



龙头+成长最可贵，平台战略迎风起

2016.03.17

强烈推荐

张磊(分析师) 肖明亮(研究助理)

电话: 020-88831187 020-88831179  
邮箱: zhanglei@gzgzhs.com.cn xiaoml@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310514080003 A1310115100005

(首次覆盖)

现价: 17.05  
目标价: 23.80  
股价空间: 40%

投资要点:

有别于市场的观点: ①不仅仅“下里巴人”，更有“阳春白雪”：公司的市场化程度很高，大股东支持公司内生+外延驱动做大做强，借助平台战略公司已经转向众多娱乐营销、内容营销、大数据等新兴领域，我们看好公司依靠平台资源进行资源共享共赢；②既是龙头，更是成长：公司营销收入近 100 亿，数字营销突破 20 亿，整合、数字营销龙头地位牢固，公司业绩维持 40+% 增速，我们看好公司凭借丰富客户+优质媒介资源+丰富大数据资源，将在数字营销和整合营销领域更好的服务客户，继续引领高速增长；③市场担忧外延并购带来减值问题，省广外延整合最稳健提供安全边际：公司外延发展积极稳健，多方面全方位的投资、整合协议构建了安全的外延空间，并购整合效果明显。

● 整合营销+数字营销龙头，平台起航增长可持续：公司是整合营销和数字营销龙头性企业。随着品牌广告主向线上迁移加速，我们认为公司天然品牌基因，凭借客户资源+优质媒介资源+优质大数据资源将更好的服务品牌客户，随着 2015 年外延并购标的的加入，公司数字营销龙头性地位得以巩固。公司开启落地平台化战略，在大数据、娱乐营销等领域积极落地，国际化整合营销平台大幕开启，持续较高增长可持续。

● 外延最稳健，持续看好内生+外延打造国际化整合营销龙头：公司持续 40+% 增长奠定其成长性，产业基金布局意味着公司外延驱动依然持续，后续在新兴方向外延可期。我们认为公司是并购整合做的最彻底的公司，并购合作协议提供了安全空间，外延失败对业绩压制的风险极大降低。省广虽然是国资股东背景，但依然是一个市场化程度很高的企业，双轮驱动战略和平台战略获得大股东认可支持。数字营销和整合营销时代，我们认为强者恒强，公司有望充分整合资源利用平台优势继续巩固龙头地位。

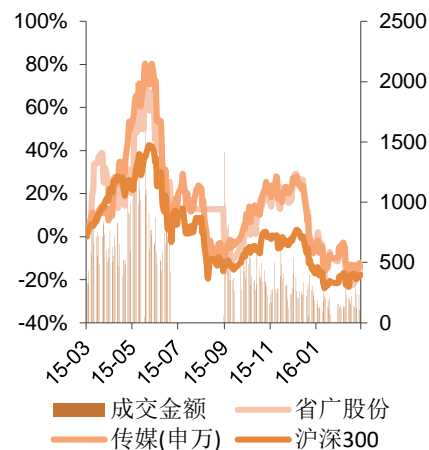
● 盈利预测与估值：我们预计公司 15-17 年摊薄 EPS 分别为 0.61、0.68、0.92 元，当前股价对应 28、23、17 倍 PE。考虑公司龙头地位业绩高速增长可持续，后续平台战略带来业绩与估值提升，给予公司 2016 年 35 倍估值，目标价位 23.8 元，首次覆盖长期看好，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：平台战略推进缓慢、外延收购失败、业务拓展缓慢。

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	6337.59	9622.10	13470.94	18859.31
同比(%)	13.36%	51.83%	40.00%	40.00%
归属母公司净利润	425.15	549.48	771.90	1041.96
同比(%)	47.85%	29.24%	40.48%	34.99%
毛利率(%)	20.01%	17.41%	17.46%	17.38%
ROE(%)	22.32%	22.17%	19.00%	19.04%
每股收益(元)	0.38	0.49	0.68	0.92
P/E	23.88	28.07	23.37	17.31
P/B	5.27	5.94	3.62	3.40
EV/EBITDA	0.00	17.65	13.16	9.87

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
省广股份	-5.2	-33.0	-25.5
传媒行业	-4.8	-32.4	-0.5
沪深 300	4.9	-17.7	-2.0

基本资料

总市值 (亿元)	154
总股本 (亿股)	9.05
流通股比例	92.04%
资产负债率	60.93%
大股东	广新控股
大股东持股比例	17.39%

相关报告

广证恒生传媒行业数字营销专题：程序化+大数据，掘金下游流量变现新模式 20151110

# 目录

1. 持续高成长，营销品牌管理龙头.....	4
1.1 行业增长将持续，龙头成长顺风行.....	4
1.2 业务拓展全国，毛利率持续上升.....	5
2. 传统板块的领头羊，数字营销的弄潮儿.....	6
2.1. 数字营销已成趋势，品牌广告主线上迁移.....	6
2.1.1. 数字营销移动化，品牌广告主迁移线上是趋势.....	6
2.1.2. 品牌广告主追求优质媒介，大数据助攻精准性.....	7
2.1.3. 用户体验为上，创意策划凸显.....	9
2.2. “内生+外延”双轮驱动，省广亦有“阳春白雪”.....	10
2.2.1. 公司持续积极布局数字营销领域.....	10
2.2.2. 省广具有强势的大数据优势.....	11
2.3. 强者恒强，创意策划+客户+媒介资源者得天下.....	12
2.4. 并购整合，省广外延步伐稳健有序.....	15
3. GIMC 平台化战略：新平台，创未来.....	19
3.1. 平台战略：由 GDAD 到 GIMC 的跨越.....	19
3.2. 拓展海外，积极资本运作.....	19
3.3. 市场化氛围，市场化省广.....	20
4. 盈利预测与估值.....	21
5. 风险提示.....	21

## 图表目录

图 1 广告市场高增长超过 GDP 增速 .....	4
图 2 省广业绩维持持续高速增长 (亿元、%) .....	4
图 3 省广营销规模持续高速增长 (亿元、%) .....	5
图 4 省广利润规模维持持续高速增长 (百万、%) .....	5
图 5 省广业务拓展布局全国 .....	5
图 6 公司毛利率维持上升态势 .....	5
图 7 前五大客户销售额占比下降 .....	6
图 8 公司前五大客户趋于稳定 .....	6
图 9 移动端流量保持快速增长 .....	6
图 10 移动互联网用户数持续增长 .....	6
图 11 2015 广告主广告投放移动端增长意愿 63% .....	7
图 12 移动广告市场规模快速增长 (亿元、%) .....	7
图 13 品牌广告主向线上迁移已成趋势.....	7
图 14 电视剧网剧点播量 (万次) .....	8
图 15 电影票房屡创新高 (亿元) .....	8
图 16 卫视收视三强鼎立 .....	8
图 17 2015.11APP 月活用户量排名 (万人) .....	8
图 18 品牌广告主追求优质媒介 (亿元) .....	8
图 19 美国网络广告按性能效果定价成为主流.....	9
图 20 移动视频广告效果计价接近 70% .....	9
图 21 大数据营销的需求领域 .....	9
图 22 精准营销降低成本提高效率 .....	9
图 23 感兴趣的内容是消费者关注媒介的重要原因.....	10
图 24 广告拦截运用激增 .....	10
表 25 省广股份积极拓展数字营销领域 .....	10
表 26 省广股份具备强势的数据资源 .....	11
图 27 广告投放精准性有待提高 .....	12
图 28 全球广告拦截快速增长 .....	12
图 29 省广与客户保持很高的粘性 (年) .....	13
图 30 省广前五大客户维持稳定及销售占比 (%) .....	13
图 31 省广提供一站式整合营销 .....	13
图 32 省广在各个行业具有丰富的创意策划经验.....	14
图 33 省广股份 2014 年前五大媒介采购方 (亿元) .....	14
图 34 省广数字营销业务迅猛增长 (亿元) .....	14
表 35: 省广股份外延资产一览 .....	15
图 36 省广外延大幕再创高峰 (亿元、%) .....	17
表 37: 公司收购对赌协议 .....	17
图 38 省广 IMC 战略.....	19
表 39 GIMC 平台理念.....	19
表 40 资本运作助力稳健外延 .....	20
图 41 省广股份 2014 年前五大媒介采购方 (亿元) .....	20

## 1. 持续高成长，营销品牌管理龙头

### 1.1 行业增长将持续，龙头成长顺风行

公司成立于 1979 年，广告策划创意能力业内领先，是本土最早、最优秀的大型综合性广告公司之一，1990 年就确立了公司在行业内的前三甲地位；2010 年公司上市成为国内广告第一股。公司主营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、数字营销等几大类业务。

随着我国经济发展，广告市场也呈现快速扩容的局面，我国广告市场产值从 2006 年的 1573 亿元增长到 2014 年的 5607 亿元；复合增速达到 17.22%，远超过我国 GDP 发展增速。当前虽然我国 GDP 增长进入中高速的新常态时期，但是我国广告市场规模占 GDP 的比重依然低于 1%，这与美国市场 2% 以上以及日本市场长期 1-1.5% 依然存在很大的差距，广告市场依然维持快速增长，广告市场规模占 GDP 比重依然维持增长态势。未来，随着数字化营销等新型营销方式的兴起、人们消费需求增长带来的营销服务需求的增长，都将拉动我国广告市场规模继续维持相对高速的增长。

图1 广告市场高增长超过GDP增速

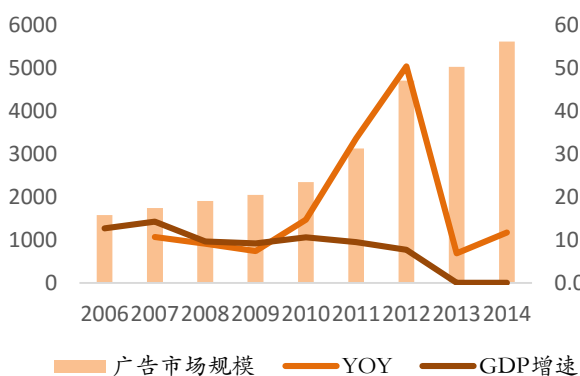
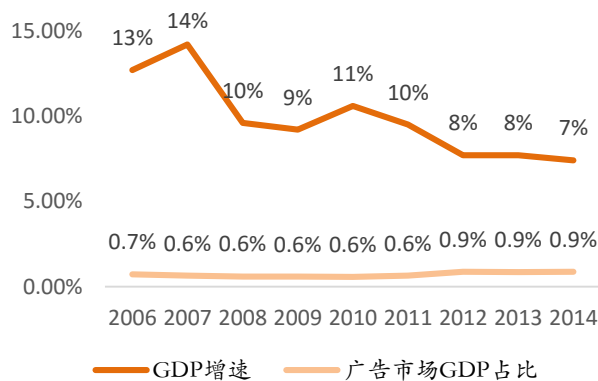


图2 我国广告市场占比依然较低 (亿元、%)

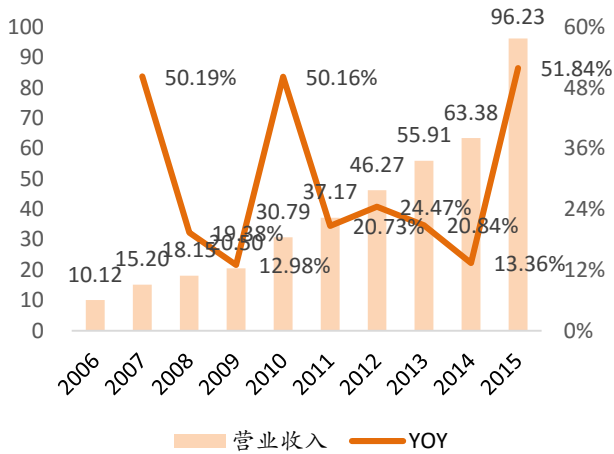


资料来源：Wind、广证恒生

资料来源：Wind、广证恒生

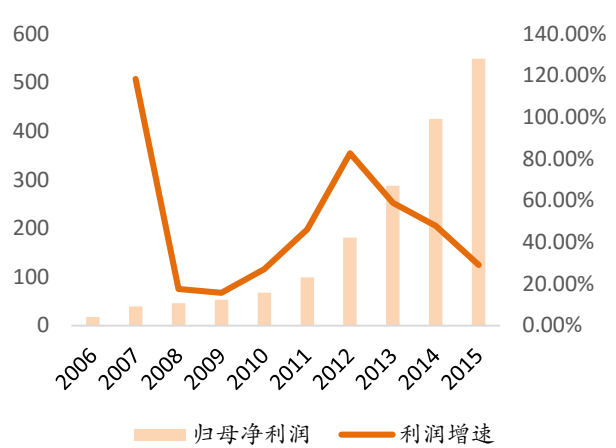
受益于行业的高速增长，省广股份营收规模从 2006 年的 10.12 亿元增长到 2015 年的 96.23 亿元，复合增速达到 28.43%，利润规模从 2006 年的 1795 万增长到 2015 年的 5.49 亿元，复合增速达到 46.23%，尤其是公司 2010 年上市之后，依托资本力量加快发展步伐，利润水平复合增速达到 51%，表明公司盈利能力增强。如今，省广股份已经成为我国营销服务行业营收规模近百亿、利润水平破 5 亿元的龙头企业，公司成立 36 年至今，品牌管理薪火相传，创意策划业内领先，牢牢把握客户和优秀媒介资源。

图3 省广营收规模持续高速增长 (亿元、%)



资料来源: Wind、广证恒生

图4 省广利润规模持续高速增长 (百万、%)

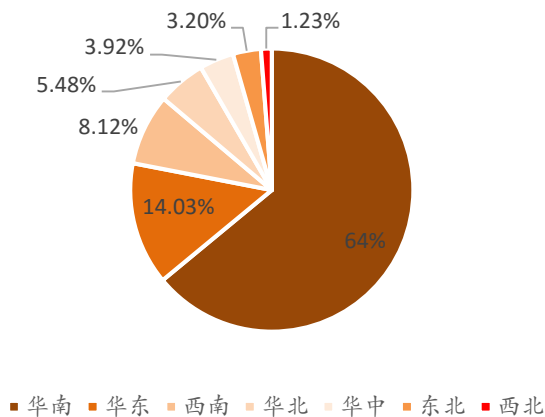


资料来源: Wind、广证恒生

## 1.2 业务拓展全国，毛利率持续上升

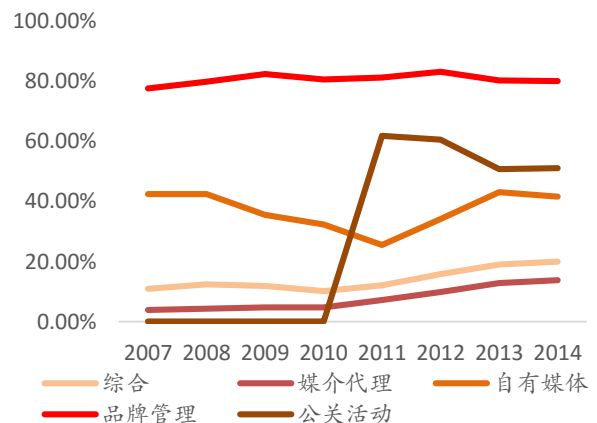
目前，省广股份业务已经布局全国，华南业务是公司的重要组成部分，上市伊始，省广即扩建北京、上海、武汉以及青岛等分支机构/分公司，扩大全国性的网点覆盖范围和前移服务触角，不断拓展全国业务。上市以来，公司前五大客户趋于稳定，东风日产、广博报堂、广代思博报堂、广汽、东风本田等客户稳定成为公司前五大客户，区域扩张以及客户扩张促使五大客户销售额占比逐年下降，客户结构进一步多元化，前五大客户销售额占比从2011年的52%下降到42%。从公司整体盈利水平来看，公司坚持多元化的媒介代理模式进行全平台统一采购，公司毛利率整体维持增长趋势；且公司的媒介代理、自有媒体以及品牌管理的毛利水平稳定增长。

图5 省广业务拓展布局全国

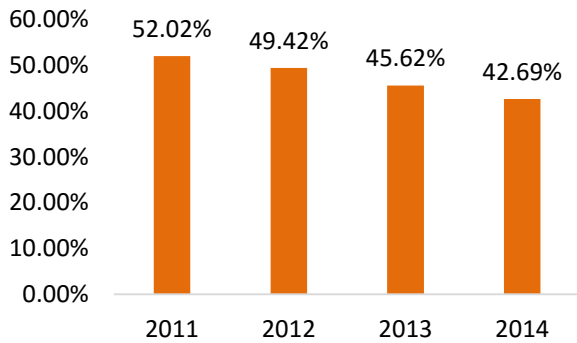


资料来源: Wind、广证恒生

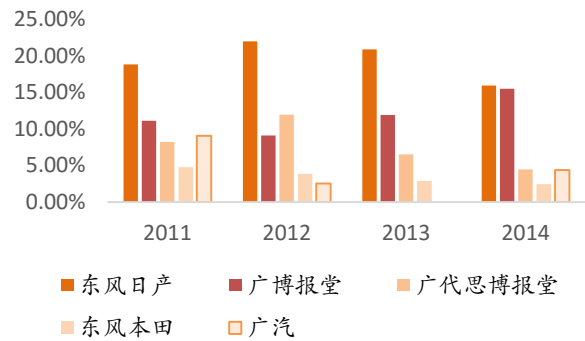
图6 公司毛利率维持上升态势



资料来源: WIND、广证恒生

**图7 前五大客户销售额占比下降 (%)**


资料来源：公司公告、广证恒生

**图8 公司前五大客户营收占比 (%)**


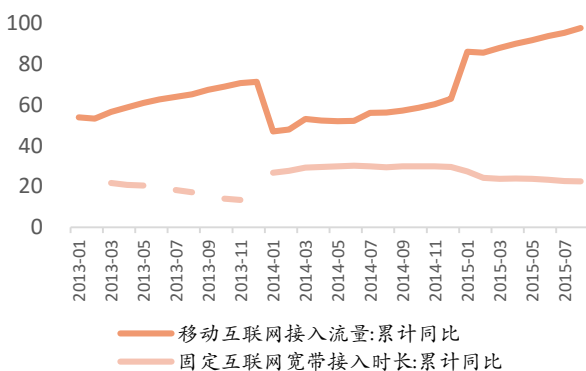
资料来源：公司公告、广证恒生

## 2. 传统板块的领头羊，数字营销的弄潮儿

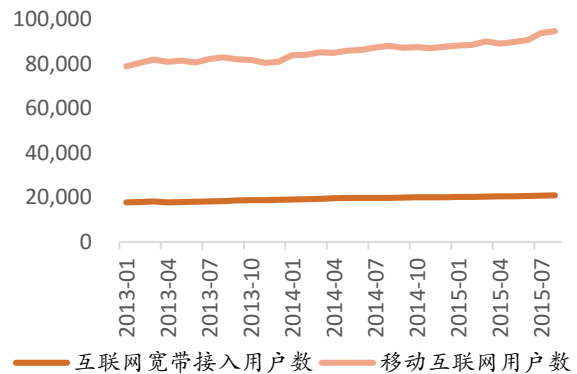
### 2.1. 数字营销已成趋势，品牌广告主线上迁移

#### 2.1.1. 数字营销移动化，品牌广告主迁移线上是趋势

过去数年智能手机的市场推广加快，到 2014 年开始持续稳定在接近 90%，智能手机实现基本普及，4G 网络以及 WIFI 热点的推广，移动网速以及入网便捷化使得移动网民的上网体验趋好，移动端的覆盖人群、时间以及场景进一步丰富。总体来看，PC 端接入流量增速逐渐趋稳在 20% 左右，而移动端接入流量的增长速度远远超过 PC 端且增速不断提高。人们的聚焦越来越放在网络端尤其是移动端，使得广告营销更多的投向移动互联网领域。2015 年我国数字营销规模突破 2000 亿元，其中移动互联网规模超过 800 亿元，增幅达到 70%，构成了互联网广告市场增长的主要引擎。而从广告主结构来看，过去网络端尤其是移动端市场规模的快速增长得益于互联网行业内客户的加剧竞争继而在网络端加大广告投入。而随着移动端受众的增长、广告效果逐渐被品牌广告主认同，越来越多的品牌广告主加速向移动端迁移。我们认为，数字营销仍将维持快速增长，而移动端快速增长构成了数字营销增长的主要引擎，品牌广告主不断向线上迁移构成了数字营销规模增长的重要引擎。

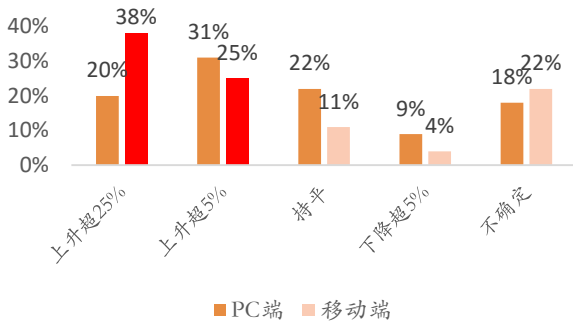
**图9 移动端流量保持快速增长**


资料来源：199IT、广证恒生

**图10 移动互联网用户数持续增长**


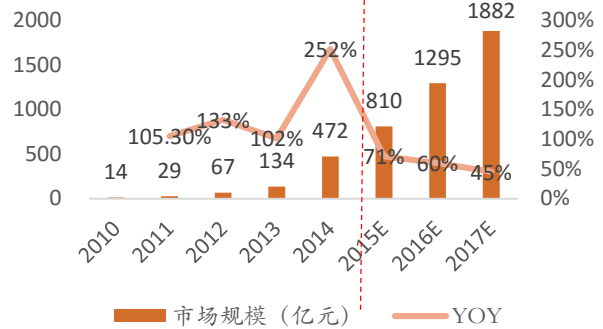
资料来源：199IT、广证恒生

图11 2015广告主广告投放移动端增长意愿63%



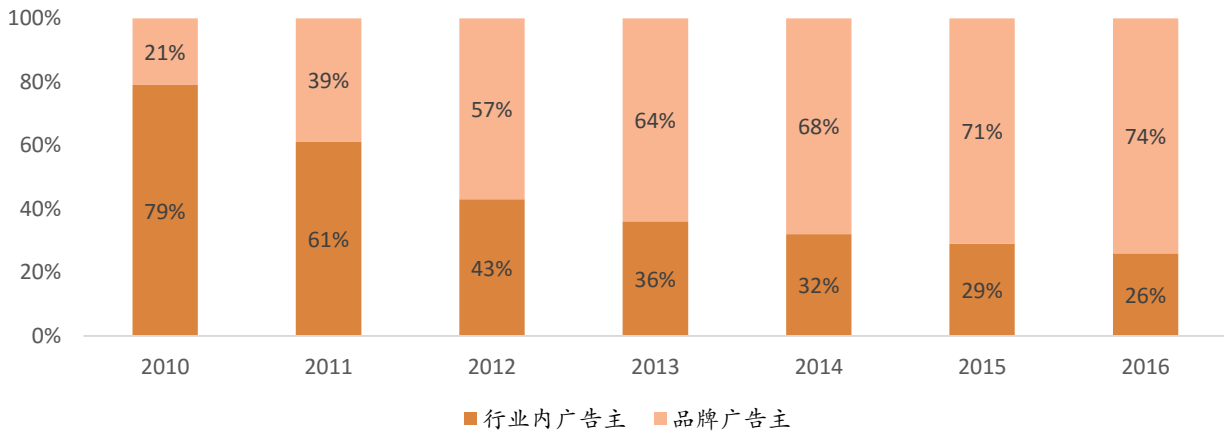
资料来源：易观、广证恒生

图12 移动广告市场规模快速增长 (亿元、%)



资料来源：易观、广证恒生

图13 品牌广告主向线上迁移已成趋势

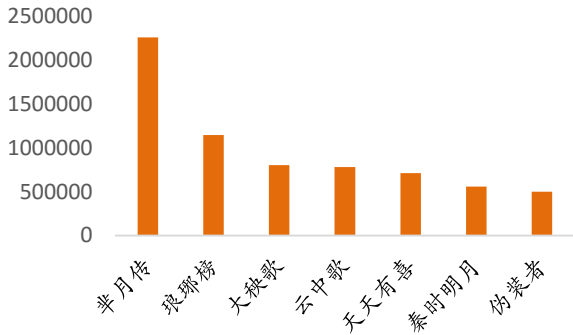


资料来源：易观、广证恒生

### 2.1.2. 品牌广告主追求优质媒介，大数据助攻精准性

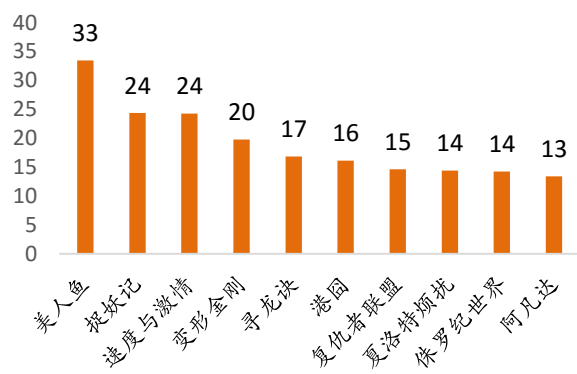
**品牌广告主对优质媒介的需求更为强烈：**人们的注意力在哪里，营销服务就做到哪里。优质媒介从来都是稀缺的，随着品牌广告主向线上迁移，其对优质媒介提出了更高的要求。随着经济水平的发展和人们生活水平提高，泛娱乐时代背景下，我国电影票房屡创新高，单片票房冠军不断刷新历史记录，美人鱼单片票房突破 30 亿元；而网络剧方面，芈月传的网剧点播量达到 226 亿次；电视剧方面，卫视三强鼎立的格局已然形成，湖南卫视、江苏卫视和浙江卫视凭借在内容和平台方面的优势不断巩固自身的收视份额；APP 方面，微信、QQ 热门 APP 月活用户超过 4 亿人次。此外在细分领域，一些满足特定人群和特定功能的 APP 依然具有不错的市场，尤其是其面对的用户更易标签化。无论是电视还是网络、手机 APP，媒介领域二八分化非常严重，少量的媒介资源聚焦了绝大部分的人群关注，而这些聚焦的媒介成为营销服务重点关注的对象，也是品牌广告主向线上迁移过程中希望能够获取的优质媒介资源。意味着广告服务商谁能够掌握和整合更多的优质媒介资源，将能够获得品牌广告主的倾斜以及维持客户粘性。

图14 电视剧网剧点播量 (万次)



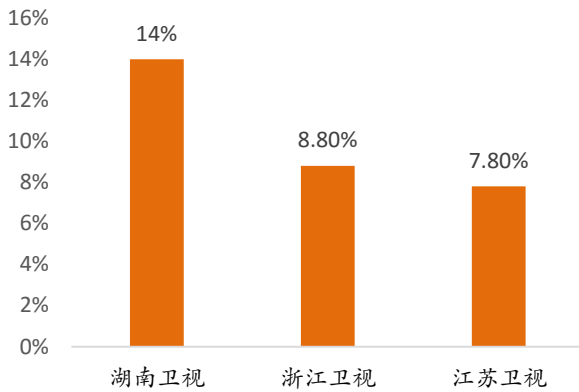
资料来源：艺恩、广证恒生

图15 电影票房屡创新高 (亿元)



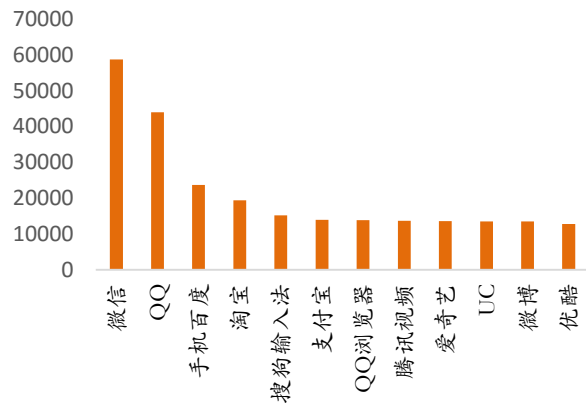
资料来源：艺恩、广证恒生

图16 卫视收视三强鼎立



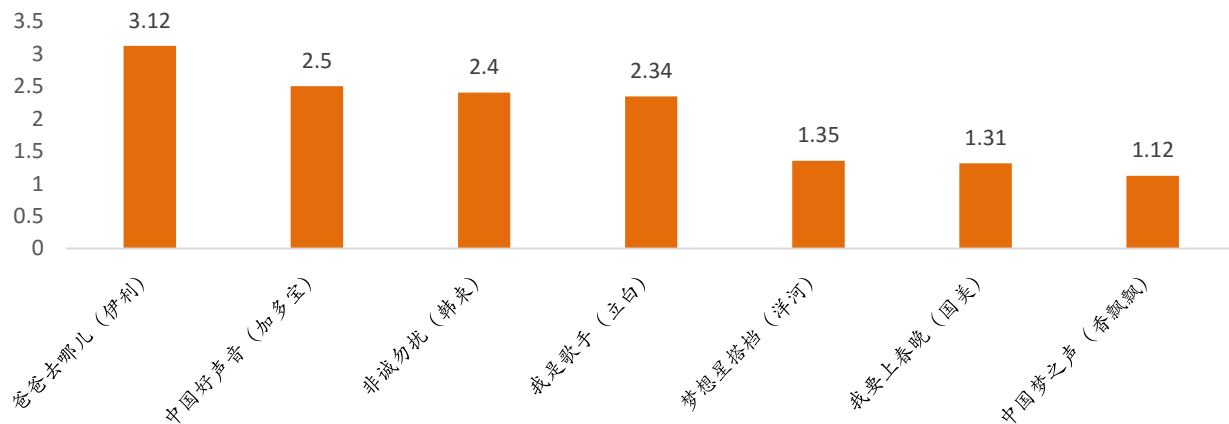
资料来源：艺恩、广证恒生

图17 2015.11 APP月活用户量排名 (万人)



资料来源：易观、广证恒生

图18 品牌广告主追求优质媒介 (亿元)



资料来源：互联网资料、广证恒生



**广告主对效果追求更加凸显：**2015 年广告主对数字营销的核心困惑是广告效果评估，近六成的广告主认为目前诸多数字广告形式的营销模式不明确，效果被人为抬高；还有 53% 的广告主对效果数据存在质疑，说明关于广告效果评估的问题成为困扰广告主的关键。美国的性能效果广告占比稳定在 65% 左右。我国 2014 年我国移动视频端效果广告定价模式占比接近 70%，说明广告主对于广告投放效果的强烈关注，需要广告投放平台采用开放性、透明化的界面，针对代理商或广告主对精准广告投放全过程进行展示和体验。具备品牌优势的营销服务商将更能够获得信用背书，从而在客户拓展尤其是品牌客户的获取方面更有优势。

图19 美国网络广告按性能效果定价成为主流

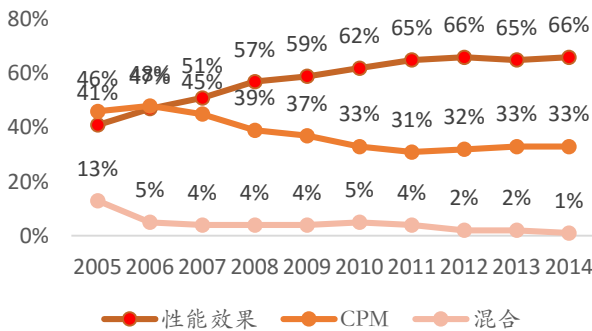
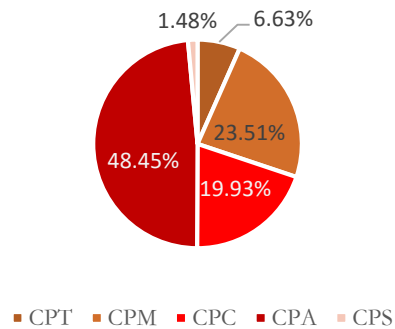


图20 移动视频广告效果计价接近70%



资料来源：IAB、广证恒生

资料来源：艾瑞、广证恒生

**对广告效果的追求强化对大数据营销的需求：**无论是品牌广告主还是互联网行业广告主，将会越来越重视营销效果的评估。建立综合的营销服务体系将成为营销服务商提高广告效果的保证。从统计数据来看，大数据营销的需求在营销服务的各个领域和环节广泛存在，广告主对于营销目标群体的定位分析、精准定向的广告投放、营销效果的监测和投放方面需求迫切。掌握大数据资源，建立完善综合的营销服务体系将是营销服务商在大数据营销和效果营销领域的核心竞争力。精准营销使广告主的千人展示成本降低 19%，而广告点击率效果则从 0.06% 提高到 0.09%，效果优化提高 50%。

图21 大数据营销的需求领域

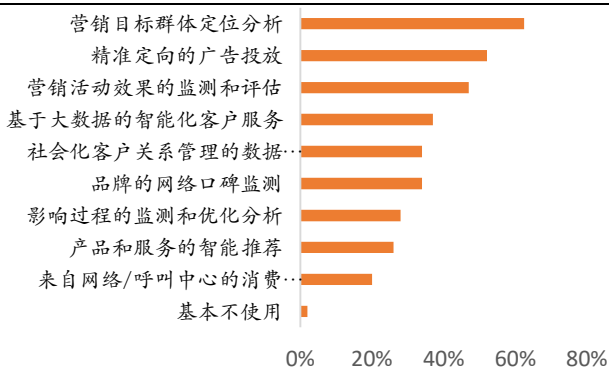
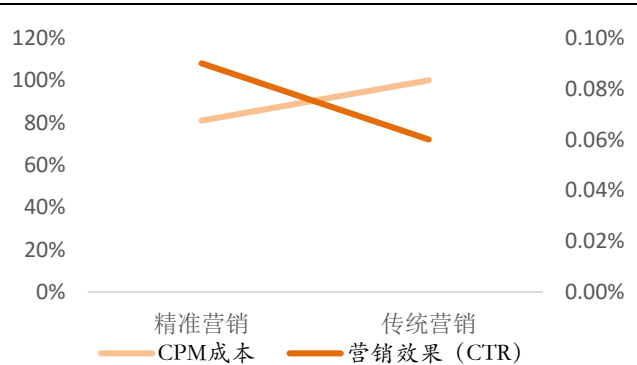


图22 精准营销降低成本提高效率



资料来源：易观、广证恒生

资料来源：易观、广证恒生

### 2.1.3. 用户体验为上，创意策划凸显

根据尼尔森对用户关注某一 APP 原因的调查显示，58% 的人关注某一媒介是因为有感兴趣的内容。与此同时，由于广泛同质化的广告内容与形式，以及不规范广告的大量存在，广告对用户体验的干扰越大，用户对于广告拦截的关注度骤升。与此相反，兴趣社交引发的基于特定人群和场景的精准营销则显示出良好的营销效果。2014 年 12 月 27 日的深圳京基 QQ 兴趣部落活动为例，QQ 兴趣部落联合

深圳京基 100 大楼发起“为了你，京基 100 我包了”的活动。当天，用户通过兴趣部落说出的新年愿望有机会登上深圳地标。各式各样的内容照亮了深圳的夜晚。短短两天就有万人参加。随着用户对广告的反感度上升，结合用户兴趣基于内容和形式的创意策划能力正在成为营销服务行业的重要优势。渠道的变革更加凸显了创意策划在广告营销中的作用。在信息过剩的时代，媒介的精准到达并不代表受众的接收，更不代表受众对产品与品牌信息的接受。在消费者注意力有限的情况下，如何吸引消费者认可广告内容甚至主动进行传播，是创意策划在广告营销环节中的使命。我们认为，具备优秀创意策划能力的企业能够结合受众兴趣分析，策划出更好的广告表现形式，从而取得更好的营销服务效果。

图23 感兴趣的内容是消费者关注媒介的重要原因

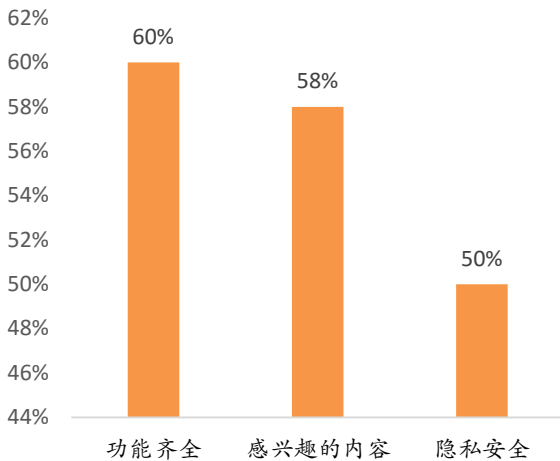
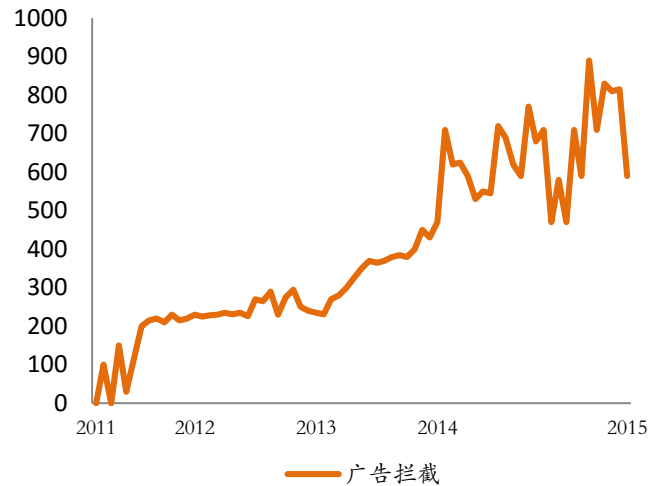


图24 广告拦截运用激增



资料来源：易观、广证恒生

资料来源：百度指数、广证恒生

## 2.2. “内生+外延”双轮驱动，省广亦有“阳春白雪”

### 2.2.1. 公司持续积极布局数字营销领域

公司是国内最早布局数字端营销的企业之一，早在公司上市时就筹划了募投项目投向媒介集中采购以及“广告数字化运营系统”，上市后公司通过内生+外延，公司不断完善数字营销领域全产业链。2012年公司设立赛铂互动着力发展互联网营销业务，并收购北京合众，切入大健康网络营销领域；2014年与百度、荣之联进行大数据领域战略协作；2015年公司通过收购传漾科技、东信时代、蓝门数字以及晋拓文化后，完成了在移动广告平台、DSP、DMP、SSP等程序化购买交易平台产业链方面的布局，经过整合协同之后将为省广整合营销对接畅通的数字营销平台。

表25 省广股份积极拓展数字营销领域

时间	事件	说明
2012.5	设立赛铂互动	网络营销；着力发展数字互联网媒体业务
2012.11	收购合众盛世	旗下合众互动是中国优秀的大健康行业网络营销传播服务商，在互联网平台上继续为客户提供最为精准和独到的品牌营销服务
2014.3	产业并购基金	与上海智义设立5亿元产业并购基金，省广出资1亿元。
2014.7	荣之联战略合作	荣之联是国内领先的数据中心解决方案和服务提供商，双方合作内容包括但不限于在IT服务、大数据、云计算、车联网等一系列产业领域及车联网信息营销系统平台、视讯系统广告平台、广告语义分析平台等多平台开展深度合作
2014.7	投资尚道微营销	华南地区最大的以微信、微博为主的 <b>社会化媒体营销企业</b>
2014.9	百度签战略合作	与百度相关项目组成联合团队，以大数据市场研究、大数据解决方案、大数

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告



		据营销产品开发等方式为基础展开合作。助力公司实现营销传播链条的全贯通
2014.10	收购上海恺达	前身是安瑞索思，中国规模最大的独立互动整合营销公司之一，其核心服务包括互动整合营销及移动互联网营销。拥有行业领先的移动互联网广告平台——AdTOUCH
2015.2	腾讯战略合作	省广股份北京中心与腾讯战略合作，可以充分借助腾讯的大数据优势，结合自身专业的数据解读，并整合其数据系统、第三方数据体系，真正实现对广告主高价值的大数据服务。同时，腾讯完整的用户生态体系为广告主提供了用户群的准确画像，并能为广告主在腾讯平台的推广提供更精准、更高效的通道和工具。
2015.3	收购传漾科技	<b>精准营销领域的领先企业</b> ，在精准营销领域有丰富资源和整合能力。经过多年的研发形成了成熟的业界领先的广告发布管理系统、数据解析技术和富媒体广告协作平台，在程序化购买方面拥有 DSP、SSP、DMP 三大平台为核心的互联网广告生态系统，推出程序化交易框架产品，在此基础上驱动产业链延伸，整合 PC+Mobile 精准营销业务。
2015.3	投资东信时代	全国最大的本地移动营销服务提供商，打造了本地广告需求方平台 DSP、DMP 等本地化服务为核心的移动互联网广告生态系统。点媒 Lomark 平台对接了百度、淘宝、Google 等 20 个以上交易平台，日均广告展示流量已超 7 亿，国内流量覆盖率达 75% 以上。公司的业务辐射全国，至今已为数千家广告主提供了移动营销服务。
2015.9	收购蓝门数字	为国际知名快消品及汽车客户提供服务，业务以微信、微博平台为主，已开始为客户其他社交媒体的监测、发布等业务
2015.9	收购晋拓文化	网络游戏数字广告营销，全面覆盖视频类、文学类、门户类和游戏类等优势广告资源，是腾讯、百度、优土、暴风等媒体的战略合作伙伴。引进大数据分析和算法优化研发团队，打造了领先的精准 DSP/DMP 平台及投放策略系统。目前主要服务知名的游戏研发、运营公司（如 37 玩、上海恺英网络等）。

资料来源：公司公告、广证恒生

### 2.2.2. 省广具有强势的大数据优势

2012 年 5 月该项目竣工落地，“广告数字化运营系统”集成了消费者洞察、品牌策略、创意发想、媒介策划等多模块的应用，帮助企业解决营销全程问题。“广告数字化运营系统”建设了覆盖 7 大行业 25 个品类，三年样本量超过了 20 万个的数据库，开发了开放式的品牌应用插件，将数据与公司多年累积的品牌管理及传播创意的经验进行嫁接，实现人工智能的品牌营销传播管理。可以极大提高公司广告数字化能力，有利于本公司利用基于互联网的数字化营销技术，为客户提供整合营销传播解决方案。2014 年，公司持续加强对移动互联等数字客户粘性营销领域的投入力度，并先后与荣之联、百度、腾讯等达成了大数据业务合作，有力的提升了公司数字营销业务实力及规模、大数据价值挖掘。此外，公司旗下合众互动、传漾科技、东信时代、晋拓文化等在数据资源和数据分析运用、算法优化等方面将能够实现很好的互动与协同。

表26 省广股份具备强势的数据资源

企业	说明
广告数字化运营系统	建设了覆盖 7 大行业 25 个品类，三年样本量超过了 20 万个的数据库
合众盛世	旗下合众互动是中国优秀的大健康行业网络营销传播服务商，深耕大健康行业
荣之联战略合作	荣之联是国内领先的数据中心解决方案和服务提供商，双方合作内容包括但不限于在 IT 服务、大数据、云计算、车联网等一系列产业领域及车联网信息营销系统平台、视

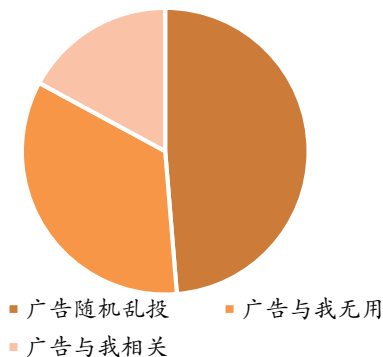
	讯系统广告平台、广告语义分析平台等多平台开展深度合作
百度签战略合作	与百度相关项目组成立联合团队，以大数据市场研究、大数据解决方案、大数据营销产品开发等方式为基础展开合作。助力公司实现营销传播链条的全贯通
腾讯战略合作	借助腾讯的大数据优势，结合自身专业的数据解读，并整合其数据系统、第三方数据体系，真正实现对广告主高价值的大数据服务。腾讯完整的用户生态体系为广告主提供了用户群的准确画像，并能为广告主在腾讯平台的推广提供更精准、更高效工具。
收购传漾科技	<b>精准营销领域的领先企业</b> ，在精准营销领域有丰富资源和整合能力。形成了业界领先的数据解析技术，在程序化购买方面拥有 DSP、SSP、DMP 三大平台为核心的互联网广告生态系统，推出程序化交易框架产品，整合 PC+Mobile 精准营销业务。
东信时代	全国最大的本地移动营销服务提供商，打造了本地广告需求方平台 DSP、DMP 等本地化服务为核心的移动互联网广告生态系统。点媒 Lomark 平台对接百度、淘宝、Google 等 20 个以上交易平台，日均广告展示流量超 7 亿，国内流量覆盖率达 75% 以上。
晋拓文化	引进大数据分析和算法优化研发团队，打造了领先的精准 DSP/DMP 平台及投放策略系统。
BAT	公司与 BAT 有紧密的合作，与 BAT 在数据资源方面有密切的互动和协作

资料来源：公司公告、广证恒生

### 2.3. 强者恒强，创意策划+客户+媒介资源者得天下

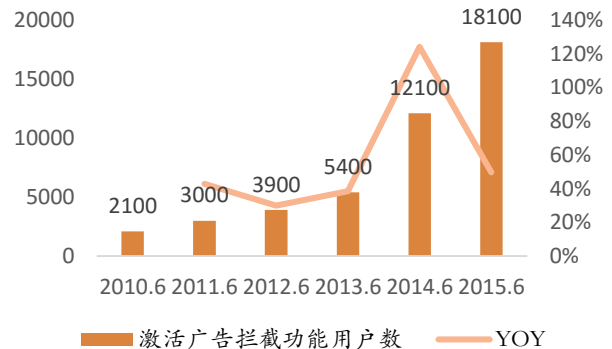
正如我们前面提到的，广告主尤其是品牌广告主向线上迁移推动数字营销不断增长；能够提供一站式整合营销服务的企业将充分受益。品牌广告主对广告效果的追求将会提升，进而对投放精准性和优质媒介提出了更高的要求，具备大数据优势以及能够掌握优质媒介资源的企业将显著提高广告精准性。此外，广告同质化现象凸显。无关性广告的投放将极大影响用户体验，全球广告拦截运用快速增长背景下，我们认为吸引消费者认可广告内容甚至主动进行传播，是创意策划在广告营销环节中的使命。具备创意策划优势的企业将能够更好的抓住消费者眼球，减少用户体验的干扰。综上所述，具备创意策划+客户资源+媒介资源+大数据资源优势的企业将在整合营销背景下占据有利地位，行业竞争格局将依然是强者恒强的格局。

图27 广告投放精准性有待提高



资料来源：Deutsche Bank、广证恒生

图28 全球广告拦截快速增长



资料来源：Adobe、广证恒生

省广股份与客户建立了很强的粘性；作为整合营销的龙头，省广积极为企业客户尤其是品牌客户提供一站式整合营销服务，定位做企业的品牌管家。从公司的客户情况来看，公司与客户粘性保持稳定，客户流失率低。2011-2014 年公司的五大客户维持稳定，品牌客户忠诚度高。目前深度涵盖了汽车、快消、运营商、大健康、地产等各个行业，掌握丰富的品牌广告主资源。

图29省广与客户保持很高的粘性（年）

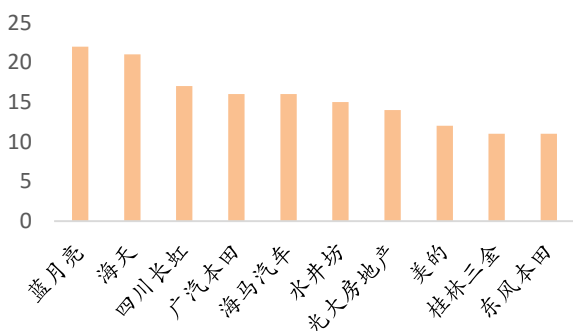
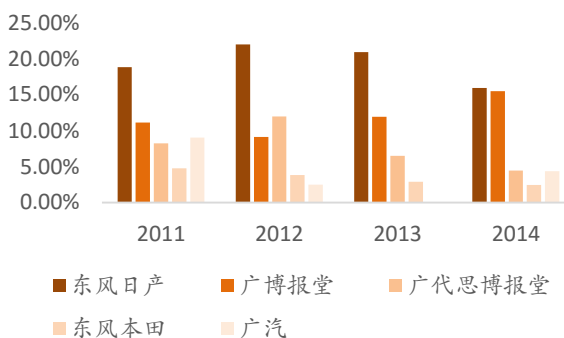


图30省广前五大客户维持稳定及销售占比（%）



资料来源：Wind、广证恒生

资料来源：公司公告、广证恒生

图31省广提供一站式整合营销



资料来源：公司官网、广证恒生

省广股份有很强的创意策划优势：作为国内龙头性整合营销企业，省广股份在创意和策划方面积累了丰富的经验和优势，公司是中国本土创意实力最强的广告公司，在广告公司创意排名中省广多次名列一次。长期以来，省广定位“做中国创意产业链的整合者”来领衔演绎“最大的生意是创意”的广告创意产业经营理念。

图32省广在各个行业具有丰富的创意策划经验

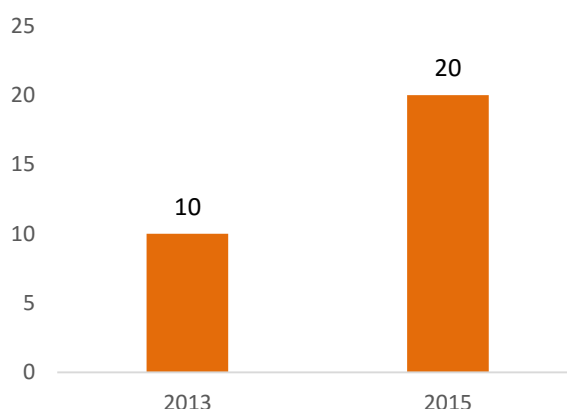
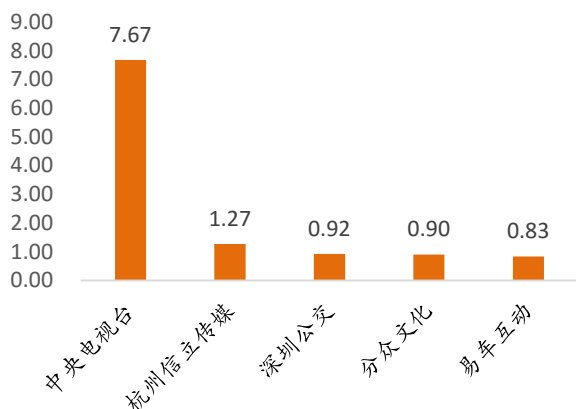


资料来源：互联网资料、广证恒生

**内生+外延，省广股份掌握着最优质的的媒介资源：**公司自上市以来就推进“媒体集中采购”项目，与众多优质媒介资源维持紧密合作，同时由于采购金额巨大能够在媒介采购中保持强势优势地位。在传统媒介方面，包括央视以及综艺热门媒介等与公司长期合作，在地铁、公交、户外广告领域资源丰富，同时 2011 年以来公司积极推进外延收购项目，在跨地域业务拓展和媒介资源方面取得突破，线下的优质媒介资源是公司的传统优势项目。在新媒体领域，公司数字营销业务规模 2013 年已达到 10 亿元，2015 年即突破 20 亿元，丰富的品牌广告主、快速增长的业务规模和广告流水利于公司以较优惠的价格获取优质媒介，公司与最优质媒介方 BAT 等在业务与数据领域全方位开展合作。公司在收购东信时代和传漾科技后，凭借其 SSP 平台以及对接的丰富的广告交易平台，能够在优质媒介导入和品牌输出方面相互协调。此外，由于公司丰富的品牌广告主客户结构使得公司能够综合开发优质媒介，确保较高的品牌填充度。

图33省广股份2014年前五大媒介采购方（亿元）

图34省广数字营销业务迅猛增长（亿元）



资料来源：公司公告、广证恒生

资料来源：公司公告、广证恒生

## 2.4. 并购整合，省外延步伐稳健有序

外延稳健主要在新兴领域，历史负担小：从2011年收购重庆年度开始，公司正式拉开了“内生+外延”双向驱动的序幕。从公司历年收购标的来看，除重庆年度外都超额完成业绩对赌，针对重庆年度的减值已经处理完后得以轻装上阵，外延标的不达预期对公司的业绩的压制相对较弱。从公司外延节奏来看，2013-2014年公司明显加大外延力度，尤其2015年外延投资达到15亿元，接近前面四年外延投资额。公司2012年即开始在快速增长的数字营销领域布局，2014年及之后布局的标的来看已经几乎都是数字营销板块，受益于接下来数年依然有望维持快速增长的数字营销领域而言，业绩压力得到释放。

表35：省广股份外延资产一览

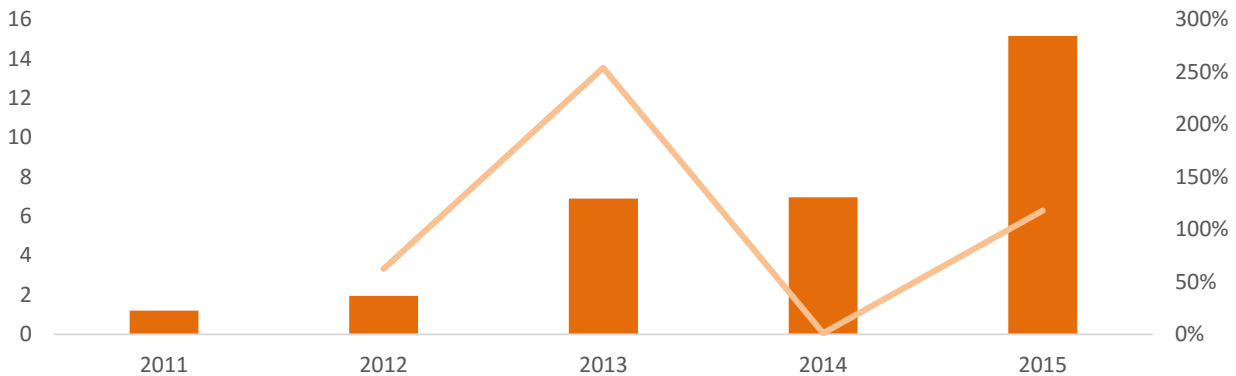
时间	标的	简介	业绩承诺	承诺完成情况
2011.3	重庆年度	代理《重庆晨报》、《腾讯.大渝网》等媒体广告业务,包括地产、汽车、3C及外埠四领域。	2011-2013: 2100、3200、4400	2011-2014: 2022、2248、330、466; 减值处理完
2011.6	旗智公关	公关业务	2011-2013: 1,500、2,100、2900	2011-2014: :1511、2137、2966、3386
2012.5	赛铂互动	网络营销		2012-2014: -74、32、85
2012.5	青岛先锋	媒体代理业务、全案代理业务、媒体买断业务。华北(山东省)电视媒体资源	2012-2014:1600、2000、2600	2012-2014: :1891、2761、2873
2012.11	合众盛世(北京)	华北及东北市场市场和客户资源,优秀的大健康行业网络营销传播服务商	2012-2014: 3100、3720、4460	2012-2014:3749、5313、4931
2013.8	瑞格营销	市场营销及公共活动等线下营销服务,网络分布全国各大中城市	2013-2015: 2300、2645、3042	2013-2014:2510、2700
2013.11	雅润文化	以电视广告代理业务为核心。与多家国际4A广告公司客户及电视媒体建立稳固合作伙伴关系	2013:2016: 5720、6500、7500、8400	2014:6617万
2014.7	尚道微营销	华南地区最大的以微信、微博为主的社会化媒体营销企业	2014-2017: 500、700、840、1008	2014:502
2014.7	广州中懋	电台广告代理及整合营销服务。300多电台频率合作,大量优质的金融、快消品、汽车客户。	2014-2016: 3800、4400、5100	2014:3976
2014.10	上海恺达	中国规模最大的独立互动整合营销公司之一,互动整合营销及移动互联网营销、行业领先的的移动互联网广告平台——AdTOUCH	2014-2018: 3000、3600、4200、4830	2014:4321
2015.3	上海韵翔	户外媒体广告整合代理业务,各大媒体资源供应商合作,有诸如麦当劳、乐事、FedEx等国际知名客户	2015-2017: 4340、5035、5790	



2015.3	传漾科技	精准营销领先企业，有 DSP、SSP、DMP 三大平台为核心的互联网广告生态系统，推出程序化交易框架产品，整合 PC+Mobile 精准营销	2015-2017:4500、5850、7605	
2015.3	东信时代	全国最大的本地移动营销服务提供商。打造了本地广告 DSP、DMP、本地化服务为核心的自研点媒 Lomark 平台。对接百度、淘宝、Google 等 20 个以上交易平台，聚合了数千个 APPs，日均广告展示流量已超 7 亿，国内流量覆盖率达 75% 以上。	2015-2017: 7500、9000、10800	
2015.9	蓝门数字	主要为国际知名快消品及汽车客户提供服务；目前业务以微信、微博平台为主	2015-2017:1300、1600、2000	
2015.9	晋拓文化	网络游戏数字广告营销，互联网媒介投放及 DSP 投放业务，全面覆盖视频类、文学类、门户类和游戏类等优势广告资源，腾讯、百度、优土、暴风等媒体战略合作。领先的精准 DSP/DMP 平台、主要服务知名的游戏研发、运营公司（如 37 玩、上海恺英网络等）	2015-2017:6000、7800、10000	
2016.3	成立前海省广资本	寻找优质的投资项目，推动公司完善产业链上下游布局。加快公司在传播行业整合的步。		

资料来源：公司公告、广证恒生



**图36省广外延大幕再创高峰 (亿元、%)**


资料来源：公司公告、广证恒生

**品牌导入得以平台共享，促进收购标的业绩：**省广股份积极进行外延并购的背后，是积极将省广品牌导入收购标的，一方面为收购标的提供上市公司信用背书，利于标的更好的进行业务拓展和竞争；另一方面省广的品牌能够为标的公司发展客户和媒介导流，公司内部之间客户的多层次开发利于发挥最大价值。客户资源的综合开发、媒介资源的集中采购与多样化利用使得资源利用效率提高，品牌广告展示形式以及优质媒介的填充度丰富提高。

**对赌协议稳健，不仅仅收购，更有整合：**我们汇总公司的收购协议以及对赌协议来看，公司的外延收购是希望能够完善和增强产业链，从而更好的拓展业务，全方位服务客户，而不是为了收购利润。从**协议对价条件**来看，收购标的以对赌利润为基准，根据标的实际完成的利润对初值收购估值进行调整，合理范围内调整估值，如果实际利润过低公司甚至可以取消交易安全无条件回收资金；对核心骨干流失率以及坏账损失补偿、应收账款回收及补偿责任做了明确的安排，确保上市公司收购后标的公司经营稳定，合理增长；**在标的公司的治理方面**，公司委派了大部分董事以及董事长，对原公司的领导层继续运营的基础上的相关权限做了明确的规定，同时积极对标的公司管理层及核心骨干进行股权激励；省广股份早在2011年开启外延战略时即在协议条款中明确提出进行整合，使得公司外延的风险得以有效管控。

**表37：公司收购对赌协议**

标的	分期付款	公司治理	业绩承诺
蓝门数字	分期分年度，估值与业绩动态挂钩；甚至可以取消交易追回付款	委派董事长，委派大部分董事；委派财务总监；总经理资产处置权限不超300万	有
晋拓文化	分期分年度，估值与业绩动态挂钩；甚至可以取消交易追回付款	委派董事长，委派大部分董事；委派财务总监；对赌期结束后总经理进行候选人竞聘	有
省广先锋	分期分年度，估值与业绩动态挂钩；甚至可以取消交易追回付款	委派董事长，委派大部分董事；委派财务总监；公司由原管理团队相对独立运作	有
东信时代	——（增资15%）	敦促东信时代加大对移动营销技术研发的投入，督促东信时代在投资后对核心员工及管理团队实施激励措施，以更好地吸引优秀人才发展效力。	有
传漾科技	分期分年度，估值与业绩动态挂钩；甚至可以取消交易追回付款；各期付款可根据传漾广告实际业绩情况予以调整，任何一期的付款均可调整或冲减。	针对公司管理、人才培养、业绩激励等方面制定一系列的政策和制度，并督促提升并改善其业务模式、技术手段。协同和整合	有



上海韵翔	分期分年度，估值与业绩动态挂钩；各期付款可根据传漾广告实际业绩情况予以调整，任何一期的付款均可调整或冲减。	针对公司管理、人才培养、业绩激励等方面制定一系列的政策和制度，提高其积极性，稳定业务团队；与其核心管理层签订服务期承诺及竞业禁止协议，	有
省广合众	收购股权款项分四次支付，各期付款根据省广合众当期的业绩及应收账款回收情况而定。	将在公司管理、人才培养等方面制定一系列的政策和制度。同时，还将与其核心管理层签订服务期承诺及竞业禁止协议	有
上海恺达	分期分年度；各期付款可根据上海恺达实际业绩情况予以调整，任何一期的付款均可调整或冲减。	将针对公司管理、人才培养、业绩激励等方面制定一系列的政策和制度，并督促提升并改善其业务模式、技术手段。此外，公司还将与其核心管理层签订服务期承诺及竞业禁止协议，	有
广州中懋	分期分年度，各期付款可根据广州中懋实际业绩情况予以调整，任何一期的付款均可调整或冲减。	将针对公司管理、人才培养、业绩激励等方面制定一系列的政策和制度。此外，公司还将与其核心管理层签订服务期承诺及竞业禁止协议	有
尚道微营销	分期分年度，各期付款可根据尚道公司实际业绩情况予以调整。	，将持续对尚道公司管理层进行监督促进，以协助尚道公司进一步优化业务结构，还将督促尚道公司在公司管理、人才培养、业绩激励等方面制定一系列的政策和制度	有
雅润	锁定3或1年；盈利预测补偿；减值测试补偿；估值与业绩动态挂钩；应收账款回收责任；坏账损失补偿；对赌分红奖励	委派董事长，委派大部分董事；委派财务总监；公司由原管理团队相对独立运作；总经理在完成对赌条件下担任省广高管	有
瑞格营销	股权转让款分四期支付，瑞格营销原股东获得转让款金额将与瑞格营销2013-2015年具体业绩挂钩；估值(转让价款)随完成实际业绩调整；甚至可以取消交易追回付款；应收账款回收及补偿责任	委派董事长，委派大部分董事；委派财务总监；委派业务协同副总；同业禁止承诺；完成业绩对赌则收购剩余股权；，敦促瑞格营销改善客户结构，降低其对单一客户(集团)的相对依赖；在人才培养、任用、激励方面制定一系列政策和制度，充分调动经营团队和业务骨干的积极性；明确提出整合	有
合众盛世	股权转让款分三期支付，转让价款与实际业绩挂钩；甚至取消收购交易；应收账款回收责任及补偿；	委派董事长，委派大部分董事；委派财务总监；委派业务协同副总；同业禁止承诺；完成业绩对赌则收购剩余股权；将在人才培养、任用、激励方面制定一系列政策和制度，充分调动经营团队和业务骨干的积极性；明确提出整合	有
青岛先锋	股权转让款分三期支付，转让价款与实际业绩挂钩；甚至取消收购交易；应收账款回收责任及补偿；对赌结束后两年不低于10%增长	委派董事长，委派大部分董事；委派财务总监；委派业务协同副总；同业禁止承诺；完成业绩对赌则收购剩余股权；将在人才培养、任用、激励方面制定一系列政策和制度，充分调动经营团队和业务骨干的积极性；明确提出整合；激励条款：超出对赌20%，则将其所持目标公司股份换乘省广股份	有
旗智公关	954万增资；业绩承诺	业绩完成对赌情况下高管和核心员工股权激励或进一步收购；与股东核心管理层签订业绩对赌和签订竞业禁止协议、与核心管理层和业务骨干签订新的劳动合同并在对赌完成后进行激励安排	有

重庆年度	股权转让款分期分年度支付，原股东获得转让款金额将与年对赌期具体业绩挂钩；一定条件下有权取消交易	委派董事长，委派大部分董事；委派财务总监；同业禁止承诺；约定骨干流失率；业绩对赌	有
------	---	--	---

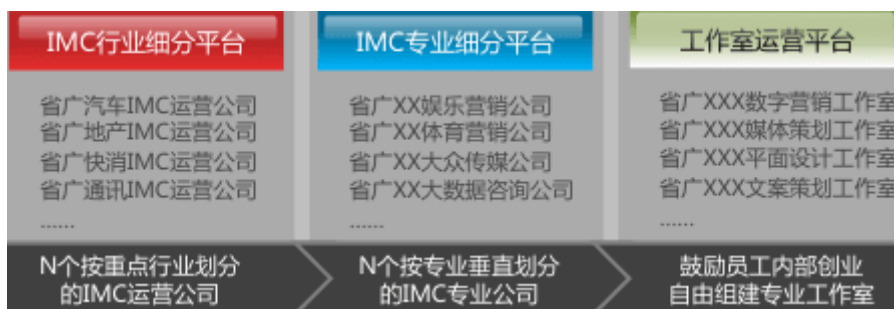
资料来源：公司公告、广证恒生

### 3. GIMC 平台化战略：新平台，创未来

#### 3.1. 平台战略：由 GDAD 到 GIMC 的跨越

2015 年 1 月 22 日，省广成立 35 周年之际正式启动了 GIMC 平台战略，意味着公司向国际化整合营销传播集团的转型升级加速。公司致力于构建平台化的商业模式，激励各方共同创造价值；极大延伸企业的产业链触角。公司搭建行业细分平台（涵盖汽车、快消、地产、通讯等众多领域）、专业细分平台（娱乐营销、体育营销、大数据、互动体验营销等）、工作室运营平台（数字营销、媒体策划、平面设计、文案策划等）。省广新平台秉承“开放、整合、股东、共赢”的理念；积极调动员工、合作伙伴的积极性，发力千亿市值的整合营销控股公司。目前，旗下平台公司已经超过 10 家，公司通过参股投资的形式，与平台公司签订业绩对赌，积极鼓励员工众筹员工持股，鼓励平台间资源互通。

图38省广IMC战略



资料来源：公司官网、广证恒生

表39 GIMC平台理念

理念	阐述
开放	人才开放和资源开发；让经营从封闭走向开放；鼓励垂直深挖省广大金矿
整合	业务、人才、资源、数据整合；让资源从分散走向整合
股东	让员工成为公司股东，省广平台公司积极鼓励员工众筹、股权争霸；让人才从员工变股东，进行动态股权激励与股权回购
共赢	多方共赢，利益共享

资料来源：公司公告、广证恒生

#### 3.2. 拓展海外，积极资本运作

长期以来公司业务立足国内，而随着中国产品和服务越来越国际化，广告主尤其是品牌广告主海外营销服务的需求正在快速增长。公司成立香港子公司，积极开拓海外市场，同时成立多个产业基金，内生+外延双驱动。

**成立香港子公司，放眼全球业务：**随着中国品牌全球化不断推进，海外市场的投放需求依然快速发展。公司与众多优秀品牌公司战略合作，积极延伸海外业务是公司更好服务客户开拓还是海外市场的布局。2015年12月，公司成立香港子公司——中国整合营销传播集团控股有限公司，积极利用香港金融市场打造海外并购和业务运营平台，加紧落地国际化的布局。

**成立多家产业基金，稳健外延依然可期：**企业单纯依靠内生模式难以满足传播市场的快速变化和市场竞争，积极稳健推荐外延整合成为企业发展的有效途径。2015年8月成立九宇基金，2016年3月成立省广资管公司，将为公司储备和寻找优质标的，拓展产业链延伸布局。我们认为公司平台化战略结合产业基金的形式将为公司沿着新兴领域方向布局奠定良好基础，内生+外延依然是公司后续平台化发展的方向。

**表40 资本运作助力稳健外延**

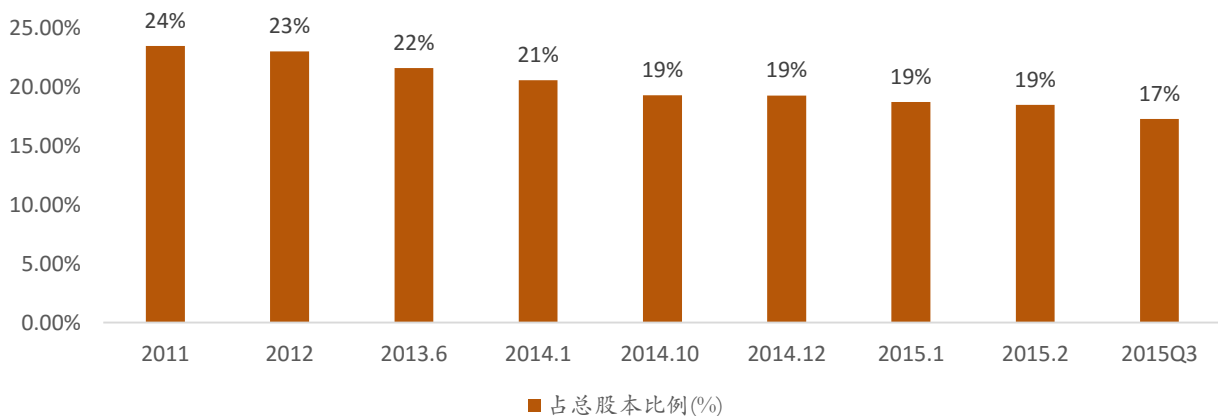
基金	阐述
九宇基金	2015年8月，参投九宇基金认购其16.26%财产份额，投资方向包括国内高成长的互联网、智能硬件等新兴高科技产业。为公司储备优质投资标的，推动公司积极稳健进行并购扩张；同时促进资本增值
前海省广资管	2016年3月，5,000万元投资设立全资子公司深圳前海省广资本管理有限公司，司利用资本优势寻找优质的投资项目，推动公司完善产业链上下游布局。该运营平台的建立将大大加快公司在传播行业整合的步伐。

资料来源：公司公告、广证恒生

### 3.3. 市场化氛围，市场化省广

国资为第一大股东的省广，其市场化运作的程度依然很高。公司历年持续加大外延力度，表明公司按照市场化和产业发展的趋势积极布局业务发展与资本运作，其国资股东给予了大力的肯定和支持。上市至今，随着平台增资扩股以及大股东减持，第一大股东的持股比例已经为17%左右。

**图41省广股份2014年前五大媒介采购方（亿元）**



资料来源：公司公告、广证恒生

#### 4. 盈利预测与估值

总结我们的投资逻辑如下：①省广并不仅仅是“传统”，更有“新奇特”：虽然作为国资背景的公司，公司的市场化程度很高，大股东支持公司内生+外延驱动做大做强，借助平台战略公司已经转向众多新兴成长领域，公司积极延伸娱乐营销、内容营销、体育营销、大数据等，在数字营销领域引领潮流，我们看好公司依靠平台资源积极延伸和覆盖全产业链；②既是龙头，更是成长；2015年公司营销收入接近100亿，数字营销规模突破20亿，整合营销和数字营销的龙头地位牢固，公司上市以来快速成长，业绩维持40+%增速，管理层强执行力，随着公司积极布局快速成长领域，我们看好公司凭借优质客户积累+优质媒介资源+丰富大数据资源，将在数字营销以及整合营销领域更好的服务客户，打造一站式品牌管理和服务龙头，继续引领行业高速稳健增长；③市场担忧外延并购带来系列减值问题，省广内生+外延最稳健：公司外延发展积极稳健，从标的估值动态与实际业绩动态挂钩、人员稳定、员工激励、应收账款回收与补偿、极端情况下收购交易的取消等构建了安全的外延空间，我们看好公司内生+外延双驱动打造一站式国际化整合龙头的布局。

我们预计公司15-17年摊薄EPS分别为0.61、0.68、0.92元，当前股价对应28、23、17倍PE。考虑公司龙头地位业绩高增长可持续，后续平台战略带来业绩与估值提升，给予公司2016年35倍（公司2015-2017年复合增速37.7%，给予35倍估值对应PEG为0.93）估值，目标价位23.8元，首次覆盖长期看好，给予“强烈推荐”评级。

#### 5. 风险提示

- (1) 平台战略推进缓慢；
- (2) 外延收购失败；
- (3) 业务推进缓慢。

附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	3746	3982	6519	6995	<b>营业收入</b>	6338	9622	13471	18859
现金	485	1773	4087	4361	营业成本	5069	7947	11118	15581
应收账款	1602	976	1124	1234	营业税金及附加	35	76	91	137
其它应收款	337	179	211	242	营业费用	475	629	923	1330
预付账款	1163	854	902	973	管理费用	127	206	279	397
存货	1	1	1	1	财务费用	-11	0	0	0
其他	157	198	193	183	资产减值损失	27	21	27	38
<b>非流动资产</b>	1112	650	744	837	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	109	65	73	82	投资净收益	14	18	25	28
固定资产	30	24	16	8	<b>营业利润</b>	630	761	1058	1404
无形资产	27	33	31	30	营业外收入	4	26	30	31
其他	947	529	624	716	营业外支出	3	2	2	2
<b>资产总计</b>	4858	4632	7263	7832	<b>利润总额</b>	631	785	1086	1433
<b>流动负债</b>	2162	1518	1648	1776	所得税	144	184	257	334
短期借款	267	122	156	182	<b>净利润</b>	487	601	829	1099
应付账款	963	626	698	762	少数股东损益	62	51	57	57
其他	932	770	794	832	<b>归属母公司净利润</b>	425	549	772	1042
<b>非流动负债</b>	577	276	329	394	EBITDA	642	795	1096	1442
长期借款	0	0	0	0	EPS (摊薄)	0.38	0.61	0.68	0.92
其他	577	276	329	394					
<b>负债合计</b>	2739	1793	1977	2170	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	191	242	300	357	<b>会计年度</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
股本	595	905	1058	1058	<b>成长能力</b>				
资本公积	312	188	1836	1273	营业收入增长率	13.4%	51.8%	40.0%	40.0%
留存收益	1020	1504	2091	2974	营业利润增长率	44.8%	20.9%	39.0%	32.7%
归属母公司股东权益	1928	2596	4986	5305	归属于母公司净利润增长率	47.8%	29.2%	40.5%	35.0%
<b>负债和股东权益</b>	4858	4632	7263	7832	<b>获利能力</b>				
					毛利率	20.0%	17.4%	17.5%	17.4%
					净利率	7.7%	6.2%	6.2%	5.8%
					ROE	22.3%	22.2%	19.0%	19.0%
					ROIC	21.9%	22.0%	16.1%	20.0%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	56.4%	38.7%	27.2%	27.7%
					净负债比率	9.76%	6.79%	7.89%	8.37%
					流动比率	1.73	2.62	3.95	3.94
					速动比率	1.73	2.62	3.95	3.94
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.59	2.03	2.27	2.50
					应收账款周转率	5.29	7.46	12.83	15.99
					应付账款周转率	6.90	10.01	16.79	21.34
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.38	0.49	0.68	0.92
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.22	0.94	0.69	0.98
					每股净资产 (最新摊薄)	3.24	2.87	4.71	5.01
					<b>估值比率</b>				
					P/E	23.88	28.07	23.37	17.31
					P/B	5.27	5.94	3.62	3.40
					EV/EBITDA	0.00	17.65	13.16	9.87
<b>经营活动现金流</b>	132	846	725	1039					
净利润	487	549	772	1042					
折旧摊销	11	9	10	10					
财务费用	-11	0	0	0					
投资损失	-14	-18	-25	-28					
营运资金变动	-367	273	-86	-50					
其它	26	33	55	65					
<b>投资活动现金流</b>	-459	474	-65	-69					
资本支出	-25	1	2	2					
长期投资	251	70	-12	-15					
其他	-684	404	-55	-56					
<b>筹资活动现金流</b>	-12	-33	1654	-696					
短期借款	188	-145	34	26					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	210	309	153	0					
资本公积金增加	-145	-125	1649	-564					
其他	-265	-72	-182	-158					
<b>现金净增加额</b>	-338	1288	2313	275					



## 机构销售团队

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构 销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	金娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓 展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn



**廣證恒生**  
GUANGZHENG HANG SENG

## 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。