

省广股份 (002400)

从扛旗者到整合者

—省广股份深度研究

买入 / 首次评级

股价：RMB46.68

分析师

关海燕

SAC 执业证书编号:S1000210010265

0755-82125059

guanhy@lhqz.com

联系人

刘佳宁

0755-82492212

liujn@lhqz.com

洪涛

0755-23805948

hongtao@lhqz.com

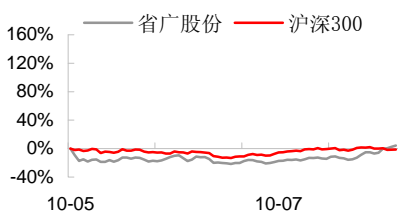
相关研究

基础数据

总股本(百万股)	82
流通 A 股(百万股)	21
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	962

- 省广是中国本土规模最大的综合性广告公司，为客户提供品牌规划、创意设计、媒介代理投放等整合营销传播服务，包括品牌管理、媒介代理和自有媒体三大业务。公司既有国资背景，又有管理层持股，且双方比例比较均衡，这样一方面可以使公司获得一些本地政府的扶持，也可以一定程度上具备民营企业的经营活力与动力。
- 我们认为国内广告行业将持续快速增长，主要基于国内消费市场的巨大发展空间和本土企业对品牌打造的重视。同时，我们发现广告月度投放量与宏观经济一致指数吻合度高，广告行业具有“超越经济发展”特点：当经济转好时，广告投放量增速加快；而经济下行时，广告投放量增速减缓，但增长趋势不改。
- 公司三大业务相辅相成，协同效应明显。品牌管理业务未来收入增长主要来源于客户数量的增加，而通过收购兼并进行快速扩张是公司必然的选择；考虑到媒介代理的巨额收入规模，媒介采购方式从临时向集中和买断式的转变所带来的毛利率提升，将大幅提升公司利润；自有媒体业务的发展源于公司的实力和背景，我们认为省广将在亚运会后广州户外广告的重新规划中占得优势。
- 综合来看，我们认为公司的诸多潜质都尚未爆发出来，2010 年中报 27% 的净利润增长完全是建立在公司上市前的既有业务模式上，无论是募投项目还是超募资金的价值尚未有任何体现，这里就蕴藏了充分的业绩弹性，在上市后资源充沛的支持下，其长期的行业经验和稳健的经营风格可以确保其能做到三个主营方向以及收购等方面的发展。
- 预计 2010 年、2011 年和 2012 年不包含兼并收购的收入分别为 27.56 亿、35.13 亿和 41.91 亿元，EPS 为 0.9 元、1.35 元和 1.86 元，对应目前股价的 PE 倍数分别为 52、35 和 25 倍。我们给予省广股份首次评级为“买入”。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2050.2	1319.0	2755.1	3157.4	3625.3
(+/-%)	13.0	75.5	34.4	14.6	14.8
归属母公司净利润(百万元)	53.3	31.7	74.1	111.6	153.6
(+/-%)	15.7	27.4	39.1	50.5	37.6
EPS(元)	0.65	0.39	0.90	1.35	1.86
P/E(倍)	72.1	121.1	51.9	34.6	25.1

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

公司简要介绍	4
国内广告业持续增长势头不减	4
2.1 全球广告支出下降，唯亚太地区独领风骚	4
2.2 中国成全球增长最快的广告经济体	5
2.3 国内全媒体投放量与宏观经济吻合度极高	5
广告行业产业链分析.....	6
3.1 广告主行业集中度维持高水平	7
3.2 综合型广告公司将引领行业整合	7
3.3 电视媒介依然遥遥领先，未来看好户外和网络媒介	9
公司三大业务相辅相成，业绩快速增长值得期待.....	10
4.1 品牌管理：业务发展将主要来自客户数量的增加.....	11
4.2 媒介代理：毛利率大幅提升可预期，未来将成公司利润最大来源.....	13
4.3 自有媒体：亚运会效应，是福不是祸.....	17
投资建议	18
潜在风险	20

图表目录

图 1 全球广告投放额及同比增速的分地区比较（亿美元）	4
图 2 全国广告经营总额（亿元）	5
图 3 全媒体广告投放量（亿元）与全社会消费总额（亿元）	5
图 4 全媒体广告投放量（亿元）与宏观经济景气指数	6
图 5 广告行业产业链格局	7
图 6 广告主行业分布情况	7
图 7 国内广告公司与从业人员稳定增长	9
图 8 人均广告经营额（万元）与公司平均经营额（万元）	9
图 9 国内各媒介广告投放额变化（亿元）	9
图 10 国内媒介 2009 年投放额构成	9
图 11 全球广告投放额及同比增速的分媒介比较（亿美元）	10
图 12 公司主营品牌管理、媒介代理、自有媒体三大业务	10
图 13 三大业务收入占比变化（百万元）	11
图 14 三大业务毛利占比变化（百万元）	11
图 15 品牌管理业务收入预测（百万元）	13
图 16 品牌管理业务毛利预测（百万元）	13
图 17 省广前五大客户行业份额变化	13

图 18 汽车行业 2010 年上半年业绩整体暴涨.....	13
图 19 省广在各种媒体的投放结构.....	14
图 20 媒介代理业务收入预测（百万元）.....	17
图 21 媒介代理业务毛利预测（百万元）.....	17
图 22 自有媒体业务收入预测（百万元）.....	18
图 23 自有媒体业务毛利预测（百万元）.....	18
表 1 各类广告公司经营模式.....	8
表 2 2007-2008 年国内广告公司排名（按经营额）.....	8
表 3 公司品牌管理七大板块客户产业集群.....	11
表 4 公司拥有多个稳定的长期战略合作客户.....	12
表 5 省广前五大客户份额变化.....	14
表 6 省广前五大客户份额变化.....	15
表 7 广告公司媒介购买模式比较.....	15
表 8 省广与中视金桥媒介代理业务的毛利率比较.....	16
表 9 媒介代理业务毛利率测算（百万元）.....	16
表 10 省广与白马传媒自有媒体业务毛利率比较.....	18
表 11 省广 2010 至 2012 年主营收入预测（百万元）.....	18
表 12 省广 2010 至 2012 年主营毛利率预测.....	19

公司简介介绍

广东省广告股份有限公司（以下简称“省广”）是中国本土规模最大、成立最早的综合型广告公司之一，其主营业务包括品牌管理、媒介代理和自有媒体等三大类，为客户提供品牌规划、创意设计、媒介代理投放等综合性整合营销传播服务。

根据中国广告协会发布的《中国广告经营单位排序报告》，按经营额排名，2008年省广位列第八，在中国本土广告公司中排名第三，占全国总营业额的1%，并且在《中国广告作品年鉴》评选中，2006-2008年省广连续三年在中国本土广告公司中排名第一。

公司既有国资背景，又有管理层持股，且双方比例比较均衡，这样一方面可以使公司获得一些本地政府的扶持，也可以一定程度上具备民营企业的经营活力与动力。

国内广告业持续增长势头不减

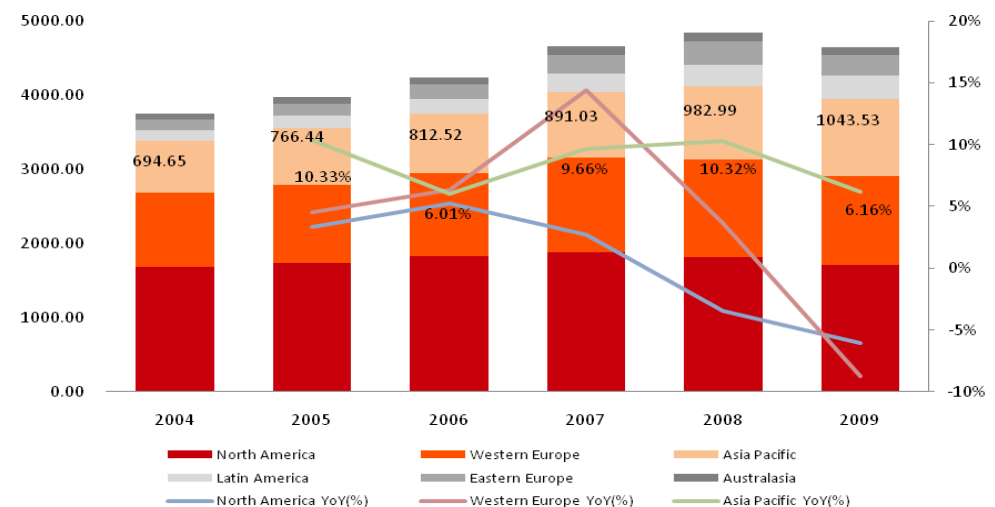
对于国内广告行业产值的统计，不同的机构有不同的数据，但持续增长的事实是公认的。我们认为，中国广告业未来的增速有可能放缓，但增长的趋势在未来3-5年内是不会改变的。

2.1 全球广告支出下降，唯亚太地区独领风骚

根据 Euromonitor International 的数据，2009 年全球广告投放总额为 4774 亿美元，同比下降 3.5%，是 2004 年以来出现的首次下降，我们认为造成下降的主要原因是金融危机下的全球经济持续低迷和 08 年奥运效应的消失。

然而，广告投放额在全球各地区的变化并非均衡。从图 1 我们可以看到，南美地区和西欧地区在 09 年均均有大幅度的下降，而亚太地区尽管增速放缓，依然贡献了 60.5 亿美元的增量，达到 1043.53 亿美元，预计在 2011 年将赶超西欧成为全球第二大广告投放地区，可谓独领风骚。

图 1 全球广告投放额及同比增速的分地区比较（亿美元）



资料来源: Euromonitor International, 华泰联合证券研究所

2009 年的广告投放:

全球总额同比下降 3.5%
南美地区同比下降 6.1%
西欧地区同比下降 8.8%
亚太地区同比增长 6.2%。

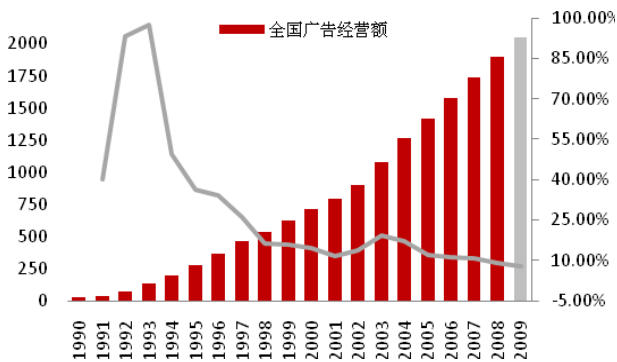
2.2 中国成全球增长最快的广告经济体

占据亚太地区 30% 份额的中国市场，当仁不让地成为亚太地区广告投放额快速增长的第一推动力，同时也成为全球广告投放区域转移的最大受益者。根据国家工商行政总局统计，全国广告行业营业额从 1990 年的 25 亿元发展至 2008 年的 1900 亿元，年复合增长率超过 25%，远超 GDP 增速。

2009 年全国广告经营总额将超过 2050 亿元，同比增长超过 7.9%，在全球市场萎缩的大环境下，实属难得。由于中国潜在 GDP 的增长预期和实际经济总量的持续高速增长，我们认为中国广告业的高速增长也是可持续的，其增长的主要来源于两方面：

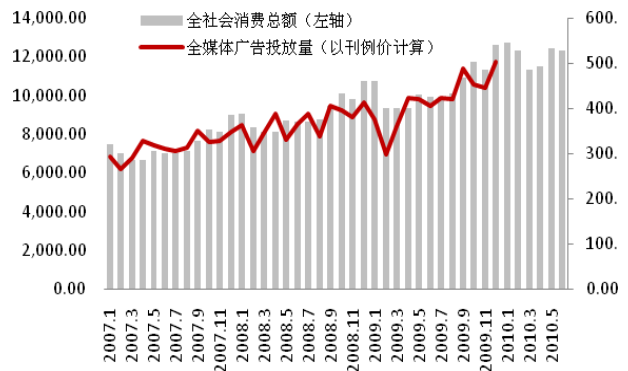
- 1) **跨国公司加大在中国市场的广告投入：**目前，美国、欧洲、日韩等的国内市场消费已经触及天花板，而中国凭借其发展空间巨大的内需市场，成为全球金融危机下跨国企业的“避风港”。
- 2) **本土企业对打造自主品牌的重视：**在信息化时代中，全球化的市场竞争日益激烈，单纯的加工制造只能创造微薄的利润，而拥有自主知识产权和品牌的品牌产品才能成为市场经济的主流。

图 2 全国广告经营总额（亿元）



资料来源：国家工商行政总局，华泰联合证券研究所

图 3 全媒体广告投放量（亿元）与全社会消费总额（亿元）



资料来源：Wind，国家工商行政总局，华泰联合证券研究所

2.3 国内全媒体投放量与宏观经济吻合度极高

为了开拓国内消费市场，企业加大广告投放量；而广告投放量的增加，又刺激了内需的释放。在这样的良性循环下，全国广告投放量和全社会消费总额共同增长。基于对该逻辑的判断，我们以全媒体广告投放量¹和全社会消费总额做比较（见图 3），发现两者的变化趋势高度吻合。

进一步，我们以全媒体广告投放量与宏观经济景气指数做比较（见图 4），得到两点结论：

- 1) **广告行业具有“超越经济发展”特点：**08 年经济下行时期，广告行业增速放缓，但未改变增长趋势；09 年经济逐渐复苏，广告行业增速加快。

¹ 注：工商总局公布的全国广告经营总额是年度数据，灵敏度差，因此我们选取 CTR 统计的以刊例价为标准的全媒体投放量月度数据，与广告市场景气程度更加吻合。

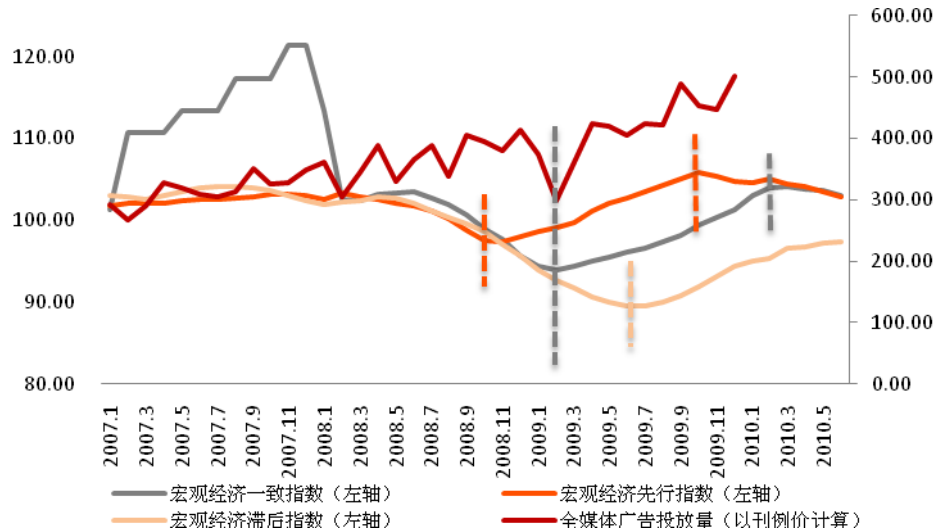
2) 广告行业与宏观经济一致指数同周期: 09年2月, 广告投放量与与宏观经济一致指数同时出现阶段性低点, 之后走势也颇为相似, 因此我们认为在不出现异常波动的情况下, 通过宏观经济先行指数(领先2-3个月), 可以判断广告投放量的未来趋势。事实上, 我们看到先行指数在09年底出现阶段性高点, 之后一路下行, 而全媒体广告投放量在今年1季度同比增长25.83%, 创下新高, 二季度增速回落至12.91%, 印证了我们的判断。

图4 全媒体广告投放量(亿元)与宏观经济景气指数

广告投放量与宏观经济一致指数吻合度较高。

一致景气指数向下时, 广告投放量增速放缓;

一致景气指数向上时, 广告投放量增速加快。



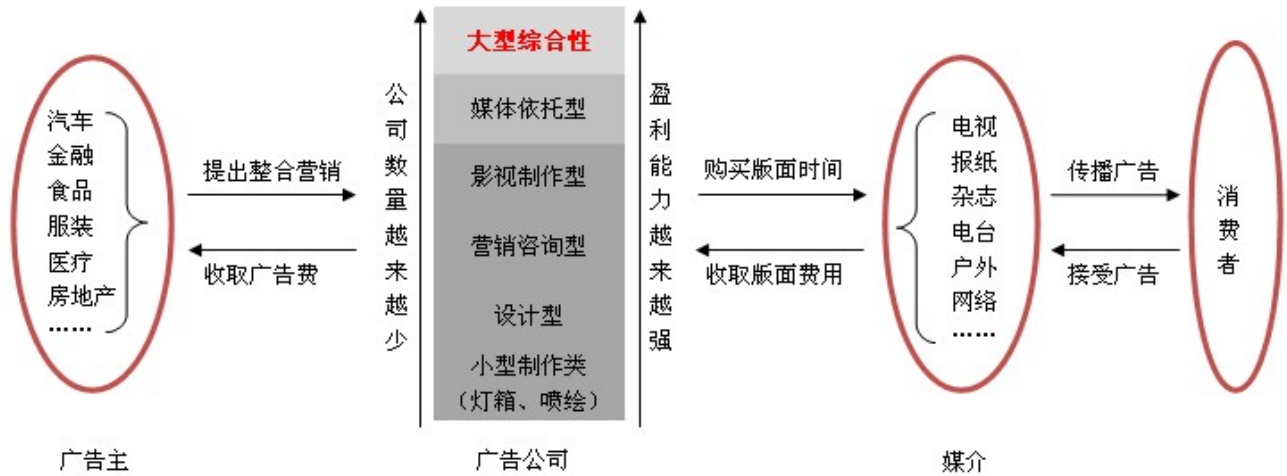
资料来源: CTR 市场研究媒介资讯部, 聚源数据, 华泰联合证券研究所

广告行业产业链分析

一般认为, 广告产业链由广告主、广告公司、媒介和消费者四大主体构成。广告公司扮演中介和专业服务双重角色, 是连接广告主和媒介的桥梁, 同时也是帮助广告主设计和展现品牌内涵与定位的专业服务商。广告公司一方面为广告主提供整合营销传播服务, 另一方面选择并购买媒介版面和时段, 并完成投放。

广告主作为产业链的输入端, 其广告投放量决定了广告行业的总产值。广告投入在产业链各环节分配。尽管不同媒介的议价能力差别较大, 但总的来说, 媒介以其天然的终端优势, 在产业链中占据着极其强势的地位。据我们了解, 以户外媒介和电视为例, 广告公司(包括品牌管理和媒介代理)仅能分获10%-30%的广告投放, 而媒体本身以及一级媒介代理获得70%以上。

图 5 广告行业产业链格局

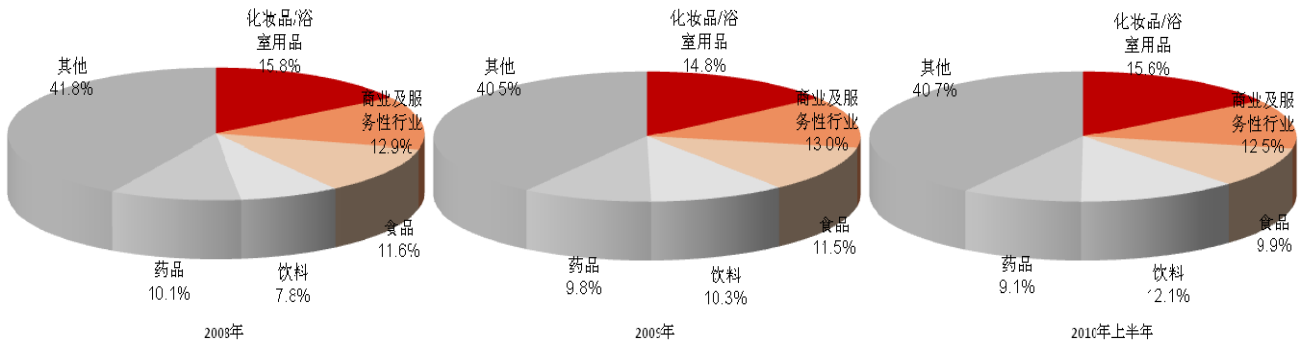


资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

3.1 广告主行业集中度维持高水平

根据 CTR 的统计，广告投放量前五位的行业延续强劲势头，2010 年上半年合计投放量占全国投放总量的 59.3%，与 08 年（58.2%）、09 年（59.5%）基本持平。受家电下乡和汽车下乡的政策刺激和居民生活消费水平的提升，上半年广告投放量涨幅最快的为家用电器、交通和家居用品行业，同比分别增长 71%、48%和 43%。

图 6 广告主行业分布情况



资料来源：CTR 市场研究媒介资讯部，华泰联合证券研究所

3.2 综合型广告公司将引领行业整合

国内广告公司发展迅速，但集中度和专业化程度低，其负面影响比较显著，一是造成了行业的低效率，二是影响了行业的核心竞争力，在与国际 4A 公司的竞争中处于严重的劣势。截至 08 年底，全国共有 18.58 万户广告经营单位，近 130 万广告从业人员，但能够提供从企业品牌管理到终端广告投放的本土大型综合型广告公司极为有限，在国际 4A 公司已在中国完成第一轮整合之后，本土公司范围内的行业整合将是必然的趋势。

在政策扶持文化产业龙头企业做大做强的大环境下，省广作为国内少有的业务覆盖全产业链、能够与国际 4A 公司竞争的本土综合型广告公司，有大概率在下一轮行业整合中占据有利地位。

表 1 各类广告公司经营模式

	企业类别	业务描述	盈利模式	代表企业
大型综合型广告公司	跨国 4A	提供系统化广告整合营销传播服务	品牌管理、媒介代理	李奥贝纳、盛世长城等
	本土 4A		品牌管理、媒介代理、自有媒体	广东省广
媒体依托型	媒体代理	进行各类媒体的代理或专属于特定的媒体	媒体代理	未来广告、中视传媒
	自由媒体	利用自由媒体发布广告	广告发布费	白马传媒
专项型	营销咨询类	提供营销调研活动	市场调研费、广告设计费	众多
	设计类	提供商标、广告设计	设计费	众多
	制作类	分为影视广告、平面广告、户外广告制作	制作费	众多

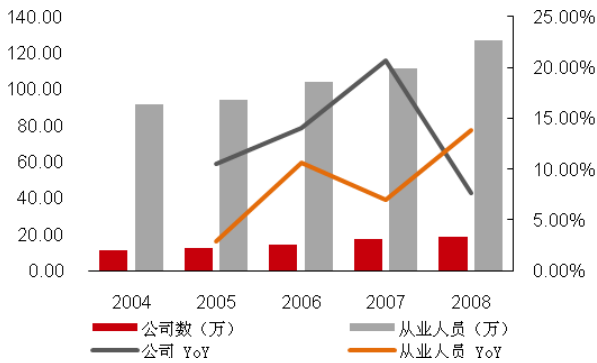
资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

表 2 2007-2008 年国内广告公司排名（按营业额）

排名	2007	营业额（万）	2008	营业额（万）
1	盛世长城国际	431,367	分众传媒（中国）	539,570
2	上海李奥贝纳	429,942	麦肯*光明	492,835
3	麦肯*光明	423,488	上海李奥贝纳	475,578
4	智威汤逊中乔	416,972	智威汤逊中乔	471,009
5	分众传媒（中国）	370,051	盛世长城国际	427,792
6	北京电通	343,520	北京电通	356,886
7	北京未来	242,817	北京未来	346,487
8	省广股份	208,000	省广股份	233,000
9	北京恒美广告	151,314	北京恒美广告	203,973
10	广东凯络	135,097	广东凯络	184,586

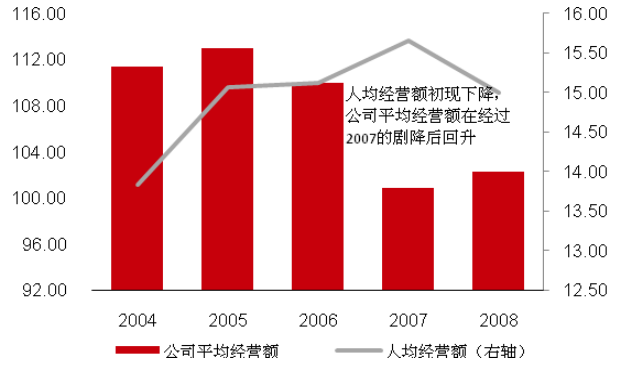
资料来源：中国广告业协会，华泰联合证券研究所

图7 国内广告公司与从业人员稳定增长



资料来源：工商总局，华泰联合证券研究所

图8 人均广告经营额（万元）与公司平均经营额（万元）



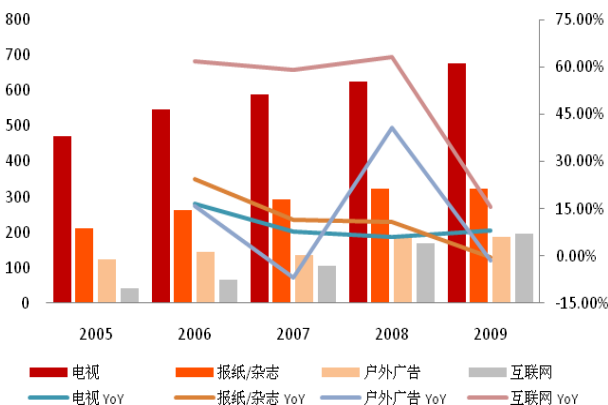
资料来源：工商总局，华泰联合证券研究所

3.3 电视媒介依然遥遥领先，未来看好户外和网络媒介

电视作为传统主流媒介，依然遥遥领先于其他媒介。尽管09年下半年广电总局颁布61号令以限制电视广告播放时间，但媒体普遍20%-30%的提价，使得电视广告投放额依然保持增长。户外广告09年大幅下降，我们认为这与07年的下降符合同一逻辑，即主要是受世博会和亚运会影响（07年受奥运会影响），大量户外广告牌被拆除，并重新规划。考虑到电视和户外媒介的稀缺性，我们认为其投放价格会逐年上升。

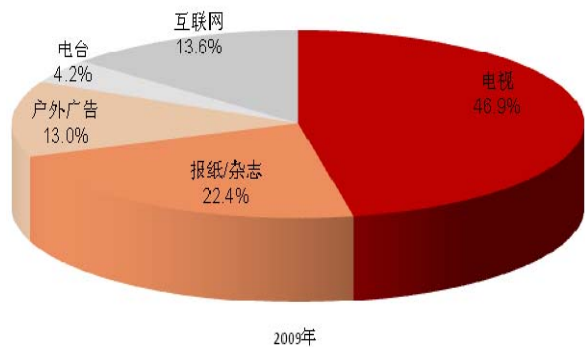
网络作为新媒体的代表，具有覆盖面广、传达信息迅速、成本低等特点，其增长速度远超其他媒介。根据DCCI数据中心预测，到2012年，互联网将超越报纸，成为中国第二大广告媒介。从全球媒介广告投放额的趋势中我们也能看到同样的现象。考虑到其覆盖面广所带来的渠道优势，我们认为未来广告主会加大在网络媒介上的投放额。

图9 国内各媒介广告投放额变化（亿元）



资料来源：DCCI 数据中心，华泰联合证券研究所

图10 国内媒介2009年投放额构成

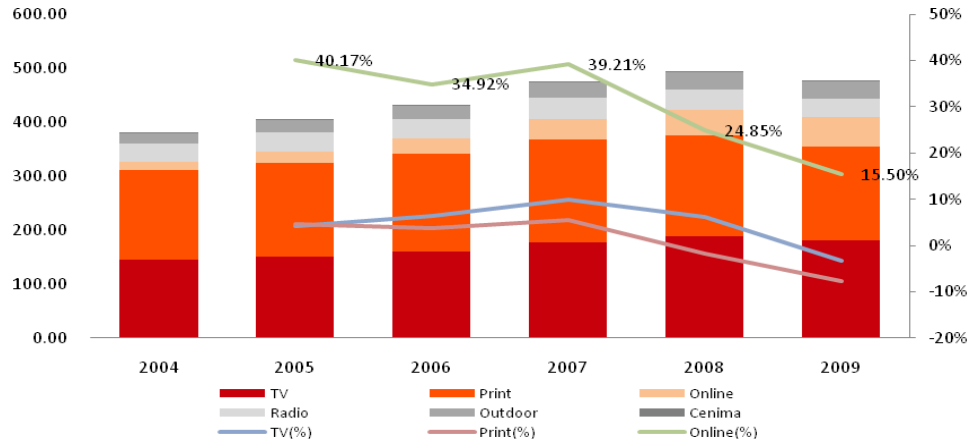


资料来源：DCCI 数据中心，华泰联合证券研究所

考虑到资源稀缺性带来的提价能力,我们看好电视和户外媒介;

考虑到用户覆盖面广带来的渠道优势,我们看好电视和网络媒介。

图 11 全球广告投放额及同比增速的分媒介比较 (亿美元)



资料来源: Euromonitor International, 华泰联合证券研究所

公司三大业务相辅相成，业绩快速增长值得期待

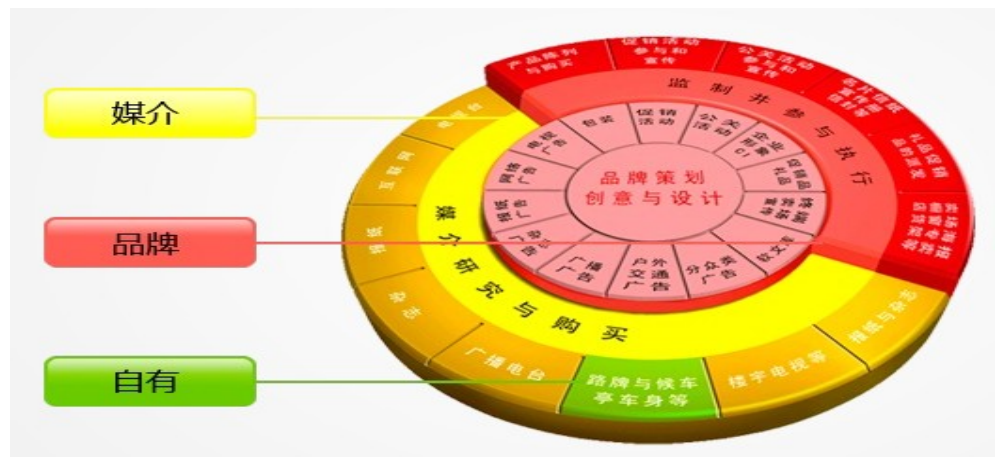
公司是国内大型综合型广告公司，主营三大业务，包括品牌管理、媒介代理和自有媒体。三大业务相辅相成，共筑公司强大的竞争力。

品牌管理业务主要为客户提供品牌策划、广告策划、创意、设计、制作、媒介策划等一系列服务，以协助客户实现产品销售增长、提高市场占有率、提高品牌价值等目标。品牌管理业务的发展可吸引、积累更大的客户群，而更大的广告投放量可以进一步提高公司在媒介采购时的议价能力。

媒介代理业务主要通过媒介策划，制定媒介排期效果预估，下单实施媒介购买，并给予客户媒介投放价值与效果的评估和总结。公司与 1000 多家媒体建立良好合作关系，广泛的渠道覆盖面和对媒介的议价能力为其争取更多的品牌客户奠定了基础。

自有媒体业务指公司在成都、南充、广州等城市经营户外媒体，为客户制作和发布户外广告。该业务提高了公司毛利率水平的同时，也提升了公司的区域影响力。

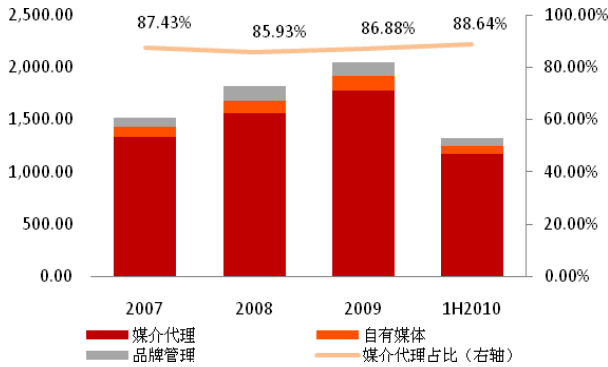
图 12 公司主营品牌管理、媒介代理、自有媒体三大业务



资料来源: 公司网站, 华泰联合证券研究所

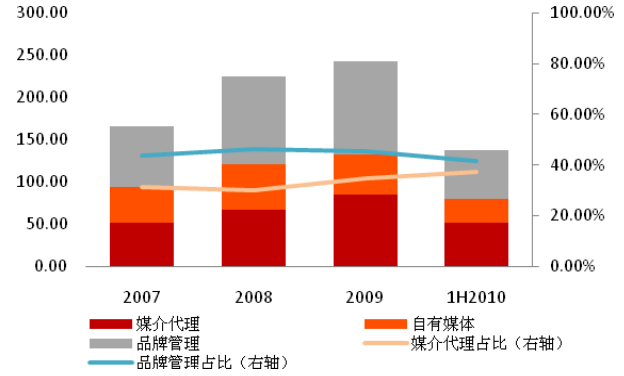
公司三大业务收入占比基本保持在稳定水平，10年上半年品牌管理、媒介代理、自有媒体收入占比分别为5.3%、6.1%和88.6%；而毛利占比变化明显，10年上半年品牌管理毛利占比为41.5%，媒介代理为37.5%，差距已从07年的10个百分点缩小至4个百分点，自有媒体变化幅度较小。

图 13 三大业务收入占比变化（百万元）



资料来源：公司中报及年报，华泰联合证券研究所

图 14 三大业务毛利占比变化（百万元）



资料来源：公司中报及年报，华泰联合证券研究所

4.1 品牌管理：业务发展将主要来自客户数量的增加

09年品牌管理业务收入1.33亿元，拥有品牌管理客户84家，平均每个客户创造158万元的收入，与行业平均水平相差无几。我们认为该业务未来增长将主要来源于客户数量的增加，并且客户数量的增加将撬动媒介代理业务更大的收入增量。

4.1.1 准确把握“板块轮动”机遇

公司善于把握中国经济变革的节奏，适度提前布局相关行业，因此总是能够喝到“头啖汤”，赚到最丰厚的利润。无论是过去的家电、房地产，今天的汽车，还是未来的医疗、金融，公司总是能抓住“板块轮动”的机遇，获得持续的业务支持。

公司目前主要布局七大产业集群：以春兰、小天鹅撬动家电产业集群；以海天、蓝月亮、水井坊开启快消产业集群；以广本、东南、华晨领跑汽车产业集群；以合生、汇景增值房地产产业集群；以广药、桂林三金做大医药产业集群；以联通、电信做强IT通讯产业集群；以东莞银行、易方达基金拓展金融产业集群。

表 3 公司品牌管理七大板块客户产业集群

产业集群	代表客户
家电产业集群	春兰、小天鹅、格力、新飞、美的、长虹、科龙、容声、奥克斯、TCL、创维、奇声、远大、厦华
快消产业集群	海天、蓝月亮、水井坊、立白、两面针、雅倩
汽车产业集群	广本、广丰、东风本田、东风日产、东南、长安、奇瑞
房地产产业集群	合生、汇景、万科、碧桂园、东鹏
医药产业集群	三金、广药、肤阴洁、太极、丽珠、益佰
IT 通讯产业集群	联通、电信、华为、中兴、联想、方正
金融产业集群	东莞银行、易方达基金、银联、中国银行

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

4.1.2 多个长期战略合作客户是公司经营最基础的保障

公司发展至今，已与多家国际、国内知名企业建立良好的长期战略合作关系，合作时间长达 10 年及以上者不在少数。其中包括中国本土知名日化企业蓝月亮、中国调味业第一品牌海天、中国白酒第一坊水井坊、中国市场最成功的中高级轿车品牌广州本田等等。

随着合作的深入，以及客户自身的迅速发展，公司获得了更广的业务范围，从而带来更多的品牌管理服务费。

表 4 公司拥有多个稳定的长期战略合作客户

	建立合作时间
海天调味食品	从 1995 年至今，合作 15 年
广汽本田	从 1999 年至今，合作 11 年
美的	从 2003 年至今，合作 7 年
水井坊	从 2000 年至今，合作 10 年
光大房地产	从 2002 年至今，合作 8 年
蓝月亮	从 1994 年至今，合作 16 年
桂林三金	从 2004 年至今，合作 6 年
东风本田	从 2004 年至今，合作 6 年
海马汽车	从 2000 年至今，合作 10 年
四川长虹	从 1999 年至今，合作 11 年

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

4.1.3 尝试全新运作模式，意在争夺大客户资源

从目前的情况看，公司从今年 5 月底开始已经在全国主要区域（上海、北京、成都、武汉、青岛等城市）布局分公司，并用行业较高的薪酬标准吸引国际性人才进行分公司管理，意在扩大公司网点覆盖面，前移服务触角，与国际 4A 公司争夺优质大客户资源。我们认为在这些高端人才的帮助下，公司品牌管理客户数量，特别是大客户数量将会有比较显著的提升。

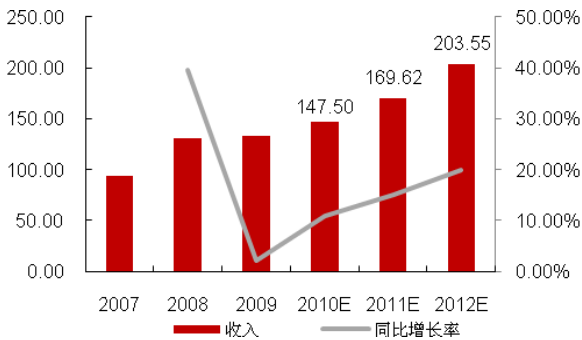
4.1.4 业务预测：至少保持广告行业平均增速

公司在品牌管理业务上没有足够的提价能力，只能靠业务范围的扩大而增加服务费，主要因为：1) 行业竞争激烈，每个客户每年的管理服务费在 100 至 200 万元之间；2) 客户确定合作关系后，一般会签订 3-5 年的长合同，锁定未来价格。在价格提升较小的情况下，该业务的增量将主要来自客户数量的新增。

今年 3 月份新增的大客户带来的业务增量在下半年会有更显著的提升，同时鉴于公司全新的分公司运作模式，再加上公司募投项目之一数字化运营系统建成后对品牌管理的支持，我们认为该业务将至少保持广告行业平均增速左右的水平，我们在模型中仅给予 15% 的增速，这种预测是保守并谨慎的。

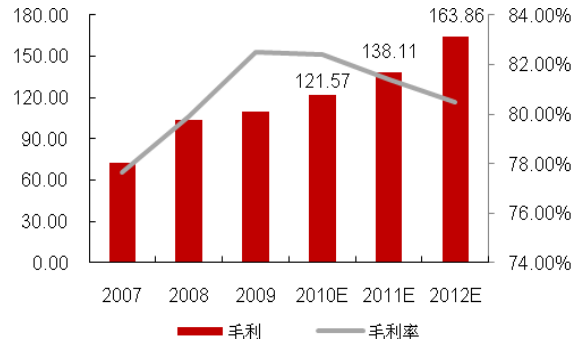
今年上半年公司新增的 10 个客户全部为广东省外客户，直接增加了差旅费、通讯费等办公成本，使得毛利率略降。我们认为随着分公司的陆续运营，省外客户的逐步增加，该业务毛利率在未来还将继续小幅下降。

图 15 品牌管理业务收入预测（百万元）



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 16 品牌管理业务毛利预测（百万元）



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

4.2 媒介代理：毛利率大幅提升可预期，未来将成公司利润最大来源

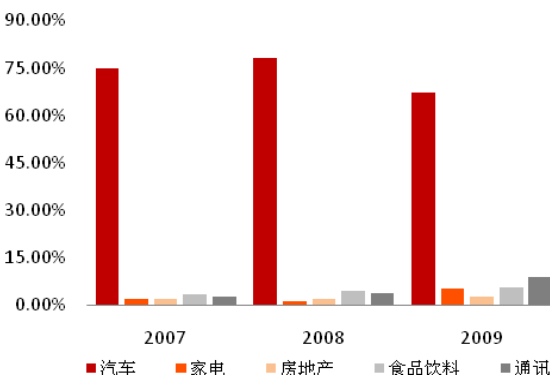
09 年媒介代理业务收入 17.8 亿元，毛利 8465 万元，毛利率 4.75%。毛利率较低的主要原因是公司采用被动、临时、短期的媒介采购模式。随着募集资金的到位，公司将逐步采用集中采购，甚至尝试买断式采购，实现从被动购买向主动购买的转变。该变化不仅使公司在媒介方获得更多折扣返点，同时能够给予广告主更低报价，从而吸引更多客户和广告投放量。

我们认为 2010 年将是该业务毛利率的历史低点，从 2011 年开始，随着公司采购方式的逐步变更，毛利率将持续上升。未来媒介代理业务将成公司利润最大来源。

4.2.1 客户结构逐渐转变，大客户获取能力凸显

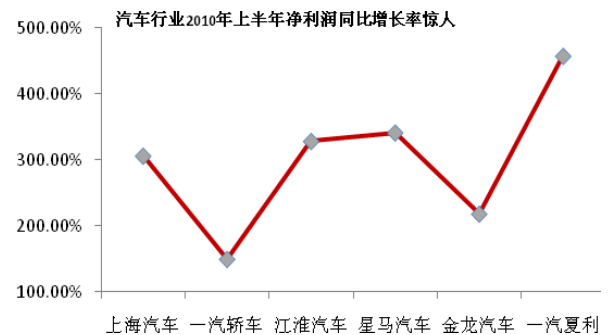
随着公司业务规模的扩大，虽然来自于前五大客户行业的集中度增加，收入占比从 07 年的 84% 上升至 09 年的 89%，但是对单一汽车行业的依赖程度明显下降，从 08 年的 78% 下降到 67%。这主要得益于公司在通讯和家电行业的积极开拓，以及在医药和金融行业的提前布局，从而在一定程度上降低汽车行业景气度下降带来的影响。

图 17 省广前五大客户行业份额变化



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 18 汽车行业 2010 年上半年业绩整体暴涨



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

自 2008 年以来，公司前五大客户带来的收入占营业收入比例从 61.7%下降至 2010 年上半年的 51.9%，特别是前三大客户的占比从 53.6%下降至 36.4%，而新增客户东风日产和安徽麒麟挤进前五，充分说明公司在媒介代理业务上的客户开拓，特别是大客户的获取能力值得信赖。

但同时我们注意到，今年上半年公司前五大客户清一色为汽车制造商，这与汽车行业在 2010 年上半年的整体业绩爆发密不可分（见图 18）。

表 5 省广前五大客户份额变化

排名	2008	占主营	2009	占主营	1H2010	占主营
1	广博	24.04%	广代博	15.8%	东风本田	15.15%
2	广代博	23.27%	广博	15.12%	广代博	11.17%
3	东风本田	6.37%	东风本田	7.82%	广博	10.38%
4	北京伊诺盛	4.76%	北京伊诺盛	7.64%	东风日产	8.41%
5	福建旭通	3.27%	邮储银行	4.43%	安徽麒麟	6.82%
合计		61.71%		50.81%		51.93%

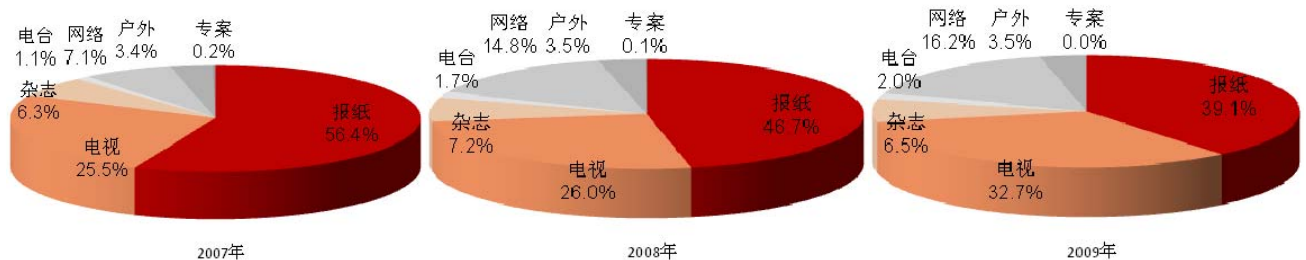
资料来源：公司招股说明书及 10 年半年报，华泰联合证券研究所

4.2.2 电视、报纸媒介仍为主流，网络媒介增长迅速

公司与 1000 余家媒体建立了良好的合作关系。从投放结构来看，省广主要以报纸和电视媒体为主，同时大力开拓网络媒体资源。07 年至 09 年报纸媒体下降 17 个百分点，主要是被电视和网络的增长所替代，特别是网络在 2 年内份额翻番，成为公司增长率最高的媒体类型。这与我们前面对中国媒介未来发展趋势的判断（我们认为报纸媒介会逐渐衰退，看好电视和网络媒介）相一致。

电视媒介的增长主要来源于公司在中央电视台投放量的增加，而网络媒介的高速增长来源于公司在新浪网和搜狐网两大门户网站投放量的增加。报纸媒介的减少主要是由于报纸整体的衰退，但考虑到广州日报连续 16 年广告收入全国第一以及公司在广州日报的大投放量，公司在报纸媒介依然具有强大的相对优势。

图 19 省广在各种媒体的投放结构



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

表 6 省广前五大客户份额变化

排名	2007	占主营比	2008	占主营比	2009	占主营比
1	中央电视台	10.61%	中央电视台	9.84%	中央电视台	18.74%
2	广州日报	4.90%	广州日报	5.29%	广州日报	4.02%
3	新浪网	3.09%	新浪网	3.49%	新浪网	3.32%
4	南方都市报	2.80%	分众德峰	2.90%	搜狐网	2.48%
5	搜狐网	2.50%	南方都市报	2.77%	南方都市报	2.44%
合计		23.91%		24.29%		31.00%

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

4.2.3 改变媒介购买方式，毛利提升空间巨大

媒介代理业务具有很强的资金密集、技术密集和规模效应的特点，限于自有资金实力不强的限制，公司只能采用临时、被动、短期的购买方式，计划性弱，价格随行就市。而国际大型广告集团旗下的代理公司以强大的资本实力做后盾，通过预付款的方式集中采购媒体，获得更优惠的采购价格、更多的投放业务和更高的利润（见表 7）。

表 7 广告公司媒介购买模式比较

	模式描述	资金需求	毛利率	风险	代表公司
买断式采购	广告公司与媒体达成协议，一次性买断一定时间内某频道某时段的广告经营权	很大	与媒体议价能力强，毛利率高，可达到 30%-40%	由广告公司承担	中视金桥
集中采购	广告公司根据自己预期广告投放金额及数量与媒体达成协议，以预付款的方式集中采购	较大	可以获得折扣返点，毛利率 2-10%	广告公司通过内部客户调节化解经营风险	
临时采购	广告公司根据客户需求即时按市价购买媒介资源	灵活	基本按照刊例价购买，毛利率 2%-5%	按需采购，无风险	省广

资料来源：华泰联合证券研究所整理

公司早在 09 年就成立了专业项目团队，寻找媒介集中采购对象。根据招股书中募投项目说明，公司将投入 2.17 亿元用于 13 个集中采购项目。考虑到大量超募资金，我们认为公司会投入更多的资金，以预付款的形式进行集中采购，并且主要选择一些未来价格看涨的媒介资源。我们偏中性地认为集中采购有望在 2011 年达到 3 个亿左右，毛利率为 7.92%。

同时，我们认为公司在媒介代理业务上还会继续深入发展至买断式经营，在一些优势媒体上直接参与第一级的承包市场，该类业务的毛利率估计可在 15%-30%之间。在香港上市的中视金桥主要采用买断式采购，09 年毛利率为 29.22%，可见公司该业务毛利率提升空间巨大。

毛利率的提升并不是完全无风险的，公司需要承担不能销售或无法按预期价格销售的经营风险，但考虑到省广是国内广告行业的扛旗者，立足于媒体信息的研究，以巨量的客户资源和广告投放量作保障，因此可以最大限度的规避其中的风险。

表 8 省广与中视金桥媒介代理业务的毛利率比较

(百万)	省广公司			中视金桥		
	收入	毛利	毛利率	收入	毛利	毛利率
2007 年	1328.98	52.06	3.92%	364.7	126.85	34.78%
2008 年	1559.36	67.35	4.32%	558.36	222.69	39.88%
2009 年	1781.33	84.65	4.75%	766.8	224.08	29.22%

资料来源：公司年报，中视金桥年报，华泰联合证券研究

4.2.4 业务预测：2011 年吹响毛利率反转号声

2010 年上半年媒介代理业务同比增长 90%，主要来自老客户的投放量扩大，以及东风日产、麒麟汽车等新的大客户投放增量。从公司的报表中可以看出，老的大客户东风本田 2009 年全年贡献收入 1.6 个亿，而 2010 年上半年就达到了 2 个亿，新客户东风日产和麒麟汽车上半年也分别贡献 1.1 亿和 0.9 亿的收入。我们认为下半年该业务应该是常规性发展，由于公司大客户广汽丰田是亚运会的重要赞助商，广州亚运会定会给公司该项业务带来环比增长，因为我们给予 2010 年全年 37.4% 的增长率。未来两年我们保守估计，以行业平局平均增长水平替代该业务的增长水平。

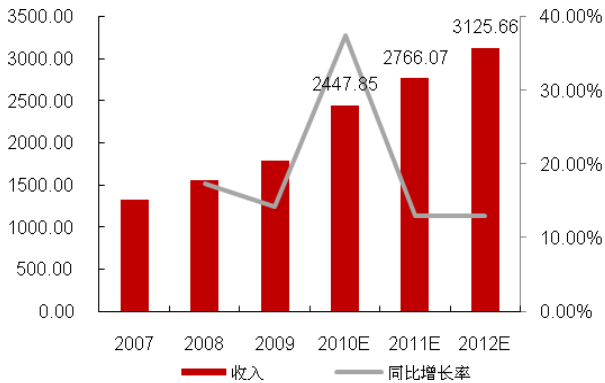
上半年毛利率从 4.96% 下降至 4.33%，一方面由于公司为大客户提供了新的折扣，尤其是新增大客户；另一方面由于大客户对强势媒体的投放需求比较大，而在这些强势媒体业务上，公司毛利率较低。我们认为公司将在下半年完成大部分的集中采购订单，在 2011 年尝试买断式采购，因此毛利率提升效应将在 2011 年显现。

表 9 媒介代理业务毛利率测算（百万元）

采购方式		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	备注
临时	收入	1329.0	1559.4	1781.3	2447.9	2766.0	3125.7	
	毛利率	3.92%	4.32%	4.75%	4.33%	4.33%	4.33%	
	毛利	52.1	67.4	84.7	106.0	119.8	135.3	
集中	收入	0	0	0	0	355.7	466.2	10 年下半年完成集中采购订单，11 年投入使用
	毛利率	0	0	0	0	7.92%	7.92%	根据招股书披露，该业务能获得 2%-8% 的折扣返点，加上之前 4% 的毛利率
	毛利	0	0	0	0	28.2	36.9	
买断式	收入	0	0	0	0	0	100.0	谨慎估计，公司 2012 年才用买断式采购
	毛利率	0	0	0	0	0	15.0%	
	毛利	0	0	0	0	0	15.0	
合计	收入	1329.0	1559.4	1781.3	2447.9	3121.7	3691	
	毛利率	3.92%	4.32%	4.75%	4.33%	4.74%	5.07%	
	毛利	52.1	67.4	84.7	106.0	147.9	187.3	

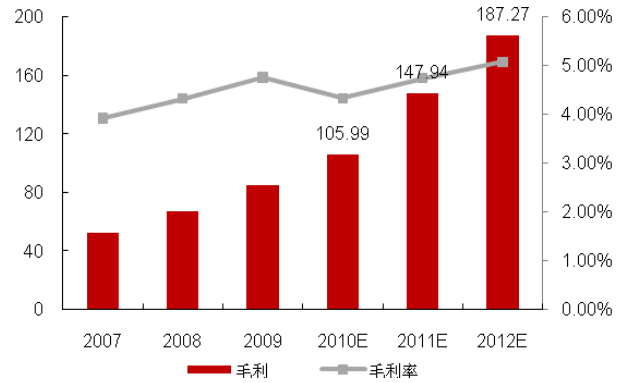
资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

图 20 媒介代理业务收入预测 (百万元)



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

图 21 媒介代理业务毛利预测 (百万元)



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

4.3 自有媒体: 亚运会效应, 是福不是祸

09 年自有户外媒体收入 1.36 亿元, 毛利 4826 万元, 毛利率 35.53%。受广州亚运会影响, 公司在广州的户外广告业务几乎停滞。但考虑到亚运会后的城市重新规划, 我们认为凭借公司的实力和背景, 至少可以拿回以前的市场份额, 并有大概率获得更多份额。亚运会对于公司来说, 是福不是祸。

4.3.1 提前布局西部地区

早在西部大开发初期, 公司就提前布局, 积极与成都市公交集团联系沟通并达成合作, 取得主交通干道候车亭和公交车身媒体的独家经营权, 并将该模式向南充、宜宾等地成功复制。目前公司拥有公交候车亭 1085 个 (合同期限 10-20 年) 和公交车身 1747 辆 (合同期限 3 年), 占当地同类媒体一半的份额, 由控股子公司——成都经典视线公司运营。

4.3.2 “后亚运” 竞争已经展开

受广州亚运会影响, 广州集中整治户外媒介, 严重影响公司该业务的开展。由于监管方法和部门的更迭, 广州户外广告市场的格局将会重新规划, 此前市场普遍预期重划有望在亚运会之后启动, 而事实上资源争夺已经提前展开。据媒体披露, 公司在 8 月份已经竞拍获得 1000 余万的户外广告经营权。我们认为公司是广州最有实力、并且具有国有背景的广告公司, 在广州户外广告市场这次重整过程中应该会占据有利位置, 一旦市场秩序恢复, 公司至少可以拿回以前占有的市场份额。

4.3.3 业务预测: 户外广告涨价趋势确定

公司自有媒体业务 2010 年上半年收入仅增长 6% 并且毛利率下滑, 主要因为受亚运会影响, 广州市政府对广州的户外广告进行了超出常规的管理, 公司广州户外广告牌业务基本停滞, 仅依靠四川地区毛利率较低的户外业务的增长支撑。但由于上画率已经高达 90% 以上、四川的主要市场公司已经在公司旗下等原因, 我们认为在该地区的户外媒介数量增加会比较有限。未来主要看点是公司是否可以将四川模式成功复制到其他西部地区, 同时公司在广州户外广告重划中的相对地位。

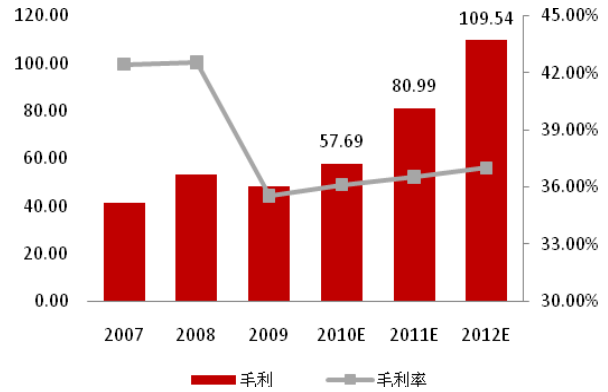
由于户外媒介的稀缺性和垄断性，公司在该业务上具备一定的定价能力，小幅涨价可以期待。该业务可以看做是买断式采购，因此具有较高的毛利率水平。我们认为随着广州户外广告的恢复，该业务的毛利率将逐渐回升。

图 22 自有媒体业务收入预测（百万元）



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 23 自有媒体业务毛利预测（百万元）



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

表 10 省广与白马传媒自有媒体业务毛利率比较

	省广公司			白马传媒		
	收入 (百万)	毛利	毛利率	收入	毛利	毛利率
2007 年	97.52	41.38	42.43%	997.31	391.84	39.29%
2008 年	124.96	53.14	42.53%	1260.12	516.59	41%
2009 年	135.8	48.26	35.53%	1118.15	383.58	34.3%

资料来源：公司年报，白马传媒年报，华泰联合证券研究

投资建议

根据对国内广告行业的发展形势和对公司三大业务的分析预测，我们认为公司营业总收入将在 2010、2011 和 2012 年分别同比增长 34.39%、14.6%和 14.81%。2010 年的高速增长主要是基于媒介代理业务在上半年 90%的增长。

表 11 省广 2010 至 2012 年主营收入预测（百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	2050.16	2755.11	3157.40	3625.11
品牌管理业务	133.06	147.5	169.62	203.55
媒介代理业务	1781.3	2447.9	2766.07	3125.66
自有媒体业务	135.8	159.76	221.71	296.05

资料来源：华泰联合证券研究所

公司综合毛利率稳步上升，主要推动力是公司媒介代理业务采购模式的转变。随着公司集中采购和买断式采购的更多运用，毛利率将持续增长。2010 年的毛利率下调，主要是基于外地客户的增加导致的费用上升、给予大客户更低的广告投放折扣以及受广州亚运会影响基本停滞的当地户外广告业务。

表 12 省广 2010 至 2012 年主营毛利率预测

	2009	2010E	2011E	2012E
综合毛利率	11.84%	10.35%	11.62%	12.71%
品牌管理业务	82.50%	82.42%	81.42%	80.5%
媒介代理业务	4.75%	4.33%	4.74%	5.07%
自有媒体业务	35.53%	36.11%	36.53%	37.00%

资料来源：华泰联合证券研究所

综上所述，预计 2010 年、2011 年和 2012 年省广收入分别为 27.56 亿、35.13 亿和 41.91 亿元，净利润分别为 0.74 亿、1.12 亿和 1.54 亿元，对应 8200 万股本摊薄后的每股收益为 0.9 元、1.35 元和 1.86 元，按照 2010 年 8 月 27 日收盘价 46.68 元计算，对应的动态市盈率分别为 52、35 和 25 倍。

在我们的预测当中，完全没有考虑兼并收购可能会对公司业绩造成的影响，这是因为收购对象的规模、收购的股权比例、收购的时点具有较强的不确定性，难以预期。

首次评级为“买入”。主要理由：公司具备外延式发展的动力和可能，业绩快速增长可预期。具体表现为：

1) 公司品牌管理客户靠自身发展速度较慢，而国内民营的优质品牌管理公司较多，通过收购可以帮助公司迅速扩展全国的品牌管理用户资源；

2) 公司目前仅为品牌管理客户提供品牌规划、媒介规划和媒介采购业务，其它如公关、活动、终端服务等业务都外转给了其它公司，公司完全可以通过收购其它营销领域企业，扩展自己的业务链条，为客户提供综合性服务，不仅增加自身盈利水平，也可以提升吸引客户的能力；

3) 公司目前采用被动、临时、短期的媒介采购方式，毛利率低。上市融资后，公司有充足的现金用以集中采购和买断式采购。考虑到媒介代理的巨额收入规模，媒介代理业务模式的转变所带来的毛利率提升，对公司利润的提升将是惊人的。

综合来看，我们认为公司的诸多潜质都尚未爆发出来，2010 年中报 27% 的净利润增长完全是建立在公司上市前的既有业务模式上，无论是募投项目还是超募资金的价值尚未有任何体现，这里就蕴藏了充分的业绩弹性。我们认为公司在媒介代理业务模式转变、广州户外广告市场获取、争取部分区域客户上的可行性是非常强的。公司是国内唯一一家综合性本土广告公司，在上市后资源充沛的支持下，其长期的行业经验和稳健的经营风格可以确保其能做到上述各方面的发展，对此我们充满信心。

潜在风险

公司经营的主要风险包括：1) 国际 4A 公司通过收购兼并快速扩张对公司业务构成竞争威胁；2) 汽车行业景气度的下降，可能导致公司媒介代理业务广告投放量的下降；3) 考虑到 61 号令对电视广告的限制以及亚运会对广州户外媒介的负面影响，未来政策的不确定性也会对公司业务造成一定的不确定性；4) 公司是国内上市的首家纯广告公司。公司上市后的财富效应造成其它本土公共关系公司的 IPO 冲动，对公司未来展开兼并、收购造成一定的制约。

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	561	1576	1770	2035	营业收入	2050	2755	3157	3625
现金	203	888	719	833	营业成本	1808	2470	2790	3165
应收账款	105	141	153	182	营业税金及附加	24	26	33	40
其他应收款	10	12	14	16	营业费用	121	137	164	189
预付账款	216	494	837	949	管理费用	33	35	39	42
存货	0	0	0	0	财务费用	-1	-12	-18	-17
其他流动资产	27	41	47	54	资产减值损失	0	1	1	1
非流动资产	56	51	47	44	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	26	26	26	26	投资净收益	4	2	2	0
固定资产	28	24	21	17	营业利润	69	99	149	206
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	1	1	1	1	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	616	1627	1817	2079	利润总额	71	99	149	206
流动负债	450	607	685	791	所得税	17	25	37	51
短期借款	10	0	0	0	净利润	54	75	113	155
应付账款	238	325	368	417	少数股东损益	0	1	1	1
其他流动负债	201	281	317	374	归属母公司净利润	53	74	112	154
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	73	91	135	192
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.86	0.90	1.35	1.86
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	450	607	685	791	主要财务比率				
少数股东权益	4	4	5	6	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	62	82	82	82	成长能力				
资本公积	0	0	0	0	营业收入	13.0%	34.4%	14.6%	14.8%
留存收益	101	176	287	441	营业利润	4.9%	44.1%	50.2%	37.6%
归属母公司股东权益	163	258	370	523	归属于母公司净利润	15.7%	39.1%	50.5%	37.6%
负债和股东权益	616	869	1059	1321	获利能力				
					毛利率(%)	11.8%	10.4%	11.6%	12.7%
					净利率(%)	2.6%	2.7%	3.5%	4.2%
					ROE(%)	32.6%	28.7%	30.2%	29.4%
					ROIC(%)	-100.0%	61.8%	25.5%	33.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	72.9%	69.8%	64.6%	59.9%
					净负债比率(%)	2.22%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.25	2.60	2.59	2.57
					速动比率	1.25	2.60	2.59	2.57
					营运能力				
					总资产周转率	3.61	2.46	1.83	1.86
					应收账款周转率	22	22	21	22
					应付账款周转率	8.64	8.76	8.05	8.07
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.65	0.90	1.35	1.86
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	-1.19	-2.29	1.17
					每股净资产(最新摊薄)	1.98	3.13	4.49	6.35
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	-3	-2	-2	-1

数据来源：华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成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收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com