

2011年1月26日

省广股份

本土广告大鳄，持续加快增长

A
买入

002400.SZ - 人民币 44.00

目标价格: 人民币 51.30

冯雪

(8610) 6622 9323

tracy.feng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210010330

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(15)	(11)	0	-
相对新华富时A50指数(%)	(12)	(7)	17	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	82
流通股(%)	25.01
流通股市值(人民币 百万)	906
3个月日均交易额(人民币 百万)	40
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
广东省广新外贸集团有限公司	23.04

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

省广股份是中国最早的本土广告大鳄之一。未来借力资本, 做专做强品牌管理、媒介代理和自有媒体三大主业, 并整合产业链上下游, 成为中国广告界的扛旗者和整合者。首次评级买入, 给予目标价格51.30元。

支撑评级的要点

- **综合性广告公司:** 省广股份以全案服务见长, 30余年来有效把握家电、地产、汽车等行业机会; 机制灵活, 人才培养加速, 酝酿管理层股权激励计划。
- **分享实体经济增长:** 经济调结构拉内需将促进公司牢牢把握汽车、金融、快消、医疗健康等行业发展机遇, 充分接收行业景气度高企对广告需求的正面映射。
- **地域拓展空间大:** 现阶段华南业务比重较大, 未来将通过新建、扩建外地分支机构, 并购、参股有客户/媒体资源的公司, 全力扩张业务版图。
- **三大主业各具较大潜力:** 品牌管理深挖优势行业, 建立创意平台; 媒介代理资金驱动规模效应; 自有媒体资源型扩张、平台化运作。
- **资本运作加快:** 上市后, 公司项目甄选进度加快, 并购项目落地预期明确。我们认为, 并购或考虑拥有媒体资源、媒体关系、客户资源的广告公司及产业链上下游, 将带来协同效应, 夯实公司整体竞争力。

评级面临的主要风险

- 经济下滑、市场竞争加剧等广告业系统性风险。

估值

- 不考虑收购, 我们预计公司 2010-12 年每股收益为 0.89 元、1.21 元和 1.64 元, 显著快于行业平均。基于 2011 年 1.2 倍市盈率增长比, 给予目标价 51.30 元, 首次评级为买入。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	1,815	2,050	2,791	3,734	4,693
变动(%)	19	13	36	34	26
净利润(人民币 百万)	46	53	74	99	135
全面摊薄每股收益(人民币)	0.746	0.863	0.892	1.207	1.636
变动(%)	17.6	15.7	3.4	35.3	35.5
核心每股收益(人民币)	0.746	0.863	0.892	1.207	1.636
变动(%)	17.6	15.7	3.4	35.3	35.5
全面摊薄市盈率(倍)	59.0	51.0	49.3	36.5	26.9
核心市盈率(倍)	59.0	51.0	49.3	36.5	26.9
每股经营现金流量(人民币)	1.65	0.54	0.61	0.67	0.82
价格/每股经营现金流量(倍)	26.7	81.9	72.4	65.7	53.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	41.3	36.5	27.5	20.6	14.9
每股股息(人民币)	0.180	0.000	0.220	0.300	0.380
股息率(%)	0.4	0.0	0.5	0.7	0.9

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

目录

投资摘要.....	3
估值.....	4
中国广告业的扛旗者与整合者	5
品牌管理-做专优势行业、褒有平台远景	13
媒介代理-资金驱动、业务附加值提升.....	16
自有媒体-省外铺开，省内洗牌.....	20
盈利预测及假设.....	23
主要风险.....	25
附录、中国广告业简析	26
研究报告中所提及的有关上市公司	41

投资摘要

省广股份是中国广告业最早、最大的本土广告公司之一，欲成为中国广告业的扛旗者和整合者。我们预计公司 2010-12 年全面摊薄每股收益分别为 0.89 元、1.21 元和 1.64 元。基于 2011 年 1.2 倍市盈增长比，给予 51.30 元目标价，首次评级买入。

综合性广告公司：省广股份以全案服务见长，在汽车等行业优势突出。近 300 家客户包含若干国际知名汽车品牌和地产、家电、金融、快消等民族品牌。其中，约 30% 业务重叠，约 5% 为 5 年以上合作关系。公司机制灵活，“一个中心四个平台”助其快速响应客户。人才培养加速，管理层股权激励计划纳入长期规划。

分享实体经济增长：公司现阶段多涉及汽车、地产、金融、快消等行业。伴随国内经济结构调整推进、内需市场蓬勃发展，公司将牢牢把握汽车、金融、快消、医疗健康等行业发展机遇，充分接收该类行业景气度高企对广告需求的正面映射。

地域拓展空间大：公司业务现阶段主要覆盖北上广蓉等地，其中华南客户约贡献营业额的一半以上。未来新建、扩建外地分支机构，并购、参股有客户/媒体资源的广告同行，是保障其长期成长性的必然之举。

三大主业各具较大潜力：品牌管理深挖优势行业，建立创意平台吸纳更多客户；媒介代理以资金驱动采购模式升级，扩大规模效应，信息化提高业务附加值；自有媒体省外网络有机扩张，打造户外媒体平台，省内紧盯广州市户外广告市场洗牌机会。

资本运作加快：我们认为，上市后公司项目甄选进度加快，并购项目落地预期明确。预计并购范畴包括具有媒体资源、媒体关系和客户资源的广告公司以及产业链上下游，将带来协同效应，夯实公司整体竞争力。

信息化建设内外兼修：广告数字化运营系统，第一阶段：对内完成方法论系统化过程并搭建公司信息化管理系统，以此完善人才培养体系、提高工作效率；第二阶段：对外配合品牌管理、媒介代理等业务扩大客户吸纳量，提高服务附加值，符合全球广告业发展趋势。

估值

不考虑收购，以 8,237 万总股本计算，我们预测公司 2010-12 年全面摊薄每股收益分别为 0.89 元、1.21 元和 1.64 元，3 年年均复合增速 36%。

目前广告类 A 股公司包括新华传媒、粤传媒、博瑞传播、电广传媒(报业、电视广告/媒体)、省广股份(广告)、蓝色光标(公关)、华谊嘉信(线下)等。从业务纯粹性和公司战略角度出发，选取蓝色光标、华谊嘉信为广告类可比公司。同时设定华谊兄弟、华策影视、中青宝等为轻资产类可比公司，并参考海外上市内资广告公司。目前广告类和轻资产类 A 股公司 2011 年市盈增长比约为 1.0-1.1，海外上市优质内资广告公司约为 1.1-1.3。

省广股份三大主业均处于上升周期，可预见较高的成长性；且产业链上游定位下资本运作空间较大，上市后对外投资进度亦加快，性价比较高的并购项目尽早落地、后续协同效应可期。考虑收购可能，基于 2011 年 1.2 倍市盈增长比，给予公司 51.30 元目标价，首次评级**买入**。

图表 2. 可比上市公司估值对比(2011 年 1 月 25 日收盘价)

公司名称	代码	总市值 (人民币 亿元)	总股本 (亿股)	收盘价 (人民币)	每股收益 (人民币)			市盈率 (倍)			净利润年均 复合增速 (%)	市盈增长 比 (倍)	净资产收 益率 (%)
					2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E			
A 股广告业公司:													
蓝色光标	300058.SZ	33.25	1.20	27.71	0.61	0.82	1.11	45	34	25	34.3	1.0	16.3
华谊嘉信	300071.SZ	14.40	0.52	27.83	0.68	0.88	1.18	41	32	24	31.7	1.0	9.2
A 股其他轻资产公司:													
华谊兄弟	300027.SZ	84.67	3.36	25.20	0.45	0.64	0.89	56	39	28	41.0	1.0	13.6
华策影视	300133.SZ	51.14	0.56	90.55	1.63	2.22	3.10	55	41	29	37.7	1.1	12.3
中青宝	300052.SZ	22.82	1.30	17.55	0.34	0.47	0.65	51	37	27	37.3	1.0	9.6
海外上市内资广告公司:													
白马户外	0100.HK	22.54	5.29	4.26	0.25	0.27	0.33	17	16	13	14.4	1.1	5.9
中视金桥	0623.HK	12.94	5.67	2.28	0.23	0.27	0.31	10	8	7	16.4	0.5	15.7
昌荣传播	CHRM.US	5.22	0.08	66.84	7.03	8.00	9.52	10	8	7	16.4	0.5	n.a.
广而告之	CMM.US	4.55	0.26	17.32	1.99	2.06	n.a.	9	8	n.a.	n.a.	n.a.	43.0
分众传媒	FMCN.US	227.79	1.43	159.09	7.55	8.43	9.89	21	19	16	14.4	1.3	11.8
航美传媒	AMCN.US	30.49	0.66	46.49	0.61	3.28	4.90	76	14	9	182.4	0.1	1.7
华视传媒	VISN.US	22.04	0.72	30.55	(3.93)	0.75	2.00	n.a.	41	15	n.a.	n.a.	(0.5)
总市值加权平均-A 股广告					0.63	0.84	1.13	44	33	25	34	1.0	14.2
总市值加权平均-A 股轻资产					0.77	1.06	1.46	53	38	28	38	1.0	12.9
总市值加权平均-海外上市内资广告					5.24	6.44	7.70	25	19	15	32	1.1	10.2
省广股份	002400.SZ	36.24	0.82	44.00	0.89	1.21	1.64	49	36	27	35.4	1.0	9.2

资料来源: 万得资讯、彭博资讯、中银国际研究预测

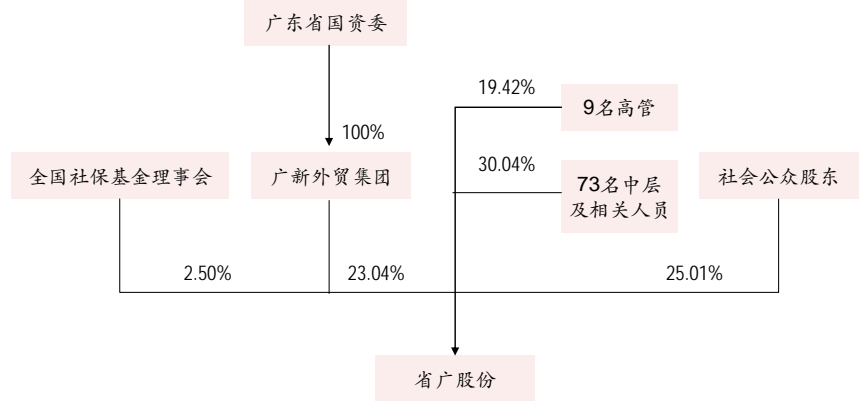
中国广告业的扛旗者与整合者

广东省国资委下属企业，中
高级管理层持股

广东省广告股份公司（简称省广股份）是中国本土最大的综合类广告公司之一。前身为成立于1981年5月11日的广东省广告公司，2008年1月18日创立股份公司，2010年5月6日在深交所上市。

公司实际控制人为广东省国资委。第一大股东广东省广新外贸集团公司和82位自然人分别持有其发行后总股本的23.04%和49.45%的股权。

图表 3. 股权结构及组织架构图



资料来源：公司招股书、中银国际研究

公司战略

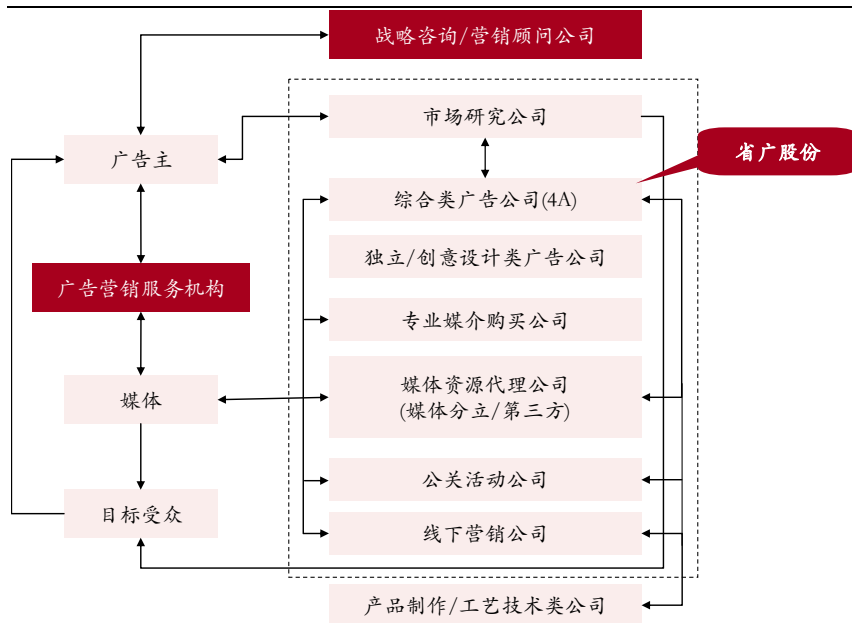
中国广告业的扛旗者

省广股份欲成为中国广告业的扛旗者与整合者。作为最早的一批本土广告公司，省广近13年来获得600多个奖项，于2008年被评为“国家文化产业示范基地”。中国广告协会《中国广告经营单位排序报告》显示，公司2009年实现20.5亿元营业额，约占中国广告业总量1%，全行业排名第7，市场份额逐年小幅攀升。依据《中国广告作品年鉴》，2009年获中国广告公司创作实力50强第2名，连续3年位列前3。我们认为，公司已初步实现中国广告业扛旗者的战略目标。

欲成为中国广告业的整合者

未来，除深耕三大主业外，公司还将进行产业链上下游延伸，以夯实综合竞争力、丰富客户资源、开拓外部市场、培育新兴业务。最终成为中国广告业的重要整合者，并打造提供先进的整合营销传播服务的现代化4A广告集团。

图表 4. 广告业全产业链简示——并购整合蓝海



资料来源：中银国际研究

主业构成

媒介代理业务贡献八九成营收，三项主业毛利构成均衡

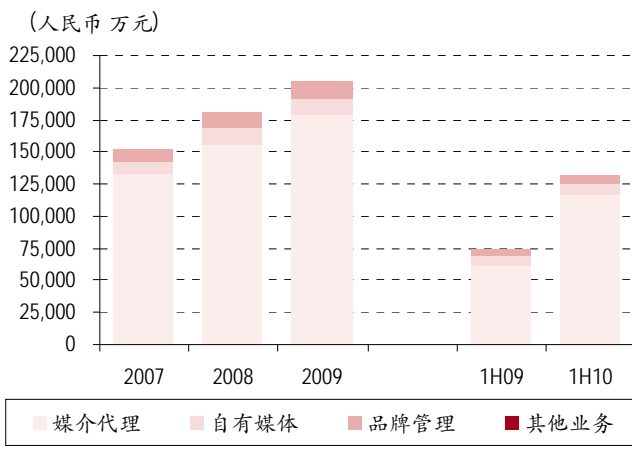
公司主业包括品牌管理、媒介代理和自有媒体，业务比重相对平衡。2009 年收入占比为 6%、87%和 7%，毛利占比为 45%、35%和 20%。2010 年上半年，收入和毛利占比分别为 5%、89%、6%和 41%、37%和 21%。其中媒介代理业务因全额核算媒体采购成本而具有规模较大、利润率较低的特征。

毛利率结构性正常波动

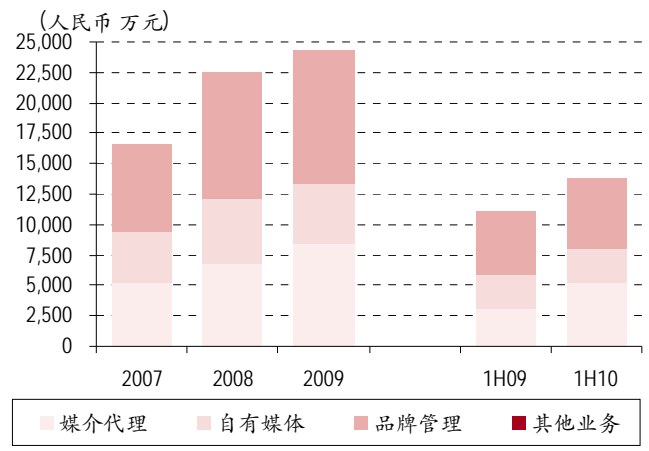
2009 年综合毛利率 11.8%，其中品牌管理、媒介代理和自有媒体分别为 82.5%、4.8%和 35.5%。2010 年上半年，综合毛利率下降至 10.4%，三项主业分别为 81.3%、4.4%和 36.1%。其中，品牌管理毛利率下滑源于客户结构向下调整，媒介代理是应部分广告主要求加大了在央视等返点较低的强势媒体的广告投入。

经济大环境好转、公司自身平台扩大将促未来发展加速

2007-09 年，营业收入、净利润的年均复合增速分别为 16.1%和 16.6%。而 2010 年前 3 季度，公司营业收入和净利润分别同比增长 70.1%和 43.0%。伴随经济回暖、公司资金规模扩大，媒介代理业务接近翻番增长，省外自有媒体业务快速铺开，品牌管理业务稳定增长；公司未来发展重入快车道。

图表 5. 公司营业收入增长及构成


资料来源：公司数据

图表 6. 公司毛利增长及构成


资料来源：公司数据

增强公司核心竞争力、扩大盈利规模和市场广度

进度符合预期，且将以此为基础，1) 扩大集采规模，2) 资本运作

募投项目分析

公司首次公开发行募集 7.854 亿元资金净额，其中 1.683 亿元用于广告数字化运营系统、媒体集中采购、扩建及新建四地分支机构等项目建设，分别从广告公司核心竞争力、盈利规模和市场广度等方面夯实公司整体实力。

目前项目进度符合预期。此外，以募投项目为基石，预计公司还将以自有资金进一步扩大媒体集采的范围和规模，创造超额收益。同时，在外部市场拓展时，不排除收购、合资、参股与公司业务互补、优势互补的企业，适当延伸产业链，培育新的增长极。

图表 7. 募投项目进展及成效预期

项目名称	投资总额 (人民币 万元)	建设期 (月)	成效预期	目前进展	二次增长潜力
广告数字化运营系统	3,200	18	1) 对内：省广方法论系统化、数字化——完善人才培养机制，业务流程信息化——提高工作效率； 2) 对外：增强公司数字营销、整合营销能力，迎合客户需求，增强客户吸纳能力，提高业务附加值	完成底层架构，财务、各事业部上线测试，预计明年中期将完成所有系统	拓展数字营销、整合营销领域的新商业模式
媒体集中采购	10,750	6	消除媒体采购资金瓶颈，以量制价，增强媒体谈判能力，吸引大客户，做大业务规模，提高返点	合约均已签署完毕，2011 年 1 月 1 日开始执行，其中 2,750 万元额度的 2 个媒体标的应客户要求调整	以自有资金进一步扩大媒体集采的范围和规模
扩建、新建北京、上海、武汉、青岛分支机构	2,880	12	以点带面全国性布局，实现区域市场突破，覆盖更多潜在客户和储备客户，节省外地业务成本	上海分公司已成立，引入外籍总经理，顺利开展业务，还考虑总部中层干部选拔、竞聘、外派	并购与公司业务互补、区域互补的企业以延伸产业链、拓展市场、培育新增长点
合计	16,830				

资料来源：公司招股书、中银国际研究预测

省广特色：以全案服务见长，
既综且专

客户资源和业务来源以华南
为重，区域性显著

基本概况

与主要竞争对手国际 4A 广告公司相比，省广股份在创意策划水平、新技术应用上有差距，但它以全案服务见长，“既综且专”是其 30 年以来成长为中国本土广告大鳄的重要特征。公司机制灵活，组织架构搭建以客户为中心。上市后，人才队伍建设步伐加快，人才培养力度加强，管理层股权激励计划纳入长期规划——体现其做大做强的决心和信心，体现对广告公司本源：个人、知识、创意的尊重。

1. 创意策划能力本土领先

胜三咨询(R3)2010 年初报告称：“创意仍然是广告主选择代理商的最重要的决定因素”；“98.9%的广告主将创意视为选择广告代理商的重要因素，而代理商的整合能力的重要性（67%）则有所下降——这低于两年前的调研结果”。

省广股份上市之际 940 名在册正式员工中，共有 250 名创意设计人员，占总人数的 27%。公司近 13 年获得奖项包括美国莫比广告节(2003 年)、伦敦国际广告奖(2007 年)、中国广告节(2009 年及以往)、中国 4A 创意金印奖(2009 年)、中国艾菲奖(2006、2008 年)、广东省广告优秀作品评比大赛(2009 年及以往)、广州日报杯华文报纸广告优秀广告奖(2009 年及以往)、《互联网周刊》评选中国网络广告公司 50 强第 30 名(2010 年)等。奖项级别侧面印证：公司策划创意能力居我国本土广告公司前茅，但在纯粹的创意实力上无法与戛纳、金铅笔、克里奥等全球创意奖获得者——奥美(Ogilvy)、智威汤逊(JWT)、DDB、滕迈(TBWA)、盛世长城(Saatchi&Saatchi)、韦柯(Wieden+Kennedy)等比肩。

2. 客户资源扎根华南、辐射全国

公司业务区域性明显。目前约为 10 多个行业近 300 家企业提供服务，其中汽车、家电、地产、快消、通信、酒类、药业等为核心七大板块。地理半径触及以广州、北京、上海、成都为中心的城市群。按客户数量分，省内外客户数约各占 60% 和 40%。按营业额分，华南地区贡献公司营业总额的 55-60%，始终是其最重要的利润来源地。

新建扩建分支机构的募投项目拓展全国业务，不排除以并购来布局

踏准 30 年经济发展路径，行业判断前瞻性

与外资(日资)合作的成功经验

募投项目之一“在北京、上海、武汉、青岛四地新建、扩建分支机构”，瞄准华北、华东、华中市场，以点带面的全国性网络布局将扩大公司业务增长的潜在空间。其中成都分公司和北京分公司早在 2000 年 11 月 9 日和 2003 年 11 月 17 日分别成立。借助于募集资金，上海分公司于 2010 年 5 月成立，在外聘总经理的带领下，成立 3 个月即获得 3 项业务。

公司准确把握经济热点和发展趋势。改革开放 30 年以来，踏准了 90 年代的家电热、21 世纪初期起的地产热、近 2-3 年来的汽车热等。目前汽车、通信、地产、快消等为其固有优势行业，尤其是汽车行业占比极大，旗下合资公司为业内知名的汽车专业媒介代理公司。接下来的 3-5 年，继续看好汽车、金融、医疗保健等“大消费”行业增长。

2005 年 12 月 10 日起，中国广告业依 WTO 承诺对外资全面放开。国际广告巨头按其不同理念或维持与内资的合作关系或转而独自前行。省广具备与外资沟通、合作的成功经验和开放心态。其与博报堂(Hakuhodo)、代思、旭通(ADK)的合作延续至今，是后者在华南的业务根据地；但与旭通在服务东南汽车上的合作因经营不善而终止。特别的是，由于丰田持有代思部分股权，则广代博公司颇有准 in-house 广告公司的意味，与丰田的关系更紧密，服务得更专心、更深入，也将更持久。

图表 8. 下属合资公司

合资公司	成立时间	注册资本(人民币万元)	公司持股比例(%)	合作方	服务品牌/行业	2009 年收入占比(%)	2009 年权益利润占比(%)	2009 年关联交易占比(%)
省广博报堂广告公司	2003 年 12 月 26 日	600	50	博报堂	广汽本田	n.a.	3.9	15.1
省广代思博报堂广告公司	2006 年 3 月 13 日	700	50	博报堂、南北社	广汽丰田	n.a.	3.3	15.8
广东广旭广告公司	1993 年 2 月 12 日	50 万美元	60	旭通香港	汽车、日用消费品等	3.0	1.3	n.a.
福建旭通广告公司	2005 年 12 月*	500	30*	ADK	东南汽车	n.a.	n.a.	1.4

注：福建旭通合资方为广旭和 ADK，2009 年 6 月广旭以 100 元人民币将 30% 股权转让予 ADK

注：合资公司本体利润占比较低的原因是未体现客户全部业务，其中媒介投放业务就以关联交易形式交予上市公司实施

资料来源：公司资料、中银国际研究

拥有若干汽车行业的合资品牌客户和更多更广泛的民族品牌客户

从广告主级别看，不乏国际大牌和民族品牌。前者主要集中于汽车行业的合资品牌：广汽本田、广汽丰田、东风日产等和韩国乐天、韩国耐克森轮胎等。后者包括海马、麒麟等本土汽车品牌，海天、水井坊等本土快消知名品牌，邮储等银行金融企业。公司服务过和正在服务的约有 40 个中国名牌，57 个中国驰名商标。

图表 9. 公司部分客户列表

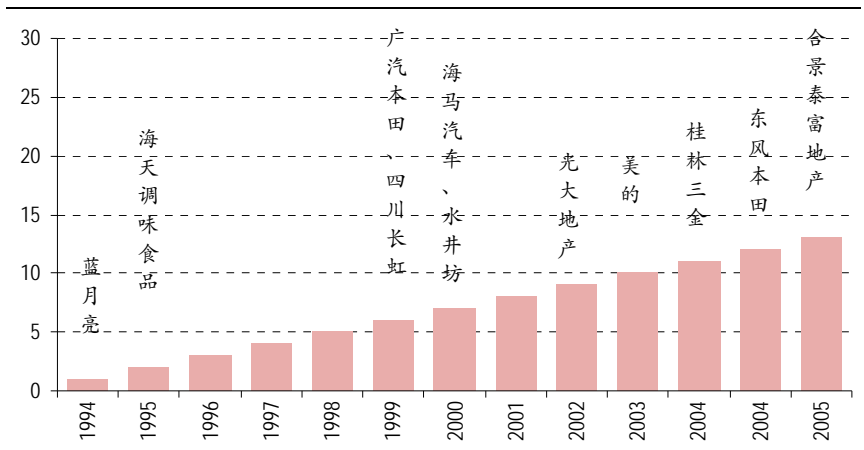
行业	中国驰名商标
食品饮料	海天、祐康、汪氏、鲁花、温氏、健力宝、乐百氏、水塔
医药	三金、肤阴洁、太极、丽珠、益佰
酒	水井坊、高炉家、威龙、金六福、五粮液、双沟、浏阳河、酒鬼、衡水老白干、红星（二锅头）
通信与IT	华为、中兴、联想、方正
房地产与建材	万科、碧桂园、东鹏
家电	新飞、美的、长虹、小天鹅、格力、科龙、容声、春兰、奥克斯、TCL、创维、奇声、远大、厦华
汽车与摩托车	长安、奇瑞、建设
日化	立白、两面针、雅倩
银行金融服务	银联、中国银行
其他	潍柴动力、万家乐、红塔山、波司登、掌上明珠
行业	中国名牌
食品饮料	海天、祐康、龙大、统一、鲁花、千喜鹤、乐百氏、益力、水塔
摩托	建设
酒	威龙、雪花
通信与IT	联想、方正、华为、中兴
卷烟	红塔山
家电	美的、新飞、TCL、华凌、长虹、春兰、容声、科龙、奥克斯、奇声、格力、亿家能
日化	立白、两面针、霸王
服装鞋业	鸿星尔克、波司登、沃特
燃具灶具	双喜、美的、万家乐、樱雪
其他	孚日

注：包含服务过和正在服务的

资料来源：招股书

与5%的客户合作达5-15年之久，为30%的客户提供多项服务

从合作年限看，10多个品牌与省广的联姻长达5-15年之久，约占客户总量的5%。从重合度看，公司为东风日产、邮储银行等客户提供品牌管理、媒介代理等多项业务，约占客户总量的30%。“与客户共同成长”成为省广30年辉煌中的重要理念。

图表 10. 部分品牌建立合作的起始时间


资料来源：招股书

管理层股权激励计划属于公司长期规划

员工薪酬福利待遇将有所提高

招聘规模扩大、内部人才排队、骨干员工流失率低

一个中心四个平台

3.人才激励力度加强

改革开放初期为服务进出口贸易而设立的 18 家省级广告公司中，目前发展较好且由内资独资的仅剩省广一家。约 9% 的公司员工及相关自然人持有公司发行后总股本的 49.45%，其中 9 名董事、监事、高管、核心技术人员共持有 19.41% 股权，36 个月解禁。员工持股机制保证中高级管理层与股东利益一致性较高。我们认为，管理层股权激励计划纳入公司长期规划是大概率事件，贯穿公司未来中长期的人才队伍建设和人才培养全过程。

预计公司今年起显著提高员工薪酬待遇水平。根据网络信息，省广 2011 年应届生招聘，本科生入职起薪 2,000-2,800 元/月，研究生 2,800-3,500 元/月；考虑项目奖金等，我们粗略估计本科应届毕业生税后平均月收入可达 3,000-4,000 元，处于行业上游水准。而骨干员工薪酬待遇也得到较大幅度提升。

4.人才队伍建设提速

上市逾半年，人才队伍建设明显提速。员工人数总规模由上市之际 940 人(另有劳务派遣用工 12 人)扩大至 1,000 多人。初级层面，省广 2011 年应届生招聘规模自往年的 20-30 人扩大至 50 人，辅之以名为“幼虎之星”、“虎虎之星”的培养计划。中高层面，上海分公司引入外籍总经理，同时加快内部人才梯队建设，配合“募投项目——新建扩建四地分支机构”提前做好人才输送的准备。

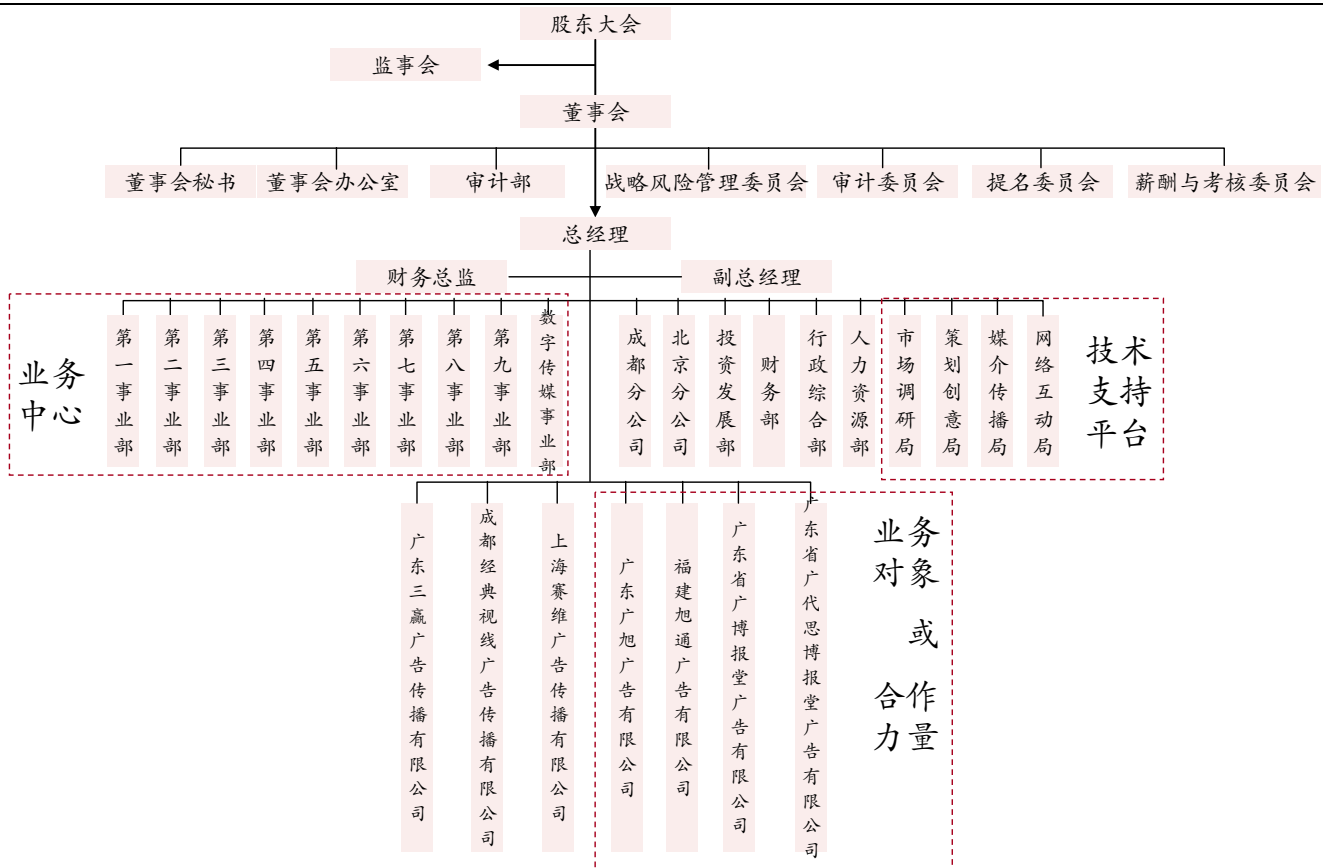
省广底层员工流失率处于行业平均水平，但骨干员工流动性几乎为零。预计在加强人才队伍建设、深化激励机制的前提下，团队稳定性和人才吸引力将进一步增强。

5.运营机制灵活

除合资公司外，省广组织架构围绕“一个中心四个平台”：以事业部为业务中心和客户中心，以市场调研局、策划创意局、媒介传播局、网络互动局为技术支持平台。这样的组织架构不同于大多数国际 4A——后者往往是按照客户部、创意部和媒介部划分的流程化架构——但形似于电通(Dentsu)的矩阵式架构。我们认为，此类架构的特点在于：1) 以小团队的形式面对客户、提案比稿等，客户响应速度较快、易于做到以客户为中心；2) 个人创意不受压制或受到“业务流程化”的限制较少，并且可以快速地转为团队创意；3) 个人及团队的薪酬激励与事业部最终绩效挂钩，员工主观能动性较强。实则是满足了“效率”和“灵活性”的两大要求。同时，此类组织架构的有效性体现了总部控制有力(财务、人员等方面)且有度(给事业部一定的自由度)。

未来随营业规模扩大、员工规模增长、业务产业链延伸，公司组织机构必然需要不断调整。但只要延续省广“以客户为中心”的理念，实现效率和灵活性，平衡总部控制和事业部自由度，则组织架构的有效性仍然可期。

图表 11. 公司组织结构



资料来源：公司资料、中银国际研究

品牌管理-做专优势行业、褒有平台远景

品牌管理是广告业上层核心业务，也是“客户资源积蓄池”。一方面集中体现创意策划实力，利润率高，随客户群扩大而稳步增长；另一方面为媒介谈判和购买等下层业务输送客源。

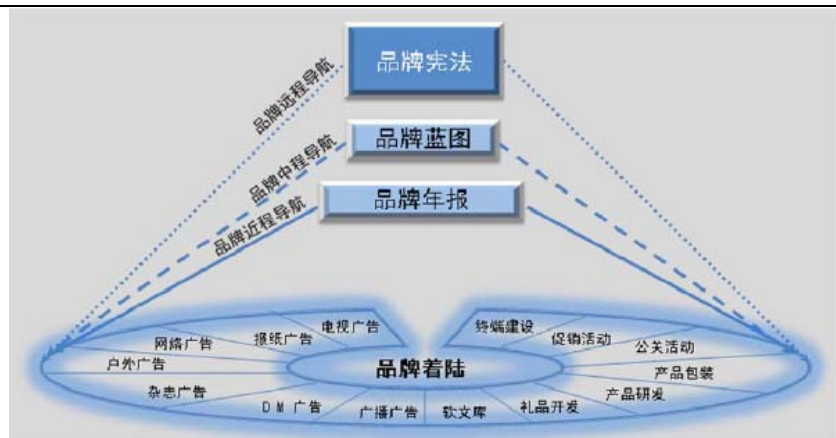
服务模式

品牌管理业务收取月费、产品文案费、奖励费等

公司品牌管理业务通常与客户签订 1-3 年合同，为其提供细至产品、品牌的创意设计和策划服务，考虑具体品牌和产品推广的方方面面。公司按月度或季度向客户收年费，并随新产品、新品牌的推出，新增单个策划案服务费、与实施效果挂钩的奖励费等。

省广品牌导航系统包含品牌宪法(10 年规划)、品牌蓝图(3-5 年规划)和品牌年报(1 年报告)在内的品牌管理服务，倡导“与客户共同成长”理念。

图表 12. 省广品牌导航系统



资料来源：招股书

客户资源

客户行业分布分散

公司品牌管理业务客户分布较为分散，覆盖汽车、酒类、快消、通讯、家电等行业。2010 年初省外客户增长较快。截至 3 季度末，共有 100 多家客户，比 09 年末净增 10 多家，比 08 年底净增近 40 家。

客户结构短期内向下调整

百余家客户中，包含若干家月费规模在 20-30 万元的大中型客户，也包括不少收费标准较低的中小型客户。主要因为 2009 年国际金融危机促使我国沿海不少的中小企业出口转内销，凸显进入国内市场、打品牌的需求。由此引发公司品牌管理业务客源结构向下调整，单位客户平均创收下滑，业务收入规模增长不及客户数增加。

未来增长点

2008-09 年公司品牌管理业务分别实现营业收入 1.30 亿元和 1.33 亿元，比上年同期分别增长 39.5%和 2.1%。2010 年上半年收入同比增长 12.1%至 6,998 万元。近三年毛利率维持在 80%左右。

我们认为，公司品牌管理业务未来增长点至少来源于：

- 1) **做专优势行业：**凭借在汽车、家电、金融等领域建立的资源和口碑，进一步挖掘此类行业中的潜在客户；
- 2) **配套奖励机制：**在常规激励办法上，考虑为品牌管理专设奖金，在公司内部鼓励现有团队积极拓展品牌管理业务；
- 3) **外部人才引进：**如前文所述，公司拟在人才培养上着重墨，如上海分公司已引入外籍人才。推断公司人力资本投入处于上升期，以人为本的各项业务长期受益于此；
- 4) **业务流程化和信息化：**国际 4A 的方法论与操作工具是其优势所在之一。以省广广告数字化运营系统募投项目为起步，专业工具的不断丰富将是省广做大做强的表现之一。预计 1-2 年后，广告数字化运营系统将彻底提升公司信息化程度和品牌管理业务的客户吸纳能力。其中，数字化品牌管理工具帮助省广使“脑力”要求较高的品牌管理业务从相对传统的“师傅带徒弟”传承式发展模式进入系统化、流程化的人才培育方式，大幅提高工作效率。而创意搜索引擎及网络平台(类似于威客网站)的上线将有助于扩大公司对中小型客户的吸纳能力，客户拓展速度加快；
- 5) **与客户共同成长：**有潜质的中小客户将大型化兼品牌化，有潜质的本土客户将国际化；
- 6) **市场扩张：**省外布点圈地新增潜在本地客源。

我们预计，公司品牌管理业务长期内将维持 15-20% 的年均增速，近 1-3 年每年增加 15-20 家客户，此后随数字化创意平台上线运营、趋于成熟，客户增速还将上一台阶。

媒介代理-资金驱动、业务附加值提升

自 1996 年国内首家专业媒介代理机构中国实力媒体(Zenith Media China)成立起, 外资在中国媒介代理市场份额上占据绝对优势。阳狮(Publicis)旗下的阳狮锐奇集团(VivaKi)是中国最大的媒介代理机构之一, 2009 年在华广告投放总额达 100 亿元人民币, 员工人数超 1,400 人。WPP 旗下的群邑(GroupM)早在 2006 年, 即达到超过 80 亿元人民币的在华营业额和超过 1,000 人的员工规模。

与之相比, 公司的媒介代理业务 2006 年营业额处于 10 亿元人民币量级, 2009 年达 20 亿元左右, 市场份额约为外资巨头的 1/5, 具有较大增长潜力。上市后, 资金驱动媒介采购模式升级, 增强媒介谈判能力, 有利于吸引大客户和提高媒体返点。我们认为, 长期内, 随专业化和信息化程度加深, 省广媒介代理业务的附加值还将逐渐提升; 最终配合公司整体战略实现类似于国际 4A 的平台化调整或业务流程细分, 体现更大的规模效应和集约化管理优势。

服务模式

媒介代理业务收取服务佣金及客户合同约定外的媒体返点

媒介代理业务包括媒介策划、媒介购买、投放监控、效果评估等部分。公司通过整合上游媒介资源, 帮助客户制定长期或短期的媒介投入计划, 以获得更好的广告效果, 优化其广告媒介投放的投入回报。公司为客户垫付媒介采购款, 返还给客户合同约定的媒体返点, 自身则向客户收取服务佣金, 从媒体获得超额返点。

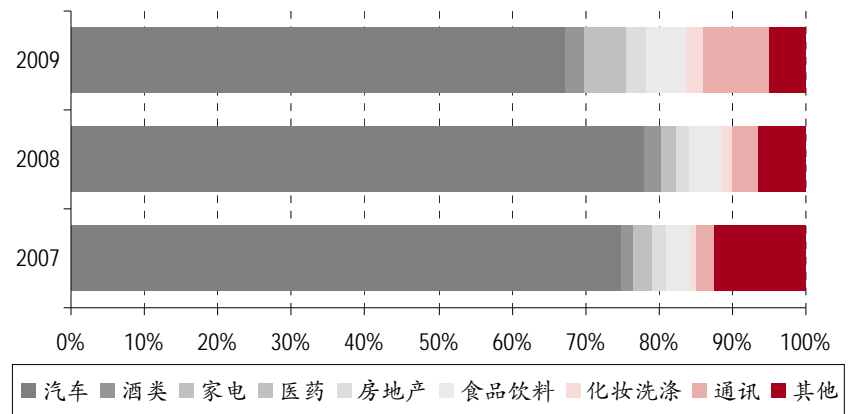
我们认为, 专业媒介代理机构具备若干项要素: 1) 懂广告; 2) 懂媒介; 3) 足够的现金流; 和 4) 必要的客户关系等。省广股份的媒介代理业务与品牌管理业务存在协同效应; 过硬的政府背景、长达三十年的运营经验使其积累了相当的客户关系和人脉资源。而此次募集资金恰好解决资金需求。

把握主流广告行业，汽车行业客户占总量的70%

客户资源

公司媒介代理客户分布在汽车、通讯、房地产、快销、家电等10多个行业，其中汽车行业受益于采取与外资合资合作的方式，贡献公司媒介代理营业总额的70-80%。此外，汽车、通讯、地产等行业不仅是公司媒介代理份额较重的行业，也是全行业广告投放排名靠前的行业，显示公司在媒介代理业务上的主流影响力和在这些领域内的客户关系的持续性和稳定性。

图表 13. 2007-09 年公司媒介代理业务营业额行业分布



资料来源：公司招股书

合资公司在汽车行业客户间的示范作用显著

如前文所述，广博广告公司和广代博广告公司分别专职负责广汽本田、广汽丰田大陆地区的媒介代理业务。合资公司为省广在汽车行业客户中起到良好示范作用。2009年，来源于非广汽本田、广汽丰田的汽车客户（如东风本田、现代汽车等）媒介代理业务收入比上年同期增长57.2%，远超出整体增速。2010年以来，这一趋势仍在持续，已新增东风日产、安徽麒麟等客户。

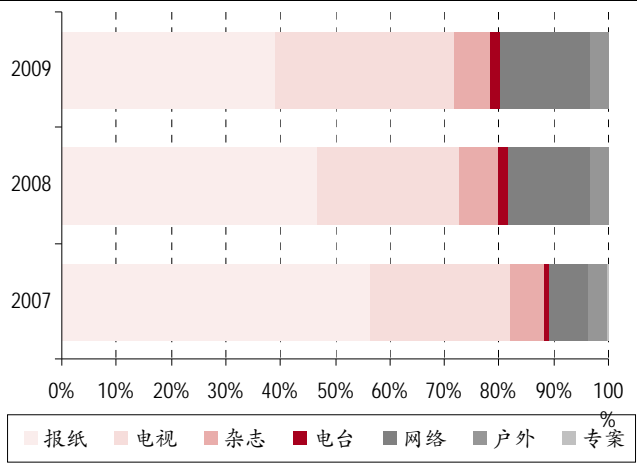
2010年受益于汽车等消费类行业高景气度和广州亚运营销

2009年，受累于广汽本田和广汽丰田的广告投放双位数下滑，汽车类媒介代理业务收入整体下滑1.5%，而家电、通讯、化妆洗涤、房地产行业分别受益于家电下乡政策推动、运营商启动3G商用、国家鼓励内需增长、楼市回暖等，营业额分别同比增长363%、179%、102%和63%。2010年，公司继续受益于汽车等消费行业需求旺盛、广汽自主品牌“传祺”的推出及亚运营销盛会。

媒体资源

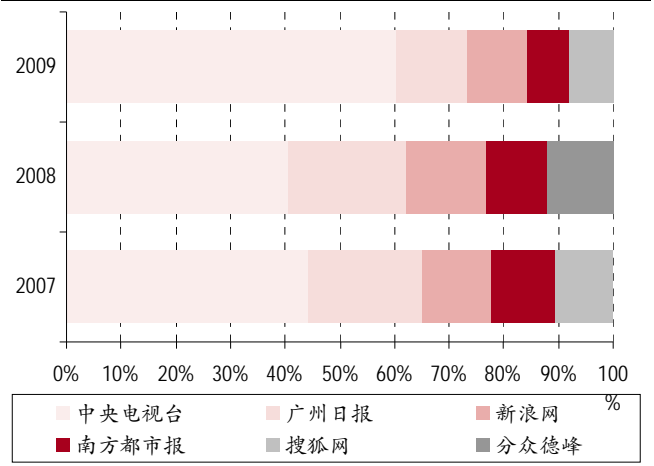
由于汽车、通讯、地产等大客户的存在，公司在报纸、电视等传统媒体的广告投放比重较大，合计占比 70-80%。各类媒体分布中，较明显的是报纸广告投放份额逐年下滑，电视媒体(有效强势媒体)和互联网(新媒体)上的比重增长较快。省广在央视、报纸、互联网等媒介上具有资源优势。

图表 14. 公司媒介代理业务媒体类型分布



资料来源：公司数据

图表 15. 公司广告投放前 5 大媒体



资料来源：公司数据

未来增长点

公司媒介代理业务 2009 年实现营收 17.8 亿元，同比增长 14%，2010 年上半年达 11.7 亿元，同比增幅扩大至 90%。经济回暖及公司为客户垫付采购款的实力增强是媒介代理业务迅速放量的主要原因。2007-09 年和 2010 年上半年，该业务毛利率分别为 3.9%、4.3%、4.8%和 4.4%。2010 年上半年的短期下浮，主要是因为应东风日产、邮储银行等客户要求，加大央视等强势媒体上的广告投放。

我们认为公司媒介代理业务未来增长主要源于：

- 1) **采购模式升级：**上市契机及 2009 年末起的经济回暖带来充沛现金流，可推动公司媒介采购模式自低毛利率的“按需采购”升级为相对高毛利率的“集中采购”。在客户群和业务量做大的长远预期下，不排除毛利率更高、风险更大的买断方式。而省广媒体集中采购募投项目自 2011 年 1 月 1 日起正式实施，仅是其采购模式升级的第一步。根据前文对募投项目的分析可知，公司即将进一步以自有资金扩大集中采购的媒介范围和采购量。故采购模式升级所带来的毛利率提升可期。
- 2) **整合营销趋势：**在全球广告行销业整合营销趋势下，公司的品牌管理和媒介代理等业务协同效应理应不断增强。目前品牌管理和媒介代理的客户重合度约为 30%。未来随公司整体实力增强和产业链更加完备，品牌管理的客户积蓄作用将更明显，中长期内，客户重合度具有提高趋势。
- 3) **与客户共同成长：**既有媒介代理业务的原有客户中仍有若干处于初期合作、规模较小或未全部委托的广告主，在省广股份资金、谈判能力、专业化水平持续增强的前提下，省广媒介代理业务受益于广告主自身广告投入总需求量的扩大和双方合作持续。
- 4) **市场扩张：**省外布点圈地新增潜在本地客源。

自有媒体-省外铺开，省内洗牌

公司自有媒体业务涉及省内外两块，前者主要是四川省内的成都、南充、宜宾和乐山等城市，后者主要是广州户外广告大牌、电话亭等。

省外市场逐渐铺开

公司四川省户外广告运营主体包括成都分公司和成都经典视线广告传媒全资子公司。2000年，公司成都分公司与成都市公共交通集团达成合作协议，由成都经典视线广告传媒公司独家经营成都主干道候车亭户外广告资源。

10年来，公司在四川省内的户外广告网络逐步铺开，欲建立西南地区卓越的公交户外媒体组合，为客户量身定制户外媒体整合解决方案。累计资源包括成都、南充、宜宾、乐山4个城市1,000多个候车亭，成都1,700多辆公交车车身广告位、成都200余个社区灯箱和成绵高速长途大巴车车载广告，以公交候车亭和公交车车身广告为主；候车亭广告位为长期的独家的经营权，约占据成都同类媒体的1/2市场份额。

2009年，成都经典视线广告传媒公司实现营收11,102万元，净利润1,208万元，净利率11%。2010年确定性增量包括：1) 2010年4月1日起的宜宾157个公交候车亭(94个站台、63个站牌)10年经营权；2) 2010年1月22日竞得的乐山270个公交候车亭12年经营权；3) 2010年内3月、5月、8月起成都共计243辆公交车3年经营权；4) 2009年12月签署的成绵高速长途大巴车车载媒体等。

我们认为，尽管政策限制造成部分新签资源经营期限较短，后续存在每3年需要重新参与招投标、媒介采购成本上涨的风险，但基于成都经典的扩张型发展理念，省广在四川省的户外媒体经营平台将持续扩大。

西南地区公交户外媒体组合，以公交候车亭、公交车车身为主

图表 16. 省广省外户外广告资源类型



资料来源：网络信息

图表 17. 成都经典的主要客户群



资料来源：网络信息

广州户外广告市场历经1年半的洗牌后，资源扩张朝价值扩张转换

省广广州户外广告大牌被清理，但已竞得500个电话亭3年经营权，为确定性增量

广州户外广告市场洗牌

广州户外广告市场整顿长达一年半之久：2009年4月暂停审批；2010年8月全市启动违章户外广告大拆除活动；8月13日政府公布《广州市户外广告和招牌设置管理办法》；8月31日市城管委公示已得到规划批复的广州大道等19条主干道户外广告设置详细规划方案，自9月1日起接受这19条路段“方案”中所列户外广告位置的设置申请。

我们认为，类似于北京和上海，此次广州户外广告市场整顿影响包括：1) 资源总量控制起到一定的“托市”作用；2) 资源布局控制将促成资源集中度提高；3) 政府财政可分得经营权拍卖款的40%，市场既得利益者增加；4) 户外广告设置不超过3-6年，临时设置不超过3个月，明确了户外广告经营成本上涨周期。我们认为，以北上广为中心的全国户外广告市场呈现资源扩张转为价值(单位面积价格)扩张的态势。

省广母公司财报显示，包含广州户外广告资源在内的自有媒体业务的营业收入在2008-09年分别比上年同期下降36%和21%，2010年上半年仅增长2%。主要原因即在于公司绝大部分广州户外大牌资源被规范、被整顿。可喜的是，在2010年8月20日广州今年首次户外广告公开拍卖中，省广下属全资子公司广东三赢广告传播公司以1,010万元拍得500个新式电话亭广告位3年经营权¹。有报道称，每个电话亭广告位年租金可达4-5万元。则假设80%上画率和3年成本摊销，并粗略考虑装修制作成本，预计此项资源将给公司带来1,800-2,000万元收入和600-800万元的毛利，相当于公司自有媒体业务存量的15%。

根据市城管委规划，目前的广州户外广告市场容量已经明确，相当于省广自有媒体业务在广州市内拓展的空间得到明确。预计未来随公开拍卖陆续召开，公司仍然有机会获得新资源。但由于竞标成本上涨显而易见，公司在广州户外广告市场中的份额还要看资源性价比。我们对公司广州户外自有媒体业务谨慎乐观。

¹广州市8个区(包括天河、越秀、荔湾、黄埔、白云、海珠、罗岗、番禺)的500个新式电话亭灯箱广告经营权，规格正面大牌:高1.5米，宽3.5米;背面中牌:高1.5米,宽1.1米和背面小牌:高0.51米，宽1.1米。

盈利预测及假设

基本经营假设包括：

- 1) 假设经济向好、汽车等行业需求增长的趋势不变。
- 2) **品牌管理**：客户数量未来3年净增18-22家/年，此后随创意平台上线，客户净增量提高至25-30家/年；单位客户平均创收自2009年大幅下滑18%后，以5%左右的幅度逐步回升，此后随创意平台上线，中小客户占比加大，增幅收窄至2%左右；毛利率维持在82%左右；
- 3) **媒介代理**：近4年，业务总量年增长25-30%，其中集中采购模式的业务规模年增长30-35%；集中采购的毛利率约8-10%，按需采购的毛利率约4.5-4.8%；2011年集中采购业务额以募投项目及自有资金(超20%)为基础，约2.58亿元；
- 4) **自有媒体**：尽管我们认为公司近2年内自有媒体资源扩张的可能性极大，但谨慎起见，仅考虑现有媒体资源且不考虑续约可能，单个资源创收年增长10-15%，成本年增长0-8%；
- 5) 暂不考虑资本运作、潜在并购项目等。

据此，对公司收入及成本费用测算如下：

图表 18. 公司主营业务收入构成和毛利率预测

(人民币百万)	2010E	2011E	2012E	2013E
业务构成：				
媒介代理	2,494	3,375	4,245	5,122
同比增长(%)	40.0	35.3	25.8	20.7
毛利率(%)	4.6	4.8	5.0	5.1
自有媒体	127	142	181	174
同比增长(%)	(6.4)	11.4	27.7	(3.9)
毛利率(%)	34.3	36.9	40.9	45.1
品牌管理	170	217	267	324
同比增长(%)	28.0	27.2	23.1	21.4
毛利率(%)	82.4	82.6	82.8	83.0
主营业务小计	2,791	3,734	4,693	5,619
同比增长(%)	36.2	33.8	25.7	19.8
主营业务毛利率(%)	10.7	10.6	10.8	10.8

资料来源：中银国际研究预测

图表 19. 公司期间费用率和利润率预测

(人民币 百万)	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入总额	2,791	3,734	4,693	5,619
同比增长(%)	36.2	33.8	25.7	19.8
综合毛利率(%)	10.7	10.6	10.8	10.8
销售费用率(%)	5.0	4.9	4.8	4.7
管理费用率(%)	1.3	1.4	1.4	1.3
财务费用率(%)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
净利润	74	99	135	171
同比增长(%)	37.9	35.3	35.5	27.1
净利率(%)	2.6	2.7	2.9	3.0

资料来源：中银国际研究预测

敏感度分析

根据招股书信息，公司媒介代理业务若采取集中采购模式，将有望从媒体获得 2-8% 不等的额外返点。我们预期公司将在募投所对应的 2.15 亿元年广告投放量的基础上以自有资金扩大集采额度。以集采额外返点和自有资金超额比例为变量，测算公司 2011 年每股收益变动：

图表 20. 2011 年公司每股收益敏感度分析

集采占总集采额(人民币, 万元) 量的比例	集采超 额比例	集采额外返点						
		2.0%	3.4%	4.8%	6.2%	7.6%	8.0%	
6.4%	21,500	0%	1.16	1.19	1.21	1.24	1.27	1.27
7.0%	23,650	10%	1.17	1.20	1.23	1.25	1.28	1.29
7.6%	25,800	20%	1.18	1.21	1.24	1.27	1.30	1.31
8.3%	27,950	30%	1.18	1.22	1.25	1.28	1.32	1.33
8.9%	30,100	40%	1.19	1.23	1.26	1.30	1.33	1.34
9.6%	32,250	50%	1.20	1.23	1.27	1.31	1.35	1.36
10.2%	34,400	60%	1.20	1.24	1.28	1.33	1.37	1.38
10.8%	36,550	70%	1.21	1.25	1.30	1.34	1.38	1.40
11.5%	38,700	80%	1.22	1.26	1.31	1.35	1.40	1.41
12.1%	40,850	90%	1.22	1.27	1.32	1.37	1.42	1.43
12.7%	43,000	100%	1.23	1.28	1.33	1.38	1.43	1.45

资料来源：中银国际研究预测

主要风险

广告业系统性风险

实体经济下滑拖累广告业整体增长；

国际 4A 对中国市场的重视度和参与度提高，并预期中小板仍将有若干广告营销业轻资产公司上市，一级市场兼并收购及经营层面的竞争都有所加剧。

短期小非解禁风险

2011 年 5 月，约有总股本 30%、流通股本 120%的小非解禁。

附录、中国广告业简析

规模：2011 年全球第三大广告市场

中国现代广告业的发展始于改革开放后，已步入理性稳健增长阶段，预计 2011 成为全球第三大广告市场

中国现代广告业正名于改革开放之后。随大量外资品牌的涌入和本土品牌的崛起，1981-2009 年营业额年均复合增速达 30% 以上。近 5 年来，随经济结构逐步转型，行业发展趋于理性，与实体经济的紧密度增强，增速逐渐放缓至 7-12%，约为 GDP 增速的 1-1.5 倍。实力传播(Zenith Optimedia)预测，受益于较快的实体经济增长（2010 年为全球第二大经济体），中国在 2011 年将超过德国成为仅次于美国、日本的全球第三大广告市场。

图表 21. 中国现代广告业发展历程

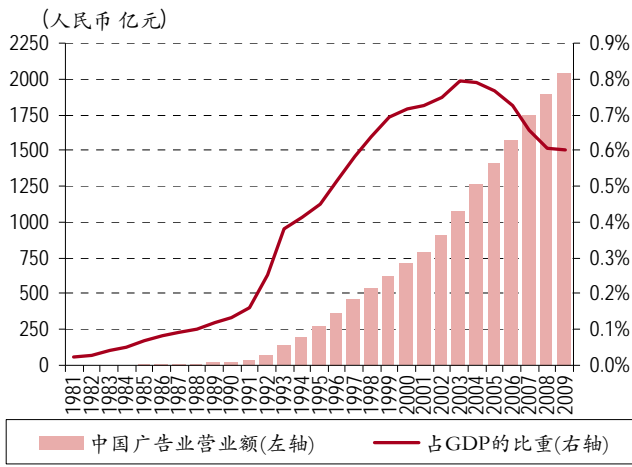
时间	发展阶段	宏观背景	广告业情况
1978-1991 年	恢复发展期	1984 年中共中央将实行对外开放定位为基本国策，第一次提出“社会主义商品经济”概念，1988 年起鼓励私营经济	1984 年中国广告经营单位数增长 74.2%，广告营业额增长 56.6%
1992-1997 年	快速发展期	1992 年邓小平南巡，确立社会主义市场经济体制目标，市场经济快速发展	营业额年均增速近 50%
1998-2002 年	多元发展期	2001 年加入世界贸易组织，2003 年底允许设立外资控股的广告公司，2005 年底允许设立外资独资的广告子公司；跨国公司进入中国市场，中国经济全球化和工业化加速	大批国际 4A 以合资形式涌入，2001 年外资 5 大集团 7 家合资公司在中国广告市场的份额超过 26%；中国报业和广电实施三年“财政断供”计划，媒体出现产业化和集团化趋势
2003-2008 年	稳定发展期	经历全球化的新型工业化：知识经济、绿色经济、信息技术革命等，经济结构转型加快；2007-08 年奥运经济	国际 4A 进入中国市场的步伐加快，开始直接并购本土公司，外资市场份额持续上升；2006 年全国广告经营单位户数增长首次超过营业额增速，广告业与实体经济的关联度加强；分众传媒等内资广告公司境外上市融资
2009 年至今	理性发展期	西方金融危机引发的全球经济危机拖累跨国公司在华以外的业务和本土出口企业，刺激政策下，中国经济成功实现 V 型反转，在全国率先确立复苏格局；2010 年世博会	WPP、宏盟等国际巨头提高对 BRIC 金砖四国市场的重视和投入，在华并购持续；产业链上下游持续融合，广告公司泛化为媒体公司及传播集团

资料来源：中银国际研究

预计中国广告业占 GDP 比重持续攀升

广告业是实体经济的风向标之一，对后者的依附性强。目前，我国广告花费总额占 GDP 比重不及 1%，而欧美日韩及香港地区的成熟广告业的花费总额占 GDP 的比重可达 1-2%。我们认为，未来一段时间内，中国广告业 GDP 占比仍将持续攀升：1) 经济基础决定上层建筑，中国实体经济增速全球领先，有望从“广告大国”升级为“广告强国”；2) 我国幅员辽阔，自东向西、自沿海往内地的产业转移、经济发达城市群的分散化和交通圈的扩大化抬高信息传播成本，拉动广告花费总额增长。

图表 22. 1981-2009 年中国广告业营业额



资料来源: CEIC

预计中国广告业未来3年年均增速约15%

图表 23. 全球前十大广告市场预测

排名	2010E	广告总支出	排名	2013E	广告总支出
1	美国	1,515	1	美国	1,648
2	日本	433	2	日本	453
3	德国	246	3	中国	342
4	中国	226	4	德国	265
5	英国	180	5	英国	197
6	巴西	142	6	巴西	187
7	法国	129	7	法国	138
8	意大利	108	8	俄罗斯	122
9	澳大利亚	94	9	意大利	117
10	加拿大	89	10	澳大利亚	110

注: 以2009年平均汇率计算

资料来源: 实力传播, 2010年12月

2009年我国广告经营额2041亿元, 同比仅增长7.45%, 比08年增速下降1.66个百分点, 主要是受累于全球金融危机影响扩大。据CTR统计, 电视、电台、报纸、杂志、户外、地铁等6类媒体2010年前3季度广告投放刊例价总额同比增长14%至4,302亿元。盟诺(Magna)预计中国广告业2011年同比增长19%至1,820亿元左右。而实力传播预测2010-13年间中国广告业营业额将增长51%——相当于年均15%复合增速, 中国与日本的市场体量之比将从1/2上升至3/4。

行业：“大消费”和品牌效应引领需求和广告增长

近年来, 广告投放额度较大的行业通常包括房地产、药品、食品、汽车、化妆品、服务业等, 广告投放增长较快的则包括服务业、金融保险、信息产业、汽车等。

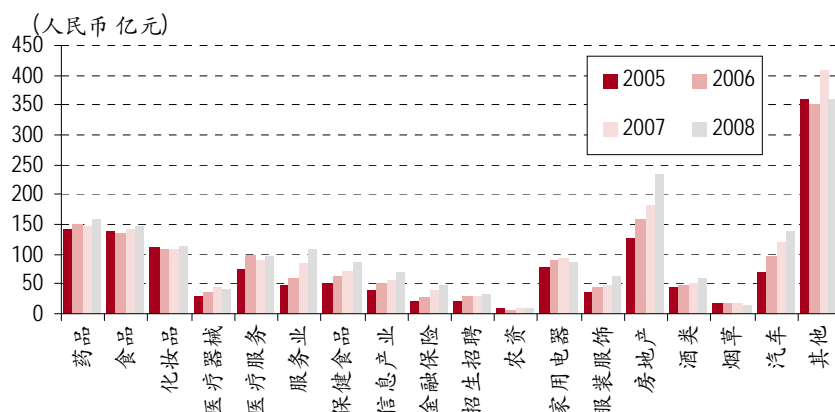
我们认为，各行业广告投放景气度至少受到以下因素影响：

- 1) **政策导向、行业前景明朗度**——以房地产行业为例，广告投放刊例价总额自 2009 年 4 季度重回增长路径，但自 4 月中旬国家出台楼市调控政策后，观望气氛重，广告投放刊例价总额在 5-6 月转而同比下滑，7 月待“新政”百日楼市价格下调，刚需带动成交量上升时，才重新实现正增长；在政策不明朗、行业前景不明朗的情况下，房地产开发商广告投放偏保守，常规性、区域性和机动性强，且 2010 年前 3 季度地产广告投放的品牌集中度上升，体现非常时刻广告主对知名度、美誉度的重视度加强。
- 2) **供求关系**——以汽车行业为例，2008 年至 2009 年初，金融危机扩大化拖累中国汽车销售市场和其广告市场，2009 年前 5 个月广告投放刊例价总额同比下滑。3 月，随汽车下乡等政策及产业振兴规划陆续出台，国内汽车市场(尤其是本土品牌)销量大增，但由于 2009 年上半年全行业处于去库存阶段，供大于求，营销预算主要落在促销让利等线下营销领域，而非线上广告。直至 2009 年 3 季度供大于求局面确立，广告主开始扩大产能、加大营销推广力度。2010 年我国汽车销量增长 32%至 1,806 万辆，总量及增速在全球范围内遥遥领先。行业高景气度完全反馈至广告业。
- 3) **需求弹性**——以饮料和日化行业为例，人们对日常消费品、生活必需品的需求弹性不大，故即使在经济不景气的时期，广告主仍然可以随销售额增长而维持或提高广告营销预算。2010 年前 11 个月，男士和女士化妆品/浴室用品广告投放刊例价总额分别同比增长了 76.3%和 13.4%。
- 4) **市场集中度、竞争激烈程度**——以饮料行业为例，除了日常生活必需品属性外，多个寡头竞争激烈、细分品类市场集中度下降等刺激广告投放刊例价总额持续增长。2010 年前 7 个月的广告刊例总额比 09 年同期增长 26%，比 08 年同期增长近 100%。

5) **消费升级**——以奢侈品和旅游行业为例。金融危机使西方发达市场再现“口红效应”，而中国人的奢侈品消费能力却得到凸显。2009年中国成为继日本之后的全球第二大奢侈品消费市场，奢侈品销售总额同比增长12%。2010年前9个月，CTR统计范围下的奢侈品品牌广告投放刊例价总额同比增长21%。2009年至今，国内旅游行业广告投放刊例价总额亦持续高增长。2010年前8个月，代表老品牌的中国国旅、中青旅2010年前8个月电视广告投入刊例价总额分别增长172%和169%，而代表新兴产品的皇家加勒比游轮新增投放，即进入2010年前8个月电视广告投放品牌前20名。类似子行业将显著受益于国民消费升级过程中的一定的超前性和可选性。

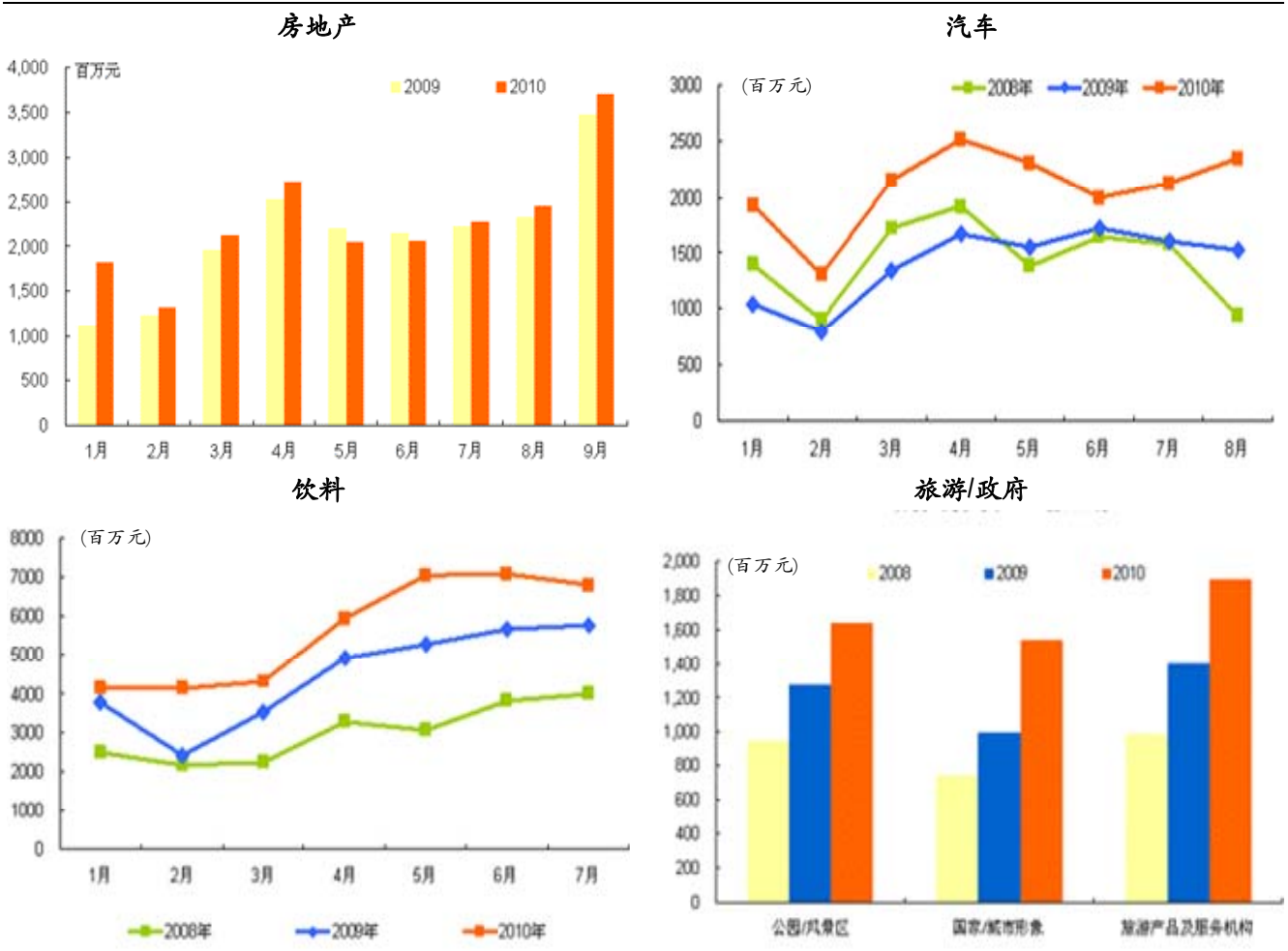
此外，各级政府开始成为重要营销主体，品牌效应早已在政府层面萌芽。旅游、会展、体育赛事成为政府形象传播的载体，意欲招商引资、获上层支持等。2009年央视招标中，城市形象和旅游景区首次参与招标，即获得超过2亿元额度。配合外交战略、全球化竞争策略，2009年11月23日，中国首次在海外发布“中国制造”的国家形象广告(CNN的三个频道，为期6周)，2011年1月，“国家形象”宣传系列片海外播出。

图表 24. 2005-08 年各行业广告投放支出



资料来源: CEIC

图表 25. 2008-10 年广告投放刊例价月度总额



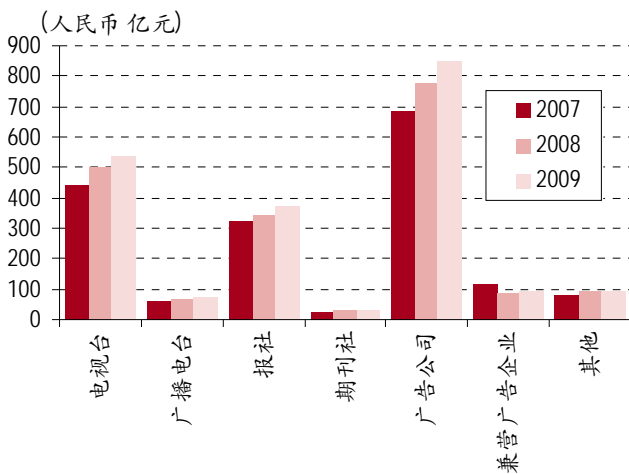
资料来源: CTR

媒体：媒体专业化水平提升，媒介马太效应

专业化程度加深，传统媒体突围

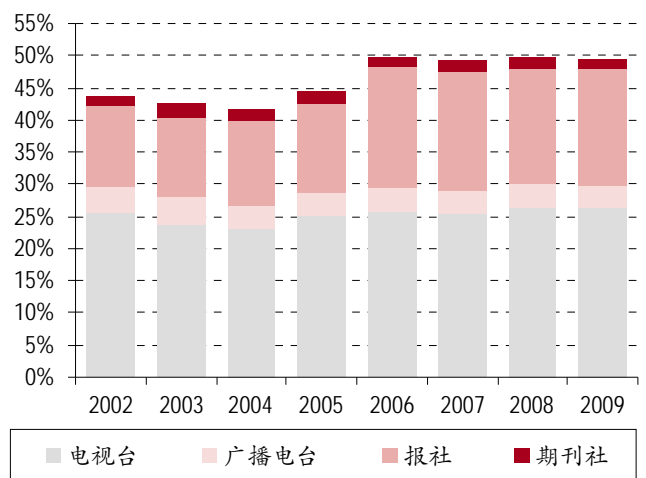
以经营单位分类，专业广告公司占中国广告业经营总额的40%左右，其市场份额自2007年重回上升轨迹，而电视、电台、报纸、杂志四类传统媒体经营额占比稳定在49-50%，其中电视台、报社的比重小有上升。前者反映中国广告市场专业化程度持续加深。后者说明传统媒体经营单位正为突破单一型媒体广告“玻璃天花板”而频频发力，通过整合强势资源，“线上+线下”广告联动或结合新媒体进行混媒营销等创造新附加值(如各类报纸建设新闻门户网站，各个电视台建立网络电视台、投拍自制剧植入式广告等)。

图表 26. 2007-09 年各类广告经营单位经营额



资料来源:《现代广告》

图表 27. 2002-09 年四大传统媒体广告经营总额占比

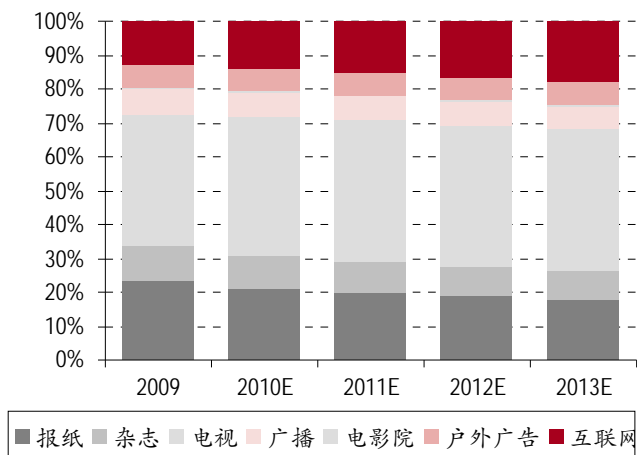


资料来源:《现代广告》

互联网和电视份额持续增长，央视和省级卫视强者恒强

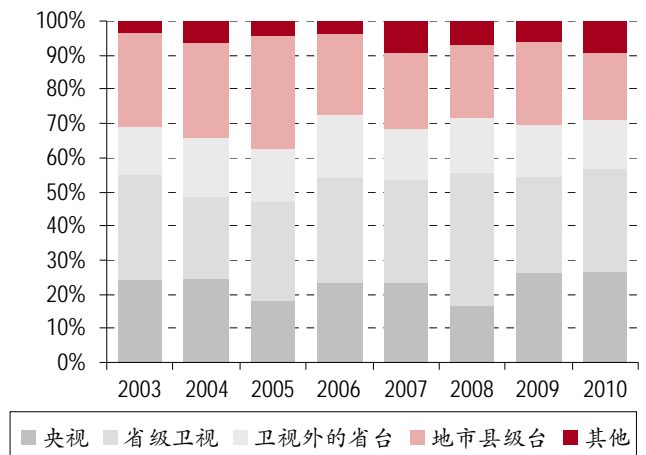
以媒介分类，实力传播指出电视在电视台、报刊、电影院、户外、互联网等 7 类媒介中占有 40% 的市场份额；未来 3 年，互联网和电视的份额较快增长，而报刊和电台的份额逐年下滑。近 8 年的广告主调研结果表明，央视和省级卫视的广告投放额有所增加，而地市县级台的广告投放额下滑明显——前者因覆盖度、公信力等在广告价值上具有先天优势，又借此形成财力、人力、效益间的良性循环；逐年攀升的央视招标总价等印证强势媒体的广告资源稀缺性。2010 年起，广电“61 号令”严控并净化电视广告市场，1-10 月所有国内电视频道的全天时段广告播出总时长同比下降 16%。比较各级电视频道黄金时段广告时长降幅可知，央视和省级卫视的受影响程度较小；再比较省级卫视全天各时段广告时长变动率可知，19:00-20:00 黄金时段降幅最小，与上年同期基本持平，资源稀缺性显著。

图表 28. 七类媒介广告投放占比预测



资料来源：实力传播, 2010年12月

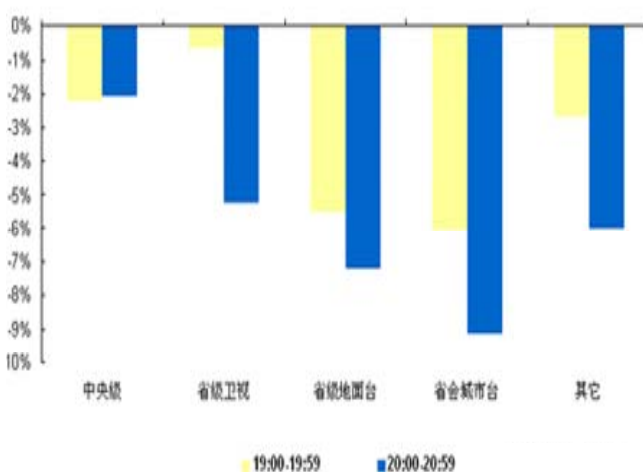
图表 29. 2003-10 年部分广告主电视广告花费分配



注：年样本数 59 至 114 不等

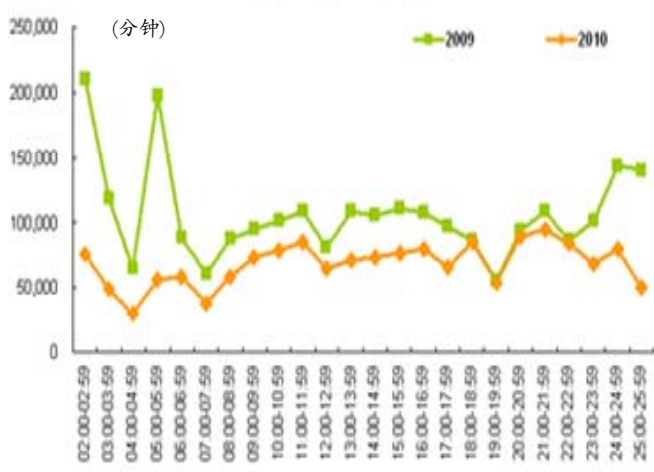
资料来源：《中国广告主生态调研》

图表 30. 2010 年 1-10 月各级电视频道黄金时段广告时长同比变动



资料来源：CTR

图表 31. 2009-10 年 1-10 月省级卫视全天时段广告时长



资料来源：CTR

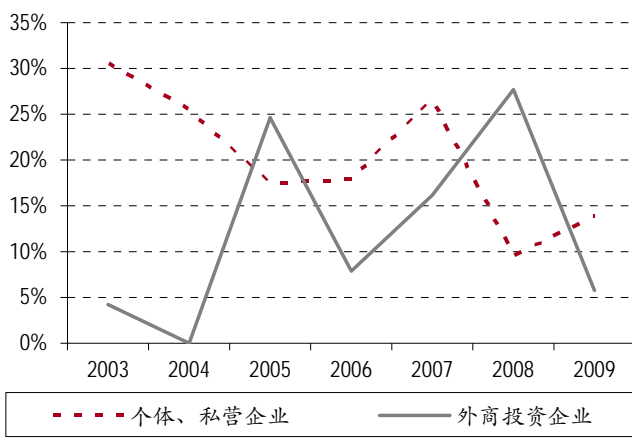
所有制：市场开放度高，外资占整体优势

个体私营企业持续进入，外资整体仍占一定优势

2009 年中国广告业共有 20.50 万户经营单位，133.31 万从业人员，分别比上年同期增长 10.3% 和 5.3%。其中，私营企业和个体工商户的数量占广告经营单位总数的 82%，但仅创造广告经营总额的 30%。近 6 年来，个体、私营企业户数持续增长，且其经营额增速始终为正，显示中国广告业市场化程度较高，对社会资本的吸引力较强。

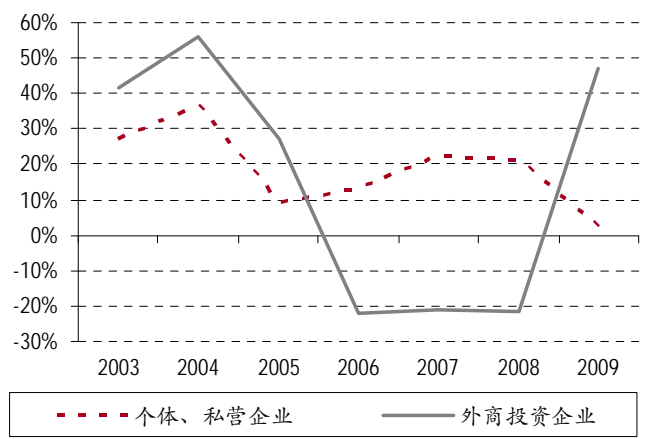
整体而言,外商投资广告公司在市场竞争中占一定优势。2009年在华的外资广告公司仅有779家,仅占总规模的0.4%,但创造了经营总额的5.9%,户均从业规模和户均绩效显著高于其他企业。20世纪90年代,国际4A在中国市场攻城略地的同时,更是一个现代广告业的教育者。2006-08年,外资广告公司整体经营额持续下滑,公司数量却持续正增长。究其原因,除去内外资服务定价差距逐步缩小外,国际4A出于战略布局、抢占市场而非短期盈利的考虑在中国频繁进行兼并收购。2009年,虽有金融危机负面冲击,但受益于开源节流(多年的市场布局、对本地客户的成功争夺和内部成本费用的压缩),在华的外资广告企业实现了高达47.1%的经营额同比增长。未来外资在中国广告业的角色和地位仍然十分重要。

图表 32. 2003-09 年个体私营企业和外企户数变动率



资料来源:《现代广告》

图表 33. 2003-09 年个体私营企业和外企经营额增速



资料来源:《现代广告》

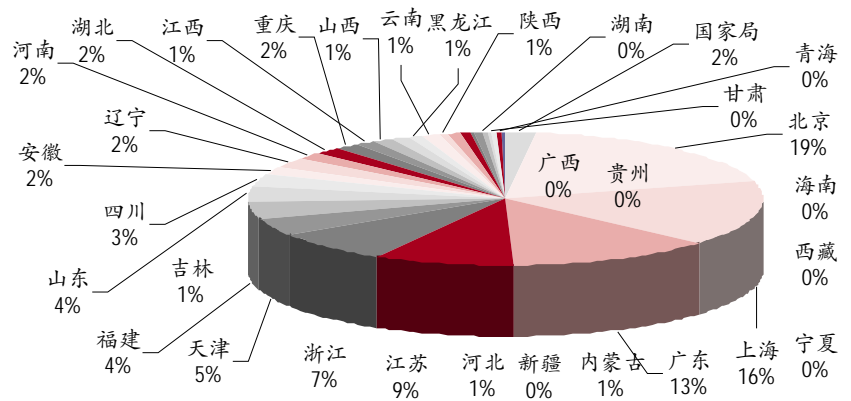
北上广继续占据半壁江山,
而中西部、三四线城市蕴藏
较快增长机会

地区: 经济基础决定北上广占半壁江山

中国广告业区域分布与经济梯度息息相关。北上广始终是最大的区域广告市场,2009年三地合计占有我国广告业47.7%的市场份额。此外,江苏、浙江、天津、福建、山东等华东地区亦是广告经济重地。

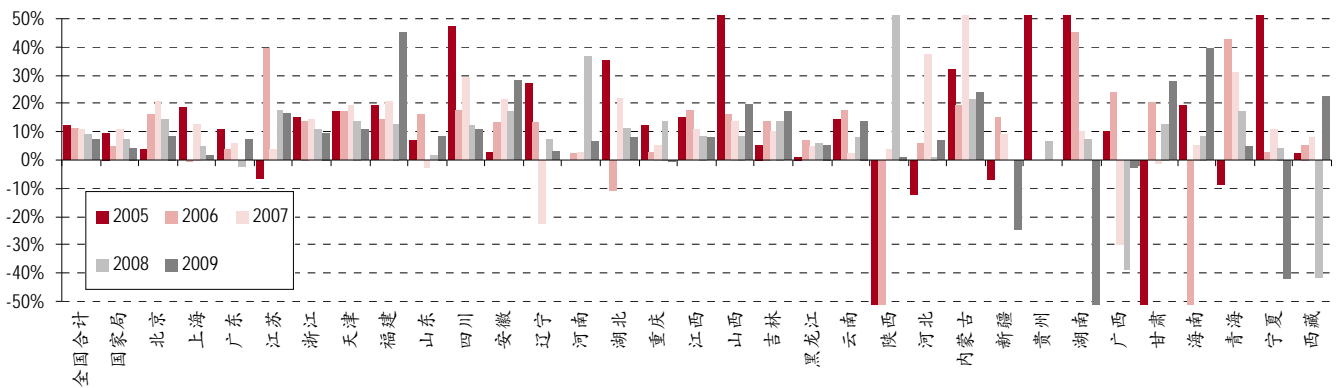
随广告主市场下沉,北上广市场份额逐年略有下滑。中西部和三四线城市广告市场发展起步晚于东部和一二线城市,尽管呈现出较大的波动,但崛起之势日益清晰,未来将继续受益于媒介采购成本优势和产业转移加速。2009年增长较快的区域包括福建、海南、安徽、甘肃、内蒙古等。

图表 34. 2009 年广告经营总额的地区分布



资料来源:《现代广告》

图表 35. 2005-09 年各地区广告经营额增长率



资料来源:《现代广告》

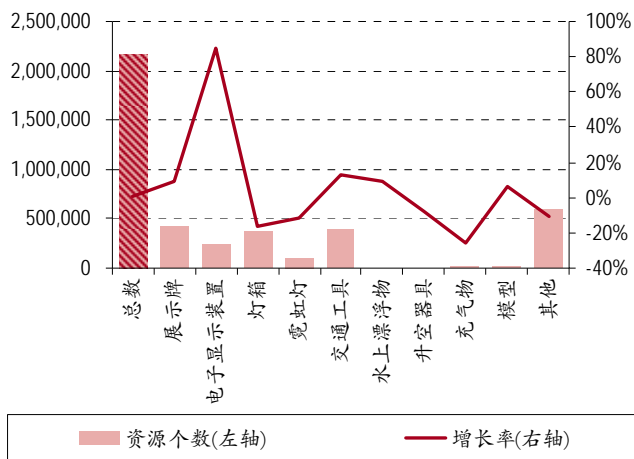
户外: 资源增长朝价值增长转变

2009 年中国户外广告经营总额约 192 亿元, 同比增长 7%, 户外广告经营单位达 6.93 万户, 同比增长 4%, 媒体资源共 216 万个, 同比增长 1%。

社会阶层裂变、城市化进程加快、消费碎片化等社会特征引致户外广告市场增长空间。而对广告主而言, 户外广告投放具有鲜明的高投资回报(ROI)和区域性, 是大众消费品整合或混媒营销的重要构成和预算吃紧时的必选。2009 年, 资源占有率最高的前 10 大行业约占有全市场 50.7% 的资源个数, 其中前三位房地产、食品、酒类分别占有 10.0%、9.6% 和 5.3%。2009 年, 前 10 大户外广告经营单位约创造 47.6% 的经营额, 第 11 至 20 名则仅有 9.6% 的份额。

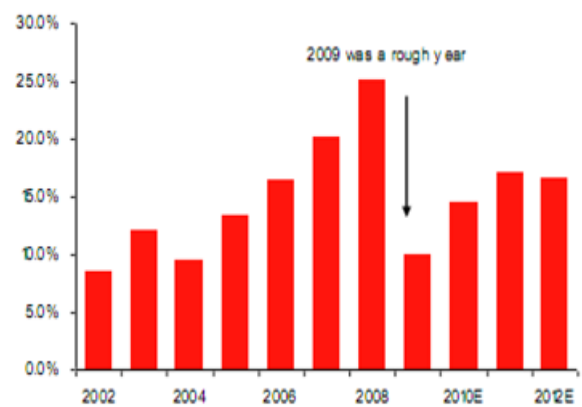
2007至09年,全国户外广告经营单位和媒体数量分别减少了21%和29%,而平均单个户外媒体经营额增长了34%。中国户外广告市场正在由资源增长朝价值增长转变。第一,各大城市户外广告市场的清理整顿和资本退潮两大变动带来了市场秩序重塑和资源归属洗牌,各地政府监管逐步公开化和透明化。第二,2010年4月,CTR和TNS在全球率先推出的户外视频媒体效果评测软件Infosys OOH启用,收视率、到达率、频次、收视点成本等电视媒体常规指标得以跨界应用,户外广告投放愈加有章可循。第三,以凯帝珂(Kinetic)、分众(Focus Media)为首的户外广告巨头,在市场格局趋于稳定和成熟的基础上,开始考虑户外广告之创意开发。

图表 36. 2002-12 年中国户外广告市场增速及预期



资料来源:《现代广告》

图表 37. 中国户外广告资源数量分布及变动

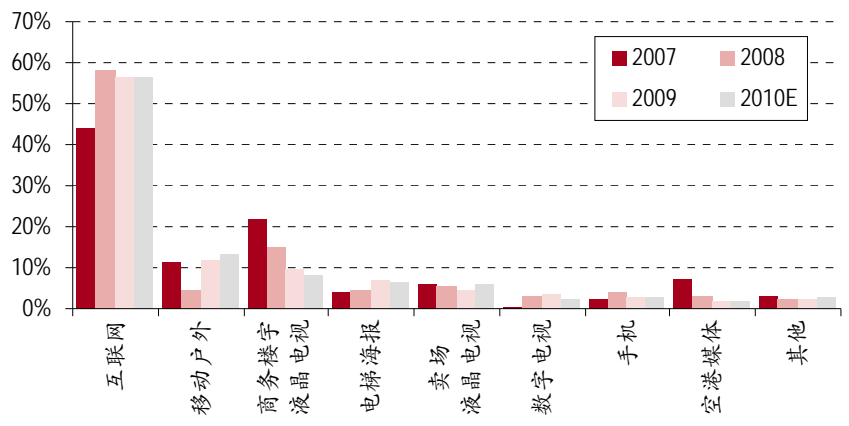


资料来源:盟诺

新媒体: 媒介日益丰富, 影响力快速提升

在此,我们将电视台台报刊等传统媒体以外的统称为新媒体,其中互联网、移动户外和商务楼宇液晶电视联播网为前3大细分市场。

图表 38. 2007-10 年广告主新媒体广告费用分配



注：样本数约 75 至 104 不等
资料来源：中国广告主生态调研

互联网——用户持续增长、高层与群众通过网络交流、网络同步直播重大活动赛事等见证中国互联网 11 年商业化发展及其主流媒体的地位。开放性、互动性和扁平化的特征保障它是未来发展的市场基础是 4.2 亿互联网用户、3.64 亿宽带用户和 2.77 亿手机网民 (CNNIC, 截至 2010 年 6 月底)。

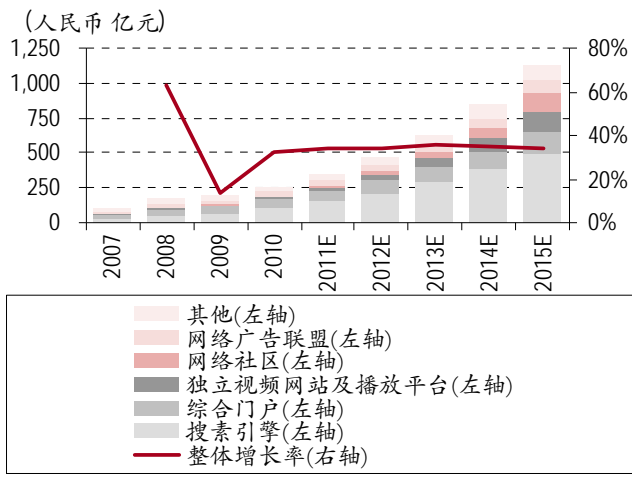
根据艾瑞咨询(iResearch)统计口径,中国互联网广告市场 2009 年收入总额达 207 亿元,同比增长 22%,2010 年前 9 个月,收入总额约 251 亿元,同比增长 64%。而根据互联网数据中心(DCCI)口径,2010 年中国互联网广告总收入 256.6 亿元,预计 2012 年将超越报纸成为国内第二大广告媒介,年均增长 34%。

按行业分,计算机、汽车、服装服饰、房地产、通讯为 2010 年中国互联网广告投放刊例价总额前 5 大行业,占全市场的 77%,互联网已成为汽车、房地产、金融保险等行业的常规广告投放媒体之一。某上海金融服务品牌每年营销推广费用的 50%投入互联网。奔驰 Smart 登陆中国市场,完全放弃电视,而依托互联网、手机和杂志。

按细分市场分,根据 DCCI 统计及预测,2010 年前 2 位搜索引擎和综合门户网站分别占有 42%和 23%的市场份额。2007-10 年,增长较快的分别是独立视频网站(94%)、搜索引擎(58%)和网络广告联盟(40%),未来 5 年,增长较快的将会是网络社区(69%)、独立视频网站(64%)、搜索引擎(36%)。

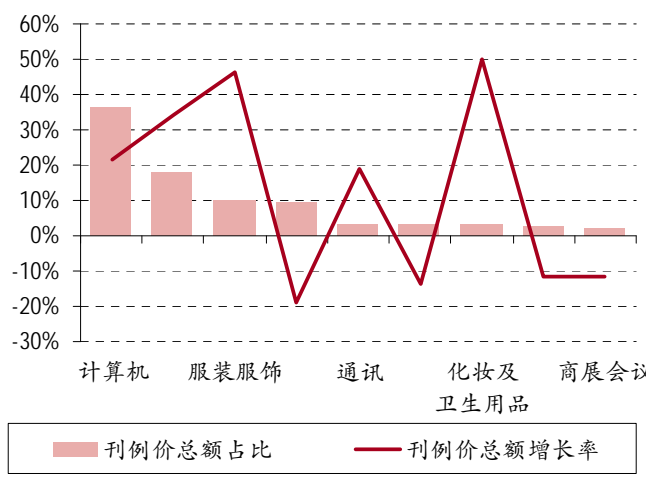
伴随互联网 1.0、2.0 至 3.0 的不断升级,老平台上的新应用萌芽,新平台的影响力增强,互联网媒体平台化和营销模式多样化显著。

图表 39. 中国互联网广告市场收入及增长



资料来源: DCCI

图表 40. 2010 年互联网广告前 9 大行业广告刊例价总额



资料来源: DCCI

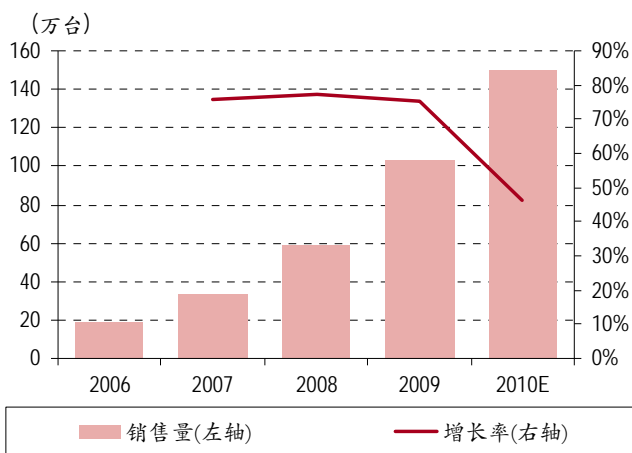
户外数字媒体

车载: 1) 公交、出租、地铁、长途车、高铁等特殊通路车载媒体是城市化的产物(CTR 2010 年公交收视调查结果——公交人口占城市人口的 70.9%，公交电视覆盖城市人口达 4,762 万人，月累计接触度 62.9 亿人次，月累计到达 4,753 万人)。伴随中国城镇化率每年约 0.9 个百分点的提升和基础交通建设持续，终端铺设的空间还很大。2) 作为伴随性媒体，对社会中层和通勤族的卷入度高、接触时间长(CTR 2010 年公交收视调查结果——城市公交人群日均乘车时间为 64 分钟，其中，途中接触媒体的时间占到 37%，且有 36.7% 的观众表示每次都会“主动观看”公交电视)；快消、服装服饰、金融保险等大众消费品广告投放比重大，移动电视联播网的广告价值同样从属于国内消费升级的逻辑。3) 2006 年至今，移动电视的广告价值经历了“补位”、“提升”、“归位、整合”的过程，相比于电视等传统媒体，移动电视的千人成本(CPM)只有前者的 1/10(尼尔森 2009 年 12 月报告——世通华纳在武汉等 5 个城市的全天时段 CPM 约为当地电视媒体的 1/11)，尚有涨价余地。

市场格局: 自 2003 年分众传媒提出“生活圈媒体”，户外数字媒体市场快速发展，媒体种类覆盖公交、地铁、出租、高铁、航空等交通工具和卖场、医院、学校、快餐连锁店等公共场所。2005 年全国户外数字媒体运营商家达 30 多家。2006-07 年，资本推动融资上市、跑马圈地和技术革新。2008 年下半年起金融危机造成资本退潮，渠道过剩问题显现，此后在地铁、公交、航空等领域出现同质或跨界的资源并购，规模和组合的价值凸显。

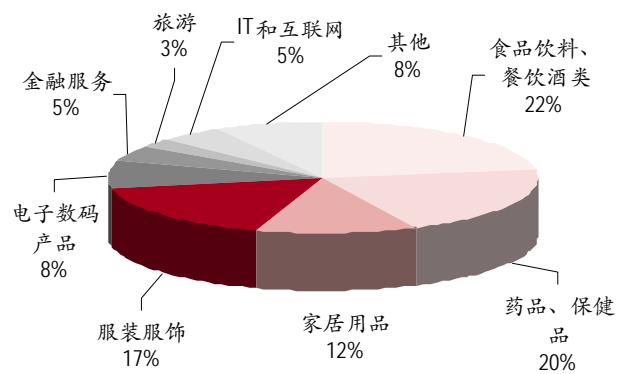
至此，收购 DMG 之后的华视传媒以代理、合资、购买时段等方式近乎垄断中国地铁移动电视广告市场，并占据公交电视广告市场的 60%，另外两家较大的运营商是 CCTV 移动传媒和世通华纳。而分众传媒占据约 98% 的中国商务楼宇液晶电视广告市场份额和 70% 以上的北上广深等城市楼宇框架媒体广告市场。同时，在各类载体上均有媒体资源所有者下属的区域性的依附型广告公司。在规模效益、组合趋势不变的情况下，预计业界的资源扩张及并购仍将持续。

图表 41. 中国车载电视终端规模



资料来源：诺达咨询，2010 年 5 月

图表 42. 华视传媒 2009 年收入总额的行业分布



资料来源：华视传媒年报

资本运作：西风东渐

下一阶段将以上市后的优质、有野心的广告营销公司为中国市场的整合平台

资本运作是西方广告业巨头所擅长的。依靠以并购为主的资本经营手段，WPP、宏盟、阳狮、IPG 等巨头实现了对全球广告市场的洗牌和自身业绩增长。过去十年，约有 10 余家本土广告行销类公司登陆资本市场平台，后续仍将有若干家上市。下一阶段很可能是以它们中的佼佼者和有准备者为平台的并购大戏，这将有助于繁杂分散的中国广告业产业链整合与产业升级。尽管在具体实施战略上，现阶段的国内股票市场未必有类似国外的更灵活的资本杠杆功能，但这批“站得较高”的企业必然可借助融资平台“看得更远”、“走得更快”，实现跨越式发展。

图表 43. 部分内资广告公司上市名单

公司名称	公司代码	上市时间	上市地点	主营业务	累计募集资金
白马户外	0100.HK	2001年12月19日	港交所	公交候车亭、 机场航站楼广告	8.6亿港元
媒体世纪	8160.HK	2002年1月24日	港交所	巴士车身 和地铁广告	4.4亿港元
媒体伯乐	8072.HK	2002年1月31日	港交所	巴士车身 和地铁广告	2.35亿港元
大贺传媒	8243.HK	2003年11月13日	港交所	灯箱广告及 终端传播服务	1.325亿港元
分众传媒	FMCN.US	2005年7月13日	纳斯达克	楼宇、电梯、 卖场、影院 广告联播网	1.72亿美元
航美传媒	AMCN.US	2007年11月7日	纳斯达克	航空电视 广告联播网	2.25亿美元
华视传媒	VISN.US	2007年12月6日	纳斯达克	户外数字 电视广告	1.08亿美元
中视金桥	0623.HK	2008年7月8日	港交所	央视频道 广告代理	3.7亿港元
广而告之	CMM.US	2008年8月4日	纽交所	央视频道 广告代理	4900万美元
昌荣传播	CHRM.US	2010年5月5日	纳斯达克	央视等电视媒体 广告代理，媒体 投资管理	7400万美元
蓝色光标	300058.SZ	2010年2月26日	深交所	企业公关、 活动管理	6.21亿人民币
华谊嘉信	300071.SZ	2010年4月21日	深交所	店面管理、终端 促销及促销员管 理等线下营销	2.86亿人民币
广东省广	002400.SZ	2010年5月6日	深交所	汽车等综合性 广告公司	7.79亿人民币

注：媒体世纪和媒体伯乐已被法国德高集团收购
资料来源：《现代广告》、中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,815	2,050	2,791	3,734	4,693
销售成本	(1,590)	(1,808)	(2,494)	(3,339)	(4,187)
经营费用	(163)	(173)	(201)	(264)	(325)
息税折旧前利润	62	69	97	131	181
折旧及摊销	(5)	(4)	(5)	(6)	(9)
经营利润(息税前利润)	57	65	92	125	172
净利息收入(费用)	0	1	3	5	5
其他收益/(损失)	7	5	3	3	3
税前利润	65	71	98	133	181
所得税	(20)	(17)	(24)	(33)	(45)
少数股东权益	1	0	(1)	(1)	(1)
净利润	46	53	74	99	135
核心净利润	46	53	74	99	135
每股收益(人民币)	0.746	0.863	0.892	1.207	1.636
核心每股收益(人民币)	0.746	0.863	0.892	1.207	1.636
每股股息(人民币)	0.180	0.000	0.220	0.300	0.380
收入增长(%)	19	13	36	34	26
息税前利润增长(%)	16	13	42	35	38
息税折旧前利润增长(%)	15	12	40	35	39
每股收益增长(%)	18	16	3	35	36
核心每股收益增长(%)	18	16	3	35	36

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	180	203	958	939	929
应收帐款	81	132	229	304	380
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	203	226	320	454	608
流动资产总计	464	561	1,506	1,698	1,917
固定资产	32	28	51	80	81
无形资产	0	0	0	6	23
其他长期资产	25	27	31	36	45
长期资产总计	57	56	83	122	150
总资产	520	616	1,589	1,820	2,067
应付帐款	180	238	308	389	461
短期债务	10	10	0	0	0
其他流动负债	206	201	274	342	403
流动负债总计	396	450	583	731	864
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	62	62	82	82	82
储备	59	101	920	1,002	1,115
股东权益	121	163	1,002	1,084	1,197
少数股东权益	3	4	4	5	6
总负债及权益	520	616	1,589	1,820	2,067
每股帐面价值(人民币)	1.96	2.64	12.17	13.16	14.53
每股有形资产(人民币)	1.96	2.64	12.17	13.09	14.25
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.75)	(3.12)	(11.63)	(11.40)	(11.28)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	65	71	98	133	181
折旧与摊销	5	4	5	6	9
净利息费用	0	(1)	(3)	(5)	(5)
运营资本变动	21	(21)	(48)	(64)	(99)
税金	(20)	(17)	(24)	(33)	(45)
其他经营现金流	(6)	(3)	16	18	27
经营活动产生的现金流	64	33	44	55	68
购买固定资产净值	(2)	(2)	(24)	(34)	(24)
投资减少/增加	(5)	4	(20)	(23)	(32)
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(7)	2	(44)	(56)	(56)
净增权益	0	0	779	0	0
净增债务	(18)	0	(10)	0	0
支付股息	0	(11)	0	(18)	(25)
其他融资现金流	(2)	(1)	(13)	0	3
融资活动产生的现金流	(20)	(12)	755	(18)	(22)
现金变动	37	23	756	(19)	(10)
期初现金	143	180	203	958	939
公司自由现金流	57	35	0	(1)	12
权益自由现金流	38	34	(10)	(1)	12

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	3.4	3.4	3.5	3.5	3.9
息税前利润率(%)	3.2	3.2	3.3	3.3	3.7
税前利润率(%)	3.6	3.4	3.5	3.6	3.9
净利率(%)	2.5	2.6	2.6	2.7	2.9
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	2.6	2.3	2.2
利息覆盖率(倍)	40.4	99.9	271.6	907.4	1,169.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.2	2.6	2.3	2.2
估值					
市盈率(倍)	59.0	51.0	49.3	36.5	26.9
核心业务市盈率(倍)	59.0	51.0	49.3	36.5	26.9
目标价对应核心业务	68.8	59.5	57.5	42.5	31.4
市盈率(倍)					
市净率(倍)	22.4	16.7	3.6	3.3	3.0
价格/现金流(倍)	26.7	81.9	72.4	65.7	53.6
企业价值/息税折旧前	41.3	36.5	27.5	20.6	14.9
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	17.4	19.0	23.6	26.0	26.6
应付帐款周转天数	32.8	37.2	35.7	34.1	33.0
回报率					
股息支付率(%)	24.1	0.0	24.7	24.9	23.2
净资产收益率(%)	46.9	37.5	12.6	9.5	11.8
资产收益率(%)	8.6	8.7	6.3	5.5	6.7
已运用资本收益率(%)	53.3	42.5	16.1	12.4	15.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

- 华谊兄弟 (300027.SZ/人民币 25.20, 未有评级)
华策影视 (300133.SZ/人民币 90.55, 未有评级)
蓝色光标 (300058.SZ/人民币 27.71, 未有评级)
华谊嘉信 (300071.SZ/人民币 27.83, 未有评级)
白马户外 (0100.HK/港币 5.04, 买入)
中视金桥 (0623.HK/港币 2.70, 未有评级)
昌荣传播 (CHRM.US/美元 10.15, 未有评级)
广而告之 (CMM.US/美元 2.63, 未有评级)
分众传媒 (FMCN.US/美元 24.16, 未有评级)
航美传媒 (AMCN.US/美元 7.06, 未有评级)
华视传媒 (VISN.US/美元 4.64, 未有评级)

以 2011 年 1 月 25 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%;
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述
指数在上下 10% 区间内波动

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371