

蓝色光标(300058) 调研报告

走向大型传播集团之路

谨慎推荐

维持评级

发布时间: 2010 年 4 月 30 日

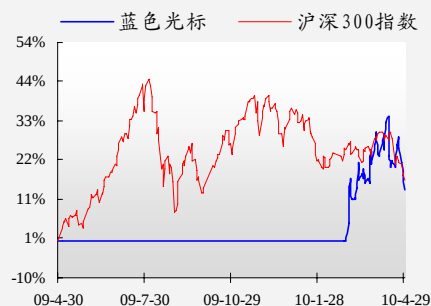
投资要点:

- 蓝色光标是我国公共关系行业最具有竞争优势的公司之一。公司 2008 年市场占有率达 2.36%，在中国国际公共关系协会近年的年度排名中稳定在前五名。
- 公共关系行业在我国是朝阳行业，2006-2008 年我国公共行业年均复合增长率超过 30%。受金融危机影响，2009 年增速下降至 20%。经济复苏、上海世博会及广州亚运会都将为我国公关行业带来更大的增长空间。
- 收购是公关公司快速成长最便捷的手段。现代公关行业的发展史就是收购史，未来十年中国公共关系行业将面临更多的兼并收购，优秀的本土公司将通过收购凝聚更多的人才和资源，快速成长。此外，收购而不整合和多品牌经营策略也是公关行业的独有之处。
- 蓝色光标的发展规划是通过兼并收购，实现横向和纵向拓展，最终成为向客户提供整套品牌整合营销服务的综合性传播集团。横向拓展包括向二线城市和医药、金融、消费品等行业的拓展，纵向拓展则指深入挖掘已有客户，向互联网、广告等其他传播领域拓展。
- 预计 2010-2012 年每股盈利分别为：0.84、1.14、1.69 元，相对于当前股价市盈率分别为 54、40、27 倍，给予谨慎推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009A	36,761	12.32	4,845	11.75	0.61		74.9	
2010E	48,712	32.51	6,696	38.20	0.84		54.4	
2011E	68,343	40.30	9,143	36.56	1.14		40.1	
2012E	100,854	47.57	13,500	47.65	1.69		27.0	

走势图



市场数据

2010-4-29

收盘价:	45.68 元
52 周最高价:	54.10 元
52 周最低价:	39.50 元
平均持仓成本:	49.38 元

基本数据

2010Q1

总股本 (万股):	8,000
流通 A 股 (万股):	8,000
每股收益 (元):	0.17
每股净资产 (元):	10.52
每股经营现金流 (元):	-0.07
市净率:	4.34

分析师: 耿云

执业证书编号: S0550109102167

TEL: (8621)6337 7000-296

FAX: (8621)6337 3209

Email: cloud.geng@gmail.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

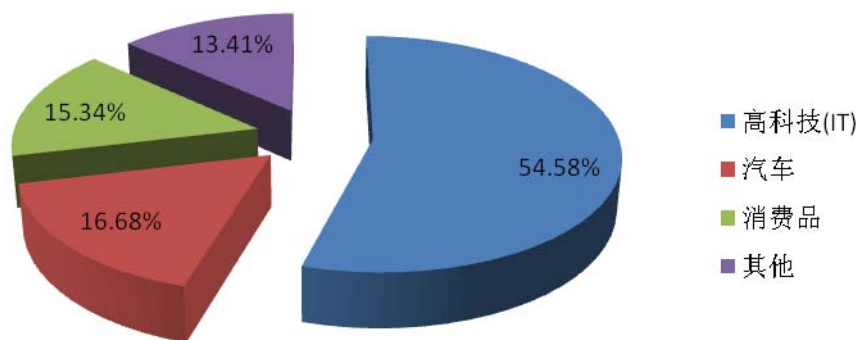
邮 编: 200002

一、本土第一的公关公司

1. 公司简介

蓝色光标是我国公共关系行业最具有竞争优势的公司之一。公司 2008 年市场占有率达 2.36%，在中国国际公共关系协会近年的年度排名中稳定在前五名。公司与联想、思科等跨国公司建立了长期服务关系，在 IT、汽车、消费品、通讯、金融、房地产等多个行业都拥有稳定客户。

图表 1 公司客户构成



资料来源：公司招股书

2. 主营业务

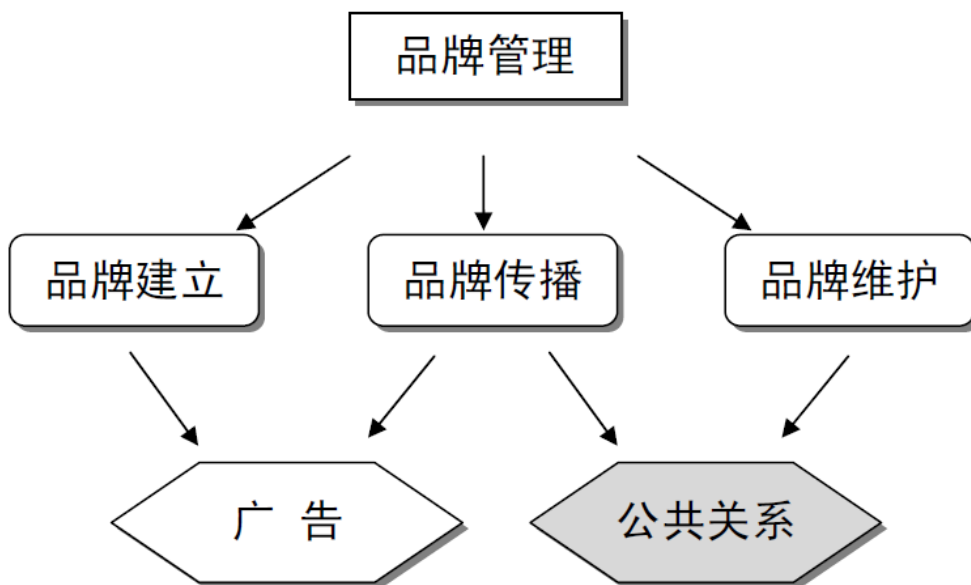
蓝色光标的核心业务是为企业提供品牌管理服务，主要内容为包括品牌传播、产品推广、危机管理、活动管理、数字媒体营销、企业社会责任等一体化的链条式服务。

图表 2 公关与广告的主要区别

	公关	广告
主体	企业、政府及非政府组织	基本都是企业
内容	间接、双向传播	直接、单向传播
目的	长期的品牌形象塑造	短期的产品宣传
服务效果	在品牌传播和维护阶段，对品牌美誉度和认知度方面更为有效	在品牌从无到有建立阶段优势突出
服务手段	在利用平面媒体的同时，结合事实策划方案等活动载体	广播、电视、报纸、杂志、互联网等平面媒体为主
成本支出	相对较小	相对较大

资料来源：蓝色光标招股书、东北证券金融与产业研究所

图表 3 公司业务范围（品牌管理与公共关系的关系图）



资料来源：蓝色光标招股书

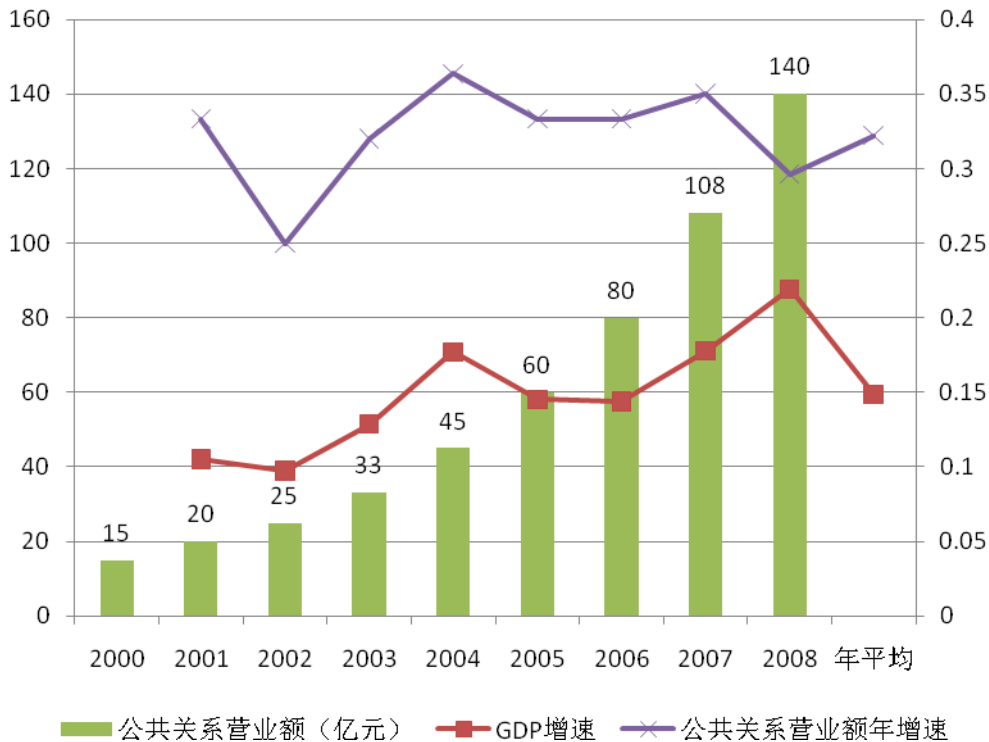
品牌管理从阶段上来说可以分为品牌建立、品牌传播和品牌维护。广告在品牌建立和品牌传播阶段起主要作用，而公共关系则在品牌建立以后的品牌传播和品牌维护方面作用显著。

二、中国公共关系行业是朝阳行业

公共关系行业起源于十八世纪的美国，目前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，而我国公共关系行业市场规模还很小，2000 年以后才开始快速增长。根据中国国际公关协会的调查报告，2000 年我国公共关系行业的年营业额仅 15 亿元，到 2008 年这个数字已经超过 140 亿元，我国公共关系行业 2006-2008 年的年均复合增长率达到 32.64%。

与广告行业类似，公共关系行业也与宏观经济景气程度密切相关，目前我国公共关系产业处于成长期，因此行业增速要快于宏观经济增速。受金融危机影响，2009 年公共关系市场年增长率为 20%，下滑了一成左右，20 强公关企业的外资客户占比由 60% 下降至 39%，本土企业成为主要客源。蓝色光标 2009 年收入增速也受到影响。随着宏观经济进入复苏期，国内市场需求旺盛，公共关系服务行业也将迅速回暖。上海世博会、广州亚运会将成为主要市场热点，为我国公共关系行业打开更大的市场空间。

图表 4 中国公共关系行业营业额增速与我国 GDP 增速对比



资料来源：东北证券金融与产业研究所

三、 并购是公司下一阶段的发展主题

收购方式已经成为公共关系公司快速成长最便捷的手段。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。根据国际传播巨头 WPP 的统计，目前全球公共关系行业以平均每周收购一家的速度不断扩张。

此外，由于同一家公共关系公司不能同时服务于两家具具有直接竞争关系的客户，被收购的新品牌公司一般不会被整合，收购方仅从股权关系上对被收购方给予控制，被收购原品牌仍独立运作。就蓝色光标来说，蓝色光标目前旗下有三个品牌：蓝标、智扬和欣风翼，其中欣风翼品牌就是 2008 年公司收购本土公关公司博思瀚扬得来。公司对收购品牌只进行后台财务方面的整合，不干预其前台业务经营。

1. 公共关系行业的历史就是并购史

从 20 世纪 80 年代开始，全球最大的几个传播集团都经历了通过不断兼并收购做大的过程。其中最为突出的是 WPP 集团。WPP 是当前全球规模最大的传播集团，旗下拥有众多业界知名公司，从 1985 年初生产超市购物车的小公司（Wire & Plastic Products）到如今成为全球第一的传播集团，WPP 集团的发展历史就是其并购史。

图表 5 全球四大传播集团收购史

Omnicom	1993 年收购 TBWA
	1996 年收购 Ketchum 传播
	1998 年收购 Abbot Mead Vickers 和日本第八大广告公司 I&S
	2007 年收购荷兰互动创意公司 Redurban
IPG	1990 年收购 Lowe 集团，购得灵狮商标
	2001 年收购 True North 传播集团和 FCB
阳狮集团	2001 年收购 Saatchi & Saatchi
	2002 年收购 BCOM3 集团（由李奥贝纳（Leo Burnett）、达美高（D'Arcy）和日本电通（Dentsu）成立的传播集团）
	2003 年收购实力传播集团（Zenith Optimedia）
WPP	1987 年，以大部分贷款得来的 5.66 亿美元收购智威汤逊（J. Walter Thompson）
	1989 年，以 8.25 亿美元收购奥美广告（Ogilvy & Mather）
	2000 年，以 47 亿美元收购全球第七大广告公司扬雅广告（Young & Rubicam）
	2003 年，以 4.43 亿英镑收购 Cordiant 集团
	2004 年收购美国精信广告集团（Grey Global Group）
	2008 年，以 11 亿英镑收购全球第三大市场研究公司 TNS，成为全球第一大传播集团

资料来源：东北证券金融与产业研究所

2000 年以来，我国公共关系行业也经历了一系列的并购整合。

图表 6 我国公共关系行业并购简史

1993 年，世界上最大的独立公关公司——美国爱德曼国际公关集团，整体收购有“中国公关之父”之称的法国人杜孟创办的中法公关公司，同时宣告进入中国市场，开创了公共关系公司兼并收购的先河。
2002 年 6 月——国际五大公关公司之一的奥美公关公司和中国本土最大的公关公司之一的西岸咨询策划公司宣布，由两家共同投资的西岸奥美信息咨询服务有限责任公司正式成立，同时宣告了西岸策划时代的结束。
2003 年 9 月——嘉利、博能两家公关公司共同宣布，嘉利成功并购博能，并由此开了中国国内公关公司并购案的先河。
2006 年 6 月——位列中国公关公司竞争力排名 10 强，中国公关公司危机公关排行榜第 1 名的北京关键点公关顾问公司宣布，04-05 年刚刚在公关业崛起的新锐公关公司，北京道利公关顾问公司正式纳入关键点公关旗下，成为关键点全资子公司。

2006 年 7 月——本土最大规模公关公司蓝色光标公关顾问机构向外界宣布：名列 2006 年中国公关行业 25 强的致蓝经纬公关公司，正式合并进入蓝色光标公关顾问机构体系。

2007 年 9 月——全球最大的独立公关顾问公司爱德曼国际集团（DJE）宣布：中国本土公关十强之一的帕格索斯传播机构已正式加入爱德曼国际集团，成为爱德曼国际集团的子公司。

2008 年 1 月——中国传播业的领先品牌之一宣亚国际传播集团（Shunya，下称宣亚）正式对外宣布，与全球最大的整合传播集团宏盟集团（Omnicom，下称宏盟）结成战略联盟。

2008 年 6 月——蓝标以 51% 的股份收购本土公关公司博思瀚扬，并由此在旗下形成了蓝标、智扬、博思瀚扬“三驾马车”并驾齐驱的布局。

2008 年 10 月——位列中国公关公司竞争力排名 10 强，中国公关公司危机公关排行榜第一名的北京关键点公关顾问公司低调宣布：曾经位列 2004、2005 年中国公关行业 TOP10 排行榜 10 强的，北京广通伟业公关公司正式并入关键点传播集团旗下，成为关键点传播集团旗下子品牌。

资料来源：东北证券金融与产业研究所

2. 并购是手段，扩张是目的

对蓝色光标来说，并购是实现公司未来发展策略的手段，而不是目的。蓝色光标未来的发展可能通过横向的行业整合和纵向深入挖掘客户，提供全套品牌管理服务。

横向发展，具体来说就是在公共关系这个细分行业里通过不断开拓新客户，扩大市场份额，公司目前仅 2% 左右的市场份额，仍有提升空间。横向拓展主要有区域扩张和行业拓展两个方面。

向二线城市扩展是我国公共关系市场目前的发展趋势，蓝色光标计划用三年时间在消费力较强、公共关系业务发展较快的二线城市建设全国性的业务拓展网络。目前，公司已经在全国建立了 24 个办事处，初步建立了全国业务网络，最终公司将建成“四三七八十”（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）的战略布局。

就行业拓展来说，IT 行业和汽车行业目前是蓝色光标最主要的客户来源和收入来源，未来，公司计划将 IT、汽车行业服务的成功经验扩展到医药、金融、日用消费品等行业，凭借品牌优势拓展其他行业客户。

纵向发展，具体来说是针对客户需求深入挖掘，为客户提供整套品牌整合营销服务。在竞争日趋激烈的条件下，纵向挖掘客户的全方位需要，有助于提高客户粘性，提高竞争实力。

就蓝色光标来说，是在巩固核心业务的同时，重视对新兴传播方式的运用。公司非常重视互联网传播方式的发展，互联网传播行业仍处于群雄混战时期，没有形成稳固的竞争格局，蓝色光标会有较大机会，一旦有合适的投资标的，公司将通过收购进入互联网传播领域。此外，视业务发展的需要，公司也将向市场较大的广告传媒业务延伸。蓝色光标的最终目标是形成一条完整的品牌整合营销服务链条，为客户提供全过程和全方位的品牌管理服务，打造本土的综合型传播集团。

四、 主要风险

当前阶段公司的主要风险来自于选择投资标的进行并购的过程，主要包括三个层次。

首先是投资标的的选择。相对于传统行业的兼并收购，公共关系行业面临更大的风险。公共关系行业是轻资产行业，其核心竞争力并不是具体的产品，而是公司经营团队，团队的能力决定了公司的经营成功与否。而对人的考察显然存在较大风险，蓝色光标在选择收购标的时候同样面临这种风险。

其次是外资企业的竞争。随着中国公共关系行业市场空间的快速增长，国际各大传播集团纷纷布局中国市场，并购也同样是他们的最佳选择。我们在图表 6 中所提到的我国公共关系业主要并购案例中，外资企业并购本土企业的比例超过 50%。这些国际化大型传播集团在并购经验和资金实力方面都优于包括蓝色光标在内的本土公司。对这方面的风险，蓝色光标主要有两方面的优势去化解：其一是国内收购的 PE 差一般要高于国际平均水平，公司可以比跨国公司提供更高的 PE 差；其二是跨国公司制度过于规范和保守，在与本土公司沟通方面处于劣势。

最后是核心人才流失风险。收购完成后，虽然公司采取“收购不整合”的策略，仅对后台财务管理进行整合，不干预原品牌经营，但核心人才流失风险仍然存在。2009 年公司旗下“智扬”品牌收入增长少于预期的部分原因就在于人事变动的影 响。保证中、高层管理人员的待遇和股权激励将有助于化解这方面的风险。

五、 盈利预测与投资评级

随着我国制造业由工厂化向市场化的升级和转型，我国公关行业也面临巨大的市场空间和激烈的竞争，大规模的行业整合并购是大势所趋。蓝色光标作为本土最大的公关公司，经过最初十年的内生积累，已经初步完成全国布局、建立起了一定的品牌知名度。可以预见，未来十年，蓝色光标将进入通过兼并收购快速扩张的发展阶段，长期看好。

不考虑公司未来可能的收购，我们预测蓝色光标 2010-2012 年每股收益分别为 0.84、1.14、1.69 元，相对于当前股价市盈率分别为 54x、40x、27 倍，初次给予谨慎推荐评级。

盈利预测表

利润表					单位：万元
项目	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入	32,730	36,761	48,712	68,343	100,854
增长率 (%)	51.07%	12.32%	32.51%	40.30%	47.57%
减：营业成本	14,945	16,272	22,110	30,717	45,222
营业毛利	17,785	20,490	26,602	37,626	55,632
增长率 (%)	52.70%	15.20%	29.83%	41.44%	47.86%
毛利率 (%)	54.34%	55.74%	54.61%	55.05%	55.16%
减：营业税金及附加	1,669	1,960	2,084	3,351	4,880
资产减值损失	186	166	193	323	444
销售费用	7,629	8,470	10,846	15,631	22,920
管理费用	2,548	3,117	4,506	5,812	8,819
财务费用	-41	27	115	163	281
费用率 (%)	30.97%	31.59%	31.75%	31.61%	31.75%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
影响营业利润的其他科目	0	0	0	0	0
营业利润	5,794	6,749	8,859	12,346	18,289
营业利润率 (%)	17.70%	18.36%	18.19%	18.06%	18.13%
增长率 (%)	38.18%	16.48%	31.27%	39.35%	48.14%
加：营业外收入	172	143	159	283	380
减：营业外支出	17	36	54	60	100
利润总额	5,949	6,856	8,964	12,569	18,569
增长率 (%)	42.72%	15.25%	30.75%	40.21%	47.74%
利润率 (%)	18.17%	18.65%	18.40%	18.39%	18.41%
减：所得税	1,508	1,788	1,559	2,883	4,111
实际税负比率 (%)	25.34%	26.08%	17.39%	22.94%	22.14%
少数股东损益	106	223	710	542	958
归属于母公司所有者的净利润	4,335	4,845	6,696	9,143	13,500
增长率 (%)	29.17%	11.75%	38.20%	36.56%	47.65%
净利润率 (%)	13.25%	13.18%	13.75%	13.38%	13.39%
每股收益 (元)	0.54	0.61	0.84	1.14	1.69

资产负债表					单位：万元
项目	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
流动资产					
货币资金	10,650	12,255	14,252	21,672	31,703
应收票据	256	349	315	542	803
应收帐款	4,703	7,412	9,781	12,441	19,649
存货	0	0	0	0	0

其它流动资产	0	0	0	0	0
流动资产的其它科目合计	696	1,328	1,755	2,128	3,472
流动资产合计	16,305	21,343	26,104	36,783	55,627
固定资产：					
在建工程	0	0	0	0	0
固定资产	6,513	6,528	6,203	11,479	15,897
固定资产合计	6,513	6,528	6,203	11,479	15,897
长期投资净额	0	0	0	0	0
无形资产及其它资产：					
无形资产	25	45	32	60	93
其它非流动资产	0	0	0	0	0
无形及其它非流动资产合计	25	45	32	60	93
非流动资产的其它科目合计	2,356	2,487	2,315	4,264	5,970
非流动资产合计	8,894	9,060	8,550	15,803	21,960
资产总计	25,199	30,403	34,654	52,587	77,587
流动负债：					
短期借款	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
应付帐款	252	1,056	732	1,173	2,048
一年内到期的长期借款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债的其它科目合计	4,465	3,844	5,619	8,118	11,387
流动负债合计	7,718	8,900	10,352	13,291	17,435
长期负债：					
长期借款	0	0	-776	487	3,076
长期应付款	0	0	0	0	0
非流动负债的其它科目合计	0	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	-776	487	3,076
负债合计	7,718	8,900	9,576	13,777	20,511
少数股东权益	295	518	1,228	1,770	2,729
股东权益：					
实收资本（股本）	5,870	6,000	5,224	6,487	9,076
资本公积	8,171	8,462	6,134	9,922	12,512
盈余公积	416	655	1,660	3,031	5,056
影响所有者权益的其它科目	0	0	0	0	0
未分配利润	2,729	5,867	10,832	17,599	27,703
其它权益科目合计	0	0	0	0	0
所有者权益（或股东权益）合计	17,481	21,503	25,078	38,809	57,076
负债所有者（或股东权益）总计	25,199	30,403	34,654	52,587	77,587

现金流量表					单位：万元
项目	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
经营活动产生的现金流量（万元）					
净利润	4,335	4,845	6,696	9,143	13,500
加：折旧	122	279	246	387	615
运营资本的变化					
减：应收预付账款票据的增加	655	-2,802	-2,335	-2,887	-7,469
减：存货的增加	1	0	0	0	0
减：其它流动资产的增加	0	0	0	0	0
减：流动资产的其它科目的增加	403	-632	-427	-373	-1,344
加：应付预收帐款的增加	65	804	-324	440	875
加：其它流动负债的增加	0	0	0	0	0
加：流动负债的其它科目的增加	2,188	-621	1,776	2,499	3,269
运营资本的净变化额	3,312	-3,252	-1,311	-321	-4,669
其它	-7,523	1,906	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	246	3,779	5,631	9,210	9,447
投资活动产生的现金流量					
减：固定资产的增加（除折旧）	-6,516	-294	79	-5,663	-5,033
减：长期投资的增加	0	0	0	0	0
减：无形及其它非流动资产的增加	-25	-20	13	-28	-33
减：非流动资产的其它科目合计增加	-2,293	-131	172	-1,949	-1,706
其它	8,692	369	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-142	-76	264	-7,640	-6,771
筹资活动产生的现金流量					
加：短期负债的增加	3,000	1,000	0	0	0
加：长期负债的增加	0	0	-776	1,262	2,590
加：其他负债（少数股东权益）增加	-1,785	223	710	542	958
加：普通股本的增加	5,720	130	-776	1,262	2,590
减：应付股利	0	0	-727	-1,004	-1,372
加：资本公积的增加	6,695	291	-2,328	3,787	2,590
加：其它权益科目合计的增加	0	0	0	0	0
其它	-13,662	-2,184	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-32	-540	-3,896	5,850	7,356
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0	0
现金及现金等价物净增加额（1）	72	3,163	1,998	7,420	10,031
现金及现金等价物净增加情况					
期末现金及现金等价物余额	1,582	4,745	14,252	21,672	31,703
减：期初现金及现金等价物余额	1,510	1,582	12,255	14,252	21,672
现金及现金等价物净增加额（2）	72	3,163	1,998	7,420	10,031

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。