



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪205号

北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司2015年可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级AA，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年六月十三日

北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司 2015 年可转换公司债券跟踪评级报告（2016）

| | | | |
|--------|--------------------|----|---------|
| 发行主体 | 北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司 | | |
| 发行规模 | 人民币 14 亿元 | | |
| 存续期限 | 不超过 6 年（含 6 年） | | |
| 上次评级时间 | 2015/4/17 | | |
| 上次评级结果 | 债项级别 | AA | 评级展望 稳定 |
| | 主体级别 | AA | |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 | AA | 评级展望 稳定 |
| | 主体级别 | AA | |

概况数据

| 蓝色光标 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.3 |
|----------------|-------|--------|--------|--------|
| 所有者权益（亿元） | 38.64 | 46.40 | 54.43 | 55.84 |
| 总资产（亿元） | 67.29 | 113.70 | 163.69 | 161.86 |
| 总债务（亿元） | 6.64 | 34.88 | 62.70 | 60.08 |
| 营业总收入（亿元） | 35.84 | 59.79 | 83.47 | 22.90 |
| 营业毛利率（%） | 34.52 | 31.75 | 27.55 | 25.73 |
| EBITDA（亿元） | 7.15 | 10.67 | 5.25 | - |
| 所有者权益收益率（%） | 12.53 | 15.99 | 1.42 | 2.05 |
| 资产负债率（%） | 42.59 | 59.19 | 66.75 | 65.50 |
| 总债务/EBITDA（X） | 0.93 | 3.27 | 11.94 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 21.02 | 19.02 | 1.90 | - |

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2.2016 年一季报所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

曾辉 hzeng@ccxr.com.cn

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 13 日

基本观点

2015 年，中国公共关系市场及广告市场继续保持增长态势，公共关系市场的年营业规模约为 430 亿元，同比增长 13.2%；全国广告营业额 5,973.40 亿元，同比增长 6.56%。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）肯定了北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司（以下简称“蓝色光标”或“公司”）品牌形象良好且市场地位突出，客户资源优质以及公司营业总收入持续快速增长等正面因素对其信用水平的支撑。同时，我们也关注到公司控股股东、实质控制人变更、被并购企业业绩未达预期、公司债务负担明显加重以及存在未决诉讼风险等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持蓝色光标主体信用等级 AA，评级展望稳定；维持“北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司 2015 年可转换公司债券”信用等级为 AA。

正面

- 品牌形象良好且市场地位突出。美国权威的第三方研究机构霍尔姆斯报告（The Holmes Report）发布的 2015 年度全球公共关系专业公司 250 强排名显示，蓝色光标品牌在全球排名 14 位，并继续蝉联亚洲最大的公关公司。
- 客户资源优质。近年来，随着公司服务质量的逐步提升、各品牌客户资源共享以及品牌影响力的逐渐扩大，公司客户数量迅速扩大。2015 年公司拥有近 2,000 家客户，公司主要客户多为行业龙头企业，其中包括多家世界五百强企业在内的客户收入贡献在千万元以上。
- 公司营业总收入持续快速增长。2015 年，受益于公司持续并购广告公司，2015 年公司实现营业总收入 83.47 亿元，同比增长 39.61%。

关 注

- 公司控股股东、实质控制人变更。2016 年 3 月 15 日，蓝色光标公告原控股股东、实际控制人赵文权、许志平、陈良华、吴铁、孙陶然解除一致行动关系，同时许志平、陈良华、吴铁、孙陶然分别将其直接持有的公司股份对应的投票表决权委托给赵文权行使。一致行动关系解除及委托投票协议达成后，公司实际控制人变更为赵文权。截至 2016 年 3 月末，赵文权直接持有公司 1.37 亿股股份，仅占公司总股本的 7.09%。对公司控股股东、实际控制人变更以及实际控制人持股比例偏低对公司经营和控制权稳定性的影响应予以关注。
- 被并购企业业绩未达预期。通过兼并收购的手段拓展广告和公共关系服务业务是公司发展的重要方式之一。2015 年，公司控股子公司西藏山南东方博杰广告有限公司（以下简称“博杰广告”）、北京今久广告传播有限责任公司、We Are Very Social 受行业变化趋势影响业绩未达预期，公司计提资产减值损失 9.83 亿元，对其利润产生较大负面影响。中诚信证评将持续关注被并购企业运营状况及其对公司整体盈利能力和资产质量造成的影响。
- 公司债务负担明显加重。随着业务规模的扩大及外延式并购的开展，公司债务规模上升较快；截至 2016 年 3 月末，公司总负债及总债务分别为 106.03 亿元和 60.08 亿元；同期末，公司资产负债率及总资本化比率分别为 65.50% 和 51.83%，处于较高水平。
- 未决诉讼风险。2016 年 5 月 11 日，公司收到北京市朝阳区人民法院送达的博杰广告原股东自然人李芄和西藏山南博萌创业投资管理合伙企业（以下合称“原告”）提交的二份民事起诉状，主要系针对 2015 年度博杰广告业绩未达到承诺，公司拟回购注销原告持有的 3,099.55 万股公司股票事宜提起相关诉讼。截至目前，本次诉讼尚未开庭审理，对本次诉讼事项进展及对公司的影响应予以关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

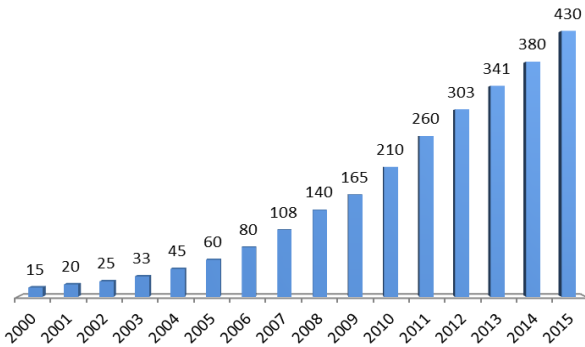
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

基本情况

受城市化、品牌化和消费升级的驱动，包括广告、公共关系服务在内的营销传播服务行业具备较好的发展空间

随着近年来企业因传播危机导致品牌受损的案例不断出现，企业特别是消费品企业，对公共关系服务的认知程度和重视程度明显提高，企业公共关系预算支出不断加大，在其营销支出中的占比稳步提升，我国公共关系行业面临良好的市场机遇。其市场需求呈现快速增长。2015年，公共关系市场的年营业规模约为430亿元人民币，年增长率为13.2%。

图1：2000~2015年中国公关行业收入情况



数据来源：《中国公共关系业2015年度调查报告》，中诚信证评整理

《中国公共关系业2015年度调查报告》调查显示，2015年度中国公共关系服务市场总需求的前五位为汽车、快速消费品、互联网、通讯和IT，市场份额分别为31.3%、14.0%、10.7%、8.5%、4.6%，其中，互联网业务首次进入公关服务领域前三位。随着新媒体时代的来临，一些从事传统业务的公关公司继续转型，逐步涉足数字化传播及营销、大数据营销等领域。

广告行业方面，经过多年的发展，我国迅速成长成为全球广告市场增长最快的国家之一。2015年，全国广告营业额5,973.40亿元，同比增长6.56%，我国广告业保持增长趋势，但受宏观经济增速下滑影响，广告市场面临一定增长压力。

广告媒体按照传播载体的不同，可主要划分为电视媒体、报纸媒体、广播媒体和期刊媒体等不同类型，2015年，传统媒体与互联网在此消彼长的快速变迁中，互联网媒体成为传媒业市场的主导力

量，而传统媒体则被逐渐边缘化。根据CTR数据，2015年国内传统媒体广告刊登额同比下降7.2%。与传统广告行业日渐萎缩相比，基于互联网和影院视频的新媒体广告呈现欣欣向荣的发展态势，影院视频、互联网和楼宇视频广告分别上涨63.8%、22.0%和17.1%。其中，2015年互联网广告市场整体规模达到2,136.4亿元。而移动广告（包括移动搜索、应用广告、移动视频广告等）市场达到564.9亿元，连续三年增速超过100%。

从趋势上看，移动化和被动化是最重要的方向。移动互联网的发展使人随时随地可以获取信息，一方面使资讯方式和媒体消费时长日益转向移动端，而另一方面资讯的过度，信息的爆炸令消费者注意力涣散，广告越来越被稀释很难记忆，这使得被动式媒体的价值凸显，处在用户必经的封闭的生活空间中的被动式媒体以其强制性和不可选择性在移动互联时代受到了更多广告主的认同。

从宏观经济结构调整的需求来看，中国无疑是一个世界级的市场，未来中国将由全球制造中心转为消费中心，城市化、品牌化、消费升级将驱动未来消费，面对日趋激烈市场竞争，企业用于市场营销方面的支出有望保持较快增长，这为包括广告、公共关系服务在内的营销传播服务行业提供了较好的市场机遇。

凭借良好的品牌形象、稳定优质的客户资源及海外收购，公司公关业务市场地位稳固。通过收购方式，公司大力开拓广告领域，广告业务近年来发展较快

公司的公共关系服务包括品牌传播、产品推广、活动管理、数字媒体营销、危机公关及企业责任等服务。鉴于公共关系行业中存在同一家公共关系公司不便同时服务于两家具有直接竞争关系客户的行业惯例，公共关系公司一般采用多个品牌的经营模式运营，即同一体系控制下的多品牌独立经营。目前公司的公关品牌主要包括蓝色光标、智扬和博思瀚扬等，其中蓝色光标品牌是该板块最主要的收入来源。

近年来行业需求持续扩大，凭借良好的品牌形象、领先的市场地位及收购导致业务规模扩大，公

司公关业务发展较快，2013~2015 年公关业务分别实现收入 19.55 亿元、28.09 亿元和 39.76 亿元。近年来对公关业务收入影响较大的子公司包括北京蓝色光标公关顾问有限公司、北京蓝色印象品牌顾问有限公司、广州蓝色光标市场顾问有限公司、上海蓝色光标公关服务有限公司等公司。近年来，公司先后收购或参股了 Huntsworth、WAVS、V7 等公司，在国内公关公司中率先进行国际化布局。未来，随着公关需求的增加以及行业集中度的逐步提升，公司公关业务存在较大的发展空间。

广告业务方面，近年来公司通过并购的方式进入广告领域，目前主要的广告品牌包括思恩客、今久广告、精准阳光和博杰广告等，不同品牌广告业务分别由不同的下属子公司经营管理。2013~2015 年，公司广告业务分别实现营业收入 16.22 亿元、31.40 亿元和 43.08 亿元，随着公司合并范围和业务规模的扩大，广告业务收入逐年提高。

思恩客是一家为客户提供以互联网广告服务为基础的专业整合营销服务的传播机构，目前，思恩客的主要客户为国内大型的游戏公司，客户较为集中。今久广告主营业务为广告全案代理、媒介代理购买和公关活动服务，服务的客户以国内大型房地产开发企业为主。今久广告传统业务是媒介代理，该类业务主要是通过媒介策划和媒介购买来实现广告营销的服务，附加值较低。2008 年开始，今久广告向客户提供广告全案代理服务和公关活动服务。2015 年受国内房地产市场波动影响，今久广告营业收入下降 7.10%。精准阳光主要从事高端社区（别墅/公寓）户外高清灯箱广告业务。精准阳光立足北京、上海、广州、深圳、杭州、成都和南京等全国 20 余座一、二线城市的高端社区渠道，在全国 5,000 多个社区拥有 10,000 多块户外广告牌。博杰广告是电视媒体广告行业的领先企业，主要与央视电影频道（CCTV-6）及新闻频道（CCTV-13）合作承包代理其电视媒体广告资源。2015 年度，博杰广告丧失了 CCTV6 的广告代理权，收入大幅下滑并对其经营产生较大影响。

2015 年 6 月，公司以非公开增发并配套募集资金的方式收购 Domob Limited 公司（以下简称“多盟

开曼”）100% 股权、多盟智胜网络技术（北京）有限公司（以下简称“多盟智胜”；多盟开曼和多盟智胜合称“多盟”）95% 股权和亿动广告传媒股份有限公司（以下简称“亿动”）51% 的股权。多盟开曼主要从事移动互联网广告服务及技术开发，而多盟智胜则拥有全国领先的需求方平台，可为广告主实现目标人群精准投放，提升广告投放的投资回报率。亿动拥有自主开发的广告投放系统并利用智能移动广告平台和大数据技术为广告主提供基于移动端的市场传播的数字营销服务。亿动所服务客户中包括众多市场上最有实力的广告客户，例如可口可乐、宝洁等。2015 年 8 月公司完成多盟和亿动收购，其中，2015 年 8 月~12 月多盟和亿动分别实现营业收入 7.17 亿元和 7.24 亿元。

总体来看，近年来，公司通过收购将业务分别扩展至互联网广告、电视媒体广告、影院数码海报广告数字营销、高端社区广告、广告策划、微博营销、财经公关及会展服务等多个领域，广告业务收入随公司业务规模扩大而逐年提高。同时中诚信证评也注意到被收购企业发展存在一定的不确定性，当被收购企业不能达成预期业绩时，公司经营利润将受到影响。

近年来公司并购较为频繁，但被收购企业运营同样受经济周期、行业竞争等因素影响，其成长具有不确定性

近年来，公司通过收购将业务分别扩展至互联网广告、电视媒体广告、高端社区广告、广告策划、微博营销、财经公关及会展服务等多个领域，广告业务收入逐年提高；同时，公司也持续并购英国、加拿大等地区知名的公关公司，在引进先进公关管理经验以及客户资源共享方面形成协同优势。

近年来，对于国内收购，公司主要采取现金直接收购和现金加股权相结合的收购方式，对于体量较大的收购对象，公司则采用现金加非公开发行股份的方式，这种方式一定程度上缓解了公司的资金压力，但同时也使得实际控制人的股权不断被稀释；而海外收购方面，公司海外并购资金来源主要通过内保外贷等方式申请外币贷款，以现金方式收购，这使得公司面临一定程度的资金压力。此外，

公司始终将外延式发展作为公司发展和业务拓展的主要方向，由于并购交易的复杂性，如并购双方最终未能就交易达成一致，存在着并购交易失败的可能性。2015年，受宏观经济增速下滑及行业结构调整影响，公司部分子公司出现业绩下滑及资产减值现象，公司相应计提资产减值损失，对公司经营业绩造成较大影响。公关业务方面，2015年一季度，公司海外参股公司 Huntsworth 对其控制的两家子公司 Citigate 和 Grayling 进行了商誉减值，减值金额合计 7,147.10 万英镑，造成其 2014 年度净亏损为 5,617.2 万英镑，因公司持有 Huntsworth 19.85% 股权，当期确认商誉减值 1.29 亿元。公司于 2013 年收购 WAVS82.84% 股权，2015 年初 WAVS 失去重要客户捷豹路虎，虽然下半年度 WAVS 新增重要客户奥迪汽车，但其收入利润仍未达预期，公司因此分别确认商誉和无形资产减值损失 0.44 亿元和 1.11 亿元。广告公司方面，2015 年，今久广告受房地产市场波动影响，业绩有所下滑，公司据此确认商誉减值损失 0.53 亿元。受宏观经济增速下滑及新媒体业务冲击影响，2015 年博杰广告收入下滑幅度较大，公司确认博杰广告商誉和无形资产减值损失分别为 1.09 亿元和 6.00 亿元，由于博杰广告未达业绩承诺，公司将按照与博杰广告原股东签署的《盈利预测补偿协议》注销其持有的 3,099.55 万股公司股票，博杰广告原股东对此事项有异议并向北京市朝阳区人民法院提起诉讼。此外，因为未来支付给博杰广告及 WAVS 原股东的或有股权支付对价减少，公司据此确认 5.29 亿元营业外收入。

总的来看，公司通过一系列并购持续扩张业务范围，提高营业收入，但持续并购对公司造成了一定的资金压力，债权和股权融资规模的增长推动公司负债率上升并持续稀释实际控制人股权；另外，相关并购标的经营未达预期，对公司盈利能力及资产质量也造成不利影响。中诚信证评将持续关注公司采用并购方式进行业务扩张的经营模式，以及相关风险对公司盈利能力及资产质量的影响。

公司控股股东和实际控制人发生变更，实际控制人持股比例较低；中诚信证评将持续关注公司实际控制人变化及股权质押事项对公司经营及控制权稳定性的影响

赵文权、许志平、陈良华、吴铁、孙陶然于 2016 年 3 月 15 日签署了《<关于共同控制北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司并保持一致行动的协议书>及其补充协议之终止协议》（以下简称“《一致行动解除协议》”），终止了控股股东、实际控制人赵文权、许志平、陈良华、吴铁、孙陶然的一致行动关系。同时，五方分别签署了《关于北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司委托投票协议》（以下简称“《委托投票协议》”），许志平、陈良华、吴铁、孙陶然分别将其截至《一致行动解除协议》签署日直接持有的公司股份（合计持股比例为 20.58%）对应的投票表决权委托给赵文权行使，委托期限为无固定期限，且不附加条件；但自 2017 年 1 月 1 日起，许志平、陈良华、吴铁、孙陶然可在每年 1 月 1 日至 1 月 31 日期间单方通知赵文权，自通知送达赵文权之日起立即终止《委托投票协议》及《委托投票协议》项下的委托投票。上述协议签署完毕后，公司控股股东、实际控制人变更为赵文权先生。截至 2016 年 3 月末，公司注册资本 19.31 亿元，赵文权直接持有公司 1.37 亿股股份，占公司总股本的 7.09%，其中 0.67 亿股处于质押状态，占其持有公司股份总数的 48.80%，占公司现有总股本的 3.46%；赵文权、孙陶然、吴铁、许志平、陈良华持有的股份中，共有 3.72 亿股处于质押状态，占其持有公司股份总数的 69.65%，占公司现有总股本的 19.27%。质押借款用途主要为个人资金需求。未来如出现相关借款逾期未付等突发情况，将可能导致质押的公司股票被借款人处置，从而导致公司实际控制人结构出现一定的不稳定，亦存在公司实际控制人变更的风险。中诚信证评将持续关注公司实际控制人变更以及相关股权质押事项对公司经营及控制权稳定性的影响。

财务分析

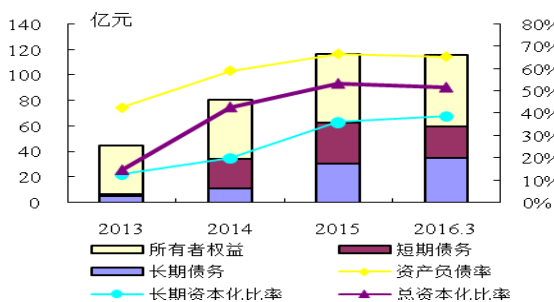
以下分析是基于经天职国际会计师事务所（特

殊普通合伙) 审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年财务报告及公司提供的未经审计的 2016 年一季度财务报表; 所有财务报表均按照新会计准则编制。财务指标计算中, 中诚信证评将公司历年计入“其他流动负债”科目的短期融资券、计入“其他应付款”科目的股权收购过桥资金计入短期债务。

资本结构

自上市以来, 公司通过定向增发股票的形式先后收购了一系列优质企业, 公司总资产和所有者权益均呈现快速增长的态势。2013~2015 年末及 2016 年 3 月末, 公司总资产分别为 67.29 亿元、113.70 亿元、163.69 亿元和 161.89 亿元; 同期末公司所有者权益分别为 38.64 亿元、46.40 亿元、54.43 亿元和 55.84 亿元, 持续增强的资本实力为公司未来的稳步发展提供了良好的支持。

图 2: 近年来公司资本结构



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

从资产构成来看, 公司资产主要由非流动资产构成。2013~2015 年末及 2016 年 3 月末, 公司非流动资产分别为 38.23 亿元、65.02 亿元、84.62 亿元和 85.66 亿元, 受公司先后收购博杰广告、WAVS、V7、多盟和亿动等企业及对外参股投资影响, 非流动资产增长较快。公司的非流动资产主要由商誉、无形资产和长期股权投资构成。受公司较为频繁的股权并购影响, 商誉规模逐年较快增长, 2013~2015 年末及 2016 年 3 月末, 公司商誉分别为 25.40 亿元、20.96 亿元¹、46.03 亿元和 46.48 亿元。2015 年, 受博

¹ 公司于 2013 年收购博杰广告 100% 股权, 2014 年末, 沃克森(北京)国际资产评估有限公司对博杰广告出具了公允价值分摊报告(沃克森咨报字[2014]第 0105 号), 公司根据最新评估调减期初商誉 10.62 亿元; 调增期初无形资产 12.48 亿元, 调增期初递延所得税负债 1.87 亿元, 调减期初商誉 10.62 亿元, 调减期初未分配利润 0.02 亿元。

杰广告、今久久广告和 WAVS 未达业绩预期影响, 公司对上述企业的商誉计提减值准备合计 2.05 亿元。2013~2015 年末及 2016 年 3 月末, 公司无形资产分别为 0.14 亿元、17.06 亿元、15.69 亿元和 15.94 亿元, 2014 年公司根据公允价值分摊报告调增期初无形资产 12.48 亿元导致公司无形资产大幅增长; 2015 年, 受公司计提未达业绩承诺企业的资产减值准备影响, 公司无形资产同比下降 8.05%。2013~2015 年末及 2016 年 3 月末, 公司长期股权投资分别为 10.46 亿元、15.53 亿元、5.24 亿元和 5.28 亿元。2014 年末, 公司新收购的子公司 V7、沈阳新维广告有限公司尚未实施控制未纳入合并报表而计入长期股权投资, 同时公司新增上海天与空广告有限公司等联营公司导致长期股权投资增加。2015 年末, 由于收购的 V7 已经完成资产交割并纳入公司合并报表导致长期股权投资大幅减少。

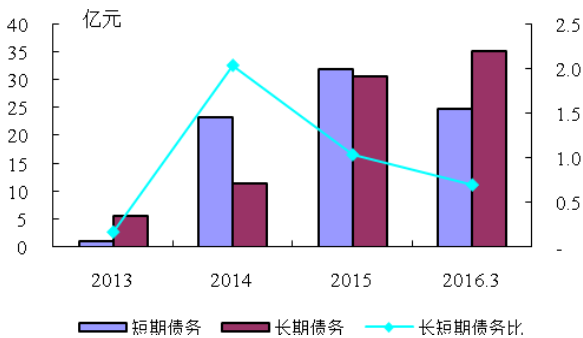
公司流动资产主要由货币资金和应收账款组成, 2013~2015 年末二者合计占公司流动资产的比重保持在 85% 以上。货币资金方面, 近年来, 经营规模的扩张使得公司日常运营所需的资金相应增加, 货币资金余额一直保持在较高水平, 2013~2015 年末分别为 12.05 亿元、19.79 亿元和 34.36 亿元。2015 年以来, 公司发行二期短期融资券、三期非公开定向债务融资工具以及可转换债券等融资工具, 资金尚未按照募集用途支付完毕, 导致期末货币资金大幅增加至 34.36 亿元。应收账款方面, 随着业务规模增长及合并范围扩大, 公司应收账款逐年增加, 2015 年末公司应收账款余额增至 35.48 亿元。截至 2016 年 3 月末, 公司货币资金余额为 29.64 亿元, 应收账款余额为 36.39 亿元。

2013~2015 年末及 2016 年 3 月末, 公司总负债分别为 28.66 亿元、67.30 亿元、109.26 亿元和 106.03 亿元。公司总负债增长的主要原因是: 一、近年来为匹配日常经营和股权投资的资金需求, 公司增加长期银行借款并运用多种债务融资工具导致其债务规模大幅增加; 二、随着经营规模扩大, 公司应付账款快速增长; 三、公司的多起并购协议中存在超额完成业绩奖励, 公司将未来或将支付的股权收购款计入其他应付款。

财务杠杆方面，2013~2015年末，公司资产负债率分别为42.59%、59.19%和66.75%；同期总资本化比率分别为14.66%、42.91%和53.53%，受负债总额和有息债务规模增长而迅速上升。2016年3月末，公司资产负债率和总资本化比率略下降至65.50%和51.83%。

2013~2015年末，公司总债务分别为6.64亿元、34.88亿元和62.70亿元，呈现快速增长态势。从债务期限结构来看，2015年末公司的长期债务主要由可转换债券、非公开发行定向融资工具及公司债券构成；而短期债务主要是银行借款及短期融资券。近年来为匹配其资金需求，公司长期债务增长较快，同时公司经营规模持续扩大，短期债务也维持在一定水平，中诚信证评将对公司的债务规模的快速增长保持关注。

图 3：近年来公司债务期限结构



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，伴随着公司业务规模迅速增长，公司总资产和所有者权益逐年增大；公司对营运资金和项目并购资金需求增大使得公司负债规模逐年

提高；未来公司或将继续采用并购等方式实现快速扩张，其资金需求将增加并造成公司债务负担进一步加重。目前，公司尚有增发计划尚在推进中，募集资金到位后将有助于公司改善资本结构，中诚信证评将对公司非公开增发的进展保持关注。

盈利能力

近年来，随着公共关系及广告行业的持续发展及公司经营规模扩大，公司营业总收入呈现快速增长态势。2013~2015年，公司实现营业总收入分别为35.84亿元、59.79亿元和83.47亿元；年均复合增长率为52.61%。2016年1~3月，公司实现营业总收入22.90亿元。

分业务板块来看，公司近年来先后并购多家广告企业，广告业务收入规模逐年增加，2013~2015年实现收入16.22亿元、31.40亿元和43.08亿元，占营业总收入的比重分别为45.26%、52.56%和51.61%。凭借良好的品牌形象、稳定的客户关系及海外资产收购，近年来公司公关服务业务也保持了较快的发展速度，2013~2015年分别实现收入19.55亿元、28.09亿元和39.76亿元。

从毛利率来看，2013~2015年公司整体毛利率分别为34.52%、31.72%和27.55%。其中公关服务业务毛利率保持在40%以上的较高水平，而由于毛利率较低的广告代理业务占比增加，且近年来公司广告业务毛利率有所下降，进而拉低了其综合毛利率。2016年1~3月，公司综合毛利率下降至25.73%。

表 1：公司近年来分板块收入及毛利率情况

单位：亿元

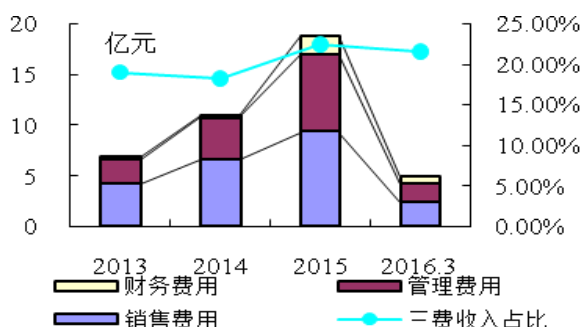
| 项目 | 2013 | | 2014 | | 2015 | |
|------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 公关服务 | 19.55 | 43.29% | 28.09 | 45.32% | 39.76 | 41.42% |
| 广告业务 | 16.22 | 23.98% | 31.40 | 19.65% | 43.08 | 15.08% |
| 其他 | 0.06 | 24.77% | 0.29 | 16.00% | 0.62 | 4.99% |
| 综合 | 35.84 | 34.52% | 59.79 | 31.75% | 83.47 | 27.55% |

注：公关服务收入和广告业务收入之和不等于合计数，主要由于四舍五入尾差所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，随着公司经营规模的快速扩张，近年来公司三费合计逐年增加，2013~2015年分别为6.82亿元、10.91亿元和18.77亿元。公司期间费用主要由管理费用和销售费用构成，2015年二者分别为9.33亿元和7.60亿元；随着债务规模的迅速增长，2015年公司财务费用增长至1.84亿元。2013~2015年公司三费占收入比分别19.03%、18.25%和22.49%；2014年，由于收入规模的快速扩大，三费收入占比小幅下降；2015年，虽然公司营业总收入保持较快增长，但收购标的业绩下滑影响收入增速，三费收入占比上升至22.49%。未来随着公司合并范围进一步扩大，管理费用及销售费用仍将保持增长，且以大数据业务为代表的新业务处于培育期，其前期投入尚未转化为收入，公司三费收入占比或将保持在较高水平。2016年1~3月，公司三费占收入比为21.56%。

图4：近年来公司期间费用分析

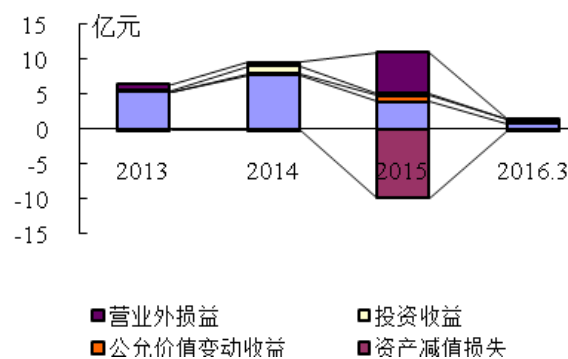


资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2013~2015年及2016年1~3月，公司分别实现利润总额6.35亿元、9.48亿元、1.20亿元和1.34亿元，其中经营性业务利润分别为5.36亿元、7.78亿元、3.90亿元和0.89亿元，经营性业务利润一直是公司利润的主要组成部分。2014年，公司旗下各品牌表现出色且合并范围有所扩大，经营性业务利润大幅增长；且同期公司处置博杰广告旗下子公司实现利得0.78亿元，当期投资收益大幅增加，对利润总额形成一定补充。而2015年，公司收购的博杰广告、今久广告、WAVS受行业变化趋势影响，盈利能力下滑，且公司期间费用大幅增长，经营性利润下降幅度较大。由于上述企业利润未达预期，公司确认资产减值损失9.83亿元；而因公司未来支付给博杰广告和WAVS原股东的或有股权

对价款减少，公司据此确认5.29亿元营业外收入，上述事项对公司利润总额产生较大影响。此外，2015年公司确认对北京华泰瑞联并购基金的投资收益0.96亿元，对公司利润起到了一定的补充作用。2013~2015年及2016年1~3月，公司分别实现净利润4.84亿元、7.42亿元、0.78亿元和1.15亿元。

图5：近年来公司利润构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于公关及广告行业的持续发展，以及公司合并范围逐年扩大影响，近年来公司收入增长迅速，但受被投资企业的业绩影响，公司盈利能力有所波动，中诚信证评将持续关注公司及其投资企业盈利能力的变化。

偿债能力

近年来，公司的债务规模增长较快，截至2016年3月末，公司总债务和短期债务分别为60.08亿元和24.81亿元。截至2016年3月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为65.50%和51.83%，处于较高水平。

从偿债指标来看，由于近年来债务规模扩张较快，而EBITDA受公司盈利能力波动影响有所波动，其对总债务和短期债务的覆盖能力逐年有所弱化；2015年，由于有息债务规模迅速扩大且公司收购过程中借入的过桥资金成本较高，利息支出规模大幅增长，EBITDA对利息支出的覆盖水平下降较快。

近年来，随着公司业务规模的扩大，经营活动净现金流逐年增加，2014年，受债务规模增长较快影响，经营活动净现金流对公司总债务和短期债务的覆盖水平有所下降；而2015年，公司经营活动净现金流增速快于总债务，其对债务覆盖水平有所改善；当年利息支出增长较快，经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力有所弱化。

表 2: 公司近年来主要偿债指标

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.3 |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|
| 货币资金 (亿元) | 12.05 | 19.79 | 34.36 | 29.64 |
| 短期债务 (亿元) | 1.00 | 23.39 | 31.97 | 24.81 |
| 总债务 (亿元) | 6.64 | 34.88 | 62.70 | 60.08 |
| 净债务 (亿元) | -5.41 | 15.09 | 28.34 | 30.44 |
| 经营活动现金净流量 (亿元) | 1.50 | 2.05 | 4.89 | -1.25 |
| EBITDA (亿元) | 7.15 | 10.67 | 5.25 | - |
| 资产负债率 (%) | 42.59 | 59.19 | 66.75 | 65.50 |
| 总资本化比率 (%) | 14.66 | 42.91 | 53.53 | 51.83 |
| 总债务/EBITDA (X) | 0.93 | 3.27 | 11.94 | - |
| EBITDA/短期债务 (X) | 7.15 | 0.46 | 0.16 | 0.33 |
| 经营活动净现金流/总债务 (X) | 0.23 | 0.06 | 0.08 | 0.08* |
| 经营活动净现金流/短期债务 (X) | 1.50 | 0.09 | 0.15 | -0.20* |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 21.02 | 19.02 | 1.90 | - |
| 经营活动净现金流/利息支出 (X) | 4.40 | 3.66 | 1.77 | - |

注: 加“*”指标已经过年化; 公司财务报表均按照新会计准则编制; 2016年一季报未经审计; 因缺乏利息支出数据, 2016年一季度相关数据无法计算; 中诚信证评将公司历年计入“其他流动负债”科目的短期融资券、计入“其他应付款”科目的股权收购过桥资金计入短期债务。

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

截至2016年3月末, 公司冻结资金共5亿元, 为公司以人民币5亿元银行存款为质押财产, 向平安银行借款10亿元。除上述情况外, 无其它资产受限情况, 无可对抗第三人优先偿付负债情况。

未决诉讼方面, 2016年5月11日, 蓝色光标发布《北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司关于公司涉及诉讼的公告》。根据公告, 2016年5月11日, 蓝色光标收到北京市朝阳区人民法院送达的自然人李芄和西藏山南博萌创业投资管理合伙企业(原“西藏山南博萌投资咨询合伙企业”)(以下简称“原告”)提交的二份民事起诉状。主要针对2015年博杰广告业绩未达承诺, 公司拟注销原告持有的3,099.55万股股票。截至目前, 本次诉讼尚未开庭审理, 中诚信证评将密切关注本次诉讼事项的进展及其对公司经营和整体信用状况的影响。

或有负债方面, 截至2016年3月末, 公司无对外担保事项。

截至2016年3月31日, 公司银行授信总额为人民币30.30亿元, 美元1,300万元, 加元9,500万元, 其中人民币剩余13.21亿元未使用额度, 加元剩余4,578.88万元未使用额度, 美元剩余299.96万元未使

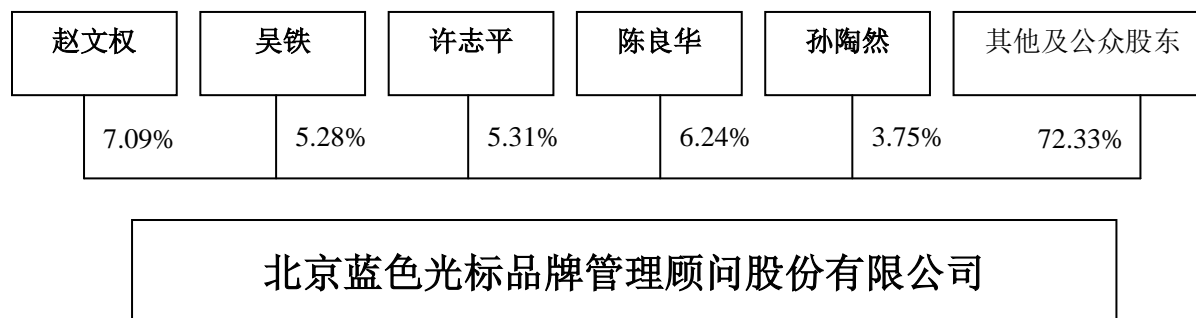
用额度, 其他的已全部使用。

近年来, 公关广告行业展现出良好的发展前景, 同时蓝色光标在公共关系领域树立起良好的品牌形象、占据领先的市场地位, 拥有稳定优质的客户资源、前瞻性布局数字营销领域; 近年来公司开展一系列并购, 营业总收入持续增长。同时, 中诚信证评也关注到被并购企业的成长性存在一定不确定性、公司债务负担明显加重、未决诉讼风险及控股股东变更等因素给公司整体信用状况带来的影响。

结论

综上, 中诚信证评维持蓝色光标主体信用等级为 **AA**, 评级展望稳定, 维持“北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司2015年可转换公司债券”信用等级为 **AA**。

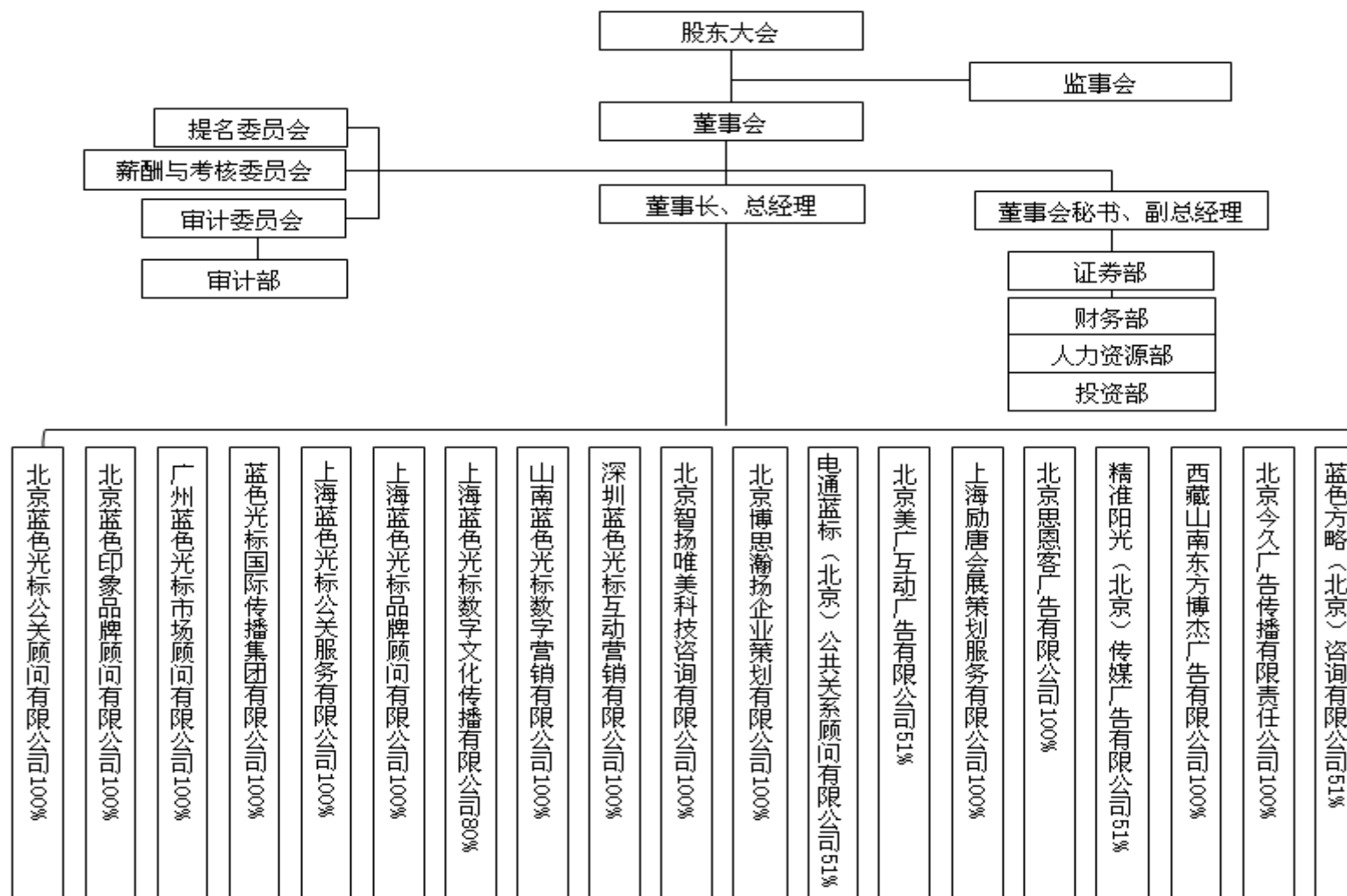
附一：北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月底）



注：2016 年 3 月 15 日，赵文权、许志平、陈良华、吴铁、孙陶然解除了一致行动关系，同时许志平、陈良华、吴铁、孙陶然分别将其直接持有的公司股份（合计持股比例为 20.58%）对应的投票表决权委托给赵文权行使。

资料来源：公司提供

附二：北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附三：北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司主要财务数据及指标

| 财务数据（单位：万元） | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.3 |
|------------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 120,537.70 | 197,873.80 | 343,620.70 | 296,425.20 |
| 应收账款净额 | 136,222.27 | 222,355.20 | 354,759.78 | 363,917.58 |
| 存货净额 | 0.00 | 657.75 | 1,737.62 | 1,214.12 |
| 流动资产 | 290,653.85 | 486,787.20 | 790,725.52 | 790,741.44 |
| 长期投资 | 104,611.07 | 252,285.57 | 196,391.95 | 201,208.80 |
| 固定资产合计 | 5,634.17 | 4,224.77 | 12,879.19 | 13,412.83 |
| 总资产 | 672,945.67 | 1,137,017.31 | 1,636,921.20 | 1,618,633.88 |
| 短期债务 | 10,000.00 | 233,947.01 | 319,686.51 | 248,142.50 |
| 长期债务 | 56,389.34 | 114,830.35 | 307,355.50 | 352,705.69 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 66,389.34 | 348,777.36 | 627,042.01 | 600,848.18 |
| 总负债 | 286,580.82 | 672,973.11 | 1,092,638.80 | 1,060,275.26 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 386,364.84 | 464,044.20 | 544,282.39 | 558,358.63 |
| 营业总收入 | 358,399.81 | 597,908.82 | 834,726.90 | 228,980.43 |
| 三费前利润 | 121,754.39 | 186,885.96 | 226,709.68 | 58,252.43 |
| 投资收益 | 2,720.36 | 11,678.68 | 3,943.44 | 148.64 |
| 净利润 | 66,905.58 | 100,406.78 | 7,751.93 | 11,472.32 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 71,516.44 | 106,706.11 | 52,533.17 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | 14,975.50 | 20,535.96 | 48,907.46 | -12,462.04 |
| 投资活动产生现金净流量 | -48,181.86 | -193,745.69 | -181,017.34 | -6,725.34 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 65,431.08 | 154,394.09 | 330,218.75 | -15,473.08 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 32,172.37 | -19,643.90 | 198,943.14 | -33,811.74 |
| 财务指标 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.3 |
| 营业毛利率（%） | 34.52 | 31.75 | 27.55 | 25.73 |
| 所有者权益收益率（%） | 12.53 | 15.99 | 1.42 | 2.05* |
| EBITDA/营业总收入（%） | 19.95 | 17.85 | 6.29 | - |
| 速动比率（X） | 1.89 | 1.08 | 1.08 | 1.16 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.23 | 0.06 | 50.98 | 41.30 |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 1.50 | 0.09 | 0.08 | -0.08* |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 4.40 | 3.66 | 0.15 | -0.20* |
| EBITDA 利息倍数（X） | 21.02 | 19.02 | 1.90 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 0.93 | 3.27 | 11.94 | - |
| 资产负债率（%） | 42.59 | 59.19 | 66.75 | 65.50 |
| 总资本化比率（%） | 14.66 | 42.91 | 53.53 | 51.83 |
| 长期资本化比率（%） | 12.74 | 19.84 | 18.78 | 21.79 |

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2.2016 年一季度加“*”指标已经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{应付短期融资券}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出} + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{合同销售收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{当期净利润} / \text{期末所有者权益 (含少数股东权益)}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{净负债率} = (\text{总债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益}$$

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------|
| AAA | 债券信用质量极高，信用风险极低 |
| AA | 债券信用质量很高，信用风险很低 |
| A | 债券信用质量较高，信用风险较低 |
| BBB | 债券具有中等信用质量，信用风险一般 |
| BB | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高 |
| B | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高 |
| CCC | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高 |
| CC | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高 |
| C | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------------|
| AAA | 受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA | 受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低 |
| A | 受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| BBB | 受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| BB | 受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险 |
| B | 受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高 |
| CCC | 受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高 |
| CC | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| C | 受评主体不能偿还债务 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

| | |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势 |
| 负面 | 表示评级有下降趋势 |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变 |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。