

省广股份(002400)

短期风险趋淡，长期价值初显

研究员：高圣
执业证书编号：S0570511050003
电话：025-83290935
E-mail: gaosheng999@gmail.com
地址：南京市中山东路 90 号

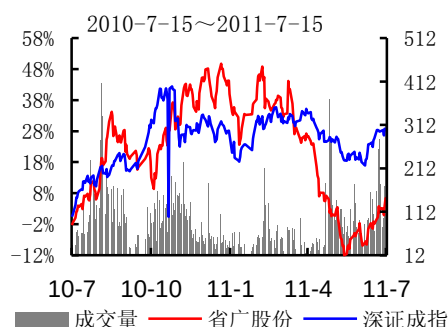
投资评级：推荐(维持)

传媒 II

当前价格(元)：20.95

目标价格(元)：25.50

股价走势图



相关研究

- 1 《省广股份(002400):省广股份年报点评》2011.2
- 2 《省广股份(002400):本土领先的大型综合性广告公司》2011.1
- 3 《省广股份(002400):上半年业绩表现良好、未来更值得期待》2010.8
- 4 《省广股份(002400):国内领先的大型综合性广告公司》2010.6

投资要点:

- 省广股份全称广东省广告股份有限公司，是国家一级广告企业，在中国本土大型综合性广告公司中居于领先地位，公司在中国的竞争对手主要为中国有分支机构的国际大型 4A 广告公司和中外合资 4A 广告公司。公司主营业务是为客户提供整合营销传播服务，具体包括品牌管理、媒介代理和自有媒体等业务，是中国本土少数覆盖三大类业务的综合性广告公司。
- 内生增长方面:我们认为，公司目前正处于稳定成长期，一方面，其品牌管理业务的市场影响力正在进一步上升，伴随中国品牌管理业务市场规模的快速扩大，公司的品牌管理业务正进入良性循环阶段，每年可以保持 20% 以上的稳定增长。另一方面，公司的媒介代理业务正在积累期，其主要是客户资源的积累、以及媒体集中采购和买断式媒体代理经验的积累，未来随着公司媒介代理业务量的扩大，公司将可以采用更多的媒体集采和买断式媒体代理的经营方式，从而获得毛利率的提升。
- 外延式扩张方面:历史上国际大型综合性广告集团大部分是通过上市融资，依托资本的力量进行数十次甚至数百次对外并购整合实现快速发展。省广股份今年以来进行了三次对外投资活动，分别涉及买断式媒体代理经营、公关和体育营销，均为公司以往较少或没有涉及到的领域，这样的互补式收购使公司的业务布局更为全面，并有利于增强客户粘性。
- 投资风险方面, 1. 今年 5 月的小非解禁在短期内将对公司股价构成较大压力，但从中长期看却也提供了投资公司股票的良好时机。2. 公司业绩与汽车行业景气度以及中国 GDP 增速关联较大，今年汽车行业销售增速下降将对公司构成一定负面影响，中长期看随着公司在金融、医疗等领域客户数量的增加，公司业绩与 GDP 增速的关联度将上升。
- 盈利预测:预计公司 2011 年-2013 年将实现归属母公司净利润 1.03 亿元、1.33 亿元和 1.73 亿元，增速分别为 52%、29% 和 30%，折合每股收益分别为 0.69 元、0.90 元和 1.16 元，对应当前股价市盈率分别为 30 倍、23 倍和 18 倍。从估值的角度看，目前公司估值合理。
- 投资评级:中国整合营销行业有较大发展空间，其中品牌管理、公共关系等子行业在我国处于成长期，享受较快成长。省广股份是本土领先的 4A 广告公司，我们认为其短期面临的小非解禁等不利因素影响正在趋淡，看好公司中长期投资价值，给予公司“推荐”评级，建议投资者长期持有。

公司基本资料

总股本(万)	14826.92
流通 A 股(万)	8161
52 周内股价区间(元)	17.17-54.29
总市值(亿)	31.06
总资产(亿)	17.22
每股净资产(元)	12.55

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	30.79	39.87	51.40	64.06
+/-%	50.16	30	29	25
净利润(百万)	67.77	103	133	173
+/-%	27.03	52	29	30
EPS(元)	0.46	0.69	0.90	1.16
P/E	45.84	30.16	23.39	17.99

1. 公司是本土领先的大型综合性广告公司

省广股份全称广东省广告股份有限公司，是国家一级广告企业，在中国本土大型综合性广告公司中居于领先地位，公司在中国的竞争对手主要为在中国有分支机构的国际大型 4A 广告公司和中外合资 4A 广告公司。

公司主营业务是为客户提供整合营销传播服务，具体包括品牌管理、媒介代理和自有媒体三大类业务，是中国本土少数全面覆盖三大类业务的综合性广告公司。

- **品牌管理业务**是以提升客户品牌价值和产品销售为目标，为客户提供品牌策略、品牌规划、广告策划、创意、设计、制作等服务。品牌管理业务是公司核心竞争力所在，该业务需要较高的专业策划能力和创意能力，是公司区别于本土大多数广告公司的最大优势所在。
- **媒介代理业务**是为客户的广告投放进行媒介数据分析，制定媒介策略、媒介创新、媒介投放计划，并按照客户确认的广告投放计划代理客户实施媒介购买、媒介投放及媒介监测工作。媒介代理业务需要规模效应，通过较大的采购规模降低采购成本。媒介代理有临时性采购、集中采购、买断式媒体代理等方式。
- **自有媒体业务**是公司利用自身合法取得的成都、南充等地公交候车亭广告大牌和公交车车身广告位及广州的户外广告大牌的经营权为客户代理发布广告的业务。

图 1：2010 年省广股份营业收入构成

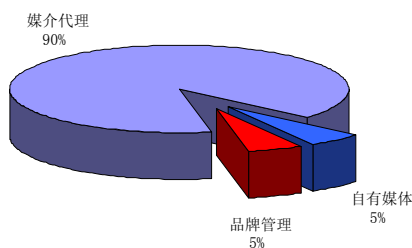
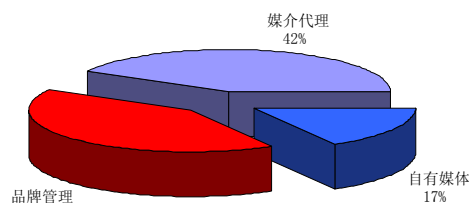


图 2：2010 年省广股份毛利构成



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司广告策划创意能力在业内处于较为领先的位置。近十二年来获得了包括美国莫比广告金奖、中国广告节金奖在内的各类奖项共计 611 项。在 2006 年至 2008 年《中国广告作品年鉴》发布的第六届至第八届中国广告公司创作实力 50 强排名中，公司居前三并连续名列本土广告公司第一名。2006 年至 2008 年公司营业额一直名列全国前八和本土广告公司前三，创意策划能力在本土广告企业内处于领先地位。

省广股份已与多家国际、国内知名公司建立了较为良好的、长期的战略合作关系，如四川长虹、万科地产、广汽本田、广汽丰田、现代汽车、美的电器、蓝月亮、海天调味食品、水井坊、三金药业、广东移动、东风本田、光大房地产、合景泰富等。

表1：公司部分长期合作客户

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、中国驰名商标、中国名牌。	从1995 年至今
广汽本田	合作11 年，中国驰名商标。	从1999 年至今
美的	合作7 年，中国驰名商标、中国名牌。。	从2003 年至今
水井坊	合作10 年，中国驰名商标。	从2000 年至今
光大房地产	合作8 年，中国房地产企业。	从2002 年至今
蓝月亮	合作16 年，中国日化十佳品牌。	从1994 年至今
桂林三金	合作6 年，中国驰名商标。	从2004 年至今
东风本田	合作6 年。	从2004 年至今
海马汽车	合作10 年。	从2000 年至今
合景泰富	合作5 年，国内大型房地产开发商。	从2005 年至今
四川长虹	合作11 年，中国知名彩电制造商。	从1999 年至今

资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

2. 中国广告市场目前规模偏小、集中度较低

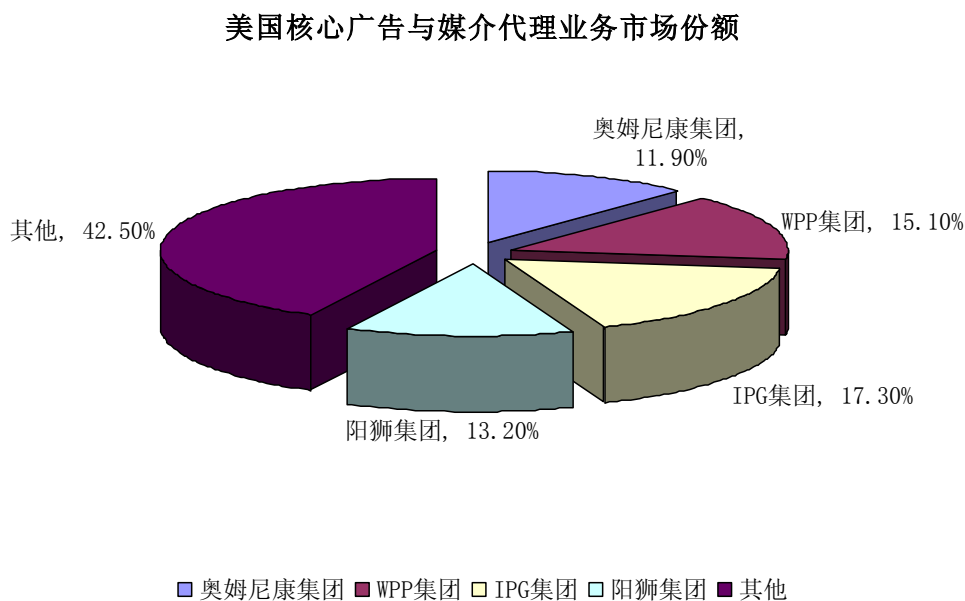
中国广告行业产值占我国 GDP 比重不到 0.6%，低于发达国家 2%的比重，显示出我国广告市场规模仍然偏小。随着我国广告经营理念的提升、以及政府扶持的加大，我国广告行业存在发展机遇。在 09 年下半年出台的《文化产业振兴规划》中，将广告列为重点发展的文化产业之一，此后中央和各地出台了一系列相关政策扶持，行业发展外部环境较好。（以省广为例，其在 2010 年就获得三项政府奖项，而此前政府没有颁发过一项该类奖项。）

中国广告市场目前集中度低，全国 130 万广告业工作者在 18 万家广告公司中工作，中国市场上最大的 8 家广告公司在全行业份额为 17.6%。省广在 8 大广告公司中占 13.76%，也仅占中国广告市场份额的 2.42%。

而在欧美发达国家广告业已经发展较为成熟，不足五家的大型广告企业已经占据了市场 50%以上的份额。

中国广告行业的兼并和整合是大趋势，处于行业领先位置的广告企业将凭借创作能力、策划能力、专业人才、资金实力等各中优势不断扩大市场份额。

图 3:2004 年美国核心广告和媒介代理业务收入市场份额



注:市场规模总计为 112 亿美元, 不包含直邮、促销、公关等活动

资料来源: AGENCY REPORT (AA, May 2, 2005), 华泰证券研究所

表2: 世界前五大广告公司收入规模 (单位: 10亿美元)

排名		公司	总部	营业收入	
2008年	2007年			2008年	2007年
1	2	WPP	伦敦	13.60	12.38
2	1	Omnicom	纽约	13.36	12.69
3	3	IPG	纽约	6.96	6.55
4	4	Publicis	巴黎	6.90	6.38
5	5	Dentsu	东京	3.30	2.93

资料来源: Ad Age DataCentre (广告时代)、华泰证券研究所

3. 省广股份经营情况分析

我们认为, 在内生增长方面, 公司目前正处于稳定成长期, 一方面, 其品牌管理业务的市场影响力正在进一步上升, 伴随中国品牌管理业务市场规模的快速扩大, 公司的品牌管理业务正进入良性循环阶段, 每年可以保持 20% 以上的稳定增长。另一方面, 公司的媒介代理业务正在积累期, 其主要是客户资源的积累、以及集中采购和买断式媒体代理经验的积累, 伴随着公司媒介代理业务量的扩大, 公司将可以采用更多的媒体集采和买断式媒体代理的经营方式, 而获得毛利率的提升。

3.1 品牌管理业务进入良性循环期，保持 20%以上稳定增长。

品牌管理是智力密集型业务，需要品牌定位、分析竞争对手、选择区域市场。一般公司缺乏必要的人员和市场数据支撑。品牌管理业务是公司的核心竞争力所在，目前公司的品牌管理业务已经具有较强的影响力并进入良性循环阶段。公司此项业务未来数年将保持超过 20%的增长。

从外部看，中国企业正在转变发展方式，由简单的加工制造转向品牌经营，品牌建设的重要性日益为企业所重视，大量企业开始尝试寻求专业公司进行品牌管理，现在已经进行品牌管理的企业仅是小部分。从内部看，公司的品牌管理业务具有竞争优势，具体表现为其拥有的专业人才和策划创业能力。目前包括水井坊、本田、丰田等一批客户都是公司品牌管理业务的客户，并有多年的合作经历。

11 年上半年，公司品牌管理业务新增 30 多个客户，包括汤臣倍健、舒克牙膏及其他一些金融类客户。过去本田、丰田等汽车行业客户在公司客户中占比较高，目前公司已经开始把发展重心向金融、医疗保健类客户上转移，从上半年新增客户的情况看取得了一定效果，进一步开发金融和医疗保健类客户将有利于降低公司客户所属行业集中的风险，并寻找新的增长点。

3.2 媒介代理仍在业务积累期，未来的潜在机会在于更多媒体集采和买断式媒体代理

媒介代理业务作为公司收入的主要来源，毛利率一直较低（近年来一直低于 5%），主要原因在于公司限于资金实力无法进行大规模的集中采购，而主要进行临时性媒介采购，临时性媒介采购的弊端在于无法将公司在媒介投放领域的规模优势转化为对媒体的议价能力，无法充分挖掘媒介代理业务的规模效益。

媒介代理业务分为三个层次：1.临时性采购媒体；2.集中采购媒体；3. 买断式媒体代理。

- 临时性采购媒体是指在广告主有媒体投放需求时临时采购需要的媒体。临时性媒介采购的弊端在于无法将公司在媒介投放领域的规模优势转化为对媒体的议价能力，无法充分挖掘媒介代理业务的规模效益。
- 集中采购是指提前集中与媒体约定今年计划采购的媒体总量，签订框架协议，年终多退少补。集中采购媒体，是变被动的、短期的、临时的采购方式为主动的、长期的、有计划的方式，从而获得更优惠的媒体投放价格，提高媒介代理业务的毛利率。
- 买断式媒体代理是指买断媒体资源几年的代理经营权，在此期间根据广告主的需求安排广告，并自负盈亏。买断式媒体代理在获得更高的收益率时承担更多的风险，是在拥有大规模广告主客户时可以采取的媒体投放方式，例如宏盟采用的媒体投放部分采用买断式媒体代理方式，可以获得 20%的毛利，

远高于临时采购和集中采购。公司近期收购的年度广告公司的媒体资源也是采用买断式媒体代理方式。

公司 10 年 IPO 时募投项目之一的媒体集中采购将使得公司通过采用预付款方式，对 14 种媒体变临时性采购为计划性集中采购。此媒体集中采购将从 2011 年开始实施。表 3 中为 11 年公司集中采购的媒体资源。11 年公司的媒体集采仍处于小规模试行阶段，全年媒体集采规模约在 2 亿元，为公司目前采购媒体总规模 30 亿的 6.7%，预计此 2 亿元的媒体采购通过集中采购将提升毛利 1% 左右，即 11 年因媒体集中采购贡献毛利 200 万元。

表 3：公司 11 年上半年媒体集中采购计划（单位：万元）

序号	媒体	2011 年上半年用 募集资金支付金额
1	扬子晚报	750
2	钱江晚报	700
3	京华时报	400
4	华西都市报	400
5	第一财经日报	400
6	潇湘晨报	350
7	武汉晚报	200
8	春城晚报	150
9	搜狐网	2500
10	南方都市报	1000
11	华商报系	1150
12	新快报	600
13	新闻晨报	1250
14	网易网	900
	合计	10750

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

我们认为公司的媒体采购业务仍然处在积累期，其主要是客户及客户广告投放量的积累，未来伴随着公司拥有的客户广告投放量的上升，公司若进行更大范围的媒体集中采购甚至进行买断式媒体代理经营，其毛利率将可能获得大幅提升。

3.3 自有媒体业务较为稳定

受到亚运会的影响，公司在广州的一些自有媒体由于城市规划的需要而被拆除，造成公司 2010 年自有媒体业务增长较缓。随着亚运会的结束、后亚运时代的到来，公司自有媒体业务将有一定发展机遇，主要原因在于亚运会后广州市将重新规划各种户外媒体。

3.4 同外资广告企业相比，公司仍然具有自己的优势

公司在本土广告业务中属于领军企业，其面对的主要竞争对手为外资和合资 4A

广告公司。其主要竞争对手见表 4。我们认为外资 4A 广告公司由于具有多年的发展经历和较好的管理经验，确实有一定竞争优势，但省广股份也具有自己的优势，其在经过数年向外资广告公司学习的过程后，也已经形成了公司本身的特点和优势，主要体现在以下三个方面：

1. 公司作为中国本土企业，相对更了解中国消费者的需求，同时也更了解中国企业家的需求，而这两点是比较重要的，这种对中国传统文化和情感的把握强于外资竞争对手，使得公司的广告作品在一定程度上更能打动中国客户。
2. 公司在中国广告市场有超过三十年的市场经营时间，对中国市场的各种规则 and 变化规律较为熟悉，对中国市场的把握能力超过外资竞争对手。
3. 公司的扁平快的模式使得公司反映能力强于国外大集团模式的 4A 广告公司。

表4：省广股份主要竞争对手

名称	类型	简介
上海李奥贝纳广告有限公司	国际4A（外资）	李奥贝纳广告公司于1935 年在芝加哥成立，在全球80 多个国家设有将近100 个办事处，拥有一万多名员工，为全球众多知名品牌提供服务，其中国分支机构上海李奥贝纳广告有限公司营业额连续多年位居中国前两位。
盛世长城国际广告有限公司	国际4A（外资）	盛世公司（Saatchi & Saatchi）隶属于Publicis。盛世长城国际广告有限公司于1992 年8 月由Saatchi & Saatchi 和中国长城工业总公司合资成立。
麦肯·光明广告有限公司	国际4A（外资）	麦肯世界集团（McCann-Erickson Worldwide）隶属于美国IPG。其为全球众多知名品牌提供服务。麦肯·光明于1991 年底成立，现已在国内拥有若干分支机构。
奥美中国	国际4A（外资）	奥美隶属于全球第二大传播集团—WPP。奥美在国内设立了多家公司，为众多本土及国际的著名品牌提供全方位专业服务和策略咨询。
上海广告有限公司	中外合资综合性	中国成立最早的综合性广告公司之一。2003 年，WPP、株式会社博报堂广告公司入股成为合资公司。
昌荣传播机构	本土综合性	成立于1995 年，服务领域涉及整合营销传播服务、专业的媒介研究策划及购买服务、媒体资源买断经营等业务。在国内拥有多家分支机构。
白马户外媒体有限公司	户外媒体	香港联交所上市公司，其公交候车亭遍布全国主要城市。

资料来源：公司招股说明书、华泰证券研究所

3.5 公司在省外市场发展以服务现有客户为主、发展新客户为辅

省广股份募投项目中包含增加对北京分公司的资金投入，以及新设建立上海、武汉、青岛分公司。上海分公司于 10 年 6 月成立，武汉分公司也已经于 11 年 5 月成立。

我们认为，省广股份开设分公司的首要目的在于更好服务于现有客户：

1. 伴随现有客户在全国各地业务的扩大，省广股份在各地开设分公司可以更好的服务于现有客户在全国各地的业务。
2. 对于异地客户，即总部不在广州的现有客户，通过开设分支机构将使得服务更加贴近于客户，提高对客户的反应时间，拉近与客户的距离，有效提高客户的

忠诚度。

而发展新客户是做为新设分支机构的辅助目标，在服务好现有客户业务的同时，如果能够在分支机构开发出新客户是更好的结果。公司在上海开设的分公司已经成立 1 年，其总经理为公司高薪聘请的韩裔经理人。根据省广的介绍，上海分公司在服务于原有客户的同时，较为成功的发展了一批新客户。目前公司正在探索对分支机构管理人的激励方式，以求对分支机构在开发新客户方面获得更好的结果。

4. 外延式扩张完善产业链布局

4.1 历史上国际大型 4A 广告公司对外并购频繁，并且股价具有较多超额收益

历史上国际大型综合性广告公司大部分是通过上市融资，依托资本的力量进行并购整合实现快速发展。

以世界上最大的传播集团之一 WPP 集团为例，其从上世纪 80 年代末开始快速进行了数百次对外收购，收购了包括著名的智威汤逊公司及其下属的公关公司伟达、奥美广告公司、博雅公关、品牌形象设计公司朗涛等众多公司。目前 WPP 集团拥有 60 多个子公司，服务于本地、跨国及环球客户，提供广告、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。

全球第二大广告传播集团奥姆尼康集团（Omnicom）其自 1986 年成立以来持续对外进行了数十次并购，收购了 TBWA、Ketchum Communications、The Washington Group 在内的一系列公司，目前其通过全球网络和下属的众多专业公司在 100 多个国家为超过 5000 个客户提供广告、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。

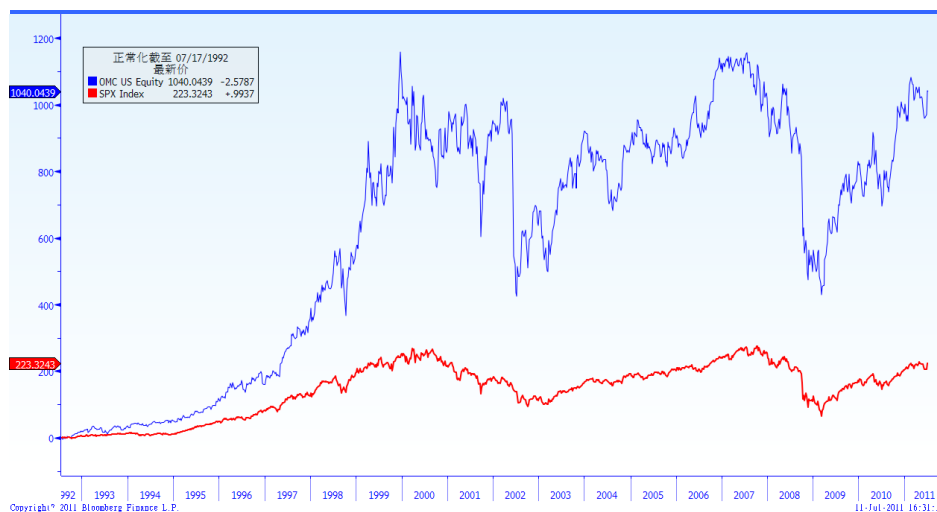
比较 WPP 和 Omnicom 股价与同期指数，可以发现在较快的内生增长和对外扩张共同作用下，两公司股价明显跑赢指数。

图 4：WPP 股价与同期指数比较



资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

图 5：OMC 股价与同期指数比较



资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

4.2 中国整合营销行业正处于对外并购频繁时期，互补性收购将更为合理

对比中国与发达国家在整合营销传播的发展历程，我们认为目前中国的整合营销行业正处于对外并购频繁的时刻。而在对外并购对象上，我们通过对中国广告业进行研究，认为大型 4A 广告公司通过收购本土小公司来获得客户资源的时代已经过去，在目前经济环境下，互补性收购是将大型 4A 广告公司更为合理有效的潜在收购方案。

我们认为，尽管大型 4A 公司通过收购一些小型本土广告公司后能够较快获得本土客户资源，但由于这类客户普遍呈现流动性较大的特点，加上这些小公司在品牌、人员方面持续缺乏，维护稳定客户较为困难，并且与大型 4A 公司在文化上具有很大差异，整合困难较大，所以通过收购本土小公司来获得客户资源已经不是大型 4A 广告公司在收购本土广告公司时的首选方案。而以进入新的行业或新的广告服务领域的互补性收购则更为适合大型 4A 广告公司，通过互补性收购，4A 公司可以有效的延伸产业链、完善业务布局，对现有的客户提供各位全面的服务，如从品牌管理、媒介代理、活动公关、线下营销等整套服务，以有效的提高客户的忠诚度并增加业务附加值。

4.3 11 年上半年省广股份对外收购步伐加快

今年以来省广股份在对外整合收购的步伐上明显加快。11 年 3 月 25 日，省广股份公告称拟使用超募资金不超过 1.1 亿元，以增资和受让原股东股权的方式，获得重庆年度广告传媒有限公司 51% 股权。6 月 13 日公司又审议通过了使用自由资金 955 万元增资广州旗智企业管理咨询有限公司，取得其 50.89% 的股权。6 月 15 日公司公告与北京昊月兴涛体育文化传播有限公司等 2 名股东合资设立北京合力唯胜体育发展有限公司，进入体育营销领域。今年以来公司在对外整合收购的步伐上明显加快，有利于公司整体实力和对产业链把控能力的提升。

省广股份今年以来的三次对外投资活动分别涉及买断式媒体代理经营、公关领域、和体育营销，均为公司以往较少或没有涉及到的领域，这样的互补式收购将有效拓宽公司业务模式，增强客户粘度，对公司业务的发展具有促进作用。

4.4 收购重庆年度，进入买断式媒体代理领域

11年3月25日，公司公告拟使用超募资金不超过人民币1.1亿元，以增资和受让重庆年度广告公司原股东股权之方式投资入股年度公司。其中增资款为5620万元，350万元计入注册资本，占年度公司注册资本的比例为25.93%，增资完成后年度公司注册资本为1350万元。同时公司以超募资金不超过5435万元，受让年度公司原股东持有的年度公司25.07%之股权。增资和股权转让完成后，公司将持有年度公司51%股权。

在受让年度公司原股东持有的年度公司25.07%股权时，为了避免原股东成功套现而经营动力下降的风险，省广股份在收购方案中确定了将转让款与重庆年度未来三年业绩挂钩并分三期支付的方式，具体未来三年年度公司净利润目标值分别为2100万元、3200万元和4400万元，三年复合增长率超过40%。此外，省广在与年度的合约中还约定，在政策允许的情况下，三年期满后若符合一定条件省广将支持年度公司单独分拆上市，或通过定向增发等方式，收购转让方所持年度公司部分或全部股份。我们认为将转让款与重庆年度未来三年业绩挂钩并分三期支付等一系列方式将能够有效避免年度公司原股东经营动力下降的风险，并且能较好的激励原股东。

年度公司目前代理了《重庆晨报》、《腾讯·大渝网》、《每日新报》、《渝州服务导报》等媒体广告业务，代理业务领域包括地产、汽车、3C及外埠等四个领域。2010年度其归属于母公司所有者的净利润为1795万元。

表 5：2010 年年度公司在主要媒体及各领域的收入、净利润情况（单位：万元）

业务	运营主体	销售收入	净利润
《重庆晨报》地产行业 《渝州服务导报》地产	重庆你好	4,406.50	661.59
《腾讯·大渝网》地产	重庆领地	1,667.84	262.03
《腾讯·大渝网》3C	重庆辘车	421.12	68.55
天津《每日新报》地产	天津星际	4,609.03	665.81
天津《每日新报》外埠	北京同舟	4,087.53	561.01

资料来源：公司公告

通过本次投资，省广将媒介代理业务扩展到买断式媒体代理领域，买断式媒体代理毛利较高(20%以上)，是未来发展的方向之一，省广股份通过收购年度进入买断式媒体代理领域，有利于其熟悉买断式媒体代理的基本规则，为以后进一步向媒体买断领域发展打下基础。

表 6：年度公司盈利预测（单位：万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,747.84	14,000.00	21,333.33	29,333.33
营业利润	2,491.76	2,940.00	4,480.00	6,160.00
营业利润率	21.21%	21%	21%	21%
净利润	1,795.00	2,100.00	3,200.00	4,400.00
净利润率	15.28%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：华泰证券研究所

4.5 强势低价增资广州旗智，进军活动公关领域

今年 6 月 13 日，公司审议通过了《关于投资广州旗智企业管理咨询有限公司的议案》，拟使用自有资金对广州旗智企业管理咨询有限公司增资 954.7 万，取得该公司 50.98%的股权。

广州旗智所处行业为公共关系行业，在并购前主要专注于汽车行业的公共关系活动，并在汽车行业公共关系领域居于较为领先的位置。公关行业在我国仍然处于成长期，年均增速在 30%以上。

截至 2010 年 12 月 31 日，旗智公司主要财务数据如下：

表 7：旗智公司财务数据(单位：万元)

项目	2010 年 12 月 31 日
资产总计	1664
负债总计	1287
股东权益合计	378
项目	2010 年 1-12 月
营业收入	3661
营业利润	410
净利润	306

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

旗智公司在本次增资前全部股权定价为 918 万元，对应 2010 年净利润为 3 倍市盈率。省广本次增资金额为 954.7 万，取得旗智公司 50.98%股权，收购价格远低于行业平均价格水平，而在本次收购合约中也没有关于转让旗智原股东股权的条款，同收购年度的协议相比，与旗智的协议明显更为利于省广。

我们认为省广对于旗智的这种强势收购主要原因在于省广能给旗智带来的众多资源。旗智所处的公共关系行业为省广股份所处广告行业的下游，双方可以共享客户资源，目前旗智仅仅服务于汽车行业客户，但本次增资后，省广可以将其汽车行业之外的客户介绍给旗智公司，旗智公司可以以更快的速度获得更多的客户资源。旗帜 2010 年净利润为 306 万元，但在协议中 2011 年的净利润目标为 1500 元，大幅增长

390%，我们判断其快速增长的原因就在于公司获得了省广的客户资源。但也需要看到，人力资源是公关行业的核心资源，目前有限的员工数量将制约旗智公司业绩的进一步增长，旗智公司需要同步扩充人力资源，存在人力资源扩充后服务能力下降的风险。

在收购协议中，旗智计划 2011-2013 年三年合计净利润 6500 万。其中 2011 年净利润 1500 万，2012 年净利润 2100 万，2013 年净利润 2900 万，对应增长率为 390%、40%、38%。由于公关行业在我国处于发展初期，行业享受较高速的成长，而旗智可以与省广共享客户资源，因此我们判断该目标获得实现的可能性较高。

我们认为本次省广股份与旗智合资，有利于省广股份快速切入公共关系领域，延伸广告业务产业链条，延伸对客户的服务深度，提高客户粘性，并培育新的利润增长点，如果省广的广告行业客户能够有效转化为旗智的公共关系业务客户，旗智未来将具有较大的成长空间，但旗智在人力资源扩充后存在服务能力下降的风险。

表 8：旗智公司盈利预测（单位：万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,660.70	18,072.29	25,301.20	34,939.76
营业利润	410.3758	1,987.95	2,783.13	3,843.37
营业利润率	11.21%	11%	11%	11%
净利润	305.81	1,500.00	2,100.00	2,900.00
净利润率	8.35%	8.30%	8.30%	8.30%

资料来源：华泰证券研究所

4.6 合资设立合力唯胜，涉足体育营销

省广股份于今年 6 月 13 日公告与北京昊月星涛体育文化传播有限公司等 2 名股东合资设立北京合力唯胜体育发展有限公司。合力唯胜注册资本为 500 万元人民币，省广以现金方式出资 255 万元，占注册资本的 51%。

合力唯胜成立后主要经营范围为体育营销，具体包括：体育项目开发运营；体育经纪与中介；企业体育咨询、营销策划；体育广告发布、媒体代理；体育旅游及培训等活动。

我们认为，体育营销由于其专业性而具有鲜明的受众指向性，并且由于其具有快捷植入特点而具有多样的营销手段。此次合力唯胜的成立能够进一步拓宽本公司的业务模式，增强客户粘度。但由于合力唯胜为新设公司，业务发展需要一定时间，短期内不能为省广股份贡献业绩。

5. 投资风险分析

5.1 小非解禁压力短期内仍不容忽视

公司 2010 年 IPO 上市之前总股本为 6177 万股，除去其中由公司第一大股东广东

省广新集团持有的 1898 万股和第五大股东全国社保基金理事会持有的 206 万股以外，其余 4074 万股均由 82 位自然人股东持有，此 82 位自然人全部为公司员工，其中公司高管 9 人，共计持有 1600 万股，其余 73 人共计持有 2474 万股，公司 10 年 5 月上市之后，高管 9 人持有的股份限售期为 3 年，解禁日为 13 年 5 月 6 日，其余 73 人持有的股份限售期为 1 年，解禁日期为 11 年 5 月 6 日。

公司 10 年 5 月 IPO 发行 2060 万股后总股本为 8237 万股，11 年 5 月 10 日，公司又进行了每 10 股转增 8 股，此后公司总股本为 1.48 亿股。

上市前公司 73 位员工持有的 2474 万股股份在转增后为 4453 万股，占公司 1.48 亿总股份的 30.04%，其解禁日期为今年 5 月 6 日。以 11 年 7 月 8 日收盘价 20.3 元计算，本次解禁对应市值 9.04 亿元。以转增后股本计算，此 73 人持有的股份范围为 4 万股至 280 万股，对应 7 月 8 日收盘价 20.3 元的市值为 80.8 万元至 5664 万元。

我们认为此次小非解禁对公司股价构成较大压力，原因有以下两点：1) 从 2002 年 10 月公司成立有限公司至今此 73 位自然人持有的股份获利达到约 160 倍，年化收益率 176%。从收益率的角度看获利颇丰；2) 根据介绍，本次股份解禁的 73 位自然人尽管在省广具有较长的工作时间，但年薪普遍在百万元以下，而获得解禁的市值较高，大部分集中在 1000 万元以上，从绝对数值看，其具有抛售一部分股份去进一步改善生活的要求。

公司目前并没有对本次解禁股份进行统一的安排，我们认为短期来看小非解禁对公司股价仍然具有一定压力，但我们认为其也提供了购买公司股票的良好时机。

表 9：11 年 5 月 6 日省广股份 73 人限售股解禁情况统计

解禁市值范围	对应人数	对应总解禁市值 (百万元)	占本次解禁比例
5000 万元以上	1	56.64	6.26%
4000 万-5000 万	4	161.78	17.89%
2000 万-4000 万	9	221.65	24.52%
1000 万-2000 万	22	313.92	34.72%
100 万-1000 万	36	149.24	16.51%
100 万以下	1	0.81	0.09%
合计	73	904.03	100.00%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

5.2 公司业绩与汽车行业景气度及 GDP 增速有一定相关性

省广股份的客户中属于汽车行业内的较多，07-09 年省广股份代理汽车类客户的媒介代理业务收入占公司业务收入总额的比例分别为 65%、67%、59%，占毛利总额的比例分别为 16%、25%、23%，公司业绩与汽车行业景气度有一定相关。而省广股份所属的广告行业本身与 GDP 增速关联性较高，因此使得公司业绩与中国 GDP 增速也相关。

我们比较省广股份在 07-10 年收入及净利润增速与中国 GDP 增速、中国乘用车销售数量增速，同时列出的还有公司重要客户中广汽丰田、广汽本田、东风本田的销量增速。比较发现公司的业绩与汽车行业景气度及 GDP 增速有一定相关性，在汽车行业销售情况不景气的 2008 年及 GDP 增速较低的 2009 年，省广股份业绩增长速度都较低。今年汽车行业销售情况并不良好，对公司业绩将有一定影响，但也应当看到，随着公司在医疗保健、金融等领域客户的增多，汽车行业景气度的变化对公司业绩的影响在逐步降低，未来公司业绩将更多呈现出 GDP 相关的特点。

表 10：省广股份业绩与同期 GDP 增速及乘用车销售增速比较

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1H
广汽丰田	178.01%	1.00%	21.85%	28.55%	-18.40%
广汽本田	13.53%	3.70%	19.39%	5.58%	-14.96%
东风本田	100.47%	29.12%	28.39%	23.74%	-8.62%
乘用车合计	21.68%	7.27%	52.93%	33.17%	5.75%
GDP	13%	9.60%	9.20%	10.30%	9.60%
省广股份收入增速	50.20%	19.38%	12.98%	50.16%	
省广股份净利润增速	118.26%	17.62%	15.66%	27.15%	

资料来源：《中国汽车工业产销快报》、华泰证券研究所

结论：我们认为，公司今年 5 月小非解禁规模较大，短期内对公司股价将构成压力，但其也为购入公司股票提供了较好的时机。公司的媒介代理业务中汽车行业客户贡献较大，今年上半年汽车行业销售数据不理想，对公司业绩具有一定影响（具体预测见表 11），但由于公司的金融、医疗保健等行业客户增多，其影响将逐渐减弱，总体来看我们认为公司面临的短期风险正在趋弱。

6. 省广股份盈利预测

我们预计公司 2011 年-2013 年将实现归属母公司净利润 1.03 亿元、1.33 亿元和 1.73 亿元，增速分别为 52%、29%和 30%。预计公司 2011 年-2013 年每股收益分别为 0.69 元、0.90 元和 1.16 元，对应当前股价市盈率分别为 30 倍、23 倍和 18 倍。从估值的角度看，目前公司估值合理。

考虑到公司良好的成长性，我们给予公司“推荐”的投资评级。短期内由于汽车行业客户在公司收入中占比仍较大，中国汽车销量增速下降将对公司业绩有一定负面影响，而本次限售股解禁对公司股价也形成一定压力，但我们看好公司的长期价值。我们认为中国整合营销行业有较大的发展空间，其包括的品牌管理、公共关系等子行业在我国仍然处于成长期，享受较快成长，而省广股份在我国是本土领先的 4A 广告公司，在整合营销行业居于领先地位，公司目前业务布局相对合理，并且具有对外兼并收购加速扩张的实力。因此我们看好公司的中长期投资价值，建议投资者中长期持有。

表 11：省广股份分业务盈利预测（单位：万元）

		2008 年	2009 年	2010 年	2011 年预测	2012 年预测	2013 年预测
品牌管理业务	收入	13,035.71	13,305.65	15,966.50	19,479.13	23,764.54	28,992.74
	收入增速	39.52%	2.07%	20.00%	22.00%	22.00%	22.00%
	毛利	10,413.82	10,976.98	12,884.05	15,583.30	19,011.63	23,194.19
	毛利增速	43.50%	5.41%	17.37%	20.95%	22.00%	22.00%
	毛利率	79.89%	82.50%	80.69%	80.00%	80.00%	80.00%
媒介代理业务	收入	155,935.57	178,132.52	275,843.70	342,046.19	424,137.27	525,930.22
	收入增速	17.33%	14.23%	54.85%	24.00%	24.00%	24.00%
	毛利	6,735.27	8,461.29	13,130.29	16,760.26	21,206.86	26,822.44
	毛利增速	29.38%	25.63%	55.18%	27.65%	26.53%	26.48%
	毛利率	4.32%	4.75%	4.76%	4.90%	5.00%	5.10%
自有媒体业务	收入	12,496.26	13,580.46	16,047.43	17,652.17	19,417.39	21,359.13
	收入增速	28.13%	8.68%	18.17%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利	5,314.18	4,825.14	5,196.37	5,295.65	5,825.22	6,407.74
	毛利增速	28.43%	-9.20%	7.69%	1.91%	10.00%	10.00%
	毛利率	42.53%	35.53%	32.38%	30.00%	30.00%	30.00%
主营业务合计	收入	181,467.54	205,018.63	307,857.63	379,177.49	467,319.20	576,282.09
	收入增速	19.39%	12.98%	50.16%	23.17%	23.25%	23.32%
	毛利	22,463.27	24,263.41	31,210.71	37,639.22	46,043.71	56,424.37
	毛利增速	35.31%	8.01%	28.63%	20.60%	22.33%	22.55%
	毛利率	12.38%	11.83%	10.14%	9.93%	9.85%	9.79%

资料来源:华泰证券研究所

表 12：可比公司估值比较

代码	公司名称	2011 年 7 月 15 日收盘价	EPS			PE			CAGR (11-13)	2011 年业绩增速
			2011	2012	2013	2011	2012	2013		
002400.SZ	省广股份	20.95	0.69	0.9	1.16	30.36	23.28	18.06	36.51%	51%
300058.SZ	蓝色光标	36.30	1.05	1.38	1.78	34.57	26.30	20.39	52.69%	110%
300071.SZ	华谊嘉信	13.90	0.44	0.63	0.83	31.59	22.06	16.75	37.40%	38%

资料来源: WIND 资讯、华泰证券研究所

表 13：省广股份财务指标预测

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3079	3987	5140	6406
同比(%)	50%	30%	29%	25%
归属母公司净利				
润	68	103	133	173
同比(%)	27%	52%	29%	30%
毛利率(%)	10.1%	10.3%	10.5%	10.5%
ROE(%)	6.7%	9.3%	10.7%	12.2%
每股收益(元)	0.82	0.69	0.90	1.16
P/E	25.46	30.16	23.39	17.99
P/B	1.70	2.81	2.51	2.20
EV/EBITDA	24	16	11	8

资料来源：华泰证券研究所

表 14：省广股份盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1675	1881	2288	2752	营业收入	3079	3987	5140	6406
现金	909	1040	1294	1553	营业成本	2766	3576	4601	5734
应收账款	175	248	323	434	营业税金及附加	31	44	54	69
其它应收款	22	19	26	35	营业费用	153	183	231	279
预付账款	452	520	560	600	管理费用	46	50	55	60
存货	0	0	0	0	财务费用	-6	-15	-9	-10
其他	117	53	85	130	资产减值损失	2	1	1	1
非流动资产	57	70	83	95	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	29	29	29	29	投资净收益	5	5	6	5
固定资产	27	37	49	60	营业利润	91	153	212	278
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	0	0	0	0
其他	1	3	5	5	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1732	1951	2371	2847	利润总额	91	153	212	278
流动负债	712	830	1091	1359	所得税	23	38	53	69
短期借款	0	0	0	0	净利润	68	114	159	208
应付账款	238	393	507	627	少数股东损益	0	11	26	36
其他	474	437	584	731	归属母公司净利润	68	103	133	173
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	90	140	205	271
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.82	0.69	0.90	1.16
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	712	830	1091	1359	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	5	16	42	78	成长能力				
股本	82	148	148	148	营业收入	50.2%	29.5%	28.9%	24.6%
资本公积	763	698	698	698	营业利润	32.4%	66.9%	38.9%	31.2%
留存收益	169	259	391	564	归属于母公司净利润	27.2%	52.0%	29.0%	30.0%
归属母公司股东权益	1015	1104	1237	1410	获利能力				
负债和股东权益	1732	1951	2371	2847	毛利率	10.1%	10.3%	10.5%	10.5%
现金流量表					净利率	2.2%	2.6%	2.6%	2.7%
单位: 百万元					ROE	6.7%	9.3%	10.7%	12.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	105.5%	268.4%	-459.5%	-284.2%
经营活动现金流	-63	139	254	259	偿债能力				
净利润	68	114	159	208	资产负债率	41.1%	42.5%	46.0%	47.7%
折旧摊销	5	2	2	3	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-6	-15	-9	-10	流动比率	2.35	2.27	2.10	2.03
投资损失	-5	-5	-6	-5	速动比率	2.35	2.27	2.10	2.03
营运资金变动	-133	42	108	62	营运能力				
其它	8	0	-0	-0	总资产周转率	2.62	2.17	2.38	2.46
投资活动现金流	-4	-10	-9	-10	应收账款周转率	17	19	18	17
资本支出	7	15	15	15	应付账款周转率	11.62	11.35	10.23	10.11
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	2	5	6	5	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.69	0.90	1.16
筹资活动现金流	774	1	9	10	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.42	0.94	1.71	1.75
短期借款	-10	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.84	7.45	8.34	9.51
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	21	66	0	0	P/E	25.46	30.16	23.39	17.99
资本公积增加	763	-66	0	0	P/B	1.70	2.81	2.51	2.20
其他	0	1	9	10	EV/EBITDA	24	16	11	8
现金净增加额	707	131	254	259					

资料来源:华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。