

稳步迈向整合营销集团

投资要点:

- **国内最优秀的大型综合性广告公司之一**
 - 公司经营规模处于业内领先,在10年、11年大中华区4A广告公司综合排行榜中连续位居第二名,公司营收规模也名列前茅;
 - 在广告策划创意方面极具竞争力,多次获得创意大奖,创作能力多次名列本土广告公司第一名;
- **广告与公关将逐步融合,广告盈利能力更强**
 - 整合营销推动广告与公关的逐步融合,广告在品牌建立、品牌传播和品牌维护的整个周期中使用频率高于公关活动;
 - 国际营销集团的公关营收及利润占比10%左右,广告及媒介管理占比达到40%甚至更多;
- **国内广告营销行业面临发展机遇**
 - 中国人均广告支出及广告在GDP占比都远低于发达国家,广告支出在未来三到五年将保持两位数增长;
 - 随着国内企业规模与竞争力提升,推动广告营销行业加快资本运作与并购整合,行业集中度提升,将出现本土整合营销行业巨头;
- **为什么看好省广股份的收购?**
 - 传播服务的“集团化”需要收购推动
 - 整合营销产业链的“全媒体化”也需要收购
 - 核心业务发展速度需要收购带动与协同
 - 蓝色光标的收购从侧面说明营销行业整合大幕已开启
 - 行业低集中度、品牌、资金与行业积累是收购优势
- **估值与投资建议:** 调整公司11-13年内生EPS分别为0.64/0.90/1.22元,考虑收购贡献,11-13年EPS分别为0.69/1.17/1.76元,对应29日收盘价19.21元的PE为16倍,具备相对估值优势,给予12年22-25倍P/E,合理估值区间为26-29元,给予“推荐”投资评级。
- **主要风险:** 汽车业景气度持续下滑、收购低于预期、收购管理风险

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
收入(百万元)	3079	4069	5422	7303
YoY	50.16%	32.16%	33.27%	34.69%
净利润(百万元)	68	102	173	262
YoY	27.15%	51.13%	69.20%	50.97%
毛利率	10.14%	9.97%	10.14%	10.15%
ROE	6.68%	9.28%	13.57%	17.00%
EPS(元)	0.46	0.69	1.17	1.76

资料来源:中国银河证券研究部(注:11-13年收购贡献暂以投资收益形式计入)

省广股份(002400.SZ)

推荐 维持评级

合理估值区间: 26-29元

分析师

许耀文, CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyawen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130208091646

特此鸣谢

田洪港 (8621) 2025 2607

(tianhonggang@chinastock.com.cn)

孙津 (8610) 6656 8846

(sunjin@chinastock.com.cn)

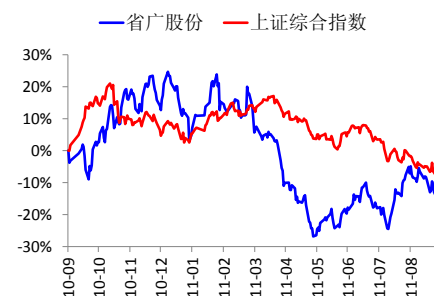
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2010.09.29

A股收盘价(元)	19.21
A股一年内最高价(元)	54.29
A股一年内最低价(元)	17.10
上证指数	2365
市净率	2.78
总股本(亿股)	1.48
实际流通A股(万股)	8161
A股总市值(亿元)	28.43
A股流通市值(亿元)	15.68

近一年相对上证综指表现图



投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

大国经济的外在需求推动广告营销行业在未来几年将逐步加快资本开支步伐,而巨大的下游市场需求也是整个广告营销行业持续繁荣发展的内在驱动因素,公司稳健的发展战略、潜在的收购动力以及多年来积累的竞争优势将推动公司稳步迈向整合营销集团。

我们预计公司未来三年内生业务收入同比分别增长 32%、33%、35%,综合毛利率分别为 9.97%、10.14%、10.15%,内生业务归属母公司净利润分别增长 39%、42%、35%,预计明后两年收购支出分别为 2 亿元和 2.5 亿元,假设收购 PE 为 10 倍,当年收购企业合并下半年报表。

我们与市场不同的观点:

对于收购:市场担心公司收购速度过慢从而失去先发优势,随着蓝色光标收购战略的快速推进以及公司品牌管理核心业务增长趋缓,尤其是国内营销行业集团化的大趋势愈加明显,我们认为公司后续在内外多重驱动因素下将加快收购步伐。

表 1: 公司未来收购预测

		2011年	2012年	2013年
利润承诺	重庆年度	536	1632	2244
	广州旗智	191	1071	1479
利润预测	北京合力	50	255	510
小计	(万元)	777	2958	4233
利润预测	12年收购		1000	2500
	13年收购			1250
合计	(万元)	777	3958	7983

资料来源: 中国银河证券研究部

(附注: 假设 12 年、13 年收购支出分别为 2 亿元、2.5 亿元, 收购 PE 为 10 倍, 合并半年报表)

对于现有业务:市场担忧汽车行业下滑对公司盈利的负面影响,我们认为,汽车作为消费品,行业竞争逐年加剧,每年都有大量新车型推出,为了保证销量,厂商需要在各类广告渠道进行宣传;国内汽车消费在二三线城市还存在巨大市场空间,各类汽车厂商为了保住并扩大市场份额,势必会持续保证广告宣传以及活动营销力度,同时汽车较快的更新周期也将推动销量的持续增长。

另外,日本大地震造成了日系车在国内市场份额的较快下滑,我们认为厂商为了夺取失掉的市场份额,也会加大力度进行广告宣传及活动营销,公司客户日系车居多,将受益于此。

对于小非:公司小非已减持超过六成,后续小非减持压力不大。

估值与投资建议:

调整公司 11-13 年内生 EPS 分别为 0.64/0.90/1.22 元,考虑收购贡献,11-13 年 EPS 分别为 0.69/1.17/1.76 元,对应 29 日收盘价 19.21 元的 PE 为 16 倍,具备相对估值优势,给予 12 年 22-25 倍 P/E,合理估值区间为 26-29 元,给予“推荐”投资评级。

股价表现的催化剂:

1、收购取得突破; 2、数字化系统有效提升公司竞争力; 3、新客户拓展进度超预期。

主要风险因素:

1、汽车行业持续下滑对业绩影响; 2、收购进度低于预期; 3、收购后的管理整合风险。

目 录

一、核心假设、估值与投资建议.....	4
二、中国本土最优秀的大型综合性广告公司之一.....	5
三、公司的竞争优势明显.....	7
四、国内广告营销行业面临发展机遇.....	10
五、为什么看好省广股份的收购?	12
六、公司分业务业绩预测与展望.....	17
七、估值比较和目标价.....	19
七、主要风险.....	19

一、核心假设、估值与投资建议

各项收入与毛利率预测

表 2: 公司分业务收入与毛利率核心假设

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
分业务收入							
媒介代理	132,898	155,936	178,133	275,844	370,458	498,637	676,650
YOY		17.3%	14.2%	54.9%	34.3%	34.6%	35.7%
品牌管理	9,343	13,036	13,306	15,967	18,010	21,972	27,905
YOY		39.5%	2.1%	20.0%	12.8%	22.0%	27.0%
自有媒体	9,752	12,496	13,580	16,047	18,390	21,609	25,779
YOY		28.1%	8.7%	18.2%	14.6%	17.5%	19.3%
收入合计	151,994	181,468	205,019	307,858	406,859	542,218	730,334
YOY		19.39%	12.98%	50.16%	32.16%	33.27%	34.69%
分业务成本							
媒介代理	127,692	149,200	169,667	262,713	350,120	469,317	634,698
YOY	0.0%	16.8%	13.7%	54.8%	33.3%	34.0%	35.2%
品牌管理	2,086	2,622	2,329	3,082	3,206	3,823	4,800
YOY		25.7%	-11.2%	32.4%	4.0%	19.3%	25.5%
自有媒体	5,615	7,182	8,755	10,851	12,965	14,089	16,731
YOY		27.9%	21.9%	23.9%	19.5%	8.7%	18.8%
成本合计	135,393	159,004	180,751	276,647	366,291	487,229	656,228
YOY		17.44%	13.68%	53.05%	32.40%	33.02%	34.69%
分业务毛利率							
媒介代理	3.92%	4.32%	4.75%	4.76%	5.49%	5.88%	6.20%
品牌管理	77.67%	79.89%	82.50%	80.69%	82.20%	82.60%	82.80%
自有媒体	42.43%	42.53%	35.53%	32.38%	29.50%	34.80%	35.10%
综合毛利率	10.92%	12.38%	11.84%	10.14%	9.97%	10.14%	10.15%

资料来源: 中国银河证券研究部

估值与投资建议

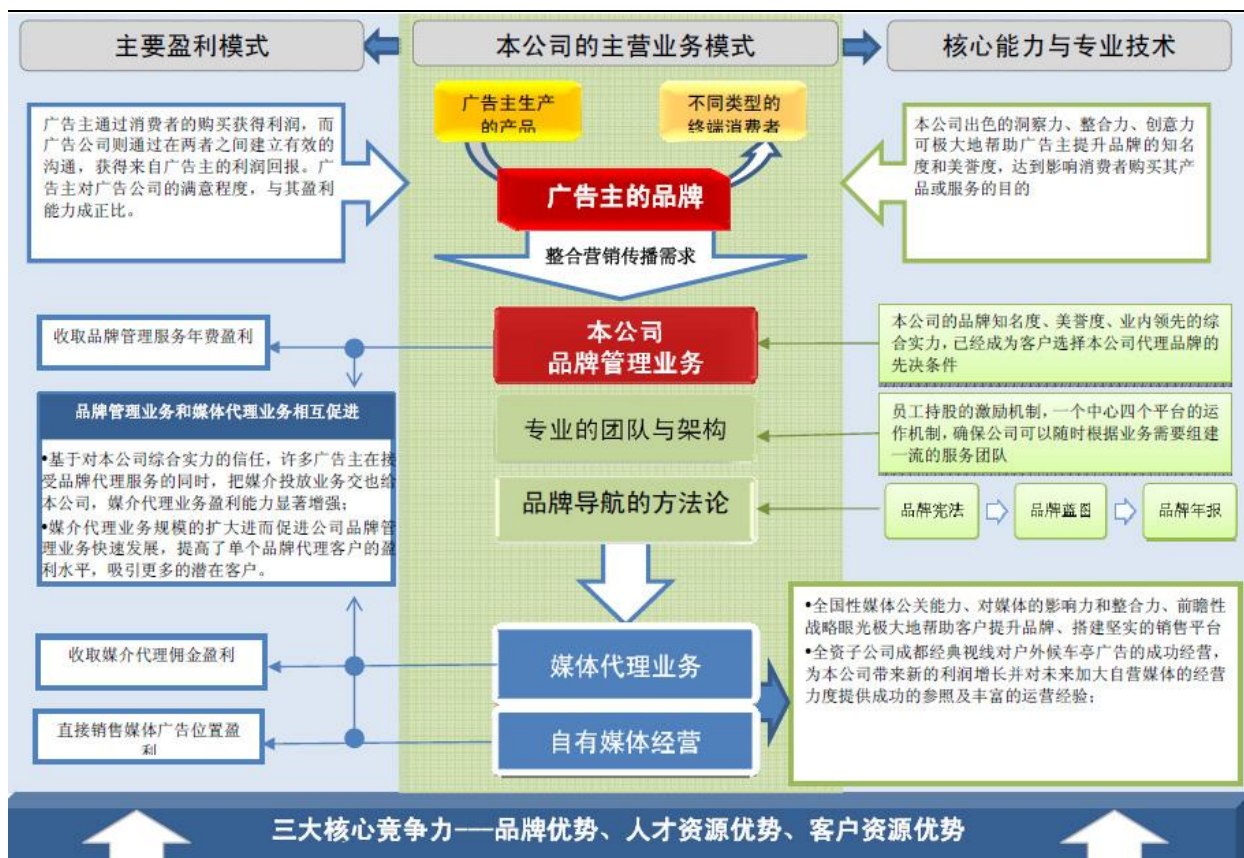
调整公司 11-13 年内生 EPS 分别为 0.64/0.90/1.22 元, 考虑收购贡献, 11-13 年 EPS 分别为 0.69/1.17/1.76 元, 对应 29 日收盘价 19.21 元的 PE 为 16 倍, 具备相对估值优势, 给予 12 年 22-25 倍 P/E, 合理估值区间为 26-29 元, 给予“推荐”投资评级。

二、国内最优秀的大型综合性广告公司之一

广东省广告股份有限公司是我国成立最早的广告公司之一,也是中国本土规模最大和最优秀的广告公司之一、国家一级广告企业、广东省文化产业示范基地、国家文化产业示范基地、中国 4A 协会副理事长单位、中国广告协会理事单位。

公司主要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。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。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。自有媒体业务是发行人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: 公司三大主营业务相互促进

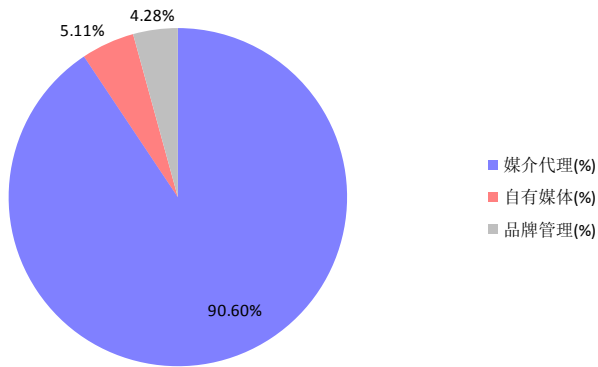


资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

公司现有广告专业技术人员 805 人,强大的广告人才队伍,优质、尖端的广告人才资源,使公司在同行业独具竞争优势;公司员工在各类广告行业组织中担任重要职务,主要包括:中国广告协会学术委员会常务委员、委员,广东省广告协会副会长,广东省广告协会常务理事,广东省广告协会企业资质认定委员会委员,广州市广告协会副会长,广州 4A 执行委员。

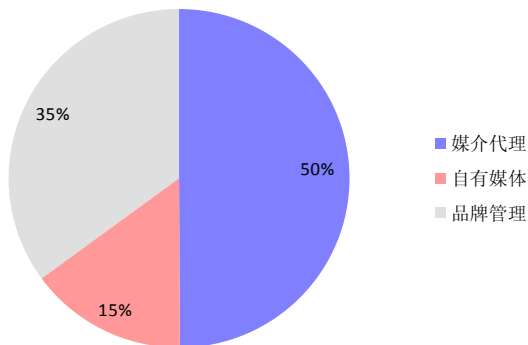
公司与多家国际、国内知名公司建立了长期战略合作关系，为其提供品牌管理、媒介代理等服务，包括四川长虹、万科地产、广汽本田、广汽丰田、现代汽车、美的电器、蓝月亮等。

图 2: 公司 2011 年半年报分业务收入占比



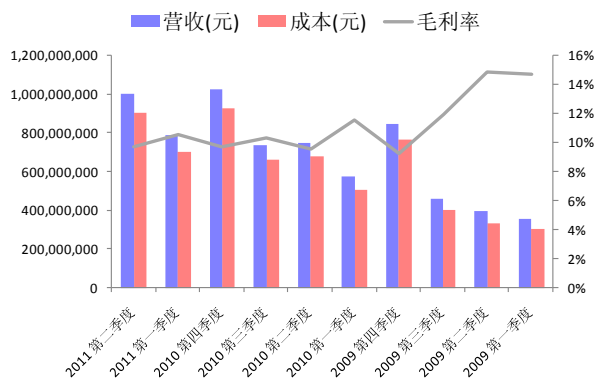
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 3: 公司 2011 年半年报分业务毛利占比



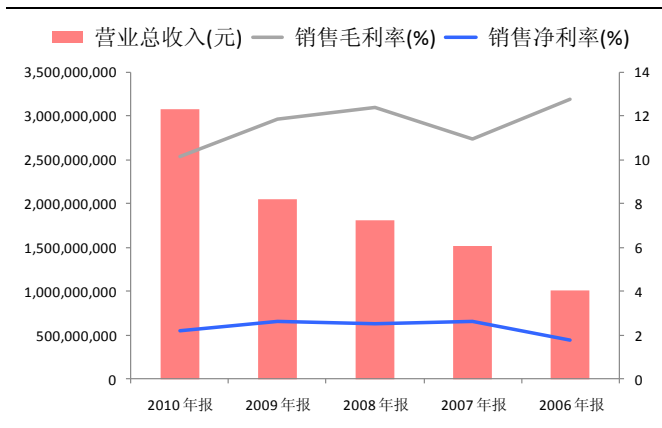
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 4: 公司收入呈现逐季增长态势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 5: 毛利率和净利率趋于平稳



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

三、公司的竞争优势明显

公司的营收规模与创意能力处于业内领先地位

随着宏观经济与人均收入的稳步增长, 广告行业一直呈现稳健快速增长态势, 而公司的营收规模也随着行业的增长实现了快速增长, 并且市场份额逐年上升。

表 3: 公司市占率逐年上升

年份	营收 (亿元)	全国广告经营额 (亿元)	市占率
2010	31	2341	1.32%
2009	21	2041	1.00%
2008	18	1900	0.96%
2007	15	1741	0.87%
2006	10	1573	0.64%

资料来源: 中国广告协会, 工商总局, 中国银河证券研究部

作为中国本土最大的综合性广告公司之一, 公司在经营规模方面领先于大多数本土广告公司与部分外资广告公司; 公司在 2011 年第三届大中华区 4A 广告公司综合排行榜中已经位居第二名, 仅次于法国阳狮集团旗下的盛世长城广告公司, 进步明显; 另外, 按照广告营业额, 公司在 2010 年中国所有广告企业中排名第七, 自 2006 年至 2008 年连续 3 年名列前八位, 2007 年-2008 年排名中国本土广告公司第三位、2006 年排名中国本土广告公司第二位, 始终处于行业的第一梯队。

图 6: 公司在 11 年综合排名中位居第二

2011(第三届)大中华区4A广告公司10强排行榜	
1	盛世长城(Saatchi & Saatchi)
2	广东省广告股份有限公司(GDAD)
3	恒美广告公司(DDB)
4	智威汤逊(JWT)
5	博达大桥国际广告传媒有限公司(DRAFTFCB)
6	李奥贝纳广告公司(Leo Burnett)
7	奥美广告(O&M)
8	北京电通广告有限公司
9	扬罗必凯广告公司(Y&R)
10	天联广告公司(BBDO)

资料来源: 国际4A广告网, 中国银河证券研究部

(附注: 排位标准包括地区影响力, 广告主满意度, 第三方数据分析, 发展潜力评估, 企业自评, 职员满意度以及公益贡献。)

图 7: 2010 年度中国广告企业(非媒体服务类)广告营业额排名

序号	单位全称	营业额(万元)
1	李奥贝纳广告有限公司	567,699
2	盛世长城国际广告有限公司	559,302
3	北京电通广告有限公司	456,924
4	昌荣传播集团	433,200
5	北京恒美广告有限公司上海分公司	418,753
6	智威汤逊——中乔广告有限公司上海分公司	376,756
7	广东省广告股份有限公司	307,863
8	阳狮广告有限公司上海分公司	212,887
9	中航文化股份有限公司	157,906
10	上海广告有限公司	153,124

资料来源: 中国广告协会, 中国银河证券研究部

表 4: 公司在 06-08 年营业额始终位于前十

排名情况			公司名称
2008年	2007年	2006年	
1	5	9	分众传媒(中国)控股有限公司
2	3	3	麦肯·光明广告有限公司(外资)
3	2	1	上海李奥贝纳广告有限公司(外资)
4	4	4	智威汤逊中乔广告有限公司上海分公司(外资)
5	1	2	盛世长城国际广告有限公司(外资)
6	6	5	北京电通广告有限公司(外资)
7	7	7	北京未来广告公司(CCTV属下公司)
8	8	8	广东省广告股份有限公司
9	9	*	北京恒美广告有限公司上海分公司(外资)
10	10	*	广东凯络广告有限公司上海分公司

资料来源: 中国广告协会, 中国银河证券研究部

公司在广告策划创意方面的能力在业内也处于领先地位。近十多年来, 公司多次参加国内外各类广告大赛, 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，本公司在第六届和第七届分别名列第三名、在第八届名列第一名，在第六届至第八届连续名列本土广告公司第一名。

表 5: 公司创意能力业内领先

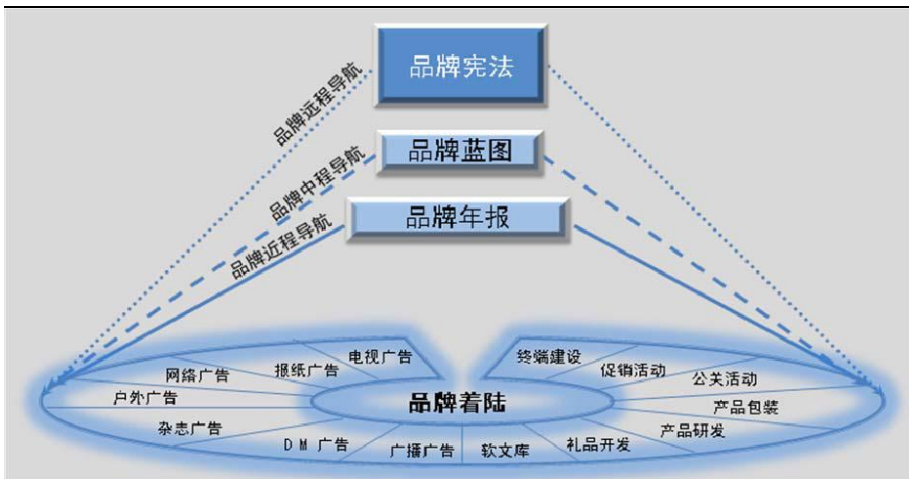
第八届	第七届	第六届	公司名称
1	3	3	广东省广告股份有限公司
2	1	1	北京奥美
3	9	6	北京视新天元广告有限公司
4	*	*	上海梅高创意咨询有限公司
5	10	*	北京维传凯普广告传播有限公司（原维传凯普传播）
6	6		达彼思广告公司上海分公司
7			广而告之合众国际广告有限公司
8	12	*	广东广旭广告有限公司（发行人控股子公司）
9	*	*	南京银都广告商务有限责任公司
	*	11	杭州捷群广告有限公司
	*	*	广州市九易广告有限公司
12	*	*	北京太阳堂广告有限公司

资料来源：中国广告作品年鉴，中国银河证券研究部

广告与公关将逐步融合，广告盈利能力更强

随着企业实力与广告主规模的逐步扩大，企业整合营销传播成为未来大趋势；我们看来，广告推广与公关营销都属于整合营销产业链的一个环节，在企业品牌管理过程中也都各自发挥着重要的作用，缺一不可。

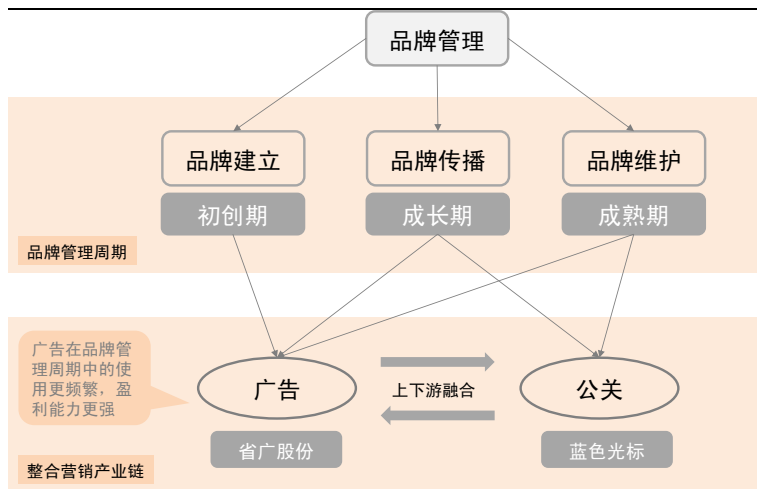
图 8: 品牌管理涵盖广告与公关



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

根据我们的分析以及国际营销传播集团的发展经验，在一个完整的品牌管理周期，企业希望广告与公关的介入时点有所区别；广告在品牌建立、品牌传播和品牌维护的整个周期中都起到了比较重要的作用，而公关活动一般是在企业品牌已经初步确立后，在品牌传播与品牌维护过程中起作用。

图 9: 广告在品牌管理周期中的使用更频繁



资料来源：中国银河证券研究部

从盈利占比来看，国际上比较成熟的营销集团中公关营收及利润占比一般在 10% 左右，广告及媒介管理的占比达到了 40% 甚至更多；以公关起家的蓝色光标(300058)在掌握资源后，大力收购广告公司也充分说明了广告在营销传播中的重要性。

表 6: 奥姆尼康近两年分业务收入情况

	Year Ended December 31, (Dollars in millions)					
	2010		2009		2010 vs 2009	
	Revenue	% of Revenue	Revenue	% of Revenue	\$ Change	% Change
Traditional media advertising	\$ 5,679.0	45.3%	\$ 5,301.4	45.2%	\$377.6	7.1%
CRM	4,547.9	36.3%	4,272.3	36.5%	275.6	6.5%
Public relations	1,145.7	9.1%	1,075.3	9.2%	70.4	6.5%
Specialty communications	1,169.9	9.3%	1,071.7	9.1%	98.2	9.2%
	<u>\$12,542.5</u>		<u>\$11,720.7</u>		<u>\$821.8</u>	<u>7.0%</u>

资料来源：奥姆尼康年报，中国银河证券研究部

四、国内广告营销行业面临发展机遇

国内广告行业存在巨大的发展空间

广告行业发展与一国宏观经济发展密切相关，对于国内的广告营销行业与经济发展阶段来说，中国人均广告支出及广告在 GDP 的占比都远低于发达国家，广告营销行业的集团化与集中化趋势将在未来的五到十年得到逐步展现；

国际广告营销行业的发展经验值得借鉴，尤其是随着国内企业收入规模与竞争力的提升，势必推动广告营销行业加快资本运作与并购整合，行业集中度有望逐步提升的同时，广告营销行业内领先企业的业绩也有望维持快速增长。

表 7: 人均广告支出以及广告支出的 GDP 占比 (2008)

	人均广告支出 (美元)	广告支出占GDP比例 (%)
中国	14.1	0.44
香港	470.5	1.52
日本	353.1	0.92
韩国	166.2	0.86
台湾	66.9	0.37
英国	372.5	0.85
美国	546.1	1.19

资料来源: ZenithOptimedia, 中国银河证券研究部

根据第三方机构的数据统计, 中国广告支出在未来三到五年将保持两位数增长, 并购整合与集中度的提升是大趋势。

表 8: 全球范围广告支出前十排名情况 (2009)

		Top Ten Countries by Advertising Spending Globally (US\$ in millions)							
		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	'09-'12 CAGR
1	United States	173,434	177,653	170,218	148,315	144,408	146,654	150,879	0.6%
2	Japan	46,419	46,763	44,947	41,163	39,837	39,897	40,709	-0.4%
3	Germany	26,404	27,628	27,540	24,852	24,490	25,164	26,057	1.6%
4	China	14,590	16,642	18,895	20,291	22,411	24,744	27,511	10.7%
5	UK	22,145	23,554	22,810	19,794	19,403	19,611	19,940	0.2%
6	France	14,474	14,928	14,946	13,533	13,746	14,194	14,580	2.5%
7	Brazil	7,784	9,742	11,563	11,679	13,062	13,836	15,027	8.8%
8	Italy	12,645	13,042	12,684	10,935	10,954	11,306	11,741	2.4%
9	Australia	8,831	9,832	10,177	9,636	9,866	10,207	10,534	3.0%
10	Canada	8,637	9,105	9,545	8,657	8,869	9,160	9,503	3.2%
	Worldwide	456,770	484,973	489,422	438,889	442,622	459,523	481,154	3.1%

资料来源: ZenithOptimedia, 中国银河证券研究部

广告业务历来是国际传播集团业绩贡献的最主要来源

广告与媒介管理作为营销产业链的最上游, 在知名国际传播集团的营收占比都达到四成左右, 成为企业盈利的最大来源。

表 9: WPP 在 2010 年分业务收入情况

Communications services	Revenue as a % of Total Group	Revenue growth % +/- 10/09	Headline operating profit as a % of Total Group
Advertising, Media Investment Management	39.9	7.0	46.4
Consumer Insight	26.2 ²	4.4	19.2
Public Relations & Public Affairs	9.0	4.3	10.9
Branding & Identity, Healthcare & Specialist Communications	24.9	5.0	23.5
Total Group	100.0	5.6	100.0

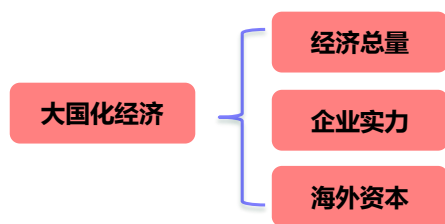
资料来源: WPP 年报, 中国银河证券研究部

五、为什么看好省广股份的收购？

外在驱动因素 1: 大国经济化推动传播服务的“集团化”

2010年，中国GDP总额超越日本成为世界第二大经济体，54家中国企业进入世界五百强，其中三家企业进入前十，大国经济为国内广告发展奠定基础；在2009年的直接投资流入国家排名中，中国以接近千亿美元的流入总量升至第二名。

表 10: 大国化经济推动大国传媒的发展



资料来源：中国银河证券研究部

从国际经验来看，美国广告行业发展早期阶段，广告主为了得到最佳的广告方案，往往采用多家代理的方式；随着整合营销传播的出现并逐步盛行，多家代理方式不利于企业统一广告战略的顺利实施，也不利于企业品牌的长期塑造，因此大的企业集团选择的广告代理商数目逐步减少。

国际企业巨头 IBM 曾经有 46 家广告代理公司，随着企业规模的扩大与影响力的提升，对于大型广告集团的需求逐步提升，因此 IBM 在 1994 年就辞掉了其中的 45 家广告代理公司，把所有广告代理业务转移给奥美处理；在 1999 年美国《广告时代》的调查中显示，在 40 家总部位于美国的跨国公司中，使用广告代理数量不超过四家的比例超过 65%，这也直接导致行业集中度的提升以及大型国际传播集团的快速发展。

全球最大的传播集团 WPP 在 2010 年的广告营业额达到 427 亿欧元，远超中国 2010 年广告经营总额（国家工商总局统计数据显示 2010 年中国广告经营额为 2340 亿元），收入和营业利润分别达到 93 亿欧元和 12 亿欧元；然而，随着收入规模的持续扩大，业绩增长速度趋缓，WPP 在 2010 年的收入同比增长 7.4%，公司预计 2011 年收入增长维持在 6% 左右的水平。

表 11: WPP 集团 2010 年分业务收入情况

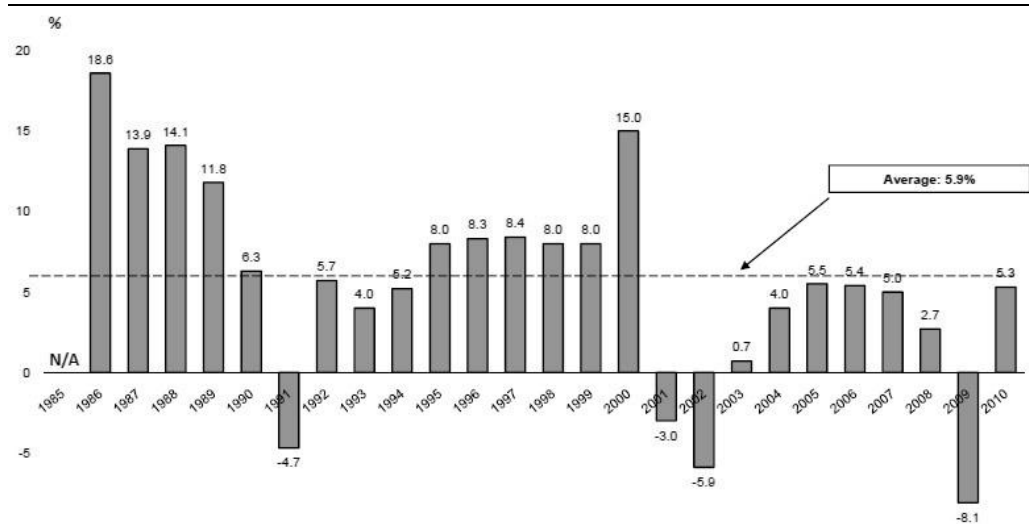
	2010 £m	2009 £m	% Change		
			Reported	Constant Currency	Like-for- like
Advertising, Media Investment Management	3,733.3	3,420.5 ¹	9.1	7.0	7.1
Consumer Insight	2,430.2	2,297.1	5.8	4.4	3.9
Public Relations & Public Affairs	844.5	795.7	6.1	4.3	3.7
Branding & Identity, Healthcare and Specialist Communications	2,323.0	2,171.0 ¹	7.0	5.0	4.5 ²
Total	9,331.0	8,684.3	7.4	5.6	5.3

资料来源：WPP 年报，中国银河证券研究部

包括蓝色光标在内的同行企业的快速收购以及整个广告营销行业集中度的逐步提升是公司收购的最重要的外在驱动因素。

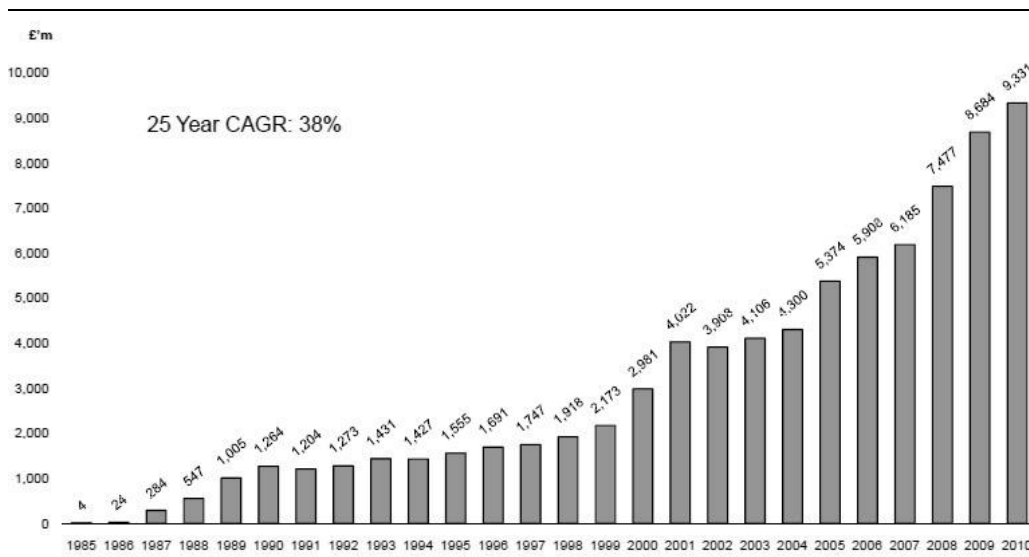
作为国际传播集团业务发展的典型代表，依靠内生增长与并购扩张并重的发展战略，WPP在25年的发展历程中由一家年收入只有400万英镑的小公司发展93.31亿英镑的传播巨头，收入增长了2000多倍，年复合增长率达到了38%。

图 10: WPP 自 1985 年以来的平均增长为 5.9%



资料来源: WPP 年报, 中国银河证券研究部

图 11: WPP 在最近 25 年的 CAGR 达到 38%



资料来源: WPP 年报, 中国银河证券研究部

表 12: WPP 最近四年收购对业绩贡献依然很大

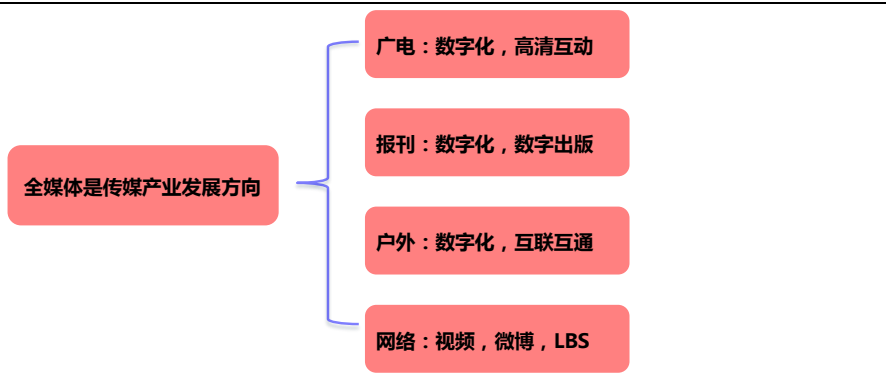
WPP	收购企业数量	内生增长	收购贡献	整体增长	汇率影响	增长 (英镑)
2007年	40	5.0%	3.2%	8.2%	-3.5%	4.7%
2008年	24	2.7%	6.3%	9.0%	11.9%	20.9%
2009年	13	-8.1%	13.0%	4.9%	11.2%	16.1%
2010年	25	5.3%	0.3%	5.6%	1.8%	7.4%

资料来源：中国银河证券研究部

外在驱动因素 2: 数字化技术推动整合营销产业链的“全媒体化”

数字化成为传媒行业主流发展方向，众多新媒体传播营销企业的产生为广告营销行业的并购整合提供了机遇；尤其是，随着网民增速趋缓，以往依赖用户驱动的行业规模高速增长开始回落，而国内互联网及新媒体企业去海外上市的难度越来越大，也为广告营销企业整合新媒体企业创造了机遇。

图 12: 全媒体是传媒未来发展方向



资料来源：中国银河证券研究部

表 13: 数字化方式逐渐成为国际传播集团的重要盈利来源

2010年	WPP	Omnicom	Publicis	IPG	Aegis	Havas	平均占比
集团总营收 (十亿美元)	14.4	12.5	7.2	6.5	2.2	2.0	
数字化营收 (十亿美元)	4.2	2.3	2.0	1.0	0.4	0.4	
数字化占比 (%)	29%	18%	28%	15%	18%	20%	21%
2009年	WPP	Omnicom	Publicis	IPG	Aegis	Havas	平均占比
集团总营收 (十亿美元)	13.6	11.7	6.3	6.0	2.5	2.0	
数字化营收 (十亿美元)	3.6	1.9	1.4	0.9	0.6	0.3	
数字化占比 (%)	26%	16%	22%	15%	24%	15%	20%

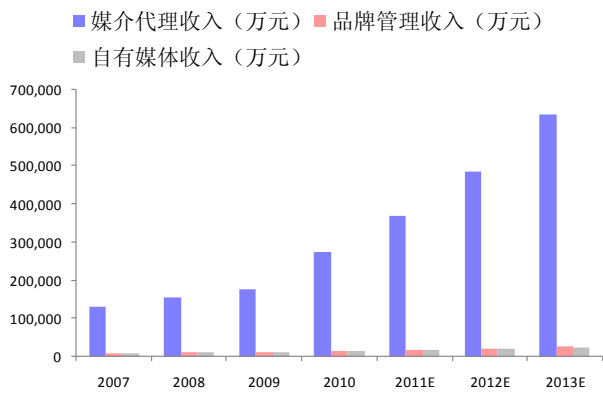
资料来源：中国银河证券研究部

内在驱动因素: 核心业务发展速度需要收购带动与协同

公司近几年媒介代理业务增长较快，但对于汽车行业的依赖较高；品牌管理作为公司重点发展的核心业务领域，在 07-09 年的收入复合增长率为 20%，07-09 年的毛利复合增长率为 21%，低于媒介代理业务的增长速度。

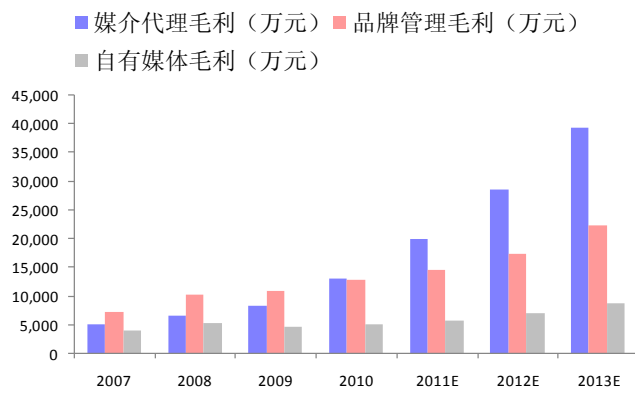
我们认为，作为核心的品牌管理业务发展趋缓，收购的协同与带动效应可以推动品牌管理与媒介代理相关业务持续快速发展，通过收购进入新的行业领域，一方面可以获取新的品牌管理客户，推动品牌管理核心业务的稳步快速增长，另一方面收购也有望成为公司媒介代理业务摆脱对于单一行业依赖的重要手段之一。

图 13: 公司近几年分业务收入情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

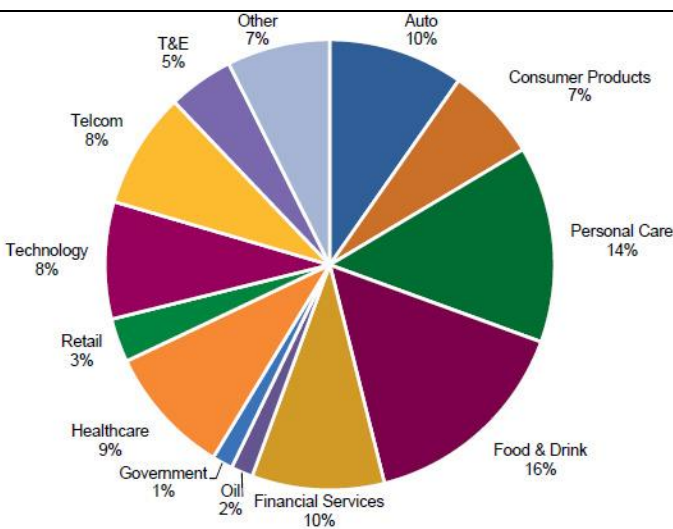
图 14: 公司近几年分业务毛利情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

从国际传播集团 WPP 的行业分布来看, 没有单一行业收入占比超过 20% 的情况, 主要行业的收入贡献比较均衡, 从而具备了较强的抗风险能力。

图 15: WPP 在 2010 年的分行业收入相对均衡



资料来源: WPP 年报, 中国银河证券研究部

蓝色光标的快速收购从侧面说明了行业整合大幕已经开启

蓝色光标自上市以来, 公司不断通过收购并购提升其市场份额, 以及扩充其广告公关各子行业的资源, 包括营销培训服务、互联网广告、微博营销、金融公关、地产广告、户外广告等, 在提升市场份额的同时为未来成长为中国一流的专业传播集团的战略目标奠定基础。

另外, 以网络为主体的新传媒在广告公关行业中的重要性日渐提高。蓝色光标收购了思恩客、美广互动等以网络为主要媒介的广告公司, 这将有利于整合资源, 降低开拓新业务的成本, 并凭借其各方资源持续占据行业地位。

表 14: 蓝色光标 2011 年股权/资本收购/并购

时间	投资方式	标的公司	金额 (万元)	投资比例	累计投资比例	经营特色
2011	股权投资	励唐会展	460	20%	20%	会展策划
2011	股权投资	华艺百创	250	25%	25%	微博营销
2011	收购并购	博思瀚扬	480	16%	84%	市场营销培训
2011	收购并购	思恩客	2,400	10%	10%	网络广告
2011	收购并购	思恩客	9,840	41%	51%	网络广告
2011.1	股权投资	金融公关	6,664	40%	40%	金融公关
2011.1	合资公司	娱乐传媒	102	51%	51%	娱乐营销
2011.1	收购并购	今久广告	43,500	100%	100%	广告代理、公关服务
2011.1	收购并购	美广互动	2,550	51%	51%	网络广告
2011.1	收购并购	精准阳光	17,450	51%	51%	户外广告
合计			83,696			

资料来源: 中国银河证券研究部

表 15: 蓝色光标在公关行业处于领先地位

2010年度TOP公司榜单			
(按公司品牌英文名排序)			
AcrossChina	信诺传播	MI	传智整合
APR	注意力	MR	嘉利公关
BlueFocus	蓝色光标	NTI	新势整合
D & S	迪思传媒	Ogilvy PR	奥美公关
Evision	时空视点	O & R	东方仁德
Fleishman Hillard	福莱国际	Push	普纳营销
Genedigi	际恒集团	RuderFinn	罗德公关
HighTeam	海天网联	Shunya	宣亚国际
Keypoint	关键点	Trends	趋势中国
Linksus	灵思传播	Weber Shandwick	万博宣伟

注: 伟达、博雅、爱德曼等公司因未提交问卷或数据不全未能上榜, 时空视点为新上榜公司, 该榜单最低分值53.5, 最低年营业收入为4500万元人民币。

资料来源: 中国公关业 2010 年度调查报告, 中国银河证券研究部

省广股份的收购优势

公司作为最大的本土广告公司, 依靠多年的品牌与数据积累, 同时借助上市带来的先发优势, 具备收购的有利条件:

- 国内广告营销行业市场规模很大，集中度非常低，为整合提供条件
- 众多新媒体公司的出现及海外上市日趋艰难为新媒体领域的收购提供了机遇
- 作为本土最优秀的广告企业以及唯一的 A 股广告上市公司，具备资金与品牌优势
- 公司成立 30 多年，管理层之间合作默契以及对行业的深刻理解

表 16: 公司今年以来的收购与合作情况

时间	合作方	合作方式	评估价值 (万元)	投资额 (万元)	股权占比	10年净利	对应10PE	利润预测 (万元)		
								2011年	2012年	2013年
2011年3月	重庆年度广告传媒有限公司	增资	16056	5620	25.93%	1795	9	2100	3200	4400
		股权转让	21676	5435	25.07%	/	/	/	/	/
2011年6月	广州旗智企业管理咨询有限公司	增资	918	955	50.98%	306	3	1500	2100	2900
2011年6月	北京合力唯胜体育发展有限公司	合资	/	255	51.00%	/	/	200	500	1000

资料来源：中国银河证券研究部

六、公司分业务业绩预测与展望

品牌管理业务：收购实现突破

作为公司的核心业务方向和竞争能力的体现，公司在品牌管理领域势必会通过内生拓展与外延收购的手段来实现突破。

表 17: 公司品牌管理收入和毛利预测

品牌管理	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入 (万元)	9,343	13,036	13,306	15,967	18,010	21,972	27,905
YOY		39.5%	2.1%	20.0%	12.8%	22.0%	27.0%
成本 (万元)	2,086	2,622	2,329	3,082	3,206	3,823	4,800
YOY		25.7%	-11.2%	32.4%	4.0%	19.3%	25.5%
毛利 (万元)	7,257	10,414	10,977	12,884	14,804	18,149	23,105
YOY		43.5%	5.4%	17.4%	14.9%	22.6%	27.3%
毛利率	77.67%	79.89%	82.50%	80.69%	82.20%	82.60%	82.80%

资料来源：中国银河证券研究部

媒介代理业务：业绩弹性较大

今年上半年，通讯和快销品成为公司增长最快的两个行业领域，多行业的拓展开始降低单一行业客户风险；另外，日本大地震造成了日系车在国内市场份额的较快下滑，我们认为日系汽车厂商为了夺取失掉的市场份额，有望加大力度进行广告宣传及活动营销，公司的主要客户都是日系汽车，也将受益于此。

市场担忧汽车行业下滑对公司盈利的负面影响，我们认为，汽车作为消费品，行业竞争逐年加剧，每年都有大量新车型推出，为了保证销量，需要在各类广告渠道进行宣传；作为人口

大国，国内汽车总量基数并不大，尤其是在二三线城市存在巨大的市场空间，各类汽车厂商为了保住并扩大市场份额，势必会持续加大力度进行广告宣传以及活动营销，同时汽车较快的更新周期也将推动销量的持续增长。

表 18: 公司媒介代理收入和毛利预测

媒介代理	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入 (万元)	132,898	155,936	178,133	275,844	370,458	498,637	676,650
YOY		17.3%	14.2%	54.9%	34.3%	34.6%	35.7%
成本 (万元)	127,692	149,200	169,667	262,713	350,120	469,317	634,698
YOY		16.8%	13.7%	54.8%	33.3%	34.0%	35.2%
毛利 (万元)	5,206	6,735	8,465	13,130	20,338	29,320	41,952
YOY		29.4%	25.7%	55.1%	54.9%	44.2%	43.1%
毛利率	3.92%	4.32%	4.75%	4.76%	5.49%	5.88%	6.20%

资料来源: 中国银河证券研究部

自有媒体业务: 择机介入, 稳步成长

国内二三线城市的户外媒体存在较大的空间, 公司后续有望持续选择标的进行资源的整合, 以保证自有媒体业务板块的稳步成长。

表 19: 公司自有媒体收入和毛利预测

自有媒体	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入 (万元)	9,752	12,496	13,580	16,047	18,390	21,609	25,779
YOY		28.1%	8.7%	18.2%	14.6%	17.5%	19.3%
成本 (万元)	5,615	7,182	8,755	10,851	12,965	14,089	16,731
YOY		27.9%	21.9%	23.9%	19.5%	8.7%	18.8%
毛利 (万元)	4,138	5,314	4,826	5,196	5,425	7,520	9,048
YOY		28.4%	-9.2%	7.7%	4.4%	38.6%	20.3%
毛利率	42.43%	42.53%	35.53%	32.38%	29.50%	34.80%	35.10%

资料来源: 中国银河证券研究部

对外收购: 稳步推进, 志在长远

公司上市以后对于收购的态度非常谨慎, 一方面通过前期比较来寻求更好的收购标的, 另一方面通过先了解市场再稳步介入的策略可以最大程度降低风险; 我们认为, 公司在内外多重驱动因素下, 经过一段时间的了解与分析, 有望加快收购步伐。

公司目前账面有 10 亿现金, 若以营销行业平均 10 倍 PE 的价格收购, 至少可以增加 1 亿元利润, 给予二级市场 30 倍的 PE, 市值增加 30 亿元, 几乎在现有基础上翻一倍; 公司目前 32 亿元的市值, 与蓝色光标 47 亿元的市值相比, 我们认为在两公司基本面并没有太大变化的情况下, 公司市值存在一定的低估; 对于公司而言, 收购是填补低估洼地的最好途径, 我们判断公司在未来两年以年均 2-3 亿元以上的规模进行收购将是大概率事件。

七、估值比较和目标价

表 20: 主要营销服务企业估值比较

代码	公司名称	股价	EPS (元)			PE			PB	市值 (亿元)	投资评级	股本 (亿股)
			2011-9-28	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E				
002400	省广股份	19.21	0.46	0.69	1.17	42	28	16	2.95	28.48	推荐	1.48
300058	蓝色光标	24.95	0.50	1.07	1.70	50	23	15	5.25	44.91	推荐	1.80

资料来源: 中国银河证券研究部

调整公司 11-13 年内生 EPS 分别为 0.64/0.90/1.22 元, 考虑收购贡献, 11-13 年 EPS 分别为 0.69/1.17/1.76 元, 对应 29 日收盘价 19.21 元的 PE 为 16 倍, 具备相对估值优势, 给予 12 年 22-25 倍 P/E, 合理估值区间为 26-29 元, 给予“推荐”投资评级。

七、主要风险

1、汽车行业持续下滑对业绩影响

我们认为汽车行业的短期下滑不会对公司业务造成明显影响, 但如果汽车行业景气度持续加速下滑, 而公司对于单一行业依赖未发生明显变化的情况下, 将对公司盈利造成负面影响。

2、收购进度低于预期

我们前面分析公司加快收购将是大势所趋, 但如果公司在收购方面决策过慢或者没有专业人才去推进收购, 将对公司现有业务及未来持续增长产生一定影响。

3、收购后的管理整合风险

收购公司的业绩有可能低于预期, 从而拖累公司整体业绩, 或者收购后整合不利导致收购失败也将对公司未来发展产生负面影响。

表 21: 省广股份三张表预测

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	1674.68	2051.12	2615.04	3468.03	营业收入	3078.63	4068.65	5422.25	7303.45
现金	909.48	1035.87	1175.26	1390.39	营业成本	2766.47	3663.01	4872.43	6562.15
应收账款	175.10	254.55	370.08	540.01	营业税金及附加	31.48	42.01	56.10	75.64
其他应收款	21.74	37.36	74.68	171.00	营业费用	152.81	191.86	252.99	337.14
预付账款	451.67	602.89	819.54	1136.98	管理费用	45.69	59.78	78.86	105.14
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-6.47	-12.94	-14.70	-17.06
其他流动资产	116.68	120.44	175.49	229.64	资产减值损失	2.04	1.96	1.94	1.92
非流动资产	56.87	66.57	79.35	99.50	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	29.13	30.59	31.17	31.76	投资净收益	4.75	14.35	57.78	112.48
固定资产	26.53	31.05	38.20	50.75	营业利润	91.36	137.32	232.40	351.00
无形资产	0.00	2.00	5.00	9.00	营业外收入	0.37	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1.21	2.93	4.98	8.00	营业外支出	0.37	0.00	0.00	0.00
资产总计	1731.55	2117.68	2694.39	3567.53	利润总额	91.35	137.32	232.40	351.00
流动负债	711.98	1008.28	1410.69	2020.69	所得税	23.21	34.30	58.11	87.85
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	68.14	103.02	174.29	263.15
应付账款	237.82	377.87	544.52	789.76	少数股东损益	0.38	0.60	1.00	1.51
其他流动负债	474.16	630.41	866.17	1230.93	归属母公司净利润	67.77	102.42	173.30	261.63
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	89.54	125.86	219.55	336.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.82	0.69	1.17	1.76
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债合计	711.98	1008.28	1410.69	2020.69					
少数股东权益	4.94	5.54	6.53	8.05	主要财务比率				
股本	82.37	148.27	148.27	148.27	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	763.48	697.58	697.58	697.58	成长能力				
留存收益	168.78	258.02	431.31	692.94	营业收入	50.2%	32.2%	33.3%	34.7%
归属母公司股东权益	1014.63	1103.87	1277.16	1538.79	营业利润	32.4%	50.3%	69.2%	51.0%
负债和股东权益	1731.55	2117.68	2694.39	3567.53	归属于母公司净利润	27.2%	51.1%	69.2%	51.0%
					获利能力				
					毛利率(%)	10.1%	10.0%	10.1%	10.2%
					净利率(%)	2.2%	2.5%	3.2%	3.6%
					ROE(%)	6.7%	9.3%	13.6%	17.0%
					ROIC(%)	78.7%	218.3%	212.0%	201.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	41.1%	47.6%	52.4%	56.6%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.35	2.03	1.85	1.72
					速动比率	2.35	2.03	1.85	1.72
					营运能力				
					总资产周转率	2.62	2.11	2.25	2.33
					应收账款周转率	17.19	18.94	17.36	16.05
					应付账款周转率	11.62	11.90	10.56	9.84
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.46	0.69	1.17	1.76
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.42	0.83	0.55	0.73
					每股净资产(最新摊薄)	6.84	7.45	8.61	10.38
					估值比率				
					P/E	42.03	27.81	16.44	10.89
					P/B	2.81	2.58	2.23	1.85
					EV/EBITDA	21.38	15.21	8.72	5.69

资料来源: 中国银河证券研究部

图表目录

图 1: 公司三大主营业务相互促进.....	5
图 2: 公司 2011 年半年报分业务收入占比.....	6
图 3: 公司 2011 年半年报分业务毛利占比.....	6
图 4: 公司收入呈现逐季增长态势.....	6
图 5: 毛利率和净利率趋于平稳.....	7
图 6: 公司在 11 年综合排名中位居第二.....	7
图 7: 2010 年度中国广告企业(非媒体服务类)广告营业额排名.....	8
图 8: 品牌管理涵盖广告与公关.....	9
图 9: 广告在品牌管理周期中的使用更频繁.....	9
图 10: WPP 自 1985 年以来的平均增长为 5.9%.....	13
图 11: WPP 在最近 25 年的 CAGR 达到 38%.....	13
图 12: 全媒体是传媒未来发展方向.....	14
图 13: 公司近几年分业务收入情况.....	14
图 14: 公司近几年分业务毛利情况.....	15
图 15: WPP 在 2010 年的分行业收入相对均衡.....	15
表 1: 公司未来收购预测.....	2
表 2: 公司分业务收入与毛利率核心假设.....	4
表 3: 公司市占率逐年上升.....	7
表 4: 公司在 06-08 年营业额始终位于前十.....	8
表 5: 公司创意能力业内领先.....	9
表 6: 奥姆尼康近两年分业务收入情况.....	10
表 7: 人均广告支出以及广告支出的 GDP 占比 (2008).....	10
表 8: 全球范围广告支出前十排名情况 (2009).....	11
表 9: WPP 在 2010 年分业务收入情况.....	11
表 10: 大国化经济推动大国传媒的发展.....	12
表 11: WPP 集团 2010 年分业务收入情况.....	12
表 12: WPP 最近四年收购对业绩贡献依然很大.....	13
表 13: 数字化方式逐渐成为国际传播集团的重要盈利来源.....	14
表 14: 蓝色光标 2011 年股权/资本收购/并购.....	16
表 15: 蓝色光标在公关行业处于领先地位.....	16
表 16: 公司今年以来的收购与合作情况.....	17
表 17: 公司品牌管理收入和毛利预测.....	17
表 18: 公司媒介代理收入和毛利预测.....	18
表 19: 公司自有媒体收入和毛利预测.....	18
表 20: 主要营销服务企业估值比较.....	19
表 21: 省广股份三张表预测.....	20

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

许耀文，传媒与互联网行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn