

2011年7月28日

省广股份

日本地震影响消除, 3季度业绩增速回升

A
买入

002400.SZ - 人民币 19.82

目标价格: 人民币 23.79(▼27.95)

冯雪

(8610) 6622 9323

tracy.feng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210010330

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(31)	2	(11)	(2)
相对新华富时A50指数(%)	(27)	6	(2)	(1)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	148
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	733
3个月日均交易额(人民币 百万)	24
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
广东省广新外贸集团有限公司	23

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

2011年上半年实现营业收入17.8亿元, 同比增长35.2%, 净利润4,230万元, 同比增长33.3%, 合每股收益0.29元, 扣除重庆年度广告权益利润, 原有业务约增长28%。2季度广汽丰田业务受日本地震冲击, 但下半年增速将随日系汽车复产、旗智传播并表、合力唯胜开始运营而回升。因行业估值下移, 我们将除权后目标价自27.95元下调至23.79元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **日本地震2季度拖累增速, 3季度回升:** 日本地震对日系供应链影响拖累广代博合资公司业绩下滑, 但目前广汽丰田表示日本地震对生产的影响消除。预计随7月份起新车上市、车展等, 营销投入将重新增加。
- **募投项目助力主业增长:** 公司上半年募投项目共投入8,832万元, 完成7,800万元的媒介集采、武汉分公司的设立和数字化运营系统的开发。目前媒介代理集采比重上升已使得毛利率提升1.2个百分点, 而去年设立的海分公司也促使今年上半年华东区营业额增长182%, 数字运营系统试运行。
- **资本运作超预期, 外延发展持续:** 公司3月和6月对重庆年度广告和广州旗智传播的并购节奏超出我们的预期, 同时达成异地拓展、产业链向下拓展、业务布局等目标, 符合公司战略定位。而新设立的合力唯胜体育营销公司已顺利开展业务。我们认为, 未来公司发展还将受益于上层支持。

评级面临的主要风险

- 汽车行业的系统性风险; 短期内小非解禁压力。

估值

- 预计公司2011-13年每股收益盈利预测0.66元、0.95元和1.23元。基于2012年25倍市盈率, 我们将目标价下调至23.79元和买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	2,050	3,079	4,268	5,719	7,186
变动(%)	13	50	39	34	26
净利润(人民币 百万)	3	68	98	141	182
全面摊薄每股收益(人民币)	0.479	0.457	0.661	0.952	1.230
变动(%)	15.7	(4.6)	44.7	43.9	29.2
市场预期每股收益(人民币)	-	0.908	1.176	1.526	1.850
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-0.	670	970	1,240
调整幅度(%)	-	-	(4.2)	(1.9)	(0.8)
核心每股收益(人民币)	0.479	0.457	0.661	0.952	1.230
变动(%)	15.7	(4.6)	44.7	43.9	29.2
全面摊薄市盈率(倍)	1.3	43.4	30.2	20.8	16.1
核心市盈率(倍)	1.3	43.4	30.2	20.8	16.1
每股经营现金流量(人民币)	0.30	(0.42)	(0.44)	(0.37)	(0.07)
价格/每股经营现金流量(倍)	66.4	(46.6)	(44.8)	(53.8)	(271.9)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.0	8.4	15.9	10.8	8.3
每股股息(人民币)	0.000	0.160	0.144	0.200	0.260
股息率(%)	0.0	0.8	7.1	0	1.3

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

日本地震短期拖累增速，预计 3 季度回升

2011 年上半年，公司实现营业收入 17.8 亿元，同比增长 35.2%，净利润 4,230 万元，同比增长 33.3%，合每股收益 0.29 元。重庆年度广告 5-6 月并表贡献 152 万元权益利润，则公司原有业务上半年净利润增长 28%，其中 2 季度净利润增长 25%。上半年，扣除财务费用、营业外收支影响的经营利润率约 2.9%，比上年同期下降 0.3 个百分点。

2 季度日本地震对汽车供应链的冲击，延续至日系合资品牌的广告营销需求。上半年，主要服务广汽丰田品牌的省广代思博报堂合资公司（公司持股 50%，类似与丰田的 In-house 广告策划公司）的关联交易营业额下滑了 18%，合资公司投资收益下降 99%。根据媒体报道，广汽丰田表示目前日本地震的影响已经基本消除，生产已恢复到正常水平。7 月份逸致上市，7 月 14 日，第八届长春国际汽车博览会开幕，广汽丰田携旗下凯美瑞、汉兰达、逸致、雅力士全线车型登场。我们认为日本地震对公司业务的影响短暂，下半年伴随合资品牌新车上市将有比较好的业绩增速回归。此外，3 季度起将有年度广告、广州旗智的并表和合力唯胜的投入运营，业务增速回升是大概率事件。

公司人才培养和激励加强持续，2011 年新招 60 多名应届毕业生，我们估算上半年员工薪酬同比增长 35%。在此基础上，仍然实现较好的成本费用控制，经营费用率有效下降。

募投项目逐步落实，促进主业持续较快增长

上半年，公司三大主业实现持续稳健增长，其中媒介代理、自有媒体和品牌管理分别实现 28%、14% 和 9% 的增长。从新闻中可知，公司服务韩国舒客品牌、三赢传播近日也获得福建戴姆勒的传统媒介业务，客户拓展顺利。

公司已在今年初与 13 家媒体签订媒体集中采购协议，共投入 7,800 万元。受益于集采业务比重的上升，媒介代理业务毛利率提升 1.2 个百分点至 5.5%，高于我们的预测。

上半年公司扩建、新建分支机构项目共投入 340 万元，5 月份成立武汉分公司。受益于早先上海分公司的落地和高端人才的引进，公司上半年华东区营业额增长 182%。

省广数字运营系统的战略合作伙伴为全球第二大的市场研究机构益普索，目前已进入试运行阶段。在初始阶段，一方面需要时间让员工熟悉系统，另一方面需要时间让广告主接纳、看效果付费。我们预计此系统对业绩的实际提升应当在明年起逐渐体现，长期增强客户粘性和满意度，增长公司核心竞争力。

产业链拓展、资本运作持续

公司资本运作主要基于“相关领域，择优介入”原则，对重庆年度广告、广州旗智传播的并购以及合资设立北京合力唯胜体育营销的进度超出我们的预期——分别完成了产业链横向整合、地域扩张，向下整合和业务布局，符合公司“国际传播集团、中国广告业航母”的战略发展方向且带来合计近 20% 的全年业绩增厚。而新成立的合力唯胜公司将是国家体育总局“2011 年全民健身志愿服务援疆援藏活动”的独家推广单位，业务开展顺利。伴随广告业首次被分类为鼓励类行业，公司发展受到省委、工商总局等监管高层关注，我们期待公司在资源拓展、投融资环境、税收扶持等方面有所受益。

图表 2. 公司业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年上半	11 年上半	同比变动	10 年 2 季	11 年 2 季	同比变动	备注
	年	年	(%)	度	度	(%)	
营业收入	1,319	1,784	35.2	747	1,000	33.8	媒介代理如期实施集采项目, 较快增长
营业成本	(1,182)	(1,604)	35.7	(676)	(903)	33.5	
毛利润	137	180	31.0	71	97	36.3	
营业税金及附加	(13)	(18)	39.4	(7)	(10)	41.4	
销售费用	(65)	(85)	30.3	(37)	(49)	32.9	费用控制得当, 销售费用率下降
管理费用	(18)	(24)	34.7	(9)	(12)	44.0	费用控制得当, 管理费用率下降
财务费用	1	8	936.7	1	7	952.0	受益于募投资金利息收入
资产减值损失	(1)	(1)	53.8	(0)	(0)	183.2	应收款增加, 计提坏账准备增加
投资收益	1	0	(84.5)	3	1	(65.1)	日本地震影响丰田、本田业务量
营业利润	43	60	40.5	23	33	47.4	
营业外收支净额	(0)	(1)	3,818.6	(0)	(0)	19.3	成都经典视线公司收到等额补助, 同时新增 100 万元捐款
利润总额	42	59	38.4	22	33	47.5	
所得税费用	(10)	(15)	40.1	(5)	(8)	62.1	
少数股东损益	(0)	(2)	591.1	(0)	(2)	1,152.2	
净利润	32	42	33.3	17	23	34.2	
非经常性损益	0	13.56	9.0	0	0	273.4	
扣非后净利润	32	43	35.2	17	23	34.4	
(%)							
毛利率	10.4	10.1		9.5	9.7		低毛利率的媒介代理业务比重增大, 造成正常结构性波动
营业利润率	3.2	3.3	3.0		3.3		
有效所得税率	24.7	25.0		21.8	23.9		
净利率	2.4	2.4	2.3		2.3		
扣非后净利率	2.4	2.4		2.3	2.3		
净利润/毛利	23.1	23.5	24.5		24.1		

资料来源: 公司数据

图表 3. 公司收入及成本细分

(人民币, 百万)	营业收入			营业成本			毛利率(%)		
	10 年上	11 年上	同比变	10 年上	11 年上	10 年上	11 年上	增减百	
	半年	半年	动 (%)	半年	半年	半年	半年	分点	
媒介代理	1,169.1	1,616.2	38.2	1,117.7	1,526.5	4.4	5.5	1.2	
自有媒体	79.9	91.2	14.2	51.1	64.3	36.1	29.5	(6.6)	
品牌管理	70.0	76.4	9.2	13.1	13.4	81.3	82.5	1.2	
主业小计	1,807.5	2,766.5	53.1	1,181.8	1,604.1	34.6	42.0	7.4	
其他	0.0	0.0	6.7	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0	
合计	1,319.0	1,783.8	35.2	1,181.8	1,604.1	10.4	10.1	(0.3)	

资料来源: 公司数据

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	2,050	3,079	4,268	5,719	7,186
销售成本	(1,808)	(2,766)	(3,838)	(5,101)	(6,410)
经营费用	(173)	(225)	(300)	(412)	(496)
息税折旧前利润	69	87	130	206	280
折旧及摊销	(4)	(5)	(5)	(7)	(10)
经营利润(息税前利润)	65	82	125	199	270
净利息收入/(费用) 1		6	14	13	11
其他收益/(损失) 5		3	1	1	0
税前利润	71	91	140	212	281
所得税	(17)	(23)	(35)	(53)	(70)
少数股东权益	0	0	(8)	(18)	(29)
净利润	53	68	98	141	182
核心净利润	53	68	98	141	182
每股收益(人民币) 0.47	9	0.457	0.661	0.952	1.230
核心每股收益(人民币) 0.47	9	0.457	0.661	0.952	1.230
每股股息(人民币) 0.00	0	0.160	0.144	0.200	0.260
收入增长(%) 1	3	50	39	34	26
息税前利润增长(%) 1	3	27	52	59	36
息税折旧前利润增长(%) 1	2	25	49	59	36
每股收益增长(%) 16		(5)	45	44	29
核心每股收益增长(%) 1	6	(5)	45	44	29

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物 203		909	883	737	673
应收帐款 132		292	403	538	673
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产 226		473	713	1,036	1,326
流动资产总计	561	1,675	1,999	2,310	2,673
固定资产 28		27	41	55	68
无形资产	0	0	6	23	22
其他长期资产 27		30	33	40	42
长期资产总计	56	57	80	119	132
总资产	616	1,732	2,079	2,429	2,805
应付帐款 238		238	316	404	488
短期债务 10		0	0	0	0
其他流动负债 201		474	584	704	807
流动负债总计	450	712	900	1,108	1,295
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本 62		82	148	148	148
储备 101		932	1,018	1,142	1,302
股东权益	163	1,015	1,166	1,290	1,450
少数股东权益	4	5	13	31	59
总负债及权益	616	1,732	2,079	2,429	2,805
每股帐面价值(人民币) 2.64		12.32	7.86	8.70	9.78
每股有形资产(人民币) 2.64		12.32	7.82	8.54	9.63
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.12)	(11.04)	(5.96)	(4.97)	(4.54)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 71		91	140	212	281
折旧与摊销	4	5	5	7	10
净利息费用	(1)	(6)	(14)	(13)	(11)
运营资本变动	(21)	(133)	(165)	(254)	(244)
税金	(17)	(23)	(35)	(53)	(70)
其他经营现金流	(3)	4	18	46	24
经营活动产生的现金流	33	(63)	(51)	(55)	(11)
购买固定资产净值	(2)	(7)	(25)	(41)	(31)
投资减少/增加	4	2	(50)	(22)	8
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	2	(4)	(75)	(62)	(24)
净增权益	0	820	0	0	0
净增债务	0	(10)	0	0	0
支付股息	(11)	0	(13)	(21)	(30)
其他融资现金流	(1)	(36)	113	(8)	1
融资活动产生的现金流	(12)	774	100	(30)	(29)
现金变动 23		707	(26)	(147)	(63)
期初现金 180		203	909	883	737
公司自由现金流 35		(67)	(126)	(117)	(35)
权益自由现金流 34		(78)	(126)	(117)	(35)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	3.4	2.8	3.0	3.6	3.9
息税前利润率(%) 3.2		2.7	2.9	3.5	3.8
税前利润率(%) 3	.4	3.0	3.3	3.7	3.9
净利率(%) 2	.6	2.2	2.3	2.5	2.5
流动性					
流动比率(倍)	1.2	2.4	2.2	2.1	2.1
利息覆盖率(倍) 99.9		196.1	1,745.3	2,772.2	3,760.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍) 1.2		2.4	2.2	2.1	2.1
估值					
市盈率(倍) 41.3		43.4	30.0	20.8	16.1
核心业务市盈率(倍)	41.3	43.4	30.0	20.8	16.1
目标价对应核心业务	49.6	52.1	36.0	25.0	19.3
市盈率(倍)					
市净率(倍) 7.5		1.6	2.5	2.3	2.0
价格/现金流(倍) 66.4		(46.6)	(44.8)	(53.8)	(271.9)
企业价值/息税折旧前	15.0	8.4	15.9	10.8	8.3
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数 0.0		0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数 19.0		25.1	29.7	30.0	30.8
应付帐款周转天数 37.2		28.2	23.7	23.0	22.7
回报率					
股息支付率(%) 0	.0	19.4	21.8	21.0	21.1
净资产收益率(%)	37.5	11.5	9.0	11.5	13.3
资产收益率(%)	8.7	5.2	4.9	6.6	7.7
已运用资本收益率(%)	42.5	14.9	12.7	16.9	19.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371