

2011-07-08

酌情消费品/传媒

证券研究报告

公司研究 / 更新报告

蓝色光标 (300058)

买入/维持评级

股价: RMB31.35

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:S1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

刘佳宁
(0755)8249 2212
liujn@mail.htlhsc.com.cn

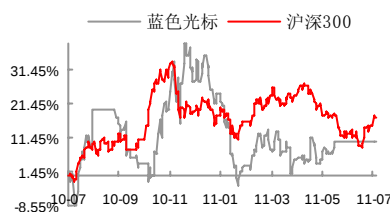
相关研究

《拨开迷雾 把它看得更清楚》
《激励尘埃落定 人才稳定性大增》
《2010 业绩平淡 2011 仍具期待》
《小荷才露尖尖角 密集对外投资点评》
《快速兑现市场预期下半年扩张更可期待》
《并购战略延伸向大陆以外市场》

基础数据

总股本 (百万股)	120
流通 A 股 (百万股)	120
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	3,762

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

惊喜不断 超预期兑现发展战略

--并购今久广告点评

- 公司今日公告: 拟利用 1.09 亿现金和增发 1.07 亿股的形式以总价不超过 4.35 亿元全面收购北京今久广告传播有限公司 100% 股权, 此次收购计划的市盈率为 2011 年动态 10.4 倍, 与公司过往收购的估值水平持平。
- 北京今久广告传播有限公司是一家专注于房地产行业的综合性广告公司, 业务包括为房地产商提供广告全案代理、媒介代理购买、公关活动服务等多项服务, 与众多知名房地产企业保持稳定的合作关系, 是北京青年报、新京报和北京晚报、精品购物指南等知名媒体的核心代理商。2010 年收入约 1.9 亿元, 净利润约 3240 万元, 2011 年、2012 年和 2013 年净利润预计为 4200 万元、5040 万元和 5796 万元。
- 蓝色光标通过此次收购成功进入过去尚未涉及的房地产行业, 再次拓宽了客户行业领域, 并继续收购思恩克之后, 继续加强了广告业务能力, 整体业务结构向传播集团模式进一步靠拢。此次收购公司也采取了业绩对赌、持股锁定、同业禁止等控制收购标的后续经营风险。
- 通过此次超预期的增发加现金 100% 收购, 蓝色光标再一次印证了其通过并购等外延式路径发展成为传播集团的战略。此次收购后, 公司收入和业绩将得以显著增厚, 预计 2011 年在内生性业务净利润约 9000 万的基础上, 通过收购获得的利润若按全年并表计算高达约 6534 万元, 增厚净利润达 73%。根据公司战略, 未来不排除有进一步的兼并收购举措, 业绩存在进一步增厚的可能。
- 在目前已完成和拟进行的收购基础上测算, 预计 2011 年、2012 年和 2013 年的营业收入分别为 12.5 亿元、15.9 亿元和 20.2 亿元, 归属母公司所有者净利润分别为 1.2 亿元 (非全年并表)、2.0 亿元和 2.5 亿元, 折合每股 EPS (非全年并表) 为 0.89 元、1.53 元和 1.91 元, 2011 年备考归属母公司所有者净利润 (全年并表) 约为 1.5 亿元, 对应的备考 EPS (全年并表) 为 1.19 元, 公司每股合理价值为 35.6 元至 35.7 元, 维持“买入”评级。(以上 EPS 测算全部按照收购后的约 1.3 亿股股本全面摊薄)。
- 风险提示, 通过并购进行外延式扩展的进程和效果存在极强的不确定性。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	495.7	1247.0	1587.0	2018.0
(+/-%)	34.8	151.6	27.3	27.2
归属母公司净利润(百万元)	60.4	116.0	201.0	249.0
(+/-%)	24.6	92.1	73.3	23.9
EPS(元)	0.50	0.89	1.53	1.91
P/E(倍)	62.3	31.6	18.3	14.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

全资收购房地产广告公司	4
收购标的基本情况	4
蓝色光标再展收购技巧	5
利用并购向传媒集团方向发展	5
并购过程中的主要考量因素	5
广告业务占比增加符合传播集团特点	6
收购显著增厚公司业绩	7
风险提示	8

图表目录

图 1: 传播集团 Omnicom2001 年以来各项业务占比	7
表格 1: 今久广告近期各项业务情况 (万元)	4
表格 2: 今久广告的原股东结构及收购中的制约	4
表格 3: 今久广告近期收入与利润情况 (万元)	5
表格 4: 蓝色光标完成此次收购后的主要股东持股比例	5
表格 5: 蓝色光标收购标的业务情况和财务情况等 (百万元)	6
表格 6: 蓝色光标收购标的业务情况和财务情况等	6
表格 7: 蓝色光标内生业务未来三年收入增长情况 (万元)	7
表格 8: 蓝色光标收购公司的利润并表测算 (百万元)	8
表格 9: 新传媒板块 2011 年动态市盈率	8

全资收购房地产广告公司

收购标的基本情况

专业的房地产领域综合性广告公司

北京今久广告传播有限公司（下称“今久广告”）是一家专注于房地产领域的综合性广告公司，自 1995 年建立以来至 2008 年主要业务为简单的媒介采购，2008 年以后业务展开至为房地产商提供广告全案代理、媒介代理购买、公关活动服务等多项服务。今久广告主要业务集中在北京地区，多次获得营销策划类奖项。

今久公司的各项业务在 2009 年后的发展较为稳健（见表 1），其 2011 年的业务占比变化符合客户所在的房地产行业的特征：由于政策调控，广而告之式的简单媒介投放没有显著增长，但面向特定消费群体、突出品牌和项目认知的活动营销开始增加。

表格 1：今久广告近期各项业务情况（万元）

	2011 年 1-4 月		2010 年		2009 年	
业务类型	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
广告全案代理	1,256.20	19.15%	3,926.68	20.72%	3,012.90	25.50%
媒介购买代理	2,682.96	40.90%	10,842.85	57.20%	7,996.89	67.68%
公关活动	2,620.87	39.95%	4,184.96	22.08%	805.43	6.82%
合计	6,560.03	100.00%	18,954.49	100.00%	11,815.22	100.00%

资料来源：蓝色光标公司公告，华泰联合证券研究所

公司目前已经形成稳定的上下游关系：客户包括绿地集团、中粮地产、万科集团、远洋地产、保利集团、华润置地、鲁能地产、紫薇地产等多家大型房地产开发企业，并与多家房地产营销公司进行业务合作；上游媒介方面则与北京青年报、新京报和北京晚报、精品购物指南等建立了长期良好的合作关系，成为其核心代理商之一。

股权结构清晰

今久广告的股权结构简单清晰，仅有六人（见表 2），总裁王舰家族掌控公司绝大多数股份，并且早在 2008 年既已通过持股方式锁定了高级的核心业务人员。

表格 2：今久广告的原股东结构及收购中的制约

姓名	持股	职位	与王舰关系	收购后锁定办法
王舰	40%	总裁	-	换股锁定三年，业绩对赌，同业禁止五年
王建玮	25%	监事	夫妻	无锁定，获得 1.09 亿现金后退出
赵宏伟	5%	2008 年任副总裁	无	换股锁定三年，业绩对赌，同业禁止五年
周云洲	5%	2008 年任副总裁	无	换股锁定三年，业绩对赌，同业禁止五年
阚立刚	22.015%	无	表兄	换股锁定一年
王同	2.985%	无	堂兄	换股锁定一年

资料来源：蓝色光标公司公告，华泰联合证券研究所

收入与利润增长稳定

今久广告近年来收入和净利润增长也较为可观（见表 3），毛利率与净利率水平符合全案代理和公关活动占比较高的业务结构，高于省广股份（2010 年毛利率和净利率分别为 10.14% 和 2.20%）等媒介代理业务较多的公司。

表格 3：今久广告近期收入与利润情况（万元）

	2011 年 1-4 月	2010 年	2009 年
营业收入	6,560.03	18,954.49	11,815.22
营业成本	3,275.32	12,619.26	8,681.87
毛利率	50.07%	33.42%	26.52%
净利润	2,018.31	3,240.06	1,490.28
净利率	30.77%	17.10%	12.61%

资料来源：蓝色光标公司公告，华泰联合证券研究所

公告中预期今久广告 2011 年、2012 年和 2013 年的收入增长为 20.64%、16.11%、16.84%，净利润分别为 4200 万元、5040 万元和 5796 万元。

蓝色光标再展收购技巧

蓝色光标（下称“公司”）此次收购使用了“现金加股权”的方式对今久广告进行了 100% 的收购，对自身的利益也进行了尽量周全的保护：

- 第一， 公司此次收购使用了现金约 1.09 亿元收购了王建玮手中今久广告 25% 股权，拟发行约 1.07 亿股收购其余人手中 75% 的股权，充分利用了增发方式将收购标的 100% 纳入，节省了现金的运用；
- 第二， 公司此次收购的 2011 年动态市盈率为约 10.4 倍，符合公司一贯的收购溢价标准；
- 第三， 公司对原核心团队进行了周密的锁定，包括只对核心团队换股、三年锁定期、业绩对赌、五年同业竞争（见表 2），甚至为了避免同业竞争对王舰在其它公司股权的安排进行了较为严格的约定；
- 第四， 公司此次增发后，保持了原六位一致行动人的绝对控股地位（见表 4，其中前六位为一致行动人），保证了公司未来仍能保持发展战略和路径不发生变化。

表格 4：蓝色光标完成此次收购后的主要股东持股比例

赵文权	许志平	吴铁	陈良华	孙陶然	胡凌华	王舰	阚立刚
8.99%	8.44%	8.48%	8.43%	4.63%	4.22%	4.36%	2.40%

资料来源：蓝色光标公司公告，华泰联合证券研究所

我们认为除财务方面外，此次并购对公司的益处也比较明显：首先，公司过去的客户行业主要集中在 IT、汽车、快速消费品等，此次收购后进入了巨大的房地产行业并一次获得了优质的客户资源；其次，公司在收购思恩克之后，通过此次收购更加强化了在广告业务上的能力，媒介覆盖新媒体和传统媒体，业务从全案策划到媒介代理，广告业务渐成气候。

利用并购向传媒集团方向发展

并购过程中的主要考量因素

公司利用并购手段进行外延式增长的目的是希望成长为中国大陆第一个涵盖公共关系、广告、活动营销、新媒体传播等领域的综合性传播集团。

我们认为公司目前并购主要有五方面的考量，这五方面也体现在公司过去的历次收购当中：

第一， 补充公司能力较为欠缺的业务板块，如利润水平较高的活动设备租赁、未来市场广阔的互联网营销、收入和利润规模较大的广告公司（见表 5）；

第二， 并购对象可以对公司净利润有较为明显的增厚（见表 5）；

第三， 并购的市盈率为最近可掌握的可靠净利润的 10 倍

表格 5：蓝色光标收购标的业务情况和财务情况等（百万元）

投资标的（简称）	主要业务	2010 净利润	2011E 净利润	收购股权	市盈率
上海励唐	会展服务	-	2.30	20.0%	预计 2011 10X
北京博思翰扬	活动管理	4.93	5.80	84.0%	2010 6.1X
北京华艺百创	微博营销	-	7.00	24.5%	预计 2011 1.5X
北京思恩克	网游网络广告	8.56	24.00	51.0%	2011 10X
Aries	金融公关	13.46	19.98	40.0%	2010 10X
北京今久广告	房地产综合性广告	32.40	40.20	100.0%	2011 10.4X

资料来源：蓝色光标公告，华泰联合研究所

第四， 能够成为并购对象的实际控制人，即便是少数股权，也要在董事会和财务方面能够对公司是家绝对影响，并且并购对象股权要简单清晰（见表 6）；

第五， 通过出资方式、对赌、竞争禁止协议、未来全面吸纳上市公司等等制度性安排来保持被标的公司经营团队的稳定性（见表 6）；

第六， 提升公司能够为客户提供的综合性营销服务能力，尽量提供给客户一站式解决方案，虽然在并购方面保持标的公司经营的独立性，但在客户资源方面、不同的服务领域方面，仍希望能够得到协同效应。

表格 6：蓝色光标收购标的业务情况和财务情况等

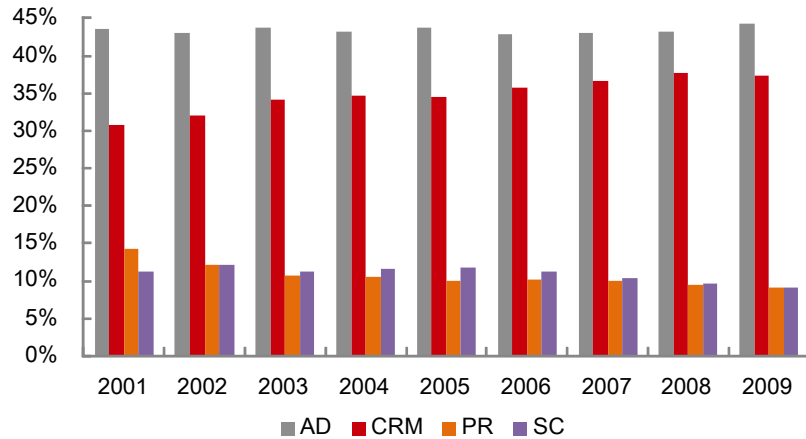
投资标的（简称）	股东地位	其他股东	出资方式	风险控制和制约投资标的方式
上海励唐	最小股东	三个自然人	资本金	五人董事会占三席并派董事长、财务与设备负责人
北京博思翰扬	第一大股东	八个自然人	收购股权	控股子公司，并入公司运营体系，业绩承诺
北京华艺百创	并列第二大股东	两个自然人	增资	三人董事会占一席
北京思恩克	第一大股东	四个自然人	收购并增资	业绩承诺，第一大股东
Aries	第二大股东	两个自然人的公司	收购并增资	业绩承诺，三人董事会中一席，董事会事项权限限制
北京今久广告	单一股东	无	收购并换股	业绩承诺、三年多锁定期、同业禁止

资料来源：蓝色光标公告，华泰联合研究所

广告业务占比增加符合传播集团特点

经过多次收购后，公司的广告业务占比显著增加，预计 2011 年全年备考业绩（收购标的按照全年并表计算）中，广告收入占比将达到 44% 左右的水平。由于广告业务存在大量的媒介采购等资本密集型业务，以及“由于广告传播和公共关系服务在品牌传播过程中发挥的作用不同，广告传播在企业传播投入中所占的比例往往更大”。所以，对于包含广告业务、公关业务在内的传播集团而言，广告业务占比较高是一种正常现象（见图 1）。

图 1: 传播集团 Omnicom 2001 年以来各项业务占比



资料来源: Omnicom 财报, 华泰联合证券研究所

收购显著增厚公司业绩

由于内生性增长和并购的两方面原因, 我们认为公司将在 2011 年实现收入和净利润的快速增长。

首先, 我们认为公司自身原有业务收入将在 2011 年实现 40% 的增长, 全年实现收入约 6.9 亿 (见表 7), 从而带动 2011 年的内生净利润增长 50% 达约 9000 万元。

表格 7: 蓝色光标内生业务未来三年收入增长情况 (万元)

	2010	2011E	2012E	2013E
高科技	19,894.62	24,868.28	30,587.98	37,011.45
YoY	26%	25%	23%	21%
消费品 (无汽车)	8,773.95	14,477.02	21,715.53	30,401.74
YoY	55%	65%	50%	40%
汽车	13,105.05	18,347.07	23,851.19	13,105.05
YoY	44%	50%	40%	30%
互联网	4,851.47	7,277.21	9,824.23	4,851.47
YoY	72%	60%	50%	35%
手机	3,990.90	6,185.90	8,969.55	12,108.89
YoY	60%	55%	45%	35%
其它	5,144.06	5,246.94	6,558.68	8,854.21
YoY	2%	2%	25%	35%
合计	68,734.65	93,456.01	122,051.71	68,734.65
YoY	35%	39%	36%	38%

资料来源: 蓝色光标公司公告, 华泰联合证券研究所

其次, 我们经过测算得出, 公司今年所设立和收购的六家公司若按照全年并表能够为公司贡献备考利润 6534 万元 (全年并表), 非全年并表贡献利润约为 2669 万元 (见表 8)。

表格 8：蓝色光标收购公司的利润并表测算（百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E	持股比例	预计并表时间
上海励唐	-	2.30	2.88	3.59	20.0%	2011 年中
北京博思翰扬	4.93	5.80	6.96	8.35	16.0%	2011 年中
北京华艺百创	-	7.00	8.40	10.08	24.5%	2011 年中
北京思恩克	8.56	24.00	28.80	34.56	51.0%	2011 年 6 月
Aries	13.46	19.98	24.15	29.14	40.0%	2011 年中
北京今久广告	32.40	42.00	50.40	57.96	100.0%	2011 年 9 月
备考合计（全年并表）	-	65.34	78.49	91.77	-	-
合计（非全年并表）	-	26.68	-	-	-	-

资料来源：蓝色光标公司公告，华泰联合证券研究所

基于以上的分析，我们认为公司 2011 年、2012 年和 2013 的营业收入分别为 12.5 亿元、15.9 亿元和 20.2 亿元，归属母公司所有者净利润分别为 1.2 亿元（非全年并表）、2.0 亿元和 2.5 亿元，折合每股 EPS（非全年并表）为 0.89 元、1.53 元和 1.91 元，2011 年备考归属母公司所有者净利润（全年并表）约为 1.5 亿元，对应的备考 EPS（全年并表）为 1.19 元。（以上 EPS 测算全部按照收购后的约 1.3 亿股本全面摊薄）。

表格 9：新传媒板块 2011 年动态市盈率

	板块平均	奥飞动漫	华谊兄弟	华策影视	省广股份	华谊嘉信	天舟文化	捷成股份
PE	39	45	40	32	29	30	32	35

资料来源：华泰联合证券研究所

目前，新传媒板块的 2011 年动态市盈率高达平均 35 倍。我们认为，可较为保守的给予蓝色光标 2011 年备考业绩（全年并表）1.19 元 30 倍估值，则蓝色光标的每股合理价值约为 35.7 元，使用全年备考业绩的合理性在于此全部的利润是公司未来增长的基数；若以非全年并表的 2011 年 EPS 0.89 为基础，我们认为可以给予 40 倍的估值，原因在于 2012 年 EPS 将实现 72% 左右的增长，增长速度远远超于板块其它个股增速，那么蓝色光标每股合理价值约为 35.6 元。因此，我们认为，公司每股合理价值在 35.6 元至 35.7 元之间。公司目前股价 31.35 元，维持“买入”评级。

风险提示

小型轻资产公司的经营具备很强的不确定性，包括团队流失、客户流失等风险均可能对收购标的产生重大影响，若发生此类情况，则蓝色光标的收购将无法达到预期的效果，投资资金回收和业务板块扩张均无法实现。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	816	800	627	692	营业收入	496	1247	1587	2018
现金	688	491	205	161	营业成本	234	731	913	1179
应收账款	111	240	330	418	营业税金及附加	27	66	84	107
其他应收款	12	31	40	50	营业费用	106	190	249	313
预付账款	2	9	13	14	管理费用	45	69	87	111
存货	0	0	0	0	财务费用	-5	-6	-3	3
其他流动资产	0	30	38	48	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	135	646	1034	1325	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	14	120	200	300	投资净收益	0	6	25	40
固定资产	94	89	116	134	营业利润	87	202	279	343
无形资产	2	2	27	28	营业外收入	0	3	5	8
其他非流动资产	5	434	690	863	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	951	1446	1661	2017	利润总额	88	204	284	351
流动负债	66	78	112	203	所得税	25	48	70	86
短期借款	0	0	0	59	净利润	63	156	215	265
应付账款	14	15	18	24	少数股东损益	2	40	14	16
其他流动负债	0	64	94	120	归属母公司净利	60	116	201	249
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	82	201	282	0
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.89	1.53	1.91
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	66	78	112	203	主要财务比率				
少数股东权益	11	51	65	81	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	120	131	131	131	成长能力				
资本公积	648	963	963	963	营业收入	34.8%	151.6	27.2%	27.2%
留存收益	106	222	390	639	营业利润	28.4%	132.7	38.6%	22.9%
归属母公司股	873	1316	1484	1733	归属母公司净利	24.6%	92.7%	72.4%	24.3%
负债和股东权	951	1446	1661	2017	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	41.4%	42.5%	41.6%
					净利率(%)	12.2%	9.3%	12.6%	12.3%
					ROE(%)	6.9%	8.8%	13.5%	14.4%
					ROIC(%)	6.5%	21.7%	20.1%	20.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	6.9%	5.4%	6.8%	10.1%
					净负债比率(%)	100.00	0.00%	0.00%	29.14
					流动比率	12.37	10.20	5.60	3.41
					速动比率	12.37	10.20	5.60	3.41
					营运能力				
					总资产周转率	0.79	1.04	1.02	1.10
					应收账款周转率	5	7	5	5
					应付账款周转率	19.22	51.43	55.54	56.36
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新	0.50	0.89	1.53	1.91
					每股经营现金流	0.36	0.39	1.19	1.44
					每股净资产(最	7.37	10.07	11.35	13.26
					估值比率				
					P/E	62.31	31.58	18.32	14.74
					P/B	4.25	2.79	2.48	2.12
					EV/EBITDA	46	5	4	3

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn