

动态报告/公司快评

传媒

蓝色光标 (300058)

谨慎推荐

广告营销

成立合资公司点评

首次评级

2010年3月19日

成立合资公司，启动扩张战略

分析师： 陈财茂 chencm@guosen.com.cn 021-60933163

事项：

日本电通披露：将与蓝色光标成立合资公司 “Dentsu BlueFocus (Beijing) Public Relations Consulting Co., Ltd.”，公司注册资本 1000 万元人民币，蓝色光标持股 51%，Dentsu Inc.持股 34%，Dentsu Public Relations Inc.持股 15%，暂定 2010 年 5 月成立。

评论：

■ 成立合资公司，启动上市后扩张战略

蓝色光标此次与日本电通合资成立“电通蓝标（北京）公关顾问有限公司”，注册资本 1000 万元人民币，蓝色光标出资 510 万元，占比 51%，Dentsu Inc.出资 340 万元，占比 34%，Dentsu Inc.子公司 Dentsu Public Relations Inc.出资 150 万元，占比 15%。新公司暂定于 2010 年 5 月成立，总部定于北京，业务范围包括：“一般性公关服务、危机管理咨询、公关顾问、公关事件执行、政府关系、CSR 活动”。

作为专业的公关公司，蓝色光标的发展一方面将分享中国大陆公关行业的高速增长，另一方面则通过兼并重组施行扩张战略。上市之前，蓝色光标就在上海和广州等地设立分子公司，收购智扬、博思瀚扬及其旗下子品牌，业务覆盖全国 23 个城市，员工数量达到了 604 人。而在上市不到 2 个月的时间内，蓝标又重新启动了扩张战略，与日本电通成立合资公司。

- 1、对于日本电通，此次合作将加强其公关业务在大陆的竞争能力。公关行业的竞争者来自全球各地，而目前又以国际公关为主导，全球六大广告营销巨头（WPP、Omnicom、IPG、Publicis Groupe、Dentsu、Havas）中，Dentsu 在公关市场的竞争力并不强，WPP 旗下有奥美、伟达、博雅、安可等品牌，Omnicom 旗下有凯旋先驱、福莱国际等。电通旗下的电通公关于 1961 年 9 月成立，截至 2009 年 3 月的财年，员工总数 226 人，销售收入 81.69 亿日元（折合人民币约为 6.15 亿元），仅占到电通 2009 年收入 18871.7 亿日元的 0.43%，而 WPP 2009 年的公关和公共事务收入 7.96 亿英镑（折合人民币 82.7 亿元），占 WPP 总收入的比重达到了 9.2%。Omnicom 2009 年的公关收入也达到了 10.75 亿美元（折合人民币 73.3 亿元），占 Omnicom 总收入的比重也达到了 9.2%。即使在日本的本土市场，主导者也主要是国际公关公司。因此此次电通与大陆最大的本土公关公司蓝色光标合作，能够提升其在中国大陆公关市场上的竞争优势。
- 2、对于蓝色光标，合作的可能带来好处包括（1）分享电通庞大的客户资源；（2）分享电通在除公关行业以外其他广告营销业务的经验，甚至开展其他方面的合作也不无可能；（3）与国际上广告巨头合作将为蓝标未来可能的跨国业务拓展积累经验。

■ 预计增厚 2010 年 EPS0.005 元，幅度为 0.51%

除了营业收入之外，另外一个衡量公关公司规模指标是员工人数，此次“电通蓝标”的预计人数为 15 人，而根据蓝标 2006-2008 年的经验，人均营业收入分别为 42 万元、54 万元和 50 万元（按年底员工数量计算），若同样是 50 万元/人的水平计算，“电通蓝标”的年收入规模约为 750 万元。按照 15% 的净利率计算，净利润约为 112.5 万元，对应的投资回报率为 11.25%。若此，蓝标的权益净利润为 57.4 万元，相当于每年增厚 EPS0.007 元，对应我们之前对 2010 年预测的 0.94 元 EPS 水平，增厚幅度为 0.7%。而按照计划，新公司要 5 月份成立，因此对 2010 年的 EPS 增厚幅度约为 0.51%（按照 8 个月计算）。当然，以上关于人均收入的假设建立在蓝标的历史基础上，而 2008 年 top intel 公司的人均收入 49 万元，而 top local 则为 31 万元。

■ 首次给予“谨慎推荐”评级

我们维持之前的盈利预测，即 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.64 元、0.94 元和 1.36 元，当前股价下对应的 PE 分别为 73、50 和 35 倍，对于现有业务，估值相对合理，但是考虑到后续扩张战略下将采取一系列并购重组的可能，估值仍有提升空间，维持“谨慎推荐”的评级，催化剂将来自于并购重组的发生，而投资风险表现为核心客户的流失，以及宏观经济波动导致客户大幅削减公关开支。

图表 1：蓝色光标财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	107	108	768	797	营业收入	327	380	500	651
应收款项	56	63	82	107	营业成本	149	167	213	269
存货净额	0	0	0	0	营业税金及附加	17	21	28	36
其他流动资产	0	0	0	1	销售费用	76	91	123	162
流动资产合计	163	171	851	904	管理费用	25	30	38	46
固定资产	65	62	87	100	财务费用	(0)	(1)	(7)	(13)
无形资产及其他	0	0	10	18	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	24	24	24	24	资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	252	257	971	1046	营业利润	58	70	103	149
短期借款及交易性金融负债	30	0	0	0	营业外净收支	2	0	0	0
应付款项	3	3	4	5	利润总额	59	70	103	149
其他流动负债	45	49	64	81	所得税费用	15	17	26	37
流动负债合计	77	52	68	86	少数股东损益	1	1	2	3
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	43	51	75	109
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	77	52	68	86		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	3	4	4	6	净利润	43	51	75	109
股东权益	172	201	899	954	资产减值准备	2	0	0	0
负债和股东权益总计	252	257	971	1046	折旧摊销	1	2	3	5
					公允价值变动损失	2	2	2	2
					财务费用	(0)	(1)	(7)	(13)
					营运资本变动	12	(1)	(4)	(6)
					其它	(1)	1	0	1
					经营活动现金流	59	54	78	111
					资本开支	(65)	(1)	(40)	(28)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(65)	(1)	(40)	(28)
					权益性融资	53	4	660	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(24)	(26)	(38)	(54)
					其它融资现金流	59	(30)	0	0
					融资活动现金流	65	(52)	622	(54)
					现金净变动	59	2	660	29
					货币资金的期初余额	47	107	108	768
					货币资金的期末余额	107	108	768	797
					企业自由现金流	(8)	53	32	74
					权益自由现金流	52	24	38	84

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。