

蓝色光标 (300058) 广告

—业绩说明会纪要及一季报点评

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	47.20	元
------	----	------	---	-----	-------	---

投资要点:

- 1、行业优势** 公司的所处的行业特性，决定公司未来的发展道路将主要通过收购兼并的方式做大做强，公司未来资产重组与收购方面的投资题材较多；同欧美企业相比，亚洲企业的在品牌管理方面，广告投入相对较大，公关意识较差，对于亚洲企业来说，未来广告投入下降，公关投入加大将成为必然趋势。
- 2、地位优势** 公司目前在国内公关行业中处于行业龙头地位，（但市场份额只有不到 3%）。客户均是世界五百强企业，与国内行业内其他公司相比，龙头地位的品牌形象是公司目前的较大优势之一、在与外资传播集团进行竞争的过程中，公司有着本土化优势、以及作为上市公司能承受略高于外资收购 PE 的优势。
- 3、人均收入与国际接轨** 根据公关协会的统计数据：国际公司人均净收入 40-50 万，国内人均 20-30 万，蓝色光标 35-40 万，公司的规模在行业内是最大的，人员规模也是最大的，对于公关行业来说，最大的管理就是团队和人才的有效管理，公司的人均创收远超越国内同行水平，并逐步与国际接轨。
- 4、经营将趋于稳定** 公司的经营情况与宏观经济密切相关，确切地说与所服务的行业有很大的关系，经历 2008 下半年与 2009 年上半的低谷，国内经济形势逐渐趋稳，从一季度的经营情况来看，公司原有客户保持了平稳增长，并拓展了重量级的新客户，宏观经济环境的相对稳定是公司内涵式与外延式增长的保障。
- 5、估值优势** 我们预计公司 2010/2011/2012 年每股收益将分别达到 0.87/1.14/1.5 元，对应 2010/2011/2012 年动态市盈率分别为 54/42/31 倍。公司估值与同为创业板的华谊兄弟相比，公司的估值水平相对较低，与主板传媒上市公司相比，公司的估值也不高，因此，我们认为，公司的估值优势非常明显，给予公司推荐的投资评级。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	368	423	528	687
营业收入增长率	12%	15%	25%	30%
净利润(百万元)	48	70	91	120
净利润增长率	12%	44%	30%	32%
EPS (元)	0.81	0.87	1.14	1.50
ROE	23.1%	7.7%	9.1%	10.7%
P/E	58.45	54.15	41.54	31.46
P/B	13.50	4.16	3.78	3.37
EV/EBITDA	51	38	29	20

2010 年 4 月 27 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	53.46/39.98
上证指数/深圳成指	2907.93/11355.37
50 日均成交额(百万元)	0.00
市净率(倍)	17.99
股息率	0.53%

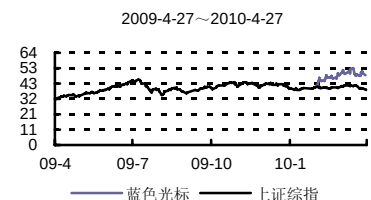
基础数据

流通股(百万股)	16.00
总股本(百万股)	80.00
流通市值(百万元)	755.20
总市值(百万元)	3776.00
每股净资产(元)	2.62
净资产负债率	42.41%

股东信息

大股东名称	赵文权
持股比例	13.06%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	邹翠利 杨培龙
执业证书编号:	S0020109061421
电 话:	021-51097188-1922
电 邮:	
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东南路 379 号 金穗大厦 15F (200120)

第 1 部分 业绩说明会交流情况整理及点评

公司 2010 年 4 月 20 日下午，在公司会议室举行了公司 2009 年业绩说明会，公司董事长赵文权及财务总监、董秘等公司高管以及保荐代表人与投资者就公司 2009 年业绩及 2010 年的发展情况进行了充分交流。

通过业绩说明会的交流，我们总结了一下，投资者对公司的关注问题主要集中在以下几点：

◆ 公司 2009 增速放缓的趋势是否将延续，未来的增长情况将是什么样的，未来的主要增长点与增长推动因素在哪里？

公司观点：公司 2009 年增速放缓的主要原因有两个：第一、受金融危机影响，公司主要跨国公司大客户，纷纷缩减预算，控制成本，旗下子品牌智杨公关受人事变动影响，增长较少；第二、公司目前收入达到一定规模后，增速放缓将是必然趋势，公司的业务拓展模式主要依靠不断拓展新客户，假设要维持年 30% 的收入增速，收入就要增长 1 个亿左右，也就是新增 20 个客户的概念，20 个客户则需要 250 人左右的团队来维护，公司人员拓展的压力较大，以这个拓展速度，收入增长 30%，人员就得增长 40%，对于公司这样的主要依靠人力成本的公司来说，人员的扩张给公司带来的成本压力较大。公司未来内生式增长将处于一个平稳增长的水平；

公司未来将内涵式与外延式增长并重的发展道路，借鉴国外发达国家的公共关系行业的发展经验，外延式扩张道路将是国外传播集团发展的必由之路，公司未来增长的动力主要：第一、减少对大客户的依赖，拓展新用户；第二、外延式兼并收购的增长。

点评：国内公共关系服务行业发展非常离散，公共服务关系细分种类与细分品牌众多，为公司未来的收购兼并提供了较好的收购兼并环境，同时在与外资收购集团相比，公司有着本土文化、相对高的收购 PE 等优势；另一方面，在企业销售投入中，与广告相比，公关服务虽然在规模有不及的优势，但未来企业公关服务的意识的增强是趋势，公关服务相对于广告将处于上升的趋势。因此，我们认为，不论从外延还是内涵式的增长方式来看，公司未来的增长因素都非常充分，我们对于公司未来的增长依然乐观。

◆ 公司未来三年经营目标及内部管理优势是什么？

公司观点：总的来说，公司希望三年内收入规模将达到 10 个亿，收入以 2009 年为基数翻三番，收入的番倍式增长主要依靠外延式增长与内涵式增长并重的方式，如果不发生系统性风险的话，内生增长应该没有问题，并购模式公司目前也在积极地进行探索；内部管理方面，就行业本身来说，大多数公司的内部管理都是项目制，一个公司收入达到 1.5 亿规模，就很难管理，流程化管理就非常重要。公司已进入大规模管理状态，目前公司客户数量已超过 200 个，项目超过三千个，公司的管理理念是依靠人，但不依靠某个人，公司并购时以公司目前的管理模式作为标尺，同时与中国传媒大学合作，开展业务培训课程，使新员工来了可以迅速上手，知识分享和流程的管理是公司整套系统最核心的部分，公司本资 IPO 募集资金有一部分就是拿来继续完善管理模式。

点评：借鉴国外传播集团的发展经验，如果宏观经济环境能相对稳定，公司内生式增长保持 30% 以上应该不成问题，外延式增长将是公司收入快速增长又一驱动力，公司未来的行业龙头地位优势将会进一步巩固；国内公关行业离散度较高的主要原因是，行业内中小规模公司较多，中小企业的内部管理机制不够完整，经营风险较大，相对来说，公司的优势就体现出来了，系统化的管理，以及量化的并购管理标准，是公司未来内生式与外生式增长的源动力。

◆ 公司的人才储备情况、人才薪酬水平情况以及人员激励机制情况？

公司观点：公关行业目前处于人才供给远大于需求的状态，公司每年会固定从高校批量招聘、培养大批应届毕业生。公司主要招聘应届毕业生自主培养，也和传媒大学等

高校合作, 进行培训, 募集资金中也有一块是关于高校合作人才培养; 关于薪酬水平, 对于基础人才来说, 公司的待遇只能算中等略偏上, 而且由于公司规范化管理, 所以同样薪酬水平, 公司实际负担很重; 中、高层管理人员来说, 公司薪酬水平在业绩属于中高水平, 公司核心管理人员基本都持有 10% 左右的股权, 公司目前也正在积极地研究对基层员工的激励机制。公司的人均创收也要高于国内其他企业, 逐步与世无争际接轨, 根据公关协会的统计数据, 国际公关公司人均创收约 40—50 万, 国内公关行业人均创收 20—30 万, 公司的人均创收约在 35—40 万左右。

点评: 公司的经营模式主要依靠人才和团队, 因此, 良好的人才储备、富有竞争力的薪酬水平、健全的激励机制对公司的发展至关重要, 公司提倡依靠人才, 依靠团队, 但不依靠某个人, 体现了公司对人才的重视, 也意味着公司不惧由于某个人因素给公司带来的经营风险。公司的人才储备、薪酬、以及激励机制正在不断完善。

◆ **公司业务未来是否会向广告、媒体上下游进行拓展? 公关费用占公司销售收入的比重是多少?**

公司观点: 公司的目标是打造传播集团, 而是做传媒集团, 致力于为众多客户服务, 使客户品牌在众多媒体上传播。公司自己并不想做媒体平台, 主要还是专注代理。有限公司媒体平台的话, 可能会有损公司代理业务的客观性, 但广告市场比公关市场大得多, 公司以后肯定要进入, 但目前广告市场正处于变革期, 公司首先关注互联网广告行业, 潜力大, 秩序、格局都未确定的新公怀, 公司进入的核心模式一定是并购。公司认为, 专业专注才是公司未来要走的道路; 总的来说, 不同的行业品牌管理投入不同, 具体与行业自身利润率有关。总的来说, 公关费用约占公司 marketing 预算的 5%-10% 不等。

点评: 广告和公关关系都是企业品牌管理的一部分, 两种服务模式各有自己的优势, 在企业的品牌管理支出中, 广告占大头, 广告有着较大的规模优势, 但利润率比较低。而公共关系服务占比较少, 但利润率较高, 广告企业向公关行业延伸, 公关企业向广告行业发展这是以后发展的必然趋势。

◆ **行业的发展现状情况, 以及行业未来的发展趋势是什么?**

公司观点: 公司所处的公共关系行业的现状是, 行业离散度非常高, 公司作为行业龙头企业市场占有率也只有 2.89%, 行业内细分子行业众多, 以中小企业居多, 行业进入壁垒较低, 大部分公司都是项目制, 只要有项目几个人就可以成立一个公司。同时, 行业的竞争壁垒较高, 服务于同行业的一般只能做一家, 比如, 公司做了联想, 戴尔、惠普就不能做了。所以公司在 IT 领域的增长就没有那么快, 因此, 公司作为龙头企业也未必能享受到行业增长, 行业增速很大一部分被冒出来的小公司占掉, 据有关机构统计, 去年行业增速 20%, 而公司的增速却只有 12%, 行业内许多大公司状况都很一般。总体来说, 还是规模问题, 公司到了一定规模以后, 增长速度很难维持小公司的增长速度。随着公关预算越来越多, 广告预算越来越少, 公关行业增速大于广告行业是肯定的。因此, 不论是从国内公关行业的现状还是国外传播巨头的发展经验来看, 兼并收购都是行业集中度提高的唯一方式, 所以行业未来的发展趋势将是综合化, 多品牌, 兼并收购做大做强。

点评: 公共关系行业属于新兴行业, 目前发展正处于起步阶段, 行业发展的情况受制于企业公关意识的增强以及对公关服务的认可, 亚洲企业的公关意识正在逐步加强, 我们对行业的发展前景保持乐观态度。公关行业离散度较高, 龙头地位的企业参考意义并不是特别大, 但公司的龙头地位和上市优势, 为公司未来的收购兼并创造了较好的条件。

◆ **公司未来兼并收购的主要方式、主要对象、以及对被收购的经营策略, 以及收购优势是什么? 公司目前是否已有明确的收购标的?**

公司观点: 国际传播集团巨头 WPP 在 25 年的时间里收购了 1000 多家公司, 这个

行业的并购特点是对被并购对象基本上不做整合，只做财务方面的整合。公司会对并购对象进行一定的后台管理方面的整合，以节约费用，提高效率为目标，并台基本不干涉。公司的收购考虑的核心问题是行业布局，选择了要进入哪个行然后才去找相关的标的，对于被收购对象，公司有一套自己的定性化衡量标准，满足标准的企业才会进行收购；对于并购对象来说，并购价格本身就包括期权机制，公司希望尽量用股票方式收购，然后再统一定向增发，但目前关于创业板增发并购的细则尚未出台，有关细节还有待政策的进一步细化；公司在兼并收购过程中，最大的竞争对手依然是国际传播大集团，相对于他们，公司的收购优势在于：（一）PE 的差异，很多国际大集团基本上收购 PE 超过 10 倍就不再谈了；公司作为上市公司，给予相对国外企业高一点的收购 PE 就能实现盈利；（二）国外公司比较死板，要求符合国际会计准则的公司才会收购，不理解中国国情，相同条件下，公司国内成长起来更了解，沟通上问题会更少。（三）本土文化使得公司与被收购企业在企业文化方面将更加接近。本土优势较为明显。对于是否有明确的收购标的，公司表示，目前正在花力气去做，正在沟通的过程中，2010 年开始，并购会成为公司的一个重要发展线。

点评：公司对于并购方式，并购对象、被并购对象的管理都有着自己严格的标准，未来并购将成为公司一个重要投资主题，作为上市公司，公司的收购或将高于其他收购集团，但仍具有很大的优势，另一方面，并购将使公司的子品牌将越来越多，规模迅速扩大，行业地位更加巩固。通过并购，公司或将改变行业的发展格局，成为行业发展的标杆。

◆ 公司服务定价与毛利率问题，以及公司未来的潜在客户主要是哪些？

公司观点：本质上定价的核心都是一样的，根据人员和时间来定价，不同客户可能会有变化，采用成本加服务费模式收费。相对来说弹性较大，公司的核心成本是人员成本，毛利率不扣除人员成本，会计准则要求的毛利率计算方式没有可比性，这种毛利率主要取决于公司给客户的垫付金，第三方成本也要确认为公司收入，按正常理解计算的毛利率行业平均水平约在 50%—60%之间。公司的客户主要是世界五百强企业，公司的收入来源主要集中在 IT 与汽车行业，IT 行业的比重在逐年下降，未来的潜在客户将主要集中在汽车与快速消费品，汽车行业一个车型的公关费用大约一年两三千万，这部分客户潜力巨大，宝洁等公司的公关服务投放很少，但广告投入较大，未来这些都是较大的潜在客户。

点评：公共关系服务的定价基本上比较市场化，随着人力成本变动而变化。由于细分行业较多，服务的行业与企业之间不存在较大的竞争，因此，服务价格竞争并不激烈，行业对定价的认可基本一致。目前大的企业在广告方面的投入远远大于公关关系，未来广告投入下降，公关投入上升将是不可改变的趋势。

◆ 公司与日本电通成立的合资公司是否会给公司带来较多客户？

公司观点：电通在全球广告业是个特殊案例，在日本企业的影响力非常强，公司与之合作主要是看中其在日本企业的影响力，对方是想进入中国的公关市场。电通主要负责引入客户，公司提供服务，公司客户东风本田实际上就是电通子公司东风日海介绍进来的。由于日本甚至全亚洲的企业对公关的投入都远低于欧美企业。因此与电通的合作，对公司提前布局日本及亚洲市场都起到积极的作用。

点评：目前广告企业意欲进入公关行业，而公关行业也想进入广告业，从目前的情况来看，各自的专长都还仅限于各自的行业，因此，在这个时期，合作远多于竞争，与电通、省广的合作而不是竞争是现阶段广告与公关行业的主要特征。

第 2 部分 2010 年季报点评

公司今日发布 2010 年一季度业绩报告，报告称公司报告期内实现营业收入 7126.31 万元，同比增长 5.49%，实现归属上市公司股东净利润 1118.23 万元，同比增长 12.39%，实现基本每股收益 0.17 元，同比相同，主要原因是公司报告期内 IPO 上市，股本增加。

◆ 报告期内完成 IPO，各项财务指标同比大幅增加

公司报告期内实现了 IPO，在深圳中小板上市，发行 2000 万股，募集资金净额 6.2 亿，IPO 完成后，公司总资产达 8.9 亿元，同比增长 191.72%，归属公司普通股股东所有者权益 8.4 亿，同比增长 301.17%，每股净资产 10.52 元，同比增长 200%。报同时，募集资金到位后，公司期末货币资金增加 465.93%，总资产、净资产、每股净资产以及现金等同比大幅增加。

◆ 一季度业绩平平，但客户拓展取得较大成绩

公司报告期内营业收入同比微幅增长 5.49%，净利润同比增长 12.39%，业绩平平，通常情况下，一季度是公司的经营淡季，一季度公司的主要精力集中在拓展新客户方面，报告期内，公司原有重点客户业务继续保持稳定增长，同时新签约宝马、上海大众等重量级客户，为全年的业绩持续增长奠定良好的基础。

◆ 经济环境向好，奠定 2010 年良好的发展基础

一季度汽车、消费品及互联网业务保持快速增长，为公司拓展汽车及快速消费品行业客户的计划奠定良好的发展基础，同时力争通过并购的方式切入广告等品牌管理服务环节，尤其是互联网广告等新兴领域，公司通过兼并重组等方式实现外延式增长的计划不变。2010 年宏观经济环境逐渐趋于稳定，为公司内涵式与外延式增长奠定了良好的发展基础。

◆ 估值与投资建议

我们预计公司 2010/2011/2012 年每股收益将分别达到 0.87/1.14/1.5 元，对应 2010/2011/2012 年动态市盈率分别为 54/42/31 倍。公司估值与同创业板的华谊兄弟相比，公司的估值水平相对较低，与主板传媒上市公司相比，公司的估值也不高，因此，我们认为，公司的估值优势非常明显，给予公司推荐的投资评级。

表 行业内上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010E	2011E	2012E
000839.SZ	中信国安	53	39	21
600880.SH	博瑞传播	36	30	26
300058.SZ	蓝色光标	54	41	31
600551.SH	时代出版	33	31	28
601801.SH	皖新传媒	45	41	34
300027.SZ	华谊兄弟	67	48	35
600037.SH	歌华有线	53	47	36
002238.SZ	天威视讯	81	48	43
600831.SH	广电网络	59	47	45
601999.SH	出版传媒	56	51	46
600088.SH	中视传媒	55	49	46
000793.SZ	华闻传媒	54	49	47
000917.SZ	电广传媒	80	62	49

资料来源：WIND 国元证券研究中心

附表 财务估值报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	213	817	732	721	营业收入	368	423	528	687
现金	123	723	611	565	营业成本	163	182	222	282
应收账款	74	77	100	128	营业税金及附加	20	17	24	31
其它应收款	9	10	13	17	营业费用	85	97	122	158
预付账款	4	3	4	5	管理费用	31	35	44	57
存货	0	0	0	0	财务费用	0	-8	-13	-11
其他	3	4	5	6	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	91	186	373	518	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	65	160	346	490	营业利润	67	98	128	168
无形资产	0	1	1	1	营业外收入	1	0	0	0
其他	25	26	26	27	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	304	1003	1105	1239	利润总额	69	98	128	168
流动负债	89	87	95	104	所得税	18	25	33	44
短期借款	40	37	38	37	净利润	51	72	95	125
应付账款	11	11	14	17	少数股东损益	2	3	4	5
其他	38	40	43	49	归属母公司净利润	48	70	91	120
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	72	97	129	181
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.81	0.87	1.14	1.50
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	89	87	95	104	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	5	8	12	16	成长能力				
股本	60	80	80	80	营业收入	12.3%	15.0%	25.0%	30.0%
资本公积	85	708	708	708	营业利润	16.5%	44.7%	30.8%	31.9%
留存收益	65	120	211	331	归属于母公司净利润	11.8%	43.9%	30.4%	32.0%
归属母公司股东权益	210	908	999	1119	获利能力				
负债和股东权益	304	1003	1105	1239	毛利率	55.7%	57.0%	58.0%	59.0%
现金流量表					净利率	13.2%	16.5%	17.2%	17.5%
单位: 百万元					ROE	23.1%	7.7%	9.1%	10.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	49.9%	38.6%	25.9%	25.6%
经营活动现金流	36	70	75	111	偿债能力				
净利润	51	72	95	125	资产负债率	29.3%	8.7%	8.6%	8.4%
折旧摊销	4	7	15	24	净负债比率	44.94%	42.06%	39.78%	36.08%
财务费用	0	-8	-13	-11	流动比率	2.40	9.37	7.71	6.95
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.40	9.37	7.71	6.95
营运资金变动	-22	-3	-23	-28	营运能力				
其它	2	0	1	2	总资产周转率	1.32	0.65	0.50	0.59
投资活动现金流	-6	-102	-202	-168	应收账款周转率	6	5	6	6
资本支出	6	100	200	167	应付账款周转率	24.87	16.94	18.05	18.24
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	-2	-2	-2	每股收益(最新摊薄)	0.61	0.87	1.14	1.50
筹资活动现金流	-14	633	14	11	每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.87	0.93	1.39
短期借款	10	-3	1	-0	每股净资产(最新摊薄)	2.62	11.35	12.49	13.99
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	1	20	0	0	P/E	58.45	54.15	41.54	31.46
资本公积增加	3	623	0	0	P/B	13.50	4.16	3.78	3.37
其他	-28	-7	13	11	EV/EBITDA	51	38	29	20
现金净增加额	16	601	-113	-46					

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn