

2010 年 7 月 5 日

A
未有评级

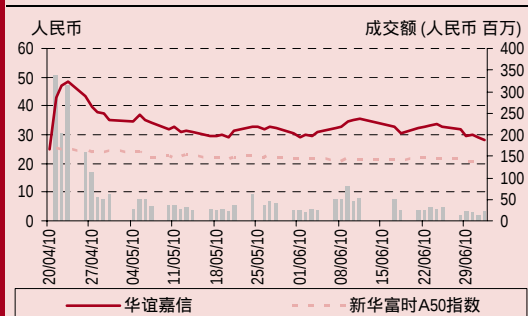
300071.SZ- 人民币 28.32

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 (A 股)


资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	n.a	(6)	n.a	n.a
相对新华富时 A50 指数 (%)	n.a	(1)	n.a	n.a

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	51.76
流通股 (%)	20.09
流通股市值 (人民币 百万)	294.53
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	52
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
刘伟	37.92

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

华谊嘉信

快速成长的线下营销服务商

华谊嘉信是国内领先的本土线下营销服务提供商, 目前主要为消费品行业知名品牌客户提供终端营销等服务, 具有一定的网络规模、客户资源、策划创意能力等优势。未来受益于线下营销业的快速成长、自身产品线的创新和质量控制、物理及信息平台的加强以及行业上下游整合或合作的机会而将继续快速成长。

主要发现

- **主业**: 公司专注于线下营销服务行业, 已形成以终端营销为主的产品线架构。其中包括店面管理、终端促销、终端销售团队管理在内的终端营销服务占比最大, 而促销品营销、互联网营销基数小、增长潜力大。
- **行业增长**: 全球线下营销行业快速增长, 潜在细分市场多, 行业集中度将进一步提高。
- **客户资源**: 公司客户规模逐年扩大, 09 年末 125 家。与惠普、索爱、联想、多美滋、中粮等一批 IT 和快消品行业的全球或国内知名品牌建立起 3-7 年的长期合作关系。
- **网络规模**: 公司执行网络覆盖 23 个城市, 已成立 29 个分公司, 拥有 5,500 余名终端销售人员。未来还将加深对上海、广州、武汉、成都四大区域中心渗透。
- **一站式营销**: 公司一站式营销或整合营销服务源于其策划创意能力和执行力的结合。20 余人的策划创意团队稳定性强, 各业务部门共享创意支持, 同时也实现单独的创意产品收入。
- **发展机会**: 未来公司自身产品线的不断丰富和质量控制增加客户粘度; 运营资金积累及全国执行网络、信息化平台的加强提升对大客户的服务能力; 受益于行业整体的快速成长和上下游整合、合作可能。
- **估值**: 按照公司 2010-2012 年 0.70、0.91 和 1.17 元的市场一致盈利预测, 目前股价对应于 2010 年 41 倍市盈率, 估值偏高。

图表 1. 投资摘要(市场一致预测)

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	332.5	422.7	557.5	712.4	897.8
变动 (%)		27.1	31.9	27.8	26.0
净利润(人民币百万)	21.1	25.6	36.1	47.1	60.3
全面摊薄每股收益(人民币)	3.24	0.66	0.70	0.91	1.17
变动 (%)		(79.6)	5.8	30.2	28.2
市盈率(倍)	8.7	42.9	40.5	31.1	24.3
每股经营现金流量(人民币)	2.01	0.00	0.97	0.72	1.37
价格/每股经营现金流量(倍)	14.1	7,107.3	29.1	39.6	20.7
每股股息(人民币)	1.69	0.1	0.13	0.13	0.13
股息率 (%)	5.98	0.35	0.46	0.46	0.46

资料来源: 公司数据及万得资讯

公司简介

华谊嘉信整合营销顾问公司（简称华谊嘉信）是最大的本土线下营销服务商，09年获评 R3“北京地区线下营销服务机构第一名”。策划团队、网络规模、客户+供应商+人力资源、产品线等是公司的优势所在。

公司前身成立于 2003 年，2008 年下半年分子公司整合，2010 年 4 月在创业板挂牌上市。实际控制人、第一大股东刘伟先生持有 37.92%的股权。包括刘伟在内的 8 位董事、高管直接或间接持有公司合计 68.95%的股权。考虑到轻资产行业人才是核心竞争力，我们判断长期内管理层股权激励也会成为激励体系的组成部分。

随行业整体快速成长

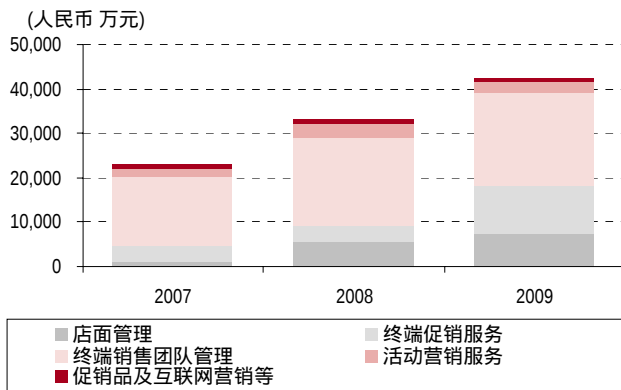
随 IT、快消品市场竞争加剧，线上营销产品趋同等，消费者导向型的线下营销市场处于快速发展阶段，Forrester Research 预计 2006-12 年全球市场年均复合增速达 27%。作为中国市场业内领先的线下营销服务提供商之一，华谊嘉信 2007-09 年间的收入和毛利年均复合增速分别达 35.1%和 31.8%，扣除税收优惠后的净利润年均复合增长 60.2%。预计公司未来随行业整体快速成长。

终端营销为主的多产品线结构

目前公司主业包括终端营销（店面管理、终端促销服务和终端销售团队管理）、活动营销服务和其他营销（促销品营销、互联网营销等）。盈利模式通常是先为客户垫付资金，最后结合项目执行总成本及实施效果向客户收取一定比例的服务费。

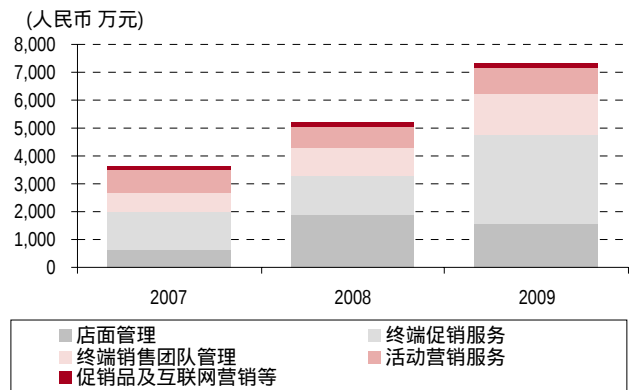
2009 年公司实现营业收入 4.23 亿元，同比增长 27.1%，毛利率比上年同期提高 1.7 个百分点至 17.4%。其中终端营销、活动营销服务和其他营销服务收入占比为 92.6%、6.0%和 1.4%，毛利占比为 84.5%、13.3%和 2.3%。按照（扣除终端团队管理业务中为客户垫付的厂促人员薪酬福利等）服务费净收入口径计算，2009 上半年三项主业净收入占比为 88.1%、10.2%和 1.7%，毛利占比为 89.8%、9.4%和 0.8%。终端营销业务是公司最重要的收益来源。而促销品营销、互联网营销增长潜力较大。

图表 2. 公司营业收入总额细分



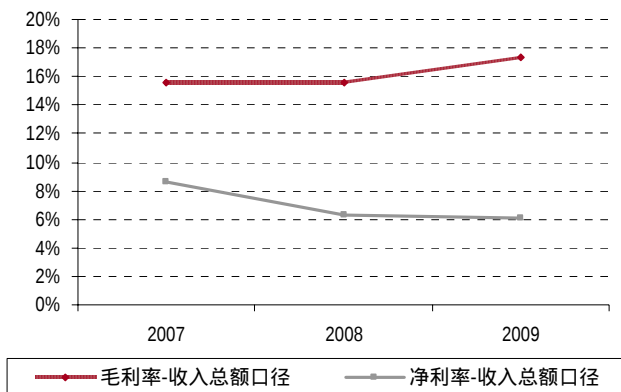
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 公司毛利总额细分



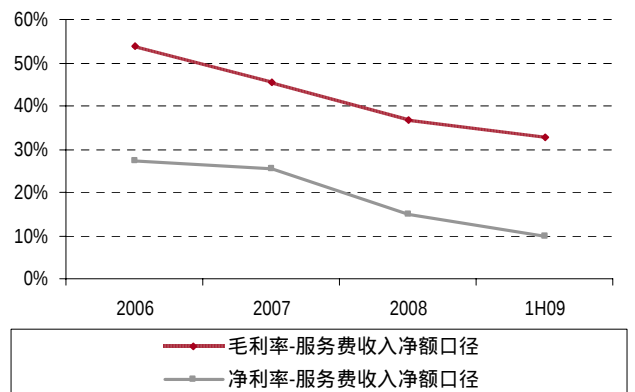
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 收入总额口径下的毛利率及净利率变化



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 收入净额口径下的毛利率及净利率变化



资料来源：公司数据，中银国际研究

客户资源优势

较大体量、较高粘度的若干重量级客户是公司的重要资源。2008 年公司营收占现有客户中央市场部投入的比重为 12% 左右。截至 2009 年末，公司服务客户达 125 家，比 2007、2008 年底分别净增 63、53 家。核心客户包括惠普(HPQ.US/美元 42.81，未有评级)、索爱、AMD(AMD.US/美元 7.17，未有评级)、希捷(STX.US/美元 13.17，未有评级)、微软(MSFT.US/美元 23.27，未有评级)、三星(005930.KS/韩元 767,000 ;SMSN.LI/美元 311.40，未有评级)、伊利股份(600887.SS/人民币 28.41，未有评级)、卡夫(KFT.US/美元 27.82，未有评级)、多美滋、中粮等全球 500 强或国内知名的 IT 及快消品品牌，另有网游、汽车、医药、家电等行业客户。其中，卡夫、惠普、摩托罗拉、索爱、AMD、伊利、多美滋、微软等已具 3-7 年不等的长期合作关系。

我们认为客户关系维护相对较好源于公司多产品线开发销售渗透的策略和产品质量控制严格。前者使得各业务板块的客户重合度高。比如,2009年华谊嘉信为惠普提供店面管理、终端促销、终端销售团队管理、活动公关、会议会展、促销品营销 6 项服务。上述长期合作伙伴基本都开展过 2 项以上服务。

公司质量控制部门采用 PDCA(plan, do, check and action)方法实现项目的全面质量管理,构建起“执行团队-项目”+质量控制部门的架构。公司在行业内率先通过 ISO9001 质量认证体系、设立 800 质量控制热线。

网络规模优势

网络规模是衡量线下营销能力的重要指标。随着全球 500 强或国内知名的消费品领域企业做大做强,对线下营销服务的地域范围要求在提高,各城市的市场投入预算决定权越来越往各区域中心集聚。这要求线下营销合作方有广泛的执行网络和强大的资金垫付能力。华谊嘉信执行网络覆盖 23 个城市,已成立 29 个分公司,拥有 5,500 余名终端销售人员。比如,华谊嘉信为惠普管理着覆盖 202 个城市的上千家门店和 120 个城市的终端销售团队,为多美滋提供覆盖 350 个城市的终端促销服务,管理着覆盖 327 个城市的终端销售团队。

募投项目之一的线下营销业务全国网络体系建设,一方面增强匹配大客户需求的服务能力,另一方面增强华谊嘉信在上海、广州、武汉、成都四大区域市场的参与度和竞争力,目标是成为公司北京之外的新的利润中心。

一站式营销理念

公司致力于为客户提供从策划创意到执行管理的一站式营销服务。客户仅需提出预算和期望效果(如销量),公司的策划创意能力和执行力的结合促成项目完成。对自线下营销服务起家的企业而言,策划创意能力是实现一站式营销服务的重要前提条件。

截至 2009 年底,公司共有 333 名管理人员,其中策划团队 24 人,2 年内人数翻番。其中 9 名核心成员平均从业年限超过 7 年,主动离职率为零,团队稳定。公司策划创意能力可由两方面印证,一方面是类似于中粮“悦活”、伊利优酸乳 2007 年大学生音乐节等成功案例,另一方面是公司目前已获得几百万元的创意设计产品收入,同时拉动千万元线下营销业务。

IT 系统支持规模化成长

公司 IT 系统支持包括对外和对内两方面。对外主要是根据具体项目内容为客户定制业务信息系统平台，为所提供的线下营销服务加分。对内的核心是客户关系管理(CRM)系统和项目管理系统。

募投资项目之一的远程督导信息系统平台是对店面管理业务的模式创新，将在单个门店建立 IT 监控系统。一方面通过 IT 系统实现远程督导，节省巡点费等人员成本，另一方面实现客户与活动、促销实况之间的有效对接，增加服务附加值。

募投资金项目之一的内部管理信息平台包括项目管理、财务、采购、人力资源、质量控制、行政事务管理、创意事务管理、服务管理、知识管理几大模块。目的是把目前各自独立的业务或职能部门模块无缝连接，实现业务流程化、管理流程化的信息共享平台。总投资 500 万元，开发外包给第三方，预计于今年底基本完成。完备的内部 IT 系统架构将配合全国范围内的网络拓展为公司规模化扩张打下基础。

发展机会

公司战略目标为“集终端营销、活动营销、互联网营销、促销品营销、广告代理、市场研究于一身的领先的整合营销传播服务集团”。我们认为，未来发展来自于以下几个方面：

- 1) 围绕终端核心的产品线持续研发和产品质量控制。比如对创意礼品市场的拓展等。客观而言，产品线不断丰富之可行性源于目前我国线下营销业快速成长、潜在细分市场较多的现状。
- 2) 营运资金积累、全国执行网络扩大和信息化平台提升后的大客户服务能力提升。未来亦有可能为宝洁等更大体量客户服务。
- 3) 资源导向型的兼并收购与战略合作。比如与 IPG 旗下的睿狮(LOWE) (客户包括强生、联合利华等) 商议成立合资公司，华谊嘉信将承担项目执行的角色。判断公司短期内单纯地为扩充网络而合并同类项的可能性不大。

主要风险

目前大客户依赖度较高；

募投项目进展低于预期；

宏观经济形势、客户行业危机所带来的系统性风险；

面临 4A 广告公司下游产业链延伸所带来的市场竞争加剧。

初步结论

华谊嘉信是国内领先的本土线下营销服务提供商，主要为惠普、多美滋等 IT、快消类全球 500 强及国内知名企业提供终端营销、活动营销等服务，具有一定的网络优势和策划创意能力。未来增长源于自身产品线的不断丰富和质量控制，运营资金积累及全国执行网络、信息化平台的加强以及客户资源的进一步优化；同时分享行业快速增长和上下游整合或合作的机遇。按照公司 2010-2012 年 0.70、0.91 和 1.17 元的市场一致盈利预测，目前的股价对应于 2010 年的市盈率为 41 倍，2010 年市盈增长倍数为 1.4 倍，短期内估值偏高。

图表 6. 募集资金投向情况

(人民币 万元)	总投资	其中：募集 资金投入额	分期投入额			背景	具体内容
			2010 年	2011 年	2012 年		
1. 线下营销业务全国网络体系	4,065.2	4,060.2	2,355.07	1,063.84	646.29	大客户各城市的市场投入支配权逐渐往区域中心集中	上海、武汉、广州、成都 4 个区域中心建设
2. 北京运营中心扩展	7,080	6,080	5,080	1,000	1,000	北京总部经济发达，定于高新技术区享受政策优位为公司的利润中心和营运管理中心	惠、购置办公大楼、建设培训中心、信息中心等
3. 远程督导信息系统平台	1,403.35	1,403.35	597.35	373	433	产品线创新需求，节省门店管理产品的创新，包巡点成本，增加服务附加值	终端实时监控系统和远程数据中心的建立
4. 内部管理信息平台	500	500	470	20	10	业务及管理信息化要求，配合公司网络及业务规模的扩张	以项目管理为中心的若干业务及职能部门模块
募投项目 小计		12,043.55	8,502.42	2,456.84	2,089.29		
1. 偿还银行借款		500					
2. 永久补充流动资金		2,800					
其他主业相关项目 小计		16,523.45					
合计		28,567					

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 7. 年度及季度业绩摘要

(人民币 万元)	2008 年	2009 年	同比变动 (%/+/-)	2009 年 1 季度	2010 年 1 季度	同比变动 (%/+/-)
营业收入	33,249	42,274	27.1	10,023	11,762	17.3
营业成本	(28,049)	(34,927)	24.5	(8,371)	(9,785)	16.9
营业税金及附加	(220)	(1,174)	434.6	(203)	(274)	35.0
毛利润	4,980	6,173	24.0	1,449	1,702	17.5
销售费用	(286)	(113)	(60.7)	(21)	(9)	(55.3)
管理费用	(2,058)	(2,560)	24.4	(705)	(809)	14.7
财务费用	84	(49)	(158.1)	(10)	(21)	119.0
资产减值损失	104	(13)	(113.0)	0	0	n.a.
投资收益	0	(5)	n.a.	0	0	n.a.
营业利润	2,823	3,434	21.6	713	862	20.9
营业外收支净额	(3)	9	(363.3)	0	0	251.0
利润总额	2,820	3,443	22.1	713	862	20.9
所得税费用	(712)	(885)	24.2	(184)	(158)	(14.1)
少数股东损益	0	3	n.a.	0	6	n.a.
归属于母公司所有者的净利润	2,108	2,561	21.5	529	711	34.2
盈利能力(%)						
毛利率	15.6	17.4	1.7	16.5	16.8	0.3
营业利润率	8.5	8.1	(0.4)	7.1	7.3	0.2
有效所得税率	25.3	25.7	0.4	25.8	18.3	(7.5)
净利率	6.3	6.1	(0.3)	5.3	6.0	0.8

注：2010 年 1 季度有效所得税率下调的原因是，下属最大控股子公司华谊嘉信于 2010 年 2 月获高新技术企业 15% 的所得税优惠(2009-2011 年)

资料来源：公司数据

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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