公司的大量品牌管理用户将成为深度整合的核心资源。公司在代理、公关、户外广告、互动营销等领域的布局逐步完善，已显示了其未来整合营销、产业链延伸的巨大潜力，以品牌管理客户为核心的整合力发挥有望成为公司长期成长的保障。

图 1、主要子公司业绩承诺及并表权益

公司名称	并表时间	承诺业绩 (万元)				收购份额	省广并表权益 (按承诺业绩) (万元)			
		2011	2012	2013	2014		2011	2012	2013	2014
重庆年度	2011.4	2100	3200	4400		51%	803.25	1632	2244	
广州旗帜	2011.7	1500	2100	2900		51%	382.5	1071	1479	
青岛先锋	2012.7		1600	2000	2600	51%		408	1020	1326
上海窗之外	2012.7		1200	1500	1875	51%		306	765	956.25
合众传播	2012.12		3100	3720	4460	55%		71	2046	2453

资料来源：公司公告、国海证券研究所

4、综合考虑 维持公司买入评级

不考虑营改增影响的情况下，仅考虑内生增长、外延并表的情况下，公司 2012 年、2013 年的业绩增速仍将保持高位。同时考虑营改增影响的情况下，预计公司 2013、14 年的 EPS 分别为 1.30、1.70 元，对应当前股价的 PE 为 27、21 倍，综合考虑未来的持续并购预期，维持买入评级。

5、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。

表 1、省广股份盈利预测

证券代码:	002400.sz				股票价格:	35.78	投资评级:	买入		日期:	2013/2/27
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	9%	14%	17%	18%	EPS	0.53	0.93	1.30	1.70		
毛利率	12%	14%	14%	14%	BVPS	7.42	6.32	7.18	8.30		
期间费率	8%	8%	7%	7%	估值						
销售净利率	3%	4%	4%	5%	P/E	67.25	38.31	27.42	21.10		
成长能力					P/B	4.82	5.66	4.98	4.31		
收入增长率	21%	23%	24%	25%	P/S	1.43	1.51	1.22	0.98		
利润增长率	51%	76%	40%	30%							
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
总资产周转率	1.82	1.96	2.09	2.25	营业收入	3717	4573	5660	7068		
应收账款周转率	9.27	10.61	12.42	14.97	营业成本	3267	3933	4875	6076		
存货周转率	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	49	52	10	7		
偿债能力					销售费用	218	288	346	432		
资产负债率	43%	43%	44%	43%	管理费用	63	76	92	111		
流动比	2.25	2.20	2.19	2.23	财务费用	(19)	(38)	(40)	(49)		
速动比	2.25	2.20	2.18	2.23	其他费用/(-收入)	11	7	0	0		
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	151	270	376	491		
现金及现金等价物	824	944	1134	1406	营业外净收支	0	3	0	0		
应收款项	401	431	456	472	利润总额	151	273	376	491		
存货净额	1	1	1	1	所得税费用	37	64	84	112		
其他流动资产	674	783	913	1069	净利润	115	209	292	379		
流动资产合计	1900	2159	2504	2949	少数股东损益	16	29	40	52		
固定资产	31	28	25	23	归属于母公司净利润	103	180	252	327		
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
无形资产及其他	1	1	31	31	经营活动现金流	(53)	(35)	15	88		
长期股权投资	34	61	61	61	净利润	115	209	292	379		
资产总计	2048	2331	2702	3145	少数股东权益	16	29	40	52		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	5	3	3	6		
应付款项	286	326	373	398	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	468	564	682	832	营运资金变动	(188)	(276)	(320)	(349)		
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	980	1146	1321	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	177	(61)	(86)	(112)		
负债合计	876	1013	1178	1353	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	1318	1524	1791	其它	172	(61)	(86)	(112)		
负债和股东权益总计	2048	2331	2702	3145	现金净增加额	120	(120)	(68)	(21)		

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1008室

姓名	固话	手机	邮箱
白丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

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
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@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
李慧	0755-83707040	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn