



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪294号

北京蓝色光标数据科技股份有限公司：

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“北京蓝色光标数据科技股份有限公司公开发行可转换公司债券”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，维持贵公司本次主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月十二日

北京蓝色光标数据科技股份有限公司 公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2018）

发行主体	北京蓝色光标数据科技股份有限公司		
发行规模	人民币 14 亿元		
债券代码	123001.SZ		
债券简称	蓝标转债		
存续期限	2015/12/18~2021/12/18		
上次评级时间	2017/06/26		
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	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	54.43	58.75	63.45
总资产（亿元）	163.69	165.29	167.32
总债务（亿元）	52.74	58.78	45.02
营业总收入（亿元）	83.47	123.19	152.31
营业毛利率（%）	27.55	21.66	18.20
EBITDA（亿元）	5.25	12.80	7.62
所有者权益收益率（%）	1.42	11.73	3.91
资产负债率（%）	66.75	64.45	62.08
总债务/EBITDA（X）	10.04	4.59	5.91
EBITDA 利息倍数（X）	1.90	4.15	2.76

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、2015~2017 年总债务包含其他流动负债中的短期融资债券、长期应付款中的融资租赁款。

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

王璐 lwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 12 日

基本观点

2017 年，我国公共关系市场及广告市场继续保持增长态势。北京蓝色光标数据科技股份有限公司（以下简称“蓝色光标”或“公司”）凭借良好的品牌形象，公关业务行业地位稳固；同时得益于公司转型数据科技公司初显成效，多盟开曼、亿动等广告业务大幅上升，公司营业收入增长明显。此外，我们也关注到市场竞争加剧，公司商誉规模较大存在减值风险以及经营性业务利润下滑等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）维持蓝色光标主体信用级别 AA，评级展望稳定；维持“北京蓝色光标数据科技股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用级别为 AA。

正面

- 行业地位稳固。美国权威的第三方研究机构霍尔姆斯报告（The Holmes Report）发布的 2017 年度全球公共关系专业公司 10 强排名显示，蓝色光标品牌继续保持在全球排名第 9 位，并继续蝉联亚洲最大的公关公司。
- 客户资源丰富且优质。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，公司客户数量稳中有升，2017 年公司服务的客户已超过 3,000 家，且主要客户多为行业龙头企业及世界 500 强企业。
- 业务规模持续扩大。2017 年公司下属子公司多盟、亿动等网络广告业务快速增长，促使当年广告业务收入同比增长 31.87% 至 109.59 亿元，得益于此 2017 年公司实现营业收入 152.31 亿元，同比增长 23.64%。

关 注

- 市场竞争加剧风险。营销传播行业为智力服务行业，其具有人才密集、行业集中度低、轻资产等特点，该行业市场准入门槛不高，尤其在互联网广告领域数字媒体大量涌现，营销传播行业不断出现新业态的背景下，行业竞争不断加剧。
- 经营性业务利润弱化。受广告业务营业成本上升较快影响，2015~2017 年经营性业务利润分别为 3.90 亿元、4.51 亿元和 2.83 亿元，2017 年同比下降 37.34%，经营性业务利润有所弱化。
- 商誉减值风险。公司通过一系列并购持续扩张业务范围，但持续并购或给公司带来较大商誉。2017 年末，公司商誉规模达到 46.41 亿元，若相关并购标的经营未达预期，对公司盈利能力及资产质量造成不利影响，对被并购企业的经营业绩应予以关注。
- 应收账款快速增加，经营性净现金流趋紧。近年应收账款快速增加，截至 2017 年末，公司应收账款余额 60.99 亿元，且发生资产减值损失可能性增大，经营性净现金流继 2016 年净流出后，2017 年净流出规模增至-1.24 亿元。

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委托方构成委托关系外，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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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。

募集资金使用情况

北京蓝色光标数据科技股份有限公司公开发行可转换公司债券（债券简称“蓝标转债”、债券代码为“123001.SZ”）于 2015 年 12 月 21 日完成发行，实际发行规模 14.00 亿元，期限 6 年。

2017 年 8 月，公司发布了《关于使用部分闲置可转债募集资金暂时补充流动资金的公告》，该公告指出：根据募集资金的使用计划与实际投入进度来看，预计公司有部分资金暂时闲置，本着股东利益最大化原则，为提高募集资金使用效率，在保证募集资金需求的前提下，董事会决定将总额不超过 5 亿人民币的闲置募集资金暂时补充流动资金，补充流动资金的期限为不超过 12 个月。

2017 年 9 月，公司收到中国证券监督管理委员会北京监管局《关于对北京蓝色光标数据科技股份有限公司采取出具警示函行政监管措施的决定》

（文号[2017]119 号）（以下简称“警示函”），警示函指出：公司于 2015 年 12 月 18 日公开发行了 14 亿元可转换公司债券，该债券募集资金使用涉及的“蓝色天幕全球机场联播媒体网络模块”项目及“电商综合服务平台”项目募集资金投资项目实际投资进度与投资计划存在差异，公司未解释具体原因并进行披露，违反了《上市公司信息披露管理办法》（中国证券监督管理委员会令第 40 号）第二条。

2017 年 10 月，公司发布了《关于北京监管局对公司采取出具警示函措施决定的整改报告公告》，整改报告指出：鉴于“电商综合服务平台”募投项目不再进行投入，以及“蓝色天幕全球机场联播媒体网络模块”培育时间较长，投资效益稳定性较弱，持续投资尚未明确，公司本着股东利益最大化原则，综合考虑募投项目变更导致的提前偿付可转债的风险，于未来 6 个月内择机尽快履行变更募投项目的程序，谨慎研究确定募投项目变更后的使用方案，有效使用募集资金。2018 年 4 月，公司发布《关于相关承诺事项变更暨警示函后续进展情况的公告》，公告将上述整改报告中内容：“于未来 6 个月内择机尽快履行变更募投项目的程序”变更为“于 2018 年 12 月 31 日前择机尽快履行变更募投项目的程序”。

重大事项

2018 年 4 月，公司发布《关于拟变更公司名称及经营范围的公告》，公告指出：公司于 2012 年确立“业务数字化”这一数据科技发展战略，基于大数据和社交网络日益紧密结合的时代背景下，客户需求也随之改变。客户不仅需要创意、内容、策略与服务，更需要公司具备大数据分析算法的能力，捕捉更全面的信息、挖掘其价值，以帮助客户完成基于大数据及社交网络的顾客经营，从经营产品向经营顾客转变。基于此，公司业务未来将通过利用数据和算法的营销技术以及多样性的服务内容相结合的方式发展提升。原公司名称中的行业表述已无法适应公司战略发展规划及经营发展需要。

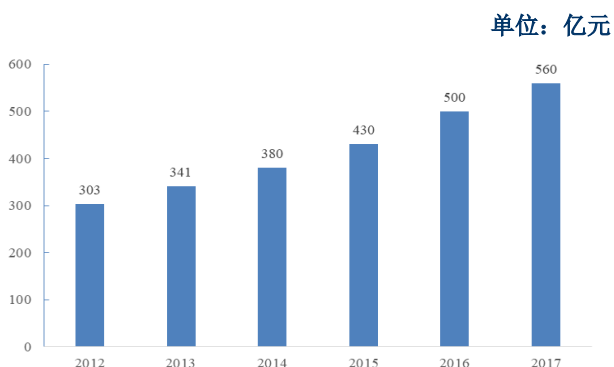
综上所述，根据公司战略发展规划及经营发展需要，为使公司名称及经营范围与实际业务开展范围相契合及与战略发展规划相匹配，并进一步提升公司品牌形象，公司决定变更公司名称及经营范围。2018 年 6 月，公司发布《北京蓝色光标数据科技股份有限公司关于名称及经营范围变更的公告》变更前的公司名称为：北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司，变更后的公司名称为：北京蓝色光标数据科技股份有限公司，证券简称“蓝色光标”及证券代码“300058”保持不变。

行业分析

2017 年公共关系服务行业营业额仍然增长较快，但增速有所回落；汽车、IT（通讯）、快速消费品仍为公共关系最主要的服务领域

2017 年，中国公共关系呈良性竞争的发展趋势，增长率基本趋于稳定。据《中国公共关系业 2017 年度调查报告》（以下简称“调查报告”）调查估算，整个市场的年营业规模达到 560 亿元人民币，年增长率约为 12.3%。相比 2016 年 16.3% 的增长率，尽管增幅稍有回落，但依然处于快速稳定增长期。

图1：2012~2017年中国公关行业营业额情况



数据来源：《中国公共关系业2017年度调查报告》，中诚信证评整理

从公共关系服务的行业市场来看，调查报告显示，2017年度中国公共关系服务领域的前5位分别是汽车、IT（通讯）、快速消费品、互联网、娱乐/文化。汽车依然是行业内主要服务客户，且市场份额有所增加。前5个领域与2016年度排名相同。制造业的排名从上年的第七位上升到第六位。奢侈品市场份额稍有回落，从上年的第六位下降到第七位。房地产本年度市场份额略有增加，从上年的第十位上升到第八位。此外，医疗保健、金融等份额较上年也明显回落，分别位居第九、十位。

表 1：2017 年和 2016 年行业市场份额对比

排行榜	行业市场份额	2017	2016
1	汽车	33.4%	30.6%
2	IT（通讯）	13.3%	12.3%
3	快速消费品	11.9%	11.8%
4	互联网	7.7%	9.4%
5	娱乐/文化	4.6%	4.9%
6	制造业	3.9%	3.9%
7	奢侈品	3.3%	4.4%
8	房地产	2.8%	2.4%
9	医疗保健	2.3%	3.2%
10	金融	2.2%	2.9%

资料来源：《中国公共关系业 2017 年度调查报告》，中诚信证评整理

总体来看，2017年公共关系服务行业营业额仍然增长较快，但增速有所回落。汽车、IT（通讯）、快速消费品这三个领域已经长期成为公关服务的主要领域。

2017 年在互联网广告蓬勃发展的带动下，中国广告市场整体呈上升态势，数字化营销是行业转型的必然之路

2017年中国广告经营额为6,896.41亿元，较上

年小幅增长了6.28%。全年6,896.41亿元的广告经营额占国内生产总值（GDP）的0.84%，与同期GDP6.9%的增长基本持平。由于广告市场的投放主力来自于国民经济各行各业的广告主，因此广告市场的整体增速与国家GDP增速有一定的同步性。另外，横向比较来看，美国日本等发达国家广告投放额占其GDP的比重约为1.2%~1.7%，而中国仅为0.84%，因此，中国的广告市场规模依然有较大的增长空间。

数字化营销是指借助于互联网、电脑通信技术和数字交互式媒体来实现营销目标的一种营销方式。2017年，中国传统媒体的广告经营额没能持续上一年的增长态势，出现了整体的小幅下滑。国家工商行政管理总局公布的最新数据显示：电视台、广播电台、报社、期刊社四大传统媒体中，前三类的广告营业额在2017年均出现了负增长，只有期刊社的广告经营额增长了7.69%。其中，电视台、广播电台、报社的广告营业额增长幅度分别为-0.37%、-20.83%、-2.96%。2017年的中国互联网广告继续承担了全面拉升中国广告行业的重任。2017年，中国互联网广告经营额合计为2,975.15亿元，比上一年增长了29.06%。近3,000亿元的数字已经接近广告行业2017年全部广告经营额的半数。

总体来看，2017年以来，在互联网广告蓬勃发展的带动下，中国广告市场整体呈上升态势。在互联网及移动互联网的快速冲击下，传统媒体渠道的受众人群下降很多，消费者的注意力更多的集中在了互联网等媒介，因此在未来移动端、视频端、户外端等入口将继续吸收广告主预算，数字营销市场前景广阔。

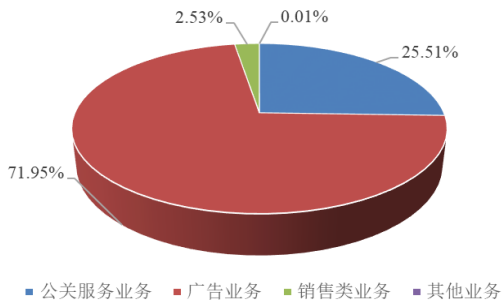
业务运营

公共关系服务（以下简称“公关服务”）属于公司的传统业务，经过多年的经营，公司积累了大量的媒体资源和众多的优质客户资源，目前已成为中国公共关系行业的领先企业。公司持续为全球范围内超过 3,000 家客户提供服务，其中包括 150 多个行业领先品牌及世界 500 强企业。近年来，公司通过并购的方式进入广告领域，初步形成了涵盖广告、公关服务等在内的现代传播集团的架构。

从收入构成来看，2017年，公司实现营业收入152.31亿元，同比增加23.64%。其中，广告业务实现收入109.59亿元，同比增加31.87%；占营业收入的比重为71.95%，同比增加4.49个百分点；服务业务实现收入38.85亿元，同比增加2.22%；占营业收入的比重为25.51%，同比减少5.34个百分点；销售业务实现收入3.86亿元，同比增加86.70%；占营业收入的比重为2.53%，同比增加0.85个百分点。

此外，公司收入按照产品划分可以分为传统营销业务和数据科技业务。基于“营销智能化”战略，2017年公司已经初步转型为一家数据及算法驱动的互联网公司，转型增长效果逐渐释放，业务规模稳步提升。2017年公司数据科技业务实现收入132.25亿元，同比上升30.84%；占营业收入的比重为86.83%，同比增加4.78个百分点。传统营销业务20.05亿元，同比下降9.28%；占营业收入的比重为13.16%，同比减少4.78个百分点。

图2：2017年公司营业收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

凭借良好的品牌形象和优质客户资源，2017年公司公关服务业务收入规模较为稳定

公关业务属于公司的传统业务，主要包括品牌传播、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公司、多个品牌的经营模式运营。

目前公司的公关品牌主要以蓝色光标、智扬和博思瀚扬等为主，其中蓝色光标品牌系该板块最主要的收入来源。凭借良好的品牌形象、稳定优质的客户资源，公司公关业务地位突出。根据美国权威的第三方研究机构霍尔姆斯报告（The Holmes

Report）发布的2017年度全球公共关系专业公司10强排名显示，蓝色光标凭借旗下境内外的公关业务再度位列第九，是排行中唯一一家来自中国的营销传播集团，并持续位居亚洲及国内行业首位。

公司公关业务的本质是通过为客户制定公共关系策划方案，依据方案进行人员和资源投入，从而实现专业品牌维护管理服务以及客户品牌价值的提升。公司以服务工作量和工作效率为标准进行收费，从而获取服务报酬。目前公司的大多数公关业务收入来自基于项目效果的收费。项目效果评估由服务团队提出，获得客户反馈意见后按照合同签订的条款收取服务费。项目结算期限方面，60%左右的客户结算账期在3个月内，部分长期合作的大客户结算周期较长。2015~2017年公关业务分别实现收入39.56亿元、38.00亿元和38.85亿元，近年来得益于良好的品牌形象和优质客户资源，公司公关行业地位稳固，该板块业务收入规模较为稳定。

近年来对公关服务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、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、上海蓝色光标品牌顾问有限公司等公司；同时，近年来公司先后收购了We Are Very Social Limited（以下简称“WAVS”）、Vision 7 International Inc.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，公司公关业务存在一定的发展空间。

表2：近年公司主要公关子公司收入情况

子公司	单位：亿元		
	2015	2016	2017
北京蓝色光标公关顾问有限公司	5.31	5.77	5.99
广州蓝色光标市场顾问有限公司	3.15	4.17	4.51
上海蓝色光标公关服务有限公司	1.24	1.43	1.68
上海蓝色光标品牌顾问有限公司	5.91	5.26	5.54
We Are Very Social Limited	4.11	5.33	6.12
Vision 7 International Inc.	7.22	8.01	8.71

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司已初步转型为一家数据科技公司，转型增长效果逐渐释放，带动广告业务收入大幅增长

公司广告业务按照产品类型可分为传统营销

和数字营销，近年公司持续推进“国际化、数字化”战略布局，原有数字营销业务已逐步升级成为数据科技业务，其中数据科技业务的细分业务种类，如全案推广服务、广告投放、电商运营以及数据分析和流量变现等业务收入逐年稳定增长，由此带动广告业务收入大幅增长，2015~2017年分别实现广告业务收入43.28亿元、83.10亿元和109.59亿元。

公司广告业务主要为移动互联广告业务，旗下拥有多盟、亿动、蓝瀚互动¹等子品牌，主要通过智能营销平台 DSP 和优质媒体程序化广告平台 SSP 为客户提供整合智能营销解决方案。其中多盟智能营销程序化广告投放平台 DSP、亿动优质媒体程序化广告投放平台 PMP 在产业环节上分属于“DSP+Adnetwork”和“SSP”。“DSP+Adnetwork”平台介于媒体和广告主之间，通过对接各主流移动媒体和交易所的流量，并针对各行业广告主需求提供多样化智能营销系统和服务，从中获取差价或服务费作为营业利润；“SSP”在移动广告产业链上提供程序化交易服务，属于连接广告主和媒体主的中介平台。2017年公司已初步转型为一家数据科技公司，通过持续研发推出一系列的高盈利产品，并不断提升数据科技产品的收入占比，由此带动多盟、亿动营业收入大幅增长。

此外，公司旗下还拥有思恩客、今久广告、精准阳光、博杰广告²等多家广告公司，是公司广告业务收入的重要补充。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。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，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。

博杰广告原主营业务主要是与央视电影频道（CCTV-6）及新闻频道（CCTV-13）合作承包代理其电视媒体广告资源。自 2017 年起博杰广告已经进行业务转型，不再代理央视频道广告代理业务，主要从事 OTT³业务。公司基于营销传播趋势并结合自身优势，转型取得较好成效。博杰广告承诺 2015 和 2016 年经审计的归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 27,376 万元和 28,745 万元，实际实现 9,480.03 万元和 9,728.48 万元，均未达到业绩承诺。2016 年 5 月，公司收到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”）提交的两份民事起诉状，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 万股公司股票及返还调增价款等事宜提起相关诉讼，截至 2017 年末，该诉讼已出具仲裁裁决书，诉讼审理结果为无法注销李芄等方持有的 3,099.55 万股股票，李芄等方返还公司调增价款 8,900 万元。

表 3：近年公司主要广告子公司收入情况

单位：亿元			
子公司	2015	2016	2017
思恩客	24.44	25.55	21.83
今久广告	3.92	3.78	4.43
精准阳光	1.54	1.36	1.31
博杰广告	5.29	5.74	7.42
多盟智胜	1.08	1.87	2.26
多盟开曼	6.09	16.67	28.03
亿动	7.24	26.15	33.55

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，跟踪期内得益于公司转型数据科技公司初显成效，多盟、亿动等广告业务大幅上升，公司广告业务收入增长明显。但须关注收购企业未来盈利存在不确定性的风险。

¹ 多盟是 Domob Limited（以下简称“多盟开曼”）和多盟智胜网络技术（北京）有限公司（以下简称“多盟智胜”）的简称；亿动指 Madhouse Inc.；蓝瀚互动指 BlueVision Interactive Limited。

² 思恩客指北京思恩客广告有限公司；今久广告指北京今久广告传播有限责任公司；精准阳光指精准阳光（北京）传媒广告有限公司；博杰广告指西藏山南东方博杰广告有限公司。

³ OTT 是“Over The Top”的缩写，是指通过互联网向用户提供各种应用服务。这种应用和目前运营商所提供的电信业务不同，它仅利用运营商的网络，而服务由运营商之外的第三方提供。目前，典型的 OTT 业务有互联网电视业务，苹果应用商店等。

近年公司投资并购活动频繁使得商誉规模较大，未来若被收购企业经营业绩未达预期，对公司盈利能力及资产质量或产生一定影响

2017年公司新收购The Narrative Group和广州蓝标品效营销策划有限公司（以下简称“蓝标品效”），其中The Narrative Group商誉0.25亿元，蓝标品效无商誉。业绩承诺方面，公司2015年收购的蓝瀚（上海）科技有限公司（以下简称“蓝瀚科技”）仍在盈利预测期内，蓝瀚科技承诺2017年、2018年经审计的归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润不低于11,989.31万元、21,383.14万元，2017年实际实现15,235.29万元，当期完成业绩承诺。近年来，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，由于公司并购产生的商誉规模较大，并购公司的经营业绩下滑而产生的商誉减值会对公司产生较大影响。其中，WAVS由于2017年业绩未达到预期，公司当期计提WAVS商誉减值准备122.16万元。截至2017年末，蓝色光标商誉原值48.76亿元，商誉减值金额2.36亿元，账面价值为46.41亿元。

总体来看，公司通过一系列并购持续扩张业务范围，提高营业收入，由于并购活动持续推进收购体量增加，商誉规模不断扩大，若未来若并购标的经营未达预期，对公司盈利能力及资产质量将造成不利影响。

财务分析

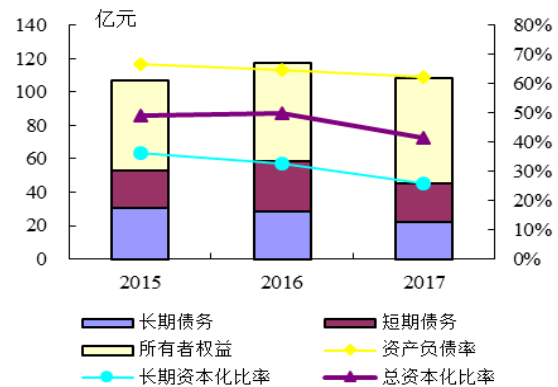
以下分析是基于经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年财务报告，其中2015、2016年采用2016、2017年年初数。如无特别说明，以下数据均为合并口径。

资本结构

截至2017年末，公司总资产为167.32亿元，同比增长1.23%，主要源于公司业务量增加导致应收账款规模的扩张所致；负债方面，主要由于2017年公司偿还“15蓝标PPN001”和“15蓝标PPN002”合计10亿元，当期负债总额较上年下降2.51%至103.87亿元。自有资本方面，得益于2017年公司

非公开发行股份产生资本公积溢价及历年留存收益积累，公司自有资本实力不断增强，截至2017年末，所有者权益合计63.45亿元，同比增长7.99%。受此影响，同期末资产负债率和总资本化比率分别为62.08%和41.51%，同比分别下降2.38个百分点和8.50个百分点，财务杠杆比率有所下降。

图3：2015~2017年末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司流动资产和非流动资产占总资产的比重相当，截至2017年末，公司流动资产为81.35亿元，占资产总额的比重为48.62%。公司流动资产主要由应收账款和货币资金构成，分别占流动资产的74.97%和13.22%。截至2017年末，公司应收账款账面价值60.99亿元，同比增加21.22%，主要系当期公司业务量增加所致，其中账龄在一年之内的金额为58.77亿元，占比为93.15%，期末应收账款前五名合计金额为19.30亿元，占比为30.58%，应收账款累计计提坏账准备2.10亿元。同期末，公司货币资金规模10.78亿元，其中受限资金为140万元，货币资金同比增加5.78%，主要是一方面本年取得17.5亿元募集配套资金，另一方面公司在本期偿还了多笔债券。

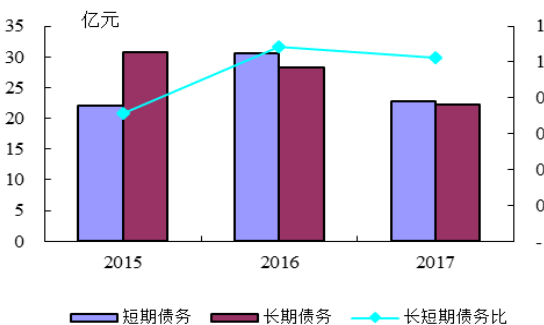
截至2017年末，公司非流动资产为85.97亿元，占总资产的比重为51.38%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、无形资产和商誉构成，分别占非流动资产的15.45%、17.82%和53.98%。截至2017年末，公司可供出售金融资产为13.28亿元，同比减少21.13%，主要系公司处置部分以成本法计量的可供出售金融资产股权所致。同期末，公司无形资产为15.32亿元，主要系品牌、客户关系和精准广告投放平台等，同比减少1.22%。受公司股权并购

较多影响，公司商誉规模较大，截至 2017 年末为 46.41 亿元，同比减少 0.96%，累计计提减值 2.36 亿元，其中博杰广告主要系业绩未达承诺预期所致，今久广告及 WAVS 业绩系受行业景气度影响所致。近年来公司并购较为频繁，商誉规模较大，鉴于被投资企业经营存在一定的不确定性，公司商誉仍面临一定的减值风险。

负债构成方面，公司以流动负债为主，截至 2017 年末，公司流动负债为 77.48 亿元，占总负债的 74.59%。公司流动负债主要由应付账款和短期借款构成，分别占流动负债的 47.31% 和 20.55%。受公司业务量增加影响，截至 2017 年末，公司应付账款为 36.65 亿元，同比增加 15.25%；同期末，公司短期借款为 15.92 亿元，同比增加 31.35%。非流动负债方面，截至 2017 年末，公司非流动负债为 26.39 亿元，占非流动负债的 25.41%，主要由应付债券构成。截至 2017 年末，公司应付债券为 21.33 亿元，同比减少 20.55%，主要系由于当期用货币资金偿还了多笔债券。

债务期限结构方面，受公司偿还多笔债券和借款影响，截至 2017 年末，公司长短期债务均有所下降，其中总债务同比下降 23.40% 至 45.02 亿元，短期债务同比下降 25.47% 至 22.77 亿元。截至 2017 年末，公司长短期债务比为 1.02 倍，较上年减少 0.06 倍，债务期限结构有待进一步优化。

图 4：2015~2017 年末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司资产和负债规模较为稳定，得益于公司自有资本实力增强，同时偿还部分有息债务，财务杠杆水平有所降低，但公司长短期债务结构仍有待进一步优化。另公司商誉规模较大，部分被投资企业经营未达预期，公司商誉面临一定的减值风险。

盈利能力

受益于广告业务收入规模的大幅度增长，公司 2017 年实现营业收入 152.31 亿元，同比增长 23.64%，其中广告业务收入同比增长 31.87% 至 109.59 亿元，服务业务同比增长 2.22% 至 38.85 亿元。从毛利水平来看，2017 年公司服务业务板块毛利率为 41.07%，同比下降 1.87 个百分点；广告业务板块毛利率为 10.29%，同比下降 1.90 个百分点，主要是受市场竞争日益激烈影响，公司媒体采购成本有所上升。公司广告业务板块收入占比较大，当期毛利率有所下降，因此 2017 年公司综合毛利率为 18.20%，同比下降 3.46 个百分点。

表 4：2017 年公司分板块收入及毛利率情况

单位：亿元、%、百分点

业务	收入	同比变化	毛利率	同比变化
服务业务	38.85	2.22	41.07	-1.87
广告业务	109.59	31.87	10.29	-1.90
销售类业务	3.86	86.70	12.25	-1.86
其他	0.01	-15.82	-	-
合计	152.31	23.64	18.20	-3.46

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，鉴于公司的业务性质，期间费用主要由销售费用和管理费用构成。随着公司业务规模的扩大，2017 年公司销售费用和管理费用分别为 11.42 亿元和 10.15 亿元，分别同比增加 2.20% 和 11.34%，财务费用同比增加 91.91% 至 2.90 亿元，其中利息支出同比下降 10.40% 至 2.76 亿元，而汇兑损益上年度为收益 1.53 亿元，当期损失 0.17 亿元。2017 年公司合计发生期间费用 24.47 亿元，同比增长 12.23%，三费收入占比为 16.06%，较上年度下降 1.63 个百分点，公司对期间费用把控能力有所提升。

表 5：2015~2017 年公司期间费用分析

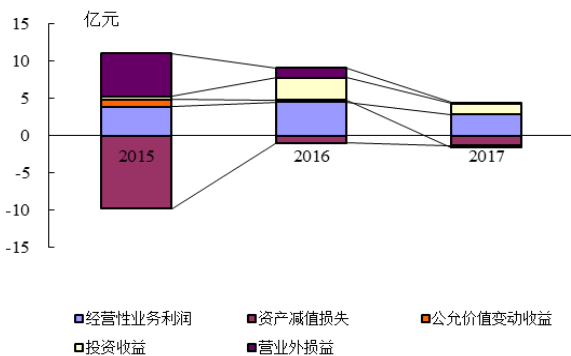
单位：亿元、%

	2015	2016	2017
销售费用	9.33	11.17	11.42
管理费用	7.60	9.12	10.15
财务费用	1.84	1.51	2.90
三费合计	18.77	21.80	24.47
营业总收入	83.47	123.19	152.31
三费收入占比	22.49	17.70	16.06

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面,2017年公司实现利润总额3.12亿元,同比减少61.45%。其中,经营性业务利润2.83亿元,同比减少37.34%,主要由于当期广告业务盈利水平下降所致。2017年投资收益为1.49亿元,主要来自公司在本年处置子公司蓝标电商及其他投资公司产生的处置收益4,653万元,将对掌慧纵盈的核算方法变化后确认的收益2,498万元,股权投资公司分红3,846万元以及权益法核算的投资公司确认的投资收益2,198万元等,公司投资收益同比减少50.38%,主要系上年度发生长期股权投资转可供出售金融资产产生的投资收益,本期无此项。受应收账款坏账损失增加的影响,2017年公司资产减值损失为1.37亿元,较上年增加0.37亿元。此外,公司2017年实现营业外损益0.13亿元,同比减少89.79%,主要系2016年收购的密达美渡国际传播有限公司及WAVS业绩对赌未达约定导致公司未来支付的或有对价减少,公司将减少金额计入营业外收入,2017年无此项。

图 5: 2015-2017 年公司利润总额构成



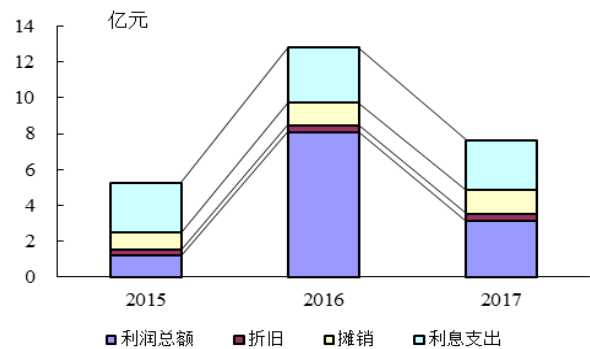
资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看,得益于广告业务的快速发展及合并范围的扩大,2017年公司营业收入实现了大幅度增长,但营业成本增幅更大导致公司经营性业务利润有所下滑,对公司盈利能力产生一定影响。

偿债能力

获现能力方面,2017年公司EBITDA同比下降40.43%至7.64亿元,主要系当年利润总额大幅下降所致,其中利润总额、利息支出、折旧和摊销分别为3.12亿元、2.76亿元、0.41亿元和1.33亿元。

图 6: 2015-2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

现金流方面,2017年公司经营活动净现金流为-1.24亿元,较上年增加0.34亿元净流出,主要是由于公司广告部分业务规模扩大,一方面公司应收账款余额增加且回款周期较长,另一方面媒体采购付款增加,进而经营性支出同比上升。2017年公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为-0.03倍和-0.45倍,分别较上年减少0.01倍和0.16倍,经营活动净现金流对债务本息覆盖能力较弱。2017年公司总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为5.91倍和2.76倍,分别较上年增加1.32倍和减少1.39倍,EBITDA对债务本息的覆盖能力有所弱化。

表 6: 2015-2017 年公司部分偿债指标

	2015	2016	2017
总债务(亿元)	52.74	58.78	45.02
EBITDA(亿元)	5.25	12.80	7.62
经营活动净现金流(亿元)	4.89	-0.90	-1.24
总债务/EBITDA(X)	10.04	4.59	5.91
EBITDA利息倍数(X)	1.90	4.15	2.76
经营活动净现金流/总债务(X)	0.09	-0.02	-0.03
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.77	-0.29	-0.45

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

截至2017年末,公司银行授信总额为人民币14.38亿元,美元4,800万元,加元9,500万元,其中未使用授信额度人民币1.60亿元,美元0万元,加元6,960万元。或有负债方面,截至2017年末,公司对关联方北京蓝色光标电子商务股份有限公司担保,担保金额1亿元。

截至2017年末,公司及合并范围内子公司涉及重大未决诉讼1起,未决诉讼总金额约为419.12万元,对公司整体财务状况、经营成果、业务活动

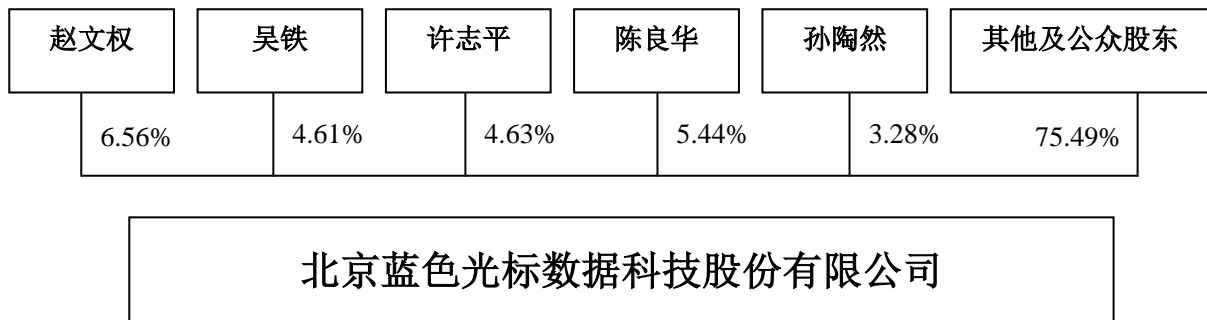
等没有实质性不利影响。

总体来看，公司公关业务品牌形象良好且市场地位稳固；公司转型增长效果逐步显现，广告业务收入实现大幅度增长。同时，中诚信证评也关注到被并购企业成长存在不确定性，公司商誉规模较大，经营性业务利润下滑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“北京蓝色光标数据科技股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 **AA**。

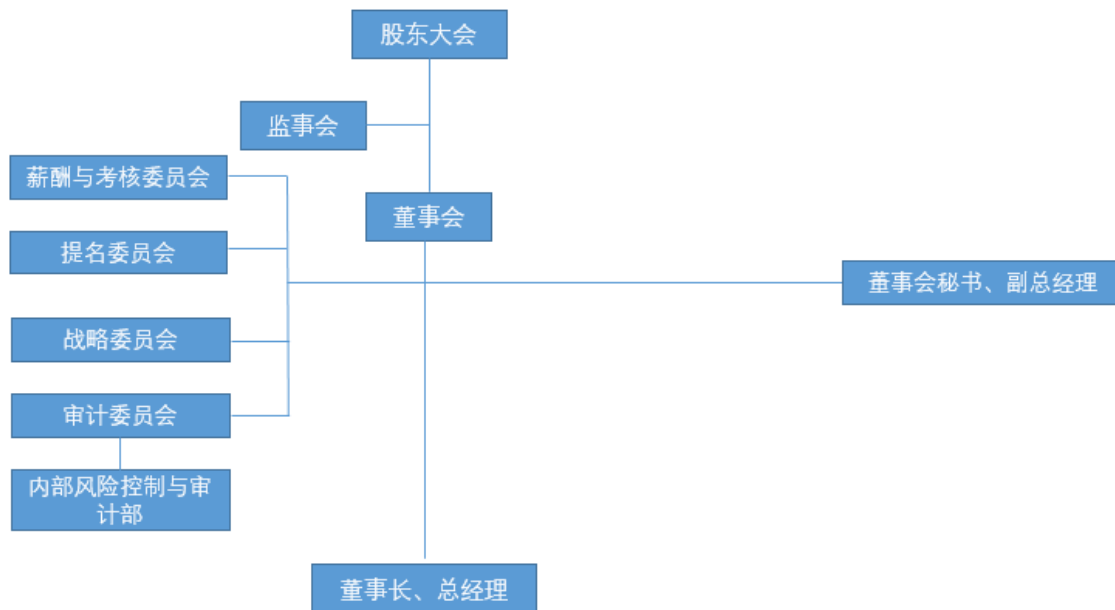
附一：北京蓝色光标数据科技股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



注：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 17.96%）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：北京蓝色光标数据科技股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：北京蓝色光标数据科技股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	343,620.70	101,634.00	107,510.80
应收账款净额	354,759.78	503,122.33	609,871.88
存货净额	1,737.62	10,121.67	0.00
流动资产	790,725.52	776,287.56	813,514.34
长期投资	196,391.95	219,231.74	203,435.88
固定资产	12,879.19	13,727.20	12,522.86
总资产	1,636,921.20	1,652,917.15	1,673,181.82
短期债务	219,686.51	305,456.95	227,667.70
长期债务	307,669.62	282,320.97	222,571.41
总债务（短期债务+长期债务）	527,356.13	587,777.92	450,239.11
总负债	1,092,638.80	1,065,385.56	1,038,689.85
所有者权益（含少数股东权益）	544,282.39	587,531.59	634,491.97
营业总收入	834,726.90	1,231,910.59	1,523,083.77
三费前利润	226,709.68	263,158.07	272,970.44
投资收益	3,943.44	30,052.69	14,911.39
净利润	7,751.93	68,944.77	24,797.02
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	52,533.17	127,973.76	76,240.02
经营活动产生现金净流量	48,907.46	-9,011.12	-12,391.06
投资活动产生现金净流量	-181,017.34	-67,705.50	76,691.35
筹资活动产生现金净流量	330,218.75	-103,955.04	-53,065.68
现金及现金等价物净增加额	198,943.14	-178,752.36	5,886.21
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	27.55	21.66	18.20
所有者权益收益率（%）	1.42	11.73	3.91
EBITDA/营业总收入（%）	6.29	10.39	5.01
速动比率（X）	1.08	1.03	1.05
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	-0.02	-0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	0.22	-0.03	-0.05
经营活动净现金/利息支出（X）	1.77	-0.29	-0.45
EBITDA 利息倍数（X）	1.90	4.15	2.76
总债务/EBITDA（X）	10.04	4.59	5.91
资产负债率（%）	66.75	64.45	62.08
总资本化比率（%）	49.21	50.01	41.51
长期资本化比率（%）	36.11	32.46	25.97

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；

2.2015~2017 年总债务包含其他流动负债中的短期融资债券、长期应付款中的融资租赁款。

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。