

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 傅翀

fuchong@ccnew.com 021-50588666-8059

业绩有望触底, 数字营销势头良好

——省广股份(002400)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(首次)

市场数据(2017-08-08)

发布日期: 2017年08月08日

收盘价(元)	6.18
一年内最高/最低(元)	15.86/5.98
沪深300指数	3732.21
市净率(倍)	2.08
流通市值(亿元)	87.59

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	3.06
每股经营现金流(元)	-0.12
毛利率(%)	14.95
净资产收益率-摊薄(%)	3.55
资产负债率(%)	42.97
总股本/流通股(万股)	174333.71/141734.77
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- 2017年上半年, 公司业绩略逊预期。业绩下滑主要是由于传统的媒介代理业务毛利率降低较多所致。而在数字营销业务上, 公司营收比上年同期实现了两位数增长, 毛利率也略有提升, 该业务已逐渐成为公司主要的利润来源, 预计未来仍将保持平稳较快增长。公司现金收购了上海拓畅, 未来随着移动互联网广告市场的高速发展, 预计收购标的将给公司带来良好的回报。
- **事件:** 省广股份(002400)公布2017年半年报。2017年上半年, 公司实现营业收入44.73亿元, 同比增长0.91%; 实现营业利润2.28亿元, 同比减少34.19%; 实现归属于上市公司股东的净利润1.90亿元, 同比减少26.61%, 基本每股收益0.11元。由于公司部分子公司业绩有所下滑及部分并购公司存在商誉减值迹象, 公司预计2017年1-9月归属于上市公司股东的净利润同比减少30%-60%。公司已于6月8日进行了权益分派, 每10股转增3股并派发现金股利0.38元。
- **点评:** 传统业务毛利率降低较多, 数字营销逐渐扛起大旗。2017年上半年, 公司实现营业收入44.73亿元, 同比增长0.91%; 其中媒介代理业务实现营业收入24.87亿元, 同比减少3.48%, 毛利率为8.61%, 同比降低3.65%; 数字营销业务实现营业收入16.35亿元, 同比增长12.52%, 毛利率为18.29%, 同比提升0.08%, 该业务已逐渐成为公司主要的利润来源。2017年上半年, 公司在2016年的基础上, 加速布局全营销生态平台, 全力打造营销大数据联盟, 并持续扩张全产业链布局。预计2017年下半年和2018年, 公司在媒介代理业务上将承压, 而在数字营销业务上, 将保持平稳较快增长。
- 公司使用自筹资金5.28亿元收购了上海拓畅80%的股权。
- **盈利预测与投资建议:** 预测公司2017-18年全面摊薄后EPS分别为0.24元与0.34元, 按8月8日6.18元收盘价计算, 对应的PE分别为26.0倍与18.4倍。目前估值低于行业水平, 首次给予“增持”的投资评级。

风险提示: 并购标的业绩低于预期、系统性风险

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,628.6	10,915.0	11,484.8	13,019.2	14,972.0
增长比率	51.9%	13.4%	5.2%	13.4%	15.0%
净利润(百万元)	547.6	611.2	413.8	586.1	782.7
增长比率	28.8%	11.6%	-32.3%	41.6%	33.6%
每股收益(元)	0.31	0.35	0.24	0.34	0.45
市盈率(倍)	19.7	17.6	26.0	18.4	13.8

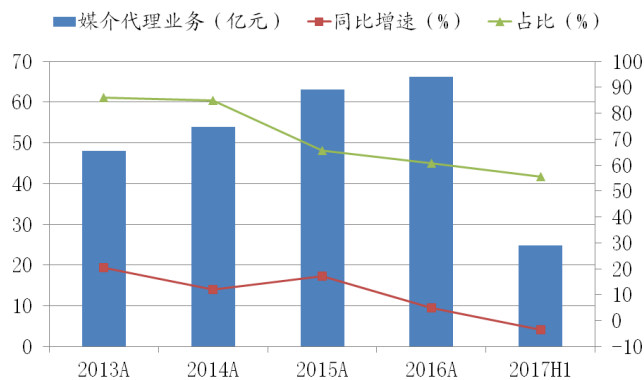
资料来源: 贝格数据, 中原证券

1. 两大主营业务此消彼长

随着互联网尤其是移动互联网的发展，公司传统的媒介代理业务承压，而与此同时，在数字营销业务上，公司营收比上年同期实现了两位数增长。

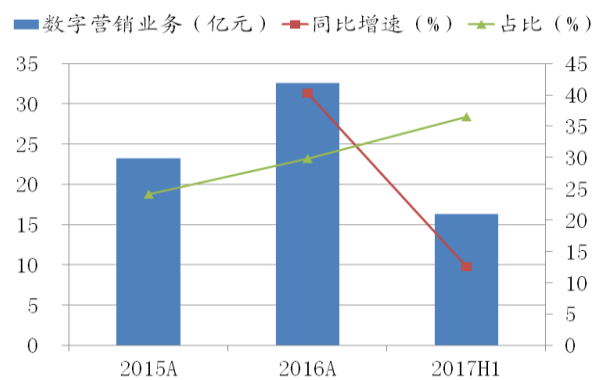
2017年上半年，公司实现营业收入44.73亿元，同比增长0.91%；其中媒介代理业务实现营业收入24.87亿元，同比减少3.48%；数字营销业务实现营业收入16.35亿元，同比增长12.52%。2017年上半年，公司在2016年的基础上，加速布局全营销生态平台，全力打造营销大数据联盟，并持续扩张全产业链布局。预计2017年下半年和2018年，公司在媒介代理业务上将继续承压，而在数字营销业务上，将保持平稳较快增长。

图 1：媒介代理业务概况



资料来源：Wind、公司公告、中原证券

图 2：数字营销业务概况

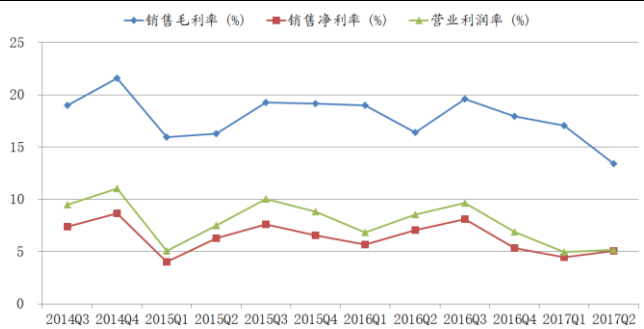


资料来源：Wind、公司公告、中原证券

2. 传统业务毛利率降低较多，数字营销逐渐扛起大旗

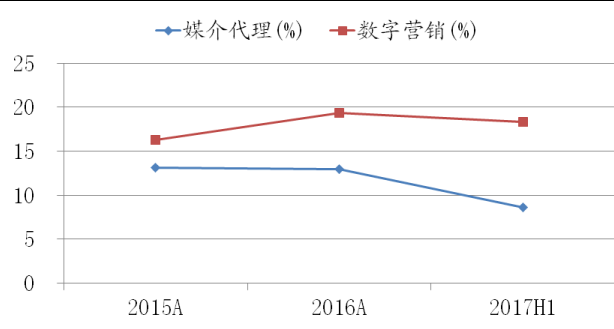
2014年以来，公司综合毛利率有所下降；2014年度毛利率为20.01%，而到2017年上半年则下降到14.95%；2017年上半年毛利率主要受传统的媒介代理业务拖累，其毛利率仅为8.61%，同比降低3.65%；而数字营销业务毛利率为18.29%，同比提升0.08%。预计公司综合毛利率有望于2017年触底，并于2018年回升。

图 3：公司单季度盈利能力



资料来源：Wind、公司公告、中原证券

图 4：公司两大主营业务毛利率



资料来源：Wind、公司公告、中原证券

3. 现金收购上海拓畅

鉴于互联网广告市场规模迅速增长，且移动互联网广告细分市场增速远高于互联网广告行业平均水平，公司使用自筹资金 5.28 亿元收购了上海拓畅信息技术有限公司 80% 的股权。上海拓畅 2016 年度实现营业收入 5.70 亿元，净利润 4316 万元。

上海拓畅在行业内具有突出的竞争优势，依托其自有的畅思广告管理平台、畅思广告 DSP、畅思广告 SSP、AdExchange 和畅思广告 DMP 管理等功能的广告矩阵，可以为广告主提供覆盖主要互联网媒体资源的广告投放服务。上海拓畅具有良好的客户合作关系，其全案服务能力及既有成功案例为其获得了更多业务合作机会，近年来，上海拓畅的主要服务客户包括：Supercell、游族网络、网易等国内外知名游戏客户，以及映客、花椒、网易考拉、唯品会等 app 应用及电商平台。

收购上海拓畅后，业务协同效应明显。公司在数字营销业务方面的竞争能力将显著增强，综合实力不断提高，稳固公司在行业内的领头地位。收购上海拓畅有助于整合公司的营销业务，进行全面重新布局。形成品牌营销、数字营销、媒介营销、内容营销、场景营销、自有媒体六大业务板块，各板块相互融合和促进，形成良好的协同效应，打造全新业绩增长点。公司利用营销整合的优势，进一步推进数字化战略，加强自身大数据平台的建设，吸引优质资源合作加盟，完善数字营销业务产业链条，提升数字营销收入能力及其业务比重，持续布局外延发展。

本次交易的业绩承诺：上海拓畅 2017 年、2018 年、2019 年各年承诺净利润分别不少于人民币 6,000 万元、7,500 万元、8,800 万元。若以上业绩承诺能够达成，将提振公司整体业绩。

4. 关注股东增持及股权质押

2017 年 6 月 26 日，公司大股东广新集团增持股份 52 万股，增持后，广新集团合计直接持有公司股份 266,775,961 股，占公司总股本的 15.30%。

此外，广新集团于 6 月 8 日质押 1,485 万股给国开发展基金，于 6 月 23 日和 7 月 19 日分别质押 6,500 万股、405 万股给广发证券。根据公司相关公告，广新集团所质押的股份目前不存在平仓风险。

5. 盈利预测与投资建议

预测公司 2017-18 年全面摊薄后 EPS 分别为 0.24 元与 0.34 元，按 8 月 8 日 6.18 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 26.0 倍与 18.4 倍。目前估值低于行业水平，首次给予“增持”的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总 (百万元)

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,628.6	10,915.0	11,484.8	13,019.2	14,972.0	成长性					
减: 营业成本	7,898.5	8,937.2	9,612.8	10,740.8	12,277.1	营业收入增长率	51.9%	13.4%	5.2%	13.4%	15.0%
营业税费	59.9	65.7	68.9	78.1	89.8	营业利润增长率	24.7%	9.2%	-34.5%	45.5%	41.7%
销售费用	584.8	634.6	706.3	781.1	875.9	净利润增长率	28.8%	11.6%	-32.3%	41.6%	33.6%
管理费用	220.9	285.6	287.1	312.5	344.4	EBITDA 增长率	32.2%	12.2%	-20.7%	51.1%	31.6%
财务费用	35.3	63.0	130.5	225.9	218.0	EBIT 增长率	32.7%	12.2%	-24.8%	50.7%	31.9%
资产减值损失	81.3	125.8	150.0	100.0	50.0	NOPLAT 增长率	27.7%	18.9%	-24.8%	50.7%	25.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	41.7%	52.6%	58.4%	4.1%	5.8%
投资和汇兑收益	36.9	54.0	32.0	36.0	40.0	净资产增长率	26.1%	104.8%	15.2%	9.6%	11.7%
营业利润	784.8	857.0	561.2	816.7	1,156.9	利润率					
加: 营业外净收支	31.7	29.1	36.0	29.0	29.0	毛利率	18.0%	18.1%	16.3%	17.5%	18.0%
利润总额	816.6	886.1	597.2	845.7	1,185.9	营业利润率	8.2%	7.9%	4.9%	6.3%	7.7%
减: 所得税	210.1	188.3	126.9	179.7	296.5	净利润率	5.7%	5.6%	3.6%	4.5%	5.2%
净利润	547.6	611.2	413.8	586.1	782.7	EBITDA/营业收入	8.6%	8.5%	6.4%	8.6%	9.8%
						EBIT/营业收入	8.5%	8.4%	6.0%	8.0%	9.2%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	运营效率					
货币资金	807.9	1,747.6	2,297.0	2,603.8	2,994.4	固定资产周转天数	1	1	3	5	5
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	50	48	76	95	91
应收帐款	2,635.4	3,052.3	3,391.9	3,696.3	3,956.1	流动资产周转天数	168	204	243	244	235
应收票据	223.0	469.3	615.4	722.7	816.1	应收帐款周转天数	86	94	101	98	92
预付帐款	1,516.5	1,267.2	1,242.8	1,382.8	1,686.5	存货周转天数	0	0	0	0	0
存货	1.2	2.1	1.6	2.6	2.2	总资产周转天数	236	301	356	349	324
其他流动资产	70.5	565.0	852.0	852.0	852.0	投资资本周转天数	82	107	159	175	160
可供出售金融资产	135.9	174.7	174.7	174.7	174.7	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	22.5%	11.8%	6.9%	9.0%	10.9%
长期股权投资	165.4	328.3	394.2	394.2	394.2	ROA	7.8%	6.7%	3.8%	5.1%	6.4%
投资性房地产	0.6	-	-	-	-	ROIC	33.6%	28.2%	13.9%	13.2%	16.0%
固定资产	32.2	28.7	141.4	189.1	188.1	费用率					
在建工程	1.1	619.9	464.9	348.7	261.5	销售费用率	6.1%	5.8%	6.2%	6.0%	5.9%
无形资产	30.6	32.6	29.5	26.2	22.6	管理费用率	2.3%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%
其他非流动资产	2,159.6	2,175.3	2,629.1	2,615.9	2,614.9	财务费用率	0.4%	0.6%	1.1%	1.7%	1.5%
资产总额	7,779.8	10,462.9	12,234.4	13,008.9	13,963.2	三费/营业收入	8.7%	9.0%	9.8%	10.1%	9.6%
短期债务	918.2	152.7	1,044.5	1,329.0	1,625.3	偿债能力					
应付帐款	1,516.7	1,775.4	1,909.5	2,106.4	2,238.3	资产负债率	65.6%	47.7%	48.5%	46.9%	44.7%
应付票据	120.7	56.9	47.2	69.1	94.6	负债权益比	191.1%	91.2%	94.1%	88.2%	80.8%
其他流动负债	1,486.7	1,964.1	854.1	903.1	986.1	流动比率	1.30	1.80	2.18	2.10	2.08
长期借款	-	277.5	1,383.2	1,040.0	696.5	速动比率	1.30	1.80	2.18	2.10	2.08
其他非流动负债	1,065.1	763.5	692.0	650.0	600.0	利息保障倍数	23.21	14.60	5.30	4.61	6.31
负债总额	5,107.3	4,990.2	5,930.5	6,097.7	6,240.8	分红指标					
少数股东权益	235.9	281.3	337.7	417.6	524.4	DPS(元)	0.04	0.03	0.02	0.03	0.04
股本	904.7	1,341.0	1,743.3	1,743.3	1,743.3	分红比率	11.6%	8.3%	10.0%	10.0%	10.0%
留存收益	1,531.9	3,850.4	4,222.9	4,750.3	5,454.8	股息收益率	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%
股东权益	2,672.5	5,472.7	6,303.9	6,911.3	7,722.4	业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.31	0.35	0.24	0.34	0.45
净利润	606.5	697.8	413.8	586.1	782.7	BVPS(元)	1.40	2.98	3.42	3.72	4.13
加: 折旧和摊销	22.4	25.4	47.3	73.8	93.8	PE(X)	19.7	17.6	26.0	18.4	13.8
资产减值准备	81.3	125.8	150.0	100.0	50.0	PB(X)	4.4	2.1	1.8	1.7	1.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	24.3	-8.8	87.1	39.5	29.8
财务费用	40.1	68.5	142.0	245.7	237.1	P/S	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
投资收益	-36.9	-54.0	-32.0	-36.0	-40.0	EV/EBITDA	6.9	7.5	14.9	9.6	7.1
少数股东损益	58.8	86.6	56.4	79.9	106.7	CAGR(%)	3.2%	8.4%	-1.2%	3.2%	8.4%
营运资金的变动	629.7	-497.7	-1,941.5	-433.5	-534.2	PEG	6.2	2.1	-22.1	5.8	1.6
经营活动产生现金流量	265.4	597.0	-1,164.0	616.1	696.1	ROIC/WACC	3.3	2.8	1.4	1.3	1.6
投资活动产生现金流量	-1,089.1	-1,662.7	-498.0	34.0	38.0	REP	0.7	0.6	1.3	1.3	1.0
融资活动产生现金流量	1,108.1	2,033.7	2,211.4	-343.2	-343.5						

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。