

蓝色光标调研报告: 外延扩张策略不变

报告摘要:

收购分时传媒主要是考虑补充资源。截至 2012 年 8 月 31 日, 分时传媒的 e-TSM 户外媒体资源管理系统中共采集了 42,695 个户外媒体资源信息, 而这些媒体资源则来源于分散的 8,554 家户外广告媒体主。

蓝色光标此次收购按照 2011、2012 年净利润计算, 收购市盈率分别为 9.1 倍和 8.8 倍, 低于公司此前收购 PE, 估值并不贵。收购方案有两处创新: 一是使用配套融资方法, 在此前使用的“25: 75”方案基础上引入第三方融资, 解决了并购资金来源问题; 二是在业绩对赌条款的基础上, 首次加入了对超额利润的奖励对价条款, 增加被收购公司的业绩释放动力。按照分时传媒业绩承诺计算, 分时传媒 2012 年-2014 年将分别增厚蓝色光标每股收益 0.17 元、0.20 元、0.23 元。

宏观经济形势二季度以来明显回暖。期待十八大之后的政策, 政府对宏观经济发挥着重要作用。公司的客户主要分布在行业高端, 因此受到的冲击并不是很大, 公司的主体客户群继续保持着强劲的增长势头。另一方面公司在积极向数字营销转型, 内部结构调整也是公司业务进一步增长的动力之一。

并购是公司发展的核心策略, 是公司经过长期思考确定的战略, 经过两年的实践这一策略越来越清晰, 另一方面公司在全球来看还是很小的企业, 布局只是刚刚开头。公司并购主要有三个方向: 并购行业、并购资源、并购能力。维持推荐评级。

风险提示: 商誉减值风险; 并购项目人员流失风险; 股权并购导致管理层股权不断被稀释的风险。

股票数据	2012/10/26
收盘价(元)	23.29
12个月股价区间(元)	14.01~33.00
总市值(百万元)	9,240
总股本(百万股)	397
A股(百万股)	397
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	11%	23%	65%
相对收益	8%	27%	80%

相关报告

《蓝色光标三季报点评》

2012-10-26

《蓝色光标半年报点评: 上调业绩预测, 维持推荐评级》

2012-7-27

《蓝色光标三季报点评: 内生外延并进拉动业绩高增长》

2011-10-25

《蓝色光标中报点评: 持续快速增长》

2011-7-28

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	496	1266	2151	3597	4656
(+/-)%	34.85%	155.40%	69.93%	67.18%	29.44%
归属母公司净利润	63	145	264	382	537
(+/-)%	24.61%	100.54%	103.51%	46.93%	42.27%
每股收益(元)	0.50	0.67	0.62	0.84	1.19
市盈率	38	28	30	23	16
市净率	3	3	6	5	4
净资产收益率(%)	6.91%	12.40%	20.15%	22.85%	24.53%
股息收益率(%)	0.57%	0.66%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	120	180	397	433	433

证券分析师: 耿云

执业证书编号: S0550511080003

(021)20361136 gengy@nesc.cn

目 录

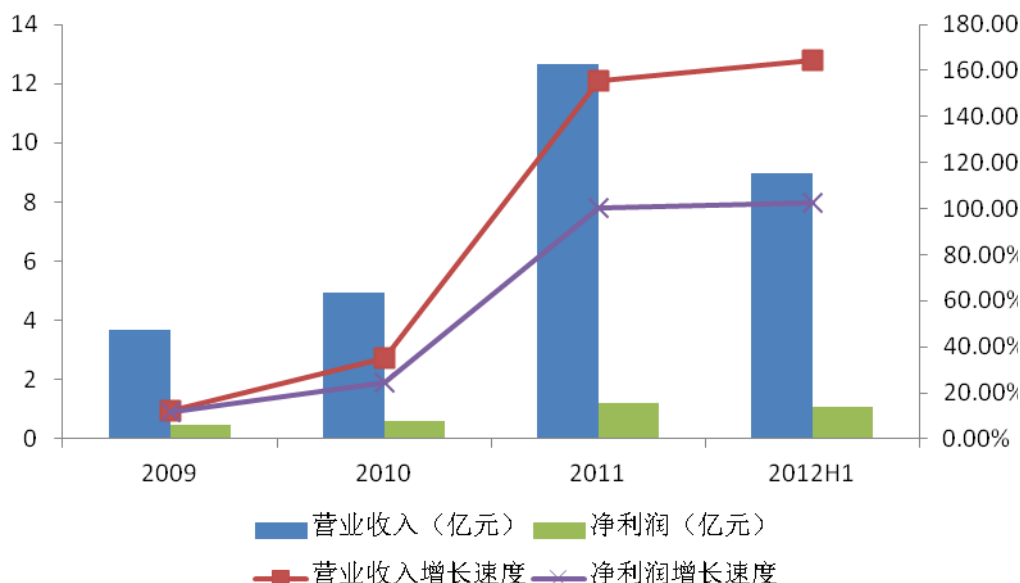
1. 内生业务增长强劲，并购项目陆续并表推动业绩高增长.....	3
1.1. 上市以来持续高增长.....	3
1.2. 内生业务增长强劲.....	3
1.3. 收购业务并表推动业绩快速增长.....	4
2. 收购分时传媒主要是考虑补充资源.....	5
2.1. 分时传媒简介：户外广告领域的携程网.....	5
2.2. 收购分时传媒主要是考虑资源整合.....	5
2.3. 收购价格并不贵，收购手段日趋成熟.....	6
2.4. 显著增厚业绩.....	6
3. 宏观经济的影响.....	6
4. 坚持外延式发展策略.....	6
5. 盈利预测.....	6
6. 风险提示.....	7

1. 内生业务增长强劲，并购项目陆续并表推动业绩高增长

1.1. 上市以来持续高增长

蓝色光标自上市以来业绩持续快速增长，营业收入从 2009 年的 3.68 亿元增长到 2011 年的 12.66 亿元，净利润从 2009 年的 0.48 亿元，增长到 2011 年的 1.21 亿元。2012 年上半年，蓝色光标实现营业收入 8.97 亿元，同比增长 164.65%；实现净利润 1.09 亿元，同比增长 102.35%。

图 1：蓝色光标 2009 年至 2012 年上半年业绩持续增长



数据来源：东北证券，Wind

2012 年前三季度，公司实现营业收入 15.22 亿元，同比增长 109.36%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.01 亿元，同比增长 111.72%

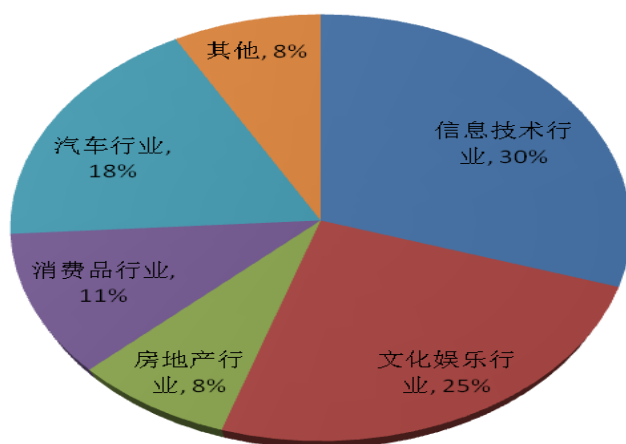
根据公司提供的盈利预测表，2012 年 1-8 月公司实现营业收入 14.96 亿元，归属于母公司股东的净利润 2.16 亿元；预计 2012 年全年实现营业收入 24.44 亿元，归属于母公司股东的净利润 2.56 亿元。按照这个数据计算，2012 年全年蓝色光标净利润将增长 111.57%，实现每股收益 0.64 元。

1.2. 内生业务增长强劲

内生业务即原有的公关业务增长较快主要有两方面的原因：一是我国公关行业仍然是增长较快的新兴行业。随着我国逐步步入品牌消费阶段，品牌的影响力和美誉度越来越重要，品牌厂商对于公关服务的需求也快速增长。我国公关行业已经连续十年保持 30% 左右的行业增速。就蓝色光标而言，上市后带来的“品牌美誉度红利”和客户规模增长使得公司公关业务一直保持快速增长的发展势头。公司传统优势行业信息技术行业收入占整体收入的比例已经从 2010 年底的 49% 下降到 30%。二是 2012 年上半年开始，公司对客户进行了结构优化，将利润低的客户逐渐放弃，腾出手集中来服务对公司利润贡献较高的大客户，另一方面随着大客户数量增加和收入提高，前几名大客户的收入占比逐渐降低，降低单一客户对公司整体业绩的影响。同时，公司对客户所在的行业重新进行了划分，定义了九大行业和五十个子行业，将高科技、手机、互联网统一归为信息技术行业，保留原来的汽车行业和消费品行业，增加了房地产行业和文化娱乐行业。原来的信息技术收入占比从 2010

年年底的 49%，逐步演变为 45%，40%，到现在的 30%。文化娱乐行业收入占比增加到 25%，房地产行业收入占比增加到 8%，消费品行业收入占比从 17%降到 11%，汽车一直稳定在 18%左右。

图 2：蓝色光标 2012 年上半年业务收入结构

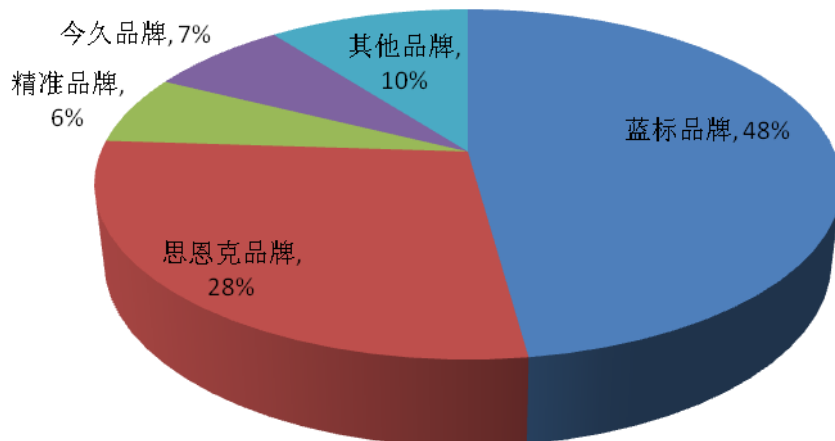


数据来源：公司公告、东北证券

1.3. 收购业务并表推动业绩快速增长

公司 2011 年并购的今久广告公司从 2012 年第二季度开始并表，加上去年并购的精准阳光和增持的思恩客广告两家公司的贡献，对股份公司的整体收入和利润都产生了较大的提升。基本上内生性增长和外延式增长对整体利润增加的贡献度是 5:4。预计全年来看，并购公司完成业绩目标问题不大，有超预期的可能：5 月以来房地产广告逐渐回暖，今久广告经营压力不大，全年应该能实现业绩承诺；思恩客占有游戏广告市场 30%-40%的市场份额，毛利率非常稳定，明年业务有望取得较快增长。

图 2：蓝色光标 2012 年上半年品牌收入结构



数据来源：公司公告、东北证券

公司传统业务和新并购业务逐渐融合，不同品牌之间互相介绍客户、委托业务、共同采购，公司客户规模从刚上市时候的 300 多增长到目前的 700 多，很多新增客户是并购业务带来的。

通过不断收购，公司综合性传播集团的架构已经基本形成，当前的业务已经拓展到包括公共关系服务，广告策划，广告发布，活动管理，展览展示，财经公关等领域，形成了一个全方位向客户提供品牌管理服务的综合性集团。

2. 收购分时传媒主要是考虑补充资源

2.1. 分时传媒简介：户外广告领域的携程网

分时传媒成立于 2006 年，是国内领先的户外广告服务提供商。

公司主营业务是利用独创的 e-TSM 户外媒体资源管理系统向客户提供一站式户外广告投放解决方案，类似于“户外广告领域的携程网”。所谓 e-TSM 系统，是分时传媒独创的户外媒体资源管理数据库，公司会定期采集并更新海量的户外媒体资源信息，涵盖户外媒体的供应商、位置、规格、价格、类型、图片、环境、评分、发布历史等十余种信息要素，基于此系统，分时传媒可以综合分析不同户外媒体资源的特点和可用性，结合客户多样化的需求，为其设计高性价比的户外广告投放方案。

广告资源丰富

截至 2012 年 8 月 31 日，分时传媒的 e-TSM 户外媒体资源管理系统中共采集了 42,695 个户外媒体资源信息，而这些媒体资源则来源于分散的 8,554 家户外广告媒体主。这些广告资源 99% 以上为全国代理媒体，其余为租赁媒体和自建媒体。分时传媒具有能覆盖全国 325 个城市的 49 人的执行队伍，能够迅速响应客户需求，准确、高效的执行户外广告投放。

客户资源丰富

分时传媒已经逐渐赢得国内外一线品牌和 4A 公司的广泛认可，服务客户包括一汽大众、泸州老窖、微软、中国重汽、北京现代、长安福特等国内外一百多个知名品牌厂商。

业绩稳定增长

2010 年和 2011 年，分时传媒分别实现营业收入 3.6 亿元、3.9 亿元，净利润 0.48 亿元、0.73 亿元；2012 年 1-8 月，分时传媒实现营业收入 2.49 亿元，净利润 0.51 亿元。按照公司公告中提到的盈利预测，2012 年、2013 年、2014 年分时传媒将分别实现净利润 0.75 亿元、0.86 亿元、0.99 亿元，净利润稳定增长。

2.2. 收购分时传媒主要是考虑资源整合

公关行业相对广告行业来说仅是一个小的细分行业，公司未来的收购重点仍将主要集中在广告领域。分时传媒是平台型企业，已经基本实现了全国覆盖和统一管理，本次收购将大大增强蓝色光标户外广告领域的实力，进一步拓宽蓝色广告的客户服务范围，有望与公司已有的精准阳光在覆盖位置和客户资源方面互相完善，实现协同效应。

2.3. 收购价格并不贵，收购手段日趋成熟

收购价格并不贵

此次收购按照 2011、2012 年净利润计算，收购市盈率分别为 9.1 倍和 8.8 倍，低于公司此前收购 PE，估值并不贵。

收购手段日趋成熟

蓝色光标此次收购方案有两处创新：一是使用配套融资方法，在此前使用的“25: 75”方案基础上引入第三方融资，解决了并购资金来源问题；二是在业绩对赌条款的基础上，首次加入了对超额利润的奖励对价条款，增加被收购公司的业绩释放动力。

- 1.65 亿元现金收购创始人何吉伦先生之一致行动人何大恩（何吉伦之父亲，公司监事）所持的 25% 股权；
- 以 19.45 元/股价格向何吉伦等 11 位高管定向增发近 2,544.9865 万股，折合 4.95 亿元对价收购后者合计持有的 75% 股权；
- 向不超过 10 位特定机构投资者定增融资 2.2 亿元（8.8 交易总额的 25%），定增价不低于 17.51 元/股（ $19.45 \times 90\%$ ），增发股本不超过 1,131.1053 万股。

2.4. 显著增厚业绩

分时传媒承诺 2012 年-2014 年分别实现净利润 7457 万元、8596 万元、9886 万元，按照发行后的总股本 43348 万股计算，分时传媒 2012 年-2014 年将分别增厚蓝色光标每股收益 0.17 元、0.20 元、0.23 元。

3. 宏观经济的影响

整体上来说，现在宏观经济形势不好，预期比较悲观，但二季度以来明显回暖。期待十八大之后的政策，政府对宏观经济发挥重要作用。公司的客户主要分布在行业高端，因此受到的冲击并不是很大，公司的主体客户群继续保持着强劲的增长势头。客户的市场营销费用支出中，一般 70% 左右为广告支出，公关费用支出仅占 10%，因此公关业务受影响也相对较小。另一方面公司在积极向数字营销转型，内部结构调整也是公司业务进一步增长的动力之一。

4. 坚持外延式发展策略

并购是公司发展的核心策略，是公司经过长期思考确定的战略，经过两年的实践这一策略越来越清晰，另一方面公司在全球来看还是很小的企业，布局只是刚刚开头。公司并购主要有三个方向：并购行业、并购资源、并购能力。对于分时传媒的并购主要是从考虑补充资源的角度。创业板的下一轮收购潮将跟中概股海外资产剥离有很密切关系，分时传媒其实也是中概股回头，本来计划在美国上市的。

5. 盈利预测

假设分时传媒 2013 年全年并表，按照业绩承诺和收购完成后最新股本计算，我们预计蓝色光标 2012 年-2014 年每股收益分别为 0.62 元、0.84 元、1.19 元。

6. 风险提示

商誉减值风险

并购项目人员流失风险

股权并购导致管理层股权不断被稀释的风险

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	520	684	1014	1572	净利润	145	264	382	537
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	-11	-57	3	3
应收款项	435	521	872	1128	折旧及摊销	13	10	11	12
存货	0	0	0	0	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	0	0	0	0
流动资产合计	995	1256	1972	2813	投资损失	-1	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-31	-73	-57	17
长期投资净额	90	90	90	90	其他	0	0	0	0
固定资产	95	95	95	95	经营活动净现金流量	114	145	340	568
无形资产	12	18	24	28	投资活动净现金流量	-251	19	-10	-10
商誉	281	281	281	281	融资活动净现金流量	-31	0	0	0
非流动资产合计	512	483	482	479	企业自由现金流	55	154	311	527
资产总计	1507	1739	2454	3292					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	227	114	231	345		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	13	66	109	111	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益（元）	0.67	0.62	0.84	1.19
流动负债合计	441	408	741	1043	每股净资产（元）	5.42	3.08	3.66	4.85
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量（元）	0.64	0.37	0.78	1.31
其他长期负债	0	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	0	0	0	0	营业收入增长率	155.40%	69.93%	67.18%	29.44%
负债合计	441	408	741	1043	净利润增长率	100.54%	103.51%	46.93%	42.27%
归属于母公司股东权益合计	976	1223	1585	2100	盈利能力指标				
少数股东权益	90	108	128	150	毛利率	35.56%	34.00%	31.15%	30.70%
负债和股东权益总计	1507	1739	2454	3292	净利率	9.56%	11.45%	10.07%	11.06%
					运营效率指标				
利润表（百万元）					应收账款周转率（次）	87.57	87.57	87.57	87.57
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率（次）	—	0.00	0.00	0.00
营业收入	1266	2151	3597	4656	偿债能力指标				
营业成本	816	1420	2476	3226	资产负债率	29.23%	23.48%	30.19%	31.67%
营业税金及附加	53	65	54	70	流动比率	2.26	3.08	2.66	2.70
资产减值损失	-11	-57	3	3	速动比率	2.23	3.03	2.61	2.65
销售费用	167	258	396	466	费用率指标				
管理费用	81	129	180	210	销售费用率	13.20%	12.00%	11.00%	10.00%
财务费用	-13	-16	-22	-33	管理费用率	6.40%	6.00%	5.00%	4.50%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	-1.05%	-0.72%	-0.62%	-0.72%
投资净收益	1	0	0	0	分红指标				
营业利润	174	352	510	715	分红比例				
营业外收支净额	15	0	0	0	股息收益率	0.66%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	189	352	510	715	估值指标				
所得税	44	88	127	179	P/E（倍）	28	30	23	16
净利润	145	264	382	537	P/B（倍）	3	6	5	4
归属于母公司净利润	121	246	362	515	P/S（倍）	3	3	2	2
少数股东损益	24	18	20	21	净资产收益率	12.40%	20.15%	22.85%	24.53%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760