

华泰联合证券有限责任公司
关于
北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司
现金及发行股份购买资产
之
补充独立财务顾问报告（一）

独立财务顾问



签署日期：二〇一一年十一月

声明与承诺

华泰联合证券有限责任公司（以下简称“本独立财务顾问”）受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”、“上市公司”或“公司”）委托，担任本次现金及发行股份购买资产的独立财务顾问。

蓝色光标于2011年9月30日收到中国证券监督管理委员会下发的中国证券监督管理委员会111765号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》，本独立财务顾问根据贵会要求对《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》提出的相关问题进行了核查并出具《华泰联合证券有限责任公司关于北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司现金及发行股份购买资产之补充独立财务顾问报告（一）》（以下简称“本补充独立财务顾问报告”）。

本补充独立财务顾问报告系依据《重组管理办法》、《若干问题的规定》、《格式准则26号》、《财务顾问办法》、《财务顾问业务指引》、《股票上市规则》和深交所颁布的信息披露业务备忘录等法律法规的要求，按照证券行业公认的业务标准、道德规范，本着诚实信用、勤勉尽责的态度，通过尽职调查和对上市公司相关申报和披露文件审慎核查后出具，以供中国证监会、深交所及有关各方参考。

作为本次交易的独立财务顾问，对此提出的意见是在假设本次交易的各方当事人均按相关协议的条款全面履行其所有义务并承担其全部责任的基础上提出的，本独立财务顾问特作如下声明：

1、本独立财务顾问与本次交易各方无任何关联关系。本独立财务顾问本着客观、公正的原则对本次交易出具本补充独立财务顾问报告。

2、本补充独立财务顾问报告所依据的文件、材料由相关各方向本独立财务顾问提供，相关各方对所提供资料的真实性、准确性、完整性负责，相关各方保证不存在任何虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对所提供资料的合法性、真实性、完整性承担个别和连带责任。本独立财务顾问出具的核查意见是在假设本

次交易的各方当事人均按相关协议的条款和承诺全面履行其所有义务的基础上提出的，若上述假设不成立，本独立财务顾问不承担由此引起的任何风险责任。

3、截至本补充独立财务顾问报告出具日，华泰联合证券就蓝色光标本次现金及发行股份购买资产事宜进行了审慎核查。本补充独立财务顾问报告仅对已核实的事项提供核查意见。

4、华泰联合证券同意将本补充独立财务顾问报告作为蓝色光标本次现金及发行股份购买资产的法定文件，报送相关监管机构，随现金及发行股份购买资产报告书上报中国证监会和深圳证券交易所并上网公告。

5、对于对本补充独立财务顾问报告至关重要而又无法得到独立证据支持或需要法律、审计、评估等专业知识来识别的事实，本独立财务顾问主要依据有关政府部门、律师事务所、会计师事务所、资产评估机构及其他有关单位出具的意见、说明及其他文件做出判断。

6、本独立财务顾问未委托和授权任何其它机构和个人提供未在本补充独立财务顾问报告中列载的信息和本补充独立财务顾问报告做任何解释或者说明。

7、本补充独立财务顾问报告不构成对蓝色光标的任何投资建议，对投资者根据本报告所做出的任何投资决策可能产生的风险，本独立财务顾问不承担任何责任。本独立财务顾问特别提请广大投资者认真阅读蓝色光标董事会发布的《北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司现金及发行股份购买资产报告书（草案）》和与本次交易有关的其他公告文件全文。

本独立财务顾问在充分尽职调查基础上，对蓝色光标本次重大资产重组的事项出具的独立财务顾问意见做出以下承诺：

1、本独立财务顾问已按照规定履行尽职调查义务，有充分理由确信所发表的专业意见与上市公司和交易对方披露的文件内容不存在实质性差异。

2、本独立财务顾问已对上市公司和交易对方披露的文件进行充分核查，确信披露文件的内容与格式符合要求。

3、有充分理由确信上市公司委托本独立财务顾问出具意见的发行股份购买资产方案符合法律、法规、证监会及交易所的相关规定，所披露的信息真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

4、在与上市公司接触后至担任独立财务顾问期间，已采取严格的保密措施，严格执行风险控制和内部隔离制度，不存在内幕交易、操纵市场和证券欺诈问题。

目 录

问题一：在评估预测期限内，标的公司净利润整体增幅较大；标的公司主要销售客户集中度较高且集中于房地产行业，同时，目前国家宏观政策正在对房地产行业进行严厉的调控。针对上述情况，请评估师结合标的公司业务特点、财务状况及房地产行业现状及发展趋势分析评估参数的合理性。请独立财务顾问核查后发表意见。	10
问题二：请评估师结合标的公司经营情况、行业发展状况、宏观经济形势等因素充分分析说明本次交易作价的公允性。请独立财务顾问结合同类公司和同类案例的对比分析，对本次交易作价的公允性发表明确意见。	20
问题三：请申请人和评估师补充说明营运资本追加额、资本性支出的预测依据及合理性。请独立财务顾问核查后发表意见。	26
问题四：请申请人详细列明标的公司最近两年及一期前五名销售客户的基本情况，包括但不限于销售金额、占比情况、与上市公司及标的公司是否存在关联关系等，并进一步分析客户集中度较高和主要销售客户集中在房地产行业可能对应的经营、财务等风险以及拟采取的应对措施。请会计师及独立财务顾问核查后发表意见。	29
问题五：请申请人结合自身的经营状况、同行业公司经营情况及相关的市场因素等分析说明标的公司近年实现的营业收入、净利润和净利润率大幅增长的原因。请会计师及独立财务顾问核查后发表意见。	37
问题六：请申请人结合标的公司的偿债能力指标、与同行业同类指标的对比情况分析说明标的公司的偿债能力，是否存在偿债风险，如存在，请提供相应的保障措施。请会计师及独立财务顾问核查后发表意见。	42
问题七：请申请人分析说明标的公司 2010 年及 2011 年上半年回款比例较以前年度偏低的原因，并请会计师进一步核查标的公司应收账款等的真实性。请独立财务顾问核查后发表意见。	45

- 问题八：请申请人说明上市公司如何对标的公司实施有效控制以及在销售采购渠道、客户资源、技术研发、人力资源管理等方面与标的公司如何实现有效整合。请独立财务顾问核查后发表意见。 49
- 问题九：请申请人说明交易对方关于任职时间和未来一定时间内不得从事与上市公司和标的公司相同或类似业务的相关承诺是否具有可操作性，以及如何实施。请独立财务顾问核查后发表意见。 54
- 问题十：请申请人补充说明标的公司历次增资及股份转让行为的合法合规性；说明交易对方王舰、王建玮 2005 年与于鹏签署代持股权协议的原因及 2011 年股权转让的安排是否妥善，并说明于鹏将相应股权转让给王舰、王建玮时，是否知晓自身的权利义务以及今久广告的未来发展，是否存在法律障碍或诉讼风险；此外，进一步核查曾经存在的股份代持行为是否清理完毕。请律师和独立财务顾问核查后发表意见。 57
- 问题十一：请申请人分析说明标的公司最近一次股权转让的价格按出资额平价转让的原因及合理性、转让方及受让方之间的关联关系以及是否有未披露的协议等。请律师及独立财务顾问核查后发表意见。 63
- 问题十二：请律师和独立财务顾问对交易对方与上市公司及其关联方之间是否存在关联关系作进一步核查并发表意见。 64
- 问题十三：请申请人补充说明交易对方之间是否存在一致行动人关系并提供依据，是否存在应披露而未披露的事项。请律师和独立财务顾问核查后发表意见。 65
- 问题十四：申报材料披露，标的公司的办公经营场所部分是从其实际控制人王舰处租赁。请申请人分析说明租赁合同所约定租金的公允性，并结合标的公司与其实际控制人之间的资金往来情况分析说明是否存在实际控制人非经营性资金占用的情形。请会计师和独立财务顾问核查后发表意见。 68
- 问题十五：申请人在对标的公司行业特别和经营情况分析时，引用了实力传播、慧聪邓白氏等机构的统计、预测数据。请申请人对实力传播、慧聪邓白氏等

机构的统计、预测数据的可靠性进行说明；请评估师分析说明在对标的公司评估时是否考虑和采用了这些数据，如果采用，请说明详细情况。请独立财务顾问核查后发表意见。 70

问题十六：请申请人对近期部分媒体质疑上市公司募集资金使用及减持的情况进行详细说明，并请律师、独立财务顾问核查后发表意见。 71

释 义

在本报告书中，除非文义载明，以下简称具有如下含义：

一、一般术语		
公司/上市公司/蓝色光标	指	北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司，在深圳证券交易所上市，股票代码：300058
今久广告/标的公司	指	北京今久广告传播有限责任公司
上海蓝标	指	上海蓝色光标公关服务有限公司
交易对方/今久广告股东	指	自然人王舰、王建玮、阚立刚、赵宏伟、周云洲及王同
发股对象	指	自然人王舰、阚立刚、赵宏伟、周云洲及王同
股份补偿义务人	指	自然人王舰、赵宏伟、周云洲
现金补偿义务人	指	自然人王舰、王建玮、阚立刚、赵宏伟、周云洲及王同
交易标的/标的资产	指	今久广告 100%股权
收购价款/交易价格	指	蓝色光标收购标的资产的价款
现金及发行股份购买资产/本次交易	指	上市公司拟通过向特定对象非公开发行股份和支付现金相结合的方式，向自然人王舰、王建玮、阚立刚、赵宏伟、周云洲及王同购买其所持有的今久广告合计 100%股权
标的股份	指	上市公司本次拟向发股对象发行的人民币普通股（A 股），包括本次发行结束后，由于公司送红股、转增股本等原因而增持的公司股份
特殊限售股份	指	特殊限售股份=（1-截至当期期末累计已实现利润/补偿期限内各年预测净利润总额）*交易价格/发行价格
草案/现金及发行股份购买资产草案	指	《北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司现金及发行股份购买资产报告书（草案）》
反馈意见	指	中国证券监督管理委员会 111765 号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》

《现金及发行股份购买资产协议》	指	蓝色光标与自然人王舰、王建玮、阚立刚、赵宏伟、周云洲及王同于 2011 年 7 月 7 日签署的《北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司以现金及发行股份购买资产的协议书》
《补充协议》	指	蓝色光标与自然人王舰、王建玮、阚立刚、赵宏伟、周云洲及王同于 2011 年 7 月 27 日签署的《北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司以现金及发行股份购买资产的协议书之补充协议》
《盈利预测补偿协议》	指	蓝色光标与自然人王舰、王建玮、阚立刚、赵宏伟、周云洲及王同于 2011 年 7 月 27 日签署的《北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司现金及发行股份购买资产之盈利预测补偿协议书》
《公司法》	指	《中华人民共和国公司法》
《证券法》	指	《中华人民共和国证券法》
《重组管理办法》	指	《上市公司重大资产重组管理办法》 (中国证券监督管理委员会令第 53 号)
《发行管理办法》	指	《上市公司证券发行管理办法》
《若干问题的规定》	指	《证监会公告[2008]14 号—关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》(中国证券监督管理委员会公告, [2008]14 号)
《格式准则 26 号》	指	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号—上市公司重大资产重组申请文件》
《财务顾问办法》	指	《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》(中国证券监督管理委员会令第 54 号)
《股票上市规则》	指	《深圳证券交易所创业板股票上市规则》
中国证监会/证监会	指	中国证券监督管理委员会
深交所	指	深圳证券交易所
发行股份的定价基准日	指	蓝色光标董事会通过《北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司现金及发行股份购买资产预案》相关决议公告之日
交割日	指	本次交易对方将标的资产过户至上市公司、上海蓝标名下之日
审计/评估基准日	指	2011 年 6 月 30 日

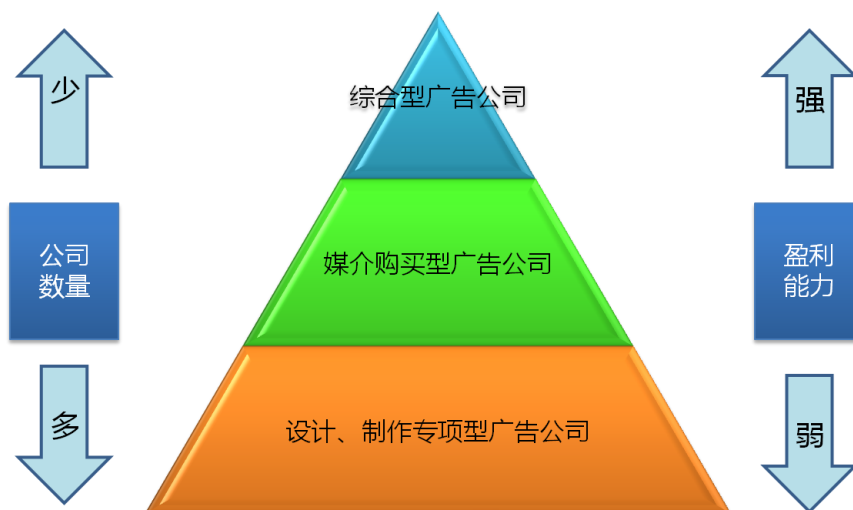
独立财务顾问/华泰联合证券	指	华泰联合证券有限责任公司
上市公司律师/中伦律所/中伦	指	北京市中伦律师事务所
天健正信审计/天健正信	指	天健正信会计师事务所有限公司，本次交易标的今久广告的审计机构
天职国际审计/天职国际	指	天职国际会计师事务所有限公司，上市公司审计机构
天健兴业评估/天健兴业	指	北京天健兴业资产评估有限公司
元	指	人民币元
最近两年	指	2009 年和 2010 年
WPP	指	Wire & Plastic Products Group 的简称，总部位于英国伦敦，全球十大广告传播集团之一
Omnicom	指	Omnicom Group Inc.，的简称，总部位于美国纽约，全球十大广告传播集团之一
IPG	指	Interpublic Group of Companies 的简称，总部位于美国纽约，全球十大广告传播集团之一
阳狮	指	阳狮集团（Publicis Group），是法国最大的广告与传播集团，创建于1926年，总部位于法国巴黎。
4A	指	美国广告代理商协会（American Association of advertising Agencies）的缩写
国际 4A 广告公司	指	国际大型综合性广告公司
二、专业术语		
广告主	指	为推销自身的商品或服务，自行或者委托他人设计、制作、投放广告的企业、其他经济组织或个人
广告全案代理服务	指	从品牌调研到确立品牌定位，从拟定品牌建设规划到制定品牌推广战略规划等一系列的品牌增值服务
刊例价	指	媒体单位所发行的广告报价手册上的广告收费定价
媒介排期	指	选择广告投放媒介和发布时间的具体计划

问题一：在评估预测期限内，标的公司净利润整体增幅较大；标的公司主要销售客户集中度较高且集中于房地产行业，同时，目前国家宏观政策正在对房地产行业进行严厉的调控。针对上述情况，请评估师结合标的公司业务特点、财务状况及房地产行业现状及发展趋势分析评估参数的合理性。请独立财务顾问核查后发表意见。

一、标的公司今久广告的业务特点

（一）今久广告属于房地产广告行业内为数不多的综合型广告公司

我国从事广告服务的公司数量众多但大多服务类型单一，能够提供整合营销传播服务的综合型广告公司并不多。按照服务层次以及盈利能力可将我国现有广告公司分为以下三类：



设计、制作专项型广告公司：仅从事简单的广告设计和制作业务，不具有广告创意策划、媒介购买业务。这类公司规模小、数量多，竞争非常激烈。

媒介购买型广告公司：一般依托主流媒体（如 CCTV、各大报业集团等）或某个大型广告客户成立，主要负责购买媒介、发布广告，一般不涉及广告的创意策划。这类公司营业收入具有一定规模，但由于不涉及创意策划和设计等核心环节，主要依托与媒体和客户的关系维持业务发展，毛利率较低。

综合型广告公司：针对客户的品牌和产品，为其进行广告全案代理（包括产品定位、营销策划、广告创意、广告制作等）、媒介购买、公关活动等一条龙服

务。该类公司为数不多，主要包括国际 4A 类广告公司和少数国有大型广告公司如省广股份，但几乎垄断服务于各个行业内的知名企业。这类公司由于可提供“整合营销服务”，且创意设计理念领先，客户的忠诚度和稳定性较高，保持较高的盈利水平。

由于房地产行业的特殊性，国际 4A 广告公司一直未能成功进入该行业。而今久广告是该行业内少数几家可同时提供广告全案代理、媒介购买以及公关服务的综合型广告公司，在房地产开发企业内具有很高知名度，被认为是长江以北区域内的房地产广告龙头企业。

（二）今久广告三种业务类型

广告全案代理：从开发商取得土地后即开始提供的全流程广告策划设计服务，包括房地产项目定位、周边竞争项目分析、项目整体推广策略企划、销售工具（售楼处陈设、楼书、宣传册、引导标示）的设计与制作、媒体广告投放建议、公关活动策划等。该类业务一般与客户约定月度收费标准，根据项目销售的时间长短，按月收取费用。该类业务收入占今久广告营业收入的 20% 左右，但贡献了 40% 左右的利润。

媒介代理购买：借助专业服务经验和媒介数据，为客户进行媒介策划（解决何时投放、投放在哪个媒体、以哪种广告形式投放、投放多少金额等问题），制定媒介排期效果预估，与媒体沟通、下单实施媒介购买，并根据事后效果评估，为客户总结媒介投放价值与效果。该类业务收入占今久广告营业收入的 50% 左右，贡献 30% 左右的利润。

公关活动：通过策划、组织如新闻发布会、项目推介会、客户答谢会、区域发展论坛、专业和行业学术论坛、开工典礼、开盘仪式以及商场和写字楼巡展等活动的形式，有效达到提升客户品牌知名度，保障项目销售效果，聚集销售现场人气的效果。该类业务收入占今久广告营业收入的 30% 左右，贡献 30% 左右的利润。

（三）房地产行业景气状况对标的公司业务的影响

1、传播推广费用在房地产总成本中占比极低且属于刚性成本

传播推广支出一般仅相当于房地产项目销售额的 1%-2% 左右，但其直接影响项目的销量和价格，因此在销售回落时，房地产开发企业通常不会削减传播推广预算。

2、房地产销售低迷增加了对广告服务的需求

房地产行业受国家宏观调控政策影响明显，但房地产行业的广告需求在一定程度上呈现出反周期的特性。

当政策宽松时房地产整体销售情况较好，大部分地产项目销售周期缩短（甚至出现开盘当日即销售完毕的“日光盘”）。这种情况下，按月收取服务费的全案代理业务收费周期缩短，单个项目收费总额降低；同时房地产公司对单个项目广告、公关预算投放的缩减也使得单个项目的媒介代理和公关收入减少。但由于景气周期内房地产市场整体推盘数量的增多，房地产项目销售金额绝对值的增长，房地产广告收入在绝对值上仍可维持增长。

相反，当出现严厉调控政策房地产市场整体低迷时，销售压力加大，房地产开发企业迫切需求专业、实效的广告服务机构为其增加项目知名度，带来有效访客数量从而达成销售。此时，大部分地产项目销售周期拉长，单个项目收取的广告全案代理服务费用增加。同时，受限购等政策影响，房地产项目的目标购买人群范围缩小，因此房地产开发企业需要投入更大的广告开支将品牌、项目销售信息传播至有效购买群体内，往往加大传播推广预算，导致媒介购买和公关需求都有较大增加。

以 2010 年营业收入前 20 位的 A 股房地产行业上市公司为例，2011 年 1-9 月销售收入增幅明显放缓，但销售费用增长明显加快，绝对金额也将明显超出 2010 年水平。

单位：亿元

指标项目	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
样本公司销售费用合计	47.06	62.42	53.74
样本公司营业收入合计	1,621.56	2,177.70	1,268.85
样本公司整体增长率	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
销售费用增长率	-8.91%	32.65%	53.75%
营业总收入增长率	32.80%	34.30%	12.21%

销售费用率	2.90%	2.72%	4.23%
-------	-------	-------	-------

数据来源：Wind 资讯

注：2011 年 1-9 月增长率以 2010 年 1-9 月数据作为基数计算。

另外，与今久广告业务属性类似的搜房网（纽约证券交易所上市，代码 SFUN，其主要业务为利用搜房网这一互联网平台向房地产开发企业提供广告服务）2011 年 1-9 月的营业收入和净利润也呈现出快速增长态势。

金额单位：万美元

项目	2009 年度	2010 年度	2011 年 1-9 月
营业收入	12,704.00	22,449.00	22,997.00
净利润	5,266.00	6,311.00	7,153.00
同比收入增长率（%）	22.01	76.71	83.10
同比净利润增长率（%）	125.52	19.84	205.42

3、主要客户未来项目推出数量将保持稳定

今久广告的主要客户以绿地集团、中粮地产等国有大型房地产开发公司或上市公司为主，这类公司抗风险能力较强，有望成为房地产行业调整周期内的整合者。而且这些公司在土地储备、项目储备以及融资渠道方面均有较大优势，未来拟推出的房地产项目将保持稳定。

4、宏观调控引起房地产市场竞争格局变化

宏观调控使得房地产市场格局发生了变化，实力弱、抗风险能力差的中小型开发企业逐步退出，自身资金实力、融资渠道、资源获取、专业化运营、人才团队等方面都有较大优势的大型房地产开发集团将成为主流，而这些开发集团对于企业业界形象、品牌树立、公司美誉度的关注也将越来越高。该类大型房地产开发集团基于以上诉求，将对能够提供专业化、综合性、全链条整合营销的综合性广告公司的需求及依赖度大大加强。

（四）今久广告对未来业务拓展的规划

1、房地产广告业务的扩张

随着业务实力与知名度的确立，今久广告从 2008 年开始主动对客户进行筛选、优化，将后续可持续发展空间大的全国性多项目大型房地产开发集团作为服务重点。目前今久广告已与绿地集团、中粮地产、华润置地等公司建立了密切的服务关系。本次交易前，今久广告房地产广告业务立足于以北京为中心的北方区域。未来随着大型房地产开发企业的开发项目向其他一二线城市扩散，今久广告将跟随这些核心客户进入当地市场，实现有效的区域性扩张。以绿地集团为例，2010 年今久广告仅承接其在京津地区的 6 个房地产项目，而当年绿地集团在全国 40 个城市投入销售的项目近百个，今久广告依托现有客户进行区域扩张具有很大潜力。

2、拓展非房地产行业广告业务

今久广告曾服务包括中意人寿、安利（中国）在内的金融、日用品行业客户，但由于公司之前坚持专注于房地产行业的业务战略，非房地产行业客户在整体收入中占比较低。随着专业人才和服务经验的积累、今久广告在房地产广告领域内的知名度、行业地位的确认，今久广告具备了将其广告服务向其他行业复制、扩张的实力。另外，本次交易完成后，今久广告将成为蓝色光标下属的知名广告品牌，得以利用蓝色光标现有的丰富客户资源实现广告业务的交叉销售。

综上所述，预测期内今久广告有能力保持其业务稳定增长。

二、房地产行业现状及发展趋势

（一）房地产行业的现状

受到从 2010 年开始的系列房地产调控政策的影响，房地产销售面积和销售额的增长明显放缓，销售价格停止上涨、开始显露下降态势。根据国家统计局统计数据，2011 年 1-9 月全国商品房销售面积 71,289 万平方米，同比增长 12.9%；商品房销售额 39,312 亿元，同比增长 23.2%。房价过快上涨势头有所减缓，与去年同月相比，70 个大中城市中，价格下降的城市有 1 个，涨幅回落的城市有 59 个。

（二）对房地产行业未来发展趋势的判断

1、房地产行业仍将在国民经济中处于重要地位

根据 WIND 资讯数据，2010 年我国房地产行业工业增加值占全社会增加值的比例为 5.56%，而具有成熟房地产市场的美国、香港、日本该比率分别为 11.90%、10.27%、16.00%。可见，房地产行业在成熟经济体中必然占有重要地位。我国仍处于城市化进程的早期阶段，经过政策调控后的房地产业发展将更为理性，房地产行业在相当长时间内仍将在国民经济占有重要地位。

2、通过房地产开发企业自我调整，销售规模将触底反弹

2010 年开始的系列调整政策的主要调控目标是非理性上涨的房屋价格，而非市场整体销售规模。相反，国土资源部、住房和城乡建设部陆续出台的政策都鼓励开发商加快开发现有储备土地，打击囤地行为，增加商品房的供应。因此，经过一定时期的博弈后，房地产开发企业将以降低销售价格的方式保持其销售规模。而届时以价格为标的的调控政策达到目标，严厉的调整政策也有望趋于缓和。

3、项目完工的滞后性导致 2012 年、2013 年仍是新盘销售高峰

2009 年、2010 年全国房地产开发投资规模以及土地购置规模均实现较高增长，由于房地产项目存在 2-3 年的建设周期，预计在 2012 年、2013 年这些项目将陆续进入销售周期。

综上所述，房地产行业将在 2011 年调整低谷的基础上触底反弹，整体市场规模将恢复健康理性的增长。

三、标的公司财务状况

（一）标的公司业务构成及数量

最近两年一期内今久广告服务的客户产品或项目数量保持稳定增长：

项目	2009 年	2010 年	2011 年 1-6 月
广告全案代理	33	50	55
媒介代理购买	89	75	86
公关活动	10	20	16

注：以上产品、项目数量统计未考虑服务类型重叠的情况，即如果今久广告向一个项目同时提供广告全案代理和媒介代理购买服务，则该项目同时被计入两类服务。

如上表所示，标的公司在报告期内服务的客户产品或项目数量保持着稳定增长的趋势，其中，广告全案代理和公关活动服务的客户产品或项目数量增长较为明显。

最近两年及一期内，今久广告在保持媒介代理购买业务规模优势的同时，附加值、毛利率较高的公关活动业务、广告全案代理业务收入增长明显：

单位：万元

业务类型	2009年		2010年		2011年1至6月	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
广告全案代理	3,012.90	25.50%	3,926.68	20.72%	2,336.75	20.65%
媒介代理购买	7,996.89	67.68%	10,842.85	57.20%	5,365.69	47.43%
公关活动	805.43	6.82%	4,184.96	22.08%	3,611.06	31.92%
合计	11,815.22	100.00%	18,954.49	100.00%	11,313.50	100.00%

（二）标的公司财务概况

标的公司最近两年一期的主要财务数据如下：

单位：万元

项目	2009年	2010年	2011年1-6月
营业收入	11,815.22	18,954.49	11,313.50
净利润	1,412.82	3,339.33	2,419.74
毛利率	26.52%	33.42%	41.05%
净利率	11.96%	17.62%	21.39%

标的公司报告期内营业收入稳步增长；净利润增长率较高主要由于标的公司业务结构和目标客户的调整效果得到了逐步显现。在报告期内，毛利率较高的广告全案代理和公告活动服务业务比例有了较大的提高，毛利率较低的媒介代理购买业务总量仍呈现上升趋势，但占标的公司业务总量的比重在逐年下降。

目前，国家及地方政府接连不断出台的房地产宏观调控政策，对房地产市场产生了较大的影响。但由于房地产开发企业销售压力的加大，致使房地产企业传播推广投入有所增加，房地产广告需求不断增大。今久广告2011年1-6月与2010年同期相比，总体收入增长43.75%，全案代理业务收入增长11.91%，公关业务

收入增长 181.39%，媒介购买业务收入增长 19.27%。今久广告随市场改变而调整形成的企业核心竞争力优势逐步显现，企业正进入一个全新的增长期。

四、评估参数合理性

本次收益法估值的主要评估参数均是在以上对标的公司业务情况、房地产行业情况、财务状况分析的基础上做出：

（一）营业收入增长率

今久广告预测期营业收入增长率如下表：

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
收入增长率	26.88%	14.85%	13.50%	12.33%	8.73%	5.68%

综合以上分析，从行业来看，目前严厉的房地产政策不会对今久广告营业收入的增长产生负面效应；未来房地产价格回归理性、调控政策趋于缓和后，房地产市场总规模将呈现合理增长，房地产行业营销推广费用稳步增加，今久广告的营业收入将保持在较高的增长水平。

从今久广告自身来看，服务客户及项目数量的稳定增长及多年形成的竞争优势均为今久广告在预测期内业务持续、稳定发展提供了良好的基础。在盈利预测中，2011 年主要依据企业已签订的协议进行预测，2012 年至 2016 年的收入预测主要是综合考虑上述因素进行的。在预测期内标的公司营业收入增长率呈现下降的趋势，是结合了宏观调控政策、标的公司自身情况后做出的合理、谨慎估计，因此上表中主营业务收入增长率是合理、谨慎的。

（二）毛利率

预测期毛利率水平如下表：

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
毛利率	33.93%	33.60%	33.55%	33.05%	33.02%	32.27%

标的公司主营业务成本主要为媒介购买费用和人工成本，其中由于标的公司与各家媒体长期、稳定合作并保持着良好的合作关系，媒介购买费用及购买成本增长率是相对可控的。另外，评估师根据历年北京市职工年平均工资增长水平，

对预测期人工成本进行预测，已考虑了工资增长的因素。因此在标的公司业务不发生重大不利变化的前提下，毛利率应相对稳定。故预测期毛利率基本保持稳定并略呈下降趋势是合理和谨慎的。

（三）净利润率

预测期净利润率水平如下表：

项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
净利润率	17.49%	18.32%	18.39%	18.15%	18.12%	17.55%

影响标的公司净利润率的因素中，除毛利率因素外，还受管理费用率的影响较大，标的公司管理费用主要为人工成本、业务招待费、办公费用、房屋租赁费及其他固定成本。其中人工成本参照历年北京市职工年平均工资增长水平预测，房屋租赁费用参照北京近10年房地产价格指数中办公楼的平均增长率预测，其他变动成本参照历史期占主营业务收入比重预测，固定成本参照目前水平预测。

今久广告最近两年一期的营业成本占营业总成本比例保持在85%左右，因此标的公司的净利润率受毛利率变动影响较大，受管理费用率变动影响较小。标的公司预测期的净利润率相对稳定，但略呈下降趋势，趋势合理。

（四）折现率

折现率受无风险报酬率、贝塔系数、社会平均报酬率、特有风险系数影响。经综合考虑以上因素，折现率取值为13.79%。主要参数选取情况如下：

无风险报酬率：以评估基准日二级市场交易中剩余期限大于10年的中长期国债到期收益率平均值作为无风险利率，取值为3.69%。

社会平均报酬率：

通过财经软件，获取1997年6月30日至评估基准日共14年的上证指数和深成指数的收盘价格，利用年度指数分别计算各期期末的指数收益率，获取了截止到2011年6月30日上海证券交易所和深证交易所的总市值，并计算分别所占权重，以这些收益率的加权平均数作为社会平均报酬率，见下表。

年度	上证期末收盘指数	指数收益率	深成期末收盘指数	指数收益率
----	----------	-------	----------	-------

1997年6月	1154.97		5081.44	
1998年6月	1240.05	7.37%	3737.14	-26.46%
1999年6月	1047.83	-15.50%	4702.77	25.84%
2000年6月	1695.53	61.81%	4830.669	2.72%
2001年6月	2081.64	22.77%	4716.89	-2.36%
2002年6月	1455.31	-30.09%	3551.33	-24.71%
2003年6月	1473.27	1.23%	3224.809	-9.19%
2004年6月	1376.22	-6.59%	3275.85	1.58%
2005年6月	998.23	-27.47%	2760.229	-15.74%
2006年6月	1298.68	30.10%	4301.659	55.84%
2007年6月	3196.59	146.14%	12546.45	191.67%
2008年6月	2693.4	-15.74%	9370.78	-25.31%
2009年6月	2331.88	-13.42%	11566.61	23.43%
2010年6月	2382.36	2.16%	9386.94	-18.84%
2011年6月	2610.99	9.60%	12110.931	29.02%
算术平均数		12.31%		14.82%

截止 2011 年 6 月末，上证总市值 181,251.59 亿元，深证总市值 82,963.64 亿元，分别所占权重为 68.60% 和 31.40%。

$$\text{加权社会平均报酬率} = 12.31\% \times 68.60 + 14.82\% \times 31.40\% = 13.10\%$$

贝塔系数：

首先选择样本标的股票，选择标准如下：

- 1) 按证监会行业分类“传播与文化产业”中主营业务为设计、制作、发布、代理各类广告业务的上市公司；
- 2) 上市首日至本次评估基准日需要达到 3 年以上，连续近 3 年内财务报表为盈利；
- 3) 仅公开发行沪深市 A 股，不在之外证券市场公开发行股份；
- 4) 资产规模、财务结构适中。

最终选择 5 只对比样本股票，以 WIND 金融软件计算其无风险 β 系数，结果如下表：

序号	公司名称	无财务杠杆的 Btea
----	------	-------------

序号	公司名称	无财务杠杆的 Btea
1	中视传媒（600088）	0.9757
2	华闻传媒（000793）	0.8234
3	电广传媒（000917）	0.5059
4	粤传媒（002181）	0.7555
5	博瑞传播（600880）	0.9801
6	平均值	0.8081

特有风险系数：在评估中由于被评估对象是非上市公司，对比参考上市公司今久广告的特有风险主要为流动性风险和规模风险。考虑今久广告流动性风险和规模风险后，确定今久广告特性风险调整系数为 $\epsilon=2.50\%$ 。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为：综合标的公司业务特点、财务状况及房地产行业现状，今久广告评估预测期内评估参数的设定具有合理性，净利润的增长符合标的公司实际经营情况，预测期内今久广告有能力保持其业务稳定增长。

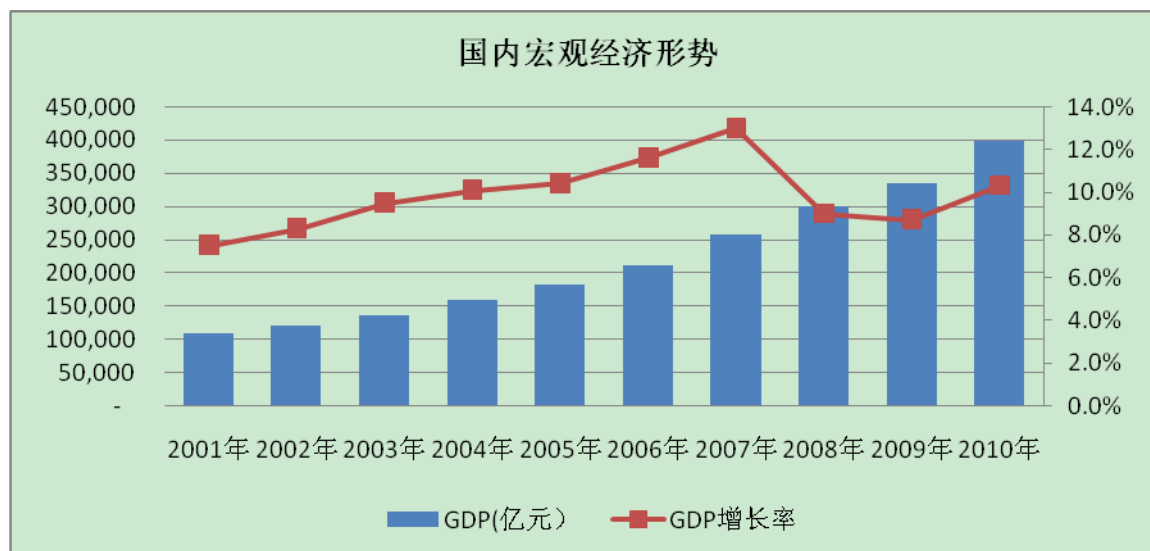
问题二：请评估师结合标的公司经营情况、行业发展状况、宏观经济形势等因素充分分析说明本次交易作价的公允性。请独立财务顾问结合同类公司和同类案例的对比分析，对本次交易作价的公允性发表明确意见。

一、结合公司经营情况、行业发展状况、宏观经济形势等因素分析本次交易作价的公允性

本次交易定价主要参考了评估机构对交易标的的使用收益法估值的结果，在对标的公司未来盈利情况预测时重点考虑了以下因素：

（一）宏观经济环境

2010年以来，面对复杂多变的国内外经济环境，我国继续实施应对国际金融危机的一揽子计划，有针对性地加强和改善宏观调控，积极推进经济发展方式转变和结构调整，国民经济朝着宏观调控的预期方向发展，经济增长由过快回升转向平稳运行。2010年，投资、出口、内需对经济增长的拉动作用更加协调，结构调整取得进一步进展，经济运行质量和效益明显提高。



数据来源：国家统计局

2011年，随着世界经济持续温和复苏、国内“稳增长、调结构、控通胀”政策效应显现，国民经济继续朝着宏观调控的预期方向发展。前三季度经济运行总体态势良好，增长平稳、效益提高、民生改善。根据国家统计局的数据，2011年我国前三季度国内生产总值320,692亿元，按可比价格计算，同比增长9.4%，其中一季度同比增长9.7%，二季度增长9.5%，三季度增长9.1%。

另外，各权威机构对我国2011年、2012年GDP增长率预测如下：

单位名称	2011年	2012年
中国科学院预测科学研究中心	9.80%	略低
亚洲开发银行	9.30%	9.10%
德意志银行	9.10%	8.90%
世界银行	9.30%	8.70%
联合国贸易与发展会议	9.40%	-
平均值	9.38%	8.90%

综合考虑，预计2011年我国经济将实现平稳较快发展，全年GDP增速将比2010年略有回落，经济增长从政策刺激型向自主有序增长型转变的态势较为明显。

（二）房地产行业概况

如反馈问题一的答复所分析，房地产行业在相当长时间内仍将在国民经济占有重要地位。在房地产价格回归合理后相关调控政策会趋于中性，房地产市场发展将更趋于理性和成熟。

（三）房地产广告市场

如反馈问题一的答复所分析，传播推广支出在房地产开发成本中占比较小且属于刚性支出，房地产广告业务受房地产调控政策的影响较小。今久广告属于房地产广告行业内的龙头企业，其客户属于房地产行业内的国有大型开发企业或上市公司。今久广告未来通过获取新客户以及地域扩张其广告业务可保持较快增长。

（四）标的公司历史经营情况与同行业公司情况的对比分析

1、标的公司报告期营业收入增速高于传播与文化行业平均水平

	2011年1-6月	2010年	2009年
标的公司收入增长率	43.75%	60.42%	
行业平均收入增长率	20.42%	29.55%	25.33%

在预测期中，今久广告2011年收入主要依据标的公司已签订的协议进行预测，2012年至2016年的收入主要是综合考虑上述行业、业务因素进行预测。在预测期内标的公司营业收入增长率呈现下降的趋势，是结合了宏观调控政策、标的公司自身情况后做出的合理并谨慎的估计。

2、毛利率

标的公司及同行业最近两年一期的毛利率如下表所示：

业务类型	2011年1-6月	2010年	2009年	平均值
标的公司毛利率	41.05%	33.42%	26.52%	33.66%
行业平均毛利率	37.70%	35.82%	35.25%	36.29%

如上表所示，标的公司最近两年一期的平均毛利率水平与行业保持一致，但逐步上升的趋势更为明显。报告期内，由于附加值、毛利率较高的公关活动业务、广告全案代理业务在标的公司营业收入中所占比例逐年上升，因此标的公司毛利率水平呈现逐步上升的趋势。标的公司预测期的毛利率与行业及标的公司历史平

均毛利率水平基本保持一致，并略呈下降的趋势。预测期内毛利率的估计是合理并谨慎的。

3、净利润率

标的公司及同行业最近两年一期的净利润率如下表所示：

	2011年1-6月	2010年	2009年
标的公司净利润率	21.4%	17.6%	12%
行业平均净利润率	16.89%	14.29%	14.68%

由上述对比分析可以发现，标的公司在完成目标客户及业务结构的调整后，从2010年起，其净利润指标开始好于同行业公司的净利润指标均值。

在预测期中，标的公司预测期内的净利率水平与标的公司历史平均净利率水平基本一致，同时基本呈现为略微下降趋势。预测期内净利率的估计是合理并相对谨慎的。

（五）关于本次交易作价的公允性分析

通过上述分析，评估师认为，在盈利预测中，选择各项参数时，已充分考虑了行业特点、目前宏观调控政策、企业本身的经营状况，且在选取参数时，尽可能的采用来源可信度较高的数据，盈利预测保持谨慎，评估结果是合理、公允的。

二、结合同类公司、同类案例对比分析本次交易作价的公允性

（一）本次交易估值情况

本次今久广告100%股权作价43,500.00万元，对应的2010年净利润的静态市盈率为13.03倍、2011年预测净利润的动态市盈率为10.34倍，市净率为10.81倍。

本次交易中上市公司发行股份价格对应的市盈率为58.79倍，市净率为4.20倍。

（二）与同行业上市公司的估值比较

截至本次交易的评估基准日 2011 年 6 月 30 日，按照证监会行业分类，所属传播与文化产业上市公司中剔除“ST”类公司、市盈率为负值的公司，同行业上市公司平均市盈率为 36.22 倍，市净率为 3.46 倍。

本次交易对价对应的市盈率显著低于行业平均水平。对应的市净率高于同行业上市公司 3.46 倍的平均水平，主要原因是今久广告从事的广告业务具有轻资产的运营模式，在日常经营中需要保留的净资产数量不高；同时今久广告为非上市公司，相比于上市公司而言未经公开募集资金充实净资产的过程，因此虽然本次交易估值对应的市净率高于同行业的上市公司平均市净率。但考虑到今久广告较高的净资产收益率、利润增长率，本次交易的定价具有合理性。

（三）与同行业上市公司可比交易比较分析

自 2009 年 1 月 1 日至本反馈意见出具之日止，按照证监会行业分类，所属传播与文化产业类上市公司以及广告类上市公司的收购资产案例，其中剔除借壳上市类的重组案例、蓝色光标自身收购的案例，共计 12 例，各标的公司的估值状况如下：

证券代码	证券简称	收购标的	市盈率	市净率	动态市盈率
002400	省广股份	重庆年度广告传媒有限公司	12.08	6.65	10.32
600880	博瑞传播	成都梦工厂网络信息有限公司	7.56	17.57	5.85
000793	华闻传播	国广东方网络（北京）有限公司	23.42	10.36	/
000917	电广传媒	西宁数字电视信息网络有限公司	23.34	2.69	/
000917	电广传媒	新疆广电网络有限责任公司	26.31	3.63	/
000917	电广传媒	湖南省惠心有线网络有限公司、湖南省惠德有线网络有限公司、湖南省惠悦有线网络有限公司、湖南省惠润有线网络有限公司	15.33	1.49	/
000917	电广传媒	保定百世开利有线广播电视综合信息网络有限公司	313.69	1.65	/

002238	天威视讯	深圳市天明广播电视网络有限公司	/	2.28	/
300027	华谊兄弟	北京华谊兄弟音乐有限公司	/	23.01	/
300027	华谊兄弟	北京掌趣科技有限公司	33.67	15.00	/
300071	华谊嘉信	上海东汐广告传播有限公司	188.56	14.58	5.00
300133	华策影视	西安佳韵社数字娱乐发行有限公司	25.75	12.56	12.73
平均值			54.90/ 20.93	9.29	8.47/ 9.63

数据来源：上市公司公告

注：（1）市盈率=交易标的全部股权价值/交易标的最近一年已实现净利润

（2）市净率=交易标的全部股权价值/评估基准日或最近一期账面净资产

（3）动态市盈率=交易标的全部股权价值/最近一年盈利预测的净利润

（4）市盈率对应格中“/”表示该对应年度净利润为负值；动态市盈率对应格中“/”表示为披露盈利预测数据

从上表可以看出，上述 12 例资产收购交易中，涉及的标的公司收购前一年亏损的有 2 例。剔除标的公司中交易前一年为亏损的公司，交易市盈率平均为 54.90，若继续剔除交易市盈率达 313.69 的电广传媒收购保定百世开利有线广播电视综合信息网络有限公司以及交易市盈率达 188.56 的华谊嘉信收购上海东汐广告传播有限公司的交易，交易平均市盈率为 20.93；上述 12 例交易平均市净率为 9.29。根据披露了盈利预测数据的 4 个交易案例计算，平均动态市盈率为 8.47，若剔除交易标的预测利润与已实现利润波动较大的华谊嘉信收购上海东汐广告传播有限公司的案例，上述交易平均动态市盈率为 9.63。

本次交易与上述交易相比，本次交易市盈率 13.03 显著低于上述可比交易平均市盈率 54.90，也低于剔除广电传媒、华谊嘉信两个案例后的可比交易平均市盈率 20.93；本次交易市净率 10.81 略高于上述可比交易平均市净率 9.29；本次交易按照 2011 年全年预测利润计算的动态市盈率 10.34 略高于剔除华谊嘉信案例后的上述交易的平均动态市盈率 9.63。综合来看，本次交易作价是公允的。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为：本次交易与上述交易相比，本次交易市盈率 13.03 显著低于上述可比交易平均市盈率 54.90，也低于剔除广电传

媒、华谊嘉信两个案例后的可比交易平均市盈率 20.93；本次交易市净率 10.81 略高于上述可比交易平均市净率 9.29；本次交易按照 2011 年全年预测利润计算的动态市盈率 10.34 略高于剔除华谊嘉信案例后的上述交易的平均动态市盈率 9.63。综合来看，本次交易作价是公允的。

问题三：请申请人和评估师补充说明营运资本追加额、资本性支出的预测依据及合理性。请独立财务顾问核查后发表意见。

一、营运资金概念

营运资金=与经营相关的流动资产-与经营相关的不含有息负债的流动负债

一个企业要维持正常的运转就必须要有适量的营运资金，因此，合理的预测营运资金是保证企业未来正常运转的关键，也是收益法评估结果是否公允、合理需要考虑的主要因素。

二、营运资本追加额测算

预测期营运资金增加额=期末营运资金-期初营运资金

（一）标的公司结算制度

标的公司的往来款项主要涉及应收服务客户的广告款项，以及应付广告公司、报刊、制作公司的广告费和制作费用，标的公司对客户收款和媒介付款有严格的控制制度和流程，其结算制度如下：

1、客户收款制度：

（1）合作 3 年以上，并属于大型国企或上市公司的客户，今久广告最长给予 6 个月的付款周期；如超过对应的付款时间未进行按期付款的客户，需要客户给予付款排期表并加盖公章。

（2）合作 1 年以上，并属于大型国企或上市公司的客户，今久广告最长给予 3 个月的付款周期；如超过对应的付款时间未进行按期付款的客户，需要客户给予付款排期表并加盖公章。

（3）新合作的大型国企或上市公司的客户，今久广告按照月度结款与客户进行结算，当月广告款最迟不超过次月 10 日，要结算完毕。

（4）非首次合作的私营企业客户，今久广告按照周结算制度进行管理，如果没有执行结算，则立即停止下单，以达到风险最低化；结算之后再行后期的合作。

（5）首次合作的新客户（属于私营企业单位），一律执行先款制度，客户款项到帐后对客户进行服务。

（6）凡是超过制度且协调不利的合作项目，均由业务主管提出，交给公司法务部门进行交涉，以催款函，或律师函和诉讼函等不同等级的手段进行对客户的款项催促工作。

服务周期比较长，合作相对非常稳定的大型客户，基本执行月度对帐制度，对当月帐目进行核对并双方签字确认并存档。

2、媒介付款制度：

（1）年度付款政策的谈判

每年的年初，标的公司都要与各个媒体进行当年付款的交涉和谈判，根据市场情况，媒体的任务指标情况和前年指标完成情况等各个数据指标来进行综合判断，与媒体协商出一个基本付款周期；主要数据指标有时间：最长不超过 6 个月，额度：单一媒体欠款不超过 1200 万。

（2）临时性的制度调整

如果遇到资金运转紧张的特殊情况，今久广告需要提前与媒体进行谈判，一般情况是客户回款后再给予媒体进行结算，年底之前要结算当年完成额度的 80%，次年 3 月份前结算完毕前年度的广告整体款项。

由上述制度可以看出主要结算模式均为依据签订合同金额，根据实际服务量按月确认收入，按上述制度结算资金，即在业务模式不发生重大变化的前提下，

其正常往来资金与营业收入比重呈正比关系，且历史数据也显示两者呈正比关系。

（二）营运资本追加额的分析

评估人员分析了历史期营业收入、资产负债构成状况，对历史期营运资金中涉及的非正常项目如应收股东借款、应付股利等项目，进行调整，根据调整后的项目计算营运资金，并计算营运资金占营业收入比重，其结果如下：

单位：万元

项目	2009 年度	2010 年度	2011 年 1-6 月	均值
营运资金	2,449.46	3,424.54	4,915.80	
当期收入	11,815.22	18,954.49	11,313.50	
营运资金/当期收入	20.73%	18.07%	21.73%	20.17%

可以看出，营运资金占当期收入比重相对稳定，故以近两年一期均值作为预测期测算营运资金时的比重。该比重是根据企业实际经营情况进行分析后取得，数据来源于企业实际运营数据，取值合理。

以预测期的收入乘以该比重得出未来期每年的期末营运资金，预测期营运资金增加额=期末营运资金-期初营运资金

预测期的营运资金追加额的预测过程如下：

单位：万元

年度	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入	24,049.50	27,620.00	31,350.00	35,215.00	38,290.00	40,465.00
营运资金/当期收入	20.17%	20.17%	20.17%	20.17%	20.17%	20.17%
营运资金	4,851.90	5,572.24	6,324.75	7,104.50	7,724.87	8,163.67
营运资金追加额	-63.90	720.34	752.51	779.75	620.37	438.80

三、资本性支出额测算

标的公司评估基准日固定资产均为设备类资产，设备汇总如下表：

单位：万元

科目名称	账面价值	
	原值	净值

科目名称	账面价值	
	原值	净值
设备类合计	216.78	96.66
固定资产-机器设备	-	-
固定资产-车辆	30.00	1.50
固定资产-电子设备	186.78	95.16

其主要资产为电子设备。

今久广告无房屋建筑物，其经营场所为租赁，在管理费用预测中，已预测其租赁费用；

今久广告近期计划新增车辆一台金额约为 30 万元，做扩大性资本性支出预测，除此项外，今久广告未计划新增其他资产；

由于设备类资产更新较快，因此按照折旧水平预测更新改造性资本性支出；

上述两项合计即为预测期资本性支出。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为：标的资产评估中对营运资本追加额、资本性支出的预测考虑了标的资产的实际经营情况，预测依据具有合理性。

问题四：请申请人详细列明标的公司最近两年及一期前五名销售客户的基本情况，包括但不限于销售金额、占比情况、与上市公司及标的公司是否存在关联关系等，并进一步分析客户集中度较高和主要销售客户集中在房地产行业可能对应的经营、财务等风险以及拟采取的应对措施。请会计师及独立财务顾问核查后发表意见。

一、最近两年及一期前五名销售客户的基本情况

（一）标的公司前五名客户基本情况

1、绿地集团

绿地集团是上海市国有控股特大型企业集团，成立于 1992 年 7 月 18 日。绿地集团通过产业经营与资本经营并举发展，形成了目前“房地产主业突出，能源、

金融等相关产业并举发展”的产业布局。绿地集团目前已成为中国综合性地产领军企业，在 2011 中国企业 500 强排名中位列第 87 位，在以房地产为主业的企业集团中排名第 1 位，在上海市属企业集团中排名第 3 位。房地产开发经营作为绿地集团的核心主导产业，建设项目遍及上海、北京、天津、重庆等全国 24 个省 54 个城市；能源、金融、商业地产、建筑、汽车服务等产业也具有较大的规模和较强的实力。

2、北京太平洋城房地产开发有限公司

北京太平洋城房地产开发有限公司成立于 2001 年 7 月，注册资本 1200 万美元，企业性质为中外合作经营企业，主要从事房地产开发及商品房销售业务。北京太平洋城房地产开发有限公司先后开发了丽都水岸、上东 8 号、太平洋城等项目。

3、天津森岛鸿盈置业投资有限公司

天津森岛鸿盈置业投资有限公司以高端住宅和商贸地产项目开发为主营业务，其同一实际控制人控制下的深圳香江控股股份有限公司为市值近 50 亿元的上交所上市公司。天津森岛鸿盈置业投资有限公司业务范围涉及广东、湖南、四川、江西、湖北、河南、山东、天津和吉林等省市，影响力辐射到华东、华中、华北、西南以及东北区域。在住宅地产领域，先后开发了广州锦绣香江、天津锦绣香江、恩平锦绣香江、连云港锦绣香江、广园东翡翠绿洲、星河湾（合作开发）等一批能够代表中国人居世界级高度的、价值比肩国际休闲豪宅的高档花园小区。在商贸地产领域，天津森岛鸿盈置业投资有限公司已经在国内 10 多个省市建立了 20 多个商贸建设项目，已开发的商贸物流网络面积达 500 万平方米，拥有全国较大的商贸批发网络和先进的物流中心平台。

4、廊坊京御房地产开发有限公司

廊坊京御房地产开发有限公司已于 2011 年 9 月在上交所上市（股票代码：600340）。廊坊京御房地产开发有限公司为华夏幸福基业股份有限公司的控股子公司，华夏幸福基业股份有限公司是中国领先的开发区城市发展企业集团。经过

多年的理论探索和建设实践，华夏幸福基业开创了“开发区城市”运营体系，业务范围覆盖北京、天津等省市，旗下涵盖“园区开发与运营、园区地产、城市地产、休闲商务”四大事业领域，同时形成了强大高效的运营体系，汇聚了一批国际化的“开发区城市”运营管理团队。

5、华润置地（北京）股份有限公司

华润置地（北京）股份有限公司（股票代码：HK 1109）是华润集团旗下的地产业务旗舰，是中国内地最具实力的综合型地产开发商之一。2010年3月8日，香港恒生指数有限公司把华润置地（北京）股份有限公司纳入恒生指数成分股，成为香港蓝筹股之一。截至2011年6月，华润置地（北京）股份有限公司总资产超过1,581亿港元，净资产超过534亿港元，土地储备面积超过2,600万平方米，是中国地产行业规模最大、盈利能力最强的地产企业之一。目前，华润置地（北京）股份有限公司已进入中国内地36个城市，正在发展项目超过70个。

6、秀水投资有限公司

秀水投资有限公司是一家专业从事项目投资、合作单位和各行业产品开发与销售的综合性公司，总部位于北京，拥有雄厚的资本实力，业务范畴包括项目投资、金融投资、风险投资等，涉及商业地产、金融、化工、电力、生物技术等尖端领域。秀水投资有限公司以“立足北京、辐射全国、面向世界”为发展方针，成功开发了“秀水”商业品牌及项下的秀水2号一期、秀水2号二期、秀水2号三期、秀水商贸大厦等大型综合性商业项目。

7、中粮地产投资（北京）有限公司

中粮地产（集团）股份有限公司是中粮集团有限公司（世界500强企业）旗下骨干上市公司（股票代码：000031）。中粮地产（集团）股份有限公司依托中粮集团有限公司的强力支持，集中于环渤海、长三角、珠三角经济圈和沿江中西部四大区域，以“建造优雅品味空间，享受舒适完美生活”的企业理念，致力于打造全国性专业地产品牌。

中粮地产（集团）股份有限公司根据战略发展需要，为巩固区域城市长期地产投资，扩大区域市场份额，在中粮地产（集团）股份有限公司原北方区基础上组建了中粮地产投资（北京）有限公司，对所属环渤海湾地区各项目实行专业化、标准化、系统化、复制化管理和运作。中粮地产投资（北京）有限公司是中粮地产（集团）股份有限公司的主要利润中心和经营中心。

（二）标的公司前五名客户主营业务收入情况

1、2011年1-6月标的公司前五名客户收入金额及占比情况

客户名称	金额（元）	比例（%）
绿地集团	44,081,478.00	38.96
北京太平洋城房地产开发有限公司	13,413,030.00	11.86
天津森岛鸿盈置业投资有限公司	3,205,000.00	2.83
廊坊京御房地产开发有限公司	3,116,200.00	2.75
华润置地（北京）股份有限公司	2,414,732.00	2.13
合计	66,230,440.00	58.53

2、2010年度标的公司前五名客户收入金额及占比情况

客户名称	金额（元）	比例（%）
绿地集团	81,557,279.39	43.03
廊坊京御房地产开发有限公司	12,383,549.00	6.53
天津森岛鸿盈置业投资有限公司	10,584,325.00	5.58
秀水投资有限公司	5,391,970.00	2.84
中粮地产投资（北京）有限公司	4,659,236.00	2.46
合计	114,576,359.39	60.44

3、2009年度标的公司前五名客户收入金额及占比情况

客户名称	金额（元）	比例（%）
绿地集团	19,463,865.00	16.47
天津森岛鸿盈置业投资有限公司	10,092,400.00	8.54
中粮地产投资（北京）有限公司	6,699,046.00	5.67

廊坊京御房地产开发有限公司	5,874,040.00	4.97
北京运通博远房地产开发有限公司	4,561,898.00	3.86
合计	46,691,249.00	39.51

（三）标的公司前五名客户与上市公司及标的公司的关联关系

根据天健正信会计师事务所有限公司向标的公司报告期内前五名客户发送的关联方关系询证函，经绿地集团、北京太平洋城房地产开发有限公司、天津森岛鸿盈置业投资有限公司、廊坊京御房地产开发有限公司、华润置地（北京）股份有限公司、秀水投资有限公司、中粮地产投资（北京）有限公司和北京运通博远房地产开发有限公司确认与标的公司、上市公司及其关联方均不存在关联方关系。

二、客户集中度较高和主要销售客户集中在房地产行业可能对应的经营、财务等风险以及拟采取的应对措施

（一）客户集中度较高和主要销售客户集中于房地产行业的原因

1、标的公司形成主要客户集中于房地产行业的原因

2009年、2010年及2011年1-6月内，今久广告对前五名客户的营业收入分别达到当期营业收入总额的39.51%、60.44%、58.53%，其中对绿地集团的营业收入比例分别为16.47%、43.03%、38.96%，具有较高的客户集中度。同时，最近两年及一期内今久广告的95%以上的营业收入来自于房地产行业客户。今久广告形成主要客户集中于房地产行业的客观原因包括：

今久广告在历史发展过程中坚持专业化的发展战略，认为只有在透彻理解客户行业及产品特性的基础上方能为客户提供针对性高、传播效果好的广告服务。由于房地产行业广告传播市场具有市场规模大、专业化程度高的特点，因此在发展初期人员、资金、管理资源都较为有限的情况下，今久广告将房地产行业企业确定为主要服务对象，集中力量精心创造服务客户的经典案例，并以此提高业内知名度、取得新客户，从而增加房地产广告市场的占有率，保持了稳定的盈利。

目前，中国房地产广告市场内的龙头企业，包括今久广告的主要竞争对手黑弧奥美、风火广告、红鹤广告在内，均为仅服务于房地产行业的专业广告公司。

2、标的公司形成客户集中度较高的原因

今久广告最近两年及一期内客户集中度较高的客观原因包括：

尽管今久广告发展到今日已具有近 2 亿元的收入规模，但仍然属于中小型企业。获取并保持少数核心客户的稳定对于中小企业的生存和发展具有重要意义。今久广告前五名客户中的绿地集团、京御地产均为今久广告重点维护的大型房地产开发企业。今久广告通过多年服务与其建立了稳定、融洽的合作关系，这些企业的销售规模大、传播推广需求强，一直以来都在今久广告的收入中占有较高比例。

今久广告在 2010 年和 2011 年上半年对单一客户绿地集团的营业收入占比较高，分别达到 43.03% 和 38.96%，而 2009 年及以前绿地集团的收入比例一直维持在 20% 以下。2010 年和 2011 年上半年对绿地集团营业收入占比较高与今久广告的业务发展战略相关。2009 年今久广告开始尝试向核心客户提供全方位的营销推广服务，即全盘策划、独家提供全案代理、媒介代理购买、公关活动的综合服务。今久广告从 2008 年只向绿地集团提供媒介代理购买服务到 2009 年初步尝试其他类型服务，再到 2010 年及 2011 年上半年向其全面提供三种类型服务，因此销售收入总额以及占比明显上升。今久广告与绿地集团于 2011 年 8 月签署了为期三年的战略合作协议，彼此表达了长期合作的意愿，并确立了未来长期合作的战略伙伴关系。

此外，中粮地产、绿地集团是今久广告主营业务转型，向客户提供全链条全案营销代理模式的首批客户，具有一定的尝试、适应、调整、完善的实验和代表作用。在新模式推广初期，今久广告集中主要管理精力、人力、财力，侧重服务重点客户，打造成功代表案例，从主观上放弃了一批抗风险能力弱，延展空间小的中小型客户，这也是形成这一阶段客户集中度较高的主要原因。

（二）客户集中度较高和主要销售客户集中在房地产行业可能应对的经营、财务等风险

今久广告主要客户集中于房地产行业且客户集中度较高，与之相对应的经营、财务风险包括：

1、房地产行业的政策调控风险

今久广告的主要客户集中于房地产行业，其业务规模受房地产企业项目开发数量以及传播推广预算的影响，而传播推广预算往往与销售收入规模具有一定关系。如果目前已实施的房地产宏观调控政策对房地产市场产生较大影响，今久广告的盈利能力可能受到影响。

2、房地产行业现金流紧张带来的回款风险

今久广告的主要客户集中于房地产行业，2011年以来推出的系列房地产宏观调控政策对房地产销售已经产生明显的调控效果，房地产销售面积和销售金额的增长幅度同比均有下降。由于销售放缓，房地产企业的现金流出现不同程度的紧张，由此可能给今久广告带来应收账款回款风险，应收账款的回款周期变长甚至出现坏账损失。

3、核心客户流失风险

由于今久广告来自于前五大客户的业务收入比重较高，前五大客户的流失将会对今久广告及交易完成后的上市公司的未来盈利产生影响。

（三）针对上述经营、财务等风险标的公司拟采取的应对措施

1、针对房地产行业政策调控风险拟采取的应对措施

虽然房地产行业目前受到“限购”等宏观调控政策的制约，但从长期来看，我国仍处于城市化进程的早期阶段，房地产行业在相当长时间内仍将在国民经济占有重要地位，商品房的建设与销售仍然是解决城镇居民住房问题的主要途径。而商品房的销售以及房地产开发企业对于企业品牌、项目宣传定位重要性认识的提升，都将促进房地产广告营销市场规模的稳定增长。基于今久广告目前已在房地

产广告市场中形成的竞争优势地位，为保证未来经营、盈利的稳定增长，今久广告仍将继续坚持以房地产行业企业作为核心服务行业的经营方针，继续提高服务水平；另一方面，在本次交易完成后，今久广告也可积极利用上市公司现有客户资源，向其提供媒介代理购买等广告服务，以降低对房地产行业调控政策的风险。

2、针对回款风险拟采取的应对措施

针对房地产企业现金流紧张带来的回款风险，今久广告拟通过以下三方面举措予以防范。首先，在客户承接环节，选择资金实力雄厚、规模较大的国有大型房地产企业、房地产上市公司进行合作，从源头降低回款风险；其次，在业务选择上，有目的性的增加占用资金量少、毛利水平高的全案代理、公关活动业务比例，减少占用资金规模较大的媒介代理购买服务比例；最后，在制度上建立内部预警机制，与现有客户保持紧密联系，加强对账以及应收账款的催收，以尽可能缩短回款周期，降低坏账风险。此外，今久广告的合作客户绝大部分为大中型国有房地产开发企业以及已上市的房地产开发企业，因此从今久广告成立至今，尚未发生过应收账款的实际坏账损失。

3、针对核心客户流失风险拟采取的应对措施

针对核心客户流失风险，今久广告拟通过以下三方面举措予以防范。首先，鉴于今久广告具有良好的客户维护能力，多年来能够保持客户持续稳定。在本次交易完成后，上市公司将和今久广告共同为客户提供更加全面的品牌传播服务，有利于提高客户对标的公司的业务依赖性。对于目前的第一大客户绿地集团，今久广告 2011 年 8 月已与其签署了为期三年的战略合作协议；其次，今久广告 2011 年正不断将已磨合成熟的全面提供服务的模式推广到其他客户。2011 年，太平洋城集团、卓达集团、保利集团、金融街集团也先后与今久广告展开了全面服务的合作。与今久广告保持良好合作关系的中粮地产、华润置地等企业的后续项目目前也已经逐步进入销售推广的周期。同时，今久广告已逐步启动了外地分公司和区域事业部的建设，未来将发展成为全国性的服务机构，并不断扩大外埠的服务能力。因此，绿地集团单一客户销售规模的占比将随着以上举措的实施而不断下降，截至 2011 年 9 月底，绿地集团占今久广告销售收入的比重已下降至 34%。

最后，上市公司与今久广告将利用各自的客户资源实现交叉销售，增加客户数量，分散客户集中风险。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为：标的公司最近两年及一期前五名销售客户的基本情况真实，上市公司及标的公司的关联方中无标的公司两年及一期前五名的销售客户。标的资产对客户集中度较高和主要销售客户集中在房地产行业可能面对的经营、财务等风险拟采取的应对措施具有可操作性，可有效应对相关风险带来的不利影响。

问题五：请申请人结合标的公司的经营状况、同行业公司经营情况及相关的市场因素等分析说明标的公司近年实现的营业收入、净利润和净利润率大幅增长的原因。请会计师及独立财务顾问核查后发表意见。

标的公司最近两年一期的营业收入、净利润和净利润率的增长情况如下表所示：

单位：万元

项目	2011年1-6月	2010年度	2009年度
营业收入	113,134,991.00	189,544,921.66	118,152,182.54
归属于母公司净利润	24,197,397.85	33,393,268.05	14,128,188.53
销售净利率（%）	21.39%	17.62%	11.96%

我们结合标的公司的经营状况、同行业公司经营情况及相关的市场因素对上述指标增长的原因进行了分析。

一、标的公司的经营状况

（一）标的公司报告期内业务量增长

最近两年一期内，随着今久广告在房地产广告行业内竞争优势的不断体现以及房地产行业客户营销推广需求的稳步增加，今久广告服务的客户产品或项目数量保持稳定增长：

项目	2011年1-6月	2010年	2009年
广告全案代理	55	50	33
媒介代理购买	86	75	89

项目	2011年1-6月	2010年	2009年
公关活动	16	20	10

注：以上产品、项目数量统计未考虑服务类型重叠的情况，即如果今久广告向一个项目同时提供广告全案代理和媒介代理购买服务，则该项目同时被计入两类服务。

今久广告业务量的增长直接带动了其营业收入和净利润的增长。

（二）标的公司报告期内各业务类型比重变化

最近两年及一期内，今久广告主动根据客户需求对业务发展重点进行了调整：在保持媒介代理购买业务规模优势的同时，努力增加附加值、毛利率较高的公关活动业务、广告全案代理业务比重：

单位：万元

业务类型	2011年1至6月		2010年		2009年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
广告全案代理	2,336.75	20.65%	3,926.68	20.72%	3,012.90	25.50%
媒介代理购买	5,365.69	47.43%	10,842.85	57.20%	7,996.89	67.68%
公关活动	3,611.06	31.92%	4,184.96	22.08%	805.43	6.82%
合计	11,313.50	100.00%	18,954.49	100.00%	11,815.22	100.00%

由于毛利率较高的广告全案代理业务和公关活动业务所占比重增加，报告期内今久广告综合毛利率有所增加。

另外，报告期内管理费用中除人工成本、房屋租金等增加外，其他固定成本基本保持稳定，因此管理费用增幅小于收入增幅，净利润和净利率有明显增加。

二、同行业公司经营状况

标的公司主营业务中广告全案代理和媒介代理购买服务（两类服务合计占2011年1-6月营业收入的68.08%）属广告行业公司服务范畴，而公关活动服务（占2011年1-6月营业收入的31.92%）则属于公关行业范畴。考虑到可比公司财务数据的易取得性和可靠性，分别与传播与文化行业整体以及三家从事类似业务的上市公司个体进行比较。

（一）传播文化行业上市公司整体情况

宏观经济平稳增长，带动居民消费支出和企业广告、公关等营销需求进入稳定增长轨道，近年来传播与文化产业的上市公司最近两年一期整体均保持着较高的收入增长率及净利润增长率：

	收入增长率（%）			净利润增长率（%）		
	2011年 1-6月	2010年	2009年	2011年 1-6月	2010年	2009年
剔除 ST 及 亏损公司	20.42	29.55	25.33	120.30	88.98	50.30
剔除 ST、亏损公 司及电广传媒	20.42	29.55	25.33	29.51	28.69	50.92

注：电广传媒净利润增长率高企主要来源于投资收益，与传媒业务相关性较小，因此予以剔除。

（二）同行业公司情况

1、省广股份（股份代码：002400）

广东省广告股份有限公司（股份代码：002400，简称：省广股份）的经营围为：设计、制作、发布、代理国内外各类广告，广告咨询；承办展览业务；服装设计，代办印刷，摄影服务；主要产品或服务包括品牌管理、媒介代理、自有媒体发布等，与标的公司的业务范围较为接近。

根据省广股份对外披露的 2011 年半年度报告、2010 年度报告、2010 年半年度报告及 2010 年首次公开发行上市披露的两年一期审计报告等信息，营业收入、净利润等财务指标如下：

项目	2011年 1-6月	2010年度	2009年度
营业收入	178,382.66	307,862.64	205,024.03
净利润	4,414.71	6,814.36	5,364.36
收入增长率（%）	35.24	50.16	12.98
净利润增长率（%）	37.89	27.03	18.79

如上表所示，省广股份可比期间的营业收入和净利润均保持较高的增长速度，省广股份 2011 年 1-6 月营业收入增长 35.24%，主要原因系省广股份媒介代理业务投放增加。

2、搜房网（NYSE:SFUN）

搜房网（NYSE:SFUN）是纽约证券交易所上市的大中华地区最大的房地产门户网站，业务以中国大陆为核心，覆盖亚太地区，其主要业务为利用搜房网这一互联网平台向房地产开发企业提供广告服务。

根据搜房网公开披露的财务信息，其最近两年一期的营业收入、净利润等财务指标如下：

金额单位：万美元

项目	2011 年 1-9 月	2010 年度	2009 年度
营业收入	22,997.00	22,449.00	12,704.00
净利润	7,153.00	6,311.00	5,266.00
同比收入增长率（%）	83.10	76.71	22.01
同比净利润增长率（%）	205.42	19.84	125.52

如上表所示，受房地产开发企业强劲广告需求的推动，搜房网可比期间的营业收入和净利润均保持较高的增长速度，2011 年 1-9 月的收入和净利润均已接近去年全年水平。

3、蓝色光标（股份代码：300058）

目前境内从事公关服务的上市公司仅有申请人蓝色光标，申请人最近两年一期的公关业务呈现快速增长态势：

单位：万元

项目	2011 年 1-6 月	2010 年 1-6 月	2010 年度	2009 年度
营业收入	33,910.38	18,919.56	49,572.40	36,761.26
归属于母公司净利润	5,383.60	3,212.22	6,037.46	4,845.09
销售净利率（%）	15.88	16.98	12.18	13.18

收入增长率（%）	79.23	-	34.85	12.32
净利润增长率（%）	67.60	-	24.61	11.75

注：收入增长率和净利润增长率分别按照同期可比数据进行计算。

上市公司公关业务增长迅猛的原因包括，传统优势业务领域——IT 行业业务继续快速增长，主要是由于原有客户的营销投入仍在持续加大；汽车行业业务呈现高速增长态势，主要是由于近年新开发的客户带来的业务收入在本年度进入高速增长期，上市公司的汽车公关业务已经在汽车这一细分行业处于领先地位；在消费品行业方面，客户开拓工作进展良好，业务团队逐步成熟，为未来业务的发展奠定了坚实的基础；此外，活动管理业务大幅增长，已经成为上市公司新的业务增长点；互联网业务、娱乐营销业务等新业务的开拓亦取得良好进展。

三、标的公司营业收入、净利润和净利润率大幅增长的原因

综合以上对标的公司经营状况的分析、与同行业上市公司的对比以及相关市场因素，标的公司营业收入、净利润和净利润率大幅增长的原因包括：

1、传媒和文化产业公司整体业绩的增长

宏观经济平稳增长，带动居民消费支出和企业广告、公关等营销支出进入稳定增长轨道，传媒和文化产业的上市公司在可比期间均呈现出了较高的增长态势，行业内的上市公司在基数较大的情况下仍表现出了较高的收入和净利润增长率。标的公司身处传媒和文化产业的大范畴中，与行业内公司保持了一致的增长趋势。

2、政策调控导致客户的需求增加

随着国家土地出让制度的改革，导致房地产开发企业类型发生明显的变化，主营房地产的大型国有、上市公司等专业的房地产开发集团逐渐成为市场的主流，他们对企业品牌形象、产品形象、项目美誉度的关注较高，为保持企业及品牌形象的高度一致，对品牌传播服务一体化的需求日益增长。特别是在 2011 年度，房地产行业面临严厉调控政策后，绝大多数开发企业加大了广告、公关等营销投入。

3、标的公司自身优势

多年的广告服务经验积累使得标的公司在产品定位、广告策划、广告设计、广告排期、广告投放效果分析、公关活动服务上均具有较高的把握能力和专业性。标的公司在广告传播领域的领先地位得到了客户和主流媒体的认同。标的公司自身优势促使其在报告期内在承接业务量、客户质量上均有提升。

4、标的公司业务结构优化

结合标的公司三期财务数据来看，标的公司媒介代理业务收入占营业收入的比重从 67.68% 下降至 47.43%，公关活动业务收入占营业收入的比重从 6.82% 增加至 31.92%，广告全案代理业务收入比例基本保持稳定。毛利率较高公关、全案代理业务比重的增加，直接导致整体利润率大幅增加。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为：标的公司报告期实现的营业收入、净利润和净利润率大幅增长符合实际经营情况。

问题六：请申请人结合标的公司的偿债能力指标、与同行业同类指标的对比情况分析说明标的公司的偿债能力，是否存在偿债风险，如存在，请提供相应的保障措施。请会计师及独立财务顾问核查后发表意见。

一、偿债能力指标对比

按照证监会行业分类，将传播与文化产业上市公司中剔除“ST”类公司的行业平均偿债能力指标与标的公司的偿债能力进行比较，结果如下表所示：

	流动比率	速动比率	现金比率
传播文化行业（剔除 ST）	4.07	3.72	2.73
标的公司	1.57	1.57	0.21

标的公司偿债能力指标低于行业平均值的原因包括标的公司的业务特点以及基准日前分红等一次性影响因素：

1、媒介代理购买业务特点

标的公司的媒介代理购买业务在确认收入与成本时，将应向客户收取的广告费全额确认为应收账款和收入，将应向媒体支付的广告费全额确认为应付账款和成本。按照行业惯例，标的公司一般在收到客户支付的广告费后，才会向上游媒体支付，在客户付款前会同时形成较大金额的应收账款和应付账款。因此，虽偿债指标数值较低，标的公司违约、无法向上游媒介支付广告费的偿债风险较小。

标的公司与主营业务为媒介代理购买业务的省广股份相比，流动比率和速动比率较为接近。由于省广股份经过公开发行上市募集了资金，现金比率高于标的公司。

	流动比率	速动比率	现金比率
省广股份	2.17	1.68	1.21
标的公司	1.57	1.57	0.21

2、房地产行业客户回款较慢

标的公司的主要客户集中于房地产行业，2011年以来推出的系列房地产宏观调控政策对房地产销售已经产生明显的调控效果，房地产销售面积和销售金额的增长率同比下降。由于房地产企业销售放缓，自身现金流出现不同程度的紧张，因此2011年上半年客户回款速度有所下降。标的公司的客户绝大多数为国有大中型房地产企业以及上市的房地产公司，虽然目前政策调控下客户的回款速度有所下降，但上述客户均属实力雄厚的房地产公司，不存在坏账风险。

3、基准日前现金分红及缴税影响

标的公司2011年6月对截止2011年6月30日止累计可供分配利润进行分配，利润分配金额为人民币5,600.00万元，占2009年、2010年、2011年1-6月净利润总和的78%。

2011年5月为企业所得税年度汇算清缴的时间，标的公司于5月份缴纳了企业所得税，现金流出较多，造成标的公司货币资金持有量下降。

综上所述，标的公司流动比率和速动比率均大于1，同时考虑到其与下游客户和上游媒体供应商的结算时间顺序，标的公司具有偿债能力。

二、标的公司偿债风险分析

截至 2011 年 6 月 30 日止，标的公司账面主要负债项目金额及占比情况如下表。负债总额中较大比例为股东分红及代扣代缴个税形成的一次性影响，分红个人所得税已于报告期后支付完毕，剩余应付股利的支付时间无强制要求。

项目	金额	占全部负债比例
应付账款	34,315,272.36	52.23%
应交税费	19,306,454.35	29.38%
应付股利	9,719,089.76	14.79%
小计	63,340,816.47	96.40%

1、应付账款主要为应付媒体的采购款项，标的公司合作的媒体主要有北京青年报、北京晚报、新京报、北京晚报等，鉴于与上述媒体长期融洽的合作关系，一般给予标的公司 3-6 个月的信用期，标的公司在信用期内先与上游房地产客户结算再与媒体进行结算。为了应对偿债风险，标的公司对中小客户采用了紧缩的收款政策，缩短中小客户的信用期限或采用预付款制，加大了收款力度。2011 年 7 至 9 月，标的公司共收回应收账款 52,731,276.70 元，占 2011 年 6 月 30 日应收账款账面余额的 55.92%，进一步降低了偿债风险。

2、应交税费金额较大主要为 2011 年上半年股东进行了 5,600 万元分红形成的代扣代缴个人所得税。标的公司已在报告期后缴纳了 1,120 万元代扣代缴的股东分红相关个人所得税。

3、应付股利：为了进一步减轻标的公司资金周转的压力，标的公司股东表示将在标的公司营运资金充裕时再要求支付欠付的现金股利。

考虑到标的公司业务特点和负债结构，虽然标的公司偿债能力指标低于行业平均值，标的公司的偿债风险较小。为应对其业务属性和客户属性决定的固有偿债风险，标的公司将采取以下措施：

1、保持与媒体的良好合作关系，争取较长的信用期。标的公司合作的媒体主要有北京青年报、北京晚报、新京报、北京晚报等，鉴于与上述媒体长期融洽的合作关系，目前上述媒体一般给予标的公司 3-6 个月的信用期。标的公司未来

将继续保持与媒体良好、稳定的合作关系，以争取媒体较长的信用期，缓解还款周期性的压力。

2、降低需要垫付媒介购买资金的比例。标的公司一般情况下在信用期内先与客户结算再与媒体进行结算，未来标的公司将继续保持这一政策，在最大限度内降低需要提前垫付的媒介购买资金额。

3、优化客户信用政策。为了应对偿债风险，标的公司将仔细分析客户过往的回款周期，在分析结果的基础上对过往回款周期较长的中小客户采用紧缩的收款政策，缩短该类客户的信用期限或采用预付款制，加大了收款力度。

4、为应对非经营性负债可能的偿债风险，标的公司股东表示将在标的公司营运资金充裕时再要求支付应付股东的现金股利。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为：标的公司具有偿债能力、偿债风险较低，标的公司为应对其业务属性和客户属性决定的固有偿债风险而提出的保障措施切实可行，可有效应对偿债风险。

问题七：标的公司 2010 年、2011 年上半年盈利现金比分别为 39.12%、-21.35%。请申请人结合该项指标分析说明标的公司 2010 年、2011 年可能存在的经营风险及对应的具体措施。请会计师进一步核查应收账款、销售收入的真实性。请独立财务顾问核查后发表意见。

一、标的公司收入、应收账款真实性

标的公司媒介代理业务、公关活动业务在相关的广告或商业行为开始出现于公众面前时确认收入；全案代理业务在相关活动已发生时，按照实际的服务期限在整个受益期内分期确认收入。

天健正信检查了标的公司的媒介代理业务中经客户确认的定版单、经媒体确认的媒体定版单、媒体刊登广告的样报；检查了公关活动中经客户确认的活动报价、活动现场拍摄的照片和录像；检查了全案代理业务的合同，以确定标的公司提供的劳务是否真实发生、确认的收入金额是否真实准确。

截至 2011 年 6 月 30 日止，标的公司应收账款账面余额 94,304,738.39 元，其中金额较大的前 5 项如下：

单位名称	账面余额	账龄	占应收账款总额的比例（%）
绿地集团	53,805,464.39	1 年以内	57.05
廊坊京御房地产开发有限公司	3,930,000.00	1 年以内	4.17
北京太平洋城房地产开发有限公司	3,010,230.00	1 年以内	3.19
华润置地（北京）股份有限公司	1,984,456.00	1 年以内	2.10
天津森岛鸿盈置业投资有限公司	1,862,500.00	1 年以内	1.97
合计	64,592,650.39		68.48

天健正信对标的公司应收账款余额中的 75,869,424.39 元执行了积极式函证程序，占标的公司截至 2011 年 6 月 30 日止应收账款余额的 80.45%。截至审计报告日止，回函金额共计 64,236,044.39 元，占函证金额的 84.67%。另外，天健正信检查了应收账款的期后回款情况，2011 年 7 月至 9 月，标的公司共收回应收账款 52,731,276.70 元，占 2011 年 6 月 30 日应收账款账面余额的 55.92%；标的公司 2010 年 12 月 31 日应收账款余额为 68,983,958.09，截至 2011 年 9 月 30 日，标的公司共收回应收账款 64,698,533.09 元，占 2010 年 12 月 31 日应收账款余额的 93.79%。

二、标的公司盈利现金比

（1）标的公司实际控制人 2010 年度占用非经营性资金净增加 22,847,014.76 元，该部分现金流出反映在“支付其他与经营活动有关的现金”，如将该部分现金流出剔除，标的公司 2010 年经营活动现金净流量为 35,911,210.16 元，盈利现金比为 1.08。

2011 年 1-6 月，标的公司解决实际控制人占用资金过程中，标的公司进行了利润分配 56,000,000.00 元（扣除代扣代缴的个人所得税后应付股东 44,800,000.00 元），其中 35,080,910.24 元应付股利冲抵了实际控制人占用标的公司非经营性资金余额，在清理实际控制人占用非经营性资金时，并未产生现金流入。

(2) 标的公司 2011 年 1-6 月缴纳企业所得税 18,116,917.75 元，其中汇算清缴以前年度企业所得税 16,071,457.11 元，预缴 2011 年一季度企业所得税 2,045,460.64 元；缴纳营业税 5,386,238.08 元；缴纳文化事业建设费 3,231,742.84 元，导致现金流出较多。

(3) 由于标的公司主要客户销售放缓，现金流出现不同程度的紧张，回款比例相对偏低；此外，标的公司从 2008 年开始逐步调整了目标客户的结构，主要专注于国有大型房地产开发企业和上市的房地产公司，上述客户由于规模较大且内部流程较长，因此付款周期相比于中小型客户更长。鉴于以上因素的影响，标的公司 2010 年度、2011 年 1-6 月营业收入转化为经营活动现金流入的比例较 2009 年略有下降。

项目	2011 年 1-6 月	2010 年度	2009 年度
销售商品、提供劳务收到的现金	87,904,210.70	153,918,016.37	126,240,093.74
营业收入	113,134,991.00	189,544,921.66	118,152,182.54
占营业收入的比重	0.78	0.81	1.07

三、标的公司盈余现金保障倍数降低产生的经营风险

(一) 应收账款余额增加产生的资金回收风险

标的公司的主要客户集中于房地产行业，2011 年以来推出的系列房地产宏观调控政策对房地产销售已经产生明显的调控效果，房地产销售面积和销售金额增长率同比下降。由于销售放缓，房地产企业的现金流出现不同程度的紧张，由此可能给标的公司带来应收账款回款风险，应收账款的回款周期变长甚至出现坏账损失。

(二) 资金短缺产生的偿债风险

标的公司 2011 年 1-6 月盈利现金比下降，现金比率偏低，面临资金短缺带来的资金周转压力，可能产生短期的偿债风险。

四、标的公司拟采取的应对措施

（一）针对回款风险拟采取的应对措施

针对房地产企业现金流紧张带来的回款风险，标的公司拟通过以下三方面举措予以防范：

1、在客户承接环节，选择资金实力雄厚、规模较大的国有大中型房地产企业以及房地产上市公司进行合作，从源头降低回款风险；

2、在业务选择上，有目的性的增加占用资金量少、毛利水平高的全案代理、公关活动业务比例，减少占用资金规模较大的媒介代理购买服务比例；

3、建立内部预警机制，与现有客户保持紧密联系，加强对账以及应收账款的催收，以尽可能缩短回款周期，降低坏账风险。

（二）偿债能力下降拟采取的应对措施

标的公司的经营性负债主要为应付媒体的采购款项，非经营性负债主要为应付股东的现金股利。

为应对经营性负债可能的偿债风险，标的公司将主要采取以下措施：

1、保持与媒体的良好合作关系，争取较长的信用期。标的公司合作的媒体主要有北京青年报、北京晚报、新京报、北京晚报等，鉴于与上述媒体长期融洽的合作关系，目前上述媒体一般给予标的公司 3-6 个月的信用期。标的公司未来将继续保持与媒体良好、稳定的合作关系，以争取媒体较长的信用期，缓解还款周期性的压力。

2、降低需要垫付媒介购买资金的比例。标的公司一般情况下在信用期内先与客户结算再与媒体进行结算，未来标的公司将继续保持这一政策，在最大限度内降低需要提前垫付的媒介购买资金额。

3、优化客户信用政策。为了应对偿债风险，标的公司将仔细分析客户过往的回款周期，在分析结果的基础上对过往回款周期较长的中小客户采用紧缩的收款政策，缩短该类客户的信用期限或采用预付款制，加大了收款力度。

为应对非经营性负债可能的偿债风险，标的公司股东表示将在标的公司营运资金充裕时再要求支付应付股东的现金股利。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为：标的公司 2010 年、2011 年 1-6 月的应收账款、销售收入具有真实性。标的公司应对可能面临经营风险的应对措施具有可行性，可有效应对标的公司可能面对的经营风险。

问题八：请申请人说明上市公司如何对标的公司实施有效控制以及在销售采购渠道、客户资源、技术研发、人力资源管理等方面与标的公司如何实现有效整合。请独立财务顾问核查后发表意见。

并购成功的关键是收购者在并购后能够对并购标的实施有效控制，通过整合将标的公司迅速融入收购者的业务体系。为实现上述目标，蓝色光标将采取以下措施实现对标的公司的有效控制和有效整合。

一、有效控制的实现

上市公司将通过以下三个层面实施对标的公司的有效控制：

（一）法律及协议保障

本次交易完成后，今久广告将成为上市公司的全资子公司，上市公司依法享有今久广告的股东权利；同时在本次交易的系列协议中对交易完成后今久广告的董事会构成、审批权限、日常管控、汇报机制均作出了明确规定。

（二）上市公司制度层面保障

蓝色光标作为创业板上市公司，根据《证券法》及证监会的相关规章，已经建立起完整的、有效的内部控制制度和子公司管理制度。根据上述制度，母公司对控股子公司主要从章程制定、人事、财务、经营决策、信息管理、检查与考核等方面进行管理，并通过内部审计等途径予以监督。

1、章程制定。母公司通过子公司股东会行使股东权利制定子公司章程，并依据子公司章程规定推选董事、股东代表监事及高级管理人员。

2、人事。母公司向子公司委派或推荐董事、监事及高级管理人员，上述人员负责协调母公司与子公司间的有关工作；保证母公司发展战略、董事会及股东大会决议的贯彻执行；定期或应母公司要求向母公司汇报任职子公司的生产经营情况，及时向母公司报告信息披露事务管理制度所规定的重大事项以及母公司交办的其它工作。子公司应建立规范的劳动人事管理制度，并将该制度和职员花名册及变动情况及时向母公司备案。

3、财务。母公司对子公司的投资规模和方向，资产结构、资产安全，成本利润等实施监督，指导和建议；子公司应每月向母公司递交月度财务报表，每一季度向母公司递交季度财务报表。子公司应在会计年度结束后一个月之内向母公司递交年度报告以及下一年度的预算报告。

4、经营决策。子公司的经营及发展规划必须服从和服务于母公司的战略和总体规划，在母公司发展规划框架下，细化和完善自身规划。子公司发生购买或者出售资产（不含购买原材料或者出售商品等与日常经营相关的资产）、对外投资、提供财务资助、租入或者租出资产、赠与或者受赠资产、债权或债务重组、资产抵押、委托理财、关联交易、对外担保、签订委托或许可协议等交易事项，依据法律法规、部门规章、自律性规则及《公司章程》的规定，应当提交母公司董事会审议的，提交母公司董事会审议；应当提交母公司股东大会审议的，提交母公司股东大会审议。

5、信息管理。子公司提供的信息应当真实、准确、完整并在第一时间报送母公司。

6、检查与考核。母公司对子公司实施定期报告制度，实体考核制度，监督审计制度等；母公司不定期向子公司派驻审计人员，对其财务及经营活动进行检查；母公司向子公司委派的董事、监事、高级管理人员应定期向母公司述职，汇报子公司经营状况，母公司根据实际情况对其工作进行考核。

二、有效整合的措施

上市公司对标的公司的整合秉承“前端放开、后台管住”的策略，即标的公司在前端业务的开拓、管理、维护和服务上，拥有很大程度的自主性及灵活性；在除业务外的其他后台管理上，由母公司统一管理，各标的公司均需达到上市公司的统一标准。

（一）客户及业务拓展

1、现有客户共享，以实现交叉销售

上市公司高度重视各子公司之间的业务协作以及客户资源的深度开发。上市公司每季度由集团统一协调召开包括所有下属子公司的集团业务经营管理会，签订季度的集团业务发展目标，会上各子公司汇报业务经营管理情况，寻找彼此间的业务协作机会。上市公司还专门成立了业务协作领导小组，采取各种措施，鼓励各子公司间的相互协作、客户共享及联合竞标等行为，以实现上市公司新业务的发展和壮大，收到明显效果。

蓝色光标目前拥有包括全球 500 强在内的三百多优质客户资源，目前上市公司对上述客户的服务以公关活动服务为主，尚未开展该类客户的全案代理、广告等业务，未来蓝色光标可将自身客户资源分享给今久广告，同时今久广告可将自身房地产类客户资源推荐给蓝色光标实现客户资源的共享以及专业服务的优化。

2、新客户的互相分包、代理

交易完成后，上市公司具有广告、公关服务在内的整合营销服务能力。对于单独邀请蓝色光标或今久广告参与招标的整合营销服务机会，上市公司或今久广告在取得服务机会后，可按照集团内部业务板块将业务分解由各个专业公司承担，同时约定一定的代理费用。这一举措一方面增强了上市公司获取新客户的能力，另一方也提高了服务的专业水平。

3、全国分支机构的共享

今久广告的业务集中于长江以北地区，营业场所集中于北京；而上市公司已在全国范围内建立了 23 个区域机构。上市公司将向今久广告共享其各地分支机构的办公场所和设施，降低其扩张成本，支持今久广告向全国范围内拓展业务。

（二）财务、采购、人力资源、知识管理的整合

上市公司目前已在全公司范围内推出业务系统信息化管理平台，本次交易完成后，今久广告将被纳入业务系统信息化管理平台中。业务系统信息化管理平台是上市公司结合传媒、公关行业的特点研发的管理平台，其中包括了项目管理系统、财务管理系统、采购管理系统、知识管理系统、以及正在研发的人力资源管理系统等。

1、项目管理系统是实现上市公司项目操作流程标准化、项目管理实时性的平台。通过项目管理系统，规范了体系内各公司、各项目组同类项目的操作流程，各个项目的竞标、立项、执行、结算等各个方面均实时反映在项目管理系统中，同时上市公司管理人员可以实时查看各公司、各项目的进展情况，实现对整体业务的实时管理、监察及反馈。

2、财务管理系统是根据上市公司所处行业的特点，制定相应的财务管理标准及考核体系。本次交易完成后，财务管理系统将嵌入今久广告的日常经营管理中，同时蓝色光标也将委派财务负责人至今久广告，以实现在财务上对今久广告的垂直管理，控制标的公司的财务风险，提高整个上市公司体系资金的使用效率，实现内部资源的统一管理及最优配置。

3、本次并购完成后，今久广告的采购行为将逐步纳入到上市公司采购管理系统的统一管理中。上市公司与今久广告在公关活动及媒介服务方面均具有相同或类似的供应商，上市公司将在本次交易完成后尽快完善相关供应商资源库的合并、整理，通过规模采购降低采购成本。

4、蓝色光标借鉴国外的经验，开发建立了公司知识管理系统。通过该系统，可以使全体员工共同分享项目的创意、业务执行的经验、团队优秀的案例、员工

培训的资料等。在本次交易完成后，知识管理系统将逐步嵌入到今久广告中，上市公司和今久广告的专业知识和服务经验得以共享，有助提升上市公司和今久广告从业人员的专业服务能力。

5、目前，上市公司将子公司的核心人员分为 A 类和 B 类。A 类人员指子公司的高管，由集团统一委派、统一管理、统一考核、统一培训。B 类人员指子公司和各部门的业务骨干，由子公司自行任命并将名单及变动情况及时向母公司备案管理。本次交易完成后，上市公司将委派董事、财务负责人至今久广告，业务管理团队及业务骨干的任命由今久广告管理层自行决定，并将人员的名单及变动情况及时向母公司备案。

6、在技术研发方面，随着新的现代传播手段的不断出现以及传播环境的快速变化，上市公司设立了专门的研发顾问团队，对现代传播技术及传播趋势进行不断的跟踪和研究，及时组织各个业务板块对上述趋势和技术的发展进行研究和讨论，实现服务创新和业务创新，以适应飞速发展变化的传播环境，追踪客户需求的变化。上市公司同时建立了专业的信息化管理团队，持续研发和改进业务系统信息化管理平台，根据各子公司的业务需求，研究、完善和改进系统的内容、网络及技术等，为各子公司的经营活动提供有力的后台支持。标的公司进入上市公司体系后，在新业务开发方面，将很快享受到上述业务支持系统带来的巨大竞争优势。

通过以上几方面，上市公司可以实现对标的公司的有效控制和有效整合，从而确保并购战略的实现。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为：上市公司对标的公司实施的控制及在销售采购渠道、客户资源、技术研发、人力资源管理等方面实现的整合措施具有可操作性，可在较大程度上保障上市公司对标的公司实施有效控制以及在销售采购渠道、客户资源、技术研发、人力资源管理等方面与标的公司实现有效整合。

问题九：请申请人说明交易对方关于任职时间和未来一定时间内不得从事与上市公司和标的公司相同或类似业务的相关承诺是否具有可操作性，以及如何实施。请独立财务顾问核查后发表意见。

一、承诺函及劳动协议内容

（一）交易对方不与上市公司同业竞争的承诺函

根据交易对方王舰出具的《关于不与北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司进行同业竞争及在北京今久广告传播有限责任公司继续任职的承诺函》，王舰承诺：“在持有蓝色光标股份期间或从今久广告离职后五年内或至 2020 年 12 月 31 日前（以三者中较长期间为准），承诺人将不会以自营方式、直接或间接通过直接或间接控制的其他经营主体开展业务方式经营与蓝色光标、今久广告主营业务相同或相似的业务；不在同蓝色光标或今久广告存在相同或者类似业务的公司任职或者担任任何形式的顾问；不以蓝色光标及今久广告的名义为蓝色光标及今久广告现有客户提供公共关系服务或广告服务；避免产生任何同业竞争情形。承诺人如在今久广告任职期间违反上述同业竞争承诺，按照《公司法》第 149 条规定其违反竞业禁止规定所得的收入应当收归蓝色光标所有。承诺人在持有蓝色光标股份期间或从今久广告离职后五年内或至 2020 年 12 月 31 日前（以三者中较长期间为准）如违反上述同业竞争承诺，其承诺将违反竞业禁止承诺所得收入全部收归蓝色光标所有。承诺人在 2015 年 12 月 31 日前在今久广告继续担任经营管理职务，不得主动提出离职，并尽可能为今久广告创造最佳业绩。”

根据交易对方赵宏伟、周云洲出具的《关于不与北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司进行同业竞争及在北京今久广告传播有限责任公司继续任职的承诺函》，赵宏伟、周云洲承诺：“在持有蓝色光标股份期间或从今久广告离职后五年内或至 2020 年 12 月 31 日前（以三者中较长期间为准），承诺人将不会以自营方式、直接或间接通过直接或间接控制的其他经营主体开展业务方式经营与蓝色光标、今久广告主营业务相同或相似的业务，避免产生任何同业竞争情形。承诺人如在今久广告任职期间违反上述同业竞争承诺，按照《公司法》第 149 条规定其违反竞业禁止规定所得的收入应当收归蓝色光标所有。承诺人在持有蓝色光

标股份期间或从今久广告离职后五年内或至 2020 年 12 月 31 日前（以三者中较长期间为准）如违反上述同业竞争承诺，其承诺将违反竞业禁止承诺所得收入全部收归蓝色光标所有。承诺人在 2015 年 12 月 31 日前应在今久广告继续担任经营管理职务，不得主动提出离职，并在任职期间勤勉尽责，尽可能为今久广告创造最佳业绩。”

根据交易对方王建玮、阚立刚、王同出具的《关于不与北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司进行同业竞争的承诺函》，王建玮、阚立刚、王同承诺：“承诺人经营的广告业务均是通过今久广告进行的，其没有直接或间接通过直接或间接控制的其他经营主体或以自然人名义直接从事广告业务。本次交易完成后至 2020 年 12 月 31 日期间，承诺人将不会以自营方式、直接或间接通过直接或间接控制的其他经营主体开展业务方式经营与蓝色光标、今久广告主营业务相同或相似的业务，避免产生任何同业竞争情形。承诺人自签署本承诺函之日起至 2020 年 12 月 31 日期间如违反上述同业竞争承诺，其承诺将违反竞业禁止承诺所得收入全部收归蓝色光标所有。”

（二）劳动合同书

王舰、赵宏伟、周云洲与今久广告签订的固定期限的劳动合同有效期至 2015 年 12 月 31 日，劳动合同书中规定：除王舰目前持有的北京精准房媒广告有限公司 42% 股权以外，王舰、赵宏伟、周云洲自劳动合同生效日至离职后五年内或 2020 年 12 月 31 日前（以两者中较长期间为准），不得在今久广告及其母公司以外，直接或间接通过直接或间接控制的其他经营主体或以自然人名义直接从事与今久广告及其母公司相同或类似的业务；不在同今久广告及其母公司存在相同或者类似业务的公司任职或者担任任何形式的顾问；不得以今久广告及其母公司的名义为今久广告及其母公司现有客户提供公共关系服务或广告服务。如违反本条约定，将违反竞业禁止义务所得收入全部收归今久广告或其母公司所有。王舰、赵宏伟、周云洲依据劳动合同约定在合同期满前解除本劳动合同的，不因此免除上述竞业禁止的义务。

二、可操作性

（一）承诺及劳动合同的法律保障

交易对方均出具了不与上市公司同业竞争的承诺函，且承诺了如违反同业竞争承诺，则其将违反竞业禁止承诺所得收入全部收归上市公司所有。此外，核心管理人员王舰、赵宏伟、周云洲也与今久广告签订了有效期至 2015 年 12 月 31 日的劳动合同，合同中约定了如违反竞业禁止义务的规定，需将竞业禁止所得收入全部收归今久广告或其母公司所有。以上承诺、劳动合同具有法律效力，可以有效保障上市公司的合法权益。

（二）盈利预测补偿

交易对方均与上市公司签订了《盈利预测补偿协议》，由于王舰、赵宏伟、周云洲作为今久广告的核心管理层同时作为本次交易的盈利预测补偿义务人，因此为保证今久广告达到盈利预测承诺的业绩水平，具有继续担任今久广告管理层并勤勉尽职地为今久广告创造最佳业绩的主观动力和客观压力。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为：交易对方均出具了不与上市公司同业竞争的承诺函，且承诺了如违反同业竞争承诺，则其将违反竞业禁止承诺所得收入全部收归上市公司所有。核心管理人员王舰、赵宏伟、周云洲也与今久广告签订了有效期至 2015 年 12 月 31 日的劳动合同，合同中约定了如违反竞业禁止义务的规定，需将竞业禁止所得收入全部收归今久广告或其母公司所有。以上承诺、劳动合同具有法律效力，可以有效保障上市公司的合法权益。此外，为保证盈利预测承诺业绩的实现，王舰、赵宏伟、周云洲具有继续担任今久广告管理层并勤勉尽职地为今久广告创造最佳业绩的主观动力和客观压力。

问题十：请申请人补充说明标的公司历次增资及股份转让行为的合法合规性；说明交易对方王舰、王建玮 2005 年与于鹏签署代持股权协议的原因及 2011 年股权转让的安排是否妥善，并说明于鹏将相应股权转让给王舰、王建玮时，是否知晓自身的权利义务以及今久广告的未来发展，是否存在法律障碍或诉讼风险；此外，进一步核查曾经存在的股份代持行为是否清理完毕。请律师和独立财务顾问核查后发表意见。

一、标的公司历次增资及股份转让行为的合法合规性；

今久广告设立、历次增资及股权转让具体情况如下：

（一）公司设立

今久广告系由席大鹏、朴鸿瑞、高立利和黄梅于 1995 年 4 月 19 日出资设立，设立时注册资本为 109.7 万元，其中席大鹏以货币资金出资 43.9 万元，朴鸿瑞、高立利和黄梅分别以实物出资 26.54 万元、22.16 万元和 17.1 万元。1995 年 4 月 17 日，中勤会计师事务所对上述实物出资出具了（95）中勤资评字第 011 号《资产评估报告》。1995 年 4 月 18 日，中勤会计师事务所为此出具了中勤验字 95028 号《开业登记验资报告书》。1995 年 4 月 19 日，北京市工商行政管理局向今久广告核发了《企业法人营业执照》。

今久广告设立时的各股东出资及出资比例情况如下：

股东名称	出资数额（万元）	出资比例
席大鹏	43.90	40.02%
朴鸿瑞	26.54	24.19%
高立利	22.16	20.20%
黄 梅	17.10	15.59%
合计	109.70	100%

（二）历次增资及股权变化

1、第一次股权转让

1996年8月16日，经今久广告股东会决议，席大鹏、高立利分别将其所持的今久广告43.9万元、22.16万元出资额转让给王舰，朴鸿瑞将其所持的今久广告26.54万元出资额转让给王建玮。1996年8月26日，席大鹏、高立利、朴鸿瑞、王舰及王建玮就上述股权转让事项签署了《转股协议》。1996年9月11日，今久广告完成了相应的工商变更登记手续。

本次股权转让完成后，各股东出资及出资比例情况如下：

股东名称	出资数额（万元）	出资比例
王舰	66.06	60.22%
王建玮	26.54	24.19%
黄梅	17.10	15.59%
合计	109.70	100.00%

2、第二次股权转让

2001年11月22日，经今久广告股东会决议，黄梅将其所持的今久广告17.1万元出资额转让给王建玮。同日，黄梅与王建玮就上述股权转让事项签署了《股权转让协议书》。2001年11月29日，今久广告完成了相应的工商变更登记手续。

本次股权转让完成后，各股东出资及出资比例情况如下：

股东名称	出资数额（万元）	出资比例
王舰	66.06	60.2%
王建玮	43.64	39.8%
合计	109.70	100.00%

3、第一次增资

2003年11月27日，经今久广告股东会决议，同一实际控制人控制下的北京华文沟通广告有限公司、北京今久筑业房地产经纪有限公司分别对今久广告现金增资1,200万元、690.3万元，今久广告注册资本增加至2,000万元。2003年12月10日，北京普洋会计师事务所为此出具了（2003）普洋验字G245号《变

更登记验资报告书》。2003年12月15日，北京市工商行政管理局向今久广告核发了变更后的《企业法人营业执照》。

本次增资完成后，股东出资及出资比例情况如下：

股东名称	出资数额（万元）	出资比例
北京华文沟通广告有限公司	1,200.00	60.00%
北京今久筑业房地产经纪有限公司	690.30	34.52%
王舰	66.06	3.30%
王建玮	43.64	2.18%
合计	2,000.00	100.00%

4、股东更名及第三次股权转让

2005年8月17日，今久广告股东北京今久筑业房地产经纪有限公司更名为北京今久房地产经纪有限公司；2005年8月29日，今久广告股东北京华文沟通广告有限公司更名为北京华文智慧广告有限公司。

2005年11月10日，经今久广告股东会决议，北京华文智慧广告有限公司将其所持的今久广告1,200万元出资额转让与于鹏。于鹏自1996年进入今久广告工作至今，为王舰的司机。根据于鹏与王舰、王建玮2005年11月10日签署的《代持股协议书》，于鹏在本次转让中取得的今久广告60%出资额实为王舰、王建玮所有，该部分出资额对应的收益与风险由王舰、王建玮承担。同日，北京华文智慧广告有限公司与于鹏就上述股权转让事项签署了《出资转让协议书》。2005年11月15日，今久广告完成了相应的工商变更登记手续。

本次股权转让完成后，各股东出资及出资比例情况如下：

股东名称	出资数额（万元）	出资比例
于鹏	1,200.00	60.00%
北京今久房地产经纪有限公司	690.30	34.52%
王舰	66.06	3.30%
王建玮	43.64	2.18%

合计	2,000	100%
----	-------	------

5、第四次股权转让

2009年8月31日，经今久广告股东会决议，王建玮将其所持的今久广告43.64万实物出资转让给王同；王舰分别将其所持的今久广告16.06万、6.1万实物出资转让给王同、阚立刚；王舰将其所持的今久广告43.9万元货币出资转让给阚立刚。同日，王建玮与王同、王舰与阚立刚、王舰与王同分别就上述股权转让事项签署了《股权转让协议书》。本次股权转让的转让价格为按出资额平价转让。2009年9月24日，今久广告完成了相应的工商变更登记手续。

本次股权转让完成后，各股东出资及出资比例情况如下：

股东名称	出资数额（万元）	出资比例
于鹏	1,200.00	60.00%
北京今久房地产经纪有限公司	690.30	34.51%
王同	59.70	2.99%
阚立刚	50.00	2.50%
合计	2,000	100%

6、第五次股权转让

2009年12月31日，经今久广告股东会决议，原股东北京今久房地产经纪有限公司将其所持的今久广告690.3万元出资额转让给阚立刚。同日，北京今久房地产经纪有限公司与阚立刚就上述股权转让事项签署了《股权转让协议书》。本次股权转让的转让价格为按出资额平价转让。2010年5月25日，今久广告完成了相应的工商变更登记手续。

本次股权转让完成后，各股东出资及出资比例情况如下：

股东名称	出资数额（万元）	出资比例
于鹏	1,200.00	60.00%
阚立刚	740.30	37.01%

王同	59.70	2.99%
合计	2,000	100%

7、第六次股权转让

2011年5月24日，经今久广告股东会决议，代持人于鹏将其所持的今久广告1,200万元出资额中的700万元转让与委托持股股东王舰，500万元转让与委托持股股东王建玮；阚立刚将其所持的740.3万元出资额中的100万元转让与王舰、100万元转让与赵宏伟、100万元转让与周云洲。本次股权转让的转让价格为按出资额平价转让。2011年5月26日，今久广告完成了相应的工商变更登记手续。

本次股权转让完成后，各股东出资及出资比例情况如下：

股东名称	出资数额（万元）	出资比例
王舰	800.00	40.00%
王建玮	500.00	25.00%
阚立刚	440.30	22.015%
赵宏伟	100.00	5.00%
周云洲	100.00	5.00%
王同	59.70	2.985%
合计	2,000.00	100.00%

经中伦律师核查，今久广告成立至今的历次股权变动都依法办理了工商变更登记手续，今久广告历次增资及股权转让行为均是合法合规的。

二、代持股权的原因及转回安排的妥善性

（一）王舰、王建玮于2005年与于鹏签署代持股协议的原因

根据中伦律师对代持人于鹏、被代持人王舰、王建玮进行的访谈，2005年王舰、王建玮与于鹏签署代持股协议书的主要原因为王舰、王建玮于2003年开始申请加拿大移民的手续，并只对移民局申报了二人在2003年11月对今久广告增资前合计持有的109.7万元股权，如补充申报2003年11月通过北京华文沟通

广告有限公司增持的股权，需要再向移民局补充大量申报文件。为避免补充申报文件的不便，同时出于对于鹏的信任，王舰、王建玮与于鹏签署代持股协议书，委托于鹏代二人持有今久广告 60% 股权。

（二）于鹏 2011 年将所持股权转回给王舰、王建玮的安排是否妥善

根据中伦律师对代持人于鹏进行的访谈，于鹏 2011 年将所持股权转回给王舰、王建玮是为了解除代持关系以恢复今久广告真实股权情况。该股权转让行为的安排是合理妥当的。

（三）于鹏 2011 年将所持股权转回给王舰、王建玮是否知晓自身权利，是否存在法律障碍或诉讼风险

根据上述分析，于鹏 2011 年转让的股权为受托代王舰、王建玮持有，于鹏不享有实际股东权利。根据中伦律师对代持人于鹏进行的访谈，于鹏 2011 年将所持股权转让给王舰、王建玮时已经知道今久广告正在筹划上市，并知道所持今久广告股权价格将升值，在知晓上述情况的前提下于鹏同意进行股权转让以解除代持关系，并确认不会因此次股权转让向王舰、王建玮主张任何权利或提起诉讼。于鹏 2011 年将所持股权转回给王舰、王建玮已知晓自身权利，不存在法律障碍或诉讼风险。

（四）标的公司曾经存在的股份代持行为是否清理完毕

根据交易对方王舰、王建玮、阚立刚、赵宏伟、周云洲、王同出具的《关于与蓝色光标进行现金及发行股份购买资产交易的承诺函》，以及中伦律师对代持人于鹏的访谈，今久广告曾经存在的股份代持行为已经清理完毕，交易对方目前合法持有今久广告股权不存在股份代持。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为：标的资产成立至今的历次增资及股权转让是合法合规的。2011 年股权转回的安排是合理妥当的。于鹏 2011 年将所持股权转回给王舰、王建玮已知晓自身权利，不存在法律障碍或诉讼风险。今久广告曾经存在的股份代持行为已经清理完毕。

问题十一：请申请人分析说明标的公司最近一次股权转让的价格按出资额平价转让的原因及合理性、转让方及受让方之间的关联关系以及是否有未披露的协议等。请律师及独立财务顾问核查后发表意见。

一、2011年股权转让按出资额平价转让的原因及合理性

（一）于鹏向王舰、王建玮转让股权

2011年股权转让前，于鹏持有的今久广告股权为代王舰、王建玮二人持有，不享有实际股东权益。2011年向王舰、王建玮转让股权是为了解除代持关系以恢复今久广告真实股权情况，所以于鹏按2005年受让股权价格即注册资本原价向王舰、王建玮转让今久广告股权，且由于2005年受让股权时于鹏即未支付对价，2011年股权转让回时，王舰、王建玮也未向于鹏支付股权转让对价。

（二）阚立刚向王舰、周云洲、赵宏伟转让股权

阚立刚于2009年12月31日从北京今久房地产经纪有限公司受让今久广告34.515%股权时，与今久广告实际控制人王舰、王建玮协商一致并口头约定如果今久广告未来上市，阚立刚会将其所持今久广告15%的股权以原价转让给今久广告核心管理层。2011年经各方友好协商，阚立刚将其所持今久广告5%、5%、5%的股权分别按照注册资本原价转让给今久广告核心管理层王舰、周云洲、赵宏伟。

二、转让方与受让方之间是否存在关联关系

根据《深圳证券交易所创业板股票上市规则》对关联自然人的定义，转让方于鹏与受让方王舰、王建玮之间不存在法定关联关系，但签署过代持股协议书，曾经为委托代持关系；转让方阚立刚与受让方王舰、周云洲、赵宏伟之间不存在法定关联关系，其中阚立刚与王舰间的表兄弟关系，不属于《深圳证券交易所创业板股票上市规则》第10.1.5条第（四）项对“关系密切的家庭成员”之关联自然人的定义，不导致阚立刚与王舰间存在关联关系。

三、转让方与受让方之间是否有未披露的协议

阚立刚于 2009 年 12 月 31 日从北京今久房地产经纪有限公司受让今久广告 34.515% 股权时，与王舰、王建玮口头约定其中 15% 的股权会在今久广告上市前原价转让给今久广告核心管理层。阚立刚与王舰、周云洲、赵宏伟之间不存在未披露的协议。

于鹏与王舰、王建玮曾于 2005 年 11 月 10 日签署《代持股协议书》，该《代持股协议书》有关事项在本次交易申请时已在现金及发行股份购买资产草案等申请文件中披露，于鹏与王舰、王建玮之间不存在未披露的协议。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为：标的资产最近一次股权转让的价格按出资额平价转让具有适当的原因及合理性，转让方及受让方之间不存在法定的关联关系，没有未披露的协议。

问题十二：请律师和独立财务顾问对交易对方与上市公司及其关联方之间是否存在关联关系作进一步核查并发表意见。

一、交易对方与上市公司及其关联方不存在关联关系

本次交易对方均为自然人，根据《深圳证券交易所创业板股票上市规则》第 10.1.5 条对上市公司关联自然人的定义：

“具有下列情形之一的自然人，为上市公司的关联自然人：

- (1) 直接或者间接持有上市公司 5% 以上股份的自然人；
- (2) 上市公司董事、监事及高级管理人员；
- (3) 10.1.3 条第（一）项所列法人的董事、监事及高级管理人员；

(4) 本条第（1）、（2）项所述人士的关系密切的家庭成员，包括配偶、父母、配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、年满 18 周岁的子女及其配偶、配偶的兄弟姐妹和子女配偶的父母；

（5）中国证监会、本所或者上市公司根据实质重于形式的原则认定的其他与上市公司有特殊关系，可能造成上市公司对其利益倾斜的自然人。”

与上述第（3）项相关的《深圳证券交易所创业板股票上市规则》第 10.1.3 条对上市公司关联法人的定义如下：

“具有下列情形之一的法人或者其他组织，为上市公司的关联法人：

（1）直接或者间接控制上市公司的法人或其他组织；

（2）由前项所述法人直接或者间接控制的除上市公司及其控股子公司以外的法人或其他组织；

（3）由 10.1.5 条所列上市公司的关联自然人直接或者间接控制的、或者担任董事、高级管理人员的，除上市公司及其控股子公司以外的法人或其他组织；

（4）持有上市公司 5% 以上股份的法人或者一致行动人；

（5）中国证监会、本所或者上市公司根据实质重于形式的原则认定的其他与上市公司有特殊关系，可能造成上市公司对其利益倾斜的法人或其他组织。”

根据交易对方王舰、王建玮、阚立刚、周云洲、赵宏伟、王同的承诺及中伦律师的访谈，交易对方全体自然人均逐条比照上述判断标准确认与蓝色光标及其关联方之间不存在关联关系。另外，财务顾问从上市公司法律顾问处获取了上市公司关联方清单，与本次交易对方逐一比对，交易对方王舰、王建玮、阚立刚、周云洲、赵宏伟、王同六名自然人与上市公司及其关联方不存在关联关系。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为交易对方与上市公司及其关联方之间不存在关联关系。

问题十三：请申请人补充说明交易对方之间是否存在一致行动人关系并提供依据，是否存在应披露而未披露的事项。请律师和独立财务顾问核查后发表意见。

一、交易对方之间是否存在一致行动人关系及依据

（一）除王舰、王建玮外，其余交易对方在对标的公司的影响上不构成一致行动人关系

王舰、王建玮为夫妻关系，系法定的一致行动人关系。阚立刚、王同虽为王舰的表兄及堂兄，但二人属于标的公司财务投资者的角色，历史上和将来都不参与今久广告的经营管理，也不存在利用其持有的上市公司股份与王舰一致行动以扩大其影响力的意图。此外，交易对方之间没有签订过一致行动协议书。

（二）按照《上市公司收购管理办法》除王舰、王建玮外其余交易对方不构成一致行动人关系

根据《上市公司收购管理办法》第八十三条对一致行动人的定义：

“在上市公司的收购及相关股份权益变动活动中有一致行动情形的投资者，互为一致行动人。如无相反证据，投资者有下列情形之一的，为一致行动人：

- （1）投资者之间有股权控制关系；
- （2）投资者受同一主体控制；
- （3）投资者的董事、监事或者高级管理人员中的主要成员，同时在另一个投资者担任董事、监事或者高级管理人员；
- （4）投资者参股另一投资者，可以对参股公司的重大决策产生重大影响；
- （5）银行以外的其他法人、其他组织和自然人为投资者取得相关股份提供融资安排；
- （6）投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系；
- （7）持有投资者 30% 以上股份的自然人，与投资者持有同一上市公司股份；

（8）在投资者任职的董事、监事及高级管理人员，与投资者持有同一上市公司股份；

（9）持有投资者 30% 以上股份的自然人和在投资者任职的董事、监事及高级管理人员，其父母、配偶、子女及其配偶、配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、配偶的兄弟姐妹及其配偶等亲属，与投资者持有同一上市公司股份；

（10）在上市公司任职的董事、监事、高级管理人员及其前项所述亲属同时持有本公司股份的，或者与其自己或者其前项所述亲属直接或者间接控制的企业同时持有本公司股份；

（11）上市公司董事、监事、高级管理人员和员工与其所控制或者委托的法人或者其他组织持有本公司股份；

（12）投资者之间具有其他关联关系。

交易对方中除王舰、王建玮因夫妻关系认定为一致行动人关系外，不存在其他认定为一致行动人的情形。根据中伦律师对王舰、王建玮、阚立刚、周云洲、赵宏伟、王同进行的访谈，交易对方全体自然人均逐条比照上述判断标准确认是否存在一致行动关系情况，除王舰、王建玮因夫妻关系为一致行动人以外，交易对方之间不存在其他一致行动人关系。

二、交易对方之间是否存在应披露而未披露的事项

交易对方王舰、王建玮、阚立刚、周云洲、赵宏伟、王同之间不存在应披露而未披露的事项。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为：根据交易对方对标的公司的影响及相关法规的规定，除王舰、王建玮因夫妻关系认定为一致行动人关系以外，不存在其他认定为一致行动人的情形。交易对方王舰、王建玮、阚立刚、周云洲、赵宏伟、王同之间不存在应披露而未披露的事项。

问题十四：申报材料披露，标的公司的办公经营场所部分是从其实际控制人王舰处租赁。请申请人分析说明租赁合同所约定租金的公允性，并结合标的公司与实际控制人之间的资金往来情况分析说明是否存在实际控制人非经营性资金占用的情形。请会计师和独立财务顾问核查后发表意见。

一、标的公司与实际控制人房屋租赁的公允性

（一）标的公司承租成铭大厦房屋租金情况

标的公司承租实际控制人王舰拥有的成铭大厦 C 座 24 层（建筑面积 783.37 平方米）用于办公，租赁合同期自 2008 年 1 月 1 日至 2011 年 12 月 31 日，租金按照每平方米 2.87 元/天的标准计算，租金于每月 10 日前支付。

标的公司承租北京成铭大厦有限公司拥有的成铭大厦 C 座 1105 室（建筑面积 357.14 平方米）用于办公，2010 年 3 月 7 日至 2011 年 3 月 6 日租金按照每平方米 2.63 元/天的标准计算，2011 年 3 月 7 日至 2012 年 3 月 6 日租金上涨至每平方米 3.33 元/天。

标的公司承租新疆长城金融租赁有限公司拥有的成铭大厦 C 座 12 层（建筑面积约 950.46 平方米）用于办公，承租期自 2010 年 10 月 1 日至 2013 年 9 月 30 日，租金按照每平方米 2.55 元/天的标准计算。

根据标的公司租赁的成铭大厦不同楼层的房屋租金情况，标的公司租赁实际控制人王舰房屋的租金处于市场价格中间水平。

（二）租赁费用占标的公司成本比例情况

标的公司与实际控制人王舰的房屋租赁情况如下：

出租方名称	租赁资产种类	2011 年 1-6 月	2010 年度	2009 年度
王舰	成铭大厦 24 层	405,042.00 元	810,084.00 元	810,084.00 元

报告期内，标的公司租赁实际控制人房屋租赁费用占标的公司营业总成本的比重分别为：0.51%、0.56%、0.82%，对标的公司经营成果影响较小。

二、实际控制人非经营性资金占用情况

标的公司实际控制人 2009 年度、2010 年度存在占用标的公司非经营性资金情况，具体情况如下：

实际控制人名称	2011 年 6 月 30 日	2010 年 12 月 31 日	2009 年 12 月 31 日
王舰	—	35,080,910.24	12,233,895.48
合计	—	35,080,910.24	12,233,895.48

截至 2011 年 6 月 30 日止，标的公司实际控制人已不存在非经营性资金占用情况。天健正信对 2011 年 6 月 30 日至本答复出具日之间，标的公司实际控制人占用非经营性资金的事项进行补充核查，标的公司在此期间不存在非经营性资金占用情况。

针对历史上存在的控股股东资产占用情况，财务顾问按照《创业板上市规则》、《上市公司规范运作指引》的要求对交易对方进行了培训和辅导。交易对方已充分认识资金占用属不规范行为，在已签署的《关于规范关联交易的承诺函》中承诺“承诺人将避免一切非法占用蓝色光标、今久广告的资金、资产的行为”；

另外，在本次交易完成后，上市公司将向今久广告派驻财务人员，对今久广告的财务实行直接管理。上市公司将严格执行现有的规范治理结构和内部控制制度，充分利用内部审计、外部审计的监督机制，杜绝资金占用的发生。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为：标的公司向实际控制人王舰租赁的办公用房价格公允，占标的公司总成本比例很低，对标的公司经营影响较小。截至本答复出具日止，标的公司实际控制人不存在占用非经营性资金的情形。交易对方已出具的《关于规范关联交易的承诺函》以及上市公司拟采取的管控措施可有效避免交易完成后的资金占用行为。

问题十五：申请人在对标的公司行业特别和经营情况分析时，引用了实力传播、慧聪邓白氏等机构的统计、预测数据。请申请人对实力传播、慧聪邓白氏等机构的统计、预测数据的可靠性进行说明；请评估师分析说明在对标的公司评估时是否考虑和采用了这些数据，如果采用，请说明详细情况。请独立财务顾问核查后发表意见。

一、对实力传播、慧聪邓白氏等机构的统计、预测数据可靠性的说明

实力传播(ZenithOptimedia)隶属于阳狮集团(PublicisGroup，总部位于法国的传播服务集团)是全球领先的媒体传播集团之一，旗下有实力媒体和突破传播两个子品牌。实力传播在全球 72 个国家设有 218 个办事机构，服务于众多国际知名客户，包括中国移动、丰田雷克萨斯、伊莱克斯、通用磨坊、阿玛尼、翠丰集团、西门子、利洁时、英杰华保险公司、施华洛世奇、惠普、上海通用汽车、路威酩轩、英国航空公司、蒙牛及雀巢等。由于其直接从事媒体传播业务，且具有国际化的服务网络、广泛的客户行业分布以及从事广告市场分析的专业化人员，对广告市场的冷暖变化有迅速全面的统计、分析。实力传播定期发布全球以及各主要广告市场的市场规模分析预测，其预测结果被众多分析机构认可和引用，具有较高的可靠性。

慧聪邓白氏研究(简称慧聪邓白氏)是由慧聪网、美国邓白氏、华夏邓白氏中国合资成立，是一家国内知名的市场研究公司，提供一站式的市场研究与媒体监测解决方案的信息集团。在 IT、通讯、汽车、家电、医药、媒体、化工、工业品等多个行业提供市场研究服务，提供 1400 多家平面媒体监测与 7000 多个网址源监测的媒体监测解决方案，是国内一流的市场研究机构。慧聪邓白氏研究的母公司美国邓白氏集团(D&B)1841 年成立，1923 年进入市场研究领域，1963 年发明了邓氏编码(D-U-N-S)，1994 年进入中国。拥有 1.62 亿家企业信息数据库，网络成员覆盖 200 多个国家。至 2009 年，连续 4 年被《财富》杂志评为全美金融信息服务行业最受赞赏的公司。慧聪邓白氏研究由于具有覆盖广泛的媒体监测网络和准确的监测数据，是国内知名的广告投放媒体监测数据提供商，其所提供的广告投放媒体监测数据具有较高的权威性和可靠性。

二、评估中对上述数据的合理借鉴

在分析行业特点和未来发展时，评估师主要依靠来自于上市公司财务报表、北京市统计局、国家统计局、标的公司财务数据等来源可靠性较高的数据，对于聪慧邓白氏的统计预测仅作参考，作为辅助验证，并没有在评估预测中直接引用这些数据。评估师分析了聪慧邓白氏的预测数据，与评估师自身预测的未来发展趋势基本一致。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为：实力传播、慧聪邓白氏等机构的统计、预测数据具有一定的可靠性。天健兴业对标的资产评估中未直接使用上述机构的数据，仅参考上述数据以分析评估结果的合理性，天健兴业对上述数据的参考是合理的。

问题十六：请申请人对近期部分媒体质疑上市公司募集资金使用及减持的情况进行详细说明，并请律师、独立财务顾问核查后发表意见。

一、对部分媒体质疑上市公司募集资金使用及减持情况的说明

上市公司在公开披露本次重组方案后，个别媒体在未认真阅读相关公开披露信息和向上市公司询证的基础上，对上市公司的募集资金使用及个别股东减持问题表示了质疑。

（一）上市公司募集资金的使用

个别媒体质疑上市公司募集资金使用较快且集中用于收购，有套现之嫌。针对此质疑，上市公司特进行如下说明：

上市公司自 2010 年 2 月上市以来，共使用超募资金进行了 5 次收购，具体情况如下：

董事会审议时间	使用超募资金数量	收购标的
2011 年 3 月 19 日	480 万	收购北京博思瀚扬企业策划有限公司 16% 股权。交易完成后，上市公司持有博思瀚扬 84% 股权
2011 年 3 月 19 日	2400 万	收购北京思恩客广告有限公司 10% 股权

2011年4月25日	9840万	收购北京思恩客广告有限公司41%股权
2011年6月17日	6664万元	以增资及股权收购的方式投资AriesCapitalLimited（中文名称：金融公关集团）获得40%股权
2011年7月27日	17400万元	以增资及股权收购精准阳光（北京）传媒广告有限公司51%股权
合计	36784万元	

1、通过并购实现外延式扩张是蓝色光标重要的发展战略

蓝色光标在上市之初就把成为中国领先的一流专业传播集团确定为公司发展的长期战略目标，在招股说明书中更是将“收购兼并”列为未来三年的业务发展规划之一。纵观国际传播行业的发展历程，行业内著名的WPP、Omnicom、IPG集团均通过并购等外延式扩张的手段建立起集团内多品牌独立运营的模式，最终成长为世界知名的传播集团。蓝色光标希望借鉴这一成功模式通过并购向一流的专业传播集团的目标迈进，同时为股东创造持续稳定的业绩回报。

2、蓝色光标系列并购行为均严格遵守《对外投资制度》

上市公司董事会参照《创业板上市规则》制订了《北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司对外投资制度》（以下简称“对外投资制度”）以规范对外投资活动。蓝色光标的系列并购行为均严格按照《对外投资制度》的要求，实行专业管理和逐级审批。对于并购类的长期股权投资项目，蓝色光标的投资流程一般包括：

- （1）公司证券投资部协同财务部门确定投资目的并对投资环境进行考察；
- （2）公司证券投资部在充分调查研究的基础上编制投资意向书(立项报告)；
- （3）公司证券投资部编制投资项目可行性研究报告上报财务部门和总经理；
- （4）按《对外投资制度》规定的程序办理报批手续；
- （5）公司证券投资部负责项目的实施运作及经营管理。

对于达到股东大会审议标准的投资项目，《投资制度》规定公司必须聘请具有证券业务资格的会计师事务所对交易标的最近一年又一期财务会计报告进行审计，审计截止日距协议签署日不超过六个月。

蓝色光标的系列并购活动均严格按照《对外投资制度》开展，以最大程度地降低投资风险，保护上市公司和中小股东的利益。

3、系列收购的交易对方与上市公司及其实际控制人无关联关系

上述五项收购，除收购博思瀚扬 16% 股权的交易为收购上市公司子公司之少数股东所持股权外，其余 4 项收购的交易对方与上市公司及上市公司实际控制人均无关联关系。

4、系列收购交易中均设计了盈利补偿条款，以实现上市公司及中小股东利益的保护

上市公司在上述五项收购交易中，均要求交易对方对交易完成后的盈利情况进行承诺（除博思瀚扬为未来一年外，其余均为未来三年），并与交易对方签署了基于收购标的公司未来业绩的补偿条款，约定在标的公司利润未达标的情况下对支付对价进行相应调整。通过上述交易条款中的约束机制，可在很大程度上促进收购标的的持续盈利，以实现上市公司和中小股东利益的保护。

5、超募资金使用

上市公司历次使用超募资金进行并购，均履行了必要的审批手续：董事会审议了超募资金使用计划，独立董事和保荐机构对超募资金使用计划发表了意见。

6、已完成的收购对上市公司利润有明显贡献

根据未经审计的财务数据，已完成交割的博思瀚扬、思恩客两次收购为上市公司的业绩提升带来明显贡献。

单位：万元

公司名称	合并报表时间	标的公司 2011 年 1-9 月实现净利润	对上市公司 2011 年 1-9 月归属于母公司股东净利润的贡献
博思瀚扬	不适用	491.01	385.12
思恩客	2011 年 6 月	2,043.83	997.32

（二）股东高鹏的减持

媒体质疑，自 2011 年 2 月 28 日起上市公司原持股 5% 以上股东高鹏先后多次减持蓝色光标，有利用本次重组利好套现的嫌疑。针对此质疑，上市公司特进行如下说明：

根据上市公司向中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司的查询记录，上市公司股东高鹏自 2011 年 2 月 28 日至 2011 年 8 月 11 日期间减持上市公司股票的情况如下：

交易日期	交易类别	成交数量	股票余额
2011-2-28	卖出	510000	10415002
2011-3-3	卖出	300000	10115002
2011-3-4	卖出	300000	9815002
2011-3-9	卖出	300000	9515002
2011-3-10	卖出	300000	9215002
2011-3-11	卖出	200000	9015002
2011-3-11	卖出	400000	8615002
2011-3-16	卖出	300000	8315002
2011-3-18	卖出	250000	8065002
2011-4-20	卖出	10000	8055002
2011-4-22	卖出	300000	7755002
2011-4-25	卖出	30000	7725002
2011-4-26	卖出	13950	7711052
2011-5-3	卖出	19025	7692027
2011-5-5	卖出	80000	7612027
2011-5-6	卖出	20000	7592027
2011-5-10	卖出	300	7591727
2011-5-11	卖出	40000	7551727
2011-5-13	卖出	20000	7531727
2011-5-18	卖出	40000	7491727
2011-5-19	卖出	60000	7431727
2011-7-8	卖出	27462	7404265
2011-7-8	卖出	800000	6604265
2011-7-11	卖出	700000	5904265
2011-7-12	卖出	77150	5827115

2011-7-13	卖出	136380	5690735
2011-7-15	卖出	66000	5624735
2011-7-18	卖出	44000	5580735
2011-7-19	卖出	11000	5569735
2011-7-20	卖出	47250	5522485
2011-7-21	卖出	70500	5451985
2011-7-22	卖出	83100	5368885
2011-7-25	卖出	126700	5242185
2011-7-26	卖出	33500	5208685
2011-7-27	卖出	36500	5172185
2011-7-28	卖出	46500	5125685
2011-7-29	卖出	14300	5111385
2011-8-1	卖出	22631	5088754
2011-8-2	卖出	14400	5074354
2011-8-3	卖出	4400	5069954
2011-8-4	卖出	18600	5051354
2011-8-5	卖出	80000	4971354
2011-8-8	卖出	50400	4920954
2011-8-9	卖出	18000	4902954
2011-8-10	卖出	61700	4841254
2011-8-11	卖出	76900	4764354

关于高鹏的上述减持行为，上市公司进行以下说明：

1、高鹏在上市公司首开公开发行上市前已不属于上市公司实际控制人和管理层、不再参与上市公司经营管理

高鹏在蓝色光标发展历史上系公司之重要股东和管理人员，但由于与其他股东对蓝色光标未来经营理念存在较大差异，出于个人发展考虑，高鹏于 2008 年 12 月请求退出公司董事会及六人的一致行动人协议。经过友好协商，赵文权、孙陶然、吴铁、许志平、陈良华与高鹏于 2008 年 12 月 31 日签署了《关于解除<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>的协议》，至此高鹏不再受原一致行动协议的约束，也不再属于公司的实际控制人。根据公司于 2009 年 1 月 24 日通过的 2009 年第一次临时股东大会决议，

公司同意高鹏辞去董事职务；根据公司于 2009 年 3 月 14 日召开的第一届董事会第十次会议通过的决议，公司同意免去高鹏公司副总经理的职务。因此从 2009 年 3 月起，高鹏就不再担任公司的董事及高管，也不参与上市公司任何层面的经营管理，仅作为个人股东持有上市公司股权。

因此，高鹏的系列减持行为并不代表上市公司的实际控制人和管理层对于上市公司未来经营前景的判断。

2、高鹏对本次重组不知情，其减持行为与本次重组无关

上市公司在筹划本次交易中的内幕消息知情人均已按规定记录于内幕信息知情人表格和交易进程备忘录中，高鹏对于本次重组不知情。根据高鹏本人出具的《高鹏关于减持北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司股票的声明》，“本人不属于蓝色光标董事会成员、也不参与蓝色光标投资、经营管理决策，对本次重组不知情。本人在二级市场减持蓝色光标股票的行为完全基于本人对蓝色光标股票二级市场走势的研究判断，与本次重组无关。相关的减持行为已按照中国证监会、深圳证券交易所相关法规的要求履行信息披露义务。”

3、高鹏的减持行为不符合利用重组利好套现的逻辑

本次重组的预案于 2011 年 7 月 8 日公告，公告后公司股价有较大涨幅。而在本次重组预案公告前，高鹏已累计减持 3,493,275 股，占其所持股份的较大比例。从其减持行为看，不符合利用重组利好套现的逻辑。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为：上市公司募集资金使用符合相关规定，不存在损害上市公司利益的情形。原持股 5%以上股东高鹏的持续减持行为是基于其自身的判断，与本次交易无关。

（本页无正文，为《华泰联合证券有限责任公司关于北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司现金及发行股份购买资产之补充独立财务顾问报告（一）》签章页）

法定代表人（或授权代表人）： 马昭明

马昭明

财务顾问主办人： 樊欣 郑俊

樊欣

郑俊

项目协办人： 赵潏

赵潏



2011年 11月 4日