

# 中国公关行业的风向标

## 蓝色光标 (300058)

### 新股价值分析报告

2010年02月10日 星期三

#### TMT 小组

郑永双

010-59707120

传媒

#### 康志毅

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信及传媒

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

#### 重要数据

|            |            |
|------------|------------|
| 发行前总股本(亿股) | 0.6        |
| 发行量(亿股)    | 0.2        |
| 发行日期       | 2010.02.05 |
| 发行价格       | 33.86 元    |
| 保荐机构       | 华泰联合证券     |
| 上市日期       |            |

#### 发行前后主要股东持股比例 (%)

|     |            |
|-----|------------|
| 赵文权 | 13.06/9.80 |
| 孙陶然 | 12.84/9.63 |
| 吴铁  | 12.31/9.23 |
| 徐志平 | 12.25/9.19 |
| 陈良华 | 12.24/9.18 |
| 高鹏  | 12.22/9.17 |

#### 投资要点

- **蓝色光标是 A 股公关行业第一股。**公司是一家在中国大陆为企业提供品牌管理服务的行业龙头企业。公司的主营业务属于公共关系服务,核心业务是为企业提供品牌管理服务,提供品牌传播、产品推广、危机管理、活动管理、数字媒体营销、企业社会责任等一体化的链条式服务。
- **全球公共关系市场稳步增长,中国公共关系市场增长高于世界平均水平。**根据霍尔姆斯报告,2006 年国际公共关系行业的总体规模约 70 亿美元,年增长率约 9.5%。其中亚太地区市场规模约 10 亿美元,占全球行业市场的 14.3%,年增长率 15%快于全球平均水平。据 2006 年 CIPRA 调查显示,我国 2006 年公共关系行业年收入达 80 亿元人民币,增长率达 33%左右。中国市场处于行业发展初期,市场空间大,预计未来仍将保持较高速度的增长。
- **收购是企业成长的主要手段之一。**由于公共关系行业同一家公司不便同时服务于两家具具有直接竞争关系客户,公共关系公司一般采用多品牌的经营模式运营,这种行业特点决定了行业内整体集中度低,公关品牌数量巨大,微观主体市场占有率低,大型公关传播集团往往通过频繁的收购实现业务的扩张,市场占有率的提升。
- **公司是本土公共关系行业中的龙头企业。**根据 CIPRA 做出的 2008 年中国公共关系市场统计显示,公共关系行业前 20 强的平均年营业额是 1.12 亿元,而公司在 2008 年实现了 3.3 亿的营业收入。同时,公司 2008 年、2007 年、2006 年三年市场占有率分别为 2.36%、2.19%、1.86%,市场占有率不断提高,2008 年公司市场占有率已经处于本土公司中的第一位。
- **公司治理能力卓越,品牌竞争力突出。**(1)合理规划人力资源,重视人才。06、07、08 年期末的公司员工离职率分别为 17.8%、17.1%、15.6%,09 年上半年的离职率仅为 12.7%,大幅低于业内的平均水平 20%,且离职率呈现逐年降低的趋势;(2)人员素质高,服务能力强。公司平均每品牌收入从 2006 年的 90 万元增加到了 2008 年的 178 万元,08 年人均实现营业收入 50 万元,高于 TOP-local 的 31 万元/人,同时公司是国内唯一拥有全国性服务网络的公共关系企业;(3)认清自身优势,优化收入结构。公司立足 IT,充分分析自身优势,大力拓展数字营销业务,使该业务迅速发展,从 2006 年占比总收入 6.88%上升到 2009 年上半年的 22.47%,降低了公司收入对产品推广业务的依赖,优化了收入结构。
- **盈利预测和估值水平。**预计 2009-2011 年蓝色光标营业收入分别为 3.85 亿元、5.10 亿元和 6.56 亿元,摊薄后 EPS 分别为 0.67 元、0.93 元和 1.21 元,对应 33.86 元的发行价格,市盈率分别为 50.53 倍、36.41 倍和 27.98 倍。我们谨慎的给予首日涨幅 10%-20%的判断,预计公司上市首日开盘价在 37.2 元-40.6 元之间。

## 1. 发展成熟的国际公共关系行业

美国公共关系协会（PRSA）关于公共关系的定义为：“公共关系是一个组织为获取公众之信任与好感，借以迎合公众之兴趣而调整其政策与服务的一种持续工作；公共关系是一种专业技术，这种技术在于激发公众对一个组织的了解并产生信任。

一般而言，公共关系活动是指社会组织（包括企业、政府、非政府机构等）用传播手段使自己或他人与公众之间形成双向交流，使双方达到相互了解和相互适应的管理活动；当这种管理活动职业化，并为社会组织带来某种利益或满足感时，公共关系服务便产生了。公共关系服务通过调查、策划、实施、评估及咨询等手段，对客户与公众之间的信息加以管理，以满足服务对象的需求，从而形成一套有效的沟通传播渠道。公共关系从信息传递的角度上讲，是一种公众沟通的有效手段。

20 世纪初公共关系行业逐渐形成。经过美国独立战争起到今天的一个多世纪，国际公共关系行业已经发展为一个具有相当规模的成熟行业。

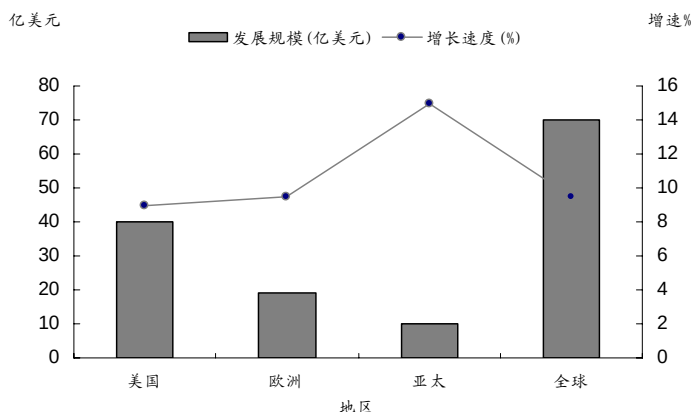
目前的国际公共关系行业呈现了以下的三个特点：

### 地区发展不平衡

目前，国际公共关系行业地区发展不平衡主要为两个方面：第一，发展速度不平衡，表现为亚太地区等新兴市场增长速度较快，远高于其他地区，处于高速成长阶段；第二，市场份额不平衡，体现在欧美地区的市场份额较大，处于市场主导地位。

根据霍尔姆斯报告，2006 年，国际公共关系行业的总体规模约 70 亿美元，年增长率约 9.5%。其中，美国市场约 40 亿美元，占全球行业市场的 57.2%，年增长率 9%；欧洲（包括英国）市场约 19 亿美元，占全球行业市场的 27.1%，年增长率 9.5%；亚太地区市场约 10 亿美元，占全球行业市场的 14.3%，年增长率 15%，增长速度较快。根据 2006 年我国公共关系行业调查报告，我国 2006 年公共关系行业年营业额达到 80 亿元人民币，市场增长率达到 33%左右，明显高于欧美地区。

图1. 全球公共关系市场分布及增长情况



资料来源：东海证券研究所，招股说明书

### 多品牌经营模式。

鉴于公共关系行业中存在同一家公共关系公司不便同时服务于两家具具有直接竞争关系客户的行业惯例，公共关系公司一般采用多品牌的经营模式运营，即同一体系控制下的多品牌独立经营。例如，业内较为有名的奥美公关、博雅公关、伟达公关均隶属于世界传播巨头 WPP 集团旗下；同样，公司旗下亦拥有蓝色光标、智扬公关、欣风翼多个品牌独立经营。这种模式不但在国际上普遍得到运用，国内市场也认可了这种模式，形成了目前多品牌的行业运营特色。

### 收购是企业成长的主要手段之一。

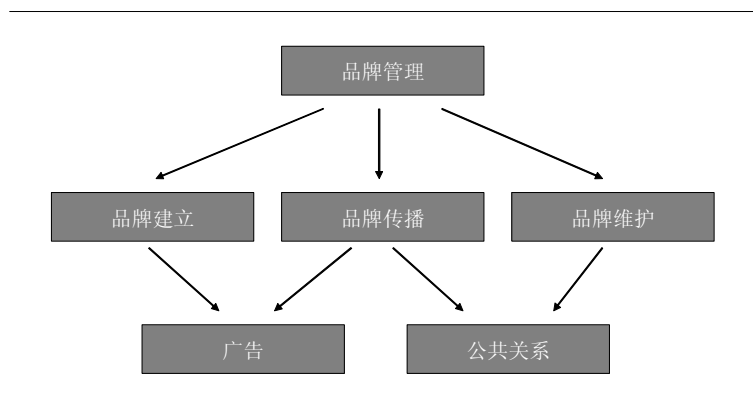
收购成熟品牌公司成为公共关系公司快速做大做强最有效的手段。由于新设品牌的塑造需要较长时间的市场积累和沉淀，需要的时间和成本较多，因此通过收购合适的公司，并充分利用被收购公司的品牌，能够迅速占领市场，扩大市场份额。收购方式已经成为公共关系公司快速成长最便捷的手段。近几年海外公共关系公司在我国也频频出手，奥美公关收购了西岸公关，宏盟集团收购了宣亚，埃德曼收购了帕格索斯，海外公共关系公司通过资本收购手段，登陆国内市场，迅速扩大市场规模。

目前行业的收购主要有两个突出的特点。一是收购频繁，二是采用收而不并的策略，收购方仅从股权关系上对被收购方予以控制，被收购原品牌仍旧保留，独立运作，在保留原有客户的同时，增加潜在客户数量，扩大市场份额。

### 公共关系与广告，品牌管理的关系

公共关系和广告是品牌管理最重要的两大传播手段。在品牌管理的三个阶段，即品牌建立、品牌传播和品牌维护，广告的作用集中体现在品牌建立和品牌传播，公共关系的作用则集中体现在品牌的传播和品牌的维护。

图2. 品牌管理、广告与公共关系

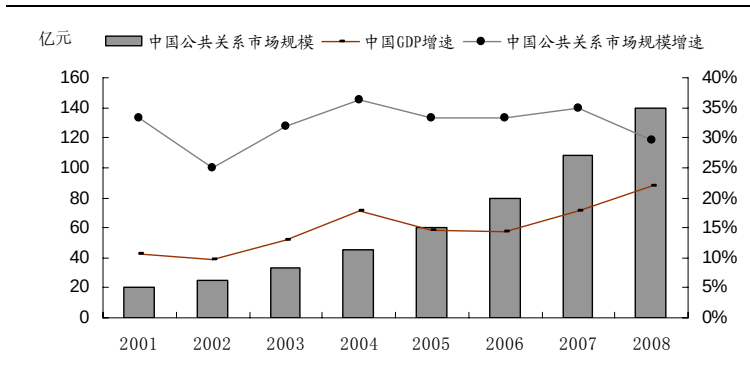


资料来源：东海证券研究所，招股说明书

## 2. 国内公共关系市场规模上升空间大，行业不断整合

2008 年度中国公共关系市场(不包括港澳台地区)继续保持稳定增长势头，据 CIPRA 调查显示，2008 年度中国公共关系市场年营业额应超过 140 亿元人民币，比上年度的 108 亿元增加了 32 亿元人民币，年增长率为 29.6%。增速远远高于中国 GDP 的增速，目前公共关系在中国还是一个朝阳产业。

图3. 国内公共关系市场规模、增速与 GDP 增速对比



资料来源：东海证券研究所，CIPRA

### 市场化程度高，集中度低，竞争激烈。

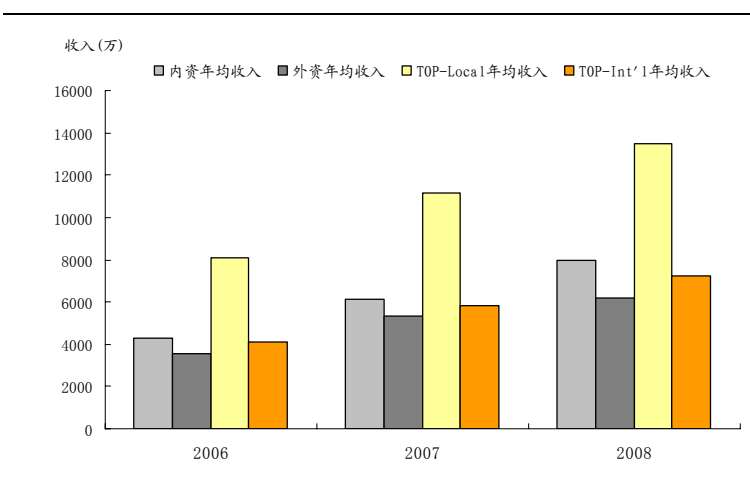
我国公共关系市场化程度较高，公司数量多且规模小，竞争较激烈且呈高度分散状态，从蓝色光标作为行业龙头，却仅占有 2.36% 的市场份额中不难看出这一点。截至 2006 年底，全国专业公共关系公司已超过 3000 家，从业人数超过 10 万人。大多数公共关系企业规模普遍较小，据统计，目前 30 人以下的公司占公司总数的 62.5%；经营未满 5 年的公司占公司总数的 54.7%，五到十年的公司占 34.4%，十年以上的公司占 10% 左右。

### 内外资割据，业务分化明显。

我国公共关系市场呈现“内资-外资”的竞争格局。在我国，内资公司和外资公司（包括外商独资和合资）无论是客户资源还是人力资源上竞争都较为激烈。根据 2008 年公共关系行业年度报告调查，近三年，内外资公司营业收入增长迅速，齐头并进，形成“内资与外资”平分天下的格局。据 CIPRA 调查数据显示，TOP-20 公司 2008 年平均年营业额为 13498 万元，比 2007 年的 11186 万元增长了 20.6%（TOP-int'l 增长 6%，TOP-local 增长 28.6%），年营业收入为 7254 万元，比上年的 5820 万元增长了 24.6%（TOP-int'l 增长 15.7%，TOP-local 增长 29.8%），在顶级公司中，本土公司的增速明显高于外资公司，体现了本土企业的适应性以及成长能力。

同时据 TOP-20 的数据显示，排名前二十的公司绝对大多以传播顾问和媒体执行为主营业务，其中 35% 的公司以传播顾问业务（均为 TOP-int'l），45% 的公司以媒体执行业务为主（均为 TOP-local），这些业务为当前最主流的业务，营业收入（毛利润）比较良好。

图4. 中国公共关系行业公司年均收入、TOP-20 年均收入



资料来源：东海证券研究所，CIPRA

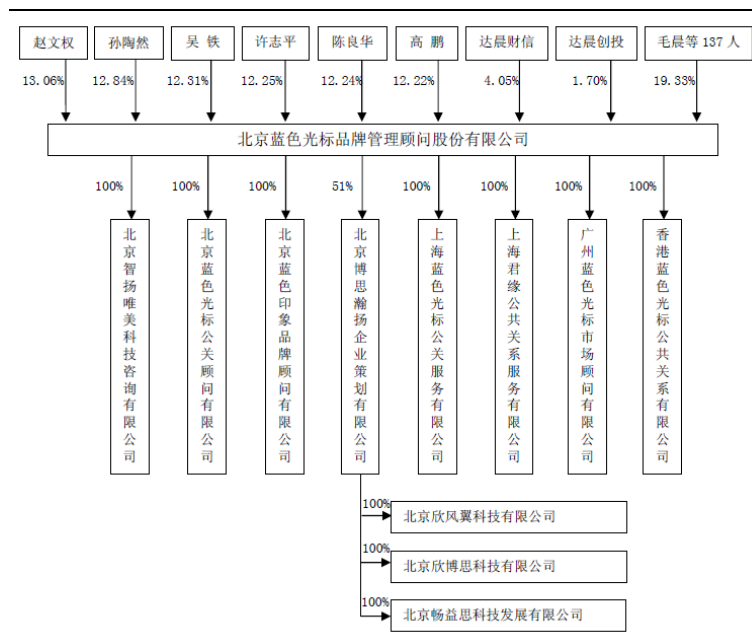
### 行业竞争进入整合阶段

目前，我国公共关系行业已经进入并购整合阶段。而随着我国经济全球化不断深化，更多的海外公共关系公司也开始涉足国内市场，而海外公司进入国内市场最常用的方式是通过并购方式。近三年，外资公司业已并购了国内多家公共关系公司，而随着外资公司并购热潮的到来，本土公司也逐渐意识到行业整合的趋势，开始通过并购方式增强自我实力，拓展自身的市场。整个公共关系行业已经进入到产业整合阶段。

## 3. 蓝色光标-本土市场的佼佼者

### 蓝色光标股权结构。

图5. 公司股权结构示意图



资料来源：东海证券研究所，招股说明书

公司股权结构清晰，符合品牌管理行业特征。公司股东赵文权、孙陶然、吴铁、许志平、陈良华合计持有公司 3761.3 万 股股份，占公司此次发行前总股本的 62.69%，根据 2008 年 12 月 31 日五人签署的《关于共同控制北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司并保持一致行动的协议书》，上述五人为发行人的共同控制人，共同构成发行人的实际控制人。协议书的签订使得五人在可预测的将来将保持一致行动，保持公司控股权稳定。

### 多品牌经营，收购目标为质优品牌

公司旗下拥有三个独立品牌：蓝色光标，智扬公关，欣风翼。其中蓝色光标，智扬公关为国内公共关系市场 Top-20 的品牌，为公司 100%控股的子公司；欣风翼为公司于 2008 年 4 月通过收购博思翰杨 51%股权(earn-out 方式收购)控制，各品牌独立运营。

公司各子品牌毛利状况良好(表 1)，主要品牌蓝色光标增长稳定，决定了公司整体的增长速度，新收购的子品牌欣风翼属于运作良好，盈利能力强的品牌，其毛利水平为 63.4%，高于公司原有品牌毛利水平，可以预期公司未来将会继续通过收购优质品牌，采用收而不并的方式进行业务扩张，提升市场占有率及盈利能力。



表 1. 蓝色光标子品牌收入，增速以及毛利情况一览

|        | 收入    |       |       | 增速     |        | 毛利水平  |       |       |
|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 收入(百万) | 2006  | 2007  | 2008  | 07vs06 | 08vs07 | 2006  | 2007  | 2008  |
| 合计     | 133.0 | 216.6 | 327.2 | 62.86% | 51.06% | 52.4% | 53.7% | 54.3% |
| 蓝色光标   | 106.0 | 168.3 | 254.3 | 58.77% | 51.10% | 52.2% | 54.7% | 53.6% |
| 智扬公关   | 27.0  | 48.3  | 59.4  | 78.89% | 22.98% | 53.3% | 50.6% | 55.5% |
| 欣风翼    | -     | -     | 13.5  | -      | -      | -     | -     | 63.4% |

资料来源：东海证券研究所，招股说明书

### 公司原有客户稳定，分类行业市场增长空间大

公司客户较为稳定，质量优质，服务年限平均 8 年以上，其中联想和思科的服务年限已达 12 年之久；并且客户多数为行业龙头企业，大部分为跨国公司，其中全球 500 强企业有 25 家。目前主要客户有：联想、微软、思科、AMD、佳能、腾讯、百度、诺基亚、索尼、西门子、索尼爱立信、三星、克莱斯勒、宝马、广汽丰田、箭牌、博世、雅诗兰黛、杜邦、美赞臣、GSK、摩根斯坦利、家乐福、ABB、壳牌、康佳、娃哈哈、雪花啤酒、辉瑞制药等。

稳定长期的客户关系是公司的核心竞争力之一，可以使公司抵御一定的市场波动风险。在表 3 中可以看到，公司前五大客户近三年收入稳定，均保持了快速的增长，前五大客户合计收入占比三年里稳定在 50%左右的水平，支撑了公司的总体收入。

表 2. 蓝色光标主要客户

| 行业分类 | IT                           | 互联网   | 汽车           | 家电           | 化工    | 食品              | 其他                          |
|------|------------------------------|-------|--------------|--------------|-------|-----------------|-----------------------------|
| 主要客户 | 联想、微软、思科、AMD、佳能、诺基亚、索尼爱立信、三星 | 腾讯、百度 | 克莱斯勒、广汽丰田、宝马 | 西门子、博世、康佳、索尼 | 杜邦、壳牌 | 美赞臣、娃哈哈、雪花啤酒、箭牌 | 雅诗兰黛、摩根斯坦利、辉瑞制药、家乐福、GSK、ABB |

资料来源：东海证券研究所，招股说明书

表 3. 蓝色光标前五名客户收入增速及占比情况

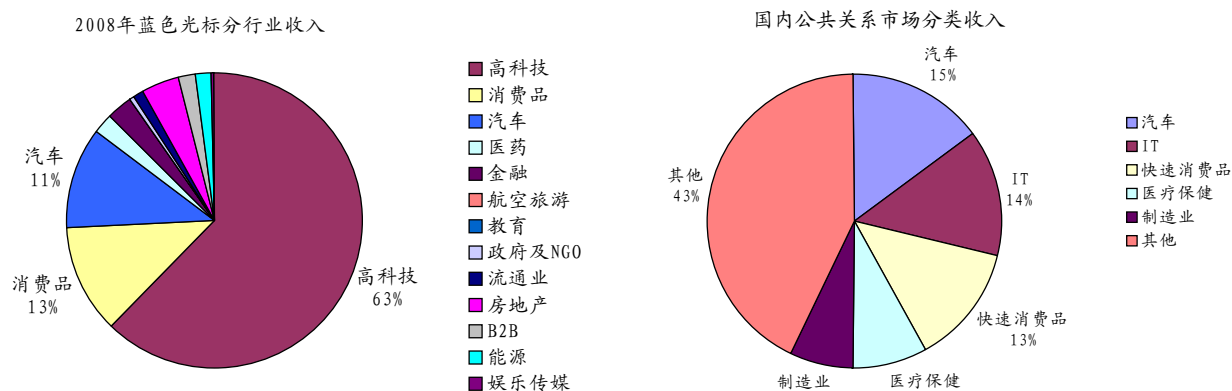
| 收入(万) | 2006  | 2007  | 2008  | 07vs06 | 08vs07 | 06占比   | 07占比   | 08占比   |
|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 联想    | 3146  | 5245  | 7378  | 66.7%  | 40.7%  | 23.7%  | 24.2%  | 22.5%  |
| 丰田    | 441   | 1488  | 2934  | 237.8% | 97.1%  | 3.3%   | 6.9%   | 9.0%   |
| 三星    | 1319  | 1792  | 2569  | 35.8%  | 43.4%  | 9.9%   | 8.3%   | 7.8%   |
| 佳能    | 1342  | 1850  | 2281  | 37.9%  | 23.3%  | 10.1%  | 8.5%   | 7.0%   |
| AMD   | 303   | 840   | 1494  | 177.1% | 77.8%  | 2.3%   | 3.9%   | 4.6%   |
| 前五名合计 | 6551  | 11215 | 16656 | 71.2%  | 48.5%  | 49.3%  | 51.8%  | 50.9%  |
| 营业额   | 13300 | 21670 | 32730 | 62.9%  | 51.0%  | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

资料来源：东海证券研究所，招股说明书

根据 CIPRA 的调查显示，中国公共关系市场客户行业相对集中，汽车、IT、消费品等对公共关系的需求较为突出，分别占据了总体市场规模的 15%、14%和 13%。我们将其与蓝色光标 2008 年的分类收入作了对比，相比汽车，消费品，公司在 IT 相关的高科技行业收入占比较高，且远高于市场平均水平，这从前

五大客户的情况也可以看到，我们分析这主要是由于在公司成长的初期，国内公共关系的客户大多分布在高科技、IT 等行业，客户所处行业较为单一，公共关系市场较为狭小。随着公司业务不断扩大，公司客户不断增加，客户所在行业才逐渐从原先单一的 IT 行业向多行业多领域发展，但是由于公司处于成长的初期，做强主业，积累客户资源、管理经验是这一阶段的主要任务，所以形成了现有的行业收入格局。

图6. 蓝色光标分类收入与国内公关市场分类收入对比



资料来源：东海证券研究所，CIRPA，公司招股说明书

表 4. 蓝色光标分行业收入及占比

| 分类收入(百万) | 2006  | 2007  | 2008  | 2009H1 | 2006 占比 | 2007 占比 | 2008 占比 | 2009H1 占比 |
|----------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|---------|-----------|
| 高科技      | 92.9  | 136.7 | 203.9 | 80.2   | 69.9%   | 63.1%   | 62.3%   | 55.8%     |
| 消费品      | 14.9  | 28.8  | 38.7  | 16.1   | 11.2%   | 13.3%   | 11.8%   | 11.2%     |
| 汽车       | 6.7   | 19.6  | 36.6  | 30.2   | 5.0%    | 9.0%    | 11.2%   | 21.0%     |
| 医药       | 3.7   | 7.6   | 6.9   | 2.7    | 2.8%    | 3.5%    | 2.1%    | 1.9%      |
| 金融       | 4.3   | 10.6  | 8.9   | 2.1    | 3.2%    | 4.9%    | 2.7%    | 1.5%      |
| 航空旅游     | 0.4   | 0     | 0.3   | 0.2    | 0.3%    | 0.0%    | 0.1%    | 0.1%      |
| 教育       | 0.2   | 0.3   | 0.3   | 0.6    | 0.2%    | 0.1%    | 0.1%    | 0.4%      |
| 政府及NGO   | 0.1   | 0.3   | 1.5   | 0.1    | 0.1%    | 0.1%    | 0.5%    | 0.1%      |
| 流通业      | 0.2   | 0.3   | 3.4   | 1.7    | 0.2%    | 0.1%    | 1.0%    | 1.2%      |
| 房地产      | 2.4   | 6.6   | 13.5  | 1.9    | 1.8%    | 3.0%    | 4.1%    | 1.3%      |
| B2B      | 3.3   | 3.7   | 7.1   | 5      | 2.5%    | 1.7%    | 2.2%    | 3.5%      |
| 能源       | 1.2   | 0.3   | 4.7   | 1.4    | 0.9%    | 0.1%    | 1.4%    | 1.0%      |
| 娱乐传媒     | 1.5   | 1.2   | 1.3   | 1.5    | 1.1%    | 0.6%    | 0.4%    | 1.0%      |
| 其他       | 1.1   | 0.7   | 0.1   | 0.1    | 0.8%    | 0.3%    | 0.0%    | 0.1%      |
| 合计       | 132.9 | 216.7 | 327.2 | 143.8  | 100.0%  | 100.0%  | 100.0%  | 100.0%    |

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

同时可以注意到，公司高科技类营业收入在稳步增长的情况下，其占比却逐年稳步下降；在行业内占比最高的汽车类收入上，公司保持了每年接近翻倍的收入增长，占比从 06 年的 5% 上升到 09 年中的 21% (表 4)，尽管如此，根据整体市场格局来看，其上升空间仍然巨大；同时，公司医药与消费品类收入同样具有很大的增长空间，随着未来公司业务的扩张，收购的进行将进一步提升



汽车、消费品与医药类收入，优化公司收入结构。

### 公司治理能力卓越，品牌竞争力突出

公司领导层卓越的治理能力和品牌竞争力主要体现在以下三个方面

一，合理规划人力资源，重视人才。人力资源是公共关系行业的核心资源，公共关系人才的业务能力决定着公共关系服务的质量和品质，是公共关系企业的核心竞争力之一。目前国内公共关系专业人才短缺，流动率较高，特别是中高级专业人才的严重紧缺制约着行业的快速发展。

针对这种情况，公司通过有竞争力的薪酬福利、人性化的培训机制、企业文化的建设与员工入股机制，增强了公司品牌对业内专业人才的吸引力。公司管理骨干、业务骨干在公司工作时间平均超过 8 年，06、07、08 年期末的离职率分别为 17.8%、17.1%、15.6%，09 年上半年的离职率仅为 12.7%，大幅低于业内的平均水平 20%，且离职率呈现逐年降低的趋势。

随着公司业务规模的快速增长，公司人数逐年增加，尤其 08 年更是大幅增长到 652 人(表 5)，在金融危机的大环境下，公司没有盲目扩张，通过只出不进的政策，将人员精简到了 09 年上半年末的 604 人，体现了公司管理层的理性发展，灵活应对市场环境的能力。

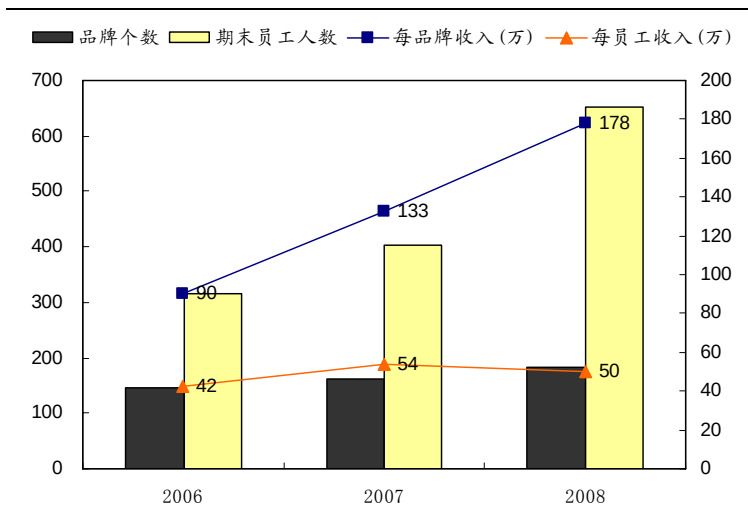
表 5. 蓝色光标员工人数及离职率一览

| 项目     | 2009年1-6月 | 2008年  | 2007年  | 2006年  |
|--------|-----------|--------|--------|--------|
| 期末员工人数 | 604       | 652    | 404    | 315    |
| 离职率    | 12.67%    | 15.63% | 17.12% | 17.79% |
| 业内平均水平 | 20%左右     |        |        |        |

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

二. 人员素质高，服务能力强。目前，公司已在全国 24 个地区建立了服务网点，业务网络架构辐射面广，是目前国内唯一一个辐射全国的业务网络。在业务迅速扩张，人员规模，服务品牌数量不断增长的情况下，公司不仅实现了营业收入的快速增长，而且在平均每人收入，每品牌收入这些指标上也实现了稳定的增长。公司服务品牌数量从 2006 年的 147 个增加到 2008 年的 184 个，平均每品牌收入从 2006 年的 90 万增加到了 2008 年的 178 万元，2006 年-2008 年人均实现营业收入分别为 42、54、50 万元，而 2008 年本土公关市场业内年人均营业收入 TOP-int'l 为 49 万元/人，TOP-local 为 31 万元/人，公司较高的人均收入水平体现了公司人员较高的素质和创收的能力，同时也体现了公司的管理水平。另外注意到 2008 年人均营业收入小幅降低，主要原因是人员规模增长过快，鉴于公司已经对人员规模进行了控制，预计 2010 年这一指标仍会保持增长。

图7. 蓝色光标创收能力分析



资料来源：东海证券研究所，招股说明书

三. 认清自身优势，优化收入结构。公司立足 IT, 能够充分的分析自身优势, 大力拓展数字营销业务, 使该业务迅速发展, 从 2006 年占比总收入的 6.88% 上升到 2009 年上半年的 22.47%, 是公司目前最具潜力的一块业务, 未来增长空间仍然很大。

数字营销业务的迅速增长降低了产品推广收入的占比, 优化了收入结构, 体现了公司管理的战略方向。另外, 公司未来在活动管理, 危机管理方面, 公司拓展业务的空间仍然很大。

表 6. 蓝色光标分业务收入及占比

| 项目收入(万) | 2006  | 2007  | 2008  | 2009H1 | 2006占比  | 2007占比  | 2008占比  | 2009H1占比 |
|---------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|---------|----------|
| 品牌传播    | 2065  | 5363  | 6993  | 2620   | 15.52%  | 24.75%  | 21.37%  | 18.23%   |
| 产品推广    | 8917  | 11386 | 14487 | 6773   | 67.02%  | 52.55%  | 44.27%  | 47.13%   |
| 危机管理    | 682   | 662   | 1692  | 479    | 5.13%   | 3.06%   | 5.17%   | 3.33%    |
| 活动管理    | 422   | 898   | 1679  | 915    | 3.17%   | 4.14%   | 5.13%   | 6.37%    |
| 数字营销    | 915   | 2653  | 6980  | 3229   | 6.88%   | 12.25%  | 21.33%  | 22.47%   |
| 企业社会责任  | 303   | 703   | 894   | 355    | 2.28%   | 3.24%   | 2.73%   | 2.47%    |
| 合计      | 13304 | 21665 | 32725 | 14371  | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00%  |

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

## 4. 募投项目分析

公司拟发行不超过 2000 万股, 募集资金投入“公共关系服务全国业务网络扩建项目”、“业务系统信息化管理平台项目”、“活动管理业务拓展项目”(见表 7), 募集项目均服务于公司“区域扩张、行业拓展、服务延伸”的三大发展战略。“公共关系服务全国业务网络扩建项目”是公司“区域扩张”战略的重要基础, “活动管理业务拓展项目”是公司“服务延伸”战略的主要手段, “业务系统信息化管理平台项目”是支持“区域扩张”和“服务延伸”战略的技术

基础，三个募集资金投资项目的投入将促进公司“区域扩张、行业拓展、服务延伸”战略的实施，为公司实现战略目标奠定坚实的基础。

**表 7. 蓝色光标募投项目**

| 项目名称             | 投资金额(万) | 项目内容                                                      |
|------------------|---------|-----------------------------------------------------------|
| 公共关系服务全国业务网络扩建项目 | 8832    | "四三七八十"的全国性业务扩展网络，包括四个层级、三个业务核心子公司、七个业务骨干点、八个营运中心、十个一般办事处 |
| 业务系统信息化管理平台项目    | 3150    | 总公司及全国业务网络的集成化管理平台建设                                      |
| 活动管理业务拓展项目       | 4000    | 购置活动管理业务所需要的设备、车辆及配套                                      |

资料来源：东海证券研究所，招股说明书

“公共关系服务全国业务网络扩建项目”项目是为了应对区域经济发展的要求，扩大公司的经营范围，加强公司拥有的全国性服务网络的竞争优势。截止 2009 年 6 月底，公司在全国建立了 24 个办事处，负责管理公司在各地的媒体资源，为客户在各地的品牌推广活动提供支持。目前由于资源和人员所限，该网络的作用仍受到一定的局限。针对未来区域市场的发展潜力，公司决定在目前区域业务支持网络的基础上，进一步加大资源的投入，根据各地市场的实际需求逐步将网络升级，将各个分区办事处扩展成为不同层次的业务拓展网点，形成“4-3-7-8-10”（即 4 个层级、3 个业务核心、7 个业务骨干点、8 个业务支持中心、10 个市场拓展网络）全国性业务拓展网络，扩大公共关系服务的地域辐射能力，最终建立起全国性的业务网络，为客户提供更好的服务，增加营收。

“业务系统信息化管理平台项目”项目是为了确保公司的区域扩张战略、多品牌独立运作经营模式能够顺利发展。其内容包括四个方面，分别是完善现有的信息系统并形成各系统的对接关系、建设以信息分享为基础的业务信息共享系统、建立以跨岗位、跨部门的工作流管理系统和建设以跨地区跨公司的协同业务管理平台。该平台的建设将为公司扩大业务规模提供坚实的基础。

“活动管理业务拓展项目”是实现公司“服务延伸”的业务发展战略的需要。自 2006 年公司设立活动管理事业部以来，公司活动管理业务增长迅速，成为推动公司业务增长的主要动力之一。由于目前公司缺乏大型活动设备，需要向设备租赁方支付昂贵的租赁费用，活动设备租赁费用占活动管理成本的比重较大（见表 8）。随着活动管理业务的迅速增长，公司的设备租赁费用也会越来越大。因此，购买大型活动设备，将有利于公司减少活动业务费用，提升毛利水平。

**表 8. 蓝色光标近三年活动设备租赁一览**

| 年份   | 设备租赁费用(万) | 活动总支出(万) | 占活动总成本比例 |
|------|-----------|----------|----------|
| 2008 | 1368      | 2866     | 47.73%   |
| 2007 | 764       | 1200     | 63.67%   |
| 2006 | 310       | 710      | 43.66%   |

资料来源：东海证券研究所，招股说明书

## 5. 盈利预测与价值分析

公司 2008 年收入比 2007 年增长 51.1%，毛利水平 54.3%，略高于 2007 年 53.7% 的毛利水平，保持稳定；分品牌来看，新品牌欣风翼毛利水平最高，达到 63%。蓝色光标和智扬公关毛利率分别为 53.58% 和 55.52%。预计受 2009 年经济形势的影响，公司蓝色光标、智扬公关收入增速将略有下降，分别为 19% 和 10%，欣风翼由于规模小，而且在收购后受益于公司统一平台管理的影响，给予其 25% 增长的预期，2010 年若经济形势好转，同时受 2009 年增长较低导致基数不高的影响，各子品牌收入增速将有所释放，分别给与 35%，20%，35% 的增长预期，之后蓝色光标将逐年略有递减，智扬公关、欣风翼则给予稳定在 2010 年水平的增长率。由于收购独立品牌对收入的影响较大，也较不确定，我们的模型中对该因素暂不予考虑。

公司的毛利率水平一直保持稳定在 52%-54%，基于对募投项目的分析，我们认为未来公司各子品牌的营业毛利率将保持稳定并略有增长，综合毛利率将稍有提升并稳定在 57%-58% 的水平。

预计 2009 年-2011 年蓝色光标的收入分别为 3.85 亿元、5.10 亿元和 6.56 亿元，归属母公司净利润分别为 5333 万元、7470 万元和 9714 万元，按发行后股本全面摊薄的每股收益分别为 0.67 元、0.93 元和 1.21 元。

目前传媒板块 A 股上市公司 2009 年平均动态市盈率为 58.8 倍，由于公司是 A 股第一家公共关系类上市公司，没有同类公司可比，所以我们谨慎的选择了传媒板块的华谊兄弟、奥飞动漫，以及新兴业务的轻资产类上市公司拓维信息和立思辰作为参考，因为轻资产及新兴产业类上市公司的规模小，成长性高，市场普遍给予此类企业较高的估值水平，四家公司 2009 年动态市盈率的均值为 62.8 倍，而公司目前已确定的此次发行价格为 33.86 元/股，对应 2008 年业绩的市盈率为 67.7 倍，对应我们预测的 2009 年业绩的市盈率为 50.53 倍，鉴于公司作为公关类投资标的的稀缺性，我们认为这一估值水平较为合理。另外公司此次发行市盈率低于 1 月份创业板首发上市企业平均发行市盈率 84.12 倍，同时也低于 2009 年 12 月份第二批创业板上市的平均发行市盈率 83.59，这也使得公司发行价格具备了一定的安全边际。

2010 年 1 月份以来 14 家创业板首发上市公司首日上市开盘价较发行价格平均上涨 27.9%，涨幅区间为 12.6%-40.4%，结合近期市场环境，我们谨慎的给予首日涨幅 10%-20% 的判断，预计公司上市首日开盘价在 37.2 元-40.6 元之间。

表 9. 传媒板块上市公司估值水平

| 公司简称        | 代码        | 投资<br>评级 | 总市值<br>(亿元) | 流通市值<br>(亿元) | 股价<br>(元) | 08A  | 09E  | 10E  | 08A    | 09E    | 市盈率<br>10E | CAGR<br>08/10年 | PEG<br>09E | 最新<br>市净率 |
|-------------|-----------|----------|-------------|--------------|-----------|------|------|------|--------|--------|------------|----------------|------------|-----------|
| <b>有线网络</b> |           |          |             |              |           |      |      |      |        |        |            |                |            |           |
| 歌华有线        | 600037.SH | 买入       | 151.4       | 151.4        | 14.28     | 0.31 | 0.33 | 0.36 | 46.0x  | 43.0x  | 39.8x      | 1.3%           | 34.2x      | 3.5x      |
| 天威视讯        | 002238.SZ | 增持       | 59.1        | 22.8         | 22.14     | 0.28 | 0.30 | 0.39 | 78.1x  | 74.8x  | 57.3x      | 13.1%          | 5.7x       | 4.9x      |
| 广电网络        | 600831.SH | 增持       | 54.0        | 54.0         | 12.45     | 0.10 | 0.18 | 0.25 | 125.3x | 68.6x  | 49.4x      | 38.6%          | 1.8x       | 4.6x      |
| 平均值         |           |          |             |              |           |      |      |      | 83.1x  | 62.1x  | 48.8x      |                |            | 4.3x      |
| <b>报纸</b>   |           |          |             |              |           |      |      |      |        |        |            |                |            |           |
| 博瑞传播        | 600880.SH | 买入       | 103.3       | 66.5         | 27.52     | 0.51 | 0.72 | 0.93 | 53.9x  | 38.3x  | 29.6x      | 37.0%          | 1.0x       | 8.4x      |
| 华闻传媒        | 000793.SZ | 中性       | 106.2       | 91.3         | 7.81      | 0.12 | 0.12 | 0.13 | 63.9x  | 65.3x  | 58.6x      | 6.9%           | 9.5x       | 4.8x      |
| 平均值         |           |          |             |              |           |      |      |      | 58.9x  | 51.8x  | 44.1x      |                |            | 6.6x      |
| <b>图书出版</b> |           |          |             |              |           |      |      |      |        |        |            |                |            |           |
| 时代出版        | 600551.SH | 增持       | 71.5        | 27.5         | 18.31     | 0.55 | 0.60 | 0.67 | 33.3x  | 30.5x  | 27.5x      | 260.4%         | 0.1x       | 3.7x      |
| 出版传媒        | 601999.SH | 增持       | 73.9        | 19.9         | 13.42     | 0.21 | 0.23 | 0.26 | 64.0x  | 58.6x  | 52.2x      | 10.6%          | 5.5x       | 5.2x      |
| 新华传媒        | 600825.SH | 增持       | 103.9       | 70.5         | 11.93     | 0.28 | 0.29 | 0.32 | 42.9x  | 40.8x  | 37.4x      | 58.8%          | 0.7x       | 5.1x      |
| 平均值         |           |          |             |              |           |      |      |      | 48.6x  | 44.5x  | 39.9x      |                |            | 4.5x      |
| <b>广告</b>   |           |          |             |              |           |      |      |      |        |        |            |                |            |           |
| 中视传媒        | 600088.SH | 中性       | 46.4        | 23.5         | 19.62     | 0.23 | 0.43 | 0.44 | 85.6x  | 45.8x  | 44.9x      | 24.6%          | 1.9x       | 5.4x      |
| 北巴传媒        | 600386.SH | 增持       | 52.0        | 52.0         | 12.89     | 0.22 | 0.35 | 0.58 | 57.9x  | 37.0x  | 22.2x      | 70.1%          | 0.5x       | 5.4x      |
| 平均值         |           |          |             |              |           |      |      |      | 71.8x  | 41.4x  | 33.5x      |                |            | 5.4x      |
| <b>其他</b>   |           |          |             |              |           |      |      |      |        |        |            |                |            |           |
| 中信国安        | 000839.SZ | -        | 218.4       | 218.3        | 13.93     | 0.23 | 0.49 | 0.40 | 61.4x  | 28.5x  | 34.6x      | 24.7%          | 1.2x       | 3.8x      |
| 东方明珠        | 600832.SH | 中性       | 400.5       | 400.5        | 12.57     | 0.14 | 0.15 | 0.20 | 89.8x  | 81.5x  | 64.1x      | -0.7%          | NA         | 5.7x      |
| 鹏博士         | 600804.SH | -        | 170.4       | 71.5         | 12.73     | 0.13 | 0.23 | 0.31 | 98.1x  | 55.7x  | 40.6x      | 35.6%          | 1.6x       | 9.2x      |
| 电广传媒        | 000917.SZ | 中性       | 84.6        | 66.4         | 20.82     | 0.05 | 0.17 | 0.29 | 396.6x | 124.7x | 71.9x      | 1.2%           | 100.7x     | 5.0x      |
| 奥飞动漫        | 002292.SZ | -        | 66.8        | 16.7         | 41.76     | 0.41 | 0.66 | 0.92 | 102.5x | 63.0x  | 45.6x      | 4.4%           | 14.2x      | 5.7x      |
| 华谊兄弟        | 300027.SZ | -        | 74.7        | 18.7         | 44.45     | 0.41 | 0.50 | 0.88 | 109.7x | 88.7x  | 50.3x      | 36.6%          | 2.4x       | 26.3x     |
| 平均值         |           |          |             |              |           |      |      |      | 143.0x | 73.7x  | 51.2x      |                |            | 9.3x      |
| <b>板块均值</b> |           |          |             |              |           |      |      |      | 94.3x  | 59.1x  | 45.4x      |                |            | 6.7x      |

资料来源：东海证券研究所，WIND

表 10. 一月份创业板首发上市公司股价表现

| 公司简称 | 代码     | 发行价格  | 发行市盈率  | 发行量<br>(亿股) | 上市时间       | 首日上市开<br>盘价 | 首日静态市<br>盈率 | 相对发行价<br>涨幅 | 目前股价   | 回落幅度   | 目前静态市<br>盈率 |
|------|--------|-------|--------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|--------|--------|-------------|
| 新宙邦  | 300037 | 28.99 | 111.50 | 0.27        | 2010-01-08 | 38.00       | 128.59      | 31.1%       | 31.63  | -16.8% | 107.04      |
| 梅泰诺  | 300038 | 26.00 | 61.90  | 0.23        | 2010-01-08 | 36.50       | 84.50       | 40.4%       | 26.16  | -28.3% | 60.57       |
| 上海凯宝 | 300039 | 38.00 | 82.61  | 0.27        | 2010-01-08 | 45.50       | 86.49       | 19.7%       | 39.57  | -13.0% | 75.22       |
| 九洲电气 | 300040 | 33.00 | 68.75  | 0.18        | 2010-01-08 | 43.08       | 82.93       | 30.5%       | 34.46  | -20.0% | 66.33       |
| 回天胶业 | 300041 | 36.40 | 67.41  | 0.17        | 2010-01-08 | 47.00       | 87.75       | 29.1%       | 37.50  | -20.2% | 70.02       |
| 朗科科技 | 300042 | 39.00 | 76.47  | 0.17        | 2010-01-08 | 51.00       | 86.06       | 30.8%       | 40.49  | -20.6% | 68.33       |
| 星辉车模 | 300043 | 43.98 | 91.49  | 0.13        | 2010-01-20 | 50.00       | 104.00      | 13.7%       | 39.78  | -20.4% | 82.75       |
| 赛为智能 | 300044 | 22.00 | 81.48  | 0.20        | 2010-01-20 | 30.10       | 107.79      | 36.8%       | 28.08  | -6.7%  | 100.55      |
| 华力创通 | 300045 | 30.70 | 76.75  | 0.17        | 2010-01-20 | 43.00       | 106.35      | 40.1%       | 31.74  | -26.2% | 78.50       |
| 台基股份 | 300046 | 41.30 | 66.61  | 0.15        | 2010-01-20 | 46.50       | 74.28       | 12.6%       | 38.84  | -16.5% | 62.04       |
| 天源迪科 | 300047 | 30.00 | 78.95  | 0.27        | 2010-01-20 | 35.00       | 87.26       | 16.7%       | 28.76  | -17.8% | 71.70       |
| 合康变频 | 300048 | 34.16 | 106.95 | 0.30        | 2010-01-20 | 42.88       | 134.25      | 25.5%       | 42.60  | -0.7%  | 133.37      |
| 福瑞股份 | 300049 | 28.98 | 82.80  | 0.19        | 2010-01-20 | 36.51       | 104.65      | 26.0%       | 28.83  | -21.0% | 82.64       |
| 世纪鼎利 | 300050 | 88.00 | 123.94 | 0.14        | 2010-01-20 | 121.00      | 167.60      | 37.5%       | 107.60 | -11.1% | 149.04      |
| 平均值  |        |       | 84.12  |             |            |             | 103.04      | 27.9%       |        | -17.1% | 86.29       |

资料来源：东海证券研究所，WIND

表 11. 可比公司估值水平

| 公司简称 | 代码        | 总市值<br>(亿元) | 流通市值<br>(亿元) | 股价<br>(元) | 08A  | 09E  | 10E  | 08A    | 09E   | 10E   | CAGR<br>08/10年 | PEG<br>09E | 最新<br>市净率 |
|------|-----------|-------------|--------------|-----------|------|------|------|--------|-------|-------|----------------|------------|-----------|
| 奥飞动漫 | 002292.SZ | 66.8        | 16.7         | 41.76     | 0.41 | 0.66 | 0.92 | 102.5x | 63.0x | 45.6x | 4.4%           | 14.2x      | 5.7x      |
| 华谊兄弟 | 300027.SZ | 74.7        | 18.7         | 44.45     | 0.41 | 0.50 | 0.88 | 109.7x | 88.7x | 50.3x | 36.6%          | 2.4x       | 26.3x     |
| 拓维信息 | 002261.SZ | 41.6        | 21.4         | 37.23     | 0.70 | 0.81 | 1.03 | 53.1x  | 46.0x | 36.1x | 22.1%          | 2.1x       | 7.0x      |
| 立思辰  | 300010.SZ | 26.2        | 6.6          | 24.95     | 0.35 | 0.45 | 0.59 | 71.4x  | 55.0x | 42.0x | 33.0%          | 1.7x       | 4.5x      |
| 平均值  |           |             |              |           |      |      |      |        | 84.2x | 63.2x | 43.5x          |            | 10.9x     |

资料来源：东海证券研究所，WIND

表 12. 蓝色光标盈利预测假设

| 百万元        | 2006A        | 2007A        | 2008A        | 2009E        | 2010E        | 2011E        | 08vs07       | 09vs08       | 10vs09       | 11vs10       |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>收入</b>  | <b>133.0</b> | <b>216.6</b> | <b>327.2</b> | <b>384.8</b> | <b>509.7</b> | <b>655.9</b> | <b>51.1%</b> | <b>17.6%</b> | <b>32.5%</b> | <b>28.7%</b> |
| 蓝色光标       | 106.0        | 168.3        | 254.3        | 302.6        | 408.5        | 531.1        | 51.1%        | 19.0%        | 35.0%        | 30.0%        |
| 智洋公关       | 27.0         | 48.3         | 59.4         | 65.3         | 78.4         | 94.1         | 23.0%        | 10.0%        | 20.0%        | 20.0%        |
| 欣风翼        | 0.0          | 0.0          | 13.5         | 16.9         | 22.8         | 30.8         | NA           | 25.0%        | 35.0%        | 35.0%        |
| 收入占比       | 100.0%       | 100.0%       | 100.0%       | 100.0%       | 100.0%       | 100.0%       | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 蓝色光标       | 79.7%        | 77.7%        | 77.7%        | 78.6%        | 80.1%        | 81.0%        | 0.0%         | 0.9%         | 1.5%         | 0.8%         |
| 智洋公关       | 20.3%        | 22.3%        | 18.2%        | 17.0%        | 15.4%        | 14.3%        | -4.1%        | -1.2%        | -1.6%        | -1.0%        |
| 欣风翼        | 0.0%         | 0.0%         | 4.1%         | 4.4%         | 4.5%         | 4.7%         | 4.1%         | 0.3%         | 0.1%         | 0.2%         |
| <b>毛利率</b> | <b>52.4%</b> | <b>53.7%</b> | <b>54.3%</b> | <b>56.1%</b> | <b>57.1%</b> | <b>57.2%</b> | <b>0.6%</b>  | <b>1.8%</b>  | <b>1.0%</b>  | <b>0.1%</b>  |
| 蓝色光标       | 52.2%        | 54.7%        | 53.6%        | 56.0%        | 57.0%        | 57.0%        | -1.1%        | 2.4%         | 1.0%         | 0.0%         |
| 智洋公关       | 53.3%        | 50.6%        | 55.5%        | 55.0%        | 56.0%        | 56.0%        | 4.9%         | -0.5%        | 1.0%         | 0.0%         |
| 欣风翼        | NA           | NA           | 63.4%        | 63.0%        | 63.0%        | 64.0%        | NA           | -0.4%        | 0.0%         | 1.0%         |

资料来源：东海证券研究所



表 13. 蓝色光标盈利预测

| 单位: 百万元   | 2006A | 2007A  | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E | 08vs07  | 09vs08  | 10vs09  | 11vs10 |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入      | 133.0 | 216.7  | 327.3 | 384.8 | 509.7 | 655.9 | 51.1%   | 17.6%   | 32.5%   | 28.7%  |
| 增长率       | NA    | 62.8%  | 51.1% | 17.6% | 32.5% | 28.7% | -11.8%  | -33.5%  | 14.9%   | -3.8%  |
| 蓝色光标      | 106.0 | 168.3  | 254.3 | 302.6 | 408.5 | 531.1 | 51.1%   | 19.0%   | 35.0%   | 30.0%  |
| 智洋公关      | 27.0  | 48.3   | 59.4  | 65.3  | 78.4  | 94.1  | 23.0%   | 10.0%   | 20.0%   | 20.0%  |
| 欣风翼       | 0.0   | 0.0    | 13.5  | 16.9  | 22.8  | 30.8  | NA      | 25.0%   | 35.0%   | 35.0%  |
| 毛利率       | 52.4% | 53.8%  | 54.3% | 56.1% | 57.1% | 57.2% | 0.6%    | 1.8%    | 1.0%    | 0.1%   |
| 营业总成本     | 119.3 | 174.7  | 269.4 | 312.0 | 407.1 | 522.6 | 54.2%   | 15.8%   | 30.5%   | 28.4%  |
| 营业成本      | 63.3  | 100.2  | 149.4 | 168.8 | 218.6 | 280.8 | 49.2%   | 12.9%   | 29.5%   | 28.5%  |
| 营业税金及附加   | 2.7   | 5.2    | 16.7  | 21.2  | 28.0  | 36.1  | 220.4%  | 26.8%   | 32.5%   | 28.7%  |
| 期间费用率     | 38.9% | 31.8%  | 31.0% | 31.2% | 30.9% | 30.9% | -0.9%   | 0.2%    | -0.3%   | 0.0%   |
| 销售费用      | 34.2  | 44.3   | 76.3  | 88.5  | 117.2 | 150.9 | 72.2%   | 16.0%   | 32.5%   | 28.7%  |
| 销售费用率     | 25.7% | 20.4%  | 23.3% | 23.0% | 23.0% | 23.0% | 2.9%    | -0.3%   | 0.0%    | 0.0%   |
| 管理费用      | 17.6  | 24.9   | 25.5  | 30.8  | 40.8  | 52.5  | 2.4%    | 20.8%   | 32.5%   | 28.7%  |
| 管理费用率     | 13.2% | 11.5%  | 7.8%  | 8.0%  | 8.0%  | 8.0%  | -3.7%   | 0.2%    | 0.0%    | 0.0%   |
| 财务费用      | -0.1  | -0.2   | -0.4  | 0.8   | -0.5  | -0.7  | 102.0%  | -290.0% | -166.2% | 28.7%  |
| 财务费用率     | -0.1% | -0.1%  | -0.1% | 0.2%  | -0.1% | -0.1% | 0.0%    | 0.3%    | -0.3%   | 0.0%   |
| 资产减值损失    | 1.5   | 0.4    | 1.9   | 2.0   | 3.0   | 3.0   | 424.2%  | 7.4%    | 50.0%   | 0.0%   |
| 公允价值变动收益  | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%   |
| 投资净收益     | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%   |
| 营业利润      | 13.8  | 41.9   | 57.9  | 72.8  | 102.6 | 133.3 | 38.2%   | 25.6%   | 40.9%   | 30.0%  |
| 增长率       | NA    | 204.2% | 38.2% | 25.6% | 40.9% | 30.0% | -166.1% | -12.5%  | 15.3%   | -10.9% |
| 营业利润率     | 10.4% | 19.4%  | 17.7% | 18.9% | 20.1% | 20.3% | -1.7%   | 1.2%    | 1.2%    | 0.2%   |
| 营业外收入     | 0.2   | 0.1    | 1.7   | 2.0   | 1.0   | 1.0   | 1096.7% | 16.4%   | -50.0%  | 0.0%   |
| 营业外支出     | 0.1   | 0.4    | 0.2   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | -56.2%  | -42.1%  | 0.0%    | 0.0%   |
| 利润总额      | 13.8  | 41.7   | 59.5  | 74.7  | 103.5 | 134.2 | 42.7%   | 25.6%   | 38.5%   | 29.7%  |
| 所得税       | 0.5   | 0.3    | 15.1  | 19.0  | 26.3  | 34.1  | 4799.9% | 25.9%   | 38.5%   | 29.7%  |
| 实际所得税率    | 3.9%  | 0.7%   | 25.3% | 25.4% | 25.4% | 25.4% | 24.6%   | 0.1%    | 0.0%    | 0.0%   |
| 未确认的投资损失  | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | NA      | NA      | NA      | NA     |
| 净利润       | 13.3  | 41.4   | 44.4  | 55.7  | 77.2  | 100.1 | 7.3%    | 25.5%   | 38.5%   | 29.7%  |
| 少数股东损益    | 1.1   | 7.8    | 1.1   | 2.4   | 2.5   | 3.0   | -86.5%  | 127.3%  | 4.2%    | 20.0%  |
| 归属母公司净利润  | 12.2  | 33.6   | 43.4  | 53.3  | 74.7  | 97.1  | 29.2%   | 23.0%   | 40.1%   | 30.0%  |
| 增长率       | NA    | 175.8% | 29.2% | 23.0% | 40.1% | 30.0% | -146.6% | -6.2%   | 17.1%   | -10.0% |
| 净利润率      | 9.1%  | 15.5%  | 13.2% | 13.9% | 14.7% | 14.8% | -2.2%   | 0.6%    | 0.8%    | 0.2%   |
| 稀释每股收益(元) | 0.15  | 0.42   | 0.54  | 0.67  | 0.93  | 1.21  | 29.2%   | 23.0%   | 40.1%   | 30.0%  |

资料来源: 东海证券研究所, WIND

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

康志毅，通信传媒行业高级分析师，毕业于吉林大学，经济学硕士；2 年证券研究经验，曾为天相投顾通信行业分析师；2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

郑永双，传媒行业分析师，清华大学数学学士，硕士。

**一、行业评级**

|    |             |                           |
|----|-------------|---------------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 | In-Line:    | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 | Cautious:   | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

**二、股票评级**

|    |             |                                |
|----|-------------|--------------------------------|
| 买入 | Buy:        | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$      |
| 增持 | Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$   |
| 中性 | Neutral:    | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$ |
| 减持 | Sell:       | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$         |

**三、免责声明**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122