

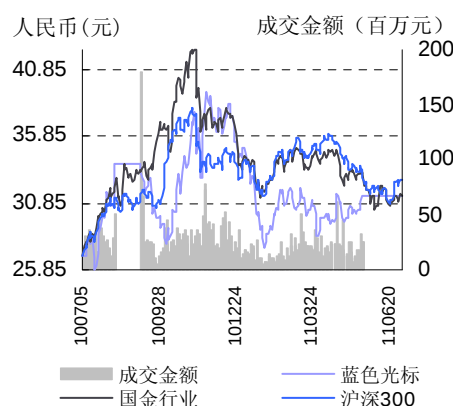
蓝色光标 (300058.SZ) 综合传媒行业
评级: 买入 维持评级
公司研究

市价(人民币): 31.35 元

内生增长与外延扩张并举

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	58.15
总市值(百万元)	3,762.00
年内股价最高最低(元)	39.24/25.85
沪深 300 指数	3049.74


相关报告

1. 《战略布局财经公关、娱乐营销》，2011.6.21
2. 《完善整合营销产业链,股权激励释放上涨空间》，2011.4.8
3. 《业绩低于预期,关注股权激励进程》，2011.2.24

王铮

 分析师 SAC 执业编号: S1130511060001
(8621)61038285
wang_zheng@gjzq.com.cn

毛峥嵘

 分析师 SAC 执业编号: S1130511030004
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.404	0.503	0.780	0.988	1.279
每股净资产(元)	3.50	7.28	7.81	8.70	9.88
每股经营性现金流(元)	0.60	0.36	0.74	0.81	1.08
市盈率(倍)	N/A	70.16	40.21	31.72	24.50
行业优化市盈率(倍)	81.35	67.11	62.22	62.22	62.22
净利润增长率(%)	11.75%	24.61%	54.95%	26.78%	29.45%
净资产收益率(%)	23.09%	6.91%	9.88%	11.24%	12.82%
总股本(百万股)	60.00	120.00	120.00	120.00	120.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **内生性增长享受公关良好景气及汽车、消费品业对整合营销持续投入:** 公司现有内生增长的空间主要在于继续分享公关及整合营销行业成长的景气度, 以及所服务的客户行业对于整合营销投入的持续增加、服务延伸所涉及的新服务类型的快速成长。在经济转型与消费升级的背景下, 未来三年公关行业有望维持年均 20-25% 良好的增长势头, 而行业市场的热点仍将紧随大众消费升级周期演变。公司来自汽车与消费品行业的收入近几年高速增长与这两个行业景气度高企有关; 广告先行、公关随后带来的良好机遇, 以及对于整合营销的持续投入, 使得公司所服务的汽车与消费品行业收入有望加速增长。对于互联网行业加大布局, 则优化了泛 IT 业的客户结构。
- **外延扩张完善产业链布局并推进“行业拓展、服务延伸”战略:** 公司大力推进外延式扩张, 旨在完成广告、公关、DM、活动展览子行业的产业链布局, 转型整合营销传播集团; 而在“行业拓展、服务延伸”两个层面, 目前公司则着重寻找成长潜力较大的行业与服务类别优先布局, 以分享整合营销市场中高速成长的行业与服务类别的收益, 进一步提升公司的业绩增速。在不断实现外延式扩张的同时, 保障净利润的高速增长。
- **股权激励稳定现有经营团队, 保障公司核心竞争力:** 公司拥有富有行业经验的管理层、规范的运营架构、高效的信息管理系统, 管理和人才优势是其持续居于业内领先水平的核心竞争力。公司的股权激励措施有利于稳定现有经营团队, 保证管理与执行优势, 在外延式扩张大力推进的过程中, 实现管理输出, 使得并购公司能够在业绩承诺期之后, 在业务上形成良好的协同效应。

投资建议

- 由于目前公司停牌推进的并购项目尚未公告, 我们暂不将该项目纳入盈利预测, 仅从内生性增长角度出发, 预测 2011-2013 年 EPS 为 0.781、0.989、1.279 元, 对应停牌前股价 PE 分别为 40、32、25 倍, 我们看好公司通过持续性的并购孵化不断完善产业链, 做大做强战略路径, 及其良好的内生性增长趋势; 维持对公司“买入”的投资评级。

内容目录

公司盈利预测及投资建议	4
行业分析	6
公关行业增长势头良好，服务行业趋于多元化	6
本土公关公司高速成长，业务布局与运营管理走向成熟	7
转型整合营销传播的产业趋势	8
国际传播集团的两种成长路径	11
公司分析	12
分享公关行业景气度高速成长	12
客户结构持续优化，汽车、消费品行业增长势头良好	12
地域扩张与业务线布局空间潜力可期	16
并购前景	17
完善产业链布局的必由之路	17
逐步实现“行业拓展、服务延伸、区域扩张”	18
先进的管理水平奠定子公司协同发展的前景	19
附录：三张报表预测摘要	21

图表目录

图表 1：蓝色光标盈利预测详表	5
图表 2：公关行业营业额增长趋势	6
图表 3：全球主要经济体 GDP 增速	6
图表 4：2007 年公共关系服务行业市场份额构成	7
图表 5：2008 年公共关系服务行业市场份额构成	7
图表 6：2009 年公共关系服务行业市场份额构成	7
图表 7：2010 年公共关系服务行业市场份额构成	7
图表 8：2010 年度公关行业 TOP 公司榜单	8
图表 9：2010 年度公关行业潜力公司榜单	8
图表 10：近三年公关行业公司重点指标	8
图表 11：企业营销框架示例	9
图表 12：整合营销体系示例	9
图表 13：营销服务领域的全产业链运营	10
图表 14：五大国际广告集团业务模式	10
图表 15：WPP 收入构成(2010)	11
图表 16：Omnicom 收入构成(2010)	11
图表 17：WPP 与 IPG 成长路径选择归因	11
图表 18：IPG 旗下子公司及业务情况	12

图表 19: 蓝色光标营业收入及增速	12
图表 20: 蓝色光标人均创收水平 (测算)	12
图表 21: 2006-2010 年公司服务客户行业占比变化	13
图表 22: 2010 年公司服务客户行业占比	13
图表 23: 蓝色光标营业收入按服务客户行业分布情况	13
图表 24: 复合型营销策略有助于提升营销回报率	13
图表 25: 2009-2011 中国汽车市场月销量趋势 (万辆)	14
图表 26: 2009 年中国汽车销量趋势对比广告花费趋势	14
图表 27: 2009-2011 年中国汽车销量当月同比增速(%)	14
图表 28: 2011 年 1-2 月交通行业广告投放同比增速	14
图表 29: 2007-2010 年快速消费品行业公关营业额 (亿元)	15
图表 30: 2008-2009 年中国各行业广告花费情况	15
图表 31: 2010 年中国广告花费市场前十行业增长情况	15
图表 32: 社会消费品零售总额及限额以上批发和零售额月度累计同比增速(%)	16
图表 33: 重点零售企业销售额当月同比增速 (%)	16
图表 34: 重点零售企业销售额当月同比增速 (%)	16
图表 35: 蓝色光标营业收入按地区分布情况	17
图表 36: 2008 年公关业开展各新业务的公司家数	17
图表 37: 2010 年公关业开展各新业务的公司家数	17
图表 38: 今年以来公司的收购节奏	18
图表 39: 蓝色光标旗下子公司业务布局	18
图表 40: 微博营销用户群潜力挖掘路径	18
图表 41: 2011Q1 与 2010Q1 中国单款网游产品网络广告投放金额 TOP10 对比 (单位: 万元)	19
图表 42: 思恩客与财经公关收购可行性报告数据	19
图表 43: 蓝色光标综合信息管理系统	20

公司盈利预测及投资建议

- 公司现有内生增长的空间主要在于继续分享公关及整合营销行业成长景气度，以及所服务的客户行业对于整合营销投入的持续增加、服务延伸所涉及的新服务类型的快速成长。因此对于公司内生性增长趋势的预测，观察整体的行业景气度，以及“行业拓展、服务延伸”所涉及领域的成长潜力十分关键。我们判断公司未来三年内生性增长仍能维持年均 30% 的增速。
- 公司大力推进外延式扩张，旨在完成广告、公关、DM、活动展览子行业的产业链布局，转型整合营销传播集团；并进一步推动“行业拓展、服务延伸”的战略发展。而公司则着重寻找成长潜力较大的行业与服务类别优先布局，以分享整合营销市场中高速成长的行业与服务类别的收益，则成为短期内进一步拉升业绩成长性的关键。
- 考虑到公司股权激励的成本和摊销费用，未来三年公司的管理费用将居于高位。
- 由于目前公司停牌推进的并购项目尚未公告，我们暂不将该项目纳入盈利预测，仅从内生性增长角度出发，预测 2011-2013 年 EPS 为 0.781、0.989、1.279 元，对应停牌前股价 PE 分别为 40、32、25 倍，我们看好公司通过持续性的并购孵化不断完善产业链，做大做强的战略路径，及其良好的内生性增长趋势；维持对公司“买入”的投资评级。
- 目前市场对于公司通过并购实现产业链布局，且维持业绩高成长性的逻辑认同度较高。分歧在于估值并不便宜。对此我们的看法是，2011 年公司的内生性增长增速高仍然可以乐观预期，中报有望超出市场预期，而公司正在推进的并购项目，又能够继续带来业绩的增量和成长性。考虑公司今年的一系列布局，复牌后 2011 年的估值有望因为业绩的增厚前景而不再显得昂贵。未来几年，继续分享行业的景气度，以及公司在成长潜力较大的行业与服务类别优先布局，使得公司有望维持年均 30% 的增长。在把并购项目纳入考虑之后，以 PEG=1 对公司进行估值，上涨空间仍旧可期。
- 风险点：国内整合营销行业整体规范程度较低，公司通过不断并购要实现迅速成长，需具备很高的管理输出能力。经营规模与经营范围不断扩张过程中，整体管理能力与运营效率是否提升始终具备较高的不确定性。

图表1：蓝色光标盈利预测详表

(千元)	2006	2007	2008	2009H	2009	2010	2011F	2012F	2013F
营业总收入	133,038.25	216,650.27	327,303.99	143,715.19	367,612.6	495,723.9	658,777.5	875,467.4	1,138,107.6
蓝色光标	106,044.1	168,304.1	254,332.3	116,458.7	292,142.9	442,191.0	588,114.0	782,191.7	1,016,849.2
智扬品牌	26,994.2	48,346.2	59,410.1	18,264.4	52,632.5	25,524.2	33,691.9	44,473.4	57,815.4
欣风翼	0.0	0.0	13,493.0	8,992.1	22,837.2	28,008.7	36,971.5	48,802.4	63,443.1
营业总成本	119,255.98	174,718.37	269,363.05	113,925.79	300,121.86	409,075.76	532,444.23	717,054.28	933,300.07
营业成本	63,268.64	100,176.83	149,449.42	58,684.57	162,716.80	234,154.00	293,861.85	390,544.16	507,707.41
蓝色光标	50,663.5	76,307.7	118,035.6	46,453.3	127,661.8	209,924.3	264,651.3	351,986.2	457,582.1
智扬品牌	12,605.1	23,869.1	26,421.5	8,922.2	26,401.7	11,381.4	15,161.4	20,013.0	26,016.9
欣风翼	0.0	0.0	4,942.7	3,309.1	8,653.3	12,848.3	14,049.2	18,544.9	24,108.4
毛利率	52.44%	53.76%	54.34%	59.17%	55.74%	52.77%	55.39%	55.39%	55.39%
蓝色光标	52.22%	54.66%	53.59%	60.11%	56.30%	52.53%	55.00%	55.00%	55.00%
智扬品牌	53.30%	50.63%	55.53%	51.15%	49.84%	55.41%	55.00%	55.00%	55.00%
欣风翼	0.00%	0.00%	63.37%	63.20%	62.11%	54.13%	62.00%	62.00%	62.00%
营业税金及附加	2,727.2	5,209.8	16,691.0	7,918.8	19,603.0	26,745.70	34,915.2	45,962.0	59,750.6
营业税金及附加比率	2.05%	2.40%	5.10%	5.51%	5.33%	5.40%	5.30%	5.25%	5.25%
主营业务利润	67,042.44	111,263.65	161,163.61	77,111.86	185,292.84	234,824.20	330,000.40	438,961.19	570,649.55
销售费用	34,199.1	44,295.5	76,286.4	33,242.1	84,703.1	105,577.54	151,518.8	196,980.2	250,383.7
销售费用率	25.71%	20.45%	23.31%	23.13%	23.04%	21.30%	23.00%	22.50%	22.00%
管理费用	17,611.8	24,881.6	25,479.5	12,965.9	31,168.1	45,116.7	63,901.4	96,301.4	125,191.8
管理费用率	13.24%	11.48%	7.78%	9.02%	8.48%	9.10%	9.70%	11.00%	11.00%
财务费用	(72.04)	(200.50)	(405.03)	429.80	265.87	(4,942.80)	(13,000.00)	(14,000.00)	(11,000.00)
资产减值损失	1,521.2	355.2	1,861.8	684.7	1,665.0	2,424.6	1,246.9	1,266.5	1,266.5
其他经营收益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中:对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	13,782.27	41,931.91	57,940.94	29,789.40	67,490.71	86,648.14	126,333.23	158,413.11	204,807.53
加: 营业外收入	161.55	143.63	1,718.83	430.35	1,430.35	1,817.52	1,000.00	1,900.00	1,900.00
减: 营业外支出	104.65	394.75	172.71	35.02	360.01	546.52	0.00	0.00	0.00
利润总额	13,839.17	41,680.79	59,487.06	30,184.73	68,561.06	87,919.14	127,333.23	160,313.11	206,707.53
减: 所得税	536.39	307.69	15,076.29	7,688.06	17,882.82	25,196.47	31,833.31	40,078.28	51,676.88
实际所得税率	3.88%	0.74%	25.34%	25.47%	26.08%	28.66%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	13,302.78	41,373.10	44,410.77	22,496.66	50,678.23	62,722.67	95,499.92	120,234.83	155,030.65
减: 少数股东损益	1,132.87	7,808.70	1,056.07	816.05	2,227.35	2,348.20	1,780.00	1,500.00	1,500.00
利润率	10.0%	19.1%	13.6%	15.7%	13.8%	12.7%	14.5%	13.7%	13.6%
归属于母公司所有者的净利润	12,169.91	33,564.40	43,354.70	21,680.62	48,450.88	60,374.47	93,719.92	118,734.83	153,530.65
增长		175.80%	29.17%		11.75%	24.61%	55.23%	26.69%	29.31%
完全摊薄后每股收益(元/股)	0.10	0.280	0.361	0.181	0.404	0.503	0.781	0.989	1.279

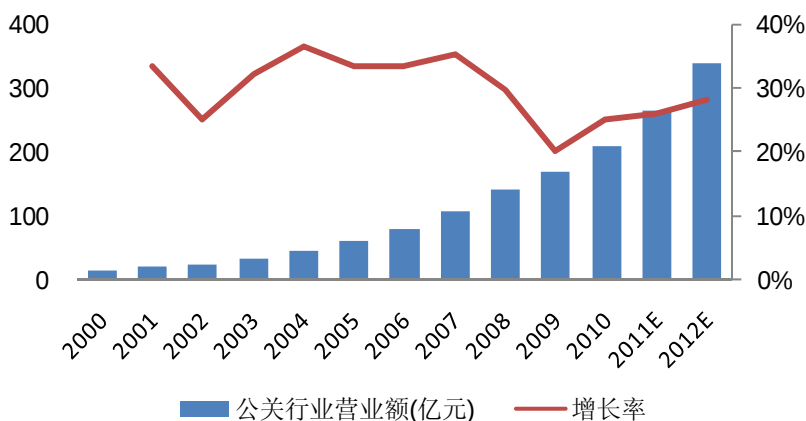
来源：国金证券研究所

行业分析

公关行业增长势头良好，服务行业趋于多元化

- 我国公关行业自 1999 年达到 10 亿元市场规模起步，至 2010 年，整个市场的年营业规模已经发展至 210 亿元；在 1999-2007 接近 10 年间，我国公关行业营业额年均增速基本在 30% 以上；2008 年之后年增速放缓至 30% 以内，但仍保持高速增长的态势。
- 纵观过去十几年，仅 2002、2008-2010 四个年份，行业营业规模增速在 30% 以内；其中 2001-2002 年行业增速较低主要是因为全球经济衰退尤其是 IT 业的衰退给公关市场发展带来巨大压力（中国本地公关公司起源于中国 IT 产业，当时 90% 以上公司以 IT 客户为主）；而 2008 年以后行业增速放缓则受全球金融危机影响较大。

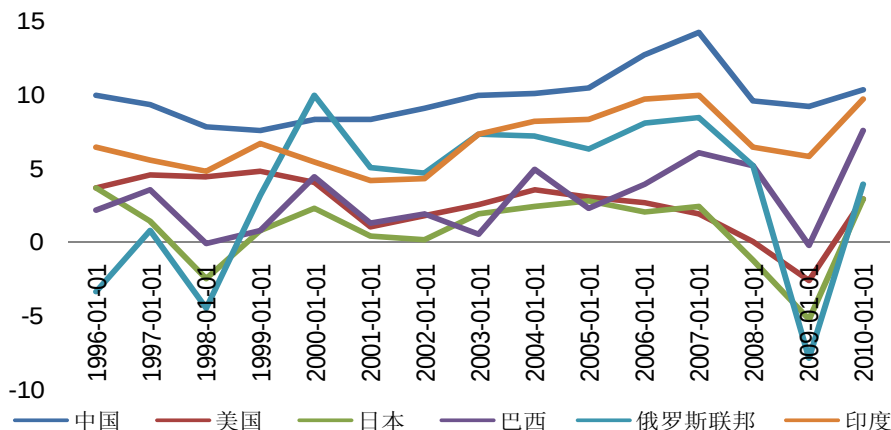
图表2：公关行业营业额增长趋势



来源：中国公关协会，国金证券研究所

- 过去十年也见证了本土企业公关意识逐步提升的历程，1999 年在我国开展公关业务的公司（包括内外资），服务客户的总体情况为：美、加 55%，欧洲 25%，亚太 10%，中国 10%；而截至 2010 年，我国公关业服务的外资客户比重约为 40%。
- 外资客户市场占比逐渐下降，本土客户市场占比逐渐提升，使得我国公关行业的发展趋势从与全球经济趋势高度相关，向与国内经济趋势高度相关逐步演变。但预计在未来的几年间，外资客户在公关市场上的比重仍有望维持在 30% 以上。

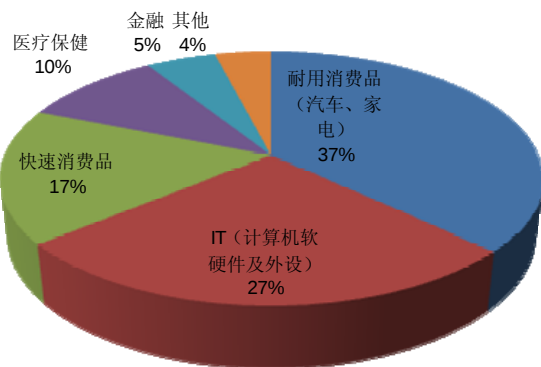
图表3：全球主要经济体 GDP 增速



来源：bloomberg，国金证券研究所

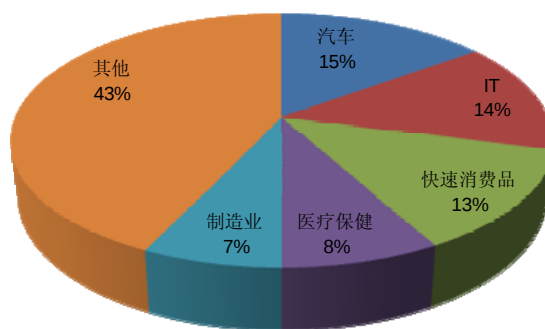
- 我国公关行业的发展，长期依赖 IT、耐用消费品、快速消费品等服务领域，并呈现出与紧随大众消费升级周期的趋势；2001-2006 年，通讯（包括手机等通讯类产品）行业在公关服务领域的占比在 10%以上，而过去三年，汽车行业快速崛起，在公关服务领域的占比连续居于前茅。
- 公关服务的行业近年也呈现多元化的趋势，公关服务领域前五大行业集中度整体呈下行之势，体现出公关服务对各行各业渗透的广度增加；因此发展趋势也将趋于稳健，摆脱过度依赖少数行业的局面。

图表4：2007 年公共关系服务行业市场份额构成

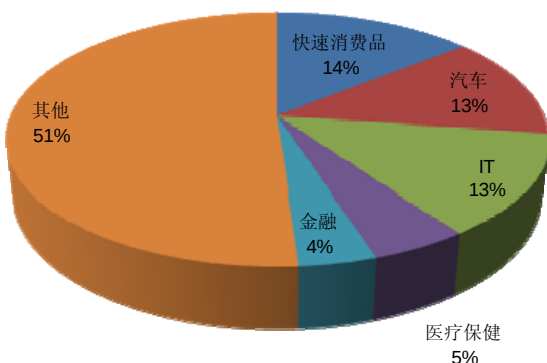


来源：中国公关协会，国金证券研究所

图表5：2008 年公共关系服务行业市场份额构成

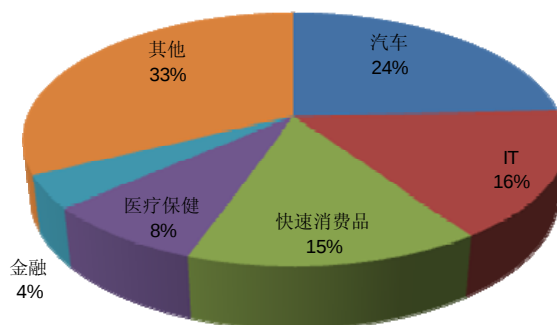


图表6：2009 年公共关系服务行业市场份额构成



来源：中国公关协会，国金证券研究所

图表7：2010 年公共关系服务行业市场份额构成



- 整体而言，随着本土企业的公关意识不断提升，未来我国公关行业的增长趋势与中国经济景气度关系密切，公关服务对各行各业渗透的广度也有望进一步增加；在经济转型与消费升级的背景下，公关行业有望维持良好的增长势头，而行业市场的热点仍将紧随大众消费升级周期演变。

本土公关公司高速成长，业务布局与运营管理走向成熟

- 过去十年对于中资公关公司可谓高速成长史，在我国公关行业发展历程中迅速崛起，在多个方面缩短与国际公关公司的差距，逐步与国际接轨。2000-2010 年，本土领先的公关公司年均营业收入增速基本在 30%以上，远高于外资公关公司年均 15%左右的增速，尤其繁荣时期增速高达 50%以上，仅有少数年份如 2005 年增速较低；行业平均利润率基本在 15-20%之间。
- 中资公关公司以了解本土文化、容易与媒介和地方政府协调关系的优势起家，把执行能力、服务质量和创新能力作为竞争武器，在过去十年间不断抢占公关行业的市场份额；目前已发展至本土领先公关公司的业务领域、

业务类型、服务能力不断走向综合，以客户需求为导向的全案服务或整合业务开始推动业务全面发展的阶段；同时本土领先公关公司已普遍重视内部绩效考核，开始建立以利润为中心的各项考核指标，强化内部管理与运营水平，在公司组织架构、人力资源标准以及信息化建设等运营管理层面不断走向成熟。

- 在中国公关行业已具备一定成熟度，并延续快速增长的背景下，未来业内的公司将在区域拓展、服务行业拓展、发展整合服务几个方面展开全面竞争。

图表8：2010 年度公关行业 TOP 公司榜单

AcrossChina	信诺传播	MI	传智整合
APR	注意力	MR	嘉利公关
BlueFocus	蓝色光标	NTI	新势整合
D & S	迪思传播	Ogilvy PR	奥美公关
Evision	时空视点	O & R	东方仁德
Fleishman Hillard	福莱国际	Push	普纳营销
Genedigi	际恒集团	RuderFinn	罗德公关
HighTeam	海天网联	Shunya	宣亚国际
Keypoint	关键点	Trends	趋势中国
Linksus	灵思传播	Weber Shandwick	万博宣伟

来源：国金证券研究所；2010 年 Top 公司榜单最低年营业收入为 4500 万元

图表9：2010 年度公关行业潜力公司榜单

1024 Interactive	1024 互动	Potential Power	势能整合
Assyria	融创国际	Preinsight	勤致汇合
China Bright	华瑞国际	PRAP	普乐普
CYTS-Linkage	中青旅联科	Saint-tracer	盛唐传扬
Eastwei MSL	明思力易为	Timesleader	太立德仁
Galloping Era	纵横时代	Topconsulting	道康传播
Hightran	海辰传播	U-Link	麦田公关
Linksense	联华盛世	Wendy	温迪传播
Long Legacy	龙世嘉蓝	WOM	口碑互动
New Alliance	新盟国际	Zenith	哲基公关

图表10：近三年公关行业公司重点指标

	top20 2008	top20 2009	top20 2010	top20 2010vs2009	潜力20 2008	潜力20 2009	潜力20 2010	潜力20 2010vs2009
年营业收入（万元）	7254	8656	9801	13.20%	2956.9	2319.9	2957.7	27.50%
年营收增长率	24.60%	19%	13.20%	-5.8	36.50%	21%	27.50%	6.5
年人均营收（万元）	39	37.2	38.4	1.2	30	30	30.8	0.8
年营业额（万元）	13498	16361	21407	30.80%	6919	4637.4	6154	32.70%
年签约客户数	21	27	35.9	8.9	12	13	15	2
年签约客户比重	71%	66%	64.70%	-1.3	65%	69%	72.40%	3.4
外资客户比重	60%	39%	43.60%	4.6	55%	49%	38.40%	-0.6
年平均员工人数	202	247	271	24	108	80	99	19
管理团队人数	21	30	38.9	8.9	14	11	16.5	5.5
女性雇员比例	63.90%	61.70%	61.50%	-0.2	58%	61.90%	57.60%	-4.3
员工平均年龄	28.7	29	29.1	0.1	28	28	28	0
人员流动率(%)	19%	18.90%	19%	0.1	17%	16.10%	20.20%	4.1
平均留任时间（Y）	3	2.9	2.9	0	3	2.6	2.5	-0.1
周劳动强度（H）	45	45.7	45.8	0.1	46	46.2	46.7	0.5
年培训时间（H）	72	65.6	59.5	-6.1	56	49.2	69.4	20.2
年平均工资（元/月）	7920	8441	8181	-3.10%	6403	6707	6640	-0.10%
客户经理工资	10545	9775	9135	-6.50%	7675	7620	8112	6.40%
大学生转正工资	3096	2970	3335	12.30%	2833	2790	2910	4.30%

来源：中国公关协会，国金证券研究所

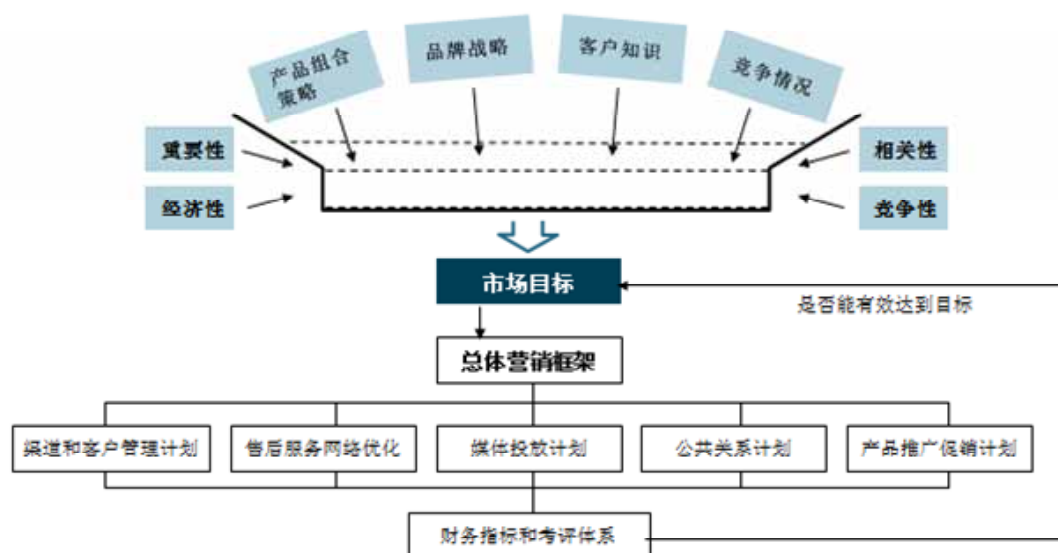
转型整合营销传播的产业趋势

- 从营销服务的视角出发，营销服务行业实际上包含广告、品牌管理、公关、活动等多种服务方式，以全面服务企业主营销计划中的多重需求。从 20 世纪 80 年代开始，国际广告集团就确立了摆脱单一的广告职能，涉足调查业、咨询业、公关业和品牌管理等方面的业务，向提供整体解决方案的营销传播机构的发展方向不断演进。
- 就中国企业的营销实践而言，激烈的市场竞争推动企业主的品牌意识不断觉醒，尤其 2008 年以来在全球金融危机中经历了洗礼的企业认识到了品牌的巨大防御能力，品牌建设的需求将持续得以激发。且伴随着消费者生活形态及媒体环境的变化，企业主通过整合营销实现品牌经营的理念逐渐清晰。《2010-2011 年广告市场发展现状与态势》报告总结出“以消费者

为核心，创造开放式的信息共创平台，强调多元媒体协同互动，实现传播平台与销售终端的无线贴近成为新媒体形势下广告主新整合运动的四大核心特征”。

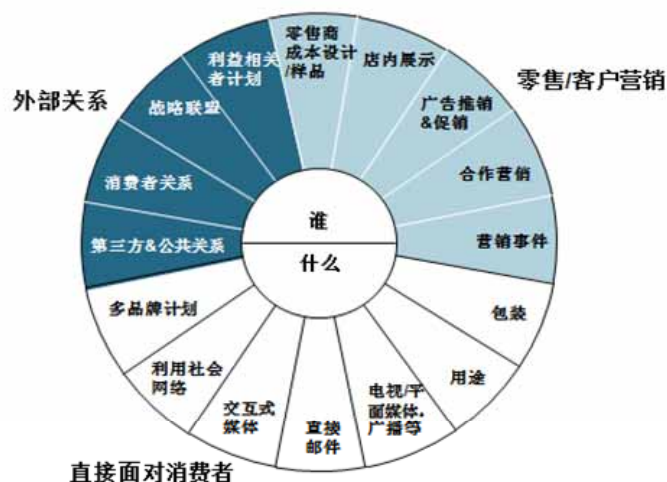
- 对于营销服务产业链环节上的公司，面向更加富有挑战性的企业主营销传播诉求，转型整合营销传播集团，为客户提供强大的品牌管理业务组合，加大增值营销服务的力度，是做大做强的必由之路。

图表11：企业营销框架示例



来源：国金证券研究所

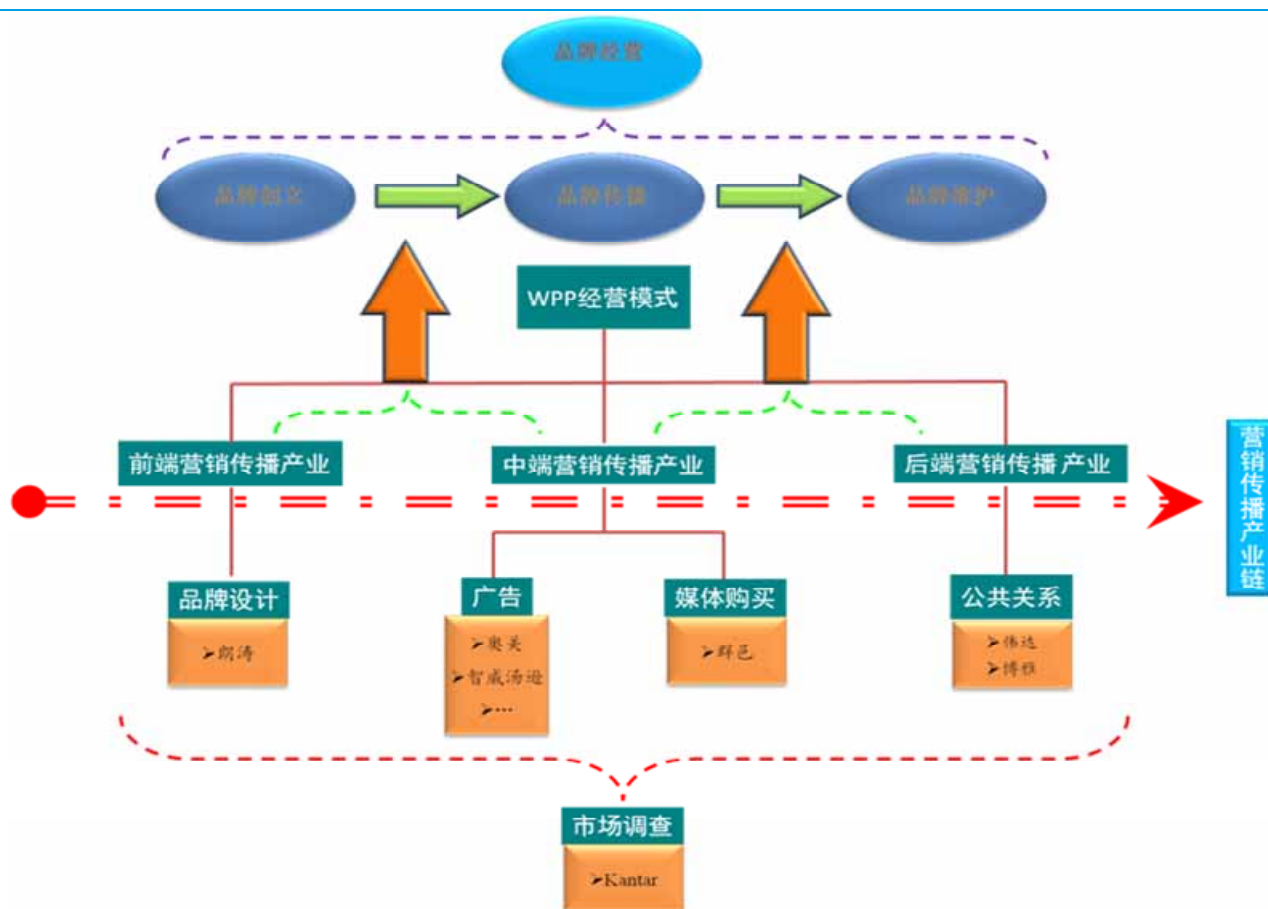
图表12：整合营销体系示例



来源：bloomberg，国金证券研究所

- 纵观全球，占据绝大部分市场份额的五大国际传播集团的共同特征为：业务结构完整，涉及整合营销传播的多个领域，全产业链经营。

图表13：营销服务领域的全产业链运营



来源：国金证券研究所

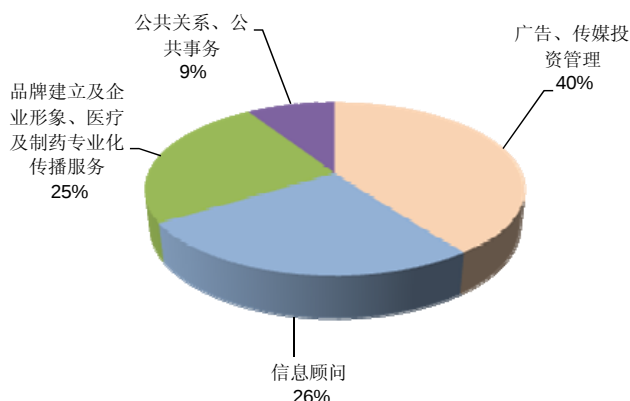
图表14：五大国际广告集团业务模式

集团名称	上市地	下属公司	业务模式
Omnicom	纽交所(OMC)	BBDO(天高), TBWA\Chiat\Day(李岱艾), DDB, 凯旋公关(Ketchum), Fleishman-Hillard	广告、战略性媒体计划和购买、直效行销、促销、公共关系和其它专业传播咨询服务
WPP	伦交所	智威汤逊、奥美广告、精信集团、伟达公关、奥美公关、博雅公关、群邑媒介集团、The Brand Union等	广告、媒体投资管理、信息顾问、公共事务及公共关系、建立品牌及企业形象、医疗及制药专业传播服务
IPG	纽交所	麦肯光明、灵狮、博达大桥、优势麦肯、万博宣伟、高诚公关、MOM活动行销公司等	广告代理、媒介计划与购买、公关与公共事务
Publicis	PARB; Pink Sheet	阳狮广告、盛世长城、李奥贝纳、博睿传播、明思力公关、Publicis Dialog等	广告代理、媒介计划与购买、公关与公共事务、专业传播、互动直销等
Dentsu	东京证交所	北京电通、东方日海、东派广告等	广告代理、公关与公共事务、营销咨询等

来源：国金证券研究所

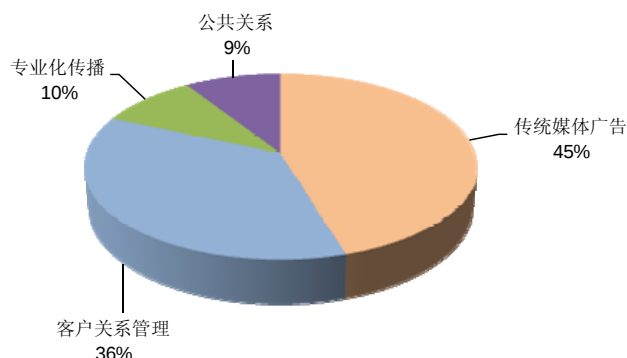
- 2010年，WPP营业收入达144亿美元，由广告与传媒投资管理、信息顾问、专业化传播、公共关系几大模块构成；Omnicom营业收入达125亿美元，由传统媒体广告、客户关系管理、专业化传播、公共关系几大模块构成。

图表15: WPP 收入构成(2010)



来源: bloomberg, 国金证券研究所

图表16: Omnicom 收入构成(2010)



国际传播集团的两种成长路径

- 广告营销行业是资本密集型行业，五大国际传播集团无一不是通过资本运营快速成长起来的。
 - Omnicom 从成立到现在共经历 90 次并购;
 - WPP 从成立到现在共经历 328 次并购;
 - IPG 从成立到现在共经历 60 次并购;
 - Publicis Group(阳狮)从成立到现在共经历 109 次并购。
- 但五大国际传播集团的扩张之路又各有特色，主要可以归纳为以 WPP 为代表的收购/兼并主导型——在并购行为主导下实现规模与范围效应，以 Omnicom、IPG 为代表的自生增长与并购结合型——依靠建立全球性的分公司网络以及不断延伸与强化自身核心竞争力谋求发展，并结合并购发展壮大。

图表17: WPP 与 IPG 成长路径选择归因

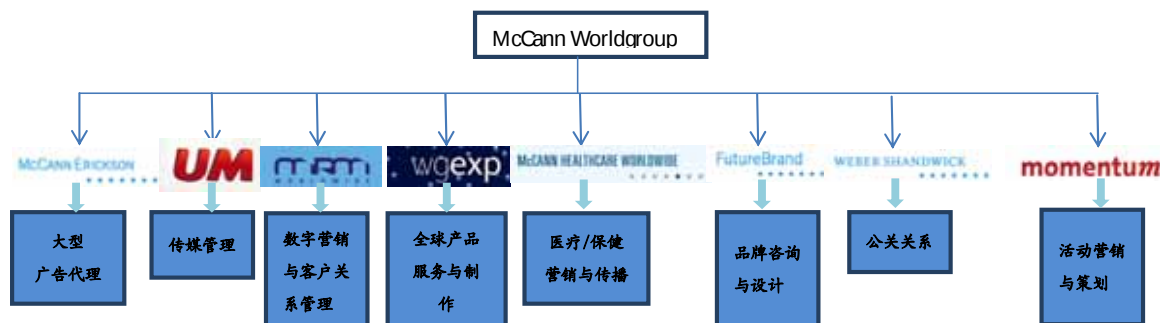
企业发展历史和组织机构		企业经营理念	企业发展战略
WPP	从成立以来一直以广告内容制作为主，产业链其他环节组织结构并不健全。20世纪80年代以后，为应对整合营销传播的崛起，奥美必须通过并购来弥补前期产业链布局不够完善的缺陷。	领导人马丁·索里尔深谙广告业并购之道，并购动作一直不断，有广告业默多克之称，奥美在其领导下并购频发也是自然而然。	结合自身缺陷，发展战略就是要通过不断的并购整合，来弥补自己全产业链上的组织机构的欠缺和营销工具的不足，快速有效地健全自己的组织结构，形成核心竞争力。
IPG	从创建之初就开始完善自己的全球分公司网络以及产业链其他部分的布局，自身本身就具备制作并实施整体营销方案的能力。	自创始以来的领导人都是来自于广告行业的专家，擅长广告公司经营，百年来一直走在广告业模式探索的最前沿。坚持以客户为中心，提出为客户创造需求、创造品牌效应的策略，即为现在的整合营销传播雏形。	百年的历程已经使得它自身机构非常健全，早已形成了一套完整的结构体系，始终在专业领域中保持了核心竞争力。因此公司并不急切需要通过并购来加强自身，通过“自生型”发展模式来强化核心竞争力就成为必然选择。

来源: 国金证券研究所

- 就收购/兼并主导型而言，值得注意的是，并购只是一种手段，通过并购不断实现战略布局，才是对于 WPP 更加重要的事情。马丁·索里尔在 2008 年报中写到“因为一系列的并购，使得我们向战略发展目标前进，那就是：提高公司在亚洲、拉丁美洲、非洲、中东的市场占有率到 1/3；提高营销服务的比率到 2/3；提高可量化服务和消费者调查至 1/2”。同时 WPP 在收购实践中，也与越来越集中于新兴市场的地域布局、营销服务和可量化服务的业务布局。
- 而 IPG 坚持建立“全美体系的广告公司”和“全球体系的广告公司”的发展战略，不断在全美各地和世界各国建立分公司网络，将势力范围扩张到欧洲，美洲，拉丁美洲，亚洲；其旗下培育的子公司相对独立但是却职责明确，具备清晰的体系架构，各子公司有着明确的核心竞争力，对品牌、

营销、创意、消费、新媒体等方面有全新的理解，基本完成了对广告营销全产业链的布局与覆盖。

图表18: IPG 旗下子公司及业务情况



来源：国金证券研究所

- 无论哪一种扩张模式，其根本目标都是通过完善地区与业务的战略布局，使自身的核心竞争力不断延伸。WPP 成功的关键在于能够利用自己强大的品牌力去同化并购的企业，在完善布局的同时，使并购对象打上 WPP 的印记；而对于 IPG，则是不断延伸其对于消费者心理的深刻洞察，对创意新观念、新业务领域不断的探索的核心优势。

公司分析

分享公关行业景气度高速增长

- 与中国公关行业共同成长起来的蓝色光标，其成长过程充分分享了行业快速增长的景气度，且表现出众，多年以来营业收入增长超越行业平均增速；而公司拥有富有行业经验的管理层、规范的运营架构、高效的信息管理系统，管理和人才优势是其持续居于业内领先水平的核心竞争力。

图表19: 蓝色光标营业收入及增速

营业收入（百万）	2006	2007	2008	2009	2010	07vs06	08vs07	09vs08	10vs09
合计	133.04	216.65	327.24	367.61	495.72	62.85%	51.04%	12.34%	34.85%
蓝标品牌	106.0	168.30	254.33	292.14	442.19	58.71%	51.11%	14.87%	51.36%
智扬品牌	27.0	48.35	59.41	52.63	25.52	79.10%	22.88%	-11.41%	-51.50%
欣风翼/博思瀚扬品牌			13.49	22.84	28.01			69.25%	22.65%

来源：公司年报，国金证券研究所

- 把公司的人均创收能力与行业均值进行对比，可以发现公司的创收水平增速与行业发展的趋势基本相吻合。

图表20: 蓝色光标人均创收水平（测算）

人均创收(万元)	2006	2007	2008	2009	2010
蓝色光标	25.34	32.18	30.11	36.04	40.03
本土Top公司均值	25	29	31	37.2	38.4

来源：国金证券研究所

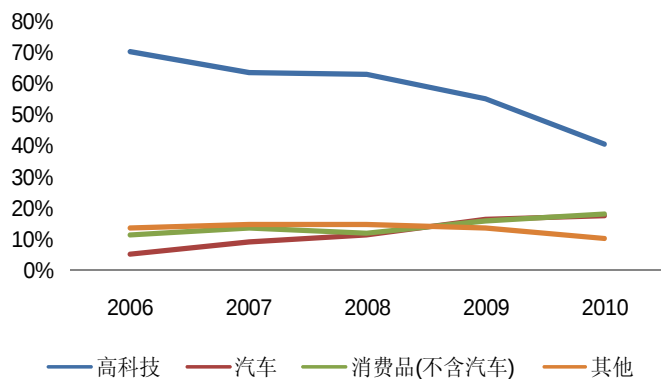
- 前瞻公司未来的发展空间，一方面仍将分享公关行业的成长景气，另一方面“区域扩张、行业拓展、服务延伸”仍有广阔的空间，而公司持续性兼并收购的外延式扩张道路，则对于公司转型整合营销传播集团具有战略意义；当然我们亦须密切关注和评估公司的兼并收购实践，对于其在“区域扩张、行业拓展、服务延伸”发展过程中核心竞争力提升的影响。

客户结构持续优化，汽车、消费品行业增长势头良好

- 近年来公司服务客户的行业分布主要集中于高科技(IT)、汽车、消费品几个行业，整体的发展趋势呈 IT 客户比重逐步下降，汽车、消费及其他行业客户比重逐步提升的态势。2010 年报，互联网与手机行业分拆呈单独的行

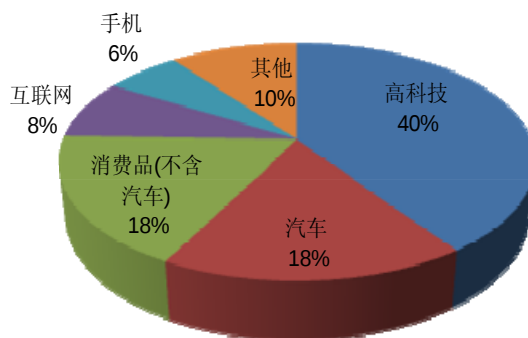
业统计口径,使得高科技行业业务比重大幅下降,而互联网与手机行业占比合计已达 14%,这体现出公司的服务在泛 IT 行业内的结构也在悄然发生变化。多年来,IT 行业一直占据公司服务行业的最大比重,这与本土公关公司从 IT 传播顾问角色起步的历史成因有关,近年来服务行业多元化的趋势则体现了客户结构优化的良好成果,蓝色光标客户结构的变化也紧随这一趋势;而互联网、手机行业占比的提升则值得关注。

图表21: 2006-2010 年公司服务客户行业占比变化



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表22: 2010 年公司服务客户行业占比



- 就营业收入增长而言,高科技行业近两年增速放慢,从调整客户结构的角
度,预计传统 IT 行业的收入将维持较为平稳的增速,不再是增长的主力;
而与互联网、移动互联网崛起的节奏相应,互联网与手机行业的收入将成
为泛 IT 行业增长的关键。

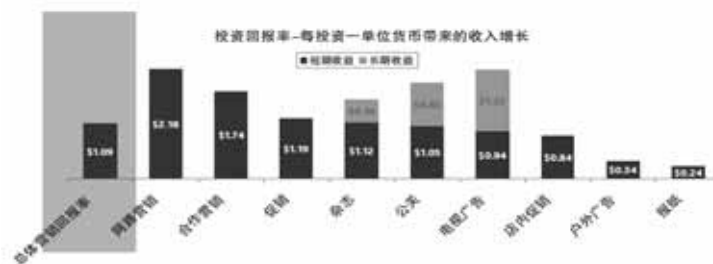
图表23: 蓝色光标营业收入按服务客户行业分布情况

单位: 万元	2006	2007	2008	2009	2010	07vs06	08vs07	09vs08	10vs09
营业收入	13303.84	21665.02	32730.37	36761.26	49572.4	62.85%	51.07%	12.32%	34.85%
高科技	9293.41	13668.09	20390.92	20064.75	19894.62	47.07%	49.19%	-1.60%	-0.85%
汽车	671.56	1955.31	3659.73	6130.8	8736.7	191.16%	87.17%	67.52%	42.51%
消费品(不含汽车)	1494.02	2877.41	3869.27	5637.35	8773.95	92.60%	34.47%	45.70%	55.64%
互联网	-	-	-	-	3990.9	-	-	-	-
手机	-	-	-	-	3032.17	-	-	-	-
其他	1844.85	3164.21	4810.45	4928.36	5144.06	71.52%	52.03%	2.45%	4.38%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 来自汽车与消费品行业的收入近几年高速增长与这两个行业景气度高企有
关。虽然企业主对于公关行为花费的投入不能与广告花费的投入进行简单
对比,且营销推广使用的策略节奏也并不能与行业景气本身简单吻合;比
如在行业景气上行阶段,广告花费有快速增加的趋势,而在景气从高点下
行的阶段,企业对公关的投入则会加大;在行业景气极好或极差的极端情
况下,企业的公关费用都会大为削减。但随着企业主实施品牌经营理念逐
渐成熟且营销推广走向整合营销传播,实体行业的景气度与广告花费的趋
势对公关行业仍具有重要借鉴意义。

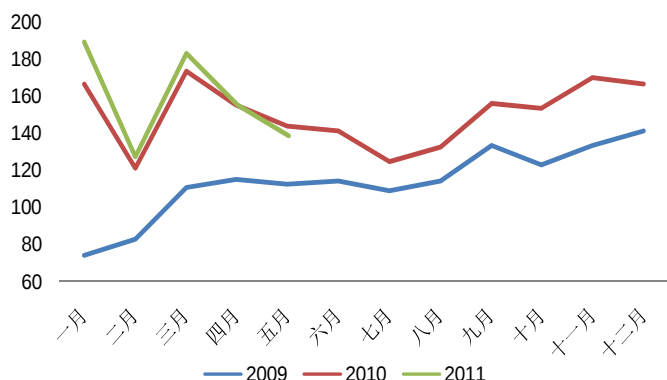
图表24: 复合型营销策略有助于提升营销回报率



来源: 尼尔森, 国金证券研究所

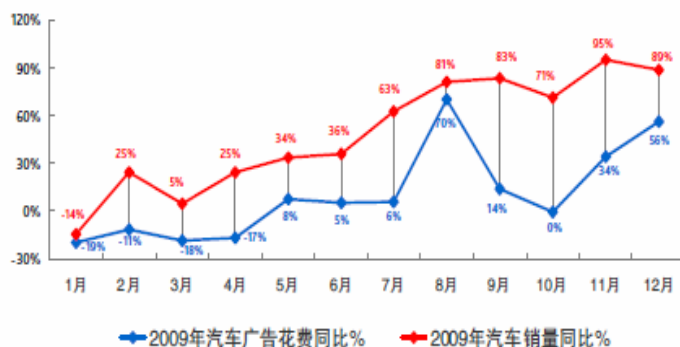
- 2009年3月以后，中国汽车行业从金融危机中复苏，销售牛市启动，而在09年上半年，企业主对于广告投放仍采取保守的观望态度，在第三季度才开启广告投放全线上扬的趋势。2009年汽车行业广告花费月平均增长10%，2010年月平均增长率达30%；这一趋势保持至2011年，据CTR监测，1-2月份国内交通工具行业的广告投放保持了34%的快速增长势头。
- 与汽车行业景气上行过程中广告花费增速提升相对比，过去三年蓝色光标来自汽车行业的营业收入增速趋于放缓，这印证了广告先行、公关随后的经验判断。但即使增速放缓，2010年公司汽车客户的营业收入仍有40%的增长。2011年汽车市场的销量同比增速较前两年趋于放缓，景气度有所回落，这对于公关行业则意味着良好的机遇。预计2011年公司来自汽车行业的营业收入有望加速增长。

图表25：2009-2011 中国汽车市场月销量趋势（万辆）

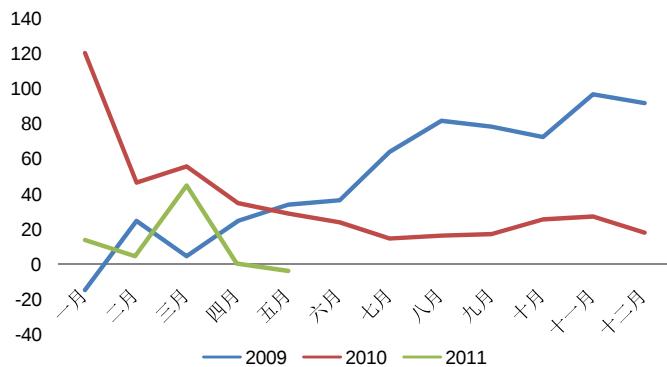


来源：中国汽车工业协会，尼尔森，国金证券研究所

图表26：2009 年中国汽车销量趋势对比广告花费趋势

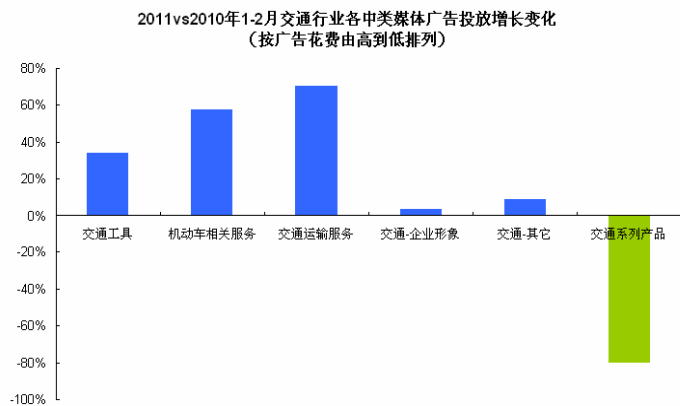


图表27：2009-2011 年中国汽车销量当月同比增速(%)



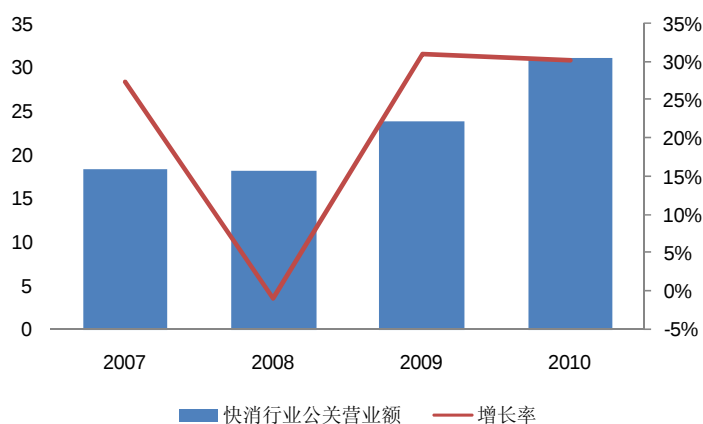
来源：中国汽车工业协会，CTR，国金证券研究所

图表28：2011 年 1-2 月交通行业广告投放同比增速



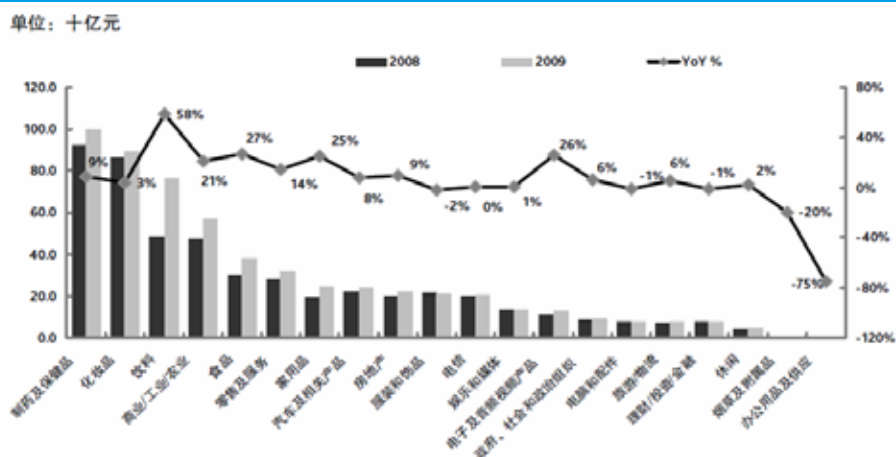
- 消费品行业门类众多，且历来是营销投入的中坚力量；一方面随着企业主品牌观走向成熟，对于公关的投入逐年加大；另一方面，“伊利、蒙牛诽谤门”、“奇虎 360、QQ 大战”等事件反映出中国企业在树立良好的公关形象方面须持续投入。消费品行业良好的景气度以及对于整合营销传播的需求持续性的增长，对于蓝色光标保持来自消费品行业客户收入的高速增长形成支撑。

图表29：2007-2010 年快速消费品行业公关营业额（亿元）



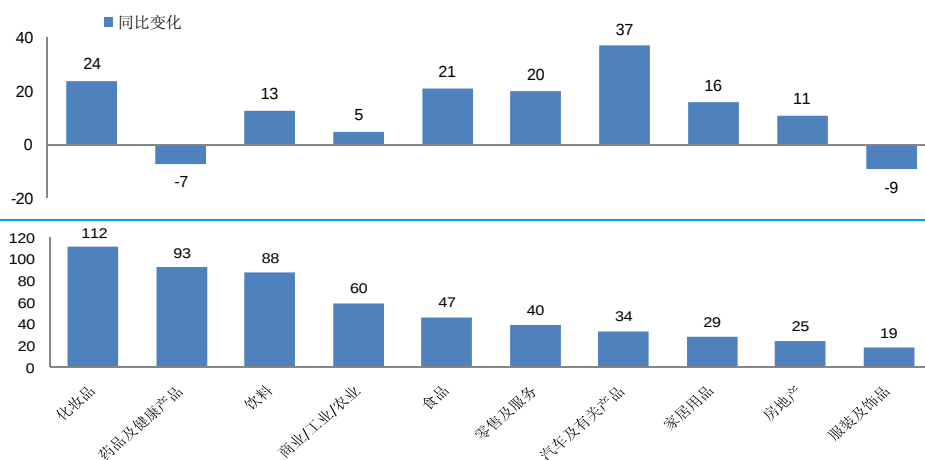
来源：国金证券研究所

图表30：2008-2009 年中国各行业广告花费情况



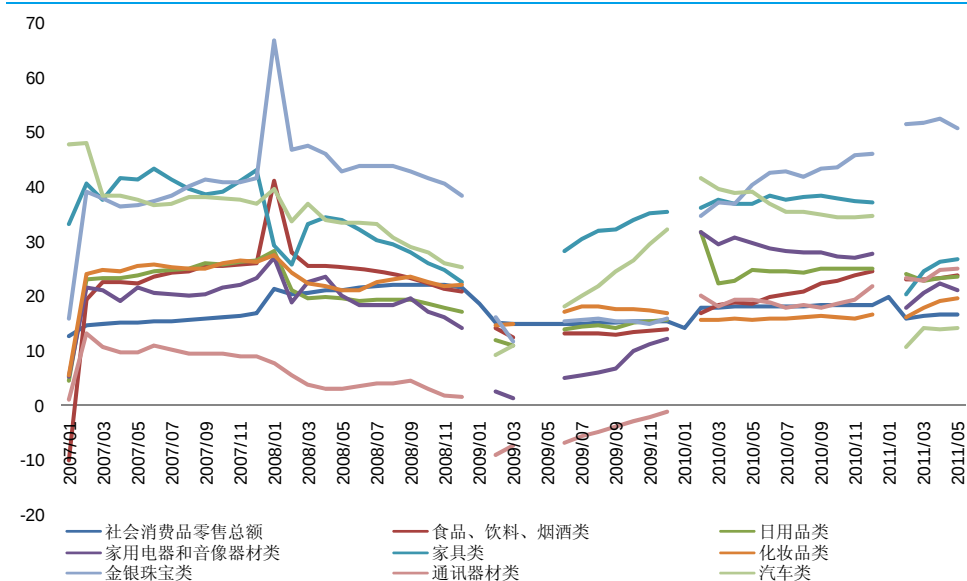
来源：尼尔森，国金证券研究所

图表31：2010 年中国广告花费市场前十行业增长情况



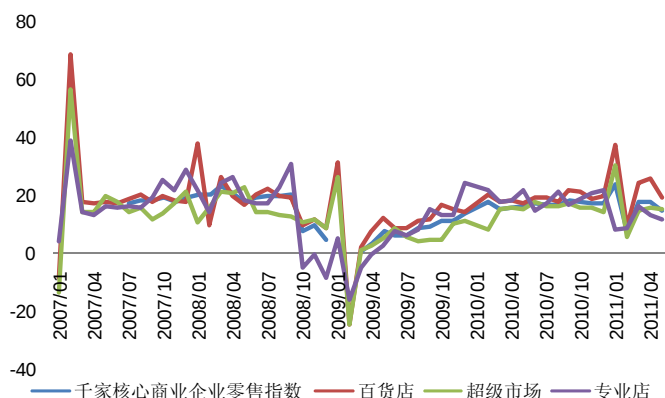
来源：尼尔森，国金证券研究所

图表32：社会消费品零售总额及限额以上批发和零售额月度累计同比增速(%)



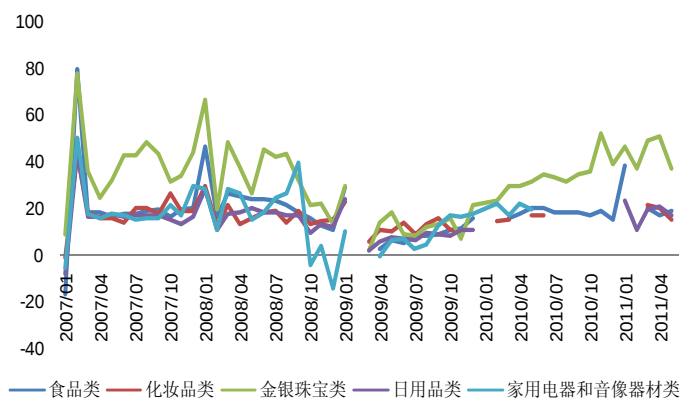
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表33：重点零售企业销售额当月同比增速 (%)



来源：商务部，国金证券研究所

图表34：重点零售企业销售额当月同比增速 (%)



地域扩张与业务线布局空间潜力可期

- 公司已在全国 24 个地区建立服务网点，但目前主要的收入来源仍集中于北京、上海、广州；北京仍然是业务份额的主要构成地区。2010 年公司对上海公司的管理团队进行了调整，加强了上海地区的业务开展，使得上海地区业务增幅较大。
- 就公关行业而言，北京仍占据主要的市场份额，但以上海、广州和成都为中心的 regional 市场正在形成，且从一线城市向区域性中心城市延伸的趋势正在加速。就广告营销行业而言，市场下沉也是最为重要的新市场空间。
- 蓝色光标原有的全国性服务网点，主要是应服务大客户而存在发展，随着募投项目“四三七八十”全国性业务拓展网络的持续建设，以及跟随行业性市场空间的延伸，来自于北京以外市场的收入有望加速增长。而新开拓的区域市场的毛利率高于北京市场，在“区域扩张”推进的早期，有望享受较高的毛利率空间。

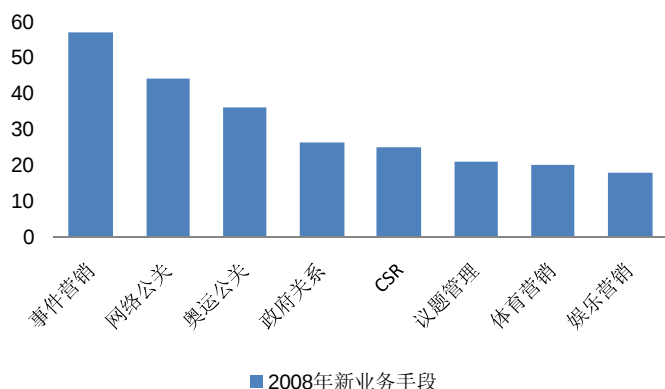
图表35：蓝色光标营业收入按地区分布情况

	2009 年报	2010 中报	2010 年报
营业收入(百万元)			
北京	305.04	148.45	372.11
上海	14.27	20.00	66.65
广州	48.15	20.75	56.50
深圳			0.47
香港	0.15		
收入构成(%)			
北京	82.98	78.46	75.06
上海	3.88	10.57	13.44
广州	13.1	10.97	11.39
深圳			0.09
香港	0.04		
毛利率(%)			
北京		54.86	49.45
上海		75.18	62.08
广州		66.31	63.24
深圳			93.57

来源：公司年报，国金证券研究所

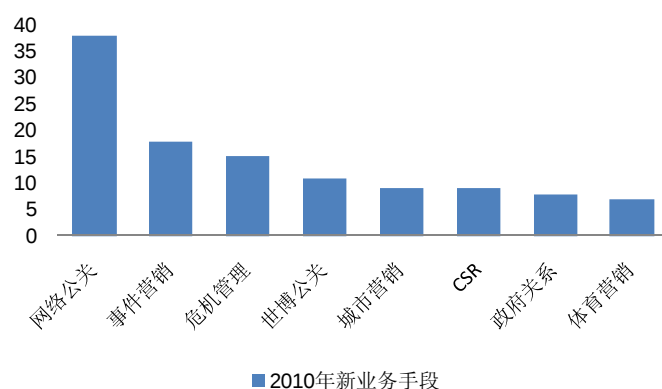
- 就公司开展业务而言，核心业务仍然是品牌管理服务，主要内容为品牌传播、产品推广、危机管理、活动管理、数字媒体营销、企业社会责任等一体化链条服务。
- 近年来公关业新的服务产品层出不穷，公司通过挖人、孵化、并购等多种手段补充新的业务线。如蓝色光标娱乐传媒咨询公司即为公司对于娱乐营销业务的孵化实践，以把握具备互动性强和快速传播特点的娱乐营销，已成为最容易成功和影响力最大的营销方式之一的市场机遇。

图表36：2008 年公关业开展各新业务的公司家数



来源：中国公关协会，国金证券研究所

图表37：2010 年公关业开展各新业务的公司家数



并购前景

完善产业链布局的必由之路

- 公司借鉴 WPP 模式通过持续的并购突破传统公关主业，布局广告、公关、DM、活动展览子行业，以完善产业链的战略布局，走向整合营销传播集团的发展道路。今年以来，公司在广告、公关、会展服务几个子行业已经通过收购进行了系列布局。
- 在上海励唐会展、华艺百创、思恩客、以及孵化公司娱乐传媒的补充下，公司的业务范围从公关主业，开始向广告营销、会展延伸。伴随公司并购行为的不断推进，产业链布局有持续优化的空间。

图表38：今年以来公司的收购节奏

时间	标的	标的主题	主要内容
Mar-11	上海励唐会展	会议服务、展览展示、企业形象策划、设备租赁	增资460万，获得20%股权
Mar-11	北京博思瀚扬	促销推广、终端队伍管理、终端传播培训、终端环境建设	增资480万，收购16%股权
Mar-11	华艺百创	以微博营销服务为基础业务平台的互联网营销服务企业	以250万认购24.5%股权
Mar-11	思恩客	以互联网广告服务为基础的整合营销服务机构	以2400万收购原股东股权加增资扩股的方式取得10%股权
Apr-11	思恩客	产品定位、产品营销策略、目标用户洞察、媒介策略及媒介采购、公关服务、互动创意及实施	增资9840万取得41%股权
Jun-11	金融公关	上市公司日常投资者关系服务、市值管理服务、企业IPO及再融资财经公关服务	投资8000万港元以增资及股权收购方式取得40%股权

来源：公司资料，国金证券研究所

图表39：蓝色光标旗下子公司业务布局

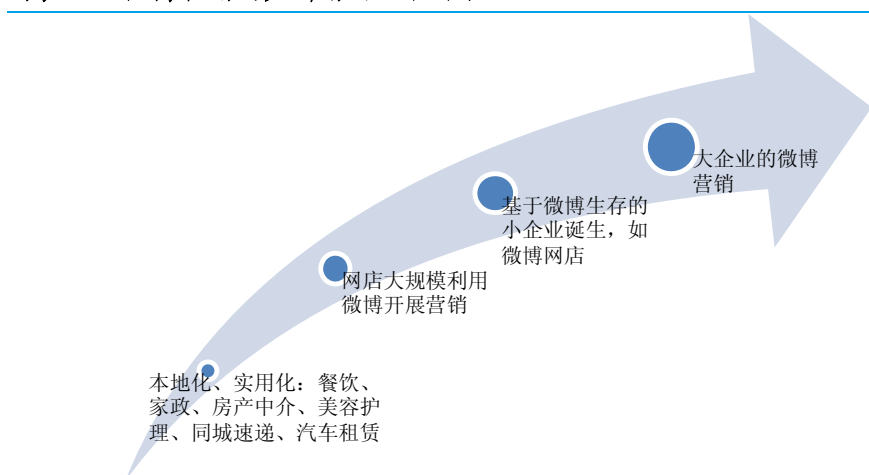
子公司名称	所属子行业	持股比例	2010年净利润
蓝色印象	公关	100%	897.89
蓝标公关	公关	100%	1469.97
广州蓝标	公关	100%	884.37
上海蓝标	公关	100%	803.19
上海品牌	公关	100%	225.87
智扬唯美	公关	100%	286.27
博思瀚扬	公关	84%	493.44
智扬唯隼	公关	100%	0.22
香港蓝标	公关	100%	-3.37
电通蓝标	公关	51%	70.17
上海互动	公关	100%	0
上海君缘	公关	100%	5.85
上海励唐会展	会展	20%	
华艺百创	互联网营销	24.50%	
思恩客	互联网广告	51%	406.43
金融公关	公关	40%	1346
娱乐传媒	娱乐营销	51%	

来源：公司资料，国金证券研究所

逐步实现“行业拓展、服务延伸、区域扩张”

- 投资华艺百创 24.50%的股权，公司得以介入快速崛起的微博营销服务领域，同时参股量又风险可控，在高成长的新业务领域反应迅速。

图表40：微博营销用户群潜力挖掘路径



来源：公司资料，国金证券研究所

- 对于思恩客的收购，是公司对具有较大发展潜力的网络游戏营销服务的互联网广告企业的投资；一方面继续加强对互联网行业的服务，进一步优化客户结构，实现行业拓展，另一方面抓住网络游戏行业走向成熟后加大营销服务投入的契机，分享市场的快速成长性。

图表41：2011Q1 与 2010Q1 中国单款网游产品网络广告投放金额TOP10 对比（单位：万元）

排名	网游产品	2011Q1	排名	网游产品	2010Q1
1	百度-弹弹堂	1359.1	1	麒麟网络-成吉思汗	664.6
2	千橡互动-龙之刃	1037.6	2	千橡互动-天书奇谈	582.2
3	傲世体育-足球天下	1028.5	3	搜狐畅游-大话水浒	546.8
4	蜗牛电子-帝国文明	929.8	4	蓝港在线-西游记	510.2
5	完美时空-神兽世界	651.6	5	完美时空-梦幻诛仙	401
6	昆仑万维-仙侠风云	641.5	6	天雷网络-蜀门	392.4
7	盛大-永恒之塔	579.1	7	巨人-征途	354.1
8	百游汇通-凡人修仙传	564.6	8	大承网络-龙loong	306.3
9	网易-创世西游	495.6	9	网易-梦幻西游	300
10	牛A游戏-傲剑	386.9	10	完美时空-诛仙2	291.2

来源：公司资料，国金证券研究所

- 而对于金融公关集团的收购，则是公司对于在财经公关领域，对上市公司提供全方位、一站式服务的业务线延伸；同时通过金融公关集团，公司也使得服务网络突破原有较为明显的地域性，在香港、台湾、新加坡在内的大中华地区迈出步伐。
- 公司大力推进的并购，与孵化、挖人等手段皆服务于“行业拓展、服务延伸、区域扩张”的战略目标；而在“行业拓展、服务延伸”两个层面，目前公司则着重寻找成长潜力较大的行业与服务类别优先布局，以分享整合营销市场中高速成长的行业与服务类别的收益，进一步增厚业绩并提升公司的业绩增速。在不断实现外延式扩张的同时，保障净利润的高速增长。

图表42：思恩客与财经公关收购可行性报告数据

	2010	2011E	2012E	2013E
思恩客（万元）	406.43	2400	2900	3500
增速		490.51%	20.83%	20.69%
财经公关（万港元）	2008	2400	2900	3500
增速		19.52%	20.83%	20.69%

来源：公司资料，国金证券研究所

- 伴随公司并购行为的继续推进，将持续靠近“行业拓展、服务延伸、区域扩张”的战略目标。

先进的管理水平奠定子公司协同发展的前景

- 公司自身的管理水平在业内居于领先地位，规范的三级运营架构、成体系的运营效率指标、领先的信息管理系统构成其高效运营的基础。而在不断实施的并购过程中，公司虽采取“收购不整合”的思路，但收购过程本身就是对于被收购标的理顺内部结构、规范各种流程的过程，以实现管理输出。而公司强大的信息管理系统使其有能力协同各子公司共同发展。
- 公司高管可通过图 43 所示的信息管理系统跟踪每一家子公司最新的经营情况，每一个公关服务项目的进度和收款情况，并进行内部长期积累案例的知识分享，甚至是每一笔支出、账目。在如此基于大规模数据库的内部经营管理体系下，无论是同时推进几百个项目，还是几千个项目，公司在管理上都能做到有条不紊。在并购扩张时，这个管理系统也是能够得到同行高度认可的重要砝码，让被收购对象更容易认同蓝色光标的资本平台。也正是这样一个基于 IT 系统并对行业、业务有深刻理解的经营管理平台，使得公司在并购市场中处于优势地位，有助于被收购方更为主动地接受蓝色光标的经营理念，形成积极有效的协同效应。
- 当然就并购行为的风险而言，国内整合营销行业整体规范程度较低，公司通过不断并购要实现迅速成长，需具备很高的管理输出能力。经营规模与经营范围不断扩张过程中，整体管理能力与运营效率是否提升始终具备较高的不确定性。

图表43: 蓝色光标综合信息管理系统



来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	327	368	496	659	875	1,138
增长率		12.3%	34.8%	32.9%	32.9%	30.0%
主营业务成本	-149	-163	-234	-294	-391	-508
% 销售收入	45.7%	44.3%	47.2%	44.6%	44.6%	44.6%
毛利	178	205	262	365	485	630
% 销售收入	54.3%	55.7%	52.8%	55.4%	55.4%	55.4%
营业税金及附加	-17	-20	-27	-35	-46	-60
% 销售收入	5.1%	5.3%	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%
营业费用	-76	-85	-106	-152	-197	-250
% 销售收入	23.3%	23.0%	21.3%	23.0%	22.5%	22.0%
管理费用	-25	-31	-45	-64	-96	-125
% 销售收入	7.8%	8.5%	9.1%	9.7%	11.0%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	59	69	84	115	146	195
% 销售收入	18.1%	18.9%	17.0%	17.4%	16.6%	17.1%
财务费用	0	0	5	13	14	11
% 销售收入	-0.1%	0.1%	-1.0%	-2.0%	-1.6%	-1.0%
资产减值损失	-2	-2	-2	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	58	67	87	126	158	205
营业利润率	17.7%	18.4%	17.5%	19.1%	18.1%	18.0%
营业外收支	2	1	1	1	2	2
税前利润	59	69	88	127	160	207
利润率	18.2%	18.7%	17.7%	19.3%	18.3%	18.2%
所得税	-15	-18	-25	-32	-40	-52
所得税率	25.3%	26.1%	28.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	44	51	63	95	120	155
少数股东损益	1	2	2	2	2	2
归属于母公司的净利润	43	48	60	94	119	154
净利率	13.2%	13.2%	12.2%	14.2%	13.5%	13.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	44	51	63	95	120	155
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	6	9	8	11	14
非经营收益	0	1	1	-1	-2	-2
营运资金变动	17	-22	-29	-13	-31	-37
经营活动现金净流	66	36	44	90	98	131
资本开支	-69	-6	-33	-34	-58	-58
投资	-14	0	-14	0	0	0
其他	0	0	-5	0	0	0
投资活动现金净流	-83	-6	-51	-34	-58	-58
股权募资	53	4	639	-4	5	5
债权募资	30	10	-40	0	0	1
其他	-7	-28	-26	0	-16	-16
筹资活动现金净流	76	-14	573	-4	-11	-10
现金净流量	59	16	566	52	29	63

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	107	123	688	740	769	832
应收款项	56	87	125	128	170	221
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	4	2	3	4	5
流动资产	163	213	816	871	943	1,058
% 总资产	64.7%	70.2%	85.8%	84.2%	81.6%	80.4%
长期投资	0	0	14	14	14	14
固定资产	65	65	94	138	178	216
% 总资产	25.8%	21.5%	9.9%	13.3%	15.4%	16.4%
无形资产	24	25	23	12	21	29
非流动资产	89	91	135	163	212	259
% 总资产	35.3%	29.8%	14.2%	15.8%	18.4%	19.6%
资产总计	252	304	951	1,034	1,155	1,317
短期借款	30	40	0	0	0	0
应付款项	18	24	44	36	47	60
其他流动负债	29	25	22	38	39	42
流动负债	77	89	66	74	86	101
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	77	89	66	74	86	102
普通股股东权益	172	210	873	947	1,055	1,198
少数股东权益	3	5	11	13	15	16
负债股东权益合计	252	304	951	1,034	1,155	1,317

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.361	0.404	0.503	0.780	0.988	1.279
每股净资产	2.928	3.497	7.276	7.810	8.699	9.876
每股经营现金净流	1.116	0.603	0.364	0.740	0.806	1.077
每股股利	0.000	0.250	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	25.23%	23.09%	6.91%	9.88%	11.24%	12.82%
总资产收益率	17.20%	15.94%	6.35%	9.05%	10.27%	11.66%
投入资本收益率	21.65%	20.12%	6.79%	8.95%	10.21%	12.04%
增长率						
主营业务收入增长率	51.07%	12.32%	34.85%	32.89%	32.89%	30.00%
EBIT增长率	41.13%	16.88%	21.19%	36.19%	27.14%	33.91%
净利润增长率	29.17%	11.75%	24.61%	54.95%	26.78%	29.45%
总资产增长率	116.49%	20.65%	212.63%	8.80%	11.73%	13.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	57.3	60.1	68.1	58.5	58.5	58.5
存货周转天数	0.0	#DIV/0!	#DIV/0!	0.1	0.1	0.1
应付账款周转天数	5.4	14.7	19.0	6.5	6.5	6.5
固定资产周转天数		64.8	69.4	76.6	75.0	70.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.76%	-38.39%	-77.82%	-77.08%	-71.91%	-68.45%
EBIT利息保障倍数	-146.7	261.1	-17.0	-8.7	-10.5	-17.5
资产负债率	30.63%	29.27%	6.94%	7.12%	7.40%	7.78%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	5	6	21	27
买入	0	1	3	13	19
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.17	1.27	1.35	1.38

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-05-24	买入	26.06	N/A
2 2010-07-09	买入	28.26	32.60 ~ 36.30
3 2010-08-18	买入	33.87	36.50 ~ 38.50
4 2010-10-21	买入	30.16	N/A
5 2010-11-19	买入	35.94	38.00 ~ 42.00
6 2011-02-24	买入	30.78	N/A
7 2011-04-08	买入	29.81	N/A
8 2011-06-21	买入	31.35	N/A

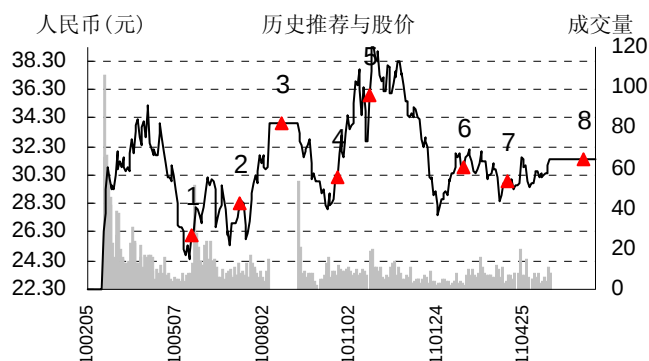
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室