

成长中的大型传播集团

省广股份 (002400)

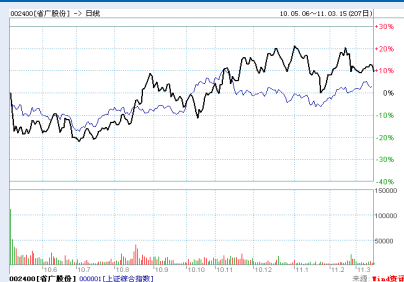
行业: 广告业

2011.03.14

评级: 谨慎推荐 (维持)

当前价格: 49.42 元/股

上市以来股价走势图



分析师

广州证券研究所行业组

联系电话: 020-87322668

联系电邮: yjs@gzs.com.cn

相关报告

《省广股份: 本土领先的大型广告企业》

-2010.07.02

《省广股份: 半年报点评》-2010.09.17

《省广股份: 不断壮大的行业整合者》

-2011.01.17

广证研究

点评要点

● **公司费用上升导致净利润增长略低预期:** 公司 2010 年实现收入 30.79 亿元, 同比增长 50.16%, 实现净利润 0.68 亿元, 同比增长 27.03%。实现每股盈利 0.82 元, 略低于我们此前预期的 0.93 元, 其主要原因是公司的费用增长明显所致, 1) 公司根据财政部最新的 25 号文, 将发行过程中的路演费、信息发布费等多项费用约 554 万元全部转入管理费用, 导致管理费用增长超过市场预期; 2) 公司购买成都媒体伯乐公交广告公司 50% 股权, 按公司坏账政策提取相应减值损失约 212 万元。

2010 年, 公司成功上市, 在全国广告行业的品牌知名度进一步增强, 全年新增 34 个新客户, 其中包括, 东风日产、重庆首金房地产、京东方等大型企业。

● **公司三项业务 2010 年增长势头强劲:**

媒介代理: 公司全年媒介投放总量达到 27.58 亿元, 同比增长 54.85%, 主要受益于 2010 年新增客户东风日产带来的新增投放量, 以及原有客户的投放量增加。

品牌管理: 全年实现收入 1.6 亿, 同比增长 20%。全年新增十多个品牌管理客户, 包括吉利汽车、深圳移动等。

自有媒体: 全年实现收入 1.6 亿元, 同比增长 18%。全年毛利率 32.4%, 同比降 3 个百分点。

总体而言, 公司 2010 年增长主要受公司上市后的品牌效应、资金充裕等因素的推动; 未来在广告市场景气度持续向好的前提下, 公司三项主营业务将持续向好, 另外, 公司将通过外延式兼并扩充业务规模及类型。

● **公司未来的增长: 深耕细作主营+外延扩张**

品牌管理: 公司募投项目中的“广告数字化运营系统”项目预计将于今年中旬完成, 系统的完成将有利于提升公司品牌管理服务价值。另外, 目前公司已在主要区域建立分公司, 并高薪聘请国际性人才协助开拓新业务。我们认为, 公司品牌管理业务将是公司成为大型综合性传播集团的关键点。

媒介代理: 2011 年, 公司募投项目中有 2.2 亿资金用于媒介集中式采购, 公司还将陆续对其他媒体进行集中式采购。我们认为, 目前公司资金充裕, 在媒体采购方面将会有一定的规模优势, 该业务整体毛利率将有所提升。而且, 随着品牌管理业务客户的增加, 媒介代理业务规模也将进一步扩大。

外延扩张预期: 公司 2010 年报明确表示, “公司将积极寻找合作伙伴, 充分利用控股、参股、合营、联营等方式, **购并重点区域市场同类企业**, 推动经营规模的扩大, 持续增强公司竞争力, 实现市场的快速扩张, 构建跨地区、跨媒体服务平台。”由此可见, 公司对通过并购拓展省外市场持积极态度。另外, 公司为顺应公司发展需求, 近期将董事会对外投资决策权限由最近一期经审计净资产的 10% 调整为 20% (公司目前净资产约 10 亿元), 即对外投资额提升至 2 亿元左右。综上所述, 我们认为公司今年内实现并购将是大概率事件。

● 评级: 维持“谨慎推荐”

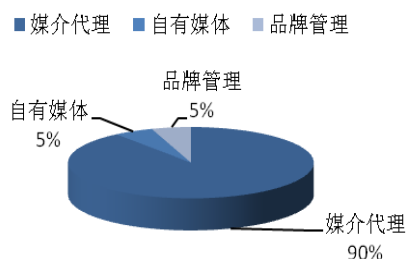
在未考虑收购带来的业绩超预期增长下, 我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.25、1.77、2.32 元, 较之前 2011 年预期上调 0.12 元, 主要考虑到公司采用集中式采购后对媒介代理业务毛利将有所提升, 以及公司品牌管理业务的增速加快因素将推动公司净利润增长快于我们早前的预期。目前 A 股同类型传媒公司 2011 年的平均市盈率在 40 倍左右, 鉴于公司为本土少有的大型综合性广告公司之一, 管理层对企业未来发展思路清晰, 而且存在较强的并购预期, 我们认为可给予公司 45 倍 PE, 目标价为 56.25 元。

● 风险:

公司集中式采购对业务毛利率改善低于预期;
公司重点区域收购进程慢于预期;
与国际 4A 广告公司和媒体依托型广告公司的竞争加剧。

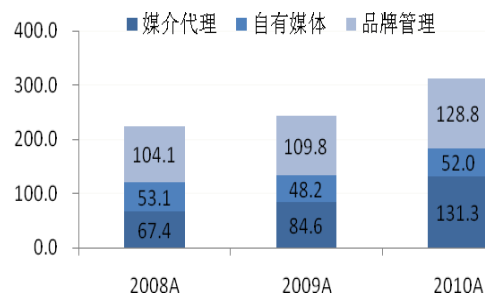
附录

图 1. 2010 年公司主营收入分布



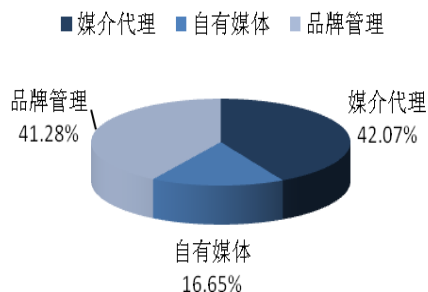
资料来源: 广州证券研究所根据公司年报数据整理

图 2. 媒介代理业务 2010 年增长较为突出



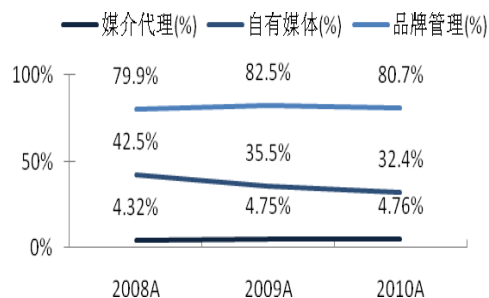
资料来源: 广州证券研究所根据公司年报数据整理

图 3. 2010 年公司主营毛利分布



资料来源：广州证券研究所根据公司年报数据整理

图 4. 公司三项业务毛利率变化



资料来源：广州证券研究所根据公司年报数据整理

表 1: 传媒公司估值比较（选取与公司有类似业务以及同样轻资产的传媒公司）

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
300027	华谊兄弟	0.64	0.45	0.66	0.94	108.88	61.21	41.22	29.14
300133	华策影视	1.46	1.64	2.45	3.46	59.31	61.53	41.30	29.22
300058	蓝色光标	0.81	0.61	0.79	1.08	77.89	51.27	39.74	29.09
300071	华谊嘉信	0.71	0.68	0.96	1.22	65.11	47.17	33.44	26.37
行业平均		0.97	0.90	1.30	1.83	82.03	58.00	40.75	29.15
002400	省广股份	0.86	0.82	1.25	1.77	57.47	60.07	39.54	27.92

来源：广州证券研究所根据 wind 数据整理

表 2. 资产负债表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	520	1675	1903	2185	2428
现金	203	909	976	1058	1180
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	27	117	137	167	186
应收款项	105	175	213	259	289
其它应收款	10	22	20	24	27
存货	0	0	0	0	0
其他	216	452	558	677	748
非流动资产	56	57	56	56	55
长期股权投资	26	29	29	29	29
固定资产	28	27	26	20	26
无形资产	0	0	0	0	0
其他	1	1	1	1	1
资产总计	616	1732	1959	2241	2484
流动负债	450	712	867	1046	1154
短期借款	10	0	0	0	0
应付账款	238	238	297	360	397
预收账款	173	431	524	635	701
其他	29	43	47	51	56
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	867	1046	1154
股本	62	82	82	82	82
资本公积金	0	763	763	763	763
留存收益	101	169	241	343	477
少数股东权益	4	5	6	6	7
母公司所有者权益	163	1015	1087	1189	1322
负债及权益合计	616	1732	1959	2241	2484

表 3. 现金流量表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	33	(63)	77	101	153
净利润	53	68	103	145	191
折旧摊销	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	(21)	(24)	(27)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(9)	(22)	(13)
其它	(20)	(131)	3	1	1
投资活动现金流	2	(5)	0	0	0
资本支出	3	2	0	0	0
其他投资	(2)	(6)	0	0	0
筹资活动现金流	(12)	774	(10)	(19)	(30)
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	(31)	(44)	(57)
其他	(12)	774	21	24	27
现金净增加额	23	707	67	82	122

表 4. 利润表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2050	3079	3903	4763	5302
营业成本	1808	2766	3490	4233	4672
营业税金及附加	24	31	39	48	53
营业费用	121	153	195	238	265
管理费用	33	46	59	71	80
财务费用	(1)	(6)	(21)	(24)	(27)
资产减值损失	0	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	5	0	0	0
营业利润	69	91	139	195	257
营业外收入	2	0	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	71	91	139	196	258
所得税	17	23	35	50	65
净利润	54	68	104	146	192
少数股东损益	0	0	1	1	1
母公司净利润	53	68	103	145	191
BPS (元)	0.86	0.82	1.25	1.77	2.32

表 5. 财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	12.98%	50.16%	26.77%	22.04%	11.32%
营业利润	4.89%	32.35%	51.62%	41.07%	31.55%
净利润	15.64%	27.15%	52.29%	40.89%	31.46%
获利能力					
毛利率	11.84%	10.14%	10.57%	11.13%	11.88%
净利率	2.60%	2.20%	2.64%	3.05%	3.61%
ROE	32.65%	6.68%	9.50%	12.23%	14.45%
ROIC	29.30%	6.21%	8.04%	10.68%	12.91%
偿债能力					
资产负债率	72.94%	41.12%	44.25%	46.67%	46.46%
净负债比率	1.62%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.2	2.4	2.2	2.1	2.1
速动比率	1.2	2.4	2.2	2.1	2.1
营运能力					
资产周转率	3.3	1.8	2.0	2.1	2.1
存货周转率					
应收帐款周转率	22.5	22.0	20.1	20.2	19.3
应付帐款周转率	8.6	11.6	13.1	12.9	12.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.86	0.82	1.25	1.77	2.32
每股经营现金	0.54	-0.76	0.93	1.23	1.85
每股净资产	2.64	12.32	13.19	14.43	16.06
每股股利	0.00	0.16	0.38	0.53	0.70
PE	56	58	38	27	21
PB	18.2	3.9	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	74.4	59.8	43.0	29.6	22.0

敬请参阅最后一页重要声明

研究所

地 址：广州市先烈中路 69 号东山广场主楼 17 楼

电 话：020-87322668

网 址：www.gzs.com.cn

邮 编：510095

联系人：袁 倩 020-87322668-336

股票评级标准

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。本公司已根据法律法规要求建立信息隔离墙制度，在各部门及分支机构之间有效隔离内幕信息和保密信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，本公司及其所属关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归广州证券有限责任公司所有。未获得广州证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。