

2011-06-14

传播与文化

省广股份 002400.SZ

维持

买入

积极打造国内领先的整合营销服务平台

◇ 报告起因：公司以 954.7 万元，取得广州旗智企业管理咨询有限公司 50.98% 股权；投资成立合力唯胜占比 51%，进入体育营销服务行业；公司战略推进步伐加速

◆ 进入公关行业，进一步完善产业链，收购本身符合我们的预期

基于营销服务的产业链延伸一直是公司积极推进的战略，此次通过收购进入公关领域，进一步有效延伸广告业务的产业链条，且公关业务同现有的三大业务之间具有很强的协同效应，客户共享将大大提升了旗智企业的盈利能力，公关将成为公司新的利润增长点。

本次收购采用增资的方式，收购价格非常便宜，对应 2010 年 6 倍 PE，2011 年 1.2 倍 PE；我们认为如此低的价值最重要的原因在于客户共享对于盈利能力的提升，原有的公关业务外包“内部化”，对于旗智的做大做强，突破发展瓶颈起到非常重要的作用，3 年以后的激励条款对于经营管理团队来将也具有一定的吸引力，因此我们认为这样的收购方式具有一定的可持续性。

2011-2013 年净利润目标 6,500 万元，分别为：1500 万，2100 万，2900 万，业绩增速 40%，对 2011-2013 年 EPS 影响分别是 0.03、0.07、0.10 元。

◆ 营销服务行业市场空间广阔，决胜整合营销

消费升级背景下营销服务方式趋向多样化，且更加重视互动、营销效果的实现与营销方式的统一协调性；同时企业对于品牌的重视程度也在不断加强，中国的营销服务行业市场空间广阔，而具备提供整合营销服务能力的综合性广告公司将会在未来的市场竞争中占领先机。

◆ 公司业务结构相对完整，打造国内领先的整合营销平台：

完成此次收购后，公司业务涵盖品牌管理、媒介代理、公关和自有媒体，是我国实力最强的本土大型综合性广告公司之一，具有提供整合营销服务的能力；四大业务板块之间协同性强，客户重合率高，具有很强的开拓和维护客户能力，未来的客户拓展空间依然广阔，凭借行业领先的策划、创意能力以及资源整合优势在整合营销的浪潮中优势明显，公司将不断强化自身的整合营销平台。

通过媒介的集中采购有效的提升毛利率水平，对盈利能力提升的同时进一步加大对资源的掌控和整合力度；后续公司仍将不断通过收购整合、完善经营产业链，完善其整合营销服务平台的功能，从而使得其估值水平进一步得到有效提升。

◆ 投资建议

我们认为公司作为广告行业的龙头企业，通过持续的收购以及资源整合能力将不断完善其整合营销服务平台，在数字化营销领域的提前布局将更加增强其领先优势，因此能够享受一定的估值溢价，我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.69、0.99、1.32 元，3 年复合增长率 42.5%，给予 2012 年 PE 30-35 倍，对应 6-12 个月合理价值区间 29.5-34.5 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2,050	3,079	3,624	4,274	4,844
营业收入增长率	12.98%	50.16%	17.71%	17.95%	13.32%
净利润（百万元）	53	68	103	146	196
净利润增长率	15.66%	27.15%	51.71%	42.25%	34.22%
EPS（元）	0.36	0.46	0.69	0.99	1.32
ROE（归属母公司） （摊薄）	32.65%	6.68%	9.31%	11.86%	13.98%
P/E	54	42	28	20	15
P/B	18	3	3	2	2

当前价格	19.35 元
目标价格	29.5-34.5 元
目标期限	6-12 个月

分析师：

周励谦（执业证书编号：S0930510120024）

联系人：

张良卫

021-22169049

zhangliangwei@ebcn.com

孙金霞

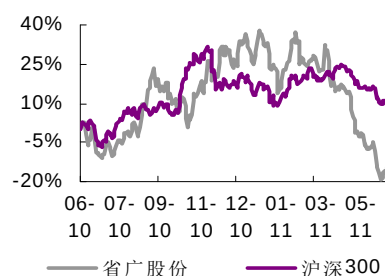
021-22169042

sunjx@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	148
总市值(百万元)	2,814
流通比例(%)	55.04%
12 个月最高/最低(元)	54.29/17.17
近 3 月日均成交量(百万股)	0.76
主要股东	广东省广新 外贸集团有 限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.47	-21.72	-20.57
绝对收益	-2.83	-29.53	-12.07

相关报告：

打造综合领先的营销服务平台

..... 2011-04-17

上市后第一单并购落地，本土广告大鳄加快扩展

..... 2011-03-28

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资要件

关键假设

- 1、广告行业维持景气，企业营销支出比重稳中有升；
- 2、公司客户数量稳步上升并基本维持稳定，4大业务之间客户协同性不断增强；
- 3、围绕产业链的收购整合步伐仍将稳步推进；
- 4、数字化营销支出比重不断提升

我们区别于市场的观点

市场担心公司作为传统的 4A 广告公司，媒介议价能力弱，对客户粘性不足；我们认为公司的核心价值在于其提供整合营销服务的能力，品牌管理是核心而不是媒介代理业务，整合营销在满足企业统一的营销服务需求方面发挥积极的作用，公司拥有业内领先的综合营销服务平台，业务结构完整，领先的创意策划能力以及资源整合能力将奠定其整合营销服务的基础，具有很高的客户粘性，同时在业务协同性上的不断增强提升其盈利能力。

同时，市场对于数字化营销的影响和关注度不够，我们认为在数字化营销服务领域的积极应对也是我们看好公司的另一个重要理由，随着数字化营销比例的不断上升，互动营销和精准营销的需求将更加的突出，公司通过打造数字化运营系统，积极的应对行业发展的变化趋势，提高其营销服务的效率和服务能力，保证其在未来的营销服务领域处于优势地位。

股价上涨的催化因素

随着公司业务产业链的完善，业务协同效应的发挥推动公司业绩增长超预期；后续的收购整合步伐稳步推进都将形成推动股价上涨的重要因素。

估值和目标价格

我们认为营销服务行业具有广阔的发展前景，公司凭借完整的业务结构将充分分享行业的高成长，经营实力不断增强从而稳定其内生增长，维持公司“买入”评级；我们对公司的盈利预测进行适当调整，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.69、0.99、1.32 元，当前股价对应 2011 年 PE 为 28 倍，我们认为公司 6-12 个月合理价值区间为 29.5-34.5，对应 2011 年 PE 30-35 倍。

投资风险

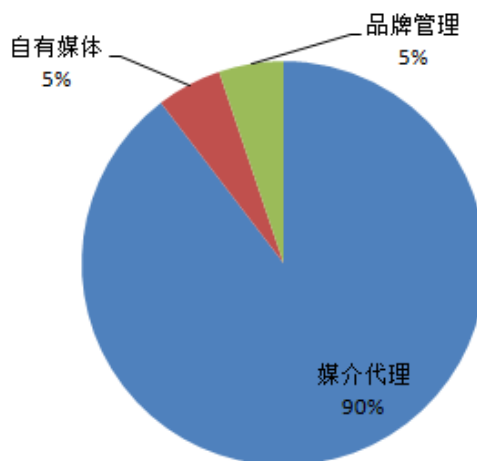
广告行业景气度下降：广告行业同经济周期具有一定的相关性，经济周期向下时，企业的营销费用会受到一定程度的影响；

收购公司业绩低于预期：尽管公司通过对赌协议和奖励条款等措施保障被收购公司的经营业绩，尽管我们认为低于预期的可能性不大，但是如果业绩低于预期将会对企业的最终业绩低于市场预期。

公司简介

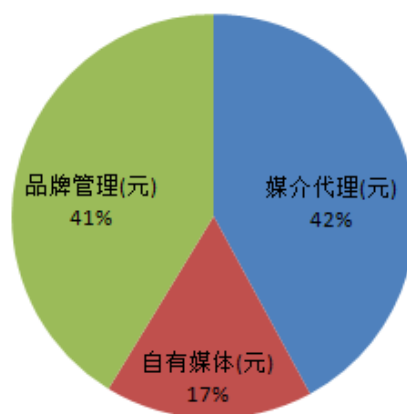
省广股份是中国国有大型综合广告企业，公司改制时间早，2008 年位列大中华区 4A 广告公司排名第 3 名，本土排名第 1 位；目前公司业务包括品牌管理、媒介代理和自有媒体，2010 年实现营业收入 30.79 亿，其中品牌管理占比 5.18%，媒介代理占比 89.59%，自有媒体占比 5.21%；实现毛利 3.12 亿，其中品牌管理占 41.3%，媒介代理占 42.1%，自有媒体占 16.7%。

图表 1：省广股份收入构成



资料来源：光大证券研究所

图表 2：省广股份毛利构成



资料来源：光大证券研究所

营销服务行业：市场空间广阔，整合营销是趋势

营销方式趋向多样化，强化互动和精准性

营销服务方式主要有广告、品牌管理、公关、活动等。

广告：广告是按照协商同意的版面、时间和费率，通过置认定的广告于指定的广告媒体所作的传播，确保将未更改的信息传达给特别受众。

品牌管理：为客户提供包括品牌策略、规划，广告策划、创意、设计、制作、活动策划、终端建设、媒介策划、媒介发布、协助市场调研与市场策划等一条龙服务，以期协助客户实现产品销售增长、提高市场占有率、提升品牌价值等目标。

公关：公共关系是对企业与公众之间沟通的管理。在此过程中，企业不只发出信息，也接受信息。通过沟通过程，能够鼓励和促进、调整企业决策和企业行为。

活动：活动营销是指企业通过介入重大的社会活动和整合有效的资源策划大型活动而迅速提高企业及其品牌知名度、美誉度和影响力，促进商品销售的一种行销方式。包括赞助、线下营销（销售促进、推销）等。

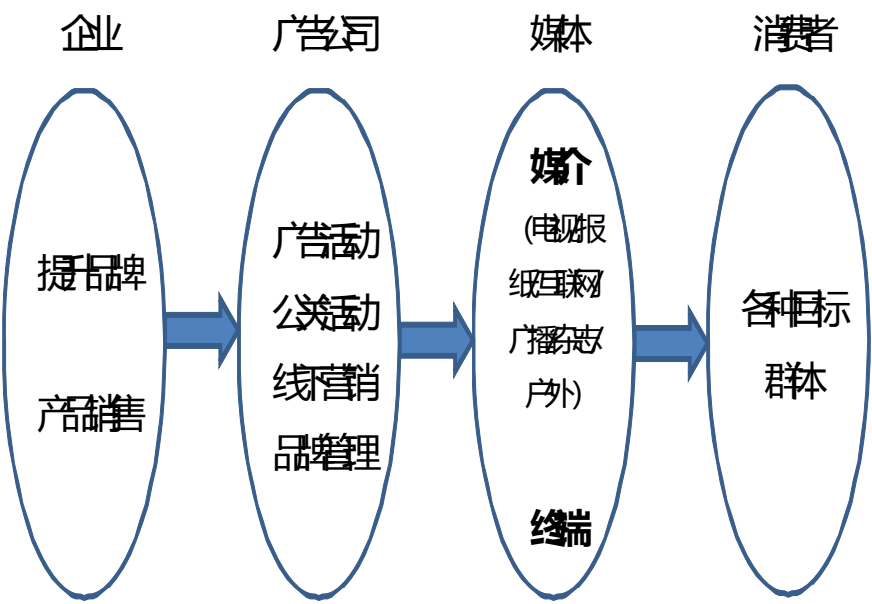
营销服务行业基本产业链为：企业—广告公司—媒体—消费者

广告公司处于企业和媒介之间，帮助企业执行广告代理、品牌管理、公关活动、产品推广等职能，企业越来越倾向于将所有营销服务外包给一家广告公司完成，因此对广告公司的整合营销能力要求愈加明显，**企业的整合营销能力的基础在于其品牌策划和管理能力以及整合各种营销资源的执行效果**；同时企业也越来越注重加强各种营销方式的互动性，以便实现营销效果的精准性和可控性。

整合营销是指广告公司在市场调研的基础上，在品牌管理战略规划的指导下，一方面进行广告的策划创意设计，制作出电视广告、报纸广告、杂志广告、广播广告等各种媒介的广告作品，通过媒介策划与媒介购买进行广告发布；另一方面将策划创意涉及的促销活动、公关活动和企业形象 CI、产品包装、礼品促销品、终端宣传品的制作等外包给配套专项公司执行，广告公司则负责监控并参与执行。

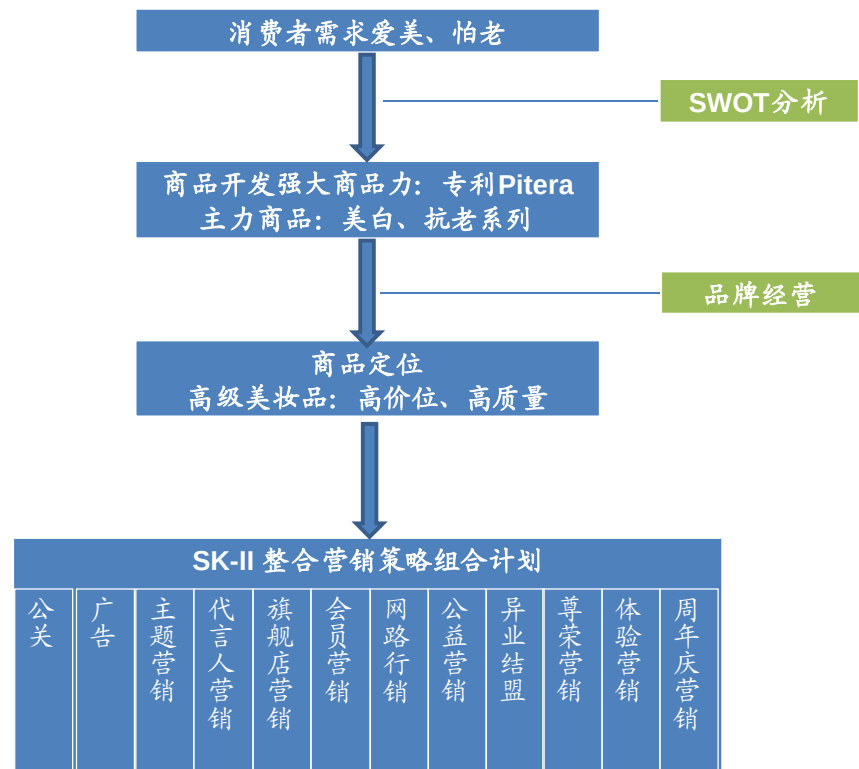
整合营销传播在帮助企业进行产品推广、品牌建设等方面起着巨大作用，可以有效提升各个营销环节的协同性，达到宣传和统一品牌形象的理想效果。

图表 3：营销服务业产业链



资料来源：光大证券研究所

图表 4：宝洁 SK-II 整合营销策略



资料来源：光大证券研究所

广告行业：增长潜力大，进入内需驱动阶段

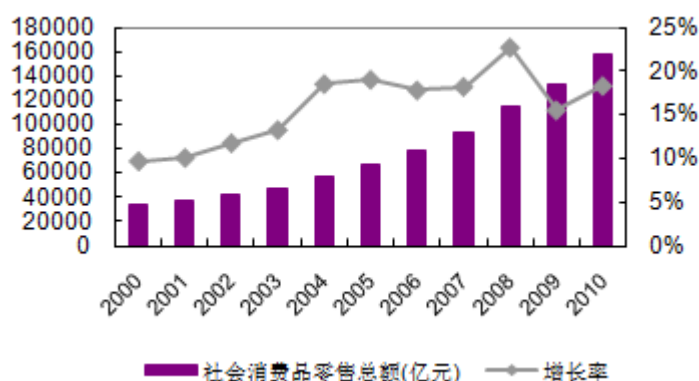
刺激消费政策有望升级，而消费升级将不断强化品牌的影响力，营销需求将不断强化

营销市场的发展与经济环境以及社会消费品零售总额之间呈较强的正相关性。日前，中国商业联合会发布报告指出，2010 年国民消费尤其是居民最终消费对促进经济增长有新的贡献，2010 年，社会消费品零售总额累计达到 156,998 亿元，同比增长 18.3%，增速较 09 年有所增长。

伴随着一系列扩大内需、消费刺激政策的出台，城镇化水平的不断提高，消费对 GDP 的贡献率不断上升，而消费拉动将在今后 10~15 年内不断扩大，成为促进经济增长的新动力，在国内消费升级的背景下，品牌的影响力和知名度更加重要，国内的企业也会越来越重视品牌价值的提升。

图表 5：社会消费品总额 2010 年预计超过 20%

社会消费品总额及增长



30 年来我国广告业营业额年均增长幅度达到 2 位数，已成为推动民族品牌创建和创意经济发展的重要产业，目前已位居世界前 5 位。但是近 4 年来广告业增速逐步下滑、经营总额趋向稳定，2009 年广告经营总额超过 2000 亿，由于受金融危机的影响同比仅增长 7.45%，而 2010 年全国广告经营额已达到 2340.5 亿元，同比增长 14.7%，高于 GDP 增速，中国已成为世界第四大广告市场。

目前广告经营总额在 GDP 中比重约占 0.6%，同发达国家 2% 的占比差距还比较大，广告业的市场增长潜力依然很大。

我们判断未来几年广告行业有望迎来新的黄金发展期，

主要原因是：

未来在政策方面的支持力度有望进一步加大，广告行业近 30 年来没有什么政策支持，在文化在国民经济中的地位变得越来越重要，文化产业的各种政策纷纷出台的背景下，广告行业在政策支持的力度上已经体现出较为明显的改观；

经济进入内需拉动阶段，广告将由经济的“晴雨表”向经济的“推手”转

变；

经济转型过程中对品牌附加值认识的进一步加深，消费升级背景下营销服务业面临广阔的发展空间。

互联网广告市场凭借自身的优势，在增强互动效果、实现精准营销方面发挥积极的作用。

互联网互动性更强、接触人群广，2009 年的中国网络营销市场规模（不含渠道代理商收入）已达到 100 亿元，包括网络公关、网络广告、网络事件和网络技术应用等。随着市场竞争日趋激烈，一方面各种信息产品充斥市场，另一方面消费者获取产品信息手段越来越多，产品制造商与消费者的有效沟通越来越强调互动，互动营销将成为广告业的发展趋势。依托现代信息技术手段建立个性化的顾客沟通服务体系，可增强互动以实现精准营销，如 Hulu 视频会通过不同的收看群体选择不同的广告版本的视频来实现目标客户的准确定位。

网络广告营销市场保持高速增长：DCCI 数据显示：2010 年中国网络广告营销市场规模将达到 252.7 亿人民币，占中国广告总体市场的比例首次突破 10%，达到 11.1%。2009 年互联网广告收入为 193.3 亿元，已经超越了户外广告收入，2010 年将达 252.7 亿元；预计 2012 年中国网络广告营销市场将达到 423.1 亿元，超越报纸(2012 市场规模预计为 413 亿)，成为中国市场第二大广告媒介。未来，互联网、移动互联网和广播电视网络的相互融合，电脑屏、手机屏和电视屏的无缝连接，都是中国互联网领域发展的趋势。同样，更精准的搜索匹配，针对性更强的动态投放展示，更丰富的表达形式，以及线上和线下多渠道的并行推送也都会是中国互联网广告的发展方向。

营销业务模式：综合性 4A 广告公司是龙头，整合营销需求是推手

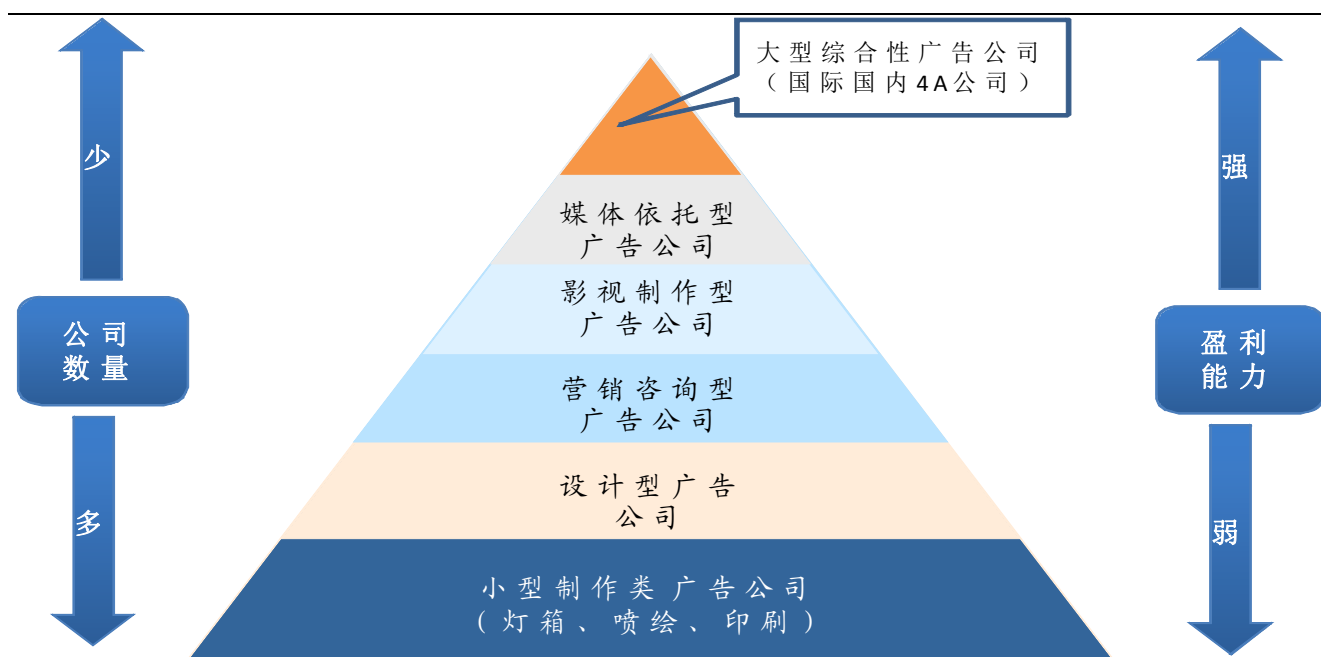
国内营销服务行业公司业务模式相对单一。目前，国内广告公司主要分为大型综合广告公司，媒体依托型广告公司，专项性广告公司，公关公司，产品推广公司等，除大型综合广告公司的业务结构较为完整外，其他类型广告公司的业务结构均相对单一，规模也难以扩大。与国外相比较，即使是国内最大的综合性广告公司，同国外广告公司在规模和业务模式上差距都非常明显。目前从国内情况来看，真正具有实力将各种宣传手段如促销、事件行销、公关、网络互动与传统媒体有效整合，将方案彻底执行，提供“一站式”服务的代理商，主要是外资企业。国内厂商对整合营销的需求将推动更多的广告公司的业务趋向多元化、一体化。

图表 6：国内营销服务行业公司现有业务类型

企业类别		业务模式	代表企业
大型综合性广告公司	跨国广告公司	品牌管理、媒介代理	奥美、李奥贝纳、盛世长城等
	本土广告公司	品牌管理、媒介代理、自有媒体	省广股份
媒体依托型广告公司	媒体代理	媒体代理收入	未来广告、中视传媒、博瑞传播
	自有媒体经营	广告发布收入	北巴传媒、白马广告、分众传媒
专项性广告公司	营销咨询类广告公司	为客户提供广告市场营销方面的调研服务，包括行业调查、产品市场调查、竞争对手调查、产品市场调查、渠道研究、消费者调查等	众多
	设计类广告公司	专门为客户提供商标设计、包装设计、店面设计、广告宣传品的设计，收入为设计收入	众多
	制作类广告公司	可分为影视广告制作公司、平面广告制作公司与户外广告制作公司等，为综合型广告公司提供专项制作服务，收入为广告制作收入	众多
公关公司		品牌传播、危机管理、活动管理	蓝色光标
产品推广公司		终端营销、活动营销	华谊嘉信

资料来源：光大证券研究所

图表 7：广告公司分类



资料来源：光大证券研究所

国外广告公司业务模式多元化，全球来看，国际 5 大广告公司占据着绝大部分市场份额。这些大型综合广告公司的共同特征为：业务结构完整，多品牌经营，采取整合营销的模式，2009 年，Omnicom 的营业收入达到

117 亿美元，WPP 的营业收入实现 136 亿美元。

图表 8：国外 4A 广告公司业务模式

集团名称	上市地	下属公司	业务模式
Omnicom	纽交所 (OMC)	BBDO (天高), TBWA\Chiat\Day (李岱艾), DDB, 凯旋公关 (Ketchum), Fleishman-Hillard	广告、战略性媒体计划和购买、直效行销、促销、公共关系和其它专业传播咨询服务
WPP	伦交所	智威汤逊、奥美广告、精信集团、伟达公关、奥美公关、博雅公关、群邑媒介集团、The Brand Union 等	广告、媒体投资管理、信息顾问、公共事务及公共关系、建立品牌及企业形象、医疗及制药专业传播服务
IPG	纽交所	麦肯光明、灵狮、博达大桥、优势麦肯、万博宣伟、高诚公关、MOM 活动行销公司等	广告代理、媒介计划与购买、公关与公共事务
Publicis	PARB; Pink Sheet	阳狮广告、盛世长城、李奥贝纳、博睿传播、明思力公关、Publicis Dialog 等	广告代理、媒介计划与购买、公关与公共事务、专业传播、互动直销等
Dentsu	东京证交所	北京电通、东方日海、东派广告等	广告代理、公关与公共事务、营销咨询等

资料来源：光大证券研究所

收购整合成就价值：国外营销服务企业的成长史就是一部并购史，由于营销服务行业特点(单一公司规模有限、同一家公司不能为同一领域主要竞争对手服务等)，通过并购能够为公司创造巨大价值，因此，世界各大营销服务业巨头的成长史就是一部并购史。（截至 2010 年 8 月数据）

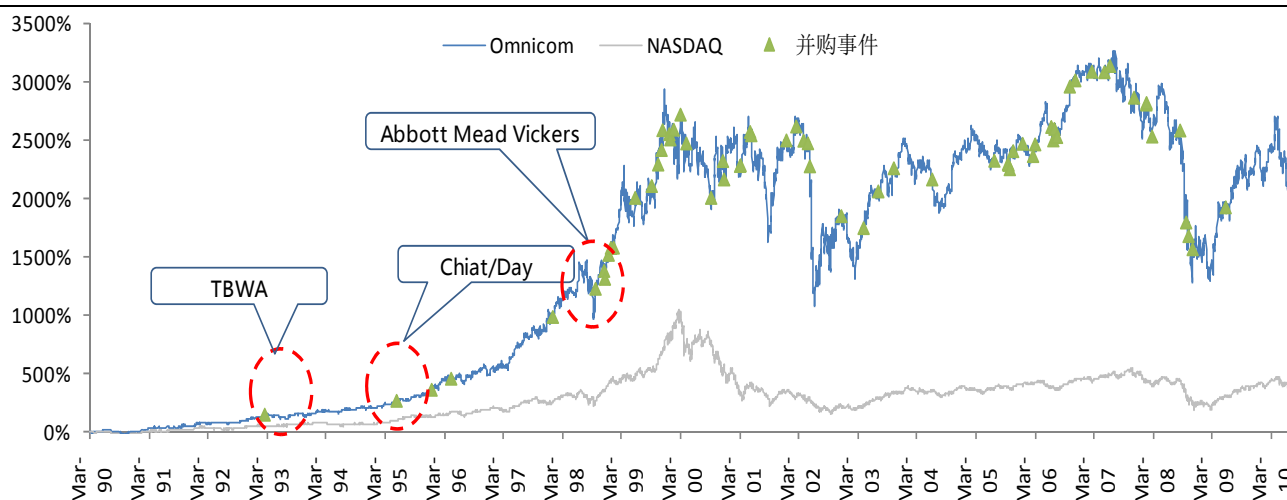
No.1 Omnicom 从成立到现在共经历 88 次并购；

No.2 WPP 从成立到现在共经历 292 次并购；

No.3 IPG 从成立到现在共经历 67 次并购；

No.4 Publicis Group(阳狮)从成立到现在共经历 80 次并购。

图表 9：Omnicom 并购之路与股价表现



资料来源：光大证券研究所

公司分析：国内领先的综合性广告公司,不断强化自身的整合营销平台

投资要点一：强大的客户开发和维护能力

公司拥有业内相对完整的产业链，三大业务媒介代理、品牌管理、自有媒体相互协同、共同促进，有利于实现客户共享。品牌管理业务可以为媒介代理业务提供客户基础，自有媒体可以为媒介代理业务提供媒体资源支持，媒介代理业务的客户也可以发展成为品牌管理业务的客户，目前品牌管理业务与媒介代理业务的客户重合率达到 40%，且呈现逐年上升的趋势。

客户数量逐年上升。公司在客户拓展方面一直保持较大的力度，品牌管理客户从 2006 年的 36 个上升到 2009 年的 82 个；媒介代理客户从 2006 年的 39 个增加至 2009 年的 66 个，目前客户数量均为 100 个左右，公司的客户数量依然维持稳定的增长态势，客户数量的稳定增长奠定公司收入增长的重要基础。

客户关系稳定。公司与很多客户都是常年的合作伙伴，客户关系非常稳固，如公司与海天调味合作 15 年，与广汽本田合作 11 年，与水井坊合作 10 年等。通常而言，广告行业的客户流动率相对较高，公司能够保持稳定的客户关系体现了其强大的广告运营能力，且相对松散的客户关系还有助于其进一步挖掘新的客户。

强大的客户开发能力奠定其长期稳定增长的基础。公司在客户开发上始终紧跟中国经济发展的潮流，从 90 年代的家电业浪潮、2000 年左右的全国地产热潮到近几年汽车行业的高速发展，开发了一大批不同时代的主流产业客户。

图表 10：公司具有稳定的客户关系

公司长期合作客户情况

长期合作客户	客户简介	建立合作时间
海天调味食品	合作15年，中国调味品第一品牌，驰名商标，中国名牌	1995年至今
广汽本田	合作11年，中国驰名商标，中国汽车行业的杰出品牌	1999年至今
美的	合作7年，中国家电业领导品牌，中国驰名商标、中国名牌	2003年至今
水井坊	合作10年，中国白酒第一坊，中国驰名商标	2000年至今
光大房地产	合作8年，中国知名房地产企业	2002年至今
蓝月亮	合作16年，中国日化十佳品牌	1994年至今
桂林三金	合作6年，中国驰名商标，中国咽喉药的领导品牌	2004年至今
东风本田	合作6年，中国杰出汽车品牌	2004年至今
海马汽车	合作10年，中国汽车行业的著名品牌	2000年至今
合景泰富	合作5年，国内大型房地产开发商	2005年至今
四川长虹	合作11年，中国知名彩电制造商	1999年至今

资料来源：公司公告，光大证券研究所

行业客户拓展空间大、积极推进区域扩张。公司的媒介代理客户主要集中在汽车行业，而从广告行业的平均分布来看，房地产、医药、食品等行业广告投放靠前，行业客户方面的拓展空间依然较大；区域分布上，公司的收入一直以来以华南地区为主，正积极筹划加紧向全国范围内的扩张步伐。

汽车、房地产、服务业、化妆品、食品、药品等 6 大行业 2008 年的广告投入占整体广告投入的比重达到 47.34%。未来营销服务增长潜力较大的行业包括 **IT、金融、文化、航空运输**等，公司通过组建专门的行业团队，积极布局有发展前景的行业，奠定其更长远的发展基础。

公司通过在上海、青岛、武汉成立分公司，实行跨区域拓展业务，实现自身经营的稳定性和加快规模扩张的步伐，进一步平衡公司收入的区域分布，目前上海分公司已经投入运营进展良好，武汉分公司也已经成立运营，对外扩张向来是广告公司成长的重要手段，**可以为客户提供更好的贴身服务以及更好的开拓新市场的客户。**

投资要点二：规模优势提升盈利能力，资金瓶颈有效解决

媒介代理业务：集中采购可有效的提升其毛利率水平；目前公司的媒介代理业务已经形成了一定的客户规模优势和与媒体的较强的议价能力，对于其在现有客户基础上提升盈利能力以及进一步拓展客户规模都形成较大的优势。

今年公司仍采用旧的媒介采购模式，毛利率维持在较低的水平，而媒介的集中采购可有效提升公司的毛利率水平。通常媒介的集中采购相比于临时采购毛利率高出 2-8 个百分点，且集中采购也有助于保证媒介价格的相对稳定，从而形成对客户较大的吸引力。

媒介集中采购采用每半年支付一次费用，年底统一结算的方式，对资金的占用和要求相对较高，目前公司已经谈妥 13 家媒体的集中采购业务，将从今年起开始执行，目前的媒介集中采购业务占整个媒介采购的比重约为 10% 左右，另外公司还在积极的争取更多的媒介集中采购业务，**媒介集中采购的规模和比重将会不断获得提升。**

图表 11：广告代理模式毛利率比较

采购模式	内容	资金需求	毛利率	风险
买断式采购	广告公司于媒体达成协议，一次性买断一定时间内某频道某时段的广告经营权	非常大	与媒体议价能力强，毛利率非常高 (30%-40%)	经营风险都由广告公司承担
集中采购	广告公司根据自己预期广告投放金额及数量与媒体达成协议，以预付款的方式集中采购	较大	能获得媒体公布折扣较低的折扣，毛利率提高 2-8%	广告公司能够通过内部客户调节化解经营风险
临时采购	广告公司根据客户需求对媒体资源进行即时性购买，价格随行就市	灵活	只能按照媒体公开价值，毛利率 2-4%	按需采购，没有风险

资料来源：光大证券研究所

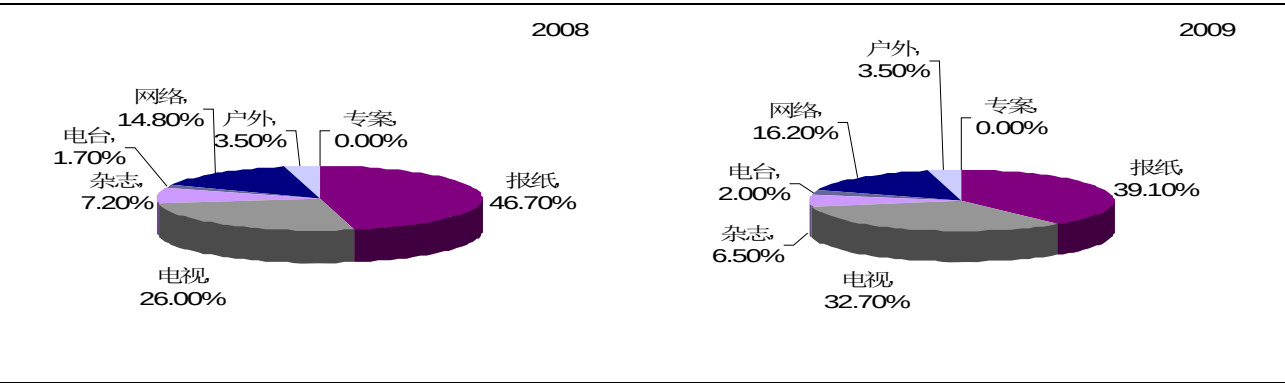
跨年合同是媒介集中采购的基础和保障。公司每年拥有 70%左右的业务是跨年合同的客户提供，在前一年的第 4 季度基本确定，当年新开发的客户业务占 30%左右，这可以有效保障公司的媒介集中采购业务的有效实施。目前公司的大客户关系非常稳定。

媒介投放：公司的媒介投放以平面媒体和电视媒体为主，互联网广告的比重处于不断提升中，2010 年上半年新浪和搜狐网站都已经是公司的前 5 大投放媒介。

公司通过收购介入买断式媒介业务，尝试新的运营模式，可以有效提升其毛利率水平，未来媒介代理业务随着规模提升以及媒介集中采购业务的开展，毛利率有望呈现稳步上升态势。

图表 12：各媒体投放结构

近年媒体投放结构图



资料来源：光大证券研究所

图表 13：公司近几年前五大（销售）客户一览表

时间	序号	公司名	收入（万元）	占全部营业收入比例
2010 1H	1	东风本田汽车有限公司	19,977.54	15.15%
	2	广代博广告公司	14,731.63	11.17%
	3	广东广旭广告有限公司	13,852.68	10.50%
	4	广东省广博广告公司	13,687.52	10.38%
	5	安徽麒麟汽车销售有限公司	9,000.43	6.82%
		合计	71,249.79	54.02%
2009 年	1	广代博广告公司	32,394.20	15.80%
	2	广博广告公司	30,990.36	15.12%
	3	东风本田汽车有限公司	16,035.09	7.82%
	4	北京伊诺盛广告有限公司	15,655.49	7.64%
	5	中国邮政储蓄银行有限责任公司	9,088.78	4.43%
		合计	104,163.92	50.81%
2008 年	1	广博广告公司	43,625.67	24.04%
	2	广代博广告公司	42,233.99	23.27%
	3	东风本田汽车有限公司	11,554.45	6.37%
	4	北京伊诺盛广告有限公司	8,637.63	4.76%

2007 年	5	福建旭通广告公司	5,942.08	3.27%
		合计	111,993.82	61.71%
	1	广博广告公司	30,024.61	19.75%
	2	广代博广告公司	26,987.43	17.75%
	3	福建旭通广告公司	9,505.00	6.25%
	4	沈阳华晨金杯汽车有限公司	9,444.74	6.21%
	5	东风本田汽车有限公司	8,607.79	5.66%
		合计	84,569.56	55.64%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 14：公司最近三年前五大投放（采购）媒体表

时间	序号	公司名	投放额（万元）	占比
2009 年	1	中央电视台	30,533.62	18.74%
	2	广州日报	6,556.43	4.02%
	3	新浪网	5,413.15	3.32%
	4	搜狐网	4,032.37	2.48%
	5	南方都市报	3,970.47	2.44%
		合 计	50,506.04	31.00%
2008 年	1	中央电视台	14,680.40	9.84%
	2	广州日报	7,891.22	5.29%
	3	新浪网	5,207.35	3.49%
	4	分众德峰	4,329.17	2.90%
	5	南方都市报	4,135.92	2.77%
		合 计	36,244.06	24.29%
2007 年	1	中央电视台	13,543.44	10.61%
	2	广州日报	6,261.76	4.90%
	3	新浪网	3,946.33	3.09%
	4	南方都市报	3,581.54	2.80%
	5	搜狐网	3,195.24	2.50%
		合计	30,528.30	23.91%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

投资要点三：强大的策划、创意能力，决胜整合营销

业内领先的创意和策划能力，以消费者为核心打造品牌提升价值，广告公司业务模式的本质在于其在广告主和消费者之间建立的沟通桥梁和纽带作用，对消费者的影响力意味着能够从广告主身上获取的利润。而策划和创意能力是把握消费者需求的关键因素，也是广告公司核心竞争力之一，公司的策划、创意能力在业内处于领先地位，为其品牌管理业务提供强大的支持。

公司的品牌管理业务主要定位于把客户的广告宣传与品牌管理有机结合起来的原则，通过对客户广告业务的整合培育受消费者尊敬的品牌，创建一套自身的品牌导航系统，其强大的资源整合能力有效保证其营销服务体系的执行效果。品牌管理收入大部分是来源于中长期客户，通常是按固

定月费收取，但有些客户会采用和销售收入规模挂钩提成的奖励方式。

最近 12 年（1998-2009）来，本公司创作的作品在美国莫比广告节、中国广告节、广东省广告优秀作品评比大赛等各种活动中，共获得各类奖项 611 个，获奖数量和质量均处于业内领先地位，体现了公司强大的策划创意能力。

图表 15：公司广告创意产品



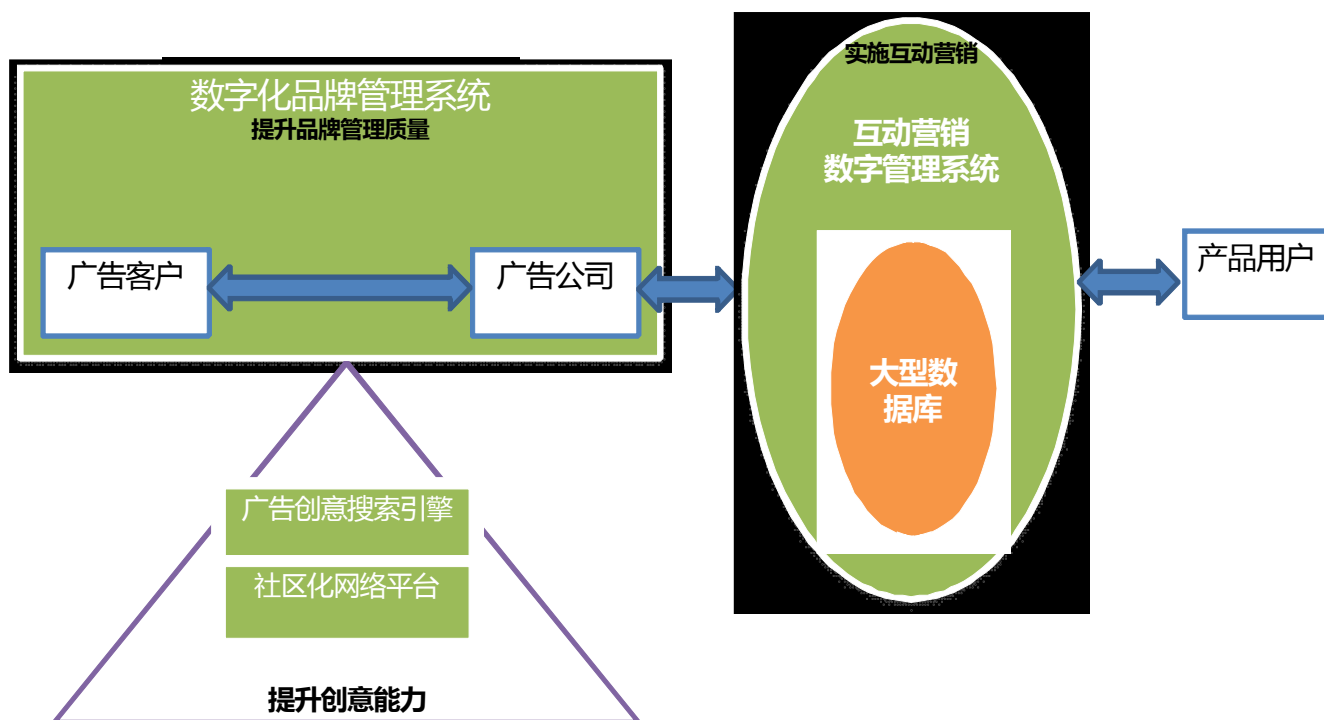
资料来源：公司网站，光大证券研究所

搭建数字化运营系统，拓宽盈利模式。为更好的满足消费者的需求，更好的实施以用户为导向的营销服务，开展互动营销，公司创建广告数字化运营系统项目，构建自身的知识平台、数据平台和服务体系；

该系统的实施为公司的品牌管理业务提供基础的数据和工具平台，提高公司品牌管理业务的工作效率和质量；创建互动创意社区，整合社会创意资源，建立广告主与消费者之间的桥梁，为品牌管理业务注入强大的活力。

目前该系统正在试运行中，预计将于今年下半年投入使用，数字化广告运营系统的实施还可以有效提高媒介投放的精准度和科学性，也是公司在互联网时代寻求盈利模式创新的基础工程，有效的开展互动营销工作，适应广告业发展的趋势。

图表 16：广告数字化运营项目助推品牌管理业务



资料来源：光大证券研究所

投资要点四：收购整合成就扩张之路，产业链完善提升估值水平

国内广告行业进入门槛低，广告公司数量众多，目前有超过 20 万家各种类型广告机构，厂商集中度不高，大型综合性广告公司数量少且与国外广告业巨头存在较大的差距，目前行业存在进一步整合的空间。为进一步的做大做强，实现有效的规模扩张，兼并收购是公司未来发展的重要战略，而未来的收购主要围绕广告产业链的延伸进行拓展：**品牌管理公司、资源型公司、公关公司、广告设计制作公司等。**

品牌管理公司：通过收购品牌管理业务公司，有利于进一步增强公司的策划、创意能力，对于创意型公司的收购，利用上市公司的优势进行股权的激励等手段相对而言可有效保障团队人员的稳定性，从而有助于资源整合效果的实现。

自有媒体：积极向二、三线城市拓展，整合资源

公司的自有媒体业务，主要包括四川地区（成都、南充、宜宾）的公交车身、候车亭、站台、站牌以及广州户外的部分广告大牌等资源，目前公司总共拥有车身媒体资源 1747 个，候车亭资源 815 个，公交站台 94 个，公交站牌 63 个，合同期限以 10 年以上为主。

尽管广州亚运会对户外广告的清理给公司带来一定的负面影响，但亚运会后广州户外广告资源的重新梳理和规划有望为公司获取更多的户外广告资源提供契机，同时公司将更多的考虑向二、三线城市户外广告资源的延伸，如果有合适的机会甚至不排除公司未来参股其他垄断媒体的可能性，未来公司将积极的向互联网媒体领域延伸。

图表 17：公司户外广告资源—成都市二环路候车亭



资料来源：光大证券研究所

公关公司：品牌管理流程包括品牌建立、品牌传播、品牌维护，公关作为一种执行品牌管理的方式和手段，在品牌的传播和维护方面发挥着积极的作用，收购公关公司向品牌管理的下游延伸，可以有效打造一体化的广告营销服务产业链。

公司通过强化自身经营能力和资源优势的基础上不断完善自身广告营销业务的产业链，产业链的完善有利于公司充分发挥业务之间的协同效应，从而有效的提升其估值水平。

盈利预测

盈利预测及说明

公司目前主业包含三大块，分别是广告代理业务、品牌管理业务以及自有媒体业务，三大业务之间具有一定的协同效应，考虑到收购时点和收购规模的不确定性，我们暂时不考虑收购对公司盈利的影响。

媒介代理业务。驱动因素为收入规模和毛利率水平，公司采用媒体集中采购策略有利于其毛利率的提升，而媒介代理业务收入规模的增长来源于 2 个方面：现有客户自身广告增长的需求，以及开拓新的客户，现有客户的广告投入一般而言与其销售收入呈现一定的正比关系，同时今年以来开拓新客户方面取得明显的成效使得媒介代理业务收入大幅增长；我们预计媒介代理业务 2011~2013 年增长率分别为 12%，11%，10%；

考虑到媒介代理业务集中采购的实施进度以及规模，我们预计公司 2011~2013 年媒介代理业务的毛利率分别为 4.85%，5.1%和 5.5%。

品牌管理：国内企业对于品牌管理的需求不断提升，公司通过打造数字化运营系统可进一步支撑其品牌管理业务的拓展，随着用户的进一步跨区域的拓展以及客户业务渗透率的不断提升，公司品牌管理业务空间广阔。预计 2011~2013 年品牌管理业务收入同比增长 22%，21%，21%，同时我们判断毛利率能够维持基本平稳的状态，11-13 年毛利率分别为 81.5%，81%，81%。

自有媒体：公司将积极介入和开拓自有的媒体资源，接下来将向二、三线城市的户外媒体扩张，为公司的长期多元化发展奠定基础。今年受广州亚运会影响业绩增速将会有所下滑，明后年将有所恢复，考虑现有媒体的经营的情况下，预计 2011-2013 年收入同比增长 12%，11%，11%，由于价格上升，部分媒介的合同的重新签订使得毛利率略有下降。

公关业务：按照业绩目标，2011-2013 年对应公司的实际净利润贡献分别为 414 万元、1070 万元、1478 万元从今年实际运营的情况来看，超预期的可能性较大。

期间费用：媒介代理业务收入规模的提升以及开展集中采购业务对期间费用影响较小，因此销售费用率和管理费用率将呈现稳步下降的趋势，**但是考虑到所收购公司并表对费用率带来的影响**，我们预计 2011-2013 年销售费用率分别为 5.6%、6.3%和 6.1%；管理费用率分别为 1.6%、1.85%和 2.05%。

所得税率：10-12 年所得税率分别为 25%，25%和 25%。

盈利预测

据测算，公司 2010~2012 年归属于母公司股东的净利润分别为 1.03 亿、1.46 亿元和 1.96 亿元，分别较上年增长 52%、42%和 34%。每股收益分别为 0.69 元、0.99 元和 1.32 元，复合增长率达到 42.5%。

图表 18：公司详细盈利预测

(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,814.73	2,050.24	3,078.6	3,624.0	4,274.5	4,843.9
媒介代理	1,559.4	1,781.3	2,758.4	3,168.2	3,629.3	4,047.2
自有媒体	125.0	135.8	160.5	179.7	199.5	221.4
品牌管理	130.4	133.1	159.7	194.8	235.7	285.2
其它业务	0.1	0.1	0.1	81.3	210.0	290.0
营业总成本	1,757.71	1,985.06	2,992.02	3,479.38	4,051.05	4,538.92
营业成本	1,590.04	1,807.51	2,766.47	3,183.06	3,660.85	4,094.84
媒介代理	1,492.0	1,696.7	2,627.1	2,990.8	3,384.4	3,743.5
自有媒体	71.8	87.5	108.5	116.8	131.7	146.2
品牌管理	26.2	23.3	30.8	36.0	44.8	54.2
其它业务	0.0	0.0	0.5	39.4	100.0	151.0
毛利率	12.38%	11.84%	10.14%	12.17%	14.36%	15.46%
营业税金及附加	26.5	23.9	31.5	41.7	49.2	58.1
营业税金及附加比率	1.46%	1.16%	1.00%	1.15%	1.15%	1.20%
主营业务利润	198.20	218.85	280.68	399.24	564.48	690.89
销售费用	105.3	120.7	152.8	202.9	269.3	295.5
销售费用率	5.80%	5.89%	4.96%	5.60%	6.30%	6.10%
管理费用	35.6	33.4	45.7	58.0	79.1	99.3
管理费用率	1.96%	1.63%	1.48%	1.60%	1.85%	2.05%
财务费用	-0.5	-0.8	(6.47)	(6.78)	(7.83)	(9.32)
资产减值损失	0.8	0.4	2.0	0.5	0.5	0.5
其他经营收益	8.78	3.85	4.75	6.00	6.00	6.00
投资净收益	8.8	3.8	4.75	6.00	6.00	6.00
营业利润	65.8	69.0	91.36	150.59	229.44	310.94
加：营业外收入	0.0	1.9	0.4	0.5	0.5	0.5
减：营业外支出	0.74	0.25	0.37	0.40	0.40	0.40
利润总额	65.08	70.66	91.35	150.69	229.54	311.04
减：所得税	19.92	17.02	23.21	37.67	57.39	77.76
实际所得税率	30.61%	25.00%	25.41%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	45.16	53.64	68.14	113.02	172.16	233.28
减：少数股东损益	(0.92)	0.35	0.38	10.00	26.00	37.00
归属于母公司所有者的净利润	46.08	53.30	67.77	103.02	146.16	196.28
增长	17.62%	15.66%	27.15%	52.02%	41.87%	34.30%
完全摊薄后每股收益(元/股)	0.31	0.36	0.46	0.69	0.99	1.32

资料来源：光大证券研究所

估值

相对价值评估

从 A 股传媒企业来看，目前传媒类上市公司 2011 年的平均市盈率不到 30 倍，省广股份的估值水平在传媒板块中处于中端；考虑到营销服务行业在我国广阔的发展空间，高增长性以及公司自身具备的核心竞争力，我们认为公司作为广告行业的龙头企业，通过持续的收购以及资源整合能力将不断完善其整合营销服务平台，在数字化营销领域的提前布局将更加增强其领先优势，因此能够享受一定的估值溢价，我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.69、0.99、1.32 元，3 年复合增长率 42.5%，给予 2012 年 PE 30-35 倍，对应 6-12 个月合理价值区间 29.5-34.5 元。

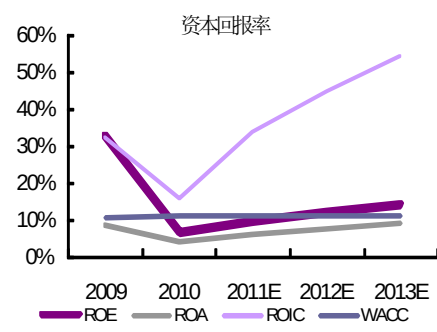
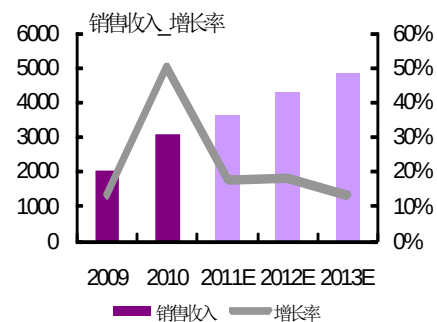
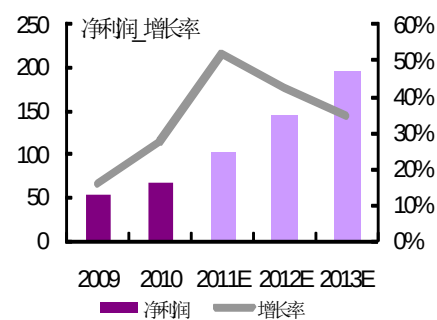
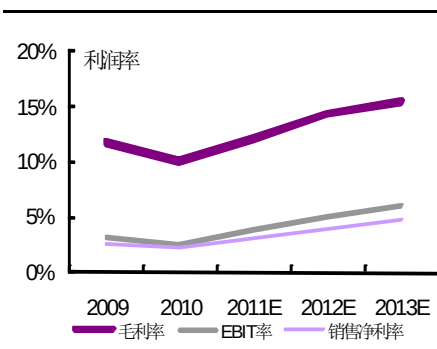
相对估值样表：

证券 代码	公司 名称	当前 股价	EPS(元)			P/E(x)		
			10A	11E	12E	10A	11E	12E
300058-	蓝色光标	31.35	0.50	0.77	1.12	62	41	28
600880	博瑞传播	13.82	0.51-	0.65	0.8	27	21	17
300133	华策影视	38.58	0.85	1.34	2.07	45	29	19
300027	华谊兄弟	0.25	0.40	0.58	0.78	60	37	25
601098-	中南传媒	9.9	0.43	0.53	0.65	30	23	19
600637-	广电信息	12.01		0.29	0.38		41	31
300079	数码视讯	20.96	0.67	0.92	1.27	31	23	17
-	平均值 (PE)	-	-	-	-	43	30	22
-	本公司	19.35	0.46	0.69	0.99	42	28	20

投资评价和建议

综合上述估值结果，我们认为，省广股份 6~12 个月合理价值区间为 29.5~34.5 元，我们认为，营销服务业在我国具有广阔的市场空间，公司凭借上市的先发优势、综合性的业务将在整合营销的浪潮中占领先机，据此，维持公司“买入”评级。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,050	3,079	3,624	4,274	4,844
营业成本	1,808	2,766	3,183	3,661	4,095
折旧和摊销	4	5	4	5	6
营业税费	24	31	42	49	58
销售费用	121	153	203	269	295
管理费用	33	46	58	79	99
财务费用	-1	-6	-7	-8	-10
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	4	5	6	6	6
营业利润	69	91	151	230	311
利润总额	71	91	151	230	311
少数股东损益	0	0	10	26	37
归属母公司净利润	53.30	67.77	102.81	146.24	196.28

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	616	1,732	1,938	2,229	2,557
流动资产	561	1,675	1,818	2,063	2,356
货币资金	203	909	1,083	1,210	1,396
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	105	175	180	213	241
应收票据	27	117	72	85	97
其他应收款	10	22	36	43	48
存货	0	0	0	0	0
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	26	29	89	129	159
固定资产	28	27	28	31	34
无形资产	0	0	1	2	3
总负债	450	712	818	954	1,074
无息负债	440	712	818	954	1,074
有息负债	10	0	0	0	0
股东权益	167	1,020	1,119	1,275	1,482
股本	62	82	148	148	148
公积金	10	779	724	738	758
未分配利润	92	153	232	347	498
少数股东权益	4	5	15	41	78

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	33	-63	243	180	238
净利润	53	68	103	146	196
折旧摊销	4	5	4	5	6
净营运资金增加	44	238	-82	48	43
其他	-68	-373	218	-19	-6
投资活动产生现金流	2	-4	-63	-45	-35
净资本支出	0	6	9	11	11
长期投资变化	26	29	-60	-40	-30
其他资产变化	-25	-40	-12	-16	-16
融资活动现金流	-12	774	-6	-9	-16
股本变化	0	21	66	0	0
债务净变化	0	-10	0	0	0
无息负债变化	54	272	106	135	121
净现金流	23	707	174	126	187

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	12.98%	50.16%	17.71%	17.95%	13.32%
净利润增长率	15.66%	27.15%	51.71%	42.25%	34.22%
EBITDA 增长率	12.71%	23.17%	67.95%	54.92%	36.38%
EBIT 增长率	13.84%	24.45%	72.09%	56.35%	36.96%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	54	42	28	20	15
PB	18	3	3	2	2
EV/EBITDA	17	11	15	9	6
EV/EBIT	18	12	15	9	7
EV/NOPLAT	24	16	20	13	9
EV/Sales	1	0	1	0	0
EV/IC	8	3	7	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	11.84%	10.14%	12.17%	14.36%	15.46%
EBITDA 率	3.36%	2.75%	3.93%	5.16%	6.21%
EBIT 率	3.14%	2.60%	3.81%	5.04%	6.10%
税前净利润率	3.45%	2.97%	4.16%	5.37%	6.42%
税后净利润率 (归属母公司)	2.60%	2.20%	2.84%	3.42%	4.05%
ROA	8.70%	3.94%	5.84%	7.73%	9.12%
ROE (归属母公司) (摊薄)	32.65%	6.68%	9.31%	11.86%	13.98%
经营性 ROIC	31.99%	15.37%	33.40%	44.48%	53.89%
偿债能力					
流动比率	1.25	2.35	2.22	2.16	2.19
速动比率	124.72%	235.21%	222.14%	216.30%	219.29%
归属母公司权益/有息债务	16.32	-	-	-	-
有形资产/有息债务	61.55	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.36	0.46	0.69	0.99	1.32
每股红利	0.00	0.09	0.11	0.17	0.24
每股经营现金流	0.22	-0.42	1.64	1.22	1.61
每股自由现金流(FCFF)	0.06	-1.20	1.23	0.73	1.17
每股净资产	1.10	6.84	7.45	8.32	9.47
每股销售收入	13.83	20.76	24.44	28.83	32.67

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获新财富最佳分析师第一名并带领团队获得首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

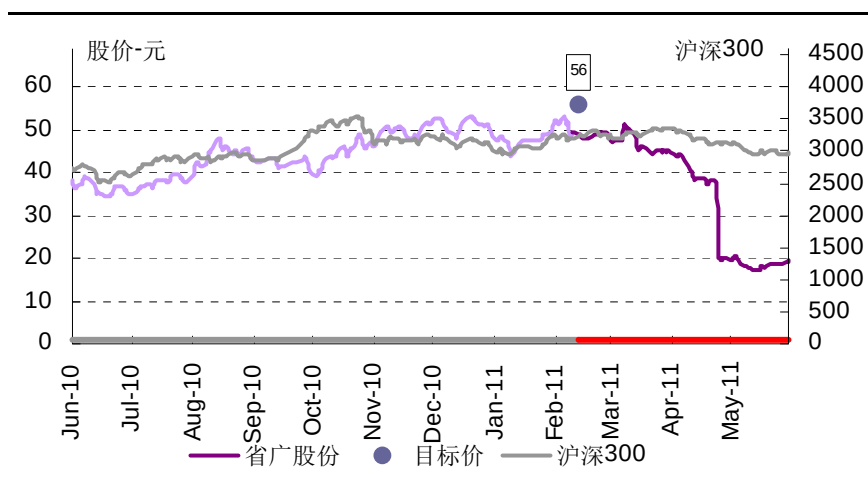
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

省广股份（002400）

分析师：周励谦



日期	股价	目标价	评级
2011-02-28	49.30	56.00	增持
2011-03-28	50.39	56.00	增持
2011-04-17	44.99	65.00	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性——未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。