



公司最新消息

省广股份 (002400.SZ)

中性

证券研究报告

恢复评级为中性；风险回报平衡，疲软的利润率已计入股价

最新事件

我们恢复对省广股份的评级，鉴于其风险回报均衡评为中性；我们的12个月目标价格为人民币23.42元，对应9%的潜在上行空间，与我们覆盖的媒体股均值一致。(1)我们预计管理层将更加注重收入增长（而非利润率的扩张）以扩大业务规模，因此成本的上升和财务费用的上升将对短期利润率和盈利造成影响。(2)该股股价已自2015年6月3日的高点下跌42%（上证综指的跌幅为31%），当前股价对应26倍的2016年预期市盈率，而我们覆盖的媒体股均值为37倍。但我们认为这一估值体现了利润率持续疲软的可能性以及短期内盈利所面临的风险，此外，我们并未看到短期内该股大幅重估的推动因素。(3)中长期内，如果拟议中的对三家广告公司的收购完成，则省广股份的价值链将得到巩固，公司规模有望扩张且议价能力有望提升，这将推动收入增长并在一定程度上缓解利润率压力。

潜在影响

(1)省广股份计划通过定向增发筹集人民币24.9亿元收购三家公司的股份：收购晋拓文化80%的股份，蓝门数字51%的股份，省广先锋39%的股份。我们基于管理层指引所做的备考分析显示这将令2016-17年每股盈利增厚1%左右。这些收购将增强省广股份的数字能力，扩大媒体资源购买规模并提高购买力，而我们的备考分析并未体现这一点。(2)为反映管理层对收入增长的侧重，我们将2015-20年收入预测上调了12-15%，但将息税前利润下调了9-18%以计入成本的上升（利润率下降180-320个基点）。由于成本的上升和融资成本的上升，我们将每股盈利预测下调了13-20%。我们新的2015-17年息税前利润预测较1/B/E/S市场预测低7-15%（每股盈利预测低2-7%）；需要注意的是，由于交易尚待证监会批准，我们的预测并未考虑收购因素。

估值

我们的目标价格基于18倍的市盈率乘以2020年预期每股盈利1.77元，并以8%的股权成本贴现回2016年。该目标价格对应29倍的2016年预期市盈率。

主要风险

收入增长/毛利率高于/低于预期。

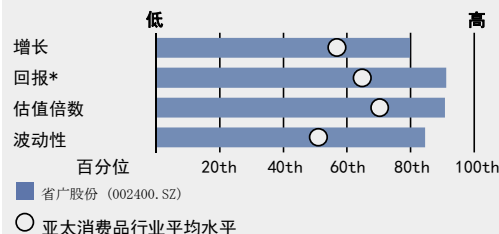
所属投资名单

中性

行业评级：中性

廖绪发, CFA 执业证书编号: S1420510120006
+86(21)2401-8902 xufaliao@gshst.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要



* 回报 - 资本回报率 投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	21.44
12个月目标价格 (Rmb)	23.42
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	12,397.7 / 1,952.9
外资持股比例 (%)	--

	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
每股盈利 (Rmb) 新	0.71	0.64	0.82	1.00
每股盈利调整幅度 (%)	50.0	(13.2)	(13.5)	(17.9)
每股盈利增长 (%)	(4.3)	(11.0)	29.1	22.3
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.71	0.64	0.82	1.00
市盈率 (X)	22.3	33.8	26.2	21.4
市净率 (X)	4.9	8.1	6.5	5.2
EV/EBITDA (X)	15.4	22.8	17.9	14.6
股息收益率 (%)	0.7	0.6	0.8	0.9
净资产回报率 (%)	24.8	26.6	27.6	27.1
GROCI (%)	26.7	24.2	24.4	25.3

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	(6.4)	(15.4)	32.9
相对于上证A股指数	11.9	10.5	(8.3)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为10/22/2015收盘价）

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

省广股份：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	资产负债表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
主营业务收入	6,337.6	9,186.7	11,368.4	13,368.7	现金及等价物	485.3	1,414.0	1,129.8	1,218.0
主营业务成本	(5,069.4)	(7,563.6)	(9,385.9)	(11,047.2)	应收账款	3,232.6	4,685.8	5,798.7	6,818.9
销售、一般及管理费用	(637.0)	(783.1)	(909.8)	(1,020.2)	存货	1.0	1.3	1.4	1.5
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	27.2	2.0	2.0	2.0
其它营业收入/(支出)	(27.0)	0.0	0.0	0.0	流动资产	3,746.0	6,103.1	6,931.9	8,040.4
EBITDA	615.5	857.5	1,090.0	1,318.4	固定资产净额	29.5	33.0	38.0	44.0
折旧及摊销	(11.3)	(17.6)	(17.3)	(17.1)	无形资产净额	885.6	926.6	979.1	1,042.0
EBIT	604.3	839.9	1,072.7	1,301.3	长期投资	148.5	273.5	398.5	523.5
利息收入	15.3	9.7	28.3	22.6	其它长期资产	48.2	32.0	14.1	(5.0)
财务费用	(3.8)	(38.9)	(54.0)	(39.0)	资产合计	4,857.9	7,368.3	8,361.7	9,644.9
联营公司	13.8	25.0	25.0	25.0	应付账款	1,883.5	2,810.2	3,487.2	4,104.4
其它	1.6	0.0	0.0	0.0	短期贷款	267.3	1,267.3	867.3	667.3
税前利润	631.1	835.7	1,072.0	1,309.9	其它流动负债	11.0	60.4	93.8	126.9
所得税	(143.8)	(186.5)	(240.8)	(295.5)	流动负债	2,161.7	4,137.8	4,448.3	4,898.6
少数股东损益	(62.1)	(74.5)	(89.5)	(107.3)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
优先股股息前净利润	425.2	574.7	741.8	907.0	其它长期负债	577.4	577.4	577.4	577.4
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	577.4	577.4	577.4	577.4
非经常性项目前净利润	425.2	574.7	741.8	907.0	负债合计	2,739.1	4,715.2	5,025.7	5,476.0
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	425.2	574.7	741.8	907.0	普通股权益	1,927.5	2,387.3	2,980.7	3,706.3
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.71	0.64	0.82	1.00	少数股东权益	191.3	265.8	355.3	462.6
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.71	0.64	0.82	1.00	负债及股东权益合计	4,857.9	7,368.3	8,361.7	9,644.9
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.71	0.64	0.82	1.00	每股净资产(Rmb)	3.24	2.64	3.29	4.10
每股股息(Rmb)	0.11	0.13	0.16	0.20					
股息支付率(%)	15.4	20.0	20.0	20.0					
自由现金流收益率(%)	1.1	0.5	1.7	2.7					
增长率和利润率(%)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	比率	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
主营业务收入增长率	13.4	45.0	23.7	17.6	CROCI (%)	26.7	24.2	24.4	25.3
EBITDA增长率	45.1	39.3	27.1	21.0	净资产回报率(%)	24.8	26.6	27.6	27.1
EBIT增长率	46.4	39.0	27.7	21.3	总资产回报率(%)	10.7	9.4	9.4	10.1
净利润增长率	47.8	35.2	29.1	22.3	平均运用资本回报率(%)	33.4	30.5	30.5	30.7
每股盈利增长	(4.3)	(11.0)	29.1	22.3	存货周转天数	0.1	0.1	0.1	0.0
毛利率	20.0	17.7	17.4	17.4	应收账款周转天数	145.3	157.3	168.3	172.2
EBITDA利润率	9.7	9.3	9.6	9.9	应付账款周转天数	110.4	113.3	122.4	125.4
EBIT利润率	9.5	9.1	9.4	9.7	净负债/股东权益(%)	(10.3)	(5.5)	(7.9)	(13.2)
					EBIT利息保障倍数(X)	NM	28.7	41.8	79.4
现金流量表(Rmb mn)	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	估值	12/14	12/15E	12/16E	12/17E
优先股股息前净利润	425.2	574.7	741.8	907.0	基本市盈率(X)	22.3	33.8	26.2	21.4
折旧及摊销	11.3	17.6	17.3	17.1	市净率(X)	4.9	8.1	6.5	5.2
少数股东权益	62.1	74.5	89.5	107.3	EV/EBITDA(X)	15.4	22.8	17.9	14.6
运营资本增减	(367.2)	(526.9)	(436.0)	(403.1)	企业价值/总投资现金(X)	3.7	6.2	5.2	4.5
其它	0.9	0.2	(25.0)	(25.0)	股息收益率(%)	0.7	0.6	0.8	0.9
经营活动产生的现金流	132.3	140.1	387.6	603.4					
资本开支	(25.5)	(45.9)	(56.8)	(66.8)					
收购	(187.8)	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(245.4)	(100.0)	(100.0)	(100.0)					
投资活动产生的现金流	(458.6)	(145.9)	(156.8)	(166.8)					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(57.8)	(65.5)	(114.9)	(148.4)					
借款增减	88.0	1,000.0	(400.0)	(200.0)					
普通股发行(回购)	6.4	0.0	0.0	0.0					
其它	(48.5)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(11.9)	934.5	(514.9)	(348.4)					
总现金流	(338.3)	928.7	(284.2)	88.2					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

廖绪发, CFA
xufa.liao@ghsl.cn

图表1: 省广股份财务数据和预测

人民币百万元	2012	2013	2015E	2016E	2017E
营业收入	4627	5591	9187	11368	13369
收入增长率	24%	21%	45%	24%	18%
品牌管理	205	257	307	341	381
媒介代理	3987	4807	8099	10124	11946
自有媒体	350	368	565	666	780
公关和其他	83	158	216	238	261
营业成本	3895	4526	7564	9386	11047
毛利	732	1064	1623	1983	2321
品牌管理	171	206	252	279	313
媒介代理	391	619	1037	1306	1553
自有媒体	120	159	220	267	312
其他	13	78	102	107	118
毛利增长率	63%	45%	28%	22%	17%
毛利率	15.8%	19.0%	17.7%	17.4%	17.4%
品牌管理	83%	80%	82%	82%	82%
媒介代理	10%	13%	13%	13%	13%
自有媒体	34%	43%	39%	40%	40%
公关和其他	59%	50%	53%	55%	55%
营业税金及附加	63	57	44	53	62
% of 营业收入	1.4%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	318	420	564	652	731
% of 营业收入	6.9%	7.5%	6.1%	5.7%	5.5%
管理费用	94	128	154	178	200
% of 营业收入	2.0%	2.3%	1.7%	1.6%	1.5%
财务费用	-17	-11	29	26	16
利润总额	278	459	836	1072	1310
减: 所得税	64	113	186	241	296
净利润	214	346	649	831	1014
减: 少数股东损益	33	59	75	89	107
归属于母公司所有者的净利润	181	288	575	742	907
YoY	83%	59%	35%	29%	22%
基本每股收益	0.94	0.75	0.64	0.82	1.00

资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表2: 我们下调了 2015-20 年每股盈利预测以计入净利润率的下调, 因为管理层决定将战略重心从利润率扩张转向收入增长
收入和每股盈利新旧预测对比

预测变化	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
新收入	9187	11368	13369	15592	18052	20744
原收入	8187	9883	11702	13707	15912	18324
变动比例%	12%	15%	14%	14%	13%	13%
新EPS	0.64	0.82	1.00	1.23	1.49	1.77
原EPS	0.73	0.95	1.22	1.49	1.83	2.21
变动比例%	-13%	-13%	-18%	-17%	-19%	-20%

资料来源: 高华证券研究

省广股份的公司策略似乎正在从利润率扩张转向收入增长, 我们认为其目的在于扩张规模。例如, 2015 年上半年收入增长了 47% 而净利润仅同比增长了 21%, 毛利率/营业利润率下滑了 3%/2%。我们将 2015-20 年收入预测上调了 12-15% 以反映这一趋势。然而, 我们对短期利润率的缩水更加担心并计入了成本和财务费用 (增加投资所需的贷款所致) 的上升, 由于杠杆率上升, 这对每股盈利的影响更大。因此, 我们将 2015-20 年每股盈利预测下调了 13-20%。

我们的 12 个月目标价格为人民币 23.42 元, 基于 18 倍的市盈率计算, 其中采用了 1.77 元的 2020 年预期每股盈利, 并以 8% 的股权成本将其贴现回 2016 年。我们对覆盖的所有媒体股均采用 18 倍的市盈率, 这是基于我们覆盖的全球媒体股的 2015 年平均预期市盈率得出的。我们认为使用长期市盈率贴现估值法更能捕捉公司的中长期增长潜力 (参阅 2015 年 4 月 30 日发表的“中国: 传媒: 数字化仍是主题: 采用新估值方法以捕捉长期超额回报; 强力买入中南传媒”)。

图表 3 是我们的备考每股盈利分析, 我们根据管理层指引和当前对省广股份的预测计入了收购和增发因素; 我们对于交易何时完成并没有任何看法, 我们的分析仅供参考。对于拟收购企业, 我们采用了管理层的 2015-17 年净利润预测, 并将其加入我们的当前盈利预测。为保守起见, 我们根据管理层指引假设了定向增发的最大融资规模 (不超过 9,900 万股, 每股价格不低于人民币 25.15 元)。

基于以上假设, 我们估算 2016-17 年的每股盈利将增厚 1% 左右。

图表3: 备考每股盈利增厚分析, 其中假设定向增发完成, 收购交易结束

备考净利润计算	2015E	2016E	2017E
现有业务净利润	575	742	907
收购标的净利润	69	89	107
备考净利润计算	643	831	1014
现有股数	905		
增发股数	99		
收购完成后总股数	1004	1004	1004
备考净利润计算	0.64	0.83	1.01
增厚%	1%	1%	1%

资料来源: 公司数据, 高盛全球投资研究

信息披露附录

申明

本人, 廖绪发, CFA, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外, 本人薪金的任何部分不与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成, 以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化, 但标准方法如下:

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较, 如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总, 如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算, 如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库, 它可以用于对单一公司的深入分析, 或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析: 现金投资的现金回报、行业地位和管理水平(公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性)。

信息披露

相关的股票研究范围

廖绪发, CFA: 中国传媒业、中国食品及饮料行业。

中国食品及饮料行业: 古井贡酒、洋河股份、贵州茅台、泸州老窖、青青稞酒、山西汾酒、五粮液。

中国传媒业: 光线传媒、歌华有线、华录百纳、蓝色光标、博瑞传播、中南传媒、省广股份、奥飞动漫、华谊兄弟、凤凰传媒、乐视网、东方明珠、掌趣科技、华策影视。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司(“高盛高华”)与北京高华证券有限责任公司(“高华证券”)投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露: 省广股份 (Rmb21.44)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出: 分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单; 但是, 在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报: 代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级: 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A):** 未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N):** 未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C):** 未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR): 在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下, 投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS):** 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS):** 我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC):** 我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA):** 此资料不存在或不适用。**无意义(NM):** 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构, 从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2015 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。