

传媒

省广股份 (002400.SZ) / 17.50 元

新媒体与并购，成就中国未来传播龙头

独到见解：

我们对于省广股份的三大业务（媒介代理、品牌管理、自有媒体）进行了充分的分析和阐述，并且对省广股份未来进一步成为本土传播龙头的发展途径和中国营销行业的发展趋势和前景做了充分的论证和分析。

投资要点：

1. 中国广告行业存在再次爆发的可能

中国广告行业已经进入到稳定的发展阶段，未来会逐步进入到行业的快速整合阶段，而随着中国消费市场的升级和品牌竞争的升级，以及新媒体营销的大量采用，两者的发生意味着未来中国广告行业还是会存在再次爆发的可能。

2. 公司的三大主营业务支撑公司的稳健发展。

省广股份的媒介代理业务处于厚积薄发阶段，未来有望通过集中采购和买断式采购方式进一步提高毛利率，预计近几年还有 3%~6% 的提高空间。而品牌管理业务是公司的核心业务，凭借文化的接近，人才的优势，和强大的执行力，仍然将进一步发展。而自有媒体业务，公司仍将采取择机选择的态度，稳健发展。

3. 并购、新媒体营销、三跨助省广进入发展的快车道

凭借并购、新媒体营销、跨区域跨行业和跨国别的发展，公司有望进入到发展的快车道，公司便捷的融资渠道、强大的客户粘性、强大的人才优势和本土文化优势，有望在中国广告行业的再次爆发和整合中抢得先机，从而快速提高市占率，奠定本土传播龙头的位置。

4. 投资建议

我们预计省广股份未来三年的业绩分别为 0.77 元，1.11 元和 1.56 元，我们看好省广股份作为中国营销龙头的潜质，以及未来几年省广股份的高速增长，我们维持公司“强烈推荐”评级，目标价位 23 元~25 元。

风险提示：

1. 武汉地铁招标事件可能对公司的负面影响
2. 大客户流失和核心人员流失的风险
3. 并购后整合的风险
4. 主要业务行业，汽车行业和消费品行业受经济下滑的风险

主要财务指标

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	3717	4717	5811	7023
同比增速(%)	21%	27%	23%	21%
净利润(百万)	99	149	215	301
同比增速(%)	46%	50%	44%	40%
每股盈利(元)	0.67	0.77	1.11	1.56
市盈率(倍)	26.20	22.65	15.70	11.21

证券分析师：高利
 执业编号：S0360209120018

联系人：顾佳 廖玉玲
 Tel: 021-50583558
 Email: gujia@hczq.com

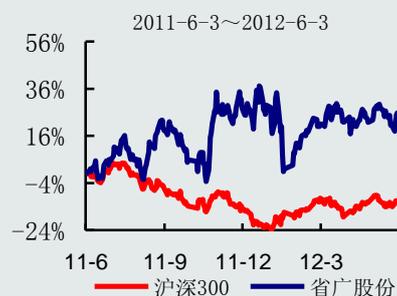
投资评级

投资评级：强推
 评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	19275
流通 A 股/B 股(万股)	10610/0
资产负债率(%)	43.8
每股净资产(元)	6.33
市盈率(倍)	22.65
市净率(倍)	2.77
12 个月内最高/最低价	25.55/16.18

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《数字运营系统投入使用，营销行业尚未进入寒冬》 2012-05-24
- 《一季报符合预期，后期外延式扩张有望加速》 2012-04-20
- 《业绩符合预期，整合营销步伐加快》 2012-03-28

目 录

一、中国广告行业——存在再次爆发可能	5
(一) 与狼共舞，中国广告行业方兴未艾	5
(二) 行业稳健增长，大型广告公司脱颖而出	6
1、广告公司存在的合理性	8
2、广告行业与宏观经济环境的相关性	8
(三) 并购、新媒体营销、海外市场——引领中国广告再次爆发	9
二、媒介代理、品牌管理、自有媒体——三驾马车保证稳健增长	10
(一) 媒介代理业务厚积薄发	11
(二) 品牌管理业务百尺竿头	13
1、文化接近的优势	14
2、人才的优势	15
3、运营和执行的优势	16
4、二三线城市和本土媒体的优势	16
(三) 自有媒体业务“择机发展”	16
三、并购、新媒体营销、三跨——三箭齐发助省广再攀高峰	18
(一) 通过并购构造整合传播营销体系	18
(二) 向新媒体营销市场进军	22
(三) 向跨区域跨行业跨国别稳步推进	25
1、省外业务加速发展	25
2、跨行业快速拓展	26
3、积极进军海外市场	28
四：盈利预测和投资建议	28
(一)：业绩预测核心假设与盈利预测	28
(二)：估值与投资建议	29
五：风险提示	31

图表目录

图表 1	广告行业产业链.....	5
图表 2	中国本土广告公司的发展历程.....	5
图表 3	部分跨国广告公司早期在中国大陆成立合资公司情况.....	6
图表 4	历年前十位合资公司广告公司营业额之和占广告公司营业额比重.....	6
图表 5	中国广告公司分类.....	7
图表 6	中国历年广告行业营业额.....	7
图表 7	各国广告业排名和预测.....	8
图表 8	各国广告业排名和预测.....	8
图表 9	全球经济与 WPP 业务收入对比.....	9
图表 11	省广股份三大主营业务收入.....	10
图表 12	省广股份三大主营业务毛利率.....	10
图表 13	中国广告公司的分类.....	10
图表 14	媒介代理的流程.....	11
图表 15	广告主眼中的市场主导力量变化.....	12
图表 16	2008-2009 广告主制定预算的主要方法.....	13
图表 17	广告主营销推广费用占企业销售额比例.....	13
图表 18	公司品牌管理流程.....	13
图表 19	省广的长期合作客户.....	14
图表 20	广告主选择广告公司最看重的因素.....	14
图表 21	国外营销公司失败案例——立邦漆广告.....	15
图表 22	国外营销公司失败案例——丰田车广告.....	15
图表 23	省广员工结构.....	15
图表 24	公司的主要客户.....	16
图表 25	武汉地铁二号线走向示意图.....	17
图表 26	公司在成都春熙路霓虹灯户外广告.....	17
图表 27	公司的公交车站台广告.....	17
图表 28	2009 年广告主投放数字户外媒体情况.....	18
图表 29	中国户外广告历年经营额（单位：亿元）.....	18
图表 30	公司的整合营销战略.....	19

图表 31	省广的两起重要收购分析.....	19
图表 32	省广为美的做的整合营销（平面媒体）.....	20
图表 33	省广为美的做的整合营销（电视媒体）.....	20
图表 34	中国的 CR4 和 CR8 的集中度.....	21
图表 35	1981~2001 年全球广告市场跨国并购情况.....	21
图表 36	2006 年美国营业收入前十位的广告集团所占比重及集中度情况.....	21
图表 37	网络广告产业链.....	22
图表 38	中国网络广告市场规模及增速.....	22
图表 39	中国手机广告市场规模.....	22
图表 40	2001-2010 年美国部分媒体广告收入对比.....	23
图表 41	美国互联网不同广告主投放规模.....	23
图表 42	历年投放费用在不同媒体间的分配比例.....	23
图表 43	省广新媒体营销的两个部门.....	24
图表 44	省广制作的广汽本田雅阁会网络广告.....	24
图表 45	省广制作的广汽本田雅阁会网络广告.....	24
图表 46	中粮悦活与开心网的合作营销.....	25
图表 47	索尼的病毒式营销.....	25
图表 48	省广历年各区域占比情况.....	26
图表 49	省广 2011 年区域发展情况.....	26
图表 50	2004-2008 年中国各行业广告投放额.....	26
图表 51	省广 2009 年各行业客户分布.....	26
图表 52	金融业 2009 年四大传统媒体广告投放增幅.....	27
图表 53	2008~2009 年三大运营商通信类广告费用对比.....	27
图表 54	公司正在努力开拓其他领域的客户.....	27
图表 55	韩国第一企划国内外收入对比.....	28
图表 56	日本电通国内外收入对比.....	28
图表 57	省广股份分业务收入与成本预测（单位：百万）.....	29
图表 58	蓝色光标大规模收购前的对应 PE.....	29
图表 59	省广历年收入（单位：亿）和市场占有率.....	30
图表 60	日本排名前三广告公司经营额占全国比重.....	30
图表 61	2009 年和 2010 年中国营业额排名前 10 名的广告公司.....	30

一、中国广告行业——存在再次爆发可能

(一) 与狼共舞，中国广告行业方兴未艾

广告行业主要是指代理广告业务或提供相关营销传播服务的广告公司与承揽并发布广告的广告媒介在同一市场上的相互关系的集合。广告行业的主体是广告公司、广告主和媒体，其中广告公司主要肩负着广告策略制定、广告市场调研、广告创意和制作、媒介计划发布和监测、广告效果评估等职能。

图表 1 广告行业产业链



资料来源：华创证券研究所 公开资料

广告行业古之即有，而现代广告公司的成立，要追溯到 1869 年 N.W.艾耶父子广告公司在美国费城的成立，这也是世界上第一家按当今广告公司运作方式运作的广告公司。

而中国的广告行业相对于国外广告行业，发展时间较晚，中国一直到 1979 年，才成立了以省级行政区域划分的 18 家国有广告公司，从此拉开了中国广告行业和中外广告公司在中国发展的序幕。

图表 2 中国本土广告公司的发展历程

发展阶段	发展特征
破冰领航 (1979 年~1989 年)	1979 年成立了以省级行政区划命名的国有广告公司 18 家，这其中就包括广东省广告公司、北京广告公司和上海广告公司。而这段时间内，中国广告业也迎来了一个迅猛的发展，缔造了像健力宝、燕舞和太阳神这样的品牌神话
与狼共舞 (1990 年~1999 年)	随着 1992 年中国广告市场的部分对外开放，国际 4A 公司大举进军中国，而随着实力媒体和传立媒体的成立，国际化合资公司大受市场欢迎，中国本土广告公司迎来艰难时刻
绝地反击 (2000 年~现在)	进入 21 世纪以后，随着 WTO 的开放条款，本土广告公司跟其他很多行业的本土公司一样，非但没有进入衰落期，反而走出了一条适合自己道路。资源性广告公司北京未来，综合代理型的省广，户外广告分众传媒都取得了快速的发展，另外很多本土的数字媒体，顾客关系，互动等行业细分公司也纷纷成立，中国本土广告迎来绝地反击时期

资料来源：华创证券 《本土广告公司的生存法则》

正如第二阶段显示的那样，一直到 1985 年，才在天津成立了第一家中外合资广告公司——天津联谊广告公司，而这也拉开了外资广告公司大举进入国内广告市场的大幕，同时也标示了中国的广告公司从此告别了原始的和粗放式的成长状态，进入到一种专业化，精细化，规模化的发展阶段。

图表 3 部分跨国广告公司早期在中国大陆成立合资公司情况

跨国广告公司	国内合作对象	合资公司名称	成立年份
电扬	中国国际广告公司	电扬广告有限公司	1986
奥美	上海广告有限公司	上海奥美广告有限公司	1992
麦肯	光明日报	麦肯·光明广告有限公司	1992
BBDO	中国广告联合总公司	天联广告有限公司	1991
Grey	国安广告公司	精信广告有限公司	1992
盛世	长城工业、天马旅游	盛世长城广告有限公司	1992
DDB	北京广告有限公司	恒美广告有限公司	1992
电通	大诚广告、中国国际广告有限公司	北京电通广告有限公司	1994
博报堂	上海广告有限公司	上海博报堂广告有限公司	1996
李奥贝纳	韬奋基金会	李奥贝纳广告有限公司	1992

资料来源：华创证券 《蔚蓝智慧：解读十大跨国广告公司》

对于本土广告公司来说，外资合资广告公司凭借品牌、经验和人才的优势，在最早时期与本土营销公司的竞争中处于绝对的优势，并且也对中国的本土广告主和本土广告公司起到了一个启蒙和教育的作用，但随着本土广告公司和本土品牌的崛起，外资广告公司和本土广告公司各自占据了广告市场的半壁江山。

图表 4 历年前十位合资公司广告公司营业额之和占广告公司营业额比重



资料来源：华创证券研究所 《现代广告》

（二）行业稳健增长，大型广告公司脱颖而出

中国现今的广告公司主要分为三类：分别是大型综合性广告公司、媒体依托型广告公司、专项型广告公司。

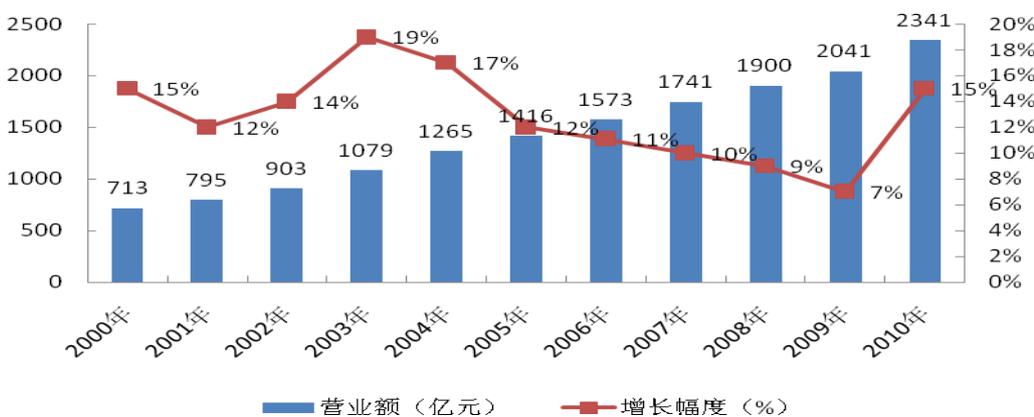
图表 5 中国广告公司分类

企业类别	业务描述	收入来源	代表企业	
大型综合性广告公司	跨国广告公司	全面提供系统化广告整合营销传播服务, 包括: 品牌规划、品牌诊断、CIS 设计、广告策划、创意、设计与制作、市场调查与研究、市场营销咨询、卖场终端建设、促销活动、公关活动、包装设计、媒介策划、媒介发布等	品牌管理收入, 媒介代理收入	李奥贝纳、盛世长城、奥美、麦肯光明等
	本土广告公司	主要进行各类媒体的代理或专属于特定的媒体, 以代理特定单位媒体的广告业务为主	品牌管理收入, 媒介代理收入, 自有媒体收入	省广股份
媒体依托型广告公司	媒体代理	利用自有媒体代理发布广告	媒体代理收入	未来广告, 中视金桥
	自有媒体经营	为客户提供广告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、渠道研究、消费者调查等	广告发布收入	白马户外
专项型广告公司	营销咨询类广告公司	专门为客户提供商标设计、包装设计、店面设计、广告宣传品的设计等	市场调研与咨询收入, 部分广告设计等收入	零点咨询
	设计类广告公司	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, 为综合型广告公司提供专项制作服务	设计收入	众多
	制作类广告公司		广告制作收入	众多

资料来源: 华创证券 公司资料整理

中国广告行业在经历了接近 30 多年的发展后, 到现在, 已经进入到了一个发展的稳定期, 近几年仍然保持在 10% 以上的增长, 这也与中国近些年经济发展逐渐过渡到消费升级和品牌升级的发展阶段相关, 根据实力传播的相关预测, 2010 年后, 中国的广告规模将超过德国, 成为世界第四。

图表 6 中国历年广告行业营业额



资料来源: 华创证券研究所 《现代广告》和国家工商总局

另一方面, 尽管中国的广告行业增长迅速, 但占 GDP 的比重仍然不足 1%, 而美国、日本等国的广告产业占 GDP 比重早已超过 2%, 中国广告行业与美国、日本等广告强国发仍然有不小的差距。

图表 7 各国广告业排名和预测

2007 年排名	国家	2010E	国家
1	美国	1	美国
2	日本	2	日本
3	英国	3	英国
4	德国	4	中国
5	中国	5	德国
6	法国	6	俄罗斯
7	意大利	7	巴西
8	西班牙	8	法国
9	巴西	9	意大利
10	韩国	10	韩国

资料来源：华创证券 实力传播

尽管中国的广告产业规模不断增大，已经接近 3000 亿元，并且支撑着很多行业，包括互联网，电视台等众多行业的发展，但直到现在，很多人对于广告行业仍然存在着很大的疑问：特别是关于广告公司存在的合理性以及广告行业与宏观经济情况的相关性的问题。

1、广告公司存在的合理性

市场上很多人质疑广告公司存在的合理性，也有很多人对广告公司的可替代性存在疑问，实际上，广告公司的市场调研，以及对客户产品的分析，广告计划，广告预算的分配，广告设计和制作，广告结果的评估等业务上都要求高度的专业性和客观性，特别像市场调研，广告设计和制作，广告结果测定，对于很多企业来说，都无法做到结果的客观和方法的严谨，也没有精力和人力去完成这些任务，而对于媒介代理业务，则是通过专业的广告公司，可以起到节省成本的作用。

所以尽管对于很多广告公司来说，一些大的广告主虽然拥有自己的市场部和销售部，但仍然无法替代广告公司的作用，首先是因为广告公司的专业性非常强，其次是广告公司拥有大量人才和资源优势，然后就是广告公司的执行力比较强，两者在职能上是上下游互补的关系。

2、广告行业与宏观经济环境的相关性

市场上很多人担心中国宏观经济走势与整个广告市场走势的相关性，认为一旦经济不好，广告行业乃至很多广告公司都会陷入极大地困境，根据《现代广告》对于宏观经济与广告行业的相关性分析，中国的广告市场与宏观经济的走势有着高度的相关性，广告经营额与 GDP 以及社会销售品零售总额的皮尔森相关系数达到 0.981 和 0.992。

图表 8 中国广告行业与宏观经济的关联性

	指标	国内生产总值	社会销售品零售总额
广告经营额	Pearson 相关系数	.981* *	992* *
	Sign. (2-tail)	.000	.000
	N	27	27
国内生产总值 (GDP)	Pearson 相关系数	1	993* *
	Sign. (2-tail)		.000
	N	27	27

资料来源：华创证券 《现代广告》和《中国广告统计年鉴》

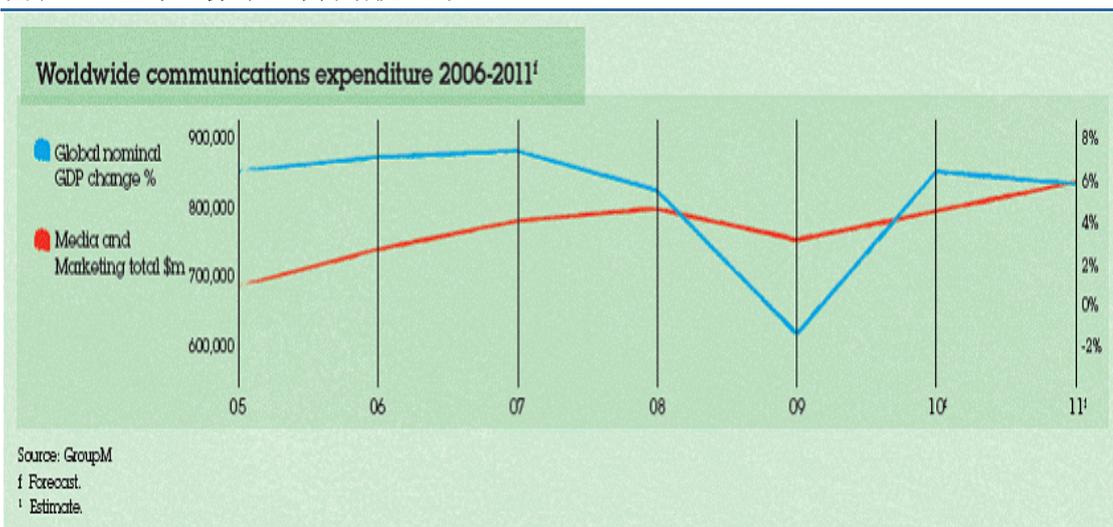
但另一方面，我们也要指出的是，尽管宏观经济与广告营销市场存在着很大的相关性，但对于一些营销巨头来说，特别像 WPP、宏盟公司这样的营销巨头，宏观经济的下滑对其的影响并不明显，我们认为主要是以下三个原因：

第一主要是由于这些比较大的营销公司，其客户也主要是像宝洁、联合利华、本田和丰田这样的大客户，其制定的营销方案通常都是提前两三年制定，并且具有一定的持续性，除非经济出现持续的下滑，否则并不会过多的减少营销投入；第二点就是因为很多大的营销公司的客户主要是偏向于汽车，消费品，医药这些抗经济周期的客户，所以这些行业的客户本身就不太受经济环境的影响，自然也就不太影响公司的业绩；最后一点，对于很多大的营销公司来说，一旦遇到经济危机，当整个营销行业进一步恶化的情况下，大的营销公司很多都会选择并购一些营销企业，因为相对来说，并购的成本会更加的低，所以通过持续的并购来保证公司的业绩。

所以在对待宏观经济下滑与营销行业的相关性方面，我们认为还是应该一分为二的看待：

对于那些客户比较单一，客户行业比较单一或者偏向于以房地产行业等周期性行业的广告公司的业绩会随之快速下滑，而对于客户较多，且客户行业偏向于消费品等逆周期的行业，以及拥有充足的现金的营销巨头，经济下滑对其影响较小，甚至有时会是正影响（我们通过了解，广汽本田和宝洁在 2008 年金融危机的时候反而是进一步加大了营销投入，反而是在 2009 年时减少了营销投入，因为当产品卖的特别好的时候，反而并不是那么需要广告营销）。

图表 9 全球经济与全球营销投入对比



资料来源：华创证券研究所 WPP 年报

（三）并购、新媒体营销、海外市场——引领中国广告再次爆发

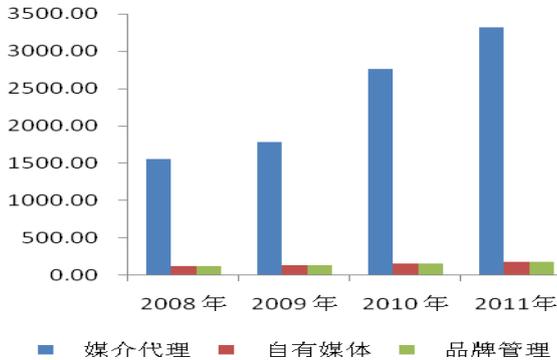
未来我们判断中国广告行业的发展趋势，将主要体现在三点上：

- 1、越来越多的广告主将逐步减少对于传统媒体上的营销，特别像报纸，杂志，以及广播等传统媒体，而更多的营销投入将会投入到一些互联网、手机等新媒体，并且更加注重互动营销、精准营销（中国今年营销市场，一季度互联网广告同比增长 37%，远高于广告行业增长）；
- 2、更多的营销企业将会与资本紧密结合，大规模大体量的并购将会快速增加，特别是一些本土营销龙头，将会凭借资本的力量，迅速做大做强；
- 3、本土的广告公司将越来越多的跟随本土知名企业进军海外市场，例如联想、海尔等，本土营销公司的海外收入占比开始快速提高。这三点趋势我们将在报告的第三段重点介绍。

二、媒介代理、品牌管理、自有媒体——三驾马车保证稳健增长

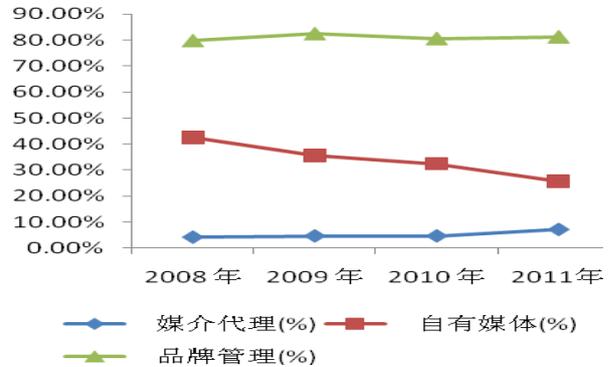
省广股份是中国本土最优秀的大型综合性广告公司之一、国家一级广告企业。公司主营业务是为客户提供整合营销传播服务，具体包括品牌管理、媒介代理和自有媒体三大类业务。

图表 11 省广股份三大主营业务收入



资料来源：华创证券 公司公告

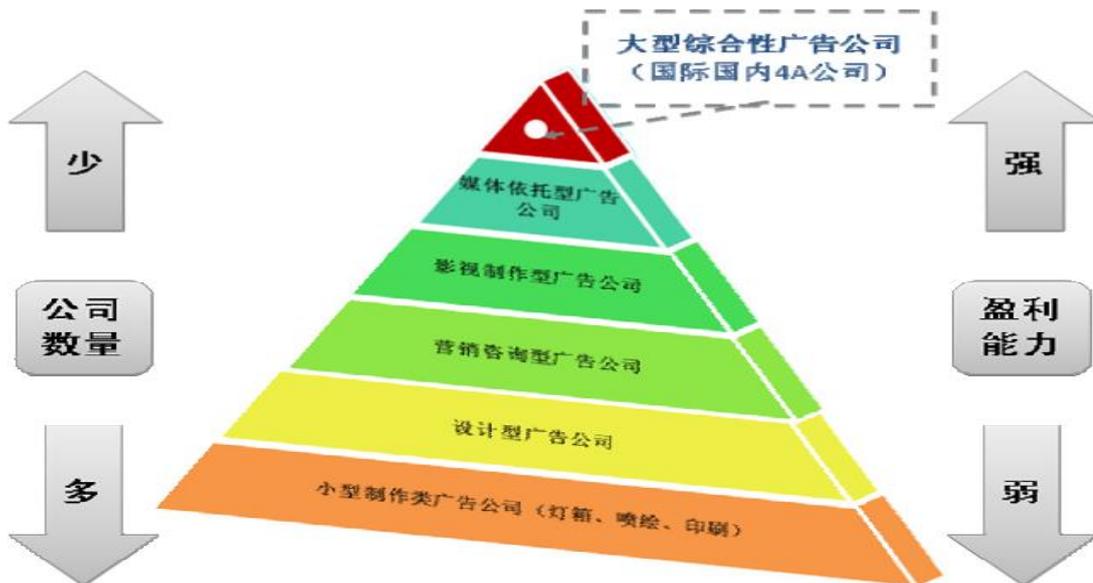
图表 12 省广股份三大主营业务毛利率



资料来源：华创证券 公司公告

从广告公司的分类来看，省广股份属于大型综合性广告公司，也毫无疑问的站在了广告行业产业链的顶端（广告公司主要分为大型综合性广告公司，媒体依托型广告公司，影视制作型广告公司，营销咨询型广告公司，设计型广告公司，小型制作类广告公司）。

图表 13 中国广告公司的分类



资料来源：华创证券研究所 公司公告

追溯省广股份的历史，省广股份成立于 1979 年，主要隶属于广东省对外经济贸易委员会，而当时很多省份也成立了很多对外经济贸易委员会，但最终这些广告公司大多数都在中国广告的发展历史中消失了，又或者像上海广告公司等跟国外的跨国广告公司合并了，唯独广东省广告公司还存在着，最主要原因是公司身处中国改革的最前沿，虽然一开始借助于资源的垄断优势，公司发展的还不错，但公司居安思危，在 2001 年 9 月 12 日向广新集团递送了《关于广东省广告公司申请改制的请示》，而广新集团在 2002 年 7 月 18 日同意以 2038 万元基数，将 70% 的国有产权转让给广告公司内部职工，所以，从某种意义上，省广并不是传统的国有企业，或者说，如果省广还是传统的国有企业，它就已经消失了。

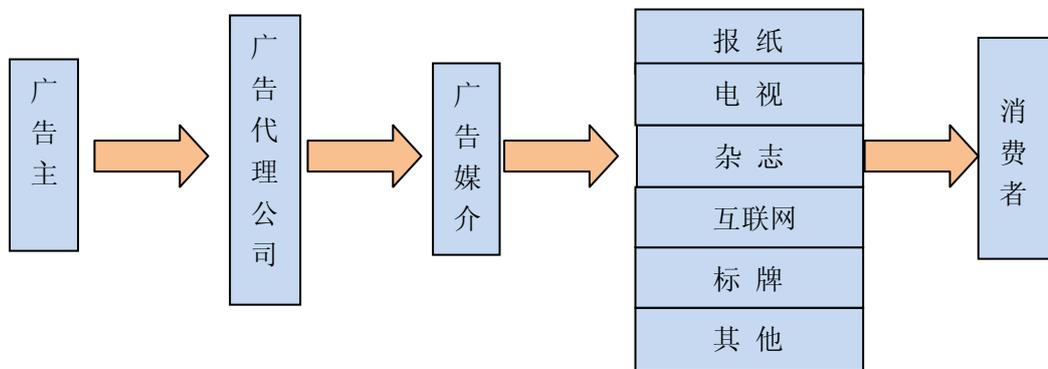
可以说，公司之所以没有像其他省的广告公司一样最终亏损消失或者选择跟跨国广告公司合作，公司的顺利转制，是公司发展历史上极为关键的一步，而公司的顺利改制，不仅让公司仍然保有广东省国有企业的背景（这有助于未来稳定住广东省重要广告客户的资源），同时，2002 年的成功转制，也成功的打开了公司市场化的大门，为公司留住和引进骨干专业人才，并为接下来跟国际 4A 广告公司的竞争奠定了良好的基础。

（一）媒介代理业务厚积薄发

媒介代理的概念主要来自国际 4A 广告公司，国际 4A 广告公司原是美国代理商协会的简称（全称为 American Association of Advertising Agency）该协会在 1917 年成立于美国，是世界最早的广告代理商协会。该协会呼吁媒介保证支付广告刊登费的 15% 的佣金给广告公司作为媒介代理费，以促进广告主雇用广告公司提供专业服务（如日本是在 1944 年确立了 15% 的代理费制度）。

从广告行业的发展情况来说，媒介代理的产生并不是偶然的的结果，而是一种必然，首先对于广告主来说，其在大量的广告投放过程中，必然要考虑广告投放的效果和成本节约，并且也需要考虑自己的精力和时间（其不可能花费大量的时间和精力去跟一家家的媒介去谈判），所以需要媒介代理公司来帮助其代理广告业务；而对于媒体来说，面对如此大量的广告主，其也没有时间和人手去寻找大量的广告主，是需要媒介代理公司来帮助其挖掘客户的。两者的刚性需求直接导致了广告公司的媒介代理业务的产生。

图表 14 媒介代理的流程

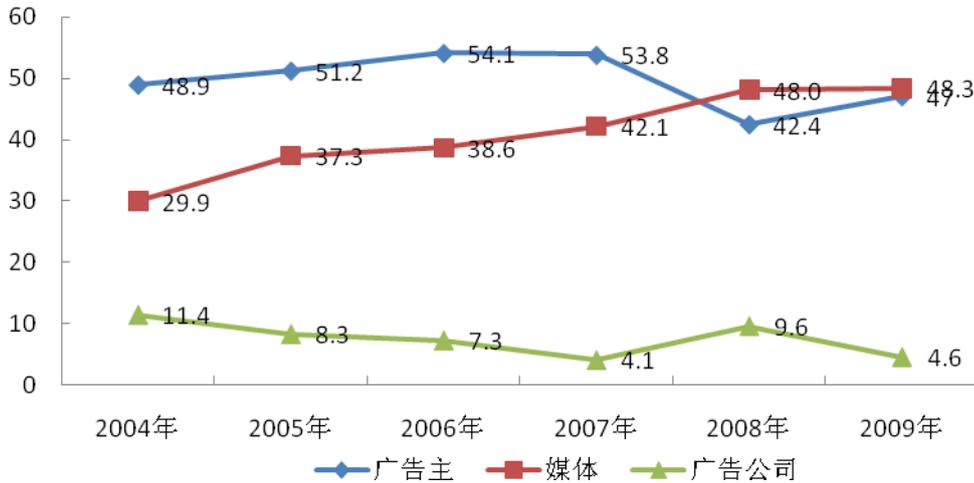


资料来源：华创证券研究所 《广告 公关战》

中国的媒介代理近年来也存在着不少的问题，一方面受到强势媒体（包括央视等）的挤压（而与国外相比，中国的媒体资源大多是一种垄断资源，特别对于像央视等核心媒体资源，更是享有一种绝对的话语权。由于我国允许媒体可以兼营广告公司，所以这也直接导致了中国的很多强势媒体绕过了广告代理公司，从而直接经营相关的广告公司，使得在一定意义上使媒体可以直接面对广告主，从而进一步增加其广告收入，但却给更多的广告公司的发展带来了阻碍）。

而另一方面，中国的很多广告公司也受到包括类似宝洁这样的广告主的挤压，所以夹在两头中间，利润不断被摊薄。正因为受到两头强势的挤压，导致了媒介代理行业的恶性竞争不断加剧，甚至出现了“零代理”的情况。

图表 15 广告主眼中的市场主导力量变化



资料来源：华创证券研究所 2009~2010 中国广告生态调研

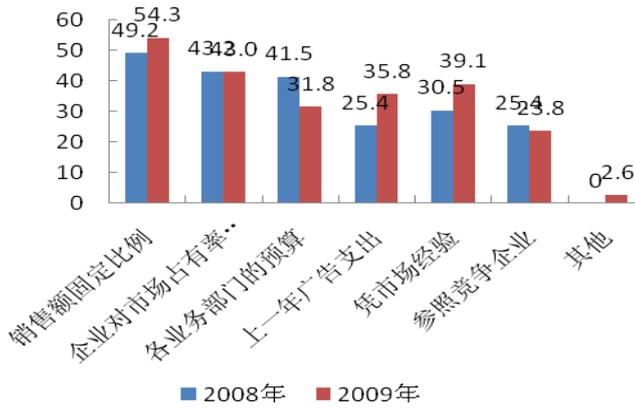
媒介代理是省广的主要业务之一，正如我们上文所说，媒介代理由于上述原因的存在，公司的毛利率一直存在着过低的问题（公司的媒介代理业务毛利率非常低，这主要是由于公司的会计记账的问题，由于按照相关要求，公司把客户的垫付资金也算做了自己的营业收入，这就造成了营业收入过大的问题），实际上，按照国外营销公司的情况，客户的垫付资金并不能算作营销收入。当然了，尽管存在垫付资金算作营业收入造成毛利率过低的情况，但我们仍然判断公司媒介代理业务存在毛利率上升的空间，公司未来的规划是将临时性的采购变为集中式的采购，公司之前已经与 13 家媒体签订了合作协议，从而进一步提高毛利率：

未来公司的媒介代理毛利率有望通过上述的媒介集中采购（主要是以现有的大量的媒介代理客户为基础，从而借助资本力量，遵照国际 4A 公司的运营模式，以预付款的方式集中进行采购，比如公司通过跟 13 家媒体包括《扬子晚报》《钱江晚报》《京华时报》等媒体的预付款的方式，变临时性的采购为集中采购性采购，从而使得公司可以获得按实际广告投放额的一定比例（2%~8%）的额外优惠）或者媒介买断式采购，从而达到毛利率的提升。

但另一方面，我们并不认为毛利率提升的幅度会达到市场所期盼的 20%~30% 甚至更高，一方面，很多大的广告主例如宝洁，已经在考虑直接跟媒体进行合作，绕开了广告公司；另一方面，通过央视的招标我们也可以清楚地发现，对于很多知名广告主来说，强势媒体的投放进一步加大是大势所趋，而对于很多强势媒体例如央视和 SMG 以及湖南卫视来说，买断式媒介采购可能性不大（强势媒体更多的是给予跟自己关联的公司），而即使是集中采购，这些强势媒体也不大可能给予很高的折扣，所以对于一些二线媒体，集中采购确实会提高一定的毛利率，但提升的幅度也依然有限，因为这些媒体也会一定程度上考虑其他广告公司的接受程度。所以，从上述的分析来说，公司的媒介代理毛利率未来会有一定的提升，但提升的空间并不如市场所预期的那么大。

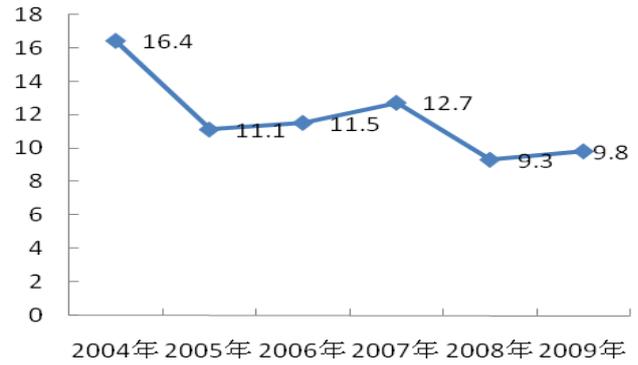
所以未来公司媒介代理的发展仍然是主要依靠进一步吸引广告主的投放数额和新的广告主以及通过媒介集中式采购来提升。我们判断未来公司媒介代理的毛利率仍然有 3%~6% 的提升空间。

图表 16 2008-2009 广告主制定预算的主要方法



资料来源：华创证券 2009-2010 中国广告生态调研

图表 17 广告主营销推广费用占企业销售额比例

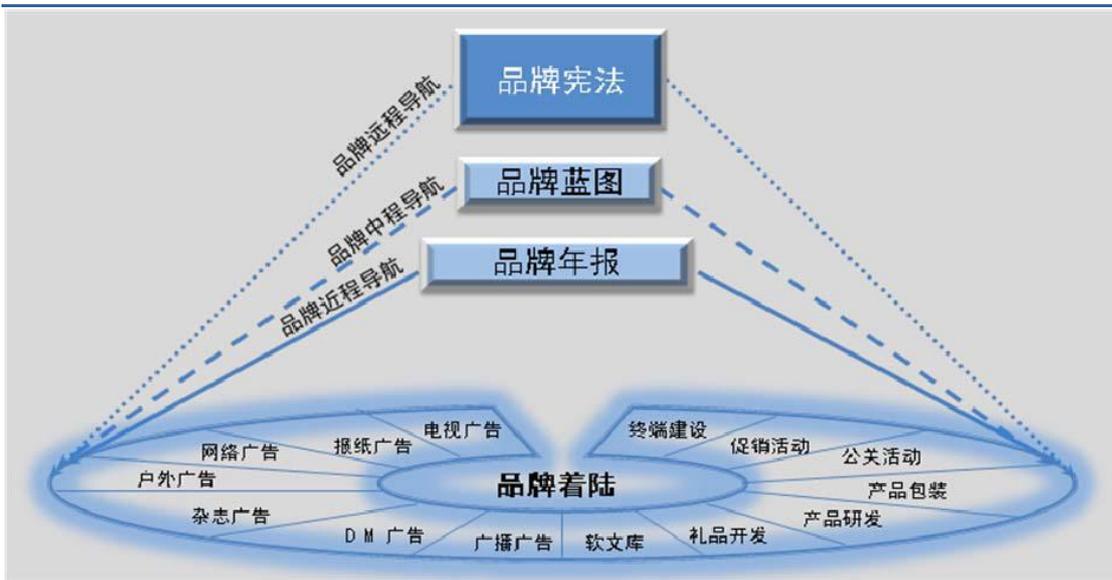


资料来源：华创证券 2009-2010 中国广告生态调研

(二) 品牌管理业务百尺竿头

品牌管理业务主要是指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、品牌识别系统（CIS）设计、品牌诊断，广告策划、创意、设计、制作，市场调研、市场营销策略、包装与卖场终端设计，促销活动、展览展示活动与公关活动等服务。

图表 18 公司品牌管理流程



资料来源：华创证券研究所 公司招股说明书

品牌管理业务是公司发展的核心业务，也是支撑公司媒介代理业务的重要组成部分。公司对品牌管理业务非常重视，公司成立了九个事业部，就是专门经营相关客户的品牌管理业务，特别值得称道的是，公司与一些重要品牌的客户，包括像海天酱油，广汽本田，水井坊，美的等知名本土品牌的合作甚至已经达到数十年之久。

图表 19 省广的长期合作客户

长期合作客户	客户简介	建立合作时间
海天调味食品	合作 17 年	从 1995 年至今
广汽本田	合作 13 年	从 1999 年至今
美的	合作 9 年	从 2003 年至今
水井坊	合作 12 年	从 2000 年至今
光大房地产	合作 10 年	从 2002 年至今
蓝月亮	合作 18 年	从 1994 年至今
桂林三金	合作 8 年	从 2004 年至今
东风本田	合作 8 年	从 2004 年至今
海马汽车	合作 12 年	从 2000 年至今
合景泰富	合作 7 年	从 2005 年至今
四川长虹	合作 13 年	从 1999 年至今

资料来源：华创证券 公司网站

对于大多数客户来说，选择广告公司最看重的还是其创意制作水平，没有优秀的创意制作能力，将很难吸引一些品牌客户，而省广股份作为本土广告公司的龙头，相对于国外知名品牌，类似于奥美等广告公司，以及国内的一些合资公司，省广的创意能力和品牌管理能力在三点上拥有着比较明显的优势。

图表 20 广告主选择广告公司最看重的因素

2006 年		2007 年		2008 年		2009 年	
创意制作水平	48.8	创意制作水平	49.1	创意制作水平	56.4	创意制作水平	50.0
品牌建设及管理 能力	32.6	品牌建设及管理 能力	31.0	整合营销传播 能力	27.4	整合营销传播 能力	33.3
代理及服务价 格合理	27.9	代理及服务价 格合理等	29.3	市场调查及数 据分析能力	24.8	媒介策划、代理 及服务价格合 理	28.3
创意制作水平	48.8	创意制作水平	49.1	创意制作水平	56.4	创意制作水平	50.0

资料来源：华创证券 《2009~2010 中国广告生态调研》

1、文化接近的优势

省广股份在中国经营了差不多 30 年，对中国国情和中国文化已经是非常了解，而作为广告制作者，如果不是非常了解中国的国情和文化，必然会产生很多误会甚至反感，导致广告的传播效果会受到一定的影响，特别像之前的立邦漆和丰田车的事情，就遭到了市场的误解，甚至可以说相关的宣传反而给广告主起到了“反效果”，这都与不了解中国国情和中国文化相关，所以对于大多数广告主特别是本土广告主来说，本土广告公司是首选。

图表 21 国外营销公司失败案例——立邦漆广告



资料来源：华创证券 中国广告网

图表 22 国外营销公司失败案例——丰田车广告



资料来源：华创证券 中国广告网

省广股份对于中国的文化，中国人的价值观和传统都有着深刻的把握，在 2004 年为金六福酒做的品牌管理业务上，其首先提出了“金六福——中国人的福酒”，给金六福酒添加入了富于中国特色的“福”文化，同时在奥运会、中秋节、元旦节和春节三个阶段分别策划了主题为“奥运福·金六福”、“中秋团圆·金六福”、“春节回家·金六福酒”的宣传策略，赋予了金六福酒新的涵义和品牌号召力，促使金六福酒在当年的销售额同比增加了 50%。

2、人才的优势

广告行业是一个创意性行业，而创意性行业最为关键的就是人才，能否吸引和留住人才就成了衡量一个广告公司未来发展潜力的工具。公司素有广告界的黄埔军校之称，为中国的广告界培养了大量的人才，另外，公司副董事长丁邦清为中国广告界的元老，是中国广告协会的常委，而公司的总经理和董秘沙宗义先生都是中国广告协会的委员。

图表 23 省广股份员工结构

项目	结构	人数	比例
按专业划分	管理人员	107	8.26%
	客户运营人员	258	19.91%
	市场策划人员	364	28.09%
	创意设计人员	383	29.55%
	媒介人员	132	10.19%
	综合保障人员	52	4.01%

资料来源：华创证券 公司年报

虽然广告行业的流动性一直很大，但公司的骨干人才近几年流失率非常低，主要是靠以下几个方面吸引和留住人才：一、薪酬待遇处在行业中高端，并且在公司上市后，管理层仍然有提高工资的想法，主要是为一些现在还没有股份的员提高待遇（我们认为短期提高工资待遇会提高公司的运营成本，但从长期来看，这对于公司稳定住骨干人才，同时吸引高素质广告人才加入是一个绝对利好）二、公司在本土广告公司中排名第一，并且公司发展历史悠久，品牌知名度比较高，另外，公司的签约客户，包括广汽丰田，广汽本田，海南马自达，万科，水井坊等都是驰名中外的品牌，员工能够参与这样的项目，成长更快，发展空间更大。三、公司处在广东地区，思想开放，对很多新潮意识更能够接受，而这对于广告公司从业人员来说，这样的文化氛围更有助于其发挥。

3、运营和执行的劣势

国际 4A 公司更加注重的是创意和咨询，对于执行等方面并不是看的特别重，而省广追求的是贴身的服务，特别是一些重点客户，都会派出一个团队来服务于重点客户。

国际 4A 公司的管理极其严谨，并且操作流程比较规范，而且比较追求数据，讲究经验，所以这也造成了与客户，特别是中国本土广告主沟通上的障碍，需要一步步的上报，不能很快的根据客户的需求进行更改，而省广相对来说，流程比较简单，重点客户贴身服务，并且随时根据客户的需求来更改方案，而且由于同属国内本土文化，双方的人员沟通起来更为方便，所以这也是为什么省广可以拿下很多本土重要客户的原因。

另外，省广股份与很多本土企业是一起成长起来的，包括蓝月亮、海天、美的等知名品牌，而很多国际 4A 很难做到这点，他们更愿意选择成熟的广告主合作，所以这也是省广为何在本土企业开拓的一大优势。

图表 24 公司的主要客户



资料来源：华创证券研究所 公司网站

4、二三线城市和本土媒体的优势

国际 4A 比较讲究数据，拥有专业的服务团队，并且拥有国际营销经验支持，这使得他们对一些国际品牌的广告主具有很大的吸引力，在中国主要是在一线城市上，一旦进入到二三线城市，这些国际 4A 公司往往优势不再，另外，对于很多中国的本土媒体来说，很多都是事业单位转制而来，使其天然的要避免具有海外背景公司的控制和渗透，所以从这两点上来说，属于本土企业，同时具有较强的品牌知名度，以及二三线区域开拓经验的省广，相较于国际 4A 公司有着明显的优势。

（三）自有媒体业务“择机发展”

公司已经在四川成都、南充经营了大量的自有媒体（包括公交车车身，公交车站台，以及公司最近拿下的深圳公交车广告资源），未来公司可能进一步购买自有媒体，从而进一步发展自有媒体业务。

公司之所以大力发展自有媒体业务，一方面中国的一些户外媒体包括公交车媒体，灯箱媒体、地铁媒体的广告资源价值在逐步提升（特别是对于一些二三线城市），广告价值潜力很大；另一方面，由于中国的大多数媒体还是属于稀缺性的，这跟国外的媒体存在很大的区别，所以一旦掌握了一些特定区域的媒体广告资源，发展空间会很大；最后，公司拥有大量的客户，稳定的媒介资源是增强客户粘性的重要保证。

提到公司的自有媒体业务，就不得不提到公司之前的关于武汉地铁二号线广告资源招标的事情。公司之前因为武汉地铁二号线媒体资源招标的事情，引起了市场不少的争议，认为其去争取媒介资源不仅无法保证收益，而且国有媒体资源运营权的获取还是存在着很大的变数和法律风险。

图表 25 武汉地铁二号线走向示意图



资料来源：华创证券研究所 2009~2010 武汉地铁网站

但实际上，对于自有媒体业务，我们认为并不如市场所想的那么悲观，就以之前的武汉地铁二号线为例，而关于此次地铁经营权的盈利预测，由于公司没有给予相应的盈利预测，我们参照公司之前的自有媒体（包括公交汽车站台媒体投放），同时参照武汉地铁一号线的刊例价，以及北京巴士传媒公交广告业务情况，我们认为公司经营武汉地铁每年 30%的毛利率还是很有可能达到的，所以如果按照每年 7000 万的投入，30%的毛利，在考虑税收等费用，正常情况下预计平均每年增厚公司业绩应在 0.1 元~0.15 元之间，但由于前几年是投入期，所以预计整体业绩增厚情况会是一个由低到高的过程。

所以并购与自有媒体业务对比，如果按照现在营销行业 10 倍收购的原理，如果真的自有媒体能够达到 30%的毛利率的话，实际上未来业绩增厚情况是比收购来的更加优惠的，只不过相对于直接收购，对于经营权取得后的利润取得，需要广告公司更大的资源调动能力和客户资源，而这正是省广的优势所在。

图表 26 公司在成都春熙路霓虹灯户外广告



资料来源：华创证券 公司网站

图表 27 公司的公交车站台广告

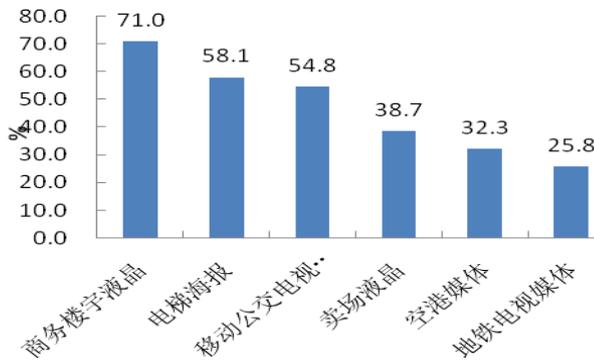


资料来源：华创证券 公司网站

同样,经营自有媒体不仅减轻了对于收购公司整合的压力,同时也有助于公司增强品牌形象,并且有助于增加公司的客户粘性,当然,公司进一步加大自有媒体业务(特别是一些户外媒体),也与客户现在强大的需求和广告效果紧密相关。

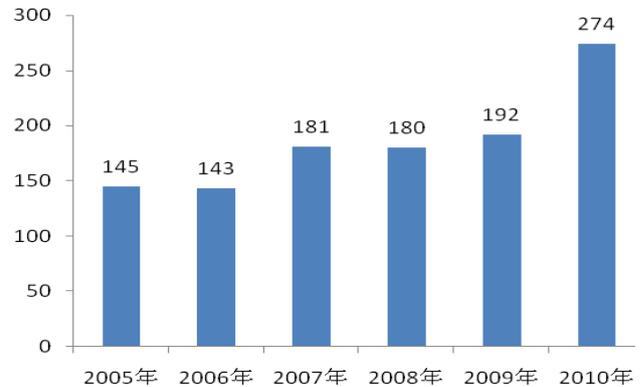
根据公司的规划,未来自有媒体业务的方针是采取“择机发展”态度,争取具有潜力的优质自有媒体资源。

图表 28 2009 年广告主投放数字户外媒体情况



资料来源: 华创证券 2009-2010 中国广告生态调研

图表 29 中国户外广告历年经营额 (单位: 亿元)



资料来源: 华创证券 2009-2010 现代广告

三、并购、新媒体营销、三跨——三箭齐发助省广再攀高峰

省广股份立志成为具有强大而持久竞争力的国际化整合营销传播集团,公司未来也试图通过三个途径来达成这个愿景: 并购、新媒体营销和跨区域、跨行业、跨国别发展。

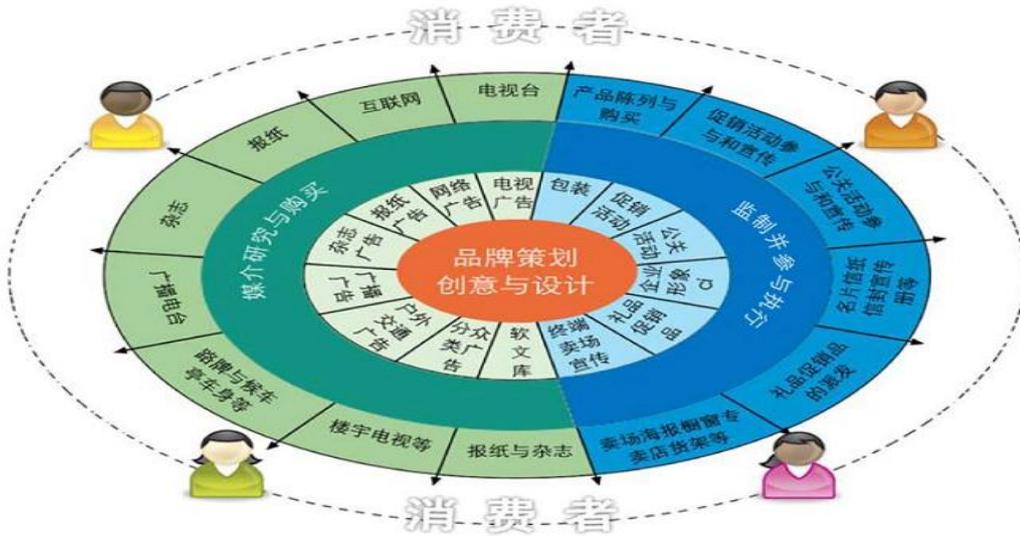
(一) 通过并购构造整合传播营销体系

对于很多营销公司来说,未来实现做大做强的重要手段,也是不得不施行的一个途径: 就是通过不断地并购其他营销公司,从而实现客户所要求的整合营销传播。

整合营销传播的概念是由美国营销学大师舒尔茨首先提出来的,根据美国广告公司协会(4As)对整合营销传播的定义: 整合营销传播是一个营销传播计划概念,要求充分认识用来制定综合计划时所使用的各种带来附加值的传播手段——比如普通广告、直接反映广告、销售促进和公共关系——并将之结合,提供具有良好清晰度、连贯性的信息,使传播影响力最大化。

省广股份立志成为本土营销行业的整合者,其收购的标的都是为了实现这个愿景,包括之前收购的重庆年度和广州旗智。

图表 30 公司的整合营销战略



资料来源：华创证券研究所 公司招股说明书

公司收购广州旗智和重庆年度的目的实际上都是为了为客户提供整合营销的服务，其中收购广州旗智主要是经营汽车公关业务，由于省广的主要客户就来自于汽车行业，包括广汽本田和广汽丰田，并且省广并没有公关业务，而客户又有这样的需求，所以收购广州旗智变成了不二的选择，当然了，对于广州旗智公司来说，被省广收购，也有望进一步依托省广强大的广告客户，从而寻求更加快速的发展（2011 年就通过省广的支持拿下了湖北东风日产的公关业务的大单）。

而对于收购重庆年度，主要是由于公司在做一些客户的区域媒介代理的过程中，不得不碰到一些类似于像重庆年度这样的媒介买断式公司，所以遇到条件比较合适的，便选择了收购，从而进一步提高媒介代理毛利率，降低成本，而对于被收购的公司，也进一步保证了广告主的投入，两者形成了比较好的互补关系。

图表 31 省广股份的两起重要收购分析

省广股份	广州旗智企业管理咨询有限公司	重庆年度广告传媒有限公司
时间	2011.6.15	2011.3.28
投资方式与金额	增资 954.7 万	增资款 5,620 万元，股权转让款初步预定为 5,435 万元，投资总额预计为 11,055 万元。
取得股权	从 42%到 50.98%	51%
主要业务	企业管理咨询，文化交流活动策划，展览策划，制作、代理、发布国内各类广告	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
年度财务指标	年度公司总资产 1665.44 万元，负债 1287.35 万元；2010 年度，年度公司营业收入 3660.7 万元，净利润 305.81 万元。	年度公司总资产 7,404.78 万元，净资产 3,258.51 万元；2010 年度，年度公司营业收入 11,747.84 万元，归属于母公司所有者的净利润 1,795.00 万元。
实施细节	以北京国友大正资产评估有限公司出具的评估报告为参考，旗智增资前全部股权定价为 918 万元，对应旗智 2010 年净利润为 3 倍市盈率。省广本次增资额为 954.7 万，取得旗智 50.98%股权。	分三期支付预定转让款，其中第一期预定转让款 2,720 万元，第二期与第三期预定转让款均为 1,357.50 万元，各期预定转让款支付的时间和预付款根据年度公司相关年度实际实现的净利润初步确定
预计净利润目标值	2011-2013 年分别为 1,500 万元、2,100 万元和 2,900 万元	2011-2013 年，年度公司净利润目标值分别为 2,100 万元、3,200 万元和 4,400 万元

资料来源：华创证券

正是因为省广能够为被收购的公司提供比较大的业务协作和客户引荐，所以省广的收购方式一般都采取强势收购的方式（并且收购的 PE 一般是 6~8 倍，低于市场的 10 倍），而且整合效果从现在看来，也是高于市场预期的，可以说，省广的整合营销收购规划初见成果。

➤ 未来并购的方向

在公司 2012 年一季报中，显示公司还拥有 7.9 亿的资金，其并购自然成了不可避免的话题。

公司已经成立了投资部，投资并购的方向主要还是完善产业链上下游，特别是对于互联网广告行业，公关行业，公司正在考虑积极涉入这些行业。

公司所选取的并购标的主要符合以下一些条件：1、首先要能够盈利，公司暂时不会考虑收购一些处于亏损状态的公司。2、并购的标的不一定要非常大，一来大公司正在积极寻求上市，不太愿意被并购。其次，大公司的并购成本和未来的整合都会是一个大问题，所以公司的并购标的还是主要控制在中小规模的公司上，而收购的 PE 一般在 6~8 倍，之所以相对于蓝色光标的 10 倍较低，主要还是由于公司能够为被并购的公司提供一些业务支持和客户介绍，从而被收购公司更愿意与之合作。3、收购的标的与公司的业务具有很大的协调性，包括之前收购的广州旗智公关就是最好的案例。

图表 32 省广为美的做的整合营销（平面媒体）



资料来源：华创证券 公司网站

图表 33 省广为美的做的整合营销（电视媒体）



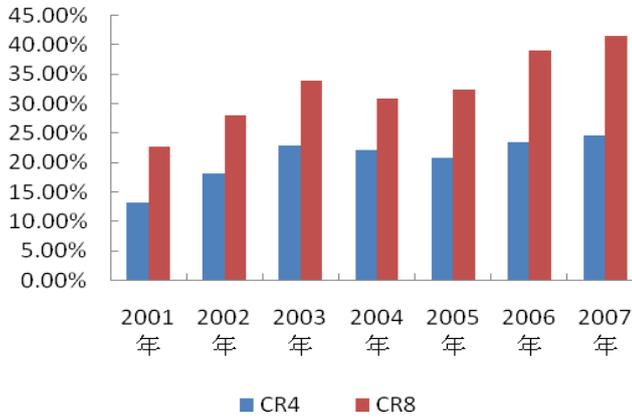
资料来源：华创证券 公司网站

就以帮美的做的品牌管理业务为例，未来美的除了像平面媒体广告和电视媒体广告，省广可以直接帮助其完成，而另外，美的仍然需要市场调研，公关业务，终端促销等各项业务，那么省广就可以收购相关的公司从而帮助客户完成整合营销和一站式营销服务，而对客户来说，也有助于节约其成本，同时给市场传递一个完整的形象。

对于中国营销市场来说，市场集中度极其分散（前四家营销公司和前八家营销公司收入占比仍然较低），营销广告公司众多，并没有出现像美国市场上 WPP 和宏盟公司这样的营销巨头，也没有出现像全球广告市场上发生的大规模并购。最主要的原因是有四点：

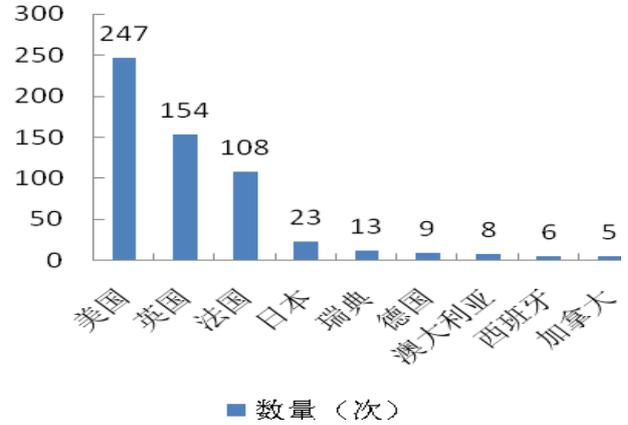
1、中国营销公司的区域化特征比较明显，其他营销公司很难进入其他公司市场；2、中国营销公司的现金不足，不足以支撑大规模的并购；3、中国的营销公司管理层的思维还没有解放，仍然追求单干，不太愿意被收购；4、中国的媒体过于强势，营销集团的规模化效应并不明显。

图表 34 中国的 CR4 和 CR8 的集中度



资料来源：华创证券 Journal of Media Economics

图表 35 1981~2001 年全球广告市场跨国并购情况



资料来源：华创证券 Journal of Media Economics

所以从上述的分析我们可以推断，未来中国营销市场分散的总体格局并不会出现大的变化，但一些营销龙头的脱颖而出却是不可避免，一些营销龙头，特别是拥有客户资源和融资渠道比较方便的营销公司（主要是一些在海内外上市的营销公司），他们必然会寻求行业内的整合，从而提供客户更加全面的服务，并且通过整合的方式进一步减少自己的成本。

另一方面，从行业竞争的角度来说，未来随着营销行业竞争的加剧（特别是外资营销公司的大举进入中国市场）和招标逐步的正规化，以及客户对于营销投入的要求越来越高，越来越多的营销公司陷入了困境，从而造成了营销行业的被迫洗牌，而对于像省广和蓝标这样的本土营销巨头，随着上市后融资渠道的顺畅和品牌知名度的快速提升，有望在营销行业的洗牌中脱颖而出，不断地收购相关公司，从而为客户做到整合传播的效果，正如美国营销市场上宏盟集团，WPP 的快速并购一样（两者的市占率都已经达到了 10%以上），从而为客户提供整合营销，一站式营销服务。

图表 36 2006 年美国营业收入前十位的广告集团所占比重及集中度情况

排名	广告集团	美国营业收入 (百万美元)	占美国营业收入比例 (%)
1	Omnicom	6194	21.96%
2	WPP	4196	14.88%
3	Interpublic	3441	9.49%
4	Publics	2677	9.49%
5	Havas	687	2.44%
6	Aegis	489	1.74%
7	MDC	356	1.26%
8	Quantive	352	1.25%
9	Epsilon	300	1.06%
10	Sapient	296	1.05%

资料来源：华创证券 Advertising Age

➤ 分众传媒收购失败的案例分析

对于营销企业的收购，很多人会举出中国的而另一广告龙头——分众收购的失败案例，认为营销行业的收购并不意味着发展，甚至有可能将公司拖入困境，比如分众上市后陆续收购了框架、聚众、好耶、玺诚，分众无线，最终除了框架的收购算是成功以外，其他都是比较失败的，特别是玺诚的收购和分众无线的收购。

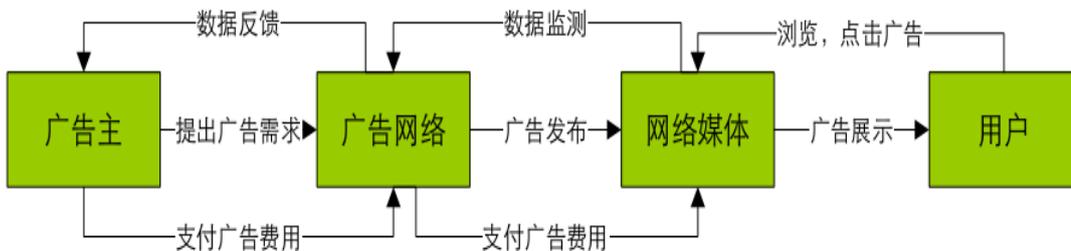
我们认为分众收购失败的主要原因除了 2008 年的金融危机外，还有三个：一是对收购公司不了解，特别是对收购公司未来的可持续性和财务情况了解不多，收购价格比较高；二是收购后并未进行整合，典型的是好耶广告；三是收购的公司业务太杂，并不能起到一个业务协同性的效应，像分众无线的失败就是公司战线太长，并且与分众的户外广告业务关联不大有着密切的关联。而框架收购的成功则进一步说明，协同性和整合对于收购成功的重要性。

从这个角度来讲，省广的每一个收购公司都是发生在省广的业务合作范畴中，省广对相关公司比较了解，并且省广对于收购公司都是强势收购，会派出董事长进驻，进行会进行充分的整合，更加与分众不同的是，由于省广处于营销产业链上游，具有大量长期客户，且粘性较高，其与收购公司的业务协同性更加明显，被收购公司对省广的依赖性比较强，这也是我们看好省广未来作为中国营销并购整合的最主要原因。

(二) 向新媒体营销市场进军

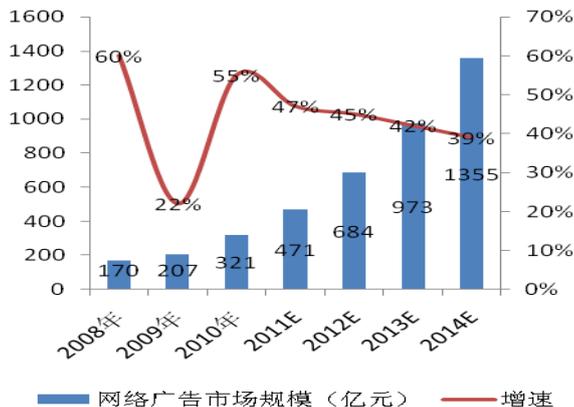
未来的营销行业必然是新媒体营销的市场，越来越多的广告主正在逐步的减少对于传统媒体营销的投入，从而进一步加大了在新媒体营销领域和精准营销领域的布局，而紧随而来的就是类似于网络广告，以及手机广告等细分广告领域的快速增长，对于立志作本土广告领军者的省广来说，未来向新媒体营销领域进军成了必然之举，尽管挺近的过程会存在着一些坎坷。

图表 37 网络广告产业链



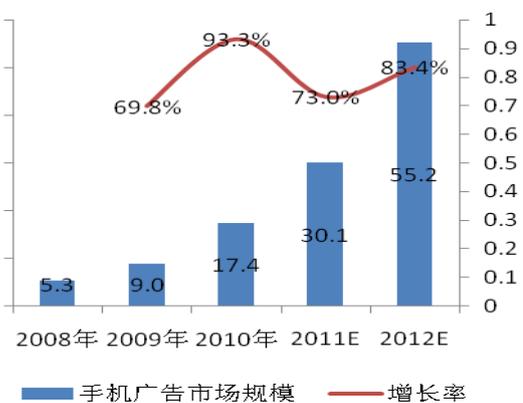
资料来源：华创证券研究所 iReasch

图表 38 中国网络广告市场规模及增速



资料来源：华创证券 iReasch

图表 39 中国手机广告市场规模

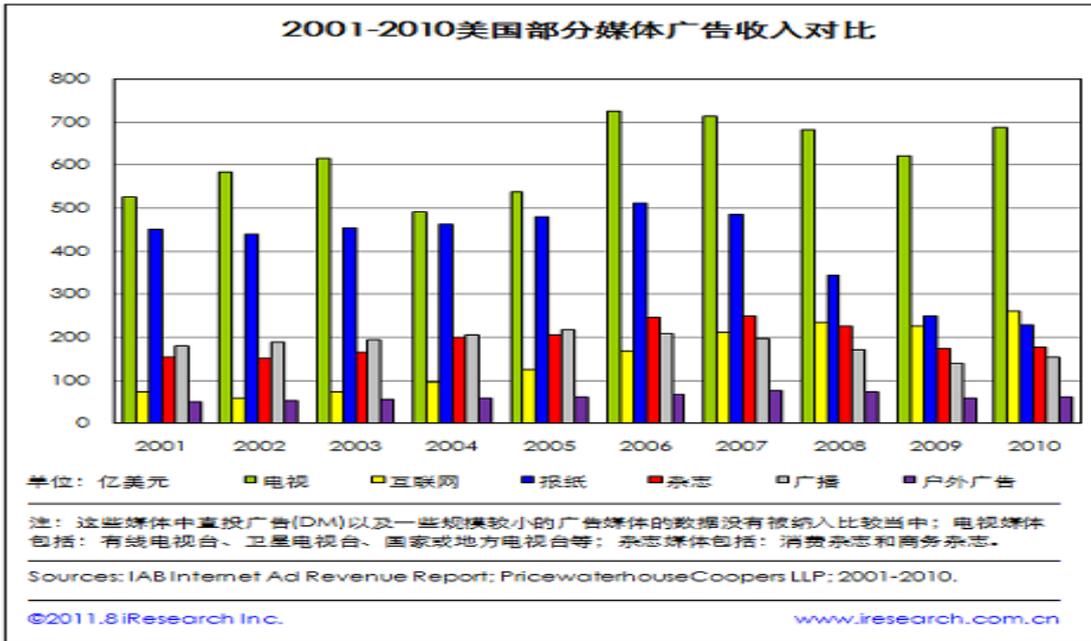


资料来源：华创证券 iReasch

虽然中国近几年来，网络广告，手机广告等新媒体营销发展的较快，但对比美国，仍然有不少的差距，根据相关数据统计，美国的互联网广告已经超过了报纸，杂志，广播，户外等媒体，已经一跃成为第二大广告投放媒体，而且更为关键的是，像一些传统媒体广告投放较大的行业，像消费品、通信、金融行业都已经进一步加大了对于互联网广告的投入，传统媒体营销投入，像广播等，都有不小的降幅。

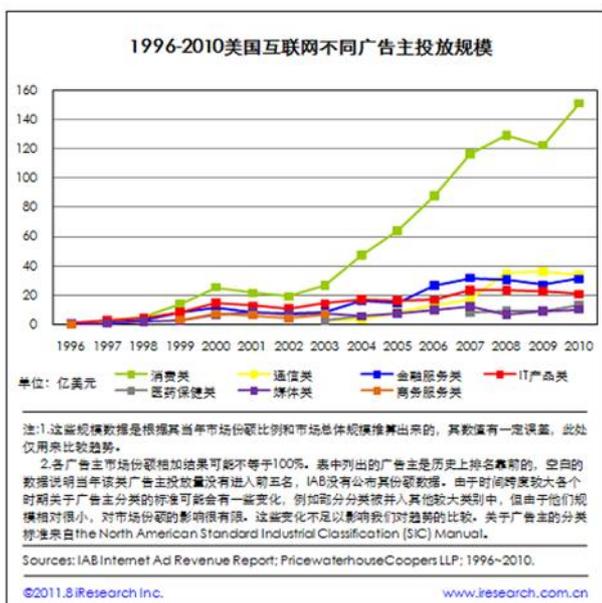
同样，中国近几年来，新媒体营销的比例也在快速上升，而报纸，户外等媒体的营销投入呈现逐步降低的趋势，但两者的趋势并不像美国那么明显。

图表 40 2001-2010 年美国部分媒体广告收入对比



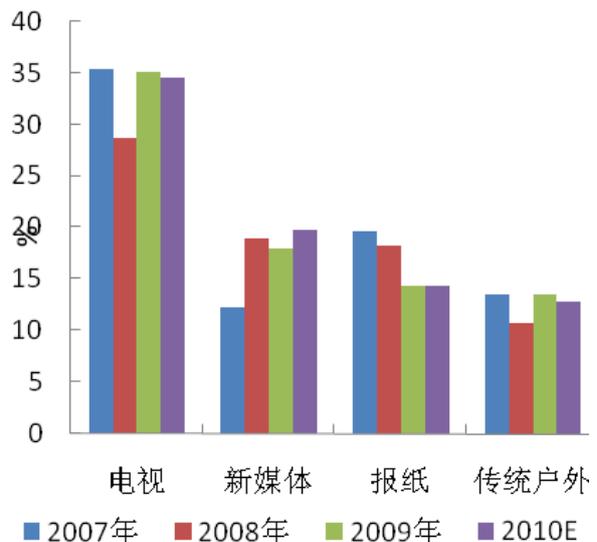
资料来源：华创证券研究所 iReasch

图表 41 美国互联网不同广告主投放规模



资料来源：华创证券 iReasch

图表 42 历年投放费用在不同媒体间的分配比例



资料来源：华创证券 中国传媒大学广告研究所

省广股份近几年为了进一步布局新媒体营销和数字营销领域，公司近几年分别设立了网络互动局和数字传媒事业部，未来公司也在考虑成立一个单独的新媒体营销公司来不断满足客户的新媒体营销需求，而省广近几年也在积极的为客户制定相关的新媒体营销策略，但由于省广的客户多数还是品牌客户，还是比较信任电视等一些传统媒体，所以从这个角度，省广也担当着对客户进行广告教育的职责。

图表 43 省广新媒体营销的两个部门

省广新媒体事业部	
网络互动局	专注于互联网行业，凭借自身对于中国互联网特性、互联网营销方式的洞悉和了解，以全球性的视野洞察营销趋势的前沿变化，提供以网络为枢纽，全方位整合线上营销资源与手段的实效、精准的营销咨询解决方案；提供从营销策略到营销战术再到战斗单元，从互动营销咨询、策划、创意到投放、监测、公关等一系列、一条龙的完整行销链条服务。
数字传媒事业部	其职责是整合优质的互联网媒体通道和不同领域的内容提供商，通过搭建不同主题的社交网络平台，在为不同兴趣和爱好的消费者提供创建和分享的平台的同时，也为广告主提供与目标消费者进行深度沟通的互动营销平台，从而形成基于数字化广告发布的盈利模式。

资料来源：华创证券 公司网站

图表 44 省广制作的广汽本田雅阁会网络广告



资料来源：华创证券 公司网站

图表 45 省广制作的广汽本田雅阁会网络广告



资料来源：华创证券 公司网站

未来的新媒体营销，对于广告公司的要求，不再是一般的媒介代理和广告设计，而是要求精准营销和互动营销，只有通过新颖，活泼，可以参与的广告形式，从而潜移默化的影响消费者，以往那种强迫，被动的传统媒体广告形式在新媒体领域无疑宣判了死亡，像近几年来中粮悦活与开心网的开心农场的合作以及索尼的全媒体病毒式营销便成为了新媒体营销的经典之作。

图表 46 中粮悦活与开心网的合作营销



资料来源：华创证券 开心网

图表 47 索尼的病毒式营销



资料来源：华创证券 公司网站

由于中国广告市场的客户属性以及媒体属性，所以从某种意义上来说，我们并不认为现在的像易传媒和好耶广告这些新媒体广告公司未来会成为新媒体营销市场的巨头(实际上这些公司现在都多多少少遇到了一些困难)，我们更加看好那些从传统媒体广告公司逐步向新媒体营销领域进军的广告公司，比如像省广这样的广告公司：

因为一来传统的广告公司拥有人才的优势和数据的优势，未来的互动营销和精准营销需要大量的人才和数据；另一方面，更为重要的是，互联网的媒体是广范而分散的，而传统媒体资源，特别是一些优势媒体资源，却是极其稀缺的，中国的营销市场乃至美国的营销市场，电视广告仍然占据重要位置，所以对于客户来讲，不会只选择拥有新媒体资源的广告公司，而是仍然会选择那些兼具新旧媒体资源的广告公司，从而也保证形象宣传上的统一；最后一点，就是单纯的新媒体营销的收费方式并不清晰，且效果无法准确衡量，对于很多广告主来说，还是愿意把新媒体营销业务交给传统的广告公司，而这也给了像省广这样的本土广告巨头一次新的发展良机，我们相信拥有悠久历史和黄埔军校之称的省广，在未来新媒体营销领域，仍然可以占据发展的良机。

(三) 向跨区域跨行业跨国别稳步推进

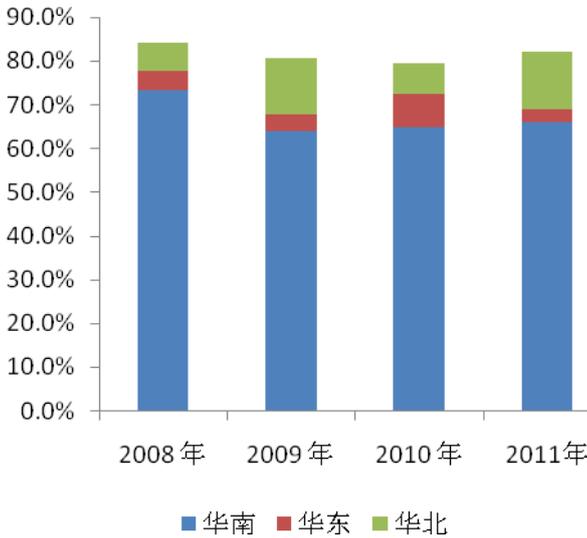
1、省外业务加速发展

公司近几年正在着力发展华南区以外的业务。

公司已经在 2000 年设立了成都分公司，并且在 2003 年成立了北京分公司，之前在北京办公室的扩建已经完成，上海新建的办公室也已经宣告成立，另外公司之前筹建的武汉和青岛的办公室也已经完成，公司已经获得了水井坊、东风本田和北京现代等外地客户（事实上，虽然在其他区域设立了分公司，但对于广告行业来说，对于一些大的客户，仍然还是广州总部这边完成相关项目，从而进一步提高服务质量，提高客户的满意度，并不会出现市场担心的分公司人员配备不够，无法跟当地的广告公司竞争的情况），另外，对于市场上质疑其成立 30 多年来，现在才在上海和青岛、武汉建立分部，可能进取心不够的问题，其最主要原因还是因为公司自有资金当时确实不够，有望利用上市后的资金优势来加快公司的二三线城市布局规划。

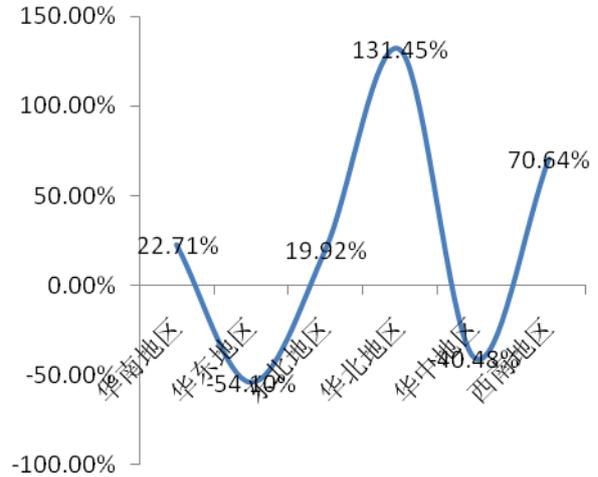
未来公司将以广东为中心，巩固和扩大华南、西南市场，对我国广告业发达的除广东省外的其他两级——北京市和上海市加大投入，从而逐步提高华北和华东地区市场占有率；积极向公司客户基础较强的地区如山东、湖北等省市发展，加大重点省会城市的布局，逐步推向全国，稳健拓展国际业务。

图表 48 省广历年各区域占比情况



资料来源：华创证券 公司年报

图表 49 省广 2011 年区域发展情况

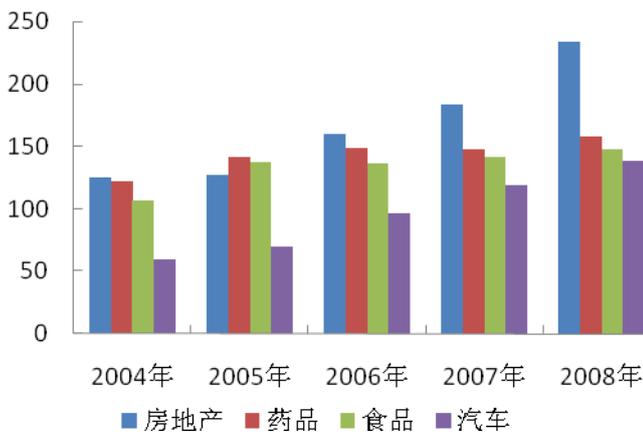


资料来源：华创证券 公司年报

2、跨行业快速拓展

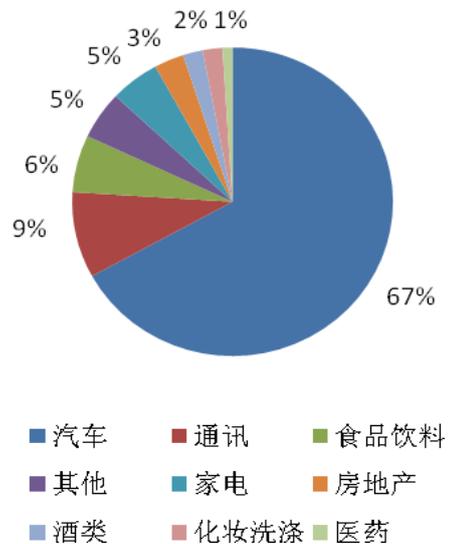
公司现有的客户还是主要集中在消费品和汽车行业，未来有望向其他行业进行延伸，特别是通讯和金融服务行业以及医药行业都是公司积极开拓的行业。

图表 50 2004-2008 年中国各行业广告投放额



资料来源：华创证券研究所 《现代广告》

图表 51 省广 2009 年各行业客户分布



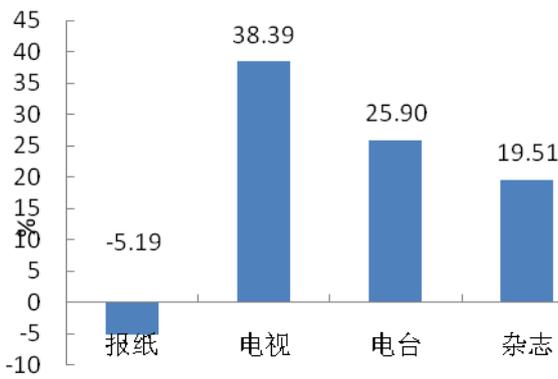
资料来源：华创证券 公司年报

很多人质疑公司的汽车行业客户占比过大，实际上，从行业发展的角度来看，汽车行业确实在 2000 年以后迎来了迅猛的发展，公司也是抓住了这个契机迎来了快速发展。

但未来随着汽车行业的发展进入到成熟期，公司的汽车行业收入占比将有所下降，当然，像市场担心的广汽本田，广汽丰田这些知名汽车厂家快速降低营销费用的可能性我们认为并不大，因为随着汽车购买进入到品牌时代，汽车厂商仍然需要大量的营销费用来保持公司的品牌形象。

另一反面，随着金融、通信、医药行业近几年的快速发展和对营销领域的投入逐渐增大，公司也在逐步加大对这几个行业的客户的开拓，而且这几个行业的客户都属于大客户，未来公司这几个行业的拓展值得期待，也是引领公司内生增长的一个重要的引擎。

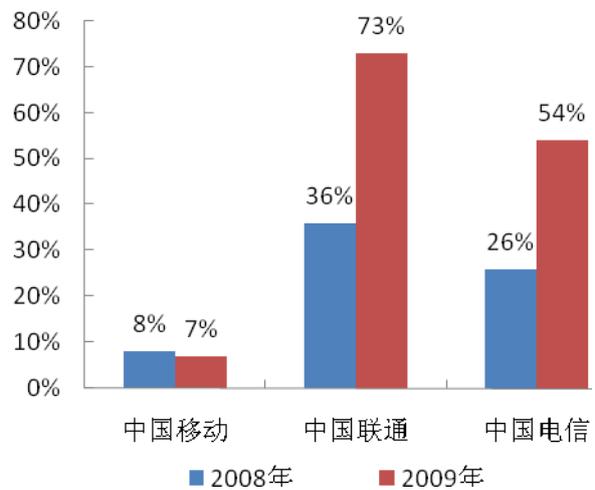
图表 52 金融业 2009 年四大传统媒体广告投放增幅



■ 金融业2009年四大传统媒体广告投放增幅

资料来源：华创证券 CTR 媒介资讯

图表 53 2008~2009 年三大运营商通信类广告费用对比



资料来源：华创证券 尼尔森

图表 54 公司正在努力开拓其他领域的客户

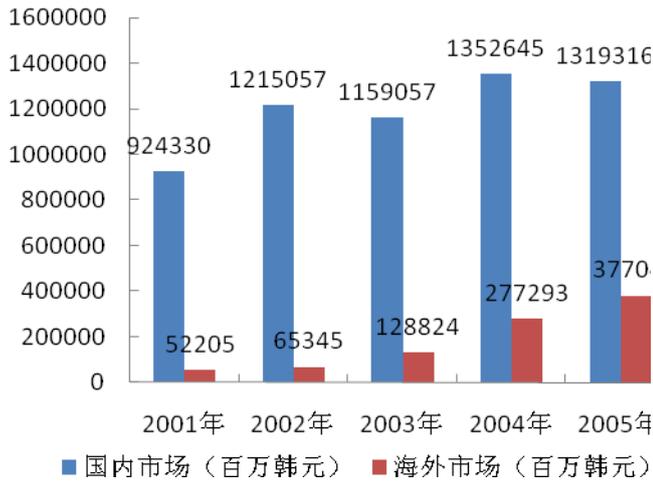


资料来源：华创证券研究所 公司网站

3、积极进军海外市场

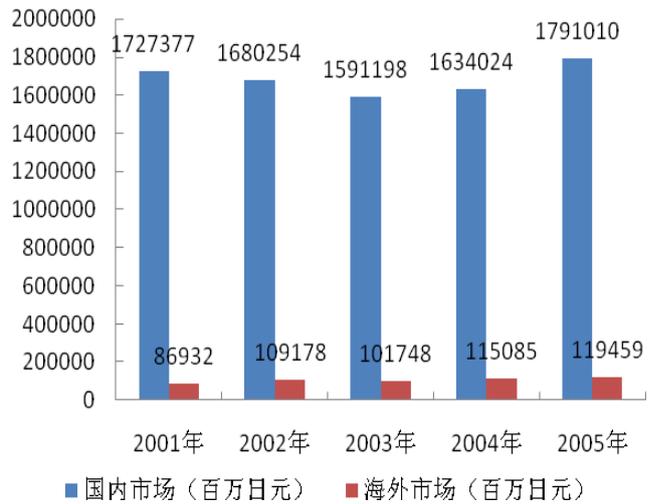
根据国外营销公司的经验,大多数本土营销龙头公司都会伴随着本土重要企业进军海外市场(包括跟宝洁合作的盛世长城,跟本田和丰田合作的博报堂),近几年来,随着中国的企业逐步走向世界,省广股份也毫无疑问的要担起帮助中国企业的品牌宣传的急先锋,帮助客户建立起国际化的品牌,未来省广股份走出国门便成了必须之举,而进入国际市场也有助于省广进一步开拓业务,使其发展进入一个新的阶段。

图表 55 韩国第一企划国内外收入对比



资料来源: 华创证券 第一企划财务报表

图表 56 日本电通国内外收入对比



资料来源: 华创证券 电通财务报表

四：盈利预测和投资建议

(一)：业绩预测核心假设与盈利预测

- 1、未来三年我们假设中国的经济情况不会出现大规模和连续的下滑
- 2、未来三年我们假设省广每年收购 2-3 起,平均每起的收购规模约为 700~1500 万元净利润贡献,且收购的 PE 在 8 倍左右
- 3、我们假设省广的自有媒体运营权每年至少取得一处
- 4、我们假设未来三年省广的老客户年流失情况低于 20%,老员工年流失率低于 20%,并且假设未来三年员工总数年增长率为 10% (包括并购的公司),新客户年增加为 15% 以上
- 5、我们假设公司在经营中并未出现大的法律风险,并且税收保持相对稳定

图表 57 省广股份分业务收入与成本预测（单位：百万）

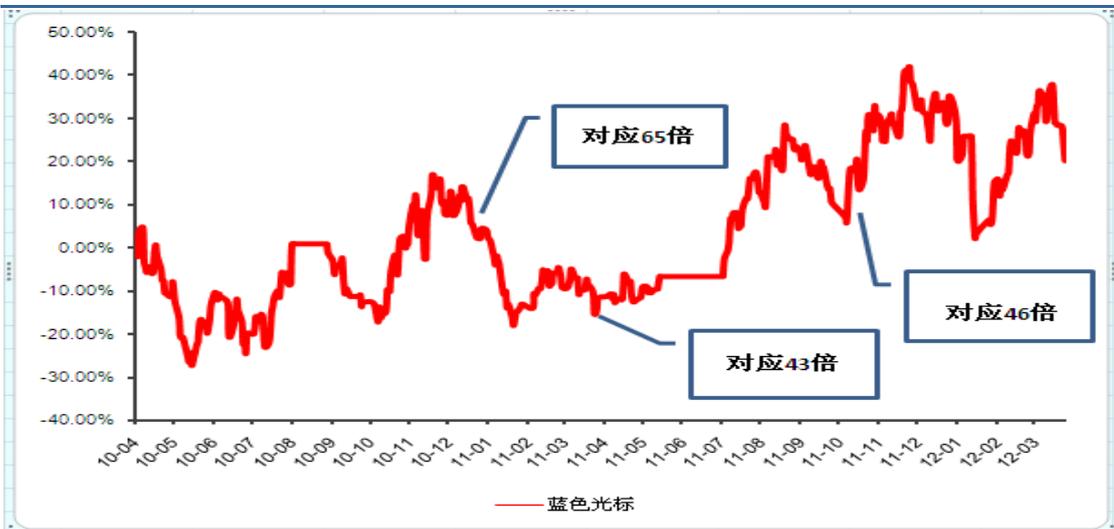
营业收入	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
媒介代理	2758.44	3321.49	4249.12	5237.69	6312.81
自有媒体	160.47	183.41	218.47	273.47	345.64
品牌管理	159.67	179	206.31	240.47	290.57
公关活动		32.41	42.54	57.88	73.47
杂志发行		0.57	1	1.5	2
营业成本	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
媒介代理	2627.13	3083.69	3892.57	4744.32	5670.98
自有媒体	108.51	136.53	150.99	188.54	232.37
品牌管理	30.82	33.42	38.50	43.57	52.44
公关活动		12.36	15.78	21.34	25.79
杂志发行		0.99	1	1.2	1.5
毛利率	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
媒介代理	4.76%	7.16%	8.39%	9.42%	10.17%
自有媒体	32.38%	25.56%	30.89%	31.06%	32.77%
品牌管理	80.69%	81.33%	81.34%	81.88%	81.95%
公关活动		61.86%	62.91%	63.13%	64.90%
杂志发行		-73.68%	0.00%	20.00%	25.00%

资料来源：华创证券

(二)：估值与投资建议

我们预计省广股份未来三年（2012年、2013年和2014年）的业绩分别为0.77元、1.11元和1.56元，由于公司现在手握7.9亿现金，我们预计未来两年公司每年收购2-3起是一个大概率事件，而我们预计公司原有的内生增长和收购贡献的业绩就已经达到了35%以上，所以公司未来几年业绩增长有望保持在45%以上，所以我们采取PE估值法，我们给予公司30~32倍的市盈率(主要参考蓝标去年大规模收购前的PE)，以公司2012年0.77元的业绩，我们给予公司23元~25元的六个月目标价。

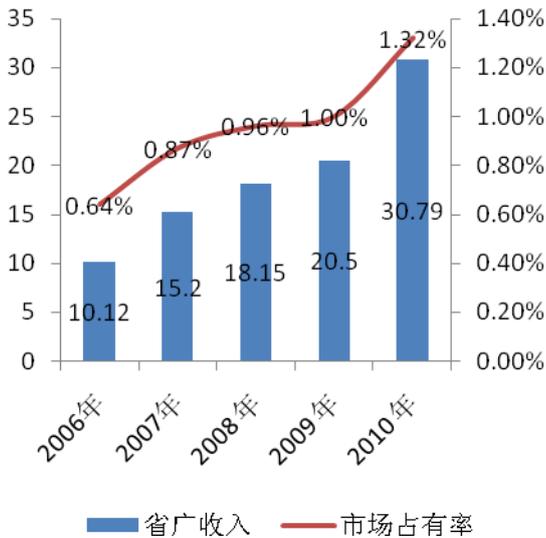
图表 58 蓝色光标大规模收购前的对应 PE



资料来源：华创证券研究所 Wind

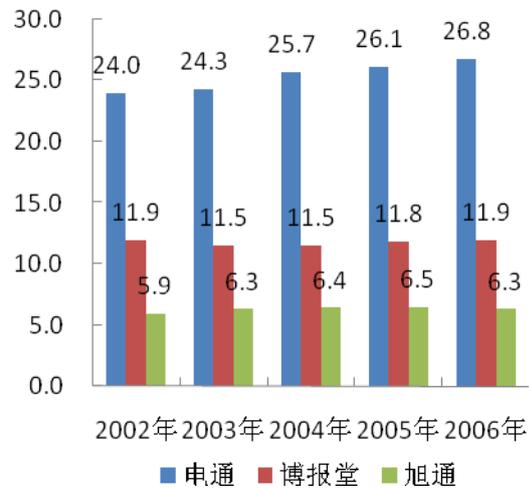
最后，我们看好省广股份作为本土营销行业龙头的发展潜力（综合对比日本排名前三的本土广告公司收入占比，我们认为中国营销行业的行业整合势在必行，我们预计未来中国前三名本土广告公司的市场占有率至少在3%以上，对比本土龙头——省广现在1.5%左右的市占率，我们认为未来几年省广的市占率仍然有一倍的空间），并且判断省广近两年进入高速发展期（上市后资金和品牌的进一步增强，以及并购经验的不断积累，再加上越来越多的客户对于品牌管理业务的重视，也有助于公司提高总体业务的毛利），最后，国家发改委和国家工商局在2008年联合发布的《关于促进广告业发展的指导意见》，明确指出“到2015年，广告营业额占GDP比重要达到1.5%”，但现在，广告营业额占GDP比例不足1%，也就是未来广告行业仍然有1倍的市场空间，而作为本土广告龙头的省广，有望大受其益。基于上述考虑，我们给以省广“强烈推荐”评级。

图表 59 省广历年收入（单位：亿）和市场占有率



资料来源：华创证券 公司年报和中国广告业协会

图表 60 日本排名前三广告公司经营额占全国比重



资料来源：华创证券 电通、博报堂、旭通年报

图表 61 2009年和2010年中国营业额排名前10名的广告公司

序号	公司名称	类别	2010年排名	2009年排名	基本介绍
1	李奥贝纳	国际 4A	1	2	法国阳狮集团下属公司，为客户提供从策略规划、创意设计、品牌管理、促销、直接数据营销及数据管理等方面的客户代理业务
2	盛世长城	国际 4A	2	3	由 SAATCHI & SAATCHI（法国阳狮集团下属公司）与中国长城工业总公司合资组建，以为客户提供创意设计、品牌管理等客户代理业务为主
3	北京电通	国际 4A	3	5	由日本株式会社电通与中国国际广告公司以及大诚广告有限公司合资组建，以客户代理业务为主，为客户提供整合解决方案、传播设计、品牌构筑、活动营销等服务
4	昌荣集团	民营	4	-	美国 NASDAQ 上市的综合型民营广告公司。代理了央视部分娱乐类节目电视媒体资源，并为客户提供品牌定位、广告创意、设计制作、媒介计划、效果评估等客户代理服务
5	北京恒美上海分公司	国际 4A	5	7	北京新世纪广告有限公司与美国恒信传媒集团（Omnicom 集团的子公司）合资组建，以为客户提供广告创意、设计制作、品牌管理等客户代理业务为主
6	智威汤逊—中乔	国际 4A	6	1	WPP 集团下属公司，以客户代理业务为主，为客户提供策略规划、创意设计、品牌管理等服务

7	省广股份	国有	7	8	广东省国资委控制的 A 股上市本土综合型广告公司，主要为客户提供品牌管理、广告投放等客户代理服务，同时经营位于广州地区的自有户外媒体广告资源
8	分众传媒	民营	8	6	美国 NASDAQ 上市的公司，以自建、代理、经营户外媒体广告资源为主，拥有商业楼宇视频媒体、卖场终端视频媒体、公寓电梯平面媒体等户外媒体资源
9	凯帝珂广告	国际 4A	9	9	WPP 下属公司，前身为宝林中国，以户外媒体广告代理业务为主，提供策划、采购、评估、制作、监播等服务
10	阳狮广告上海分公司	国际 4A	10	-	法国阳狮集团在华子公司，以客户代理业务为主，提供广告创意、公共关系、客户关系营销等服务

资料来源：华创证券 现代广告

五：风险提示

- 1、武汉地铁招标事件可能对公司的负面影响
- 2、大客户流失和核心人员流失的风险
- 3、并购后整合的风险
- 4、主要业务行业，汽车行业和消费品行业受经济下滑的风险

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1900	1807	1826	1783
现金	824	626	545	393
应收账款	267	300	330	360
其它应收款	28	30	34	38
预付账款	673	730	780	840
存货	1	1	1	1
其他	106	121	136	151
非流动资产	148	524	952	1579
长期投资	34	400	800	1400
固定资产	31	27	22	18
无形资产	1	1	1	1
其他	81	96	128	160
资产总计	2048	2331	2778	3362
流动负债	844	1008	1211	1462
短期借款	0	0	0	0
应付账款	286	300	320	350
其他	559	708	891	1112
非流动负债	32	13	17	22
长期借款	0	0	0	0
其他	32	13	17	22
负债合计	876	1021	1228	1484
少数股东权益	71	91	115	143
股本	148	193	193	193
资本公积金	698	653	653	653
留存收益	255	374	589	890
归属母公司股东权益	1100	1220	1435	1735
负债和股东权益	2048	2331	2778	3362

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-53	188	328	455
净利润	115	169	239	329
折旧摊销	5	5	5	6
财务费用	-19	-8	-4	-2
投资损失	-11	-14	-18	-22
营运资金变动	-161	56	103	140
其它	18	-20	3	4
投资活动现金流	-5	-365	-413	-609
资本支出	16	0	0	0
长期投资	14	366	400	600
其他	25	0	-13	-9
筹资活动现金流	-28	-22	4	2
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	66	44	0	0
资本公积增加	-66	-44	0	0
其他	-28	-22	4	2
现金净增加额	-85	-198	-81	-152

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3717	4717	5811	7023
营业成本	3267	4099	4999	5982
营业税金及附加	49	60	71	86
营业费用	218	274	345	419
管理费用	63	80	100	124
财务费用	-19	-8	-4	-2
资产减值损失	-1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	11	14	18	22
营业利润	151	225	317	435
营业外收入	1	1	2	2
营业外支出	1	1	2	2
利润总额	151	225	317	435
所得税	37	56	78	106
净利润	115	169	239	329
少数股东损益	16	20	24	28
归属母公司净利润	99	149	215	301
EBITDA	137	222	318	438
EPS (元)	0.67	0.77	1.11	1.56

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	20.7%	26.9%	23.2%	20.9%
营业利润	65.7%	48.6%	40.8%	37.3%
归属母公司净利润	46.1%	50.4%	44.2%	40.1%
获利能力				
毛利率	12.1%	13.1%	14.0%	14.8%
净利率	2.7%	3.2%	3.7%	4.3%
ROE	9.0%	12.2%	15.0%	17.3%
ROIC	29.1%	54.7%	106.4%	304.4%
偿债能力				
资产负债率	42.8%	43.8%	44.2%	44.1%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.25	1.79	1.51	1.22
速动比率	2.25	1.79	1.51	1.22
营运能力				
总资产周转率	1.97	2.15	2.27	2.29
应收帐款周转率	17	17	18	20
应付帐款周转率	12.48	14.00	16.13	17.86
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.77	1.11	1.56
每股经营现金	-0.27	0.98	1.70	2.36
每股净资产	5.71	6.33	7.44	9.00
估值比率				
P/E	26.20	22.65	15.70	11.21
P/B	2.36	2.77	2.35	1.94
EV/EBITDA	19	12	8	6

分析师介绍

顾佳：华创证券传媒行业分析师，苏州大学传播学硕士，经济学学士，曾入选中国人民大学新闻学院组织的首届新闻与传播学方法与前沿研习班，曾在国联证券担任传媒旅游组组长。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编:518040
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558