安信证券
ESSENCE SECURITIES

首次评级

公司快报/证券研究报告　　省广股份(002400)

传媒Ⅲ/传媒

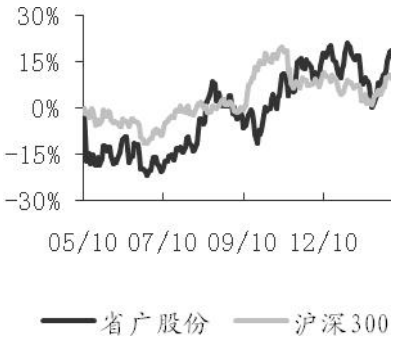
内耕外扩，资金与品牌优势将支撑持续高增长

省广股份 2010 年报点评

评级: 增持-A
上次评级:
目标价格: 53.10 元
期限: 6 个月 上次预测:
现价（2011 年 02 月 28 日）: 49.00 元
报告日期: 2011-02-28

总市值(百万元)	4,060.93
流通市值(百万元)	1,015.58
总股本(百万股)	82.37
流通股本(百万股)	20.60
12 个月最低/最高	32.36/54.29 元
十大流通股东(%)	33.22%
股东户数	7,392

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.15	(0.69)	14.73
绝对收益	7.45	(0.60)	12.17

侯利　行业分析师
021-68763972　houli@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511020031
王禹媚　联系人
010-66581635　wangym@essence.com.cn

报告关键点:

- 业绩略低于市场预期，每10股转赠8股派现1.6元
- 上市带来品牌力增强，跨区域发展加速，带来10年客户数新增约30%
- 对内精耕细作、对外积极拓展，给予“增持-A”评级，未来三年复合增速36.5%

报告摘要:

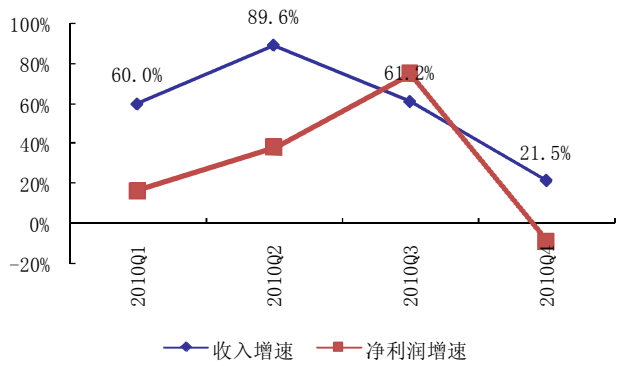
- **报业绩略低于市场预期，每10股转赠8股派现1.6元。**2010年公司收入30.8亿，同比增长50.2%；净利润6814万，同比增长27%，基本每股收益0.90元，全面摊薄后EPS为0.82元，增速略低于前期预告的30%-50%。分红预案以2010年12月31日的总股本8237万股为基数，拟每10股转增8股，发现金1.60元（含税）。
- **四季度单季收入增速放缓，净利润同比小幅下滑，同期基数高是主因。**四季度收入10.2亿，同比增长21.5%，较前三个季度60%以上的增速显著下滑；归属母公司净利润1482万，同比下滑8.9%，较第三季度的75.1%波动较大。主要由于去年四季度经济回暖带来收入大幅反弹，今年基数较高所致。
- **上市带来品牌力增强，跨区域发展加速，带来10年客户数新增约30%。**2010年公司新增了34个客户，较09年增长约30%。客户数增长来自两方面：一方面上市品牌力增强，吸引了新客户；另一方面，加快了对华南以外区域，如上海、北京、武汉、成都等区域的发展，省外客户增长较快。预计2011年，公司的客户数仍将净增20家左右，而单个客户价值随着消费整体环境的发展，也将继续反弹。
- **资金优势助力媒介购买业务进入高速发展通道。**2010年公司实现媒介代理业务收入27.6亿，同比增长54.85%，其中资金要求最高的电视媒体投放增长最快，同比增加92.5%达10.06亿元。主要由于公司上市后，规模化购买媒介资源以及为客户垫款的能力都有所增强，所以新增了东风日产等媒介购买客户，原有的客户东风本田等投放量也有所增加。2011年公司在央视中标总额较2010年增长51%，高出央视的平均增幅36%。我们认为凭借资金优势，毛利较高的媒介资源整体采购方式占比提升，未来几年公司的媒介购买业务将进入量利齐增的高速发展通道。
- 预计2011-2013年每股盈利分别为1.18元、1.58元和2.08元，复合增长率36.5%。当前股价对应的PE为42倍、31倍和24倍。考虑到公司是本土营销传播企业的龙头，上市后兼具资本优势和客户优势，后续外延式扩张的概率较大，**首次覆盖给予“增持-A”评级。预计2011年，将迎公司对内精耕细作、对外积极拓展的一年，建议持续关注。**
- 风险提示：对外扩张导致费用过高带来业绩低于预期；媒介代理利润率下滑

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,050.2	3,078.6	4,254.0	5,703.6	7,412.3
Growth(%)	*13.0%*	*50.2%*	*38.2%*	*34.1%*	*30.0%*
净利润	53.3	67.8	97.3	130.1	171.2
Growth(%)	*15.7%*	*27.2%*	*43.6%*	*33.7%*	*31.6%*
毛利率(%)	11.8%	10.1%	9.8%	9.7%	9.7%
净利润率(%)	2.6%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
每股收益(元)	0.65	0.82	0.66	0.88	1.15
每股净资产(元)	1.98	12.32	7.90	8.69	9.78
市盈率	76.2	59.9	75.1	56.2	42.7
市净率	24.9	4.0	6.2	5.7	5.0
净资产收益率(%)	32.2%	6.7%	8.3%	10.1%	11.8%
ROIC(%)	-116.5%	-232.8%	77.7%	44.5%	37.7%
EV/EBITDA	-	37.7	54.9	40.4	30.4
股息收益率	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%

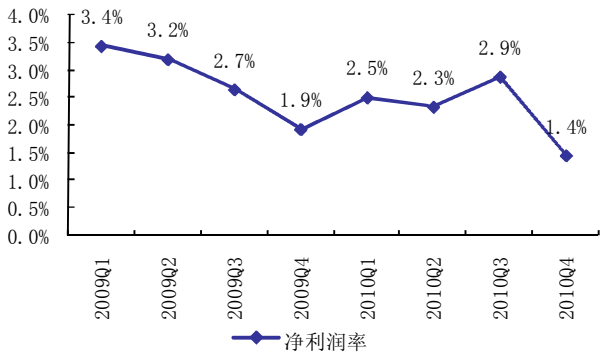
前期研究成果

图 1 单季度收入和利润增速



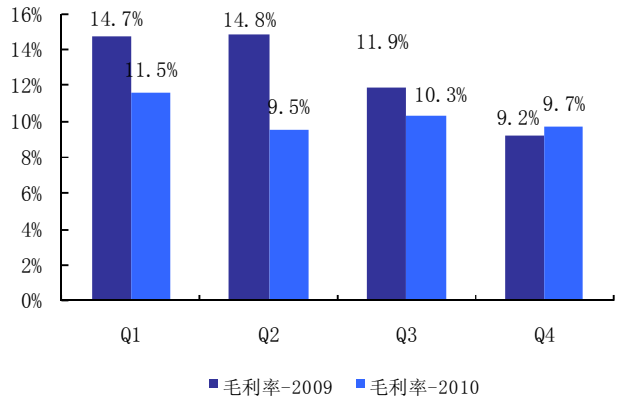
数据来源：安信证券研究中心

图 2 单季度净利润率变化



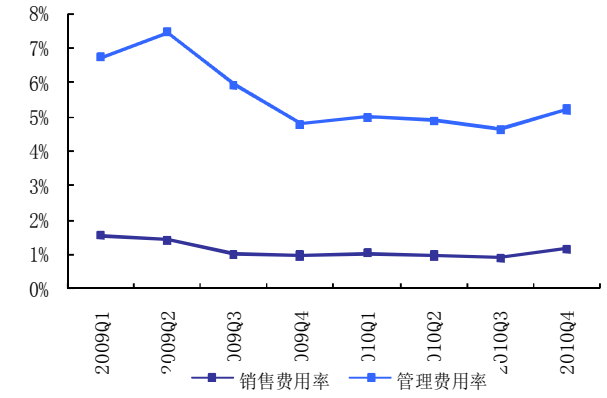
数据来源：安信证券研究中心

图 3 单季度毛利率变化



数据来源：安信证券研究中心

图 4 单季度费用率变化



数据来源：安信证券研究中心

表 1： 单季度盈利能力变化分析

	2010Q4	2009Q4	变化幅度
	（“-”号表示是对利润率的减项）		（“-”号表示对利润率是负面贡献）
毛利	**9.7%**	**9.2%**	**0.48%**
营业税金及附加	-1.1%	-1.0%	-0.2%
销售费用	-5.2%	-4.8%	-0.4%
管理费用	-1.8%	-1.2%	-0.5%
财务费用	0.5%	0.0%	0.5%
资产减值损失	-0.2%	0.0%	-0.2%
投资收益	0.2%	0.2%	0.0%
营业利润	2.0%	2.5%	-0.4%
加：营业外收入	0.0%	0.1%	-0.1%
减：营业外支出	0.0%	0.0%	0.0%
利润总额	2.0%	2.5%	-0.5%
减：所得税费用	-0.6%	-0.6%	0.0%
净利润	1.4%	2.0%	-0.5%
少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%
归属于母公司所有者的净利润	**1.4%**	**1.9%**	**-0.5%**

数据来源：安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2011-2-28

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**2,050.2**	**3,078.6**	**4,254.0**	**5,703.6**	**7,412.3**
减: 营业成本	1,807.5	2,766.5	3,836.7	5,149.3	6,696.5
营业税费	23.9	31.5	42.5	57.0	74.1
销售费用	120.7	152.8	191.4	251.0	318.7
管理费用	33.4	45.7	69.3	92.4	114.1
财务费用	-0.8	-6.5	-16.0	-19.4	-20.8
资产减值损失	0.4	2.0	1.8	-1.0	0.6
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	3.8	4.8	3.0	3.0	3.0
营业利润	**69.0**	**91.4**	**131.1**	**177.3**	**231.9**
加: 营业外净收支	1.6	-0.0	-	-1.0	-
利润总额	**70.7**	**91.4**	**131.1**	**176.3**	**231.9**
减: 所得税	17.0	23.2	34.1	45.8	60.3
净利润	**53.3**	**67.8**	**97.3**	**130.1**	**171.2**
资产负债表	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
货币资金	202.6	909.5	1,285.1	1,366.4	1,468.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	115.4	196.8	235.1	333.7	439.0
应收票据	26.7	116.6	75.1	130.4	193.7
预付帐款	216.0	451.7	645.2	895.9	1,307.3
存货	-	-	-	-	-
其他流动资产	0.0	0.0	-2.7	-3.8	-5.5
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	26.4	29.1	20.0	20.0	20.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	28.3	26.5	21.0	20.9	21.0
在建工程	-	-	0.6	1.0	1.2
无形资产	-	-	0.1	0.2	0.3
其他非流动资产	1.0	1.2	7.6	8.0	8.2
资产总额	**616.5**	**1,731.5**	**2,287.2**	**2,772.6**	**3,453.6**
短期债务	10.0	-	10.0	10.0	10.0
应付帐款	239.1	240.0	426.0	566.5	687.1
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	200.6	472.0	655.7	882.2	1,280.4
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	**449.7**	**712.0**	**1,111.6**	**1,478.7**	**1,997.4**
少数股东权益	**3.6**	**4.9**	**4.7**	**5.1**	**5.4**
股本	61.8	82.4	148.3	148.3	148.3
留存收益	101.5	932.3	1,022.7	1,140.6	1,302.5
股东权益	**166.8**	**1,019.6**	**1,175.7**	**1,294.0**	**1,456.2**
现金流量表	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
净利润	53.6	68.1	97.3	130.1	171.2
加: 折旧和摊销	4.4	4.6	1.3	1.4	1.5
资产减值准备	0.4	2.0	1.8	-1.0	0.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.5	0.2	-16.0	-19.4	-20.8
投资收益	-3.8	-4.8	-3.0	-3.0	-3.0
少数股东损益	0.3	0.4	-0.3	0.4	0.3
营运资金的变动	-20.9	-133.5	179.3	-35.3	-60.3
经营活动产生现金流量	**33.2**	**-63.0**	**260.5**	**73.3**	**89.7**
投资活动产生现金流量	**1.6**	**-4.5**	**10.1**	**0.9**	**0.9**
融资活动产生现金流量	**-11.8**	**774.4**	**105.0**	**7.2**	**11.4**

财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长性					
营业收入增长率	13.0%	50.2%	38.2%	34.1%	30.0%
营业利润增长率	4.9%	32.4%	43.5%	35.2%	30.7%
净利润增长率	15.7%	27.2%	43.6%	33.7%	31.6%
EBITDA 增长率	3.8%	22.9%	30.9%	36.8%	33.4%
EBIT 增长率	4.4%	24.4%	35.7%	37.1%	33.6%
NOPLAT 增长率	18.3%	16.7%	38.2%	36.3%	34.5%
投资资本增长率	-41.6%	-513.9%	137.9%	58.6%	47.6%
净资产增长率	34.0%	511.2%	15.3%	10.1%	12.5%
利润率					
毛利率	11.8%	10.1%	9.8%	9.7%	9.7%
营业利润率	3.4%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%
净利润率	2.6%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
EBITDA/营业收入	3.5%	2.9%	2.7%	2.8%	2.9%
EBIT/营业收入	3.3%	2.8%	2.7%	2.8%	2.8%
运营效率					
固定资产周转天数	5	3	2	1	1
流动营业资本周转天数	-16	-2	11	18	22
流动资产周转天数	90	131	166	157	149
应收帐款周转天数	16	16	16	16	17
存货周转天数					
总资产周转天数	100	137	170	160	151
投资资本周转天数	-6	5	16	21	25
投资回报率					
ROE	32.2%	6.7%	8.3%	10.1%	11.8%
ROA	8.7%	3.9%	4.2%	4.7%	5.0%
ROIC	-116.5%	-232.8%	77.7%	44.5%	37.7%
费用率					
销售费用率	5.9%	5.0%	4.5%	4.4%	4.3%
管理费用率	1.6%	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%
财务费用率	0.0%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
三费/营业收入	7.5%	6.2%	5.8%	5.7%	5.6%
偿债能力					
资产负债率	72.9%	41.1%	48.6%	53.3%	57.8%
负债权益比	269.5%	69.8%	94.5%	114.3%	137.2%
流动比率	1.25	2.35	2.01	1.84	1.70
速动比率	1.25	2.35	2.01	1.84	1.70
利息保障倍数	-87.01	-13.13	-7.22	-8.15	-10.17
分红指标					
DPS(元)	0.14	-	0.05	0.08	0.06
分红比率	21.1%	0.0%	7.0%	9.4%	5.5%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%
业绩和估值指标	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
EPS(元)	0.65	0.82	0.66	0.88	1.15
BVPS(元)	1.98	12.32	7.90	8.69	9.78
PE(X)	76.2	59.9	75.1	56.2	42.7
PB(X)	24.9	4.0	6.2	5.7	5.0
P/FCF	118.0	-51.8	-305.8	-320.1	-284.5
P/S	2.0	1.3	1.7	1.3	1.0
EV/EBITDA	-	37.7	54.9	40.4	30.4
CAGR(%)	34.5%	36.0%	-306.0%		-594.7%
PEG	2.2	1.7	-0.2		-0.1
ROIC/WACC	-11.7	-23.4	7.8	4.5	3.8
REP	-	-1.3	3.1	3.5	2.8

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方禅	**上海联系人**	**朱贤**	**上海联系人**
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	**上海联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**李昕**	**北京联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	**北京联系人**	**胡珍**	**深圳联系人**
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	**深圳联系人**		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034