

2011年6月16日

蓝色光标

传播集团愿景，数字营销爆发

A
买入

300058.SZ - 人民币 31.35

目标价格: 人民币 40.00

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(%)	(11.2)	3.1	(0.3)	NA
相对新华富时A50指数(%)	(8.4)	7.9	4.5	NA

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	120
流通股(%)	48.46
流通股市值(人民币 百万)	1,823
3个月日均交易额(人民币 百万)	15
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
赵文权	9.79

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

蓝色光标是本土最早最大的独立公关公司, 媒体资源和客户关系优势显著。公司正借力资本, 布局全产业链, 成就专业传播集团。早早布局互联网, 数字营销业务爆发。预计公司现有业务 2011-13 年每股收益 0.80 元、1.10 元和 1.42 元。不考虑股权杠杆, 我们简单估计现有可用资金至少增厚 0.41 元。目标价 40.00 元, 首次评级买入。

支撑评级的要点

- **并购准备充足, 传播集团愿景:** 大体量的互联网营销公司或互补型公司是并购首选目标, “股权”或“现金+股权”方式优先。现阶段比本土同行具有融资先发优势, 比外资具有估值优势和一定的文化认同优势。优势的时效性造成公司具有尽快、较好地实施外延扩张战略的主观能动性, 已做好项目储备、专业团队、VC/PE 人脉、首轮资金等的充分准备。
- **数字营销爆发:** 2004 年起转型互联网营销, 2007-10 年数字营销业务规模年均增长 100-200%, 2010 年占比达 30%, 1-2 年后将达到 50% 的水平。蓝标将以多年积累和新进团队分享全球互联网营销业的蓬勃发展。
- **媒体和客户关系优势:** IT、汽车等行业的广泛媒体资源, 联想等大客户难以复制的成长路径使其拥有不多见的全国性媒体网络; 欲发力消费品行业; 约 30 家世界 500 强客户, 长期人脉积累保证客户关系稳固。
- **管理优势:** 股权结构分散避免一言堂; 员工入股制度降低流失率且成为并购谈判的重要筹码; 以管理信息系统约束团队, 保障公司规模做大、纳入多个品牌后的健康有序运营。

估值

- 预计现有业务 2011-13 年每股收益 0.80 元、1.10 元和 1.42 元。不考虑股权杠杆, 仅考虑现金收购, 简单估计现有可用资金及 10 倍市盈率至少增厚每股收益 0.41 元。目标价 40.00 元对应 2012 年现有业务每股收益 37 倍, 增厚后每股收益 27 倍, 享有溢价。首次评级买入。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	368	496	982	1,473	1,871
变动(%)	12	35	98	50	27
净利润(人民币 百万)	48	60	96	131	171
全面摊薄每股收益(人民币)	0.808	0.503	0.796	1.095	1.421
变动(%)	9.3	(37.7)	58.3	37.6	29.7
市场预期每股收益(人民币)	0.808	0.503	0.772	1.065	1.358
全面摊薄市盈率(倍)	38.8	62.3	39.4	28.6	22.1
每股经营现金流量(人民币)	0.61	0.49	0.64	0.83	1.06
价格/每股经营现金流量(倍)	51.4	64.6	48.8	38	29.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.5	34	25.1	18.1	13.9
每股股息(人民币)	0.5	0.3	0.35	0.4	0.45
股息率(%)	1.6	1	1.1	1.3	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要.....	3
公司概况.....	4
内生为根本、并购促成长.....	6
原有业务概况.....	10
数字营销爆发.....	17
盈利预测及假设.....	18
估值.....	20
主要风险.....	21
附录一、中国公关业简析.....	22
附录二、中国数字营销业简析.....	29
研究报告中所提及的有关上市公司.....	37

投资摘要

蓝色光标是本土最早最大的独立公关公司之一，IT、汽车类媒体资源丰富，客户关系稳固；借力资本欲实现持续外延式增长；早早布局互联网，处于传统公关朝互联网营销的转型期，数字营销业务爆发。基于现有业务单元，预计公司 2011-13 年每股收益 0.80 元、1.10 元和 1.42 元；不考虑股权杠杆仅考虑现有可用资金，预计每股收益增厚 0.41 元。首次评级**买入**。

并购准备充足，传播集团愿景：从性价比和协同看，大体量的互联网公司或(跨行业、新渠道、产业链上下游)互补型公司是并购首选目标，“股权”或“现金+股权”方式优先。现阶段，蓝标比许多本土同行具有融资先发优势，比外资具有明显的估值优势和一定的文化认同优势。上述优势存在时效性，所以公司具有尽快、较好地实施外延扩张战略的主观能动性。中国传播营销服务业的现状是高度分散、进入门槛低、单个公司或品牌难做大，有利于公司储备项目。为此亦准备了专业投资顾问团队、VC/PE 人脉，约 5 亿元的首轮资金支持。成立至今，蓝标真正的收购始于博思瀚扬，3 年磨合经验教训为宝贵财富，2011 年起已有思恩客、华艺百创、励唐等新团队进入，在传统公关业务的基础上增加活动、互联网广告、微博营销等业务类型，长期旨在成为类似于 WPP、宏盟等的多品牌、跨行业的一流专业传播集团。

数字营销爆发：2004 年起转型互联网营销，2007-10 年数字营销业务规模年增长 100-200%，2010 年占比 30%，1-2 年后将达 50%。全球互联网营销行业景气度高：互联网主流媒体地位确立，媒介演变加速促使互联网营销模式不断变化发展，汽车、消费品等行业陆续加大互联网营销的投入，公司将凭多年积累和新进团队实现数字营销业务的持续快速增长。

媒体和客户关系优势：公司优势集中于 IT、汽车等行业所需的广泛媒体资源，联想等大客户难以复制的成长路径造成蓝标全国性媒体网络在业内不多见；公司客户分布于 IT、汽车、消费品、医疗保健、金融等，消费品将是下一步发力的行业，世界 500 强约 30 席，十多个品牌的服务年限长达 10 年之久，客户方人脉的长期积累保证客户关系稳固。

管理优势：独特的“五位一体”的股权制衡结构有利于战略正确；员工入股制遵循智力资本“以人为本”精神，降低流失率且成为并购谈判的重要筹码；自主研发整合的管理信息系统以系统约束团队，保障公司规模做大、纳入多个品牌后的健康有序运营。

公司概况

股权分散避免一言堂

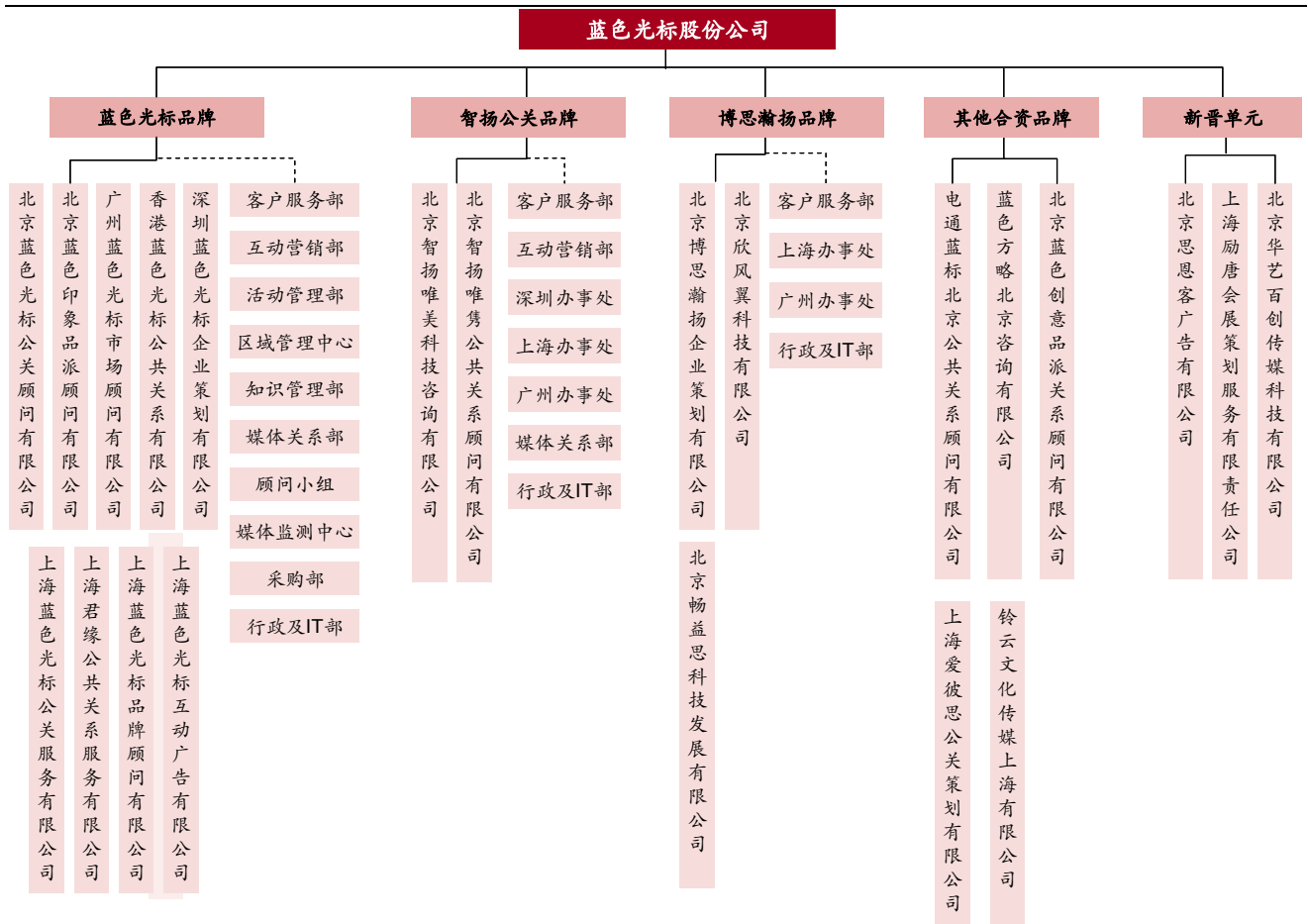
北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司（简称蓝标）是国内知名大型独立公关公司。前身北京蓝色光标数码科技公司成立于 2002 年 11 月 4 日，2010 年 2 月 5 日创业板上市。1.2 亿总股本，赵文权、孙陶然(及胡凌华)、吴铁、许志平和陈良华分别持有 9.79%、9.63%、9.23%、9.19%和 9.18%，合计 47.02% 的股权，为一致行动的实际共同控制人，其中 2 位董事参与日常经营管理，锁定“3+3”年。独特的股权制衡结构避免一言堂，保障战略正确、稳健发展。

员工入股

员工入股是降低现有团队流失率，吸引外来团队的重要手段

蓝标是典型轻资产公司，将“人才激励”作为长期战略思考问题，员工入股为重要激励手段。上市时，约有除董监高外 130 名左右的公司核心业务人员持有 14.50% 股权——公司员工流失率 15-20%，低于行业平均。上市后，首次管理层股权激励计划以 625.8 万股覆盖包括董秘和财务总监两位高管在内的 182 名员工，首次授予的行权价 32.92 元，并预留 70 万股配合后续资本运作和人才引进。

图表 2. 基本组织结构图



资料来源：公司公告

内生为根本、并购促成长

公司战略

公司战略目标是成长为多品牌、跨行业、多环节传播与营销服务的一流的专业传播集团。

内生增长维持行业平均增速

内生增长：通过“区域扩张、行业拓展、服务延伸”三大业务发展战略保持现有品牌的稳定较快增长。我们认为，现阶段已有优势行业内的媒体资源优势下的客户增长和市场份额扩大更具实际意义。我们判断，由于公关业的人力资源成本和对管理水平的要求随规模上升而显著提升，预计现有品牌及团队未来可维持行业平均增速。

外延扩张着力数字营销领域，长期效仿 WPP 等传播集团

外延增长：以“兼并收购”整合营销服务各细分行业的优势/潜力品牌并完成产业链延伸和完整布局。我们认为，国际传播集团巨头 WPP、宏盟 (Omnicom)、IPG 和阳狮 (Publicis) 是其效仿目标，短期内将着力于数字营销、广告等具互补性、协同性的标的。

并购战术分析

较大体量的互联网营销公司或互补型公司是蓝标并购首选，选择“股权”或“现金+股权”方式

从并购规模看：公司倾向于选择较大的公司，主要是因为：1) 已做到一定规模的营销服务公司除了盈利能力外，在日常运营、人力资源、体制建设、企业文化等方面都有所建树，持续优秀的概率更大；有利于充分利用一级和二级市场的市盈率倍数差，以较少成本(资金、时间、监管审批等)和较小风险撬动较大的市场份额，大幅增厚业绩。2) 公司目前尚余 2.4 亿元左右的超募资金，大规模并购将加快超募资金的使用，酝酿下一次再融资预期。

从协同效应看：选择数字营销公司，1) 这与下游的客户需求和上游的媒体生态环境的双维变化有关，符合现代企业营销的发展趋势。新媒体影响力和公信力的快速增强和媒介形式的多样化刺激汽车等客户的数字营销需求增长，数字营销领域还有广阔蓝海。选择具备垂直网站、微博等新媒体上成功营销经验、良好媒体关系的数字营销公司，相当于嫁接蓝标自身的客户资源优势和被收购方的媒体资源优势，提高对现有客户群的服务附加值，夯实公司在优势行业中的领先地位，最终增强公司整合营销能力，抢占行业发展制高点。2) 互联网的传播速度和互动性正在改变传统媒体时代的传播规则，拉近了广告主和消费人群之间的距离，也缩短了营销服务产业链的长度——广告、公关、活动分工的界限趋于模糊。与国外大型综合传播集团相比，蓝标的资本驱动才刚刚起步，原有业务仍隶属于公关服务，缺少全案策划、媒介购买等广告服务环节，以新媒体为突破口来切入全媒/混媒时代的传播业，距离其打造专业传播集团的愿景更近一步。

其次，并购上游的广告公司/媒介资源等符合建立传播集团的战略目标，充分受益产业链条完整。WPP 等传播巨头包括广告代理、公关、媒介购买、客户关系管理、互动营销、市场调查、咨询、品牌识别与形象设计、影视制作等多个业务版块。

最后，基于扩大覆盖行业、优化客户结构的考虑，还可以选择IT、汽车等公司优势行业以外的其他行业的专业营销公司。基于公司目前的考核机制和人才积累，我们认为，跨行业的营销人才引进比内部培养更容易。目前中国企业公关需求的前几大行业主要是汽车、IT、快速消费、医疗保健和金融，而政府及 NGO 公关需求正在崛起。判断引进有经验的中高级人才或团队以布局潜力行业，把握行业景气度变化趋势是营销服务基业长青的根本。

从并购方式和速度看：我们认为，登陆股票市场对蓝标这样的轻资产公司具有重大意义。股权融资杠杆作用放大，“现金+股权”或“股权”式为主要并购方式。相比于国际大型传播集团，公司并购具有价格优势；现阶段公司股价相当于 30 倍以上的市盈率，公司在一级市场能给出 10 倍以上的市盈率，高于近年外资在华并购的 7-9 倍。相比于国内同业，较早地募集到资金为其相对优势；但省广股份、蓝色光标、华谊嘉信的示范效应，将使得其在国内同业间的领先优势也不过 1-2 年。因此判断公司具有快速推进并购战略的主观能动性。

外延增长举措

预计将在 2012 年初收购博思瀚扬剩余 16% 股权，因股权增值而具有较低的收购市盈率

博思瀚扬是公司首个外延并购项目。2008 年 2 月决议通过对博思瀚扬及其 3 家子公司的收购，4 月末以 1,800 万元收购 51% 股权，约合 2008 年净利润的 16.4 倍，5 月约定根据业绩对赌（基于 475 万元，税后净利润 0-30% 增长）分 5 步收购 100% 股权，约定收购市盈率 7-13 倍，当期以 1,800 万元收购 51% 股权。此后，受益于蓝标上市的财富效应，在博思瀚扬业绩持续增长的基础上，每次收购的股权比例提高、收购进度缩短，实际收购市盈率远低于 7 倍。2010 年 4 月以 375 万元收购 17% 股权（8 月中旬完成工商变更登记），约合 2009 年净利润的 4.9 倍。2011 年 3 月下旬以 480 万元收购 16% 股权，约合 2010 年净利润的 6.1 倍，并约定若 2011 年净利润未达 580 万元，即 18% 的增长，则仅支付 240 万元，则相当于 3.0 倍。预计还将在 2012 年初收购剩余 16% 股权。

并购博思瀚扬后的业务融合和管理规整的经验宝贵

博思瀚扬以“欣风翼”为主打品牌，主要从事 IT 领域的促销推广、终端队伍管理、终端传播培训、终端环境建设等线下营销服务。自摩托罗拉、诺基亚、索爱、三星等手机客户起家，扩展至微软，再新签戴尔等电脑厂商。博思瀚扬净利润 2008-10 年均复合增长 51%，2010 年内约为股份公司贡献 4.6% 的权益利润。它首先符合我们上文所做的“协同效应”的判断。更重要的是，公司从此次并购积累了并购后业务融合和管理规整实务，是后续运作的宝贵经验。

华艺百创 分享客户资源、股权增值显著

2011 年 3 月，公司以 250 万元自有资金认购北京华艺百创 24.5% 的股权。1) 蓝标为华艺百创引入管理人才，分享客户资源，2011 年 1 季度即促其增至 50 个客户，每个客户 2-20 万元月费，预计年收入约 6,000 万元，净利润过 1,000 万元，实现了参股的协同效应和业绩增厚；2) 我们预计华艺百创仍将有后续融资，蓝标定位于天使投资，股权增值显著。

思恩客 客户结构优化、互联网媒介购买平台

2011 年 3 月，公司以 2,400 万元收购北京思恩客广告公司 10% 股权，4 月以 9,840 万元收购其 41% 股权，达到 51% 控股。思恩客为游戏行业内较大的互联网广告公司，最早成立于 2006 年，2010 年实现营业收入 9,436.51 万元，净利润 406.43 万元，2011-13 年承诺扣除非经常性损益后的净利润约 2,400 万元、2,880 万元和 3,456 万元，收购市盈率 10 倍。未来，思恩客持续增长，且客户结构有望从网游扩展至 IT、汽车、快消等全行业兼具蓝标媒介购买平台的角色。

励唐主要是会展活动业务，
预计存在增持可能

70 万股股权激励预留期权+6
亿元首轮资金+杠杆融资功
能

2011 年 3 月，上海蓝标增资 460 万元，与肖连启、冯仕俊、陈强共同设立上海励唐会展策划服务公司，分别持有 20%、29.87%、26.01%和 24.12%。我们认为，未来伴随励唐业务持续做大，亦存在收购剩余股权的可能。

重申：公司预留的 70 万份股权激励期权可作为吸引外部团队的重要筹码之一。截至 2010 年 1 季度末，公司共有 6.9 亿元净现金，扣除 1-2 亿元左右周转资金，按 10 倍收购市盈率估算，将有 5,000-6,000 万元净利润并表，相当于 2010 年公司净利润的 90-100%。长期而言，在内生及外延增长并重的思路下，公司始终存在再融资诉求。

图表 3. 公司投资项目

时间	标的	业务	备注	资金来源	效果
2008 年 4 月	博思瀚扬	手机行业的活动等线下营销	已逐年收购 51%、17%、16% 股权，并在上市之前授予股权，3 元/股成本	自有资金、超募资金	由手机客户拓展至 IT 行业
2010 年 1 月	智扬唯隼	智扬品牌	新设并关闭	自有资金	
2010 年 3 月	电通蓝标	在华日企的公关	蓝标出资 510 万元与电通、电通公关设立合资公司，蓝标持股 51%	超募资金	分享电通在华客户资源
2010 年 6 月	爱彼思	公关	上海蓝标品牌顾问公司出资 76.5 万元与陈敏、郭万勇共同设立，持股 51%	自有资金	
2010 年 7 月	深圳蓝标	公关	智扬唯美科技咨询公司出资 90 万元与白洁共同设立，持股 90%	自有资金	地域扩张
2010 年 8 月	上海蓝标互动	互联网营销	500 万元设立	超募资金	
2010 年	铃云文化	联通短彩套餐广告和无线互联网营销	上海蓝标品牌顾问公司出资 180 万元与盛世凯旋技术(北京)公司共同设立，持股 90%	自有资金	电信客户、移动互联网营销
2010 年 8 月	蓝色方略	公关	上海蓝标品牌顾问公司出资 2.5 万元，与罗坚共同设立，持股 5%	自有资金	参股
2010 年 11 月	蓝色创意	公关	上海蓝标品牌顾问公司出资 69 万元与北京欧文时代投资公司、刘会霞、韩晓宇共同设立，持股 46%	自有资金	
2010 年 12 月	广东百合	汽车等行业的电视等传统媒介广告	以 1800 万元获得广东百合 3% 股权	自有资金	Pre-IPO 项目
2010 年 12 月	颐和美悦	餐饮经营管理	智扬唯美科技咨询公司出资 160 万元与张德、杨岩、杨传荣、任明、冯融、王文勤共同设立，持股 40%，为第一大股东	自有资金	
2011 年 3 月	思恩客	网游行业的互联网广告	2400 万元收购 10% 股权，9840 万元收购 41% 股权		由网游行业拓展至全行业
2011 年 3 月	上海励唐	会展策划	上海蓝标增资 460 万元，与肖连启、冯仕俊、陈强共同设立，蓝标为最小股东，持股 20%	自有资金	产业链延伸至活动策划及执行
2011 年 3 月 2011 年 5 月	华艺百创	微博营销	250 万元认购北京华艺百创 24.5% 的股权 重大资产重组	自有资金	新兴媒介

资料来源：公司公告、中银国际研究

原有业务概况

过去增速显著高于行业平均

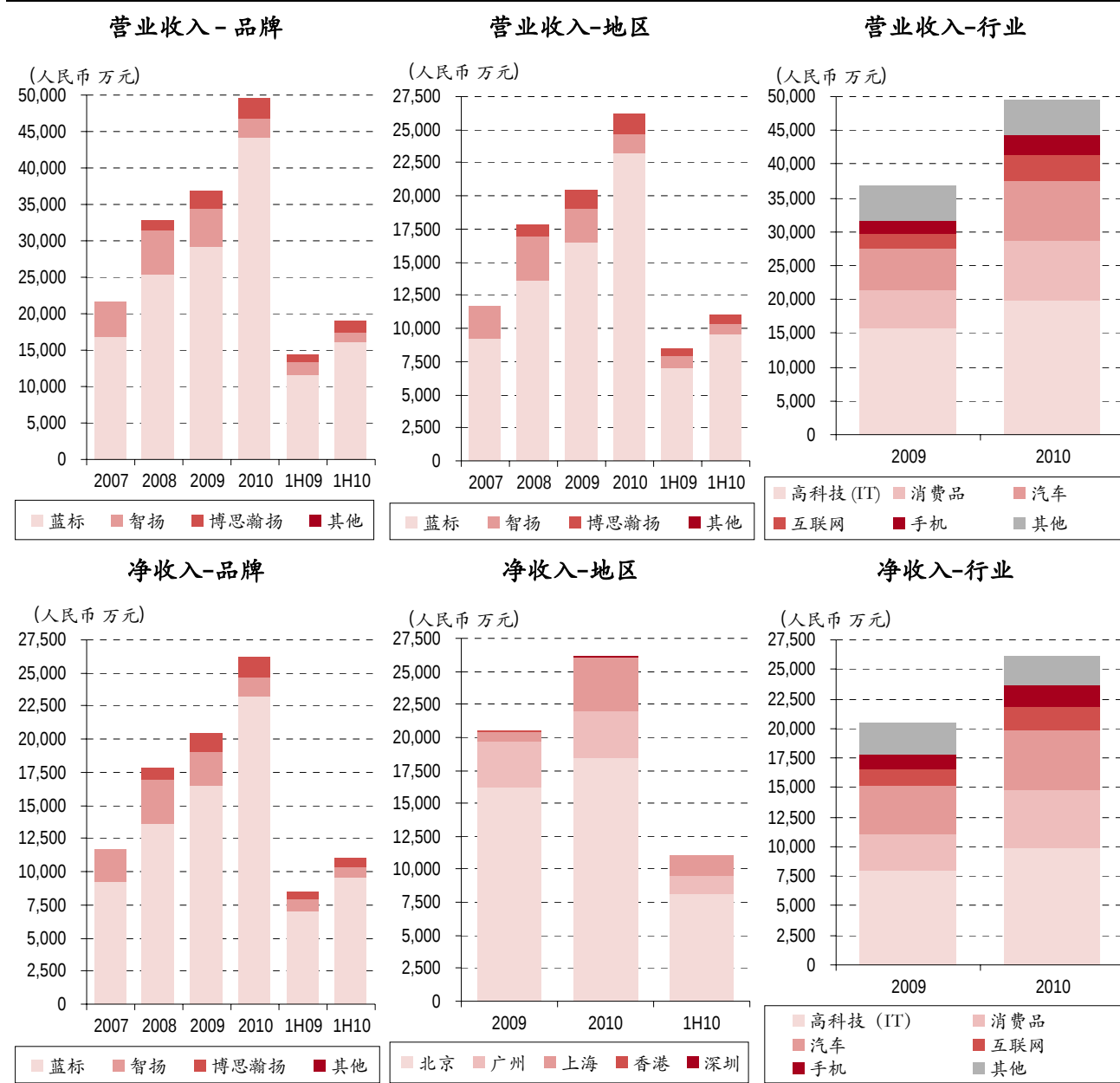
蓝色光标品牌的收益贡献度最大；IT、汽车为现有优势行业；北京市场份额大；产品推广业务比重下降，数字营销和活动管理上升

2010 年公司实现近 5 亿元营业收入、2.6 亿元服务费净收入和 6037 万元净利润，2010 年末共有 743 名员工，人均年创收 73 元左右，人均年净收入 39 元左右。2007-10 年的营收、净收、净利和员工总人数的年均复合增速分别为 32%、31%、22%和 23%，其中，营收增速显著高于行业整体 25%的规模增速。

核心业务是为企业客户提供公关领域内的品牌管理一体化服务，覆盖企业、品牌、产品等多个层级，包括传播类日常管理和活动类非日常管理等。

- 1) 按品牌,可分为蓝色光标、智扬、博思瀚扬(欣风翼)，三品牌 2010 年业务流水总额和服务费净收入(毛利)占比分别为 89%、5%和 6%。蓝色光标份额最重。
- 2) 按客户,主要包括 IT、汽车、消费品、互联网等行业，2010 年毛收入占比分别为 40%、18%、18%和 8%，净收入占比 38%、19%、19%和 7%。IT 和汽车为现有优势行业，消费品将加快发展。
- 3) 按地区，公司业务来源于经济发达的北上广深港，其中北上广 2010 年毛收入占比 75%、13%和 11%，净收入占比 70%、16%和 14%。
- 4) 按业务内容，包括品牌传播(brand/Corporate)、产品推广(Product)、危机管理(Crisis)、活动管理(Event)、数字媒体营销(Digital)、企业社会责任(Social)等，2008 年上述 5 项业务毛收入占比分别为 21%、44%、5%、5%、和 21%。近年来，产品推广比重有所下降，数字营销和活动管理的比重持续上升。

图表 4.公司营业收入和净收入(毛利)构成



资料来源: 公司数据

公司竞争优势

我们认为，公司竞争优势集中于品牌、口碑（专业性和执行力）、人力资源、媒体资源、媒体关系、客户关系和管理水平。

1. 品牌和口碑

作为最早一批的中国公关服务企业，蓝标见证并引领中国公关业的发展，业界口碑佳。国际上，2006年11月被香港 Media 杂志评为“年度公关公司”第二名，本土公关公司第一次在亚太最权威评选中获此殊荣。2008年被美国 The Holmes Report 评选为“年度大中华区最佳公关公司”。国内，在近10年5届的由中国国际公共关系协会举办的中国最佳公关案例大赛中，蓝色光标共获得1个杰出公关大奖、8个金奖、16个银奖、1个最佳议题奖等26个奖项，显示国内领先地位。获奖案例的客户行业和案例类型侧面印证了优势集中于IT和汽车，在品牌管理、产品推广、活动管理、危机管理、议题管理上均有斩获，业务能力全面。据了解，蓝标项目报价属于中上水平，间接证明其在口碑、媒体资源、人才等方面的价值。

图表 5. 公司 2010 年中国最佳公关案例大赛获奖情况

奖项	类型	案例	客户行业	品牌
金奖	网络公关	“玩的不是游戏，是奕”——联想 idea 品牌奕文化网络公关	IT	蓝色光标
银奖	产品推广	“彪悍的小 y, 不只是传说”——联想 ideaPadY450 笔记本新产品上市	汽车	蓝色光标
银奖	危机管理	“一场精准的舆论引导战”——克莱斯勒破产重组	汽车	蓝色光标
银奖	大型活动	“粉红丝带乳腺癌防治运动”——雅诗兰黛 2009 年水立方亮灯仪式	消费品	蓝色光标
最佳议题奖		宝马经销商危机管理	汽车	蓝色光标

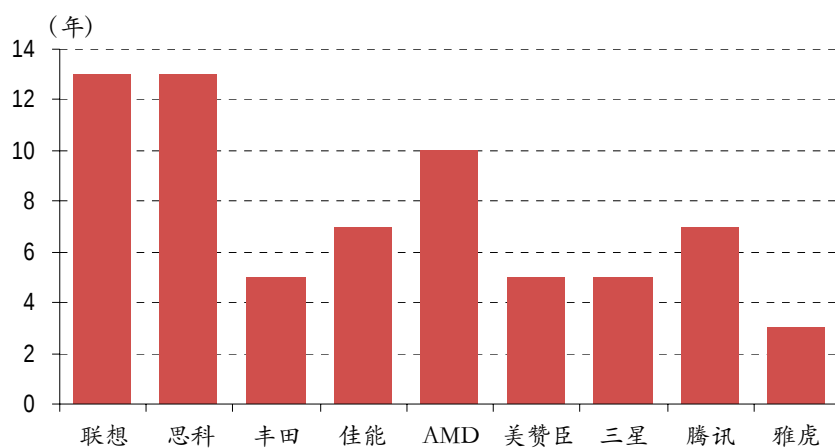
资料来源：网络信息

联想等大客户成长路径的难以复制造成蓝标享有业内少数的全国性媒体网络

2.媒体资源和客户关系

媒体层面，受益于最大客户——联想的业务规模扩大和市场半径扩张，蓝标早在 2005-06 年建立起业内唯一的全国性媒体网络，涉足全国 24 个城市和地区的各类本地媒体，可快速响应客户区域业务需求。客户成长路径的难以复制将使得蓝标在未来相当一段时间内继续拥有领先的媒体网络优势。客户关系层面，全球 500 强企业约有 30 家，最顶级的客户体现对蓝标专业性和执行力的认可。IT、通讯、互联网包括联想、思科、佳能、百度、人人网、索尼、索尼爱立信、AMD、微软、三星、摩托罗拉、诺基亚等，汽车包括广州丰田、克莱斯勒、宝马、北汽等，消费品相关的包括箭牌口香糖、美赞臣、博世、西门子、雅诗兰黛、家乐福、优衣库等，医疗健康相关的包括葛兰素史克、辉瑞、杜邦等，金融包括摩根士丹利等。其中对联想、思科、AMD 等 IT 客户的服务年限长至 10 年，多年积累的人脉资源有助于业务的持续性。

图表 6. 部分客户服务年限



资料来源：中银国际研究预测

蓝标 ERP 一方面支撑单一品牌做大，另一方面检验被收购公司的健康度

3. 信息系统和技术优势

公司自主研发和整合的 IT 系统始终逐步提升公司内部管理的信息化程度和数字营销技术实力。随“业务系统信息化管理平台”募投项目逐步实施，2010 年开发并投入使用人力资源管理系统、行政资源管理系统等核心支撑管理平台。同时升级网络媒体监测平台。蓝标 ERP 将集成和对接财务管理、项目管理、人力资源管理、媒体资源管理、客服支持、知识管理、跨地域协同工作等系统，高度的信息化将提高整体工作效率且促进费用控制的精细化，实现人均盈利及成本指标变动的有效监控。我们认为公司自主研发及整合的管理信息系统至少有两大重要作用：1) 财务控制力强，系统沉淀知识和媒体资源入库，减轻对个人的依赖，支撑单一公关品牌持续做大；2) 可检验收购标的财务健康度。

图表 7. 募投项目概况

项目	募集资金承诺 投资总额	截至 2011 年 1 季度末累计投入 进度	项目达到预定可 使用 状态	内容
公共关系服务全国业务网络扩建	8,832	23.91%	2013 年 12 月	拟建立“四三七八十”的全国性业务拓展网络，即 4 个层级、3 个业务核心子公司、7 个业务骨干点、8 个营运中心和 10 个一般办事处
业务系统信息化管理平台	3,150	19.87%	2013 年 12 月	完善现有的预算管理、合同管理、人力资源、供应商、媒介资源、项目费用支出管理等信息系统并对接，建设以信息分享为基础的业务信息分享系统，建立以跨岗位、跨部门的工作流管理系统，建设以跨地区跨公司的协同业务管理平台
活动管理业务拓展	4,000	16.77%	2011 年 12 月	购买活动策划管理时所使用的声音系统、照明系统、视频系统及 DJ 设备等设备和工具
合计	15,982	21.33%		

资料来源：公司公告

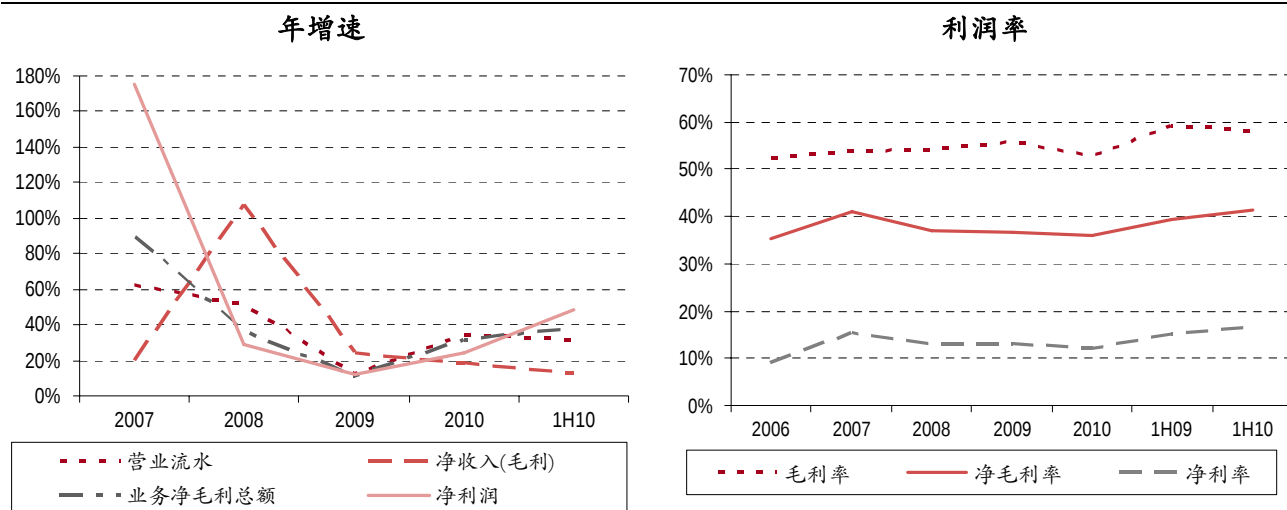
业务模式

第三方营销服务的主要商业模式是收取与客户总预算或销售额挂钩的服务费。按照我国会计准则，蓝标的营业收入主要是包含服务费和为客户垫资等的业务流水总额，营业成本包括除人工外的服务、会议、媒介等成本。实际发生的业务人员成本计入销售费用。

2007-10 年，公司综合名义毛利率约 54%、54%、56%和 53%，扣除业务人员成本的实际业务毛利率约 41%、37%、37%和 36%(估算)——正常波动。简单计算可知，净毛利总额(服务费净收入-销售费用中的业务人员成本)与员工成本的比值在 1.5-2 之间，盈利能力稳定。未来随类似于思恩客等的广告业务并表，预计公司整体毛利率将因业务结构变化而有所变化。

我们认为，第三方营销服务的盈利流程应当是“宏观经济增长——>企业营销发力——>广告、公关、活动服务外包——>外包业务量和预算确立——>基于业务量和服务费预算来控制合理的利润率或人员成本，进一步扩充人员——>项目执行，实现收益”。蓝标在成本费用精细化管理上功夫较深，经营稳健。

图表 8. 业绩增速及利润率



注：业务净毛利=毛利-销售费用中的业务人员成本

注：2010 年及 2010 年上半年业绩净毛利增速和利润率为估算值

资料来源：公司公告

成长空间

蓝色光标单一品牌还将有翻番增长空间

1) **独立公关品牌成长**：公司 2010 年实现近 5 亿元营业收入、2.6 亿元服务费净收入和 6037 万元净利润，2010 年末共有 743 名员工，其中蓝色光标 2010 年实现 4.4 亿元营业收入和 2.3 亿元服务费净收入。预计蓝色光标有潜力在未来 3-4 年实现业务总规模翻番近 10 亿元(每年 20-30%增长)，按照 1 亿元营收对应 150 人的概算，将达到 1500-2000 人左右的团队规模。

近期侧重快消品、汽车，IT 行业寻找细分领域的新客户

2) **跨行业发展**：蓝标 2003 年实施“走出 IT 领域”的发展战略，开拓汽车、消费品、医疗保健、金融等行业。近期发展重点是消费品，目前美赞臣、昆仑山水等为公司重要客户，预计 2011 年均为公司贡献上千万元预算；同时，大众等 10 余个汽车品牌客户中，不少 2010 年下半年或四季度新签客户将为 2011 年带来数倍预算增长。更重要的是汽车客户在逐渐加大对互联网营销的投入，由于互联网营销分工模糊，正在加快产业链布局的蓝标有能力获得此部分增量预算。最后，IT 行业将寻找细分行业内的新客户。此外，公司客户中包含摩根士丹利等金融客户和辉瑞、强生等医疗保健客户，也在政府及 NGO 客户方面有所准备。

业务类型丰富、渠道丰富

3) 业务内容拓展及跨界：由过去的“卓越执行”转向“策略和执行并重”，公关服务类型复杂化，涉足网络公关、事件营销、危机管理、企业声誉管理、企业社会责任(CSR)等，跨界话剧、网络剧等娱乐平台。

数字营销爆发

行业景气度高

包括中国在内的全球数字营销业处于快速发展阶段：互联网独立主流媒体的地位基本确立，媒介裂变引致营销概念层出不穷，传统营销服务分工边界模糊，数字营销市场规模占比不及用户市场份额，尚有潜力可挖。¹

蓝标数字营销业务历程

蓝标大约在 2004 年介入数字营销，旨在为客户提供一站式互联网整合营销服务。2007 年成立互动营销部。2008 年，新媒体业务上已拥有超过 50 人的团队，当年新媒体传播业务量近 7000 万元。2007-10 年，数字营销业务年增长 100-200%，达到业务总量 30% 以上份额。2010 年第九届中国最佳公共关系案例大赛上，蓝标“玩的不是游戏，是玩——联想 idea 品牌玩文化网络公关案例”网络公关金奖是行业内首个互联网营销金奖。2011 年 1 月 4 日蓝标出品网络剧《窈“跳”淑女》，公关跨界操刀“品牌化娱乐”。

组织架构

组织架构上，以各事业部团队为单位，充分了解客户品牌、客户产品以及 minisite、SNS、微博等互联网细分媒体传播属性并做到专业执行。各自隶属于蓝标、智扬两品牌的互动营销部更多是所在机构提供创意、业务资源整合和供应商管理等方面的支持。

未来 2-3 年内，公司数字营销爆发增长的可能性大：

- 1) **汽车等行业重视网络营销的趋势：**汽车行业的网络营销投入在 2009-10 年明显提速，奔驰 Smart 上市、雪佛兰克鲁兹试驾首先考虑互联网新媒体印证数字营销已成为汽车行业的主流营销策略之一。蓝标在汽车行业内实现“传统媒体资源和口碑——>客户关系——>新媒体业务”的升级，分享行业趋势变化的红利。
- 2) **并购助推数字营销业务升级：**蓝标原有的新媒体业务首先源于传统公关业务的嫁接/平移，主要是基于互联网的声誉管理、公众传播、危机管理等，以传播为核心。随 SNK 并入麾下，公司新媒体板块整体将包含直接的互联网广告业务。而华艺百创等特定细分领域内的智力公司，将进一步提高公司互动营销的技术水准和含金量。

¹ 具体见后文附录二

国际范围内，知名广告主自制网络剧如 2007 年起联合利华和传立娱乐合作推出的《母爱之道》等。

盈利预测及假设

我们假设：

- 1) 2011 年起较 2010 年受如下影响：IPO 费用的消除、坏账准备计提会计估计变更、税收优惠；
- 2) 剔除上述影响，内生性净利润增长 25%；
- 3) 坏账准备计提方法变更源于 SNK 等广告业务注入，而广告业务的坏账准备计提方法的账龄分类弱于公关；
- 4) 税收优惠主要源于下属子公司；
- 5) 并购仅考虑已明示的博思瀚扬增持、思恩客、上海励唐等，暂不考虑潜在并购；
- 6) 参股华艺百创存在其他 VC/PE 进入而摊薄至成本法核算的可能，暂不考虑源于华艺百创的直接投资收益；
- 7) 公司可动用的自有资金及超募资金优先考虑并购用途。

据此，对公司确定性业绩的预测如下。

基于现有业务（亦不考虑进行中的资产重组），预计公司 2010-13 年每股收益 0.80 元、1.10 元和 1.42 元。但现有可用资金在 10 倍收购市盈率的简单假设下至少有 0.41 元每股收益增厚空间，同时并未考虑股权并购的杠杆效应。我们认为，从上市资本效应的时效性和公司实施并购战略的主观能动性看，公司 2011-12 年后续进行 3-4 次大规模并购是大概率事件，长期具有再融资预期。

图表 9. 公司净利润拆分假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
1.原有业务的净利润	4,802	6,037	8,370	12,337	13,818	17,134
内生同比增长假设			39	43	25	24
2.IPO 一次性费用消除			394			
3.税收优惠/返还假设			600			
4.坏账计提政策变更			400			
5.期权费用			(1,076)	(1,041)	(600)	(124)
6.并购等外延收益:						
-6.1.博思翰扬的净利润			600	672	739	813
同比增长 (%)				12	10	10
比 2010 年增持的股权比例			16	32	32	32
合并月数			12	12	12	12
权益利润			96	215	237	260
-6.2.SNK 的净利润			2,400	2,880	3,456	4,147
同比增长 (%)				20	20	20
持股比例			51	68	84	100
合并月数			8	12	12	12
权益利润			816	1,469	1,763	2,115
-6.3.上海励唐的净利润			800	1,000	1,250	1,550
同比增长 (%)				25	25	24
持股比例			20	51	51	51
合并月数			9	12	12	12
权益利润			120	510	638	791
-6.4.华艺百创的净利润			1,000	1,200	1,400	1,600
同比增长 (%)				20	17	14
持股比例 (%)			19.7	19.7	19.7	19.7
合并月数			9	12	12	12
权益利润(成本法, 看现金分红)						
已知并购收益 合计			1,032	2,194	2,637	3,166
7.并购所用现金的资金成本			(167)	(21)	0	0
利率 (%)			2	2	2	2
净利润总额 合计	4,802	6,037	9,554	13,143	17,050	21,658
同比增长 (%)		26	58	38	30	27
总股本			12,000	12,000	12,000	12,000
每股收益:						
1.内生性净利润			0.70	1.00	1.25	1.55
2.IPO 一次性费用消除			0.03	-	-	-
3.税收优惠/返还假设			0.05	0.06	0.08	0.09
4.坏账计提政策变更			0.03	-	-	-
5.期权费用			(0.09)	(0.09)	(0.05)	(0.01)
6.已明确的并购收益			0.09	0.18	0.22	0.26
7.并购所用现金的资金成本			(0.01)	(0.01)	0	0
合计			0.80	1.10	1.42	1.80
1. 剩余闲散自有资金假设				25,000		
2. 剩余超募资金				24,368		
可用于并购的剩余资金 合计				49,368		
并购市盈率假设				10		
并表利润				4,937		
潜在并表每股收益				0.41		

注: 未考虑股权并购的杠杆效应。

资料来源: 中银国际研究预测

估值

目前 A 股轻资产传媒公司 2011-12 年总市值加权平均市盈率 34 倍和 24 倍，其中营销服务类 29 和 21 倍。

我们看好蓝标的远大理想和并购准备：项目储备、专业顾问团队、VC/PE 人脉、并购资金等。持续并购战略使其具有显著快于行业平均的成长，享有估值溢价。目标价 40.00 元，对应 2012 年已有业务每股收益 1.10 元的 37 倍，2012 年已有业务及简单现金收购增厚假设合计 1.51 元的 27 倍市盈率。首次评级买入。

图表 10. 可比公司估值(2011-6-14 收盘价)

公司名称	代码	总市值	总股本	收盘价	每股收益				市盈率				净利润年	市盈增	净资产收
		(亿人民币)	(亿股)	(人民币)	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E	均复合增	长比(倍)	益率(%)
													速(%)	2011E/	2011E
														2010-13E	
A 股营销服务公司：															
省广股份	002400.SZ	28.69	1.48	19.35	0.46	0.69	0.97	1.24	42	28	20	16	39.4	0.7	9.7
华谊嘉信	300071.SZ	13.18	1.04	12.73	0.32	0.43	0.55	0.58	39	29	23	22	21.3	1.4	n.a.
A 股其他传媒类轻资产公司：															
华谊兄弟	300027.SZ	89.33	6.05	14.77	0.25	0.38	0.56	0.77	60	39	26	19	46.0	0.8	14.2
华策影视	300133.SZ	43.58	1.13	38.58	0.85	1.26	1.77	2.32	45	31	22	17	39.7	0.8	11.8
中青宝	300052.SZ	18.60	1.30	14.31	0.27	0.47	0.65	0.68	52	31	22	21	35.8	0.9	6.0
海外上市内资广告公司：															
白马户外	0100.HK	19.60	5.29	3.71	0.27	0.28	0.33	0.37	14	13	11	10	10.2	1.3	5.8
中视金桥	0623.HK	12.93	5.67	2.28	0.28	0.32	0.37	0.41	8	7	6	6	13.2	0.5	20.0
昌荣传播	CHRM.US	5.96	0.08	76.26	6.63	8.07	10.60	10.96	12	9	7	7	18.2	0.5	n.a.
分众传媒	FMCN.US	261.04	1.43	182.32	8.53	8.42	10.85	12.25	21	22	17	15	12.8	1.7	12.5
航美传媒	AMCN.US	14.58	0.66	22.22	(0.54)	0.75	2.02	3.50	n.a.	30	11	6	n.a.	n.a.	1.3
华视传媒	VISN.US	12.95	0.72	17.95	(12.4)	0.31	1.61	2.60	n.a.	58	11	7	n.a.	n.a.	2.1
外资传播&营销服务公司：															
		(亿)	(亿股)	(所在交易所货币, 元)											
WPP	WPP.LN	94.65	12.65	7.48	0.46	0.64	0.71	0.785	16	12	11	10	19.5	0.6	11.4
宏盟	OMC.US	128.95	2.81	45.87	2.70	3.22	3.69	4.19	17	14	12	11	15.8	0.9	25.3
阳狮	PUB.FP	73.97	1.92	38.60	2.35	2.73	3.05	3.36	16	14	13	11	12.6	1.1	17.0
IPG	IPG.US	57.47	4.89	11.76	0.47	0.65	0.81	1.02	25	18	15	12	29.5	0.6	13.6
电通	4324.JP	5,875.25	2.78	2,112.00	83.28	84.84	123.4	145.6	25	25	17	15	20.5	1.2	4.5
安吉斯	AGS.LN	19.03	12.87	1.48	0.04	0.11	0.12	0.14	37	13	12	11	50.0	0.3	20.0
汉威士	HAV.FP	15.21	4.30	3.54	0.26	0.32	0.35	0.38	14	11	10	9	13.3	0.8	12.0
MDZ Partners	MDZ/A.CN	5.23	0.29	18.05	(0.55)	(0.03)	0.44	0.71	n.a.	n.a.	41	26	n.a.	n.a.	0.7
总市值加权平均-A 股营销服务					0.41	0.61	0.84	1.03	41	29	21	18	33.7	0.9	6.7
总市值加权平均-A 股轻资产					0.42	0.64	0.90	1.17	52	34	24	18	40.9	0.8	11.2
总市值平均-海外上市内资广告					6.44	6.94	9.04	10.27	20	22	16	13	12.8	1.6	11.5
算术平均-海外传播&营销服务					11.13	11.56	16.57	19.52	22	15	16	13	23.0	0.8	13.1
蓝色光标	300058.SZ		1.20		0.50	0.80	1.10	1.42					41.3		10.1
(现有业务)															

资料来源: wind, Bloomberg, 中银国际研究预测

主要风险

我们认为，公司面临以下风险：

- 1) 并购节奏受监管机构审核流程等外部影响。
- 2) 实体经济对营销服务业整体景气度的影响。
- 3) 全行业普遍的高端人才紧缺。
- 4) 互联网营销领域内来自于产业链上游广告公司的竞争。
- 5) 网络公关等领域的监管风险。

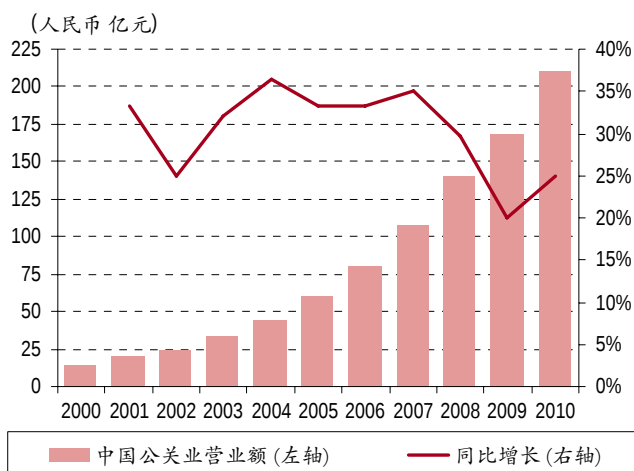
附录一、中国公关业简析

中国公关业规模及增速

伴随改革开放和经济发展，中国公关行业初生、发展与壮大。从最初的舶来文化到 2009 年中国国际公共关系协会(CIPRA)获得民政部颁发的首批行业资质以及 2010 年《公共关系行业产品标准》(框图和术语)、《公共关系行业人力资源标准》(指导意见)出台，从 90 年代初的外资教育市场到今天的内外资分庭抗礼、各有千秋，进入持续发展阶段。

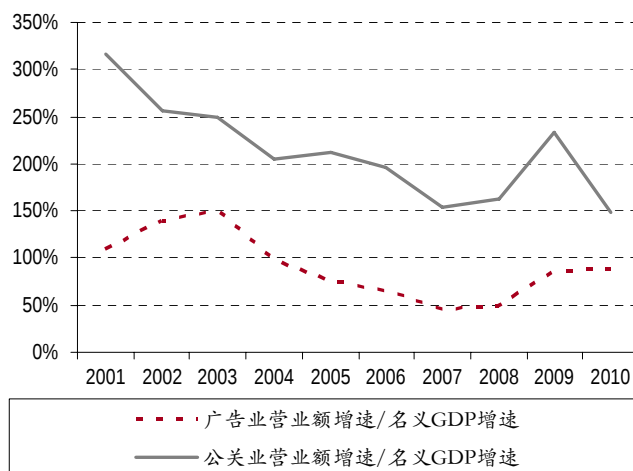
根据 CIPRA 年度调查报告，2000-10 中国公关业总营业额年均增长 30%，2010 年同比增长 25% 左右至 210 亿元以上。中国现代广告业和公关业同获改革开放发展契机，但公关前期主要是国际公关巨头和在华跨国企业的舞台，目前国内公关业营业额约占广告业的 10%，增速显著快于广告业。

图表 11. 中国公关业营业规模年增长



资料来源：中国公关关系业年度调查报告，CIPRA

图表 12. 中国广告业和公关业增速差异



注：名义 GDP 为当年价格

资料来源：CEIC、中国公关关系业年度调查报告，CIPRA

图表 13. 中国大陆公关业发展 3 阶段

时间	时期	事件
80 年代	拿来主义	沿海特区改革开放最早的一些外商独资或中外合资企业(如广州白天鹅宾馆、白云山制药厂、北京长城饭店)公关部挂牌，公关从业人员出现；伟达、博雅等国际公关公司抢滩中国市场。
90 年代	自主发展	1991 年 CIPRA 在北京成立。广州方圆、博能顾问、路村咨询等本土专业公关公司出现。爱德曼、福莱国际、万国宣伟、奥美等国际公关公司通过收购、合资、设立办事处等进驻中国。本土公关顾问市场逐步形成，集中于国际客户(约占 90%)全球战略在中国市场的传播执行。截至 1999 年，全国专业公关公司超过 300 家，从业人员超过 3000 人，其中有固定客户和规模的 50 家左右，15 家外资进驻中国，其中国际前 20 名的有 50% 进入。1999 年 5 月，“公关员”新职业纳入中国大陆职业分类大典的第三类，获国家正式承认。中国计算机应用高速普及，推动 IT 企业公关需求增长。
21 世纪以来	蓬勃发展	市场蓬勃发展，国际公关公司本土化，本土公关公司专业化和规模化，以外资主导的并购活动持续，北京中奥、上海世博、中国企业走出国门等迅速提升市场。2000 年之后的互联网泡沫破灭催生互联网广告直至互联网营销，IT、消费类电子产品、汽车、教育、房地产、金融、快消品等行业陆续大规模介入数字营销，广告、公关、活动及互联网平台公司本身等均可跨界提供企业数字营销业务。

资料来源：网络信息，中银国际研究

市场格局：

1) 行业集中度低

行业高度分散，进入门槛低。全国 3000 多家公关公司，从业人员超过 10 万人，过去 6 年，专业公关公司数量和从业人员规模约增长 50%。2010 年所调查的 70 家，最低营业额超过 4500 万元的” Top 20” 年营业规模同比增长 30.8%，而最低营业额超过 1500 万元的” 潜力 20” 增长 32.7%。两者增幅均高于行业整体增速，行业集中度有所提升；且显著高于 2009 年同期增速，显示良好的经济复苏影响。

2) 地区分布集中

北上广(及深)蓉(及渝)是公关公司最多的城市，2010 年 70 家被访公司中约有 77% 总部设于北京，” Top 20” 及” 潜力 20” 的 40 家中有 38 家公司在 2 个或 2 个以上城市设办公室，有 5 家在超过 5 个以上城市设立了分公司或办事处。我们粗略估计北京维持 40% 以上的市场份额，再加上快速增长的以沪广蓉为中心的 3 大区域市场， 4 地市场份额约 70%，远高于北上广 48% 的广告市场份额。

3) 内外资差异

我们认为，在华的内外资公关公司在发展方向，发展速度、组织架构、业务侧重、人力资源上均有差异。外资公关的专业化、系统化、策略性业务能力较强，对外资客户的锁定较

强，属于某大型传播集团的公关品牌较多，本土公关则在业务执行力、灵活性和对中国市场和本土企业的沟通等方面占优：

- a) **规模及增速**：近 20 年行业发展即是外资本土化和内资国际化的过程，后者体现在业务的专业化和架构的集团化规模化，已形成内外资各占半壁江山，内资增长更快的市场格局；
- b) **媒体生态环境**：电视媒体主导的 20 世纪媒体环境变化促成国际市场上公关重要性和规模往往不及广告业的现状，不少公关公司隶属于大型传播集团，从集团内承接客户带来一定的稳定性但也有局限性。中国公关业所依存的媒体环境经历着传统媒体的马太效应，同时也经历互联网的崛起和演变，本土独立公关公司更多，结果导向性和服务灵活性明显强于外资；
- c) **业务侧重点**：在华企业公关需求的“从无到有”建立在跨国公司拓展中国消费市场和外资公关公司示范教育的基础之上，外资公关侧重于“策略”，本土公关最早由“执行”起步；
- d) **人力资源**：中外对人力资源的重视度差异更为深刻地体现在服务业上，尤其是智力资本经济的公关业。早年，外资公关的薪酬待遇高于本土公关，现阶段两者差距缩小，顶级外资公关公司和大型本土独立公关公司的待遇相近，但本土公关的结果导向型发展惯性造成其浮动薪酬的比例更高。
- e) **资本运作**：发展策略、行事风格和资本力量的不同造成内外资公关业内既往并购历史不同。WPP、宏盟等国际传播集团以多品牌、并购来实现新市场渗透或抢夺“利基”市场：覆盖广告、公关、线下营销等多领域。90 年代以来，外资在华公关业务的真正做大源于合作或并购的远多于独资，本土公关业仍处于自由发展阶段且融资环境落后于外资。2003 年 9 月，嘉利并购博能，开创了本土公关公司资本运作之先河，但后来被证明更多是形式上的合并。2010 年蓝色光标等 3 家广告行销公司登陆 A 股市场，大幅增强融资能力。2011 年 6 月，省广股份并购广州旗智，上游向下游延伸，受益于客户共享。但整体而言，本土公关公司确立并购战略、建立并购团队、具备稳定融资平台和积累并购经验的步伐都晚于外资。

图表 14. 外资品牌公关业务入华途径

集团/性质	外资公司	在华举措	服务过的在华客户
WPP	伟达(Hill & Knowlton)	1984 年设立北京办事处, 1993 年设立上海办事处, 2009 年 8 月增设成都办事处; 2008 年收购维思传讯	中石油、2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会、海尔全球、惠普三星、帝亚吉欧(Diageo)
WPP	博雅(burson-marsteller)	1986 年与新华社合作成立中国第一家专业公关“中国环球公关公司”; 1992 年北京建立总部; 拥有大中华区内的北京、上海、广州、成都和香港办事处	
WPP	奥美公关(Ogilvy)	2002 年 6 月收购西岸公关, 成立西岸奥美	杜比实验室、哈曼音响、北京尤伦斯当代艺术中心、佛吉亚 (Faurecia)
WPP	百帝(BatesAsia)	2006 年 5 月收购一家香港的小型公关公司	
宏盟(Ominicom)	凯旋(ketchum)	1988 年与香港先驱公关成为合作伙伴, 1996 年与之共同成立凯旋先驱	2010 年广亚会、伊顿中国、PennWell
宏盟	福莱国际(Fleishman)	2004 年与帕格索斯结成战略联盟	上海洛克外滩源、国美
宏盟	Porter Novelli	2005 年 1 月与蓝色光标建立战略合作伙伴关系	
宏盟	DAS	2007 年 9 月收购专业医药咨询和营销服务公司康斯泰克	诺华制药、诺和诺德、西安杨森、益普生、华润
宏盟	BBDO、Pleon、Porter Novelli、Proximity	2008 年 1 月注资宣亚, 持股 40%, 宏盟旗下 4 家公关、广告、营销公司与宣亚旗下子公司分别合资成立宣亚国际广告、宣亚国际公关、培恩国际公关和宣亚智慧市场行销	索尼爱立信、奔驰、沃尔沃、PT 国际铂金协会、哥本哈根气候理事会
IPG	万博宣伟(Weber Shandwick)	1993 年设立北京办事处	中移动、松下、丹麦爱步(Ecco)、ArvinMeritor、德克萨斯旅游局、永恒印记钻石
阳狮(Publicis)	明思力(MSL)	2010 年 11 月控股北京易为公关, 正式更名为易为明思力(YW MSL); 2011 年 2 月购并长期合作的策略伙伴台湾双向公关, 正式更名为双向公关明思(ICL MSL)	阿特拉斯科普柯(Atlas Copco)、阿斯利康(AstraZeneca)和捷信中国(homecredit), 彪马(Puma)
Next Fifteen	拜德传播(Bite Communication)	2009 年 11 月完成收购伟泽公关(Upstream Asia); 2011 年 4 月, 收购互联网解决方案提供商 Interlink Systems	AMD、惠普、微软、奔迈、索尼和 Vonage
Next Fifteen	科闻 100 (Text 100)	n.a.	IBM/联想、百思买、KEF、莱迪思半导体(Lattice)、丰树产业-西安怡丰城
独立	爱德曼(Edelman)	1985 年在北京、上海和广州设有办事处, 并在全中国 18 个二线城市设有合作机构; 2007 年 9 月并购帕格索斯	纽约人寿、Timberland、New balance
独立	安可(APCO)	1989 年开始在中国开展业务, 1997 年北京开设代表处; 1999 年并购在华英国投资与政策咨询公司贝特伯恩(Batey Burn)	n.a.
独立	霍夫曼(Hoffman)	1996 年在香港成立亚太区总部, 1999 年成立北京子公司	富士通等 IT 公司
独立	普乐普	1997 年在中国成立了第一家日系公关公司普乐普中国(PRAP China)	TCL 集团
独立	Imagination	2009 年 4 月上海新设办公室	n.a.
独立	Grayling	2009 年 9 月与 Trimedia 和 MMD 等姐妹公关公司品牌合并, 成为全球第三大独立公关集团	帝亚吉欧(Diageo)
独立	新洲国际集团 (NICG)	2009 年 11 月英国新洲有限公司全资收购趋势中国, 重组新洲国际集团	中移动、中国联通、悦己杂志、海南航空、招商银行
独立	电通 (Dentsu)	2010 年 3 月与蓝色光标共同设立电通蓝标公关	优衣库
独立	斯考特(Scott Partnership)	2010 年 8 月在上海成立其在中国区第一个分支机构	春宇供应链、英国皇家特许测量师学会(RICS)
独立	罗德(Ruder Finn)	2011 年 2 月收购上海同声公关	海航唐拉雅秀, 纪梵希, Follie Follie, 卡地亚
独立	锐博(Racepoint)	2011 年 2 月收购博凡诺大(Professional Public Relations)大中华区业务	BDO, L.L.Bean, Crocs, New Balance, Alibaba, Symantec
独立	睿桥公关(Red Bridge)	2009 年成立	英迪格(Indigo)、The Carat Club、奇瑞量子汽车 (CQAC)

资料来源: 网络信息, 中银国际研究

4) 传播执行为主要业务模式

从公司定位看，2010 年“Top 20”和“潜力 20”被访公司中约有 20 家以传播代理和执行为主，8 家以活动代理和执行为主，7 家以顾问咨询为主，3 家以网络公关为主。传播类公司集中于北上广等经济发达、企业需求旺盛地区，为市场份额最大的公关类型。活动类公司在区域市场快速发展，顾问类和网络类的比例近年来有所提高。

从公司参与度看，网络公关(40 家中的 38 家)、事件营销(18 家)、危机管理(15 家)为前三大广泛提供的业务。而在网络公关服务中，互联网舆情监测 (31 家)、产品线上推广 (29 家)、事件营销 (27 家)、口碑营销 (28 家) 等形式较多。

下游客户：

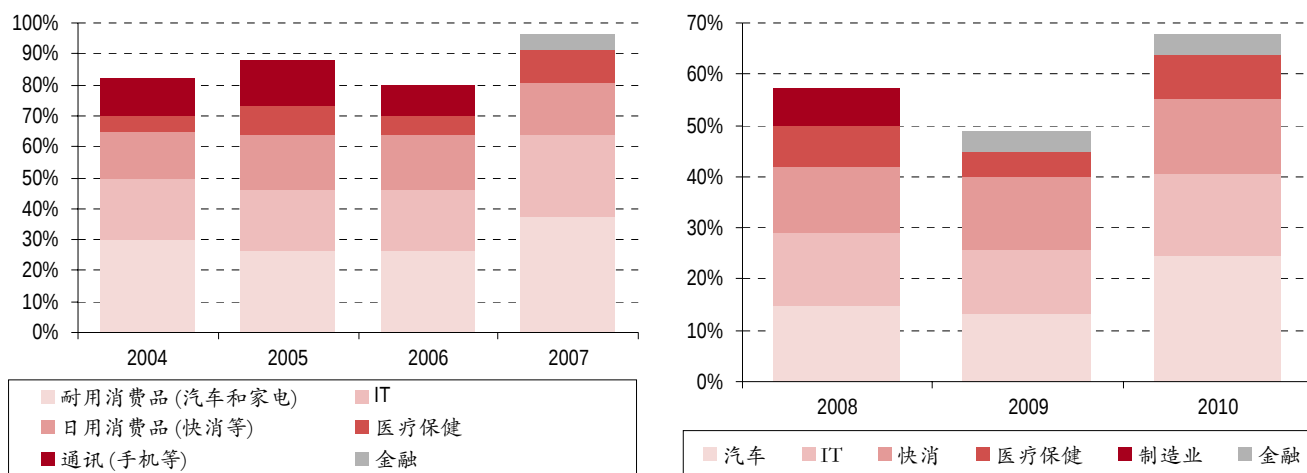
1) 行业分布集中，但长期趋于分散

2010 年公关服务市场的前 5 大行业客户分别为汽车、IT、快消、医疗保健和金融，占营业总额的 24.3%、16.2%、14.8%、8.3%和 4.1%，剩余 32.3%来自于通讯、互联网、房地产、制造业、体育、文化等。以耐用消费品(汽车和家电)、IT、日用消费品(快消等)、医疗保健、通讯和金融等分类，2004-07 年 C5 集中度分别为 82%、88%和 96%；而以汽车、IT、快消、医疗保健和金融等分类，2008-10 年 C5 集中度分别为 57%、48%和 68%。2010 年，服务于汽车、快消、金融、医疗保健的公关公司数量快速增长，显著快于 IT、制造业、通讯等(亦印证公关行业本身极高分散度和较低进入门槛)。

上述数据表明：

- a) 公关客户行业分布仍然集中，为 IT、汽车等重点行业对公关营销服务的认可度逐步提高与专业公关公司主动营销的双正向作用结果；
- b) 中长期内企业公关服务需求广泛化，各个 B2C 模式的消费类行业、政府和 NGO 等的公关服务需求旺盛。

图表 15. 中国公关业营业总额的主要行业分布

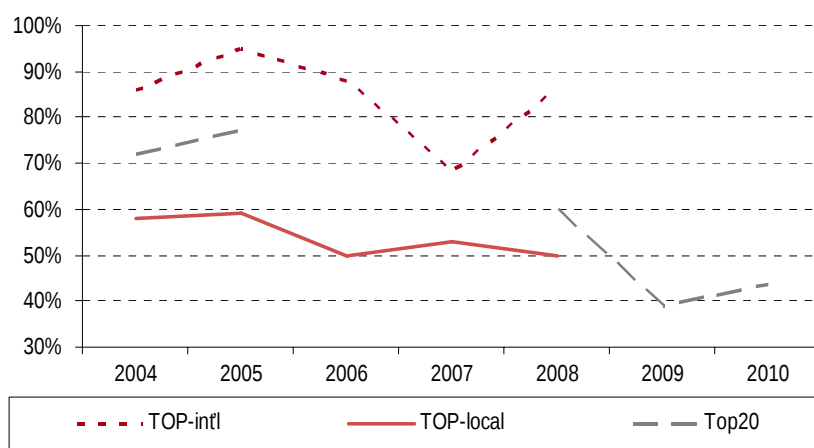


资料来源：中国公关关系业年度调查报告，CIPRA

2) 外资客户比重显著下降

2004 年至今，“Top 20” (尤其是本土公司)的外资客户比重下降趋势鲜明，由 2004 年的 72% 降至 2010 年的 44%，由于跨国公司受金融危机影响而缩减营销预算，2009 年外资客户占比达到历史低点。此外，“潜力 20”在 2008-10 年的外资客户比重分别为 55%、49% 和 38%，近两年持续下降。

图表 16. Top 20 公司的外资客户平均比重



注：部分数据未披露

资料来源：中国公关关系业年度调查报告，CIPRA

3) 平均客户关系较短

2008-10 年，“top 20”和“潜力 20”公司的签约客户比重分别为 71%、66%、65%和 65%、69%、72%。以项目制为基础的业务占近一半的比例。而由胜三在 2011 年初的调研可知，中国市场的公关/线下营销公司与客户的平均合作关系约 2.8 年，略好于广告公司(2.5 年)，但显著低于国际市场。

上游媒体：传统媒体马太效应，互联网新媒体崛起

2010 年 2341 亿元的中国广告经营总额中，电视台广告创收增长 26.8%，远超过电台(7.4%)、报社(3.0%)和期刊社(6.1%)——传统媒体继续呈现马太效应。而互联网广告营业额同比增长 67%至 183 亿元，占有所有媒介总额的 8%，比上年同期提高 3 个百分点，刊例价核算的市场总额占比约 11%。

附录二、中国数字营销业简析

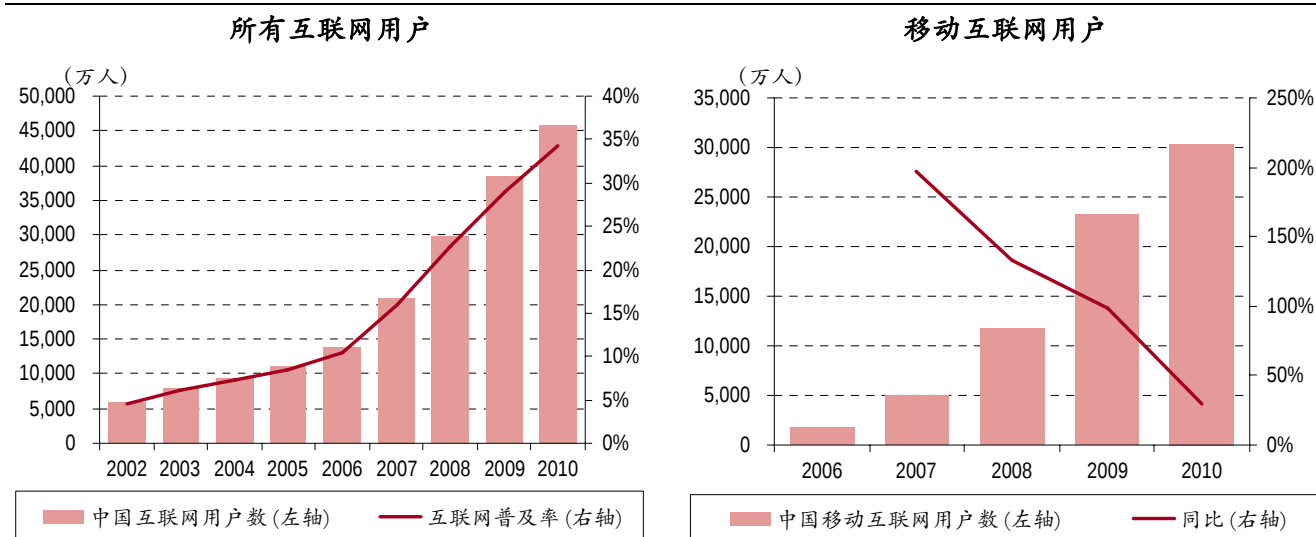
互联网发展：

1) 独立主流媒体地位基本确立

2003 年前，6,000-7,000 万用户的互联网用户约是全国总人口的 5%，全国有线电视用户数的 50%。互联网被定位为“传统媒体的补充”。2010 年底中国共有 4.57 亿互联网用户，同比增长 19%，互联网普及率提高 5.4 个百分点至 34.3%，其中移动互联网用户 3.03 亿，同比增长 30%。

电脑和智能手机普及、互联网基础资源配置优化、互联网应用多样化下的网民规模持续增长是互联网新媒体影响力迅速扩大的基础，网民年龄结构优化、网络监管趋严助其媒体公信力提升。腾讯报告称，2003 年非典时期互联网首次成为时效报道的主体，2008 年奥运期间互联网成就奥运报道“第二现场”，2011 年 3 月 11 日本地震后互联网为用户沟通“生命线”。互联网“独立主流媒体”地位基本确立。

图表 17. 中国互联网用户规模增长



资料来源：CNNIC

2) 营销蓝海

现阶段，中国互联网营销市场规模约占市场总额的 10%，与超过 30% 的互联网用户渗透率仍有差距。2009 年，美国电视、电台、报刊及互联网 4 类媒体中，用户互联网使用时间占比约 28%，但互联网广告规模占比仅 13%。互联网营销仍有广阔蓝海。

互联网营销的变化：

中国互联网营销的真正起步源于 2000 年之后互联网泡沫破灭，以盈利为目的的互联网广告首次出现。此后随着网络接入速度和软硬件性能提高，互联网应用丰富，企业瞄准触网消费群进行广告行销的可创空间扩大，“营销”逐渐取代“广告”二字，技术创新促使互联网营销在媒介选择、产品形式、计费模式等方面发生较大改变。

1) 媒介选择多样化对应营销概念立体化

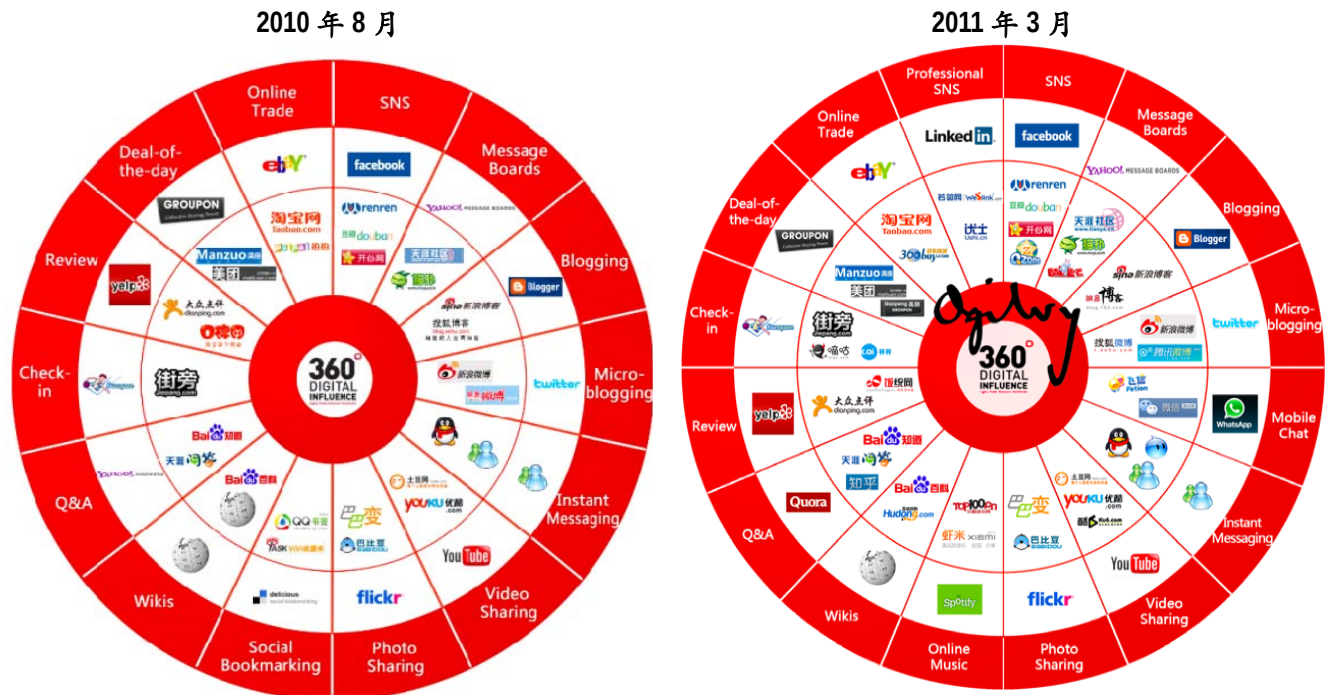
互联网最初印象基本集中于聚合搜索、新闻、电邮等的门户网站和即时聊天工具。网络基础资源的丰富促使网络视频、音乐、游戏、社交网站、购物/团购、银行支付、炒股、博客、微博、旅行预订、LBS 等应用大发展，互联网整体用户使用率和粘性提升。与之对应，在营销领域出现博客营销、口碑营销、病毒视频、体验营销、精准营销、搜索引擎营销等新颖细分概念。

图表 18. 2007-10 年中国互联网各类应用使用率

(%)	2007	2008	2009	2010
搜索引擎	72	68	73	82
网络音乐	87	84	84	79
网络新闻	74	79	80	77
即时通信	81	75	71	77
网络游戏	59	63	69	67
博客应用	24	54	58	64
网络视频	77	68	63	62
电子邮件	57	57	57	55
社交网站	0	0	46	51
网络文学	0	0	42	43
网络购物	22	25	28	35
论坛/BBS	0	31	31	32
网上银行	19	19	25	31
网上支付	16	18	25	30
网络炒股	18	11	15	16
微博客	0	0	0	14
旅行预订	0	6	8	8
团购	0	0	0	4

资料来源：CNNIC

图表 19. 近半年中国各类互联网应用的快速裂变



资料来源：奥美、网络信息

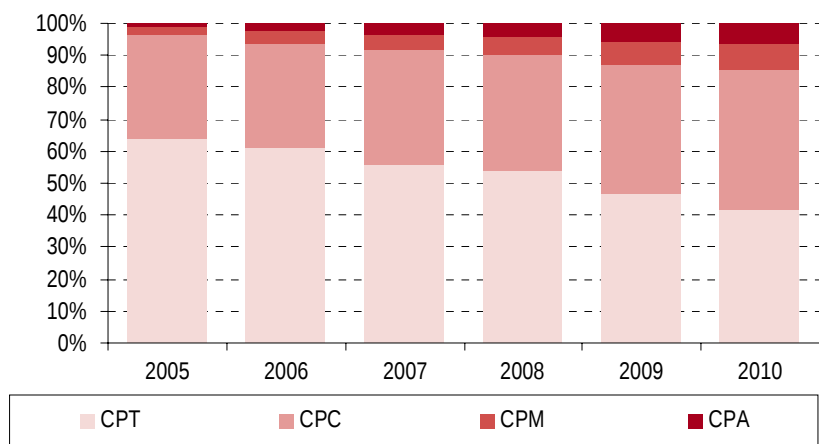
2) 产品丰富及互动性增强

最初的产品形态几乎为传统媒体广告的平移，以展示为主。目前，展示广告仍然是主要营销方式之一，但早已丰富到文字、悬浮、旗帜、按钮、对联、弹出、鼠标响应、Flash、全屏、富媒体等多种表现要素。同时，营销产品与媒介同步实现 Web1.0 至 2.0 的升级，2005 年前后出现的新浪博客和猫扑等社区网站，以及 2008 年出现的开心网、校内网(人人网)等实名制社交网络成为互动营销新平台。

3) 计费模式精准化

最初仍然是像传统媒体学习的以时段(CPT)、版面(CPD)为主的计费方式。随技术进步，互联网对用户的追踪性得到有效挖掘，越来越多的企业客户对数字营销从试验尝试阶段进入追求 ROI 的阶段，计费模式由简单的 CPD 扩大至以流量(CPM)、销售额(CPS)、点击量(CPC)等为主或混合的模式，精准营销的概念出炉。2004 年百度的竞价排名就是典型的按效果付费的产品。

图表 20. 中国互联网广告模式构成估算



资料来源：艾瑞咨询

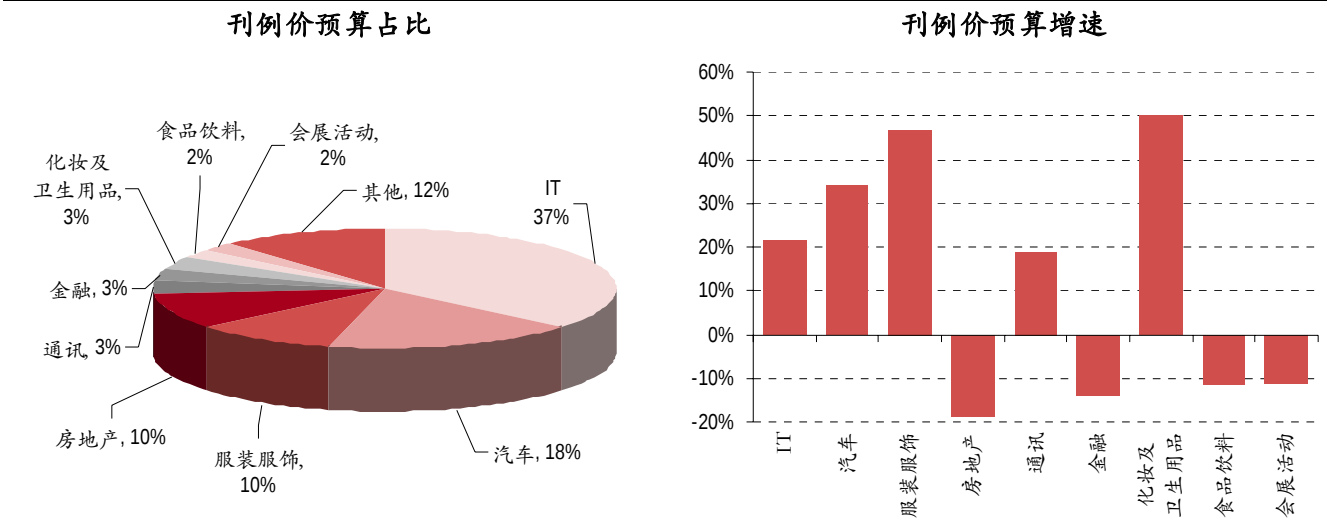
市场格局

50 年以来，广播电视的诞生与发展催生出当下的全球或区域性的传播巨头。近 10 年来，互联网的发展酝酿出越来越多的数字营销/整合营销公司。数字营销领域至少包含 5 类服务商：华扬联众、好耶等纯粹的独立互联网营销服务公司，奥美等后介入的广告公司(奥美互动、奥美世纪)，蓝色光标等后介入的公关公司，新浪、网易等互联网平台公司和第三方监测机构。与传统媒体不同，互联网的技术驱动性保障了华扬联众等技术派公司的生存空间，互联网的“长尾效应”造成效果监测标准复杂化和媒介的丰富化——平台公司具备媒体属性，而广告、公关、活动等分工混淆，竞争加剧，随监测机构丰富、监测标准完善，互联网营销将更容易获得企业主认可。

客户行业分布

10 年来，IT、消费类电子、汽车、教育、房地产、金融、快消品等行业陆续大规模介入互联网营销的领域。

图表 21. 2010 年中国互联网广告客户行业分布



资料来源: DCCI

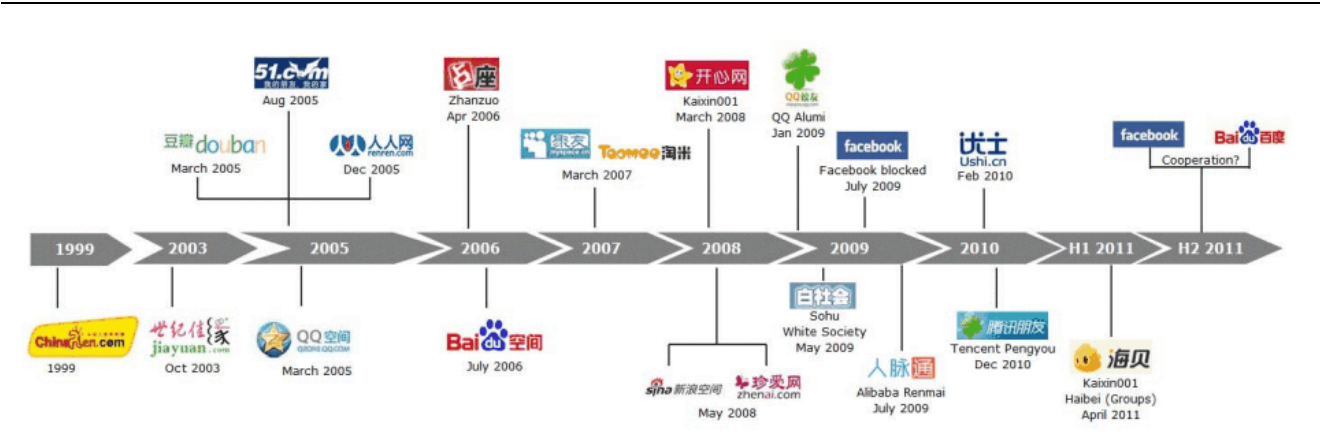
社交媒体与口碑营销

传统公关服务的沟通特质使得 SNS 媒体、口碑营销是互联网公关最易开花结果的细分领域。

1) 社交媒体演进中

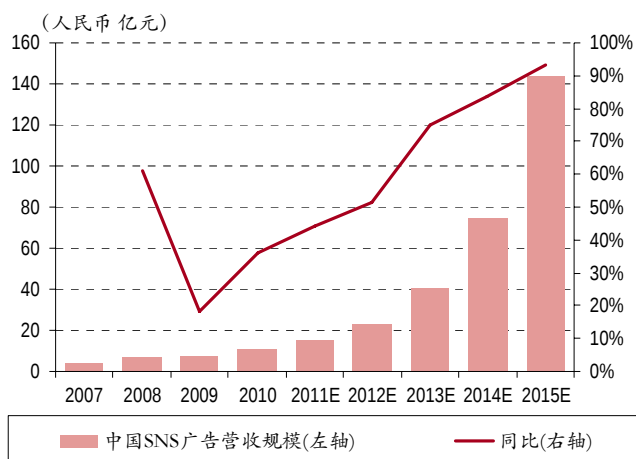
根据 DCCI 统计, 2010 年中国网络社区广告营收规模约 10.6 亿元, 同比增长 36%, 比上年同期提高 18 个百分点。在全球范围内, 社交媒体遵循着“社交——本地化——移动”(SoLoMo) 的演变过程。艾瑞 IUserTracker 抽样统计表明, 2010 年起, 博客、SNS 的用户规模趋于稳定, 而具有移动、实时特征的微博的用户规模增长惊人。

图表 22. 中国部分 SNS 社区时间表



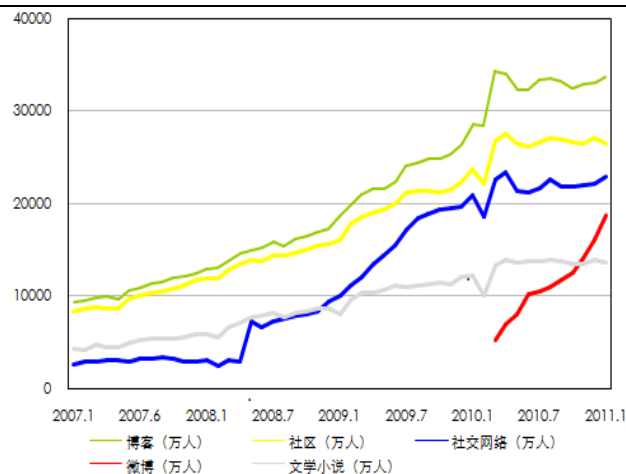
资料来源: 网络信息

图表 23. 中国网络社区广告规模



资料来源：DCCI

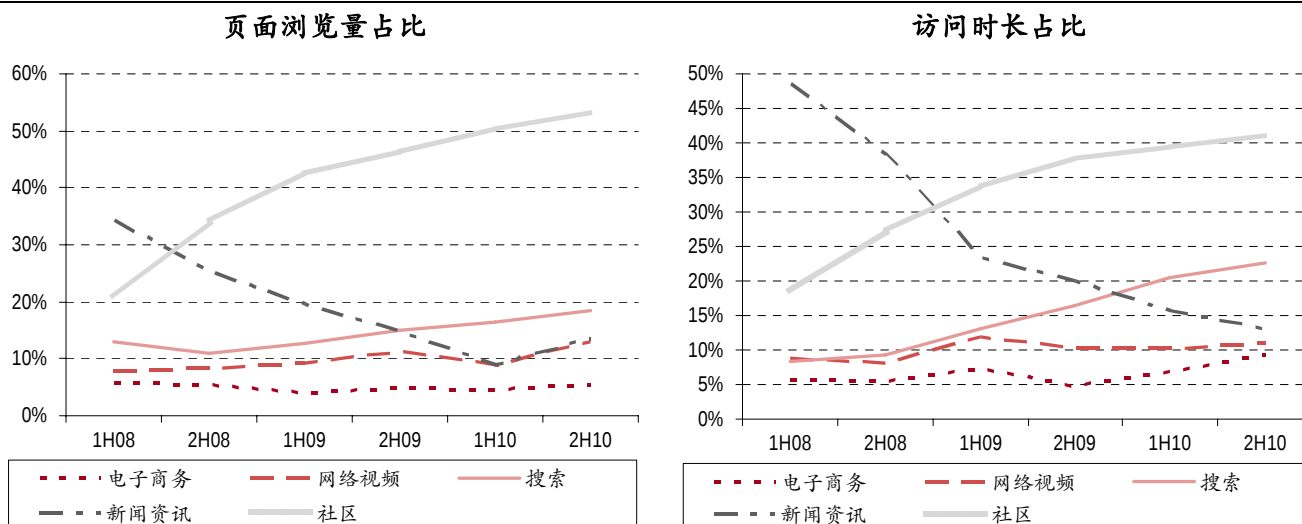
图表 24. 中国各类社交媒体用户规模月度变化趋势



注：基于 20 万名家庭及办公上网样本

资料来源：艾瑞咨询 iUserTracker

图表 25. 中国主要互联网应用构成

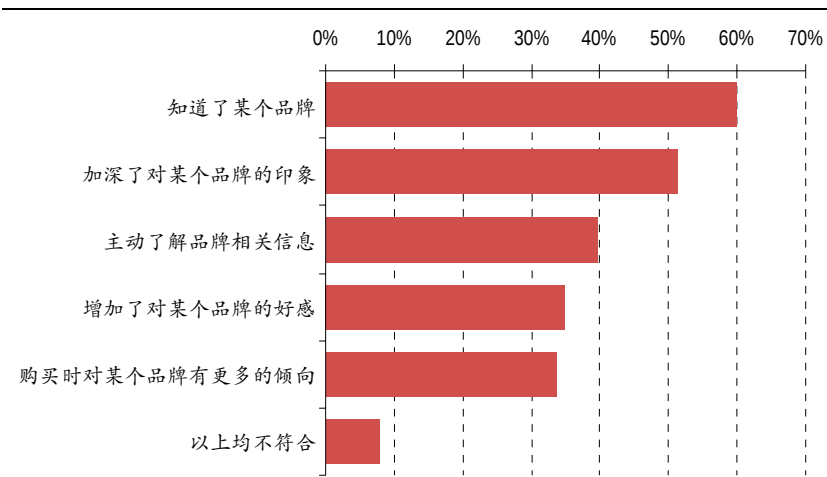


资料来源：DCCI

2) 社交媒体助推品牌营销

SNS 平台有益于品牌营销，而品牌知名度的提升往往是网络公关的重要 KPI。WPP 和 Netpop Research 的研究均表明，中国互联网用户比其他国家的更易接受社交网络上来自于品牌/广告商的沟通。

图表 26. 2010 年中国 SNS 广告影响分析

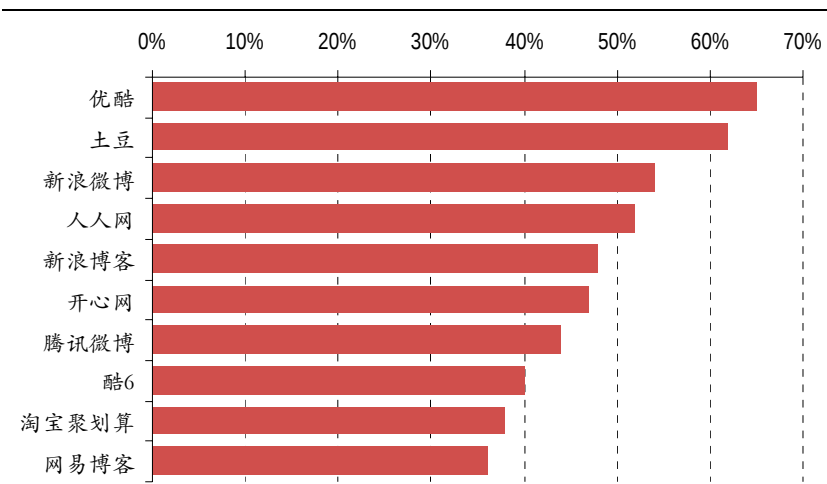


资料来源: DCCI

3) 中国社交媒体用户高度活跃

根据 WPP “数字生活”调查结果, 中国互联网用户热衷网络的程度约 54%, 全球排名第二, 远高于日本(20%)、丹麦(25%)等发达国家。而 Netpop Research 研究表明, 中国社交媒体用户的活跃度比美国高: 93% 的中国网民通过写博客、上传音频/视频/照片、转发、评论等为社交媒体贡献内容, 而美国只有 73%。中美两国经常性内容贡献者占比分别为 40% 和 10%。所有类型的社交媒体中, 视频分享网站市场份额大。

图表 27. 中国前十大社交媒体



注: 样本数 1221

资料来源: Netpop Research

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	368	496	982	1,473	1,871
销售成本	(163)	(234)	(607)	(926)	(1,160)
经营费用	(131)	(171)	(246)	(368)	(477)
息税折旧前利润	74	91	129	179	233
折旧及摊销	(4)	(7)	(8)	(11)	(13)
经营利润(息税前利润)	69	84	121	169	220
净利息收入/(费用)	0	5	5	4	4
其他收益/(损失)	(1)	(1)	(1)	(4)	(5)
税前利润	69	88	125	169	219
所得税	(18)	(25)	(27)	(37)	(48)
少数股东权益	(2)	(2)	(2)	(1)	(1)
净利润	48	60	96	131	171
核心净利润	48	60	96	131	171
每股收益(人民币)	0.808	0.503	0.796	1.095	1.421
核心每股收益(人民币)	0.808	0.503	0.796	1.095	1.421
每股股息(人民币)	0.500	0.300	0.350	0.400	0.450
收入增长(%)	12	35	98	50	27
息税前利润增长(%)	17	21	44	40	31
息税折旧前利润增长(%)	20	23	42	40	30
每股收益增长(%)	9	(38)	58	38	30
核心每股收益增长(%)	9	(38)	58	38	30

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	123	688	552	525	548
应收帐款	78	113	219	322	401
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	13	14	29	44	55
流动资产总计	213	816	801	891	1,004
固定资产	65	94	146	180	193
无形资产	19	21	138	186	242
其他长期资产	6	20	16	16	17
长期资产总计	91	135	301	381	451
总资产	304	951	1,101	1,272	1,455
应付帐款	11	14	35	52	63
短期债务	40	0	0	0	0
其他流动负债	38	52	109	160	197
流动负债总计	89	66	144	212	259
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	60	120	120	120	120
储备	150	753	824	927	1,062
股东权益	210	873	944	1,047	1,182
少数股东权益	5	11	13	14	14
总负债及权益	304	951	1,101	1,272	1,455
每股帐面价值(人民币)	3.50	7.28	7.87	8.73	9.85
每股有形资产(人民币)	3.18	7.10	6.72	7.18	7.83
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.38)	(5.74)	(4.60)	(4.38)	(4.57)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	69	88	125	169	219
折旧与摊销	4	7	8	11	13
净利息费用	0	(5)	(5)	(4)	(4)
运营资本变动	(22)	(29)	(45)	(54)	(47)
税金	(18)	(25)	(27)	(37)	(48)
其他经营现金流	2	8	22	14	(5)
经营活动产生的现金流	36	44	77	99	127
购买固定资产净值	(6)	(33)	(60)	(5)	(5)
投资减少/增加	0	(18)	(128)	(53)	(62)
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(6)	(51)	(188)	(58)	(68)
净增权益	4	639	0	0	0
净增债务	10	(40)	0	0	0
支付股息	(31)	(30)	(36)	(42)	(48)
其他融资现金流	3	4	11	(26)	12
融资活动产生的现金流	(14)	573	(25)	(68)	(36)
现金变动	16	566	(136)	(27)	23
期初现金	107	123	688	552	525
公司自由现金流	30	(7)	(111)	41	59
权益自由现金流	44	(39)	(111)	41	59

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.1	18.3	13.1	12.2	12.5
息税前利润率(%)	18.9	17.0	12.3	11.5	11.8
税前利润率(%)	18.7	17.7	12.7	11.5	11.7
净利率(%)	13.2	12.2	9.7	8.9	9.1
流动性					
流动比率(倍)	2.4	12.4	5.6	4.2	3.9
利息覆盖率(倍)	69.6	132.2	1,090.6	1,396.6	1,684.0
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)	2.4	12.4	5.6	4.2	3.9
估值					
市盈率(倍)	38.8	62.3	39.4	28.6	22.1
核心业务市盈率(倍)	38.8	62.3	39.4	28.6	22.1
目标价对应核心业务市	49.5	79.5	50.2	36.5	28.2
盈率(倍)					
市净率(倍)	9.0	4.3	4.0	3.6	3.2
价格/现金流(倍)	51.4	64.6	48.8	38.0	29.6
企业价值/息税折旧前	24.5	34.0	25.1	18.1	13.9
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	63.2	70.2	61.8	67.1	70.5
应付帐款周转天数	6.5	9.0	9.0	10.7	11.2
回报率					
股息支付率(%)	61.9	59.6	44.0	36.5	31.7
净资产收益率(%)	25.4	11.1	10.5	13.2	15.3
资产收益率(%)	18.5	9.6	9.2	11.1	12.6
已运用资本收益率(%)	30.5	15.7	13.7	17.1	19.9

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

省广股份 (002400.SZ/人民币 19.35, 买入)

华谊嘉信 (300071.SZ/人民币 12.73, 未有评级)

华谊兄弟 (300027.SZ/人民币 14.77, 未有评级)

华策影视(300133.SZ/人民币 38.58, 未有评级)

中青宝 (300052.SZ/人民币 14.31, 未有评级)

白马户外 (0100.HK/港币 4.45, 买入)

中视金桥 (0623.HK/港币 2.74, 未有评级)

昌荣传播 (CHRM.US/美元 11.77, 未有评级)

分众传媒 (FMCN.US/美元 28.14, 未有评级)

航美传媒 (AMCN.US/美元 3.43, 未有评级)

华视传媒 (VISN.US/美元 2.77, 未有评级)

WPP (WPP.LN/英镑 7.48, 未有评级)

宏盟 (OMC.US/美元 45.87, 未有评级)

阳狮 (PUB.FP/欧元 38.60, 未有评级)

IPG (IPG.US/美元 11.76, 未有评级)

电通 (4324.JP/日元 2,112, 未有评级)

安吉斯(AGS.LN/英镑 1.48, 未有评级)

汉威士(HAV.FP/欧元 3.54, 未有评级)

MDZ Partners (MDZ/A.CN/加元 18.05, 未有评级)

以2011年6月14日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

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