

日期: 2014年1月6日

行业: 传媒行业



张涛

021-53519888-1967



zhangtao@shzq.com

执业证书编号: S0870510120023

国内领先的媒介代理广告公司

上市合理定价 RMB 31.97~39.17 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 24.32
 最多发行后总股本 (百万股) 97.28

发行方式 网上定价发行
 网下询价配售

保荐机构 国信证券

主要股东 (IPO 前)

朱明虬 58.42%
 吴红心 9.59%
 首创投资 7.67%
 朱明芳 4.60%

收入结构 (13H1)

电视广告代理 87.4%
 户外广告代理 4.4%
 其他广告代理 6.50%
 品牌管理 1.70%

报告编号: ZT14-NSP01

首次报告日期:

■ 投资要点:

公司为国内主要的媒介广告代理公司

公司的业务包括媒介代理和品牌管理两大类,媒介广告主要以电视广告代理为主。公司为国内一级综合服务类广告企业、中国4A组织成员,综合实力在国内广告公司中处于领先地位,为本土广告公司龙头企业之一。

收入业绩较为稳定

公司2010年到2012年的营业收入年复合增长率达16.90%,净利润的年复合增长率达15.84%,显示出公司稳定的发展势头。其中2012年收入增长率略有降低,主要系公司及子公司当年主要流转税种由缴纳营业税改为缴纳增值税,一定程度上降低了增长率。

募投资项目增加公司的媒介规模及补充运营资金

拟募集资金27,559万元,将投资于(1)媒介传播研发中心项目;(2)扩大媒介代理规模项目。公司现有客户未来三年可能的新增媒介代理业务额分别为41,177.86万元、49,467.15万元和59,425.10万元。

盈利预测

公司在未来几年将保持增长势头,2013年、2014年的收入的增速分别为5.58%和32.50%。净利润分别为1.05亿元和1.46亿元,增速分别为11.07%和39.18%。

定价结论

考虑到1600万的发行费用和募投资金27,559万元,最低发行的2432.27万股,可以定的最低价格为11.99元,考虑到老股东最多回拨1825万股,可以最高价格为47.96元,考虑到行业2013年的平均PE为48倍,我们给予25-30倍的PE,定价区间为31.97-39.17元,对应的总股本8041.22-8208.87万股。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.万元)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	136,255	144,397	152,450	201,989	218,364
年增长率(%)	28.95%	5.98%	5.58%	32.50%	8.11%
归属于母公司的净利润	8,957	9,452	10,498	14,612	16,597
年增长率(%)	27.53%	5.53%	11.07%	39.18%	13.59%

数据来源:公司招股意向书;上海证券研究所整理

一、行业背景

● 国内综合服务类媒介广告代理商

公司为国内一级综合服务类广告企业、中国 4A 组织成员，综合实力在国内广告公司中处于领先地位，为本土广告公司龙头企业之一。公司的广告服务包括媒介代理和品牌管理两大类。公司所处行业广义上归属于创意产业，狭义上归属于广告行业。

公司的媒介代理主要分为电视广告代理和户外广告代理两块，其中电视广告代理是公司的主要业务。对于电视广告资源而言，公司的采购模式分为以销订购和时间买断两类，以销订购采购模式采购的电视媒体资源的金额及时长占比均保持在 70%-90% 左右的较高水平，是公司电视广告资源采购的主要模式。

公司采用以销订购模式进行采购的媒介供应商主要集中在浙江、江苏、福建、安徽等区域。主要媒介供应商浙江电视台、宁波电视台、杭州电视台、江苏电视台、群邑、福建电视台和安徽电视台等。

表 1：公司主营业务构成及主要服务的营业额

项目	2013 年 H		2012 年		2011 年	
	营业额 (万元)	占比 (%)	营业额 (万元)	占比 (%)	营业额 (万元)	占比 (%)
媒介代理	70,274.45	98.34%	141,714.14	98.14%	134,533.71	98.74%
品牌管理	1,184.17	1.66%	2,683.28	1.86%	1,720.90	1.26%
合计	71,458.62	100.00%	144,397.42	100.00%	136,254.61	100.00%

资料来源：公司招股意向书

报告期，公司所采购的广告资源及占公司成本的比例

表 2：公司电视媒体资源采购金额结构

时间	媒体级别	采购额		采购量		晚间时间	
		金额 (万元)	占比 (%)	总时长 (分钟)	占比 (%)	时间 (分钟)	占比 (%)
2013 年 H	全国电视台	22,627.19	42.17	7,259.73	11.31	2,821.15	7.34
	省级电视台	18,936.61	35.29	29,350.22	45.73	15,519.58	40.38
	地方电视台	12,097.30	22.54	27,570.17	42.96	20,097.25	52.28
	合计	53,661.10	100.00	64,180.12	100.00	38,437.98	100.00
2012 年	全国电视台	51,700.90	47.15	9,545.33	7.83	4,700.83	6.54
	省级电视台	31,736.20	28.95	55,705.83	45.68	26,582.12	36.98
	地方电视台	26,204.33	23.90	56,700.42	46.49	40,596.42	56.48
	合计	109,641.43	100.00	121,951.58	100.00	71,879.37	100.00
2011 年	全国电视台	39,009	36.25	16,290	10.12	7,320	8.38
	省级电视台	31,969	29.71	77,203	47.95	33,150	37.96
	地方电视台	36,619	34.04	67,522	41.93	46,864	53.66
	合计	107,597	100.00	161,015	100.00	87,333	100.00

资料来源：公司招股意向书，全国电视台包括省级卫视和中央电视台

● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

专业媒介代理业务源于国际 4A 广告公司，目前国内媒介代理市场上的主要竞争者分为两个梯队，第一梯队为国际 4A 广告公司，第二梯队为本土大型综合服务类广告公司，例如公司和广东省广。

公司以电视媒体广告代理为核心业务，主要的竞争对手有：

表 3：公司的主要竞争对手

竞争对手	简介
广东省广告股份有限公司	成立于 1979 年，中国最早、规模最大的广告公司，业务包括品牌管理、媒介代理和自有媒体三大类、盈利主要来源平面媒体的广告代理。
盛世长城国际广告有限公司	隶属于 Publicis Group, 1992 年由 Saatchi&Saatchi 和中国长城工业总公司合资成立，其广告营业额多年来一直处于行业前列。
北京电通广告有限公司	成立于 1994 年 5 月，是由 Dentsu、中国国际广告公司以及大诚广告有限公司三方合资成立。北京电通在国内多出设有子公司和办事处。
南京银都广告商务有限责任公司	成立于 1994 年，江苏规模最大的广告公司之一，业务范围包括品牌管理和媒介代理等，2011 年被奥美收购，
昌荣集团	成立于 1995 年，是中国领先的综合广告和媒体服务商，为中央电视台最大的代理公司，为客户提供全媒体投资解决方案。

资料来源：公司招股意向书

公司主要竞争优势体现在：

1、客户优势

公司目前已经拥有了一大批忠诚的客户，如三九药业、纳爱斯集团、金龙鱼等知名品牌，品牌客户与公司保持了 5 年以上的合作关系，并且公司还为中国电信、上海大众、保洁、肯德基、百事可乐、达能、淘宝网等伙伴提供长期的服务。

2、媒介策略优势

媒介策略优势是公司在媒介代理业务上的核心竞争力的综合体现，是推动公司的媒介代理业务迅猛发展的内因。广告投放需求已逐步由“投放执行”跨越到“全盘统筹、量化分析”之一阶段，推动了广告公司的媒介代理业务由传统媒介代理向综合媒介代理提升。

公司是国内少数几家拥有电视媒体代理、户外媒体代理、客户代理、会展及制作业务的业务品种齐全的广告文化类企业之一，在国内同行业企业中处于领先地位。报告期，公司媒介策略服务收入分别为 4.39 亿元、5.47 亿元和 8.18 亿元，年均复合增长率 36.45%。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司董事长朱明 为公司的控股股东、实际控制人，其直接持有公司本次发行前 58.42%的股份，同时持有公司股东杭州首创 36.74%的股权，杭州首创持有公司本次发行前 7.67%的股份。

表 4：公司的发行前主要股东

序号	股东名称	发行前	
		持股数(万股)	持股比例
1	朱明虬	4,263	58.42%
2	吴红心	700	9.59%
3	首创投资	560	7.67%
4	朱明芳	336	4.60%
5	余欢	336	4.60%
6	同德投资	280	3.84%
7	程晓文	151	2.07%
8	其他	672	9.21%
合计		7,297	100.00%

资料来源：公司招股意向书

● 主业简况及收入利润结构

公司业务主要为电视、户外广告的代理，及会展业务，其中电视媒体代理为公司的最主要的收入来源，其主要代理央视的广告。

表 5：公司主营业务具体情况

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 H
电视	100,076.26	123,767.33	128,033.96	62,419.83
户外	1,308.10	5,953.64	5,932.80	3,153.31
广播	2,133.04	3,701.27	6,282.19	3,818.63
报纸	1,416.31	909.34	397.02	226.08
杂志等	55.54	202.13	1,068.18	656.60
媒介代理收入合计	104,989.25	134,533.71	141,714.15	70,274.45
品牌管理	673.61	1,720.90	2,683.28	1,184.17
合计	105,662.86	136,254.61	144,397.43	71,458.62
毛利率				
电视广告	12.95%	13.07%	14.37%	14.03%
户外广告	39.54%	9.97%	-1.57%	19.54%
广播	18.97%	23.59%	24.93%	25.57%
报纸	2.43%	7.54%	4.48%	6.10%
杂志等	24.29%	30.51%	21.57%	41.16%
其他广告	12.55%	20.85%	23.42%	26.81%
品牌管理	70.53%	61.67%	52.51%	70.05%
合计	13.63%	13.82%	14.91%	16.04%

资料来源：公司招股意向书

● **募资项目**

拟募集资金 27,559 万元。募集资金将投资于以下两个项目：(1) 媒介传播研发中心项目，投资金额为 7559 万元；(2) 扩大媒介代理规模项目，投资金额为 20,000.00 万元；

表 6：公司募投项目

项目名称	投资额 (万元)
媒介传播研发中心项目	7559.00
扩大媒介代理规模项目	20000.00
合计	27559.00

资料来源：公司招股意向书等

媒介传播研发中心项目

项目计划投资 7,559 万元，拟在杭州市购置 1500 平方米的办公场所，增加研发人员，在原有研发中心的运作基础上，细化市场研究、媒介价值研究和策略研究等三个研究平台，建设周期 36 个月。

扩大媒介代理规模项目

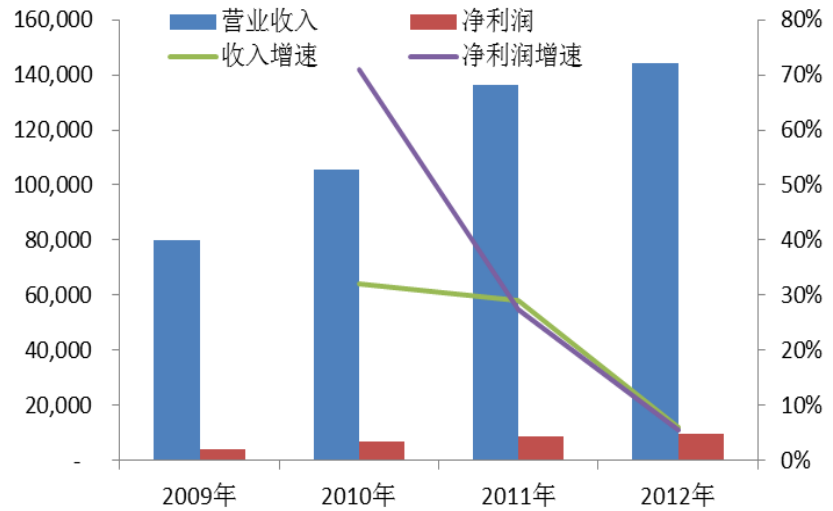
项目旨在为公司的媒介代理业务补充营运资金，以支撑公司媒介代理业务规模的快速扩充。一方面集中采购的模式保障客户的媒介供应，采取预付款的模式降低采购成本；另一方面，提高服务大客户的能力，增强公司业务开拓能力。鉴于公司目前的营运能力，在营运资金得以保障的前提下，公司现有客户未来三年可能的新增媒介代理业务额分别为 41,177.86 万元、49,467.15 万元和 59,425.10 万元。

三、公司财务状况及盈利预测

● **收入增速较慢、净利润恢复增长**

公司营业收入均来自主营业务且增长迅速，2010 年到 2012 年的营业收入年复合增长率达 16.90%，净利润的年复合增长率达 15.84%，显示出公司稳定的发展势头。其中 2012 年收入增长率略有降低，主要系公司及子公司当年主要流转税种由缴纳营业税改为缴纳增值税，收入金额需扣除增值税，一定程度上降低了增长率。

图1 公司近年收入和净利润增速



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 业绩预测

公司在未来几年将保持增长势头，2013年、2014年的收入的增速分别为5.58%和32.50%。净利润分别为1.05亿元和1.46亿元，增速分别为11.07%和39.18%。

表7 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	136,255	144,397	152,450	201,989	218,364
营业成本	117,426	122,875	125,845	166,483	179,845
营业税金及附加	1,330	792	991	1,663	1,840
销售费用	2,193	3,465	4,574	6,266	6,798
管理费用	4,709	5,660	6,860	8,266	7,993
财务费用	110	156	183	447	501
资产减值损失	-213	-159	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	206	247
投资净收益					
营业利润	10,700	11,609	13,998	19,482	22,129
加：营业外收入	158	712	0	0	0
减：营业外支出	57	43	0	0	0
利润总额	10,802	12,278	13,998	19,482	22,129
减：所得税	1,844	2,852	3,499	4,871	5,532
净利润	8,957	9,425	10,498	14,612	16,597
减：少数股东损益	0	-27	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	8,957	9,452	10,498	14,612	16,597

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

媒介代理业务占比过高、广告公司客户的占比较高

公司为综合服务类广告公司，业务涉及媒介代理和品牌管理两大块，其中媒介代理收入占比由 2009 年的 98.39% 上升至 2011 年的 98.74%，公司的媒介代理收入占比过高。公司的广告公司的收入占比较高，一直保持在 50% 以上。公司与国际 4A 广告公司客户保持了良好的合作关系，公司与群邑、广东凯络结成战略同盟，推动了广告公司客户收入的稳定增长。

税收优惠政策变化风险

公司 2009 年起被认定为高新技术企业，有效期 3 年，公司 2009-2011 年度企业所得税税率 15%，认定期满后，如果公司不再符合高新技术企业认定标准，将执行 25% 的所得税税率。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

目前在 A 股上市的公司中，同行业上市公司的 13 年平均 PE 为 48 倍，剔除新华传媒的影响。

表 8 国内可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2011A	2012A	2013E	2014E	2011A	2012A	2013E	2014E
600088.SH	中视传媒	15.81	0.22	0.14	0.37	0.46	71.54	116.25	42.27	34.59
002400.SZ	省广股份	38.08	0.67	0.94	0.72	0.99	56.84	40.51	52.93	38.44
600825.SH	新华传媒	8.17	0.17	0.10	0.13	0.15	224.00	380.80	300.32	246.31
平均							64	78	48	37

数据来源：WIND 资讯，上海证券研究所；股价以 2014 年 1 月 8 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

考虑到 1600 万的发行费用和募投资金 27,559 万元，最低发行的 2432.27 万股，可以定的最低价格为 11.99 元，考虑到老股东最多回拨 1825 万股，可以最高价格为 47.96 元，考虑到行业 2013 年的平均 PE 为 48 倍，2013 年 EPS 为 1.44 元，我们给予 25-30 倍的 PE，定价区间为 36-43.2 元。

分析师承诺

分析师 张涛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。