

强烈推荐-A (维持)

省广股份 002400.SZ

目标估值: 78 元
当前股价: 48.3 元
2011 年 2 月 27 日

基础数据

上证综指	2,879
总股本 (万股)	8,237
已上市流通股 (万股)	2,060
总市值 (亿元)	40
流通市值 (亿元)	10
每股净资产 (MRQ)	12.3
ROE (TTM)	6.7
资产负债率	41.1%
主要股东	广东省广新外贸集团
主要股东持股比例	23.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	7	21
相对表现	2	-5	24



相关报告

1、《省广股份 (002400) —3 季度业绩增长强劲, 媒介代理业务继续表现抢眼》

10/22/10

2、《省广股份 (002400) —买入未来领先的综合型传播集团, 上调评级到强烈推荐》

8/18/10

赵宇杰

0755-82943293
zhaoyj@cmschina.com.cn
S1090208050196

收入增长大超预期, 收购扩张具叠加与协同效应

公司 10 年主业增长强劲, 50% 的收入增速超出我们预期 14 个百分点, 三大业务增速均超我们预期。我们认为 11 年内生增长依然强劲, 外延扩张在今年也有望取得突破; 收购对公司而言并不只是单纯的客户增加和业绩贡献, 关键是凭借多元化业务优势将产生明显的叠加和协同效应。公司在年报中更明确传递期望通过兼并整合成长为本土领先的综合性传播集团的信心和气魄。我们维持“强烈推荐-A”的投资评级, 正式将公司目标价上调到 78 元。

□ 公司 10 年剔除非经常性损益后业绩符合预期, 同时收入增速超出我们预期 14 个百分点, 业绩表现强劲。公司 10 年实现收入 30 亿, 同比大幅增长 50%; 营业利润 0.9 亿, 同比增长 32%; 归属母公司净利润 0.68 亿, 同比增长 27%; 实现每股盈利 0.82 元。10 年每 10 股转增 8 股并派现 1.6 元 (含税)。

公司 10 年实际 EPS 0.82 元, 与我们此前预期公司 EPS 0.9 元出现差异, 是非经常性损益影响所致。1、最主要原因是根据财政部最新规定, 公司将 10 年上市过程中所形成的路演费、信息发布费等费用共 554 万元计入当期管理费用, 拉低公司 EPS 0.05 元; 2、我们此前预测 10 年营业外收支合计 50 万, 而实际为负的 1 万, 拉低公司 EPS 0.04 元; 上述两环节共拉低公司 EPS 0.09 元, 如将我们此前预测的 EPS 0.9 元减去 0.09 元, 所得的 0.81 元与公司 10 年实际 EPS 0.82 元基本相符。

□ 公司 10 年三大业务增长强劲, 增速均超出我们此前预期, 并新增 34 个客户。

➤ 媒介代理: 全年收入强劲增长, 超出我们预期 15 个百分点; 同时毛利率下半年出现显著改善。全年实现收入 27.6 亿, 同比增长 55%, 主要原因是新增东风日产等客户, 以及原有客户 (东风本田、麒麟汽车等) 投放量增加; 上、下半年分别同比增长 91% 和 36%, 其中下半年高增长是在 09 年同期高基数背景下实现的。更明显的趋势是毛利率改善, 下半年毛利率 5%, 同比、环比分别提升 0.38 和 0.63 个百分点; 全年毛利率 4.8%, 同比提升 0.01 个百分点。

同时公司不断优化调整在不同类型媒体的广告投放量, 电视和网络媒体在广告投放量的占比提升较快, 电视特别是在央视广告投放上的表现非常抢眼。公司 10 年广告投放在电视、网络和平面媒体的增速分别为 93%、26% 和 75%, 电视和网络媒体在媒介代理投放中的占比更是分别提升 15.5 和 1.4 个百分点, 在媒介代理业务中的收入占比接近 50% (分别占到 37% 和 12%); 公司 10 年在央视全年广告投放和中标的黄金广告资源分别为 6.7 亿和 3.1 亿, 前者增速更是达到 120%。需要强调的是, 在电视广告投放量和份额均快速上升的背景下, 公司媒介代理业务的毛利率并没出现市场所担心的下降, 反而是略有提升。

➤ 品牌管理: 全年收入增长超出我们预期 2 个百分点, 下半年出现强劲反弹。全年实现收入 1.6 亿, 同比增长 20%, 比 09 年 2% 的增速高 18 个百分点, 原因是全年新增十几个品牌管理客户 (包括美林电器、吉利汽车、江苏移动、深圳一卡会等); 上、下半年分别同比增长 12% 和 27%, 下半年增长强劲与新增客户主要在下半年体现收益有关。全年毛利率 80.7%, 同比下降 1.8 个百分点。

- **自有媒体：全年收入增长超出我们预期 10 个百分点。**全年实现收入 1.6 亿，同比增长 18%；上、下半年收入分别为 0.80 亿和 0.81 亿，分别同比增长 6%和 33%，下半年增长快速与 09 年同期基数（0.61 亿）较低有关。全年毛利率 32.4%，同比降 3 个百分点。
- **公司 11 年经营展望，内生增长依然强劲，外延扩张有望在今年取得突破；收购对公司而言并不只是单纯增加客户和提升业绩，更关键的是凭借公司多元化业务优势将产生明显的叠加和协同效益。**
- **内生增长方面思路明确，即年报里表述的“做强品牌管理业务，做大媒介代理业务，择机扩展自有媒体规模”。**我们预测品牌管理和媒介代理业务将继续保持快速增长，自有媒体在没有并购支持下将保持平稳增长。

品牌管理：今年将迎来有利的发展机遇。作为公司重点募投项目的大型数据库“广告数字化运营系统”预计将于今年 6 月正式完成，将有利于提升公司品牌管理服务的质量和效率、同时也将促进媒介投放的科学性和精准度，我们判断该运营系统上线将使品牌管理业务实现更快速的增长。

媒介代理：今年将在优化不同类型媒体广告投放、挖掘潜力行业客户、改善毛利率方面做重点突破。1、公司不固守于具有广告投放优势的平面媒体，今年将在去年基础上进一步在电视媒体和网络媒体发力；其中在央视广告投放力度加大，在 11 年央视黄金广告资源招标中就中标 4.7 亿，同比增长 51%；网络广告投放上也通过募投项目媒介集中式采购向搜狐和网易每半年分别支付 0.25 亿和 0.1 亿广告款。2、加大对金融、医疗、保健等潜力行业客户的开发，仅在公司中标 11 年央视黄金资源 4.7 亿的广告投放中，金融类客户（中国邮储银行等）占 61%，医药类客户占 9.4%，合计超 7 成。3、公司全年光募投项目就有 2.2 亿资金用于媒介集中式采购，我们预计公司今年还将通过超募资金或流动资金用于其他媒体的集中式采购，进而提升该业务整体毛利率。

- **外延方面：公司在年报中明确表示将积极展开兼并整合，我们认为今年实现落地概率极大；同时我们认为公司凭借势能业务有助于产业链自上而下的整合，而多元化的业务优势将使收购带来叠加和协同效应。**

我们认为公司凭借品牌管理和媒介代理在客户心中能有效建立势能，从而有利于自上向下进行产业链整合；同时公司具有多元化业务优势（品牌管理、媒介代理、自有媒体），通过收购进入新的领域（公关、营销等），有利于将不同业务的不同客户在内部进行相互转化，提升不同业务间客户的重合度，整体上有利于促进各个业务块客户数增长和收入提升，由此产生叠加效应；而更为多元化的一站式整合营销服务也将大大加强公司对客户的黏性和有利于新客户拓展，从而具有更为明显的协同效应。

公司在年报中明确表示期望通过兼并整合成为本土领先的综合性传播集团的信心和气魄。“公司将积极抓住我国广告业当前的转型机遇，围绕主营业务、参照国际大型广告集团的并购模式，积极进行收购兼并与对外扩充。”“以整合者的姿态，把公司从本土广告业的扛旗者打造成中国创意产业的领跑者、整合营销传播的领导者，做中国最优秀、最具规模、最具盈利能力的现代化的大型综合性广告公司。”

- **维持“强烈推荐-A”的投资评级。上调公司目标价到 78 元，股价有近 60%的涨幅。**

我们预测公司 11~13 年 EPS 分别为 1.33 元、1.71 元和 2.13 元，与此前业绩预测相比分别上调 0.01 元、0.02 元和 0.02 元，主要是预计品牌管理业务未来将实现快速增长。

从扣除现金看公司估值，我们认为还有近 60%的涨幅。公司 40 亿市值有近 1/4 是现金（9.1 亿），相当于 49 元股价中有 11 元现金，扣除现金后股价（38 元）对应 11 年 PE

仅为 29 倍。我们给予省广全年 78 元目标价，主要分 2 阶段实现：第 1 阶段是半年目标价 65 元，有超过 30% 的涨幅，逻辑是预期公司上半年并购有望落地和年报高送配增强市场流动性；第 2 阶段是到下半年更关注明年业绩，预计 12 年业绩 1.71 元，78 元目标价对应 12 年 PE 为 46 倍，未考虑潜在并购所带来的业绩超预期。

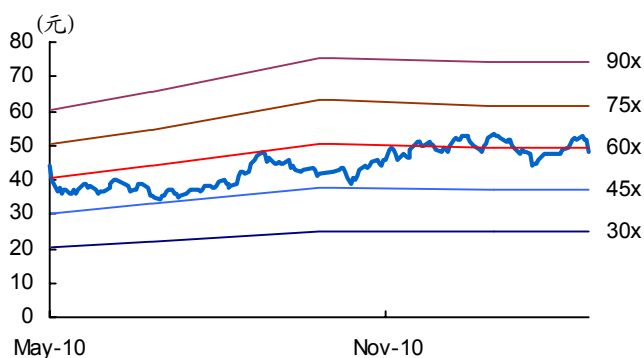
□ **风险提示：**公司收购进程慢于预期，或公司媒介集中式采购对毛利率改善不明显等。

表 1、各季度业绩回顾

(百万元)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	09N	10N
营业收入	572	747	736	1,023	2,050	3,079
营业成本	506	676	660	924	1,808	2,766
营业费用	28.7	36.6	34.1	53.5	120.7	152.8
管理费用	9.0	8.5	9.9	18.2	33.4	45.7
财务费用	(0.1)	(0.6)	(0.9)	(4.9)	(0.8)	(6.5)
投资收益	(2.1)	3.3	1.3	2.2		4.8
营业利润	20	23	28	21	69	91
归属母公司净利润	14.3	17.4	21.2	14.8	53.3	67.8
EPS (元)	0.17	0.21	0.26	0.18	0.65	0.82
主要比率	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	09N	10N
毛利率	11.5%	9.5%	10.3%	9.7%	11.8%	10.1%
营业费用率	5.0%	4.9%	4.6%	5.2%	5.9%	5.0%
管理费用率	1.6%	1.1%	1.3%	1.8%	1.6%	1.5%
营业利润率	3.5%	3.0%	3.8%	2.0%	3.4%	3.0%
有效税率	27.9%	21.8%	24.5%	28.2%	24.1%	25.4%
净利率	2.5%	2.4%	2.9%	1.4%	2.6%	2.2%
YoY	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	09N	10N
收入	60%	90%	61%	22%	13%	50%
归属母公司净利润	16%	38%	75%	-9%	16%	27%

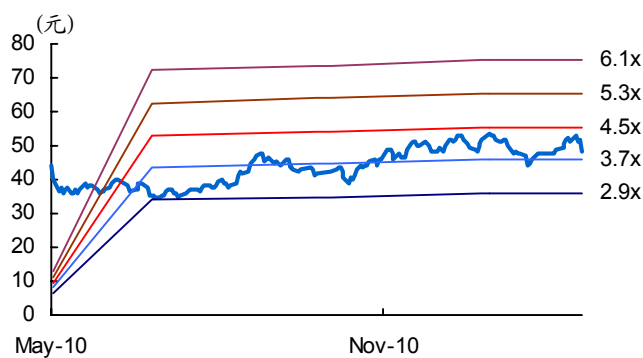
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 1、省广股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2、省广股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

表 2、盈利预测简表及分业务数据对比

营业收入（百万元）	08N	09N	10N	11E	12E	13E	14E	10H1	10H2
媒介代理	1,559	1,781	2,758	3,586	4,590	5,783	7,171	1,169.1	1,589.3
自有媒体	125	136	160	186	216	250	291	79.9	80.6
品牌管理	130	133	160	196	245	314	408	70.0	89.7
合计	1,815	2,050	3,079	3,969	5,052	6,348	7,871	1,319	1,760
增速	08N	09N	10N	11E	12E	13E	14E	10H1	10H2
媒介代理	17.3%	14.2%	54.9%	30.0%	28.0%	26.0%	24.0%	90.5%	36.1%
自有媒体	28.1%	8.7%	18.2%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	6.2%	33.0%
品牌管理	39.5%	2.1%	20.0%	23.0%	25.0%	28.0%	30.0%	12.1%	27.0%
合计	19.4%	13.0%	50.2%	28.9%	27.3%	25.7%	24.0%	75.5%	35.5%
毛利率	08N	09N	10N	11E	12E	13E	14E	10H1	10H2
媒介代理	4.32%	4.75%	4.76%	6.10%	6.45%	6.50%	6.50%	4.40%	5.03%
自有媒体	42.5%	35.5%	32.4%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	36.1%	28.7%
品牌管理	79.9%	82.5%	80.7%	79.0%	79.0%	79.0%	79.0%	81.3%	80.2%
合计	12.4%	11.8%	10.1%	11.1%	11.2%	11.2%	11.3%	10.4%	9.9%
EPS	0.56	0.65	0.82	1.33	1.71	2.13	2.69	0.39	0.44

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	561	1,675	1,847	2,153	2,455
现金	203	909	1,041	1,127	1,166
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	27	117	79	101	127
应收款项	105	175	209	266	335
其它应收款	10	22	24	30	38
存货	0	0	0	0	0
其他	216	452	494	628	789
非流动资产	56	57	60	65	69
长期股权投资	26	29	29	29	29
固定资产	28	27	31	35	40
无形资产	0	0	0	0	0
其他	1	1	1	1	1
资产总计	616	1,732	1,908	2,218	2,525
流动负债	450	712	811	1,021	1,274
短期借款	10	0	0	0	0
应付账款	238	238	353	449	564
预收账款	173	431	424	538	676
其他	29	43	35	35	35
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	450	712	811	1,021	1,274
股本	62	82	82	82	82
资本公积金	0	763	763	763	763
留存收益	101	169	245	344	396
少数股东权益	4	5	6	7	8
母公司所有者权益	163	1,015	1,091	1,190	1,242
负债及权益合计	616	1,732	1,908	2,218	2,525

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	33	(63)	160	125	158
净利润	53	68	109	141	175
折旧摊销	0	0	3	3	4
财务费用	0	0	(7)	(8)	(8)
投资收益	0	0	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	0	0	57	(9)	(10)
其它	(20)	(131)	1	1	2
投资活动现金流	2	(4)	(7)	(8)	(8)
资本支出	0	0	(7)	(8)	(8)
其他投资	2	(4)	0	0	0
筹资活动现金流	(12)	774	(22)	(31)	(111)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(33)	(42)	(123)
其他	(12)	774	11	12	12
现金净增加额	23	707	131	86	40

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,050	3,079	3,969	5,052	6,348
营业成本	1,808	2,766	3,529	4,486	5,636
营业税金及附加	24	31	44	56	70
营业费用	121	153	204	263	330
管理费用	33	46	56	71	89
财务费用	(1)	(6)	(7)	(8)	(8)
资产减值损失	0	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	5	4	4	4
营业利润	69	91	146	188	235
营业外收入	2	0	1	1	1
营业外支出	0	0	1	1	1
利润总额	71	91	147	189	236
所得税	17	23	37	47	59
净利润	54	68	110	142	177
少数股东损益	0	0	1	1	1
母公司所有者净利润	53	68	109	141	175
EPS (元)	0.65	0.82	1.33	1.71	2.13

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	13%	50%	29%	27%	26%
营业利润	5%	32%	60%	29%	25%
净利润	16%	27%	61%	29%	25%
获利能力					
毛利率	11.8%	10.1%	11.1%	11.2%	11.2%
净利率	2.6%	2.2%	2.8%	2.8%	2.8%
ROE	32.7%	6.7%	10.0%	11.8%	14.1%
ROIC	29.3%	6.2%	9.5%	11.3%	13.6%
偿债能力					
资产负债率	72.9%	41.1%	42.5%	46.1%	50.5%
净负债比率	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.2	2.4	2.3	2.1	1.9
速动比率	1.2	2.4	2.3	2.1	1.9
营运能力					
资产周转率	3.3	1.8	2.1	2.3	2.5
存货周转率					
应收帐款周转率	22.5	22.0	20.6	21.2	21.1
应付帐款周转率	8.6	11.6	11.9	11.2	11.1
每股资料(元)					
每股收益	0.65	0.82	1.33	1.71	2.13
每股经营现金	0.40	-0.76	1.95	1.51	1.92
每股净资产	1.98	12.32	13.25	14.44	15.08
每股股利	0.00	0.16	0.40	0.51	1.49
估值比率					
PE	76.2	59.9	37.1	28.9	23.1
PB	24.9	4.0	3.7	3.4	3.3
EV/EBITDA	55.8	45.4	28.3	21.9	17.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵宇杰：毕业于华中科技大学，招商证券研发中心研究副董事。2009 年、2010 年连续两年获得《新财富》传播与文化行业最佳分析师第二名。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 6 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

行业层面创新性提出传媒行业具有“势能”、“动能”两大商业天赋，总结出“势能法则”，并将传媒划分为三代媒体形态，每一代媒体具有不同的势能和动能。公司层面深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。