

买入 **57% ↑**
 目标价格:人民币 65.00
300392.CH
 价格:人民币 41.32
 目标价格基础: 118 倍 16 年市盈率
 板块评级: 未有评级

股价表现

	今年	1	3	12
至今	个月	个月	个月	
绝对	147.7	13.1	103.3	87.5
相对深证成指	139.7	2.9	79.5	58.5
发行股数(百万)		384		
流通股 (%)		42		
流通股市值(人民币 百万)		6,641		
3个月日均交易额(人民币 百万)		373		
净负债比率 %(2015E)			净现金	
主要股东(%)				
徐炜		32		

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
 以2015年12月3日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒: 营销传播

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001

*冯秀娟为本报告重要贡献者

腾信股份**“互联网营销+电商”协同发展，“内生+外延”拓展市值空间**

腾信股份成立于2001年12月，2014年9月在深圳创业板上市。公司主营业务为互联网广告服务和互联网公关服务。公司以“技术+客户+媒介”构建核心竞争力。为降低客户集中度，减少客户流失风险，公司从2014年下半年开始发力拓展汽车行业的客户。2015年以来先后投资车风网46%的股权，成为控股股东。车风网是国内唯一切入汽车交易环节的汽车电商平台。公司预计2015全年销售量为5万辆，2016年保守目标是20万辆，目标成为全国前十汽车经销商之一。车风网的核心优势：完全垄断车型，有议价权；营销能力突出；物流效率高；销售转化率高。汽车电商与互联网营销业务在数据、资金、用户及车源等方面形成协同。我们对其给予买入的首次评级，目标价格65.00元。

支撑评级的要点

- **公司主营业务具备很高的内生增长性。**腾信主营业务为互联网广告业务和互联网公关业务，以“技术+客户+媒介”构建核心竞争力。公司拥有自研七大核心技术平台，并布局移动营销平台；以“快消+金融+汽车”为核心客户群；此外，公司与优质媒介稳定合作，持续布局社会化媒体。
- **外延并购汽车电商平台车风网，实现“互联网营销+电商”双轮增长。**车风网是国内唯一切入汽车交易环节的汽车电商平台，“买断”是车风网区别于其他汽车电商的核心模式，另外，车风网与4S店达成合作共赢模式，物流效率和销售转化率高。
- **互联网营销行业迎来高速发展期。**一方面，互联网广告市场高速发展，2014年网络广告市场规模首次超过电视广告规模，移动广告成为互联网广告新趋势。另外，互联网公关市场当前规模较小，未来增长潜力巨大，公司提前布局互联网公关业务将享有先发优势。

评级面临的主要风险

- 所投资的公司业绩不达预期；行业系统性风险。

估值

- 预测公司2015-2017年盈利1.49亿、2.11亿、3.02亿元，股本目标价65.00元，首次评级买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	693	839	1,401	1,928	2,648
变动(%)	3	21	67	38	37
净利润(人民币 百万)	78	89	149	211	302
全面摊薄每股收益(人民币)	1.619	1.387	0.387	0.550	0.786
变动(%)	28.7	(14.3)	(72.1)	42.1	42.9
全面摊薄市盈率(倍)	25.5	29.8	106.8	75.1	52.6
价格/每股现金流量(倍)	42.0	(84.2)	1,669.9	719.5	196.3
每股现金流量(人民币)	0.98	(0.49)	0.02	0.06	0.21
企业价值/息税折旧前利润(倍)	165.4	137.7	88.5	62.5	43.7
每股股息(人民币)	0.000	0.158	0.029	0.041	0.059
股息率(%)	n.a.	0.4	0.1	0.1	0.1

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

目 录

投资摘要.....	3
公司两大主营业务：互联网广告服务+互联网公关服务	5
“技术+客户+媒介” 构建公司核心竞争力	9
互联网营销行业迎来高速发展期	14
投资车风网，加码布局汽车电商平台	24
盈利预测.....	33
研究报告中所提及的有关上市公司.....	35

投资摘要

公司两大主营业务：互联网广告服务+互联网公关服务

北京腾信创新网络营销技术股份有限公司成立于2001年12月，是国内最早涉足网络营销领域的公司之一。2014年9月，公司在深圳创业板上市。公司是市场上纯正的网络营销标的，主营业务分为互联网广告服务业务和互联网公关服务业务两大板块。其中，互联网广告业务构成公司主要收入来源。公司主营业务具备很强的内生增长性。2015年前三季度，公司实现营业收入10.34亿元，同比增长64.8%；实现归母净利润8,972万元，同比增长50%。

“技术+客户+媒介”构建公司核心竞争力

技术优势：自研七大核心技术平台，布局移动营销平台。1) 自主研发七大核心技术平台。公司拥有自研的七大核心技术平台，为客户提供互联网广告服务和互联网公关服务。2015年上半年，公司实现互联网营销技术平台的升级改造。2) 成立腾信聚力，布局移动互联网营销。移动营销适合于以效果为导向的客户群体，例如手机游戏、移动应用、金融等，与公司现有客户群部分重合。因此，公司开展移动营销将极大地拓展现有客户群体的服务范围，提高客户的稳定性和满意度，并有助于公司拓展以效果为导向的移动客户群体。

客户资源：以“快消+金融+汽车”为核心客户群。1) 战略调整客户结构，形成以“快消+金融+汽车”为核心的客户群体。2009年前，公司70%以上的收入来源于网络游戏客户，随着网游客户收入下降，公司2010年开始主动收缩网络游戏客户，目前来自快速消费品、金融、汽车等行业的收入占比超过70%。2) 参股广州孚信、瀚天星河两家公司，拓展区域客户。2015年6月，公司与广东精准互动广告有限公司共同设立广州孚信广告有限公司，公司出资比例35%。此外，公司还参股瀚天星河，进一步开辟其他重点区域的重要客户，以及为区域性客户提供落地的网络营销服务。

媒介资源：与优质媒介稳定合作，持续布局社会化媒体。1) 与优质互联网媒介形成稳定合作。2013年底艾瑞iUserTracker监控的我国流量前50家互联网媒介中，已与腾信股份建立合作关系的网站达41家，占比达82%。2) 与新浪子公司成立基于微博业务的合资公司，一方面可以加强与新浪微博的合作，提高自身互联网公关服务水平；另一方面将有助于公司拓展社交营销领域。3) 投资关爱八卦成长协会，通过布局泛娱乐领域，拓展娱乐营销，并增强互联网公关业务竞争力。

网络营销行业迎来高速发展期

互联网广告市场规模迅速扩大，移动广告成为新趋势。互联网广告包括以PC端为主的网络广告和移动广告两大部分。截止到2018年，中国互联网广告市场预期将突破4,000亿元。2014年网络广告市场规模1,540亿元，同比增速40%，首次超过电视广告1,173亿元规模。2014年移动广告市场规模增速为122.1%，远高于网络广告市场增速，预计未来将持续保持高速增长。

互联网公关市场规模较小，未来增长潜力巨大。根据中国国际公共关系协会的调查估算，2014年整个公关市场的年营业规模达到约380亿元，年增长率为13%。随着新媒体时代的不断发展，公共关系业务的结构性变化也逐渐凸显。传统公关业务增速放缓，而新兴公关业务（如数字化传播、新媒体营销等）发展迅猛，互联网公关市场未来具备巨大的增长潜力。

收购车风网，加码布局汽车电商平台

收购目的：垂直化拓展行业领域，链接“互联网营销+电商”。一方面，公司利用现有一汽大众销售、一汽轿车销售两大汽车客户的优势，通过将互联网营销和电商相结合，拓展汽车产业链，完善服务项目；另一方面将加强与汽车客户的联系，增强汽车客户稳定性。

二度投资车风网，累计持有46%股权，成为控股股东。2015年5月以来，公司先后向上海车瑞信息科技有限公司增资，累计持有46%的股权，公司成为车瑞的绝对第一大股东，同时对车瑞未来的经营决策有重大影响力，车瑞将变更为公司控股子公司并纳入合并报表范围。

车风网是国内唯一切入汽车交易环节的汽车电商平台。“买断”是车风网区别于其他汽车电商的核心模式，车风网通过批量购车在议价环节建立价格优势，把利润留给消费者。公司预计2015全年销售量为5万辆，2016年保守目标是20万辆，目标是成为全国前十汽车经销商之一。车风网的核心优势：1)完全买断车型，有议价权；2)营销能力突出；3)物流效率高；4)销售转化率高。

“汽车产能过剩+政策支持+汽车电商发展不足”为车风网发展带来机遇。1)汽车产能过剩严重。2014年，汽车生产数与销售数的缺口达23.1万辆，创下新高，汽车经销商去库存压力大。2)政策层面：近几年来，国家层面加大对汽车行业的监管，反垄断导向日益凸显。制约新车电商发展的汽车跨区销售限制问题将逐步放开，新车电商将迎来利好。3)新车电商：2014年新车电商相对于传统渠道渗透率仅为1.3%，远低于其他行业的水平。此外，目前市场上的汽车电商平台普遍存在价格不透明、线上线下对接困难以及新车电商盈利模式不清晰等问题。

盈利预测及投资建议

公司是市场上纯正的互联网营销标的，具备“技术+客户+媒介”等核心优势，公司主营业务互联网广告业务和互联网公关业务具备很高的内生增长，同时外延并购汽车电商平台车风网，实现“互联网营销+电商”双轮增长。预测公司2015-2017年盈利1.49亿、2.11亿、3.02亿元，按照当前总股本3.84亿计算，预计2015-2017年每股收益分别为0.39、0.55、0.79元。参考市场上互联网公司和营销公司估值，以118倍2016年市盈率作为目标价格基础，得出股本目标价65.00元，首次评级买入。

公司两大主营业务：互联网广告服务+互联网公关服务

北京腾信创新网络营销技术股份有限公司成立于2001年12月，是国内最早涉足网络营销领域的公司之一。2014年9月，公司在深圳创业板上市。公司的主营业务分为互联网广告服务业务和互联网公关服务业务两大板块。

公司主要发展历程

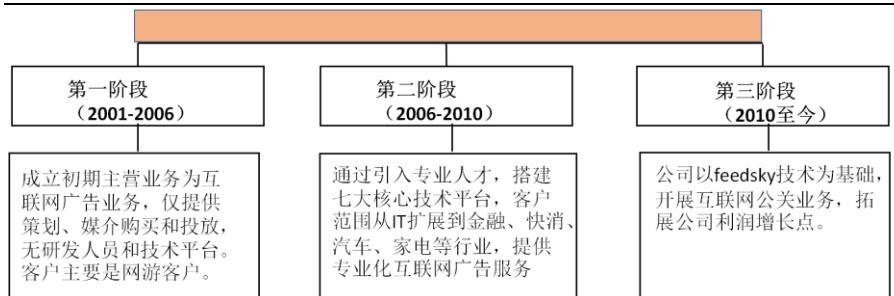
根据公司的主营业务发展情况，可以分成三个阶段。

第一阶段（2001年-2006年）：为网游客户提供简单的营销咨询业务。公司成立初期的主营业务为互联网广告业务，客户主要是网络游戏客户，服务内容和形式较为简单，主要是简单的策划、媒介的购买和投放，没有研发人员，缺乏技术平台支持。

第二阶段（2006年-2010年）：为多行业客户提供专业互联网广告服务业务。2006年后，徐炜先生通过股权收购成为公司控股股东，并将公司业务专注于互联网广告服务业务，公司加大对网络营销服务能力的重点培育和拓展，培养网络营销专家和专业技术人才，并通过创新性开发搭建起“网络营销决策与标准化服务的七大核心技术平台”。公司客户范围也从信息技术领域逐渐扩展到金融、快速消费品、汽车、家电数码等诸多行业。

第三阶段（2010-至今）：拓展互联网公关业务。2008年，公司引入Feedsky技术及相关团队。2010年，公司完成Feedsky技术平台商业化开发，并以Feedsky技术为基础，开展互联网公关业务，成为公司新的利润增长点。

图表1. 公司主要发展历程

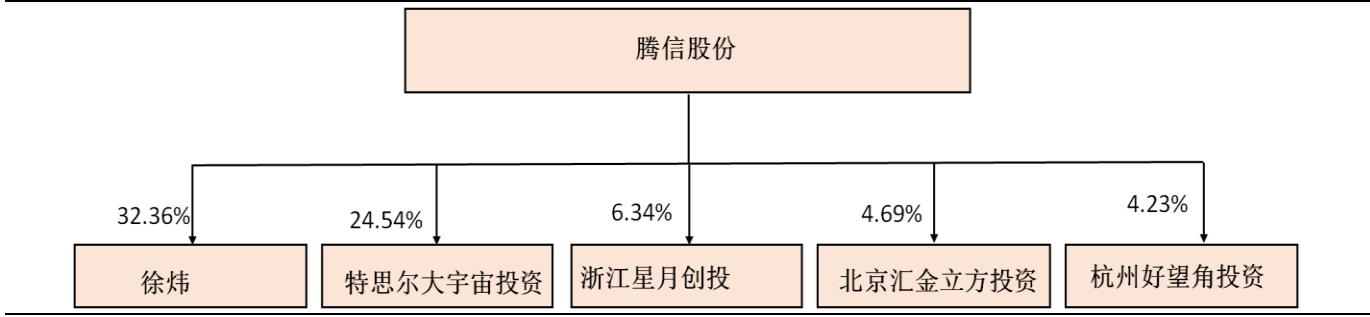


资料来源：公司公告，中银国际证券

公司股权结构

截至2015年前三季度，公司前五大股东累计持有公司72.16%的股权。其中，第一大股东徐炜持有公司32.36%的股权，是公司的控股股东和公司实际控制人，自2006年起担任公司董事长兼总经理。徐炜为北京大学哲学学士、法律辅修学士，哈佛大学哲学、公共政策双硕士，曾任职于北大方正集团及互联网企业上海多来米中文网，并有成功的创业经历，兼有丰富的学术背景和行业从业经验。

图表 2. 公司股权结构



资料来源：公司公告，中银国际证券

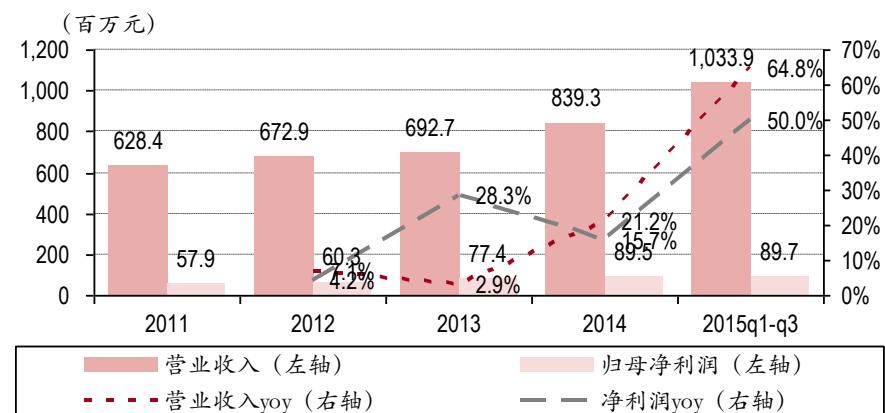
主营业务：互联网广告服务+互联网公关服务

2014 年全年，公司实现营业收入 8.39 亿元，同比增长 21.2%；实现归母净利润 8,954 万元，同比增长 15.7%。2015 年前三季度，公司实现营业收入 10.34 亿元，同比增长 64.8%；实现归母净利润 8,972 万元，同比增长 50%。公司主要业务分为互联网广告业务和互联网公关业务，其中，互联网广告业务构成公司主要收入来源。

互联网广告服务业务主要包括策略制定、媒介采购、广告投放、网站建设及创意策划、广告效果监测及优化等服务。互联网广告服务业务通过数据挖掘和分析，帮助客户寻找广告信息传播的网络目标受众群，以适当的媒介及广告位置组合，为客户进行互联网广告投放，并随时记录、监控传播效果和实施进一步的优化。2015年上半年，公司实现互联网广告服务收入 5.53 亿元，同比增长 62.44%，占公司总收入的比重为 90.91%。

互联网公关服务业务主要包括公关策略制定、舆情监控及社会化媒体营销等服务。互联网公关服务业务通过对互联网信息进行抓取和分析，对企业或其竞争对手及其所在行业的网络舆论情报进行跟踪、监控、汇总和分析；以及依靠技术平台，通过 SNS、博客、微博、微信等社会化媒体，为客户提供企业形象、品牌和产品宣传、客户关系管理、产品市场意见反馈等服务。2015年上半年，公司实现互联网公关业务收入 5,533.38 万元，同比增长 161%，占公司总收入的比重为 9.09%。

图表 3. 公司历年营业收入及归母利润



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 4. 公司历年收入结构



资料来源：公司公告，中银国际证券

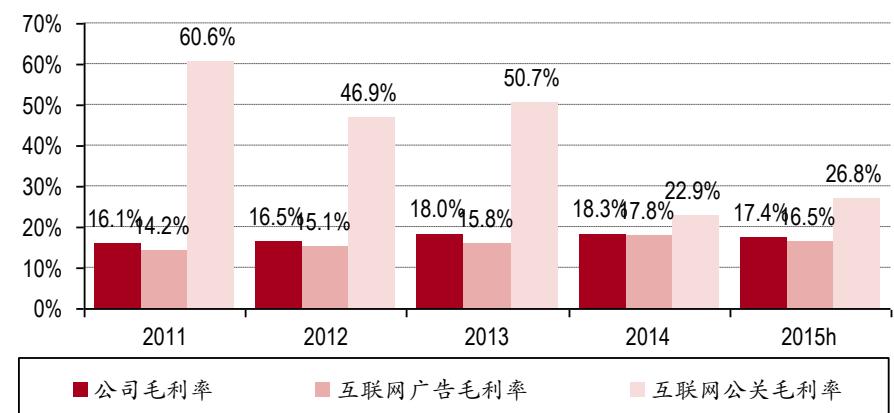
广告费和服务费分别是互联网广告业务和互联网公关业务的盈利模式。公司为客户提供整体化的互联网广告服务，由于各项服务内容难以分割，难以单独计价。按照行业惯例，公司盈利模式为向客户收取广告费，在服务内容上除广告投放外还提供一系列增值服务。在这种盈利模式下，公司的竞争能力主要体现在通过增值服务提升客户的营销效果，增强客户与公司的粘性。互联网公关服务的盈利模式为向客户收取服务费。

媒体返点构成公司主要毛利来源。目前互联网广告投放的客户对网络营销服务商的议价能力较强，部分客户要求按照媒介给予的最低折扣进行报价，但通常不要求网络营销服务商让出媒介返点。因此，媒介返点成为网络营销服务商毛利的主要构成部分。2011-2013 年，公司从互联网媒介处获得的媒体返点金额占毛利的比重分别为 73.28%、77.02%、65.18%。

从毛利率来看，公司互联网广告业务毛利率远低于互联网公关业务毛利率，但呈现逐年提升趋势。公司互联网广告业务毛利率从 2011 年的 14.2% 提升至 2014 年的 17.8%，2015 年上半年为 16.5%。该业务近几年毛利率增加的主要原因是，公司不断进行优化客户结构的战略调整，战略性收缩网络游戏客户业务规模，减少部分利润薄的网络游戏客户合作，因此互联网广告业务毛利率呈现增长。

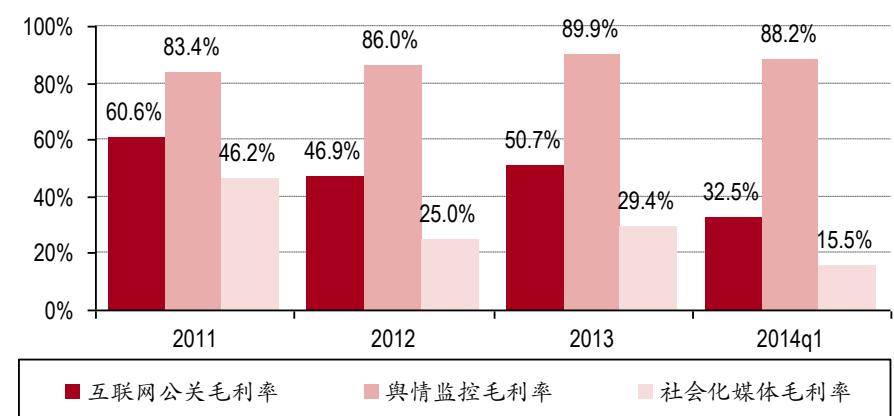
互联网公关业务毛利率普遍较高，但波动幅度大。公司互联网公关业务毛利率从 2011 年的 60.6% 下降到 2014 年的 22.9%，2015 年上半年为 26.8%。互联网公关业务中，舆情监控业务不需要进行对外服务采购，成本较低，历年毛利率普遍在 80% 以上。而社会化媒体营销业务毛利率波动较大。2012 年以后，公司社会化媒体营销业务毛利率下滑较大，主要是该类业务竞争加剧、成本增加，导致利润率下降所致。

图表 5. 公司综合毛利率及分业务毛利率



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 6. 公司互联网公关业务毛利率及子板块毛利率



资料来源：公司公告，中银国际证券

“技术+客户+媒介”构建公司核心竞争力

技术优势：自研七大核心技术平台，积极布局移动营销平台

自主研发七大核心技术平台。互联网营销服务商主要依靠技术平台来为客户提供服务，客户通常也会通过数据结果考核服务商的服务质量。公司自主研发了“互联网营销决策与标准化服务七大核心技术平台”为客户提供互联网广告服务和互联网公关服务。

2014年，公司又自主研发了六项技术，力争打造国内领先的互联网营销技术平台。2015年上半年，公司实现互联网营销技术平台的升级改造，率先整合了SOM舆情监督技术系统和网络公关营销技术系统，两系统在底层数据结构、数据处理流程和任务流程进行了重构和整合，更好的支持公司的互联网公关营销服务。

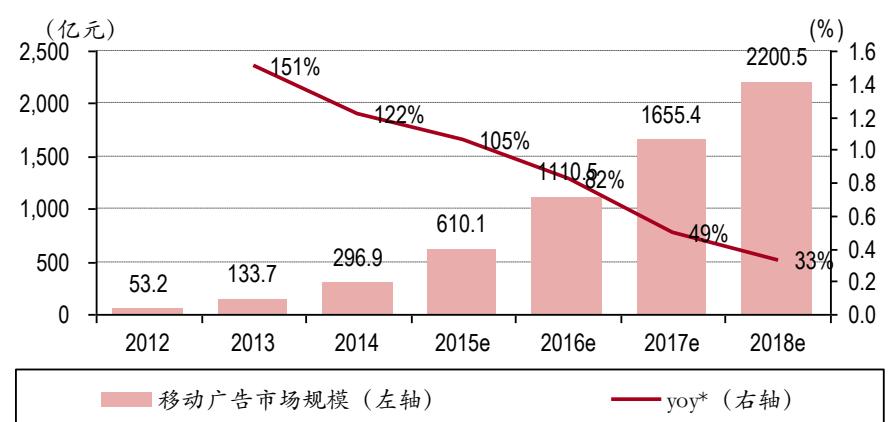
图表7. 公司服务项目及对应的核心技术平台

服务项目	技术系统
互联网广告服务	
数据挖掘与策略制定	MediaPower营销数据分析技术系统、SearchPower搜索引擎营销技术系统、Feedsky网络公关营销技术系统
智能投放、创意策划、媒介购买	MediaPower营销数据分析技术系统、iTensyn营销服务技术系统、AR增强现实技术系统
效果监测与投放优化	FreeAD营销监控技术系统
公关服务	
舆情监测	SOM舆情监督技术系统
网络公关	Feedsky网络公关营销技术系统

资料来源：公司公告，中银国际证券

积极布局移动互联网营销业务。1) 开发移动互联网营销系统。2015年上半年，公司开发和完善移动互联网广告技术系统和DSP (Demand-Side Platform, 即需求方平台) 技术系统以及ASO (App Store Optimization) 优化技术系统，将移动互联网营销服务发展为公司新的利润增长点。2) 成立移动营销子公司腾信聚力。公司于2014年底成立子公司腾信聚力，注册资本500万元，公司持股比例为49%。截止2015年6月30日，腾信聚力尚未开展经营，但公司储备移动互联网营销业务具备极大的必要性。随着更多的用户开始向移动端迁移，以及更多商家开发app平台，移动广告市场实现高速增长。2014年移动广告市场规模达到296.9亿元，同比增长122%，预计未来几年仍将维持高速增长。

图表 8. 2012-2018 年移动广告市场规模及预测

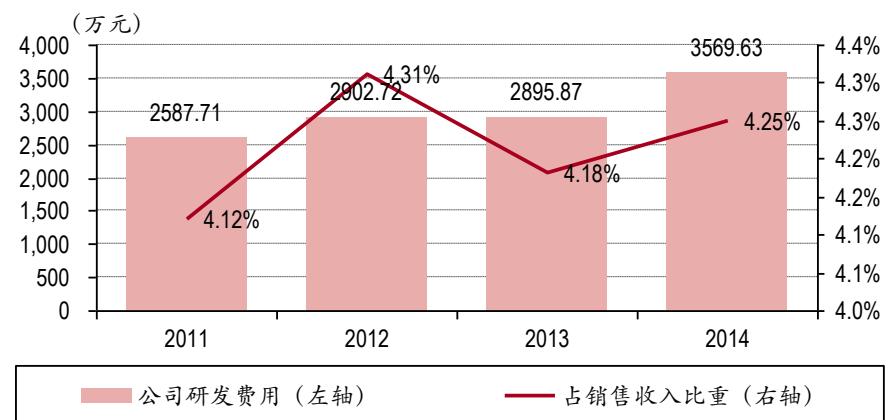


资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

此外，移动营销适合于以效果为导向的客户群体，例如手机游戏、移动应用、金融等。而公司的主要客户群有快消、金融、汽车、游戏等行业。因此，公司建立以效果为导向的移动营销专职服务团队，将极大地拓展现有客户群体的服务范围，提高客户的稳定性和满意度，同时有助于公司拓展更多以效果为导向的移动客户群体。

研发费用和研发人员占比高。公司所属的互联网营销服务行业是新兴行业，对各类研发技术和研发人才有较大需求。公司高度重视研发投入和研发人员配置。2011-2013 年，公司研发费用占销售收入比例分别为 4.17%、4.34% 和 4.23%。在研发人员配置方面，随着公司互联网营销业务快速发展，公司大量引入了高水平的营销人才、技术人才和管理人才。截至 2015 年 6 月 30 日，公司现有员工 301 人，其中科技人员 89 人，占员工总数的比例为 30%。

图表 9. 公司历年研发费用及占比

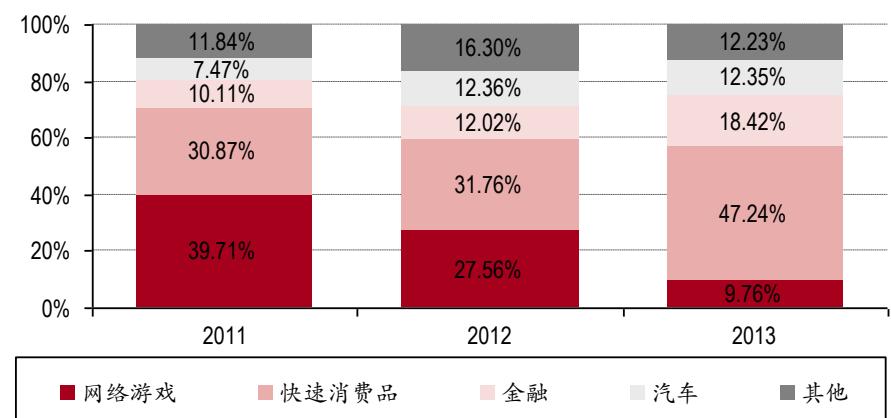


资料来源：公司公告，中银国际证券

客户资源：以“快消+金融+汽车”为核心客户群

战略调整客户结构，形成以“快消+金融+汽车”为核心的客户群体。2009年前，公司70%以上的收入主要来源于网络游戏客户。随着网络游戏行业发展变缓，公司自2010年开始主动收缩网络游戏客户，重点开拓和服务快速消费品、金融、汽车等行业的战略性客户，优化公司客户结构。2011-2013年，公司来自网络游戏客户的收入占比从39.71%下降至9.76%，而来自快速消费品、金融、汽车等行业的收入占比超过70%，目前公司已经形成以快消、金融和汽车为核心的客户群。

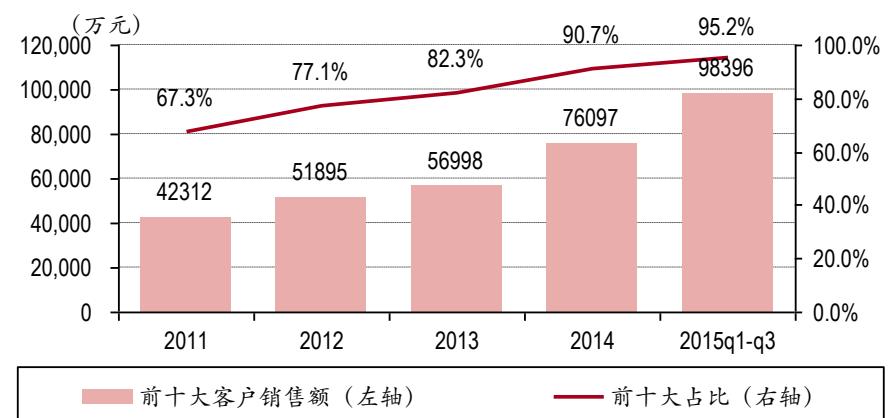
图表 10. 2011-2013 年公司客户结构变动



资料来源：公司公告，中银国际证券

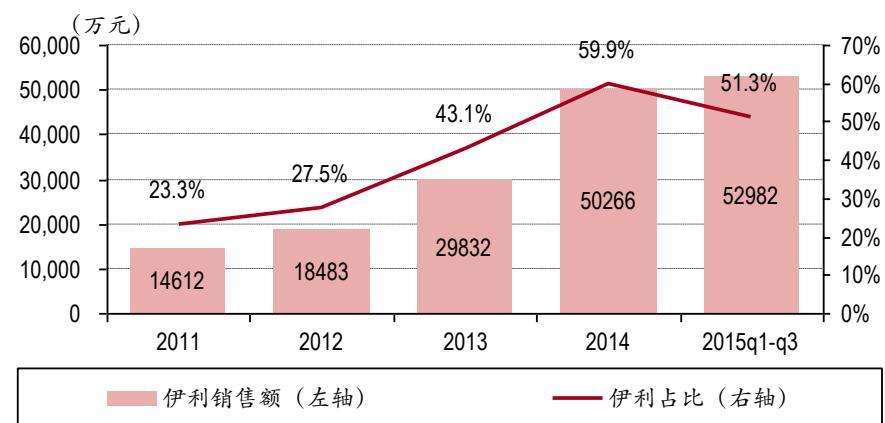
客户集中度较高，稳定性与风险并存。2011年度至2015年9月末，公司前10大客户的销售额占当期营业收入的比重持续提升，从2011年的67.33%提高至2015年前三季度的95.17%，其中最大的客户为2011年公司竞标取得的伊利股份，其销售额占当期营业收入的比重从2011年的23.25%提升至2015年前三季度的51.25%。截至2015年前三季度，公司新增一汽大众销售和一汽轿车销售两大客户，并成为公司前五大客户。从公司客户结构来看，公司客户的集中度较高，一方面体现出公司客户的稳定性，另外也蕴藏着公司对大客户过于依赖的风险。

图表 11. 公司前十大客户销售额及占营业收入比重



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 12. 第一大客户伊利销售额及占公司总收入比重



资料来源：公司公告，中银国际证券

参股广州孚信、瀚天星河两家公司，拓展区域客户。公司不断拓展潜在客户，实现重点客户数量持续增长。除了已设立上海和广州分公司之外，2015 年 6 月，公司与广东精准互动广告有限公司共同设立广州孚信广告有限公司，公司出资比例 35%。此外，公司还参股瀚天星河，进一步开辟其他重点区域的重要客户，以及为区域性客户提供落地的互联网营销服务。

媒介资源：与优质媒介稳定合作，持续布局社会化媒体

与优质互联网媒介形成稳定合作。公司注重与优质互联网媒介保持稳定和持续的战略合作，在媒介购买过程中具有渠道优势。2013 年底艾瑞 iUserTracker 监控的我国流量前 50 家互联网媒介中，已与公司建立合作关系的网站达 41 家，占比达 82%。此外，在开展互联网公关服务业务中，公司与 SNS、博客、微博、微信等社会化媒体保持长期友好的合作关系，可以从重要的社会化媒体中获得数据支持和程序对接接口。

与新浪子公司成立基于微博业务的合资公司，拓展社交营销。2015 年 4 月，公司和新浪微博子公司天下秀成立了合资公司云微星璨，公司出资比例 35%。云微星璨主要经营技术推广服务，以及广告设计、制作、代理、发布等服务，目前尚未开展运营。其股东天下秀 (InMyShow) 是新浪微博的子公司，成立于 2009 年，是国内最大社交大数据营销公司，专注于通过技术驱动，为企业品牌提供一站式社交营销解决方案。公司拥有自主知识产权的社交营销分析系统及社交营销企业级引擎，以此来实现企业品牌快速由传统网络营销向社交营销平滑转型，提升企业的社交营销效果。

公司通过与天下秀合作将有机会获得两大资源，第一，获得国内最受欢迎的社交网站新浪微博的平台资源；第二，获得天下秀的社交大数据资源。通过布局，公司一方面可以加强与新浪微博的合作，提高自身互联网公关服务水平；另一方面将有助于公司拓展社交营销领域。由于社交网络营销是集广告、促销、公关、推广为一体的营销手段，将与公司目前两大主营业务相结合，提高公司整体营销能力。

投资关爱八卦成长协会，布局泛娱乐领域。2015 年 8 月，公司拟以 1000 万元投资长沙火钳刘明文化传媒有限公司 10% 的股权。火钳刘明所制作的关爱八卦成长协会从上线到现在，视频播放量 3.6 亿，微信 200 万粉丝，微博 314 万粉丝，已经形成强 IP 态势，汇聚了强大的粉丝效应。

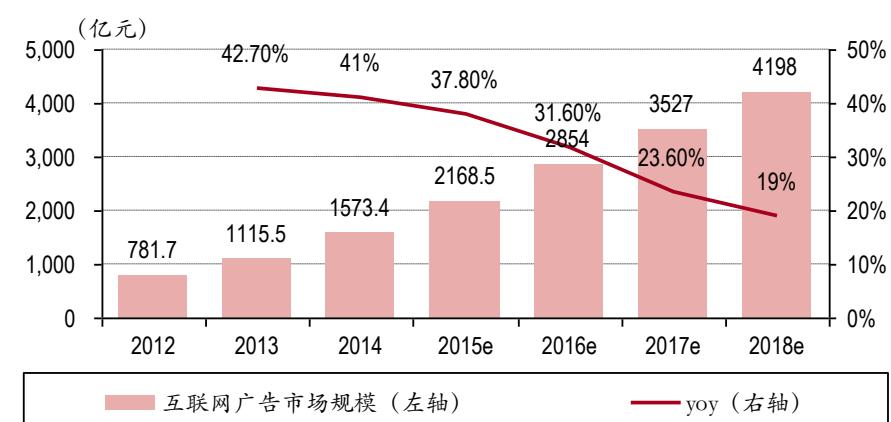
围绕“关八”平台，公司未来或有相关布局：第一，拓展娱乐营销。关八锁定了80-90后的偏女性人群，这一特定群体忠诚度较高，公司通过挖掘该群体的价值，可以推出相对应的娱乐产品，例如特色节目、适合女生的游戏产品等，从而达到娱乐营销的目的；第二，拓展互联网公关服务客户群。互联网公关业务需要社会化媒体资源的支撑，由于关八主要锁定的是庞大的女性群体，公司可以通过借助该平台为定位于女性的产品供应商提供互联网公关业务。

互联网营销行业迎来高速发展期

互联网广告市场规模迅速扩大，移动广告成为新趋势

互联网广告市场规模有望突破 4,000 亿元。2014 年中国互联网广告整体市场规模为 1,573.4 亿元，增长率为 41.0%。互联网广告多年保持快速增长，目前市场已进入成熟期，未来几年增速将有所放缓。截止到 2018 年，中国互联网广告市场预期将突破 4,000 亿元。

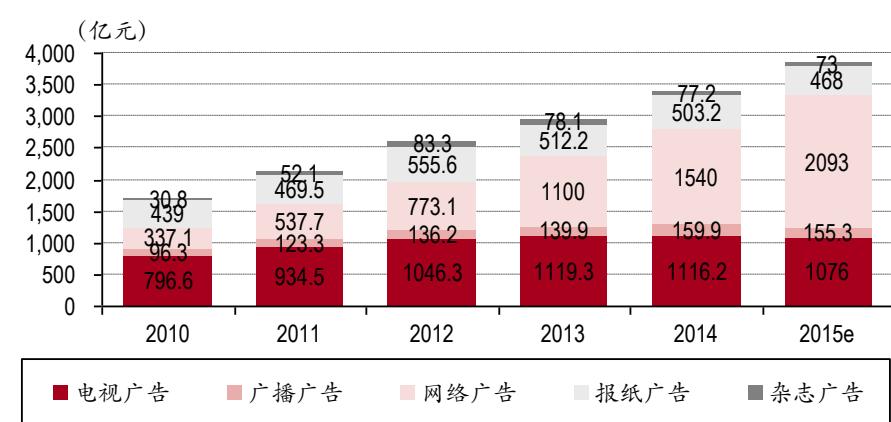
图表 13. 中国互联网广告市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

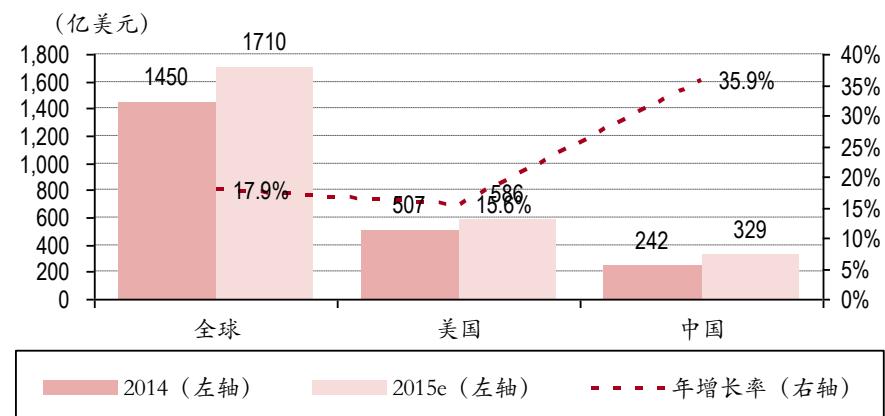
网络广告超过电视广告成为规模最大广告投放渠道。2014 年网络广告市场规模 1,540 亿元，同比增速 40%，首次超过电视广告 1,173 亿元市场规模。2014 年报纸、杂志市场规模增速分别下滑 1.8%、1.2%，连续两年下滑，传统媒体规模持续收窄。

图表 14. 前五大广告市场规模



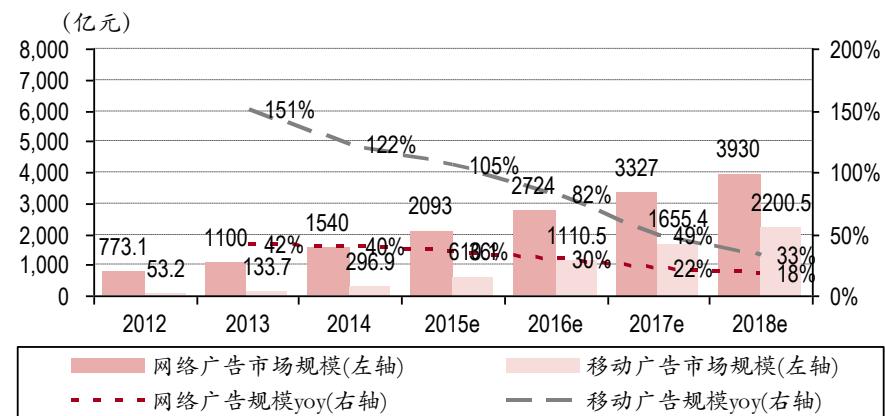
资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

中国网络广告增长领先全球增长。2014 年，全球网络广告总规模为 1,450 亿美元，其中，美国网络广告市场规模为 507 亿美元，占比 35%；中国市场规模为 242 亿美元，占比 16.7%。根据艾瑞咨询预计，2015 年全球网络广告增速将为 17.9%，美国为 15.6%，中国为 35.9%，中国网络广告市场增速将远高于全球市场和美国市场的增速。

图表 15. 2014-2015 全球、美国及中国网络广告规模及（预测）增速


资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

移动广告增速超过网络广告，成为互联网广告的新趋势。近几年来，随着移动终端的发展和移动用户规模的增长，移动广告成为互联网营销的新生力量得到高速的发展。2014 年，移动广告市场增速为 122.1%，远高于网络广告市场 40% 的增速，移动广告将成为互联网广告市场的新增长点。

图表 16. 中国网络广告和移动广告市场规模


资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

互联网公关市场规模较小，未来增长潜力巨大

2000 年以来，中国公共服务市场得到了蓬勃发展，市场规模不断扩大，公共服务公司的营业规模和公司数量逐年递增。根据中国国际公共关系协会的调查估算，2014 年整个公关市场的年营业规模达到约 380 亿元，年增长率为 13%。随着新媒体时代的不断发展，公共关系业务的结构性变化也逐渐凸显。传统公关业务增速放缓，而新兴公关业务（如数字化传播、新媒体营销等）发展迅猛，互联网公关市场未来具备巨大的增长潜力。

图表 17. 中国公关服务市场历年规模

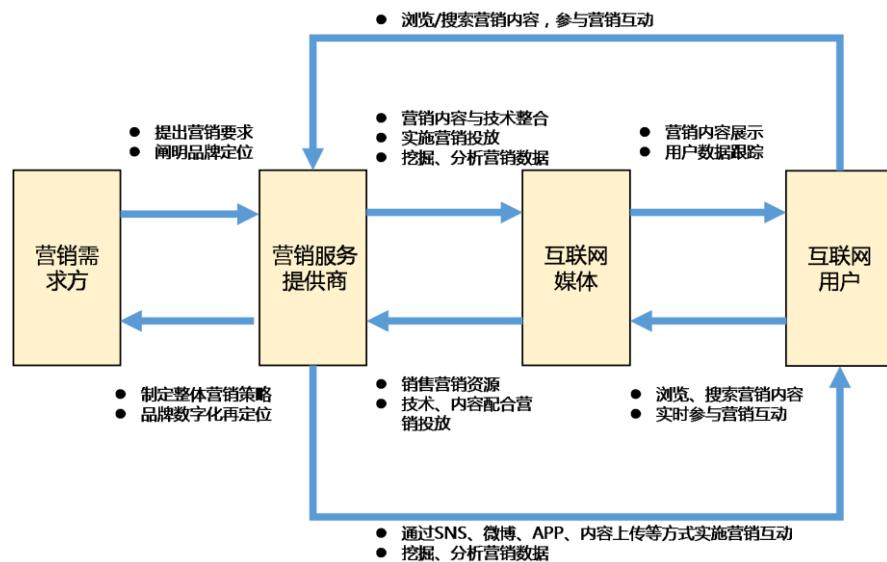


资料来源：中国国际公共关系协会，中银国际证券

互联网营销行业介绍

互联网营销是所有以互联网作为实施载体的营销活动，包括了营销策略、创意、执行、投放、监测、评估、优化提升在内的完整营销服务链条。互联网营销的市场参与主体主要包含四部分：营销需求方（广告主）、互联网营销服务提供商、互联网媒体以及互联网用户。腾信股份属于其中的互联网营销服务提供商。

图表 18. 互联网营销产业链



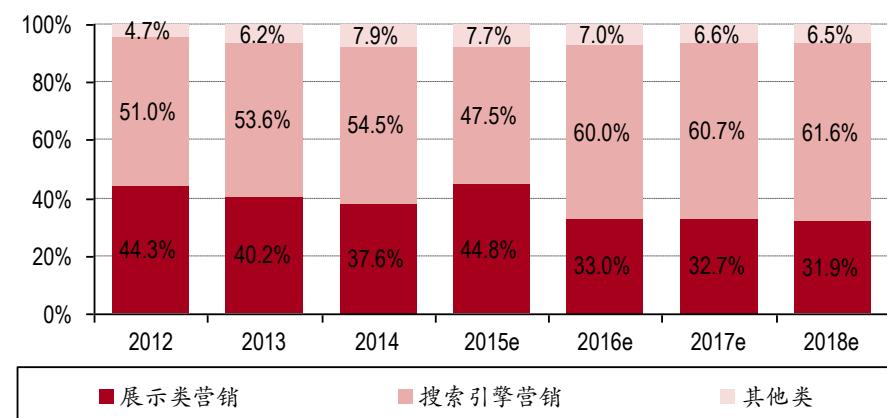
资料来源：华扬联众招股说明书、中银国际证券

互联网营销按照所采用的互联网媒体类型，可分为展示类营销、搜索引擎营销、内容营销、精确营销、移动互联网营销等类型。其中展示类营销、搜索引擎营销是目前网络营销的主要组成部分。2014 年搜索引擎营销市场份额为 54.5%，展示类营销市场份额为 37.6%，累计占比 92.1%。内容营销、精确营销、移动互联网营销虽规模不大，但极具发展潜力。

图表 19. 互联网营销按互联网媒体类型的分类

互联网营销类型	定义	适用网站类型
展示类营销	在综合门户网站、垂直门户网站等主流网站上通过文字、图形、富媒体、视频贴片广告等形式展示营销内容的营销方式。	综合门户网站、垂直门户网站，如腾讯、新浪、搜狐、汽车之家等
搜索引擎营销	在互联网用户搜索特定关键词时向其展示与所搜索的关键词相关的特定营销内容的营销方式，分为关键词搜索和垂直搜索。	搜索引擎类网站，如百度、Google 等
精准营销	借助互联网行为定向技术，通过对互联网用户的上网习惯进行跟踪、分析，并根据分析结果对互联网用户进行分类，实施更加有针对性的营销。精准营销所依托的是程序化购买，而程序化购买的实现通常依赖于 DSP(需求方平台)、DMP (数据平台)、Ad Exchange(广告交易平台)和 SSP (供给方平台)。	各类网站
内容营销	通过将品牌符号、品牌形象、品牌理念等策略性地融入内容产品之中，在互联网用户接触内容产品的同时，将品牌信息潜移默化地传递给目标消费者，以接触和影响现有的和潜在的消费者的营销形式。	论坛、微博、SNS 网站、博客、视频等类型网站，如汽车论坛、新浪微博、人人网、优酷等
移动互联网营销	通过基于移动互联网的网站、浏览器、APP 客户端等进行的营销，通常是指针对使用智能手机或平板电脑等移动终端上网的用户。	基于移动互联网的网站、浏览器、终端 APP，如 UC WEB、手机新浪网等

资料来源：中银国际证券

图表 20. 互联网营销分业务类型结构图


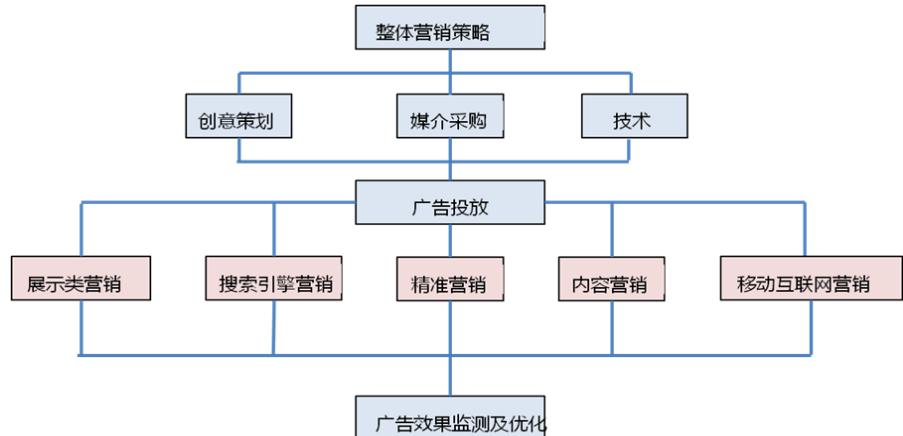
资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

互联网营销服务商按照提供的服务类型及盈利模式，可分为整合营销广告公司（全案公司）、纯广告代理业务的广告公司、媒体聚合平台以及提供精准营销业务的广告公司等四大类。

- 1) 整合营销广告公司（全案公司）：为广告主提供整合打包服务，包括营销策划、投放和效果评估整个流程，一般与客户约定收取固定金额的服务费用，或者按照广告金额乘以某个比例收取佣金。
- 2) 纯广告代理业务的广告公司：向媒体以低价采购广告位，并以较高价格向广告主收取费用，主要盈利模式为价差收入（又称媒体返点）。
- 3) 媒体聚合平台：包括广告联盟、广告交换平台、DSP 运营商等。其中，DSP 全称 “Demand Side Platform”，是面向广告商的广告投放管理平台。它联合众多广告网络 (Ad Networks)，基于用户大数据分析，以竞价方式实现广告的程序化购买，并对广告效果进行实时监测和优化。这类公司的盈利模式通常是通过平台成交的广告投放金额抽成收费。
- 4) 提供精准营销业务的广告公司：这类公司一般面向大客户，首先以固定价格向大媒体采购广告位，通过技术手段向不同类型的受众推送不同广告，按照 CPM (按每千人印象成本计费)、CPC (按点击收费) 等模式收取费用。

腾信股份属于上述四类中的整合营销广告公司，即为客户提供策略制定、媒介采购、广告投放、网站建设及创意策划、广告效果监测及优化等整合营销服务。

图表 21. 腾信股份互联网广告服务



资料来源：中银国际证券

网络营销行业竞争格局：竞争激烈，行业集中度低。我国网络营销服务行业处于市场发展初期，行业参与者众多，包括国外4A广告公司以及国内的网络营销服务商，行业竞争激烈，但集中度较低。造成该行业竞争度激烈的主要原因在于其较低的进入壁垒。一方面，互联网时代，海量的网站构成了丰富的媒体广告资源库，主流门户网站之间竞争激烈，选择合作广告公司时更多地将收益放在第一位。另一方面，设立网络营销公司没有政策牌照限制，资金要求也较低，因而降低了网络营销行业的进入壁垒。

根据历年《互联网周刊》中对中国网络广告公司综合服务水平的排名可以看出，前十名的互联网广告公司不断有新的市场主体加入，近三年尤其明显。除前两名基本由华扬联众和新意互动占据之外，其他公司之间的排名在近几年变化较大。腾信股份于2011年综合服务水平排名前十，之后有所下降，2012-2015年分别位居第13、14、24、18名，但总体来看仍处于市场领先地位。

图表 22. 2011-2015年中国互联网广告公司综合服务水平排行榜

排名	2011年	2012年	2013年	2014	2015年
腾信股份排名	9	13	14	24	18
前十名排名					
1	华扬联众	华扬联众	华扬联众	华扬联众	华扬联众
2	奥美世纪	新意互动	新意互动	新意互动	新意互动
3	新意互动	奥美世纪	奥美世纪	Cheil 鹏泰	蓝色光标
4	好耶	好耶	三星鹏泰	科思世通	利欧
5	科思世通	三星鹏泰	科思世通	奥美世纪	Cheil 鹏泰
6	电众数码	易传媒	Media V(聚胜万合)	利欧	知世安索帕
7	三星鹏泰	Media V(聚胜万合)	好耶	电众数码	互动通
8	易传媒	科思世通	电众数码	知世安索帕	新合传播
9	腾信创新	安吉斯	网迈	互动通	网迈
10	Media V(聚胜万合)	广东省广	互动通	网迈	电众数码

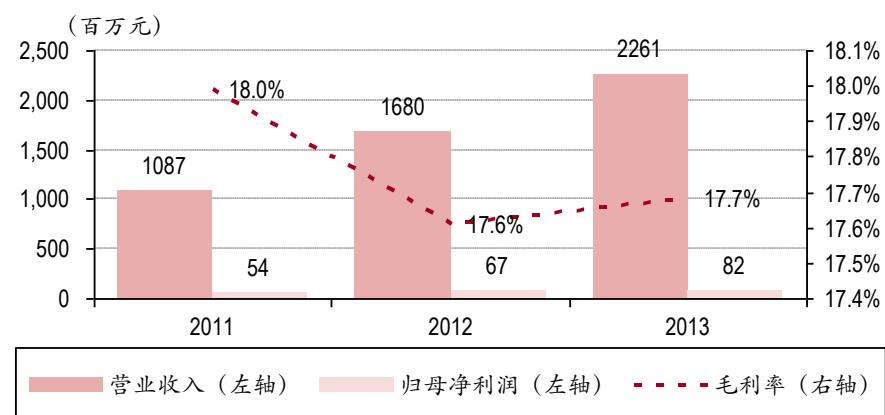
资料来源：历年《互联网周刊》，中银国际证券

同业比较1：华扬联众——国内领先的互联网综合营销服务提供商

华扬联众成立于1994年，公司专注于为客户提供互联网综合营销服务，目前已经发展成为国内互联网营销领域内最具竞争力的领先企业之一。公司主要为客户制定并实施有针对性的互联网营销整体解决方案，帮助客户提高互联网营销的针对性与效率、降低营销成本。

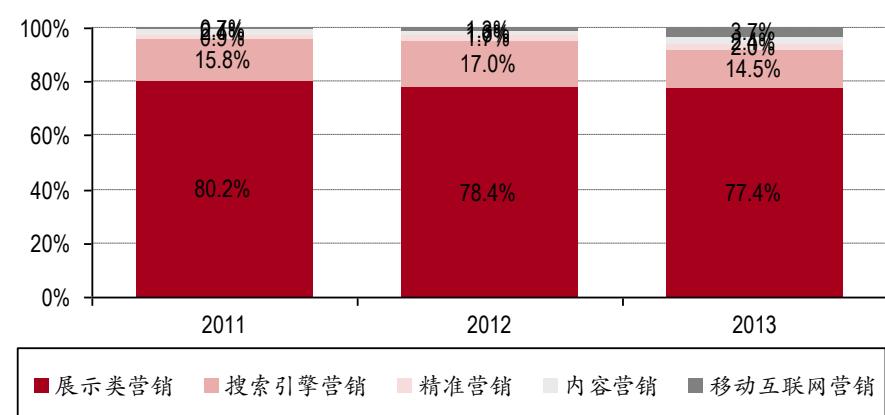
公司主营业务为向客户提供互联网营销整体解决方案。公司通过展示类营销、搜索引擎营销、精准营销、内容营销、移动互联网营销等主流的互联网营销方式来实施为客户制定的整体互动营销策略、创意，形成具体的营销投放，最终形成公司业务收入。2013年，华扬联众实现营业收入22.61亿元，归母净利润为8,236万元，毛利率为17.68%。从业务类型来看，公司主要以展示类营销和搜索引擎营销为主，2013年两者占总收入的比重分别为77.4%、14.5%。

图表 23. 华扬联众历年经营数据



资料来源：华扬联众招股说明书，中银国际证券

图表 24. 华扬联众业务结构



资料来源：华扬联众招股说明书，中银国际证券

华扬联众的盈利模式：公司主要通过为客户执行具体营销业务获得广告费收入，其中，展示类营销和搜索引擎营销是公司目前的主要收入来源。另外，公司还就所提供的综合营销服务向主要客户收取服务佣金或服务费。

华扬联众的客户群以汽车、快消和广告为主。2013年，汽车、快消和广告行业营收分别占公司总营收的32.7%、21.7%和19.2%，2013年公司前五大客户分别为上汽通用、盟博广告（上海）有限公司、宝马、蒙牛和百胜集团，前五大客户销售额累计占比为41.2%。

图表 25. 2013 年华扬联众营业收入的来源行业分布

客户所处行业	金额(万元)	占比(%)
汽车	73,815	32.7
快速消费品	49,155	21.7
广告	43,421	19.2
电子商务	15,661	6.9
电信	12,899	5.7
医药	4,485	2.0
金融	4,447	2.0
服装	4,069	1.8
其他	18,119	8.0
合计	226,071	100.0

资料来源：华扬联众招股说明书，中银国际证券

图表 26. 2013 年华扬联众前五大客户销售情况

序号	客户	销售金额(万元)	占收入比例(%)
1	上汽通用	40,882.8	18.1
2	盟博广告(上海)有限公司	15,179.4	6.7
3	宝马	15,094.6	6.7
4	蒙牛	11,331.3	5.0
5	百胜集团	10,697.4	4.7
合计		93,185.6	41.2

资料来源：华扬联众招股说明书，中银国际证券

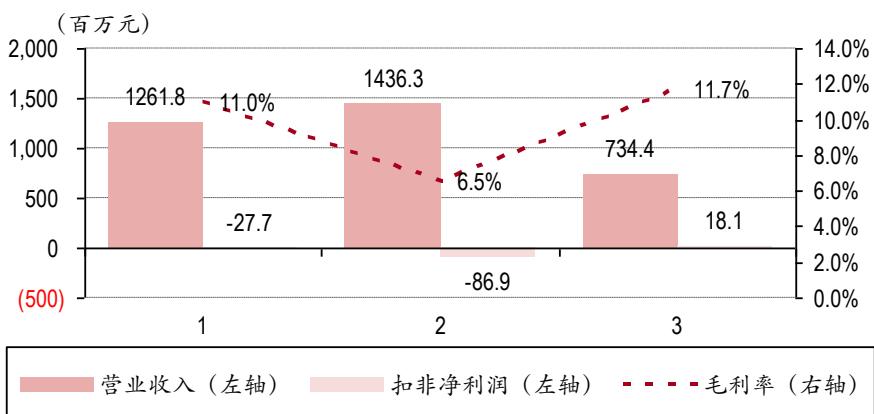
技术平台：在互联网营销的自动化平台技术方面，公司是国内综合实力最强的企业之一，公司已建设完成的精准营销系统涵盖了对海量用户行为的 Cookie 跟踪、用户行为监测、海量数据仓储、数据挖掘分析、用户模型识别、网页数据爬取、中文分词及语义识别、精准营销投放及其学习等关键技术环节，主要应用于智能化识别、分析和广告投放的系统平台建设，是行业技术竞争的热点和核心。另外，公司在业务辅助系统的技术领域也具有竞争优势，主要用于公司的展示类营销、搜索引擎营销、内容营销等领域。公司的业务辅助系统较好地实现了人工业务经验的系统化、自动化，能够高效的辅助业务人员完成服务工作。

同业比较 2：好耶广告——全面互动营销解决方案提供商

好耶成立于 1998 年，主要提供网络营销技术解决方案、品牌数字营销代理服务、精准与效果营销服务，是全面互动营销解决方案提供商。旗下子公司好耶上海成立于 2014 年 2 月，主要负责互联网营销业务。2015 年 10 月，华谊嘉信拟以现金收购浩耶上海 100% 股权，作价为 4.67 亿元。

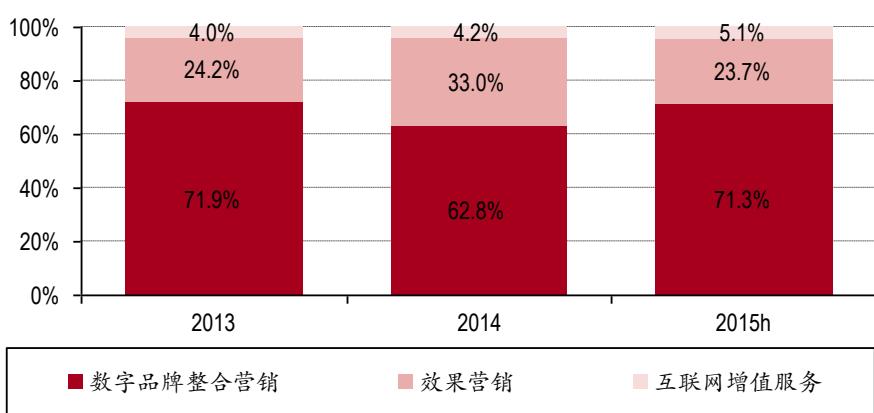
好耶上海的主营业务为互联网营销业务。具体分为三部分：1) 数字品牌整合营销，主要为展示类营销业务（包括移动互联网营销）；2) 效果营销业务，主要为搜索引擎营销和精准营销业务；3) 互联网增值服务，主要为营销网页建设和内容营销。2014 年，华扬联众实现营业收入 14.36 亿元，归母净利润为 -8,693 万元，毛利率为 6.5%。公司主营业务分为数字品牌整合营销、效果营销和互联网增值服务，2014 年三者占比分为 62.8%、33%、4.2%。

图表 27. 好耶上海历年经营数据



资料来源：华谊嘉信公司公告，中银国际证券

图表 28. 好耶上海业务结构



资料来源：华谊嘉信公司公告，中银国际证券

好耶上海盈利模式：

- 1) 数字品牌整合营销业务：采用向客户收取广告费的方式获取收入和利润，在服务内容上除广告投放外还提供一系列增值。利润来源于广告主支付的服务费、媒体奖励以及媒体配送资源。
- 2) 效果营销业务：主要通过返点或广告赠送实现盈利，好耶上海通过约定充值返点比例和广告赠送的模式制定向客户的销售报价，通常计价模式为 100 返**，即客户每充值 100 元，好耶上海保证账户金额不少于 100+** 元。

好耶上海的客户群以电商、汽车、快消为主。2015 年 1-6 月，电商、汽车、快消行业客户营收分别占其总营收的 41.79%、26.55% 和 7.7%，2015 年 1-3 月前五大客户分别为京东商城、杭州互秀、现代汽车、奇瑞汽车、达能饮料，前五大客户销售额累计占比为 64.14 %。

图表 29. 好耶上海客户行业分布

客户行业分布	2015年1-6月	
	金额(万元)	占比(%)
电商类	30,687.06	41.79
汽车类	19,499.56	26.55
食品饮料、快速消费品	5,653.29	7.70
金融类	5,378.16	7.32
母婴类	892.54	1.22
运营商、家电工业产品	2,714.18	3.70
IT及消费电子类	4,288.98	5.84
地产类	2,508.91	3.42
医药保健品	1,812.57	2.47
合计	73,435.26	100.00

资料来源：华谊嘉信公司公告，中银国际证券

图表 30. 2015年1-3月好耶上海前五名客户销售情况

客户名称	终端客户	营业收入 (万元)	占当期营业收入总额的比例(%)
北京京东世纪信息技术有限公司	京东商城	12,706.88	17.30
杭州互秀电子商务有限公司	杭州互秀	8,870.75	12.08
北京伊诺盛北广广告有限公司	现代汽车	8,277.54	11.27
安徽奇瑞汽车销售有限公司	奇瑞汽车	5,134.03	6.99
达能（中国）食品饮料有限公司	达能饮料	3,486.45	4.75
合计		38,475.66	64.14

资料来源：华谊嘉信公司公告，中银国际证券

技术平台：浩耶上海以效果营销为导向进行营销方案和技术的开发，在 DSP 技术、DMP 平台建设和自有 Trading Desk 建设方面具有较强的技术应用和数据分析优势。DMP 即数据管理平台，主要功能是通过将各种来源的数据进行规范化、标签化管理，为 DSP 等提供数据支持，能指导更加精准的广告投放，以提升广告投放的效果。浩耶上海的 smart max 的智能广告程序化购买解决方案是利用应用自身 DSP 平台、DMP 平台建设的广告运营平台。

腾信股份与华扬联众、好耶上海的对比

1.盈利能力方面，腾信股份收入最低，但毛利率和净利率最高。2013 年，腾信股份实现收入 8.39 亿元，净利润 8,954 万元，毛利率 18.35%；华扬联众实现收入 22.61 亿元，净利润 8,236 万元，毛利率 17.68%；好耶上海实现收入 14.36 亿元，净利润 8,693 万元，毛利率 6.53%。因此，腾信股份尽管在营收规模上远低于华扬联众和好耶上海，但其毛利率和净利率最高反映出其强大的成本控制能力。

2.主营业务方面，腾信股份的互联网公关业务具备亮点。腾信的主营业务为互联网广告业务和互联网公关业务，其中互联网广告业务占比平均在 90%以上。华扬联众的主营业务是为客户提供一系列主流的网络营销业务，好耶上海的主营业务是数字品牌整合营销和效果营销为主的网络营销业务以及以营销网页建设和内容营销为主的互联网增值服务。相比之下，腾信股份的互联网公关业务颇具特色，公司提早布局新兴的互联网公关业务，将形成较强的先发优势。

3.客户群方面，三家公司覆盖的客户群行业重合度高。腾信股份的客户群以快消(47.24%)、金融(18.42%)、汽车(12.35)为主，华扬联众的客户群以汽车(32.7%)、快消(21.7%)、广告业(19.2%)为主，而好耶上海的客户群以电商(41.79%)、汽车(26.55%)、金融(7.32%)、快消(7.7%)为主，可以看出，三者均在快消行业和汽车行业形成重要布局，因此，行业竞争度较高。

4.客户集中度方面，腾信股份的客户集中度最高。腾信股份2013年前五大客户销售额占总收入比重为82.3%，2015年前三季度该比重为95.17%；华扬联众2013年前五大客户销售额占比为41.2%；好耶上海2015年1-3月前五大客户销售额占比为64.14%。总体来看，腾信股份的客户集中度最高，对单一大客户存在较强的依赖性。

5.技术平台方面，三家公司各有所长。腾信股份不仅拥有自主研发的七大核心技术平台，还有为互联网公关服务提供支持的SOM舆情监督技术系统和网络公关营销技术系统；此外还移动营销相关技术系统。华扬联众拥有行业领先的精准营销系统以及业务辅助技术系统。而好耶拥有以效果营销为导向的DSP等技术。可见，腾信股份在技术平台建设方面不输两大数字营销公司。

图表 31. 三家公司对比总结

公司	盈利能力	主营业务	主要客户群	前五大客户销售额占比(%)	技术平台
腾信股份	2013年收入8.39亿元，净利润8,954万元，毛利率18.35%	互联网广告业务，互联网公关业务	快消、金融、汽车	95.2	自主研发的七大核心技术平台；SOM舆情监督技术系统；网络公关营销技术系统；移动营销技术系统
华扬联众	2013年收入22.61亿元，净利润8,236万元，毛利率17.68%	互联网营销业务	汽车、快消、广告业	41.2	精准营销系统；业务辅助技术系统
好耶上海	2013年收入14.36亿元，净利润-8,692万元，毛利率6.53%	互联网营销业务，互联网增值服务	电商、汽车、金融、快消	64.1	以效果营销为导向的DSP技术

资料来源：公司公告，华扬联众招股说明书，华信嘉谊公告，中银国际证券

总结来看，腾信股份的优势有：

- 1) 公司毛利率和净利率高于其他两家公司，显示出强大的成本控制能力；
- 2) 公司在互联网公关业务方面具备先发优势；
- 3) 腾信股份拥有强大的自研技术平台，技术优势明显。

投资车风网，加码布局汽车电商平台

投资目的：垂直化拓展行业领域，链接“网络营销+电商”

切入汽车产业链，垂直拓展行业领域。公司从2014年下半年以来发力拓展汽车行业的客户，截至2015年前三季度，一汽大众销售和一汽轿车销售成为公司前五大客户。并且公司已与一汽、上汽、东风、广汽等厂商建立合作联系。由于汽车产业链很长，线上平台是汽车O2O过程中不可或缺的环节，也是公司切入汽车产业链的理想突破口。公司将结合在网络营销领域的巨大优势，向电商代运营、销售、金融支持等非广告营销环节挺进，增强对用户流量和消费行为的掌控力，从而为更长远地向汽车后市场延伸提供坚实基础。

缓解客户集中度过高导致的客户流失风险。公司目前客户集中度过高，2015年前三季度前五大客户销售收入占公司总收入的比重为95.17%，因此大客户的流失对于公司收入影响较大。一汽大众销售和一汽轿车销售作为公司前五大客户，与其合作关系的维系对公司业绩的稳定至关重要。因此，通过将网络营销和电商相结合，拓展汽车产业链，完整服务项目，一方面加强与汽车客户的联系，增强汽车客户稳定性；另外对于增强公司用户的流量和消费掌控力有重要意义。

交易情况：二度投资车风网，累计持有46%股权，成为控股股东

2015年5月，公司向上海车瑞信息科技有限公司新增出资额3,000万元，收购其11.1111%的股权。2015年7月，公司拟以自有和筹集资金不超过5亿元增加投资车瑞。本次增资后公司在车瑞持股比例将由11.1111%变成46.0000%，公司将成为车瑞的绝对第一大股东，同时对车瑞未来的经营决策有重大影响力，车瑞将变更为公司控股子公司并纳入合并报表范围。

车风网是国内唯一切入汽车交易环节的汽车电商平台

车风网隶属于上海车瑞信息科技有限公司，成立于2013年10月，创始人兼CEO王作梁，公司的注册资本为1,349,997.99元。车风网通过与4S店合作，为用户提供专业、透明的购买服务。车风网目前拥有一汽、广汽、上汽、别克英朗等上百种车型，8w-15w的汽车占比60%以上。目前开通服务的城市有上海、北京、广东、山东、江苏、浙江、湖北、湖南、四川、重庆等，其中北京、上海的销量约占60%。

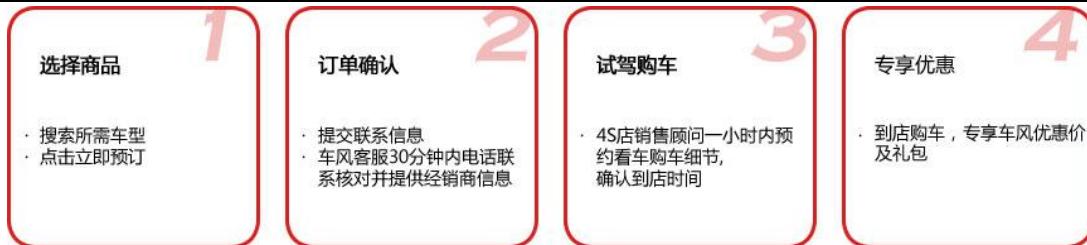
“买断”是车风网区别于其他汽车电商的核心模式。目前市场上的汽车电商主要的经营模式为“集客”模式，例如惠买车，以汽车市场价为参考，网站留下用户的联系方式和资料，再和4S店的服务人员进行对接，用户要去每个4S店进行讨价还价，购买周期和流程很长。与这种导流型汽车电商不同的是，车风网直接以“买断整车定价权”的形式从汽车厂商和经销商批量购车，剔除了中间环节的差价，真正做到明码标价，并通过批量购车在议价环节建立价格优势，把利润留给消费者。另外由于车风网有自己的价格和库存的情报系统，了解主流车型在当地的零售价格和需求，通过直接去找当地供应商及4s店谈判，可以以一个合理的价格买断车源。

目前，车风网已与国内一汽、上汽、东风、广汽等厂商建立了合作关系。由于直接帮助厂商及经销商去库存，车风网与厂商以及经销商保持密切的关系。车风网与厂家的合作涉及两部分：1) 对老车型的整体包销；2) 协助销售热销车型，厂商给车风网的价与给4S店的价相比，相当于减去厂商的营销成本，所以一般要低两三个点。车风网在拿货上有一定的主动性，如包销多少车、每个月卖多少台由车风网自主决定。

与4S店达成合作共赢模式。消费者可以亲自去车风网指定的4S店提车，享受与4S店购车同等礼遇与服务，同时缩短购车流程。车风网目前与约500家4S店达成合作，这些4S店帮助车风网代收购车款。4S店与车风网之间的合作关系由汽车厂商、车风网及4S店联合洽谈商定。而4S店愿意与车风网建立合作关系的基础主要有两点：1) 车风网能够为4S店带来用户增量，帮助4S店消化库存。2) 车风网目前只做汽车在线交易的“裸车”业务，汽车金融、保险、配车等后市场都由4S店做，从而提高4S店的收入来源。因此，车风网与4S店之间是一种合作共赢模式。

在车风网买车的具体流程为：用户向车风网提交购车意向，30分钟内会有客服根据用户意向，与用户谈具体的车型、颜色、配置、付款方式、车牌等问题，然后报价，用户如果接受，客服会告诉用户这台车何时可以在哪个4S店或线下网点去提。车风在合作的4S店安装有pos机，用户在4S店完成价格的支付。

图表 32. 用户在车风网上购车全流程



资料来源：车风网官网，中银国际证券

车风网主要盈利来源为汽车的买卖差价。车风网的主要经营模式为买断车型并向消费者直接出售，因此其主要盈利来源为汽车的买卖差价，此外，还有一部分来自厂商的销售返点。而传统汽车电商的主要模式为价格的中间商，主要盈利来源为销售返点。

物流效率高。车风网可以保证一周内交车，即使从北京调库到深圳也只要5天。而目前从4S店订车到取车一般需要一个月时间。线上转化速度远大于比线下，这是车风网获取用户的巨大优势。

销售转化率高。通过车风网购车，流程上省去了议价的环节，因此销售转化效率较提供销售线索导流模式要高很多，目前车风网销售转化率能做到18.5%，而一般汽车资讯网站的销售线索导流转化率不到2%。

车风网“双11”订单火爆，全年销量有望突破6万辆。根据车风网官网微信披露的数据，2015年11月8日至2015年11月11日四天内，车风网订单总金额34亿，订单总数17,744辆，活动参与总人数58,377人次。

参与品牌：43个。销量排名前五为北京现代、通用雪佛兰、一汽大众、长安福特。

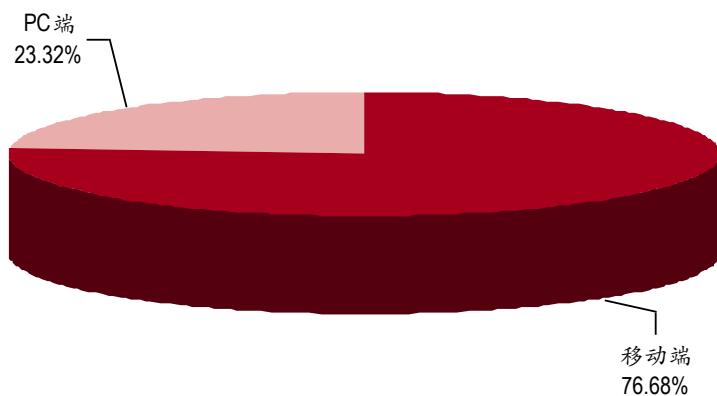
参与车系：212个。销量前五名为雪佛兰 科鲁兹、别克 英朗、斯柯达 明锐、大众 速腾、现代 朗动。

移动端与 PC 端的比例分别是 76.68% 和 23.32%。

城市分布：订单量前五名的城市分别为上海、北京、成都、深圳、台州。

公司原销量目标是 2015 全年销售量为 5 万辆，2016 年保守目标是 20 万台，目标是成为全国前十汽车经销商之一。根据 10 月披露的销售数据，10 月份完成新车销售 11,880 台，截至 10 月累计销售量为 46,847 台，那么考虑“双 11”的销量及年底之前的销量，预计全年销量突破 6 万台，有望超过公司原先设定的 5 万台销售目标。

图表 33. 双 11 期间车风网移动端和 PC 端销售比例



资料来源：车风网官方微信号，中银国际证券

图表 34. 双 11 期间车风网参与品牌和参与车系销量前五名



资料来源：车风网官方微信号，中银国际证券

图表 35. 双 11 期间车风网按城市划分的订单量

城市	订单量 (辆)
上海	6,416
北京	4,025
成都	2,728
深圳	1,174
台州	974

资料来源：车风网官方微信号，中银国际证券

汽车电商与互联网营销业务形成协同

1) **数据方面**，腾信耕耘网络营销多年，积累了大量用户资料，通过数据分析捕捉用户手机号等资料，通过微博、微信等媒体记录分析用户行为，方便车风网做数据分析，而车风网自身汽车建模能力很强，销售转换率很高，未来这方面将走向更全面的合作。

2) **资金方面**，车风网开辟了新型的汽车销售模式，由于周转速度太快，短期面临较大的资金需求，如何低成本拿到大量资金对车风网形成挑战，而腾信作为上市公司，具有较强的融资能力。

3) **用户与车源方面**，腾信与很多大的汽车厂商，如一汽、东风、广汽都有合作，并且最近一年来腾信在汽车产业吸引了很多用户，因此在车源和用户方面将为车风网提供资源。另外，腾信的网络营销业务帮助解决汽车厂商自身汽车电商规划和布局问题，例如汽车厂商线上线下渠道如何配合，定价策略如何实施，组织结构如何保障等问题。通过引导整车厂商的互联网广告投放，帮助车风网获取车源，同时提升了车风网品牌知名度。

未来将持续完善汽车电商生态链，汽车后市场潜力大

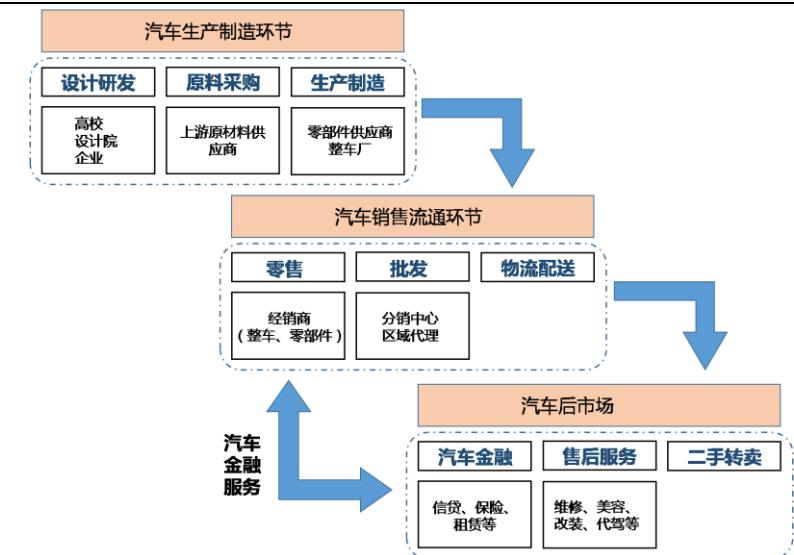
- 1) 公司将进一步加强与汽车品牌的合作，以便在未来获得更多的车源；
- 2) 拓展提车点。车风网目前拥有 500 家提车点，4S 店主要分布在上海、浙江、宁波等地，公司年底计划突破 1,000 家，最终目标达到 3,000-5,000 家；
- 3) 布局汽车后市场。车风网目前只做汽车线上交易的“裸车”业务，汽车金融、保险、配车等后市场都由 4S 店做。未来随着车风网汽车电商交易规模的不断提升，公司将充分利用汽车行业金融属性，从库存金融、消费信贷、保险等方面进入具有 7,000 亿规模的汽车后市场。一方面通过汽车产业链的整合为客户提供一站式服务，降低用户各环节的成本；另一方面将大大提高车风网的业务毛利率，扩展盈利空间。

“汽车产能过剩+政策支持+汽车电商发展不足”为车风网发展带来机遇

汽车行业产业链介绍

广义上汽车行业产业链包括：汽车生产端、销售流通端和汽车后市场。其中，汽车生产端包含汽车产品设计研发、汽车原料采购、汽车零配件制造、整车装配等；汽车销售流通端包含汽车零售批发、汽车物流配送等；汽车后市场包含汽车金融、售后服务、二手车买卖等。车风网属于汽车产业链中的销售流通环节。

图表 36. 汽车产业链示意图



资料来源：中银国际证券

汽车行业：产能过剩严重

汽车行业产销缺口加大。2014年是中国汽车产业过剩的元年，2015年产能过剩尤其明显。自2013年以来，汽车的总产量大于销售量并逐年增长，2014年，汽车生产数与销售数的缺口达23.1万辆，创下新高。中国汽车销售高增长的福利已经消失，未来4年汽车产能的过剩仍会持续，亟需更多的渠道来释放。

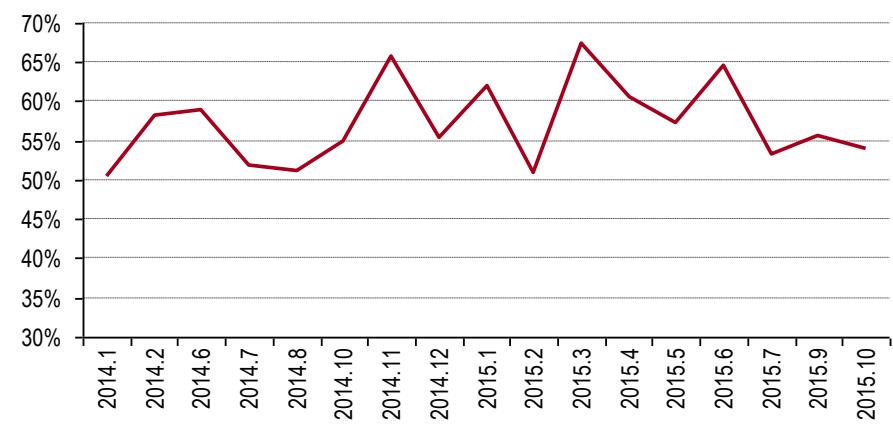
图表 37. 中国历年汽车产销量及缺口



资料来源：工信部，中银国际证券

汽车经销商面临巨大库存压力。在汽车市场从卖方市场向买方市场转变过程中，经销商面临的库存压力日益加大。根据中国汽车流通协会发布的“中国汽车经销商库存预警指数调查”VIA (Vehicle Inventory Alert Index) 显示，自2014年年初到2015年10月份之间的22个月份中，库存预警指数超过50%的有16个月，占比72.7%。经销商面临人员流失、资金紧张等问题，滞销车型清库库存压力大，没有足够资金购进畅销车型，库存结构不合理。

图表 38. 2014-2015 年中国汽车经销商库存预警指数趋势图



资料来源：中国汽车流通协会，中银国际证券

政策层面：国家层面反垄断导向，新车电商迎来利好

近几年来，国家层面加大对汽车行业的监管，反垄断导向日益凸显。这些政策动向预示监管部门对汽车厂商的反垄断进程不断推进，汽车跨区销售这一制约新车电商发展的最重要限制已经松动。

政策导向 1：2014 年 7 月，国家工商总局发布《关于停止实施汽车总经销商和汽车品牌授权经销商备案工作的公告》，这一政策的出台将使原有的新车流通渠道发生变革，利好新车电商。

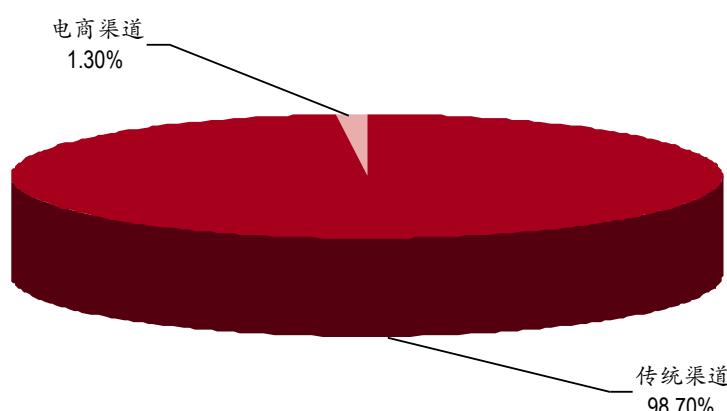
政策导向 2：监管部门自 2014 年以来密集启动汽车业反垄断调查，调查领域主要集中在三块：整车价格、配件和保养价格以及捆绑营销等。包括克莱斯勒、奥迪、奔驰在内的多家汽车厂商被查出存在垄断行为。

政策导向 3：商务部正在对《汽车品牌管理办法》进行修订。新的办法包括建立退出机制、对搭售行为进行罚款以及对经销商的授权从一年改为五年，这三点首次提出了对主机厂的惩罚机制，为经销商争取更多利益。

新车电商：目前渗透率低，且功能存在局限性

新车电商渗透率低。目前，新车主要销售渠道以线下的 4S 店为主，线上销售占比较低。2014 年新车电商相对于传统渠道渗透率仅为 1.3%，远低于其他消费品的电商渗透率，因此，汽车电商化的发展空间大。

图表 39. 2014 年新车电商渗透率预估值



资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

新车电商平台普遍存在功能上的局限性。目前市场上主要存在的电商平台主要有三种类型：综合电商平台、汽车网站、厂商电商平台。这些电商平台模式各有优势，但同时存在共同的问题：1) 价格不透明，消费者仍需在线下与经销商确定价格。2) 客户线上下单，线下能够按时交车仍有障碍，线上线下如何对接需要更好解决。3) 新车电商如何盈利仍不清晰。

图表 40. 当前新车电商的三种类型

新车电商平台类型	举例	特点
综合电商平台	天猫、国美在线、京东、苏宁易购	1) 电商品牌效应，强大的资金实力。2) 互联网及移动互联网流量入口。3) 平台优势，具备支付，数据，金融等方面的服务能力。
汽车网站	汽车之家、易车网、搜狐汽车、车讯网	1) 多年汽车网媒的用户积累，精准覆盖车主及潜在购车用户。2) 对潜在购车用户的行为和需求有更精确的把握。3) 与各品牌各区域的经销商有深入的合作。
厂商电商平台	车享网（上汽集团）、哈弗商城（长城汽车）、庞大集团电子商城	1) 拥有线下经销网络。2) 线下门店的服务能力，为购车用户提供售中和售后的相关服务。3) 新车市场集中，大企业有强势的市场话语权。

资料来源：易观智库，中银国际证券

车风网与汽车之家、车享网及天猫汽车模式对比

汽车之家：专业汽车门户网站

汽车之家是盛拓传媒旗下成立于 2005 年 6 月，是中国领先的乘用车“垂直互动网络媒体”，也是全球访问量最大的汽车网站，国内互联网汽车用户 50% 以上的时间花费在汽车之家。汽车之家于 2014 年 6 月正式推出“车商城”，定位为线上的优惠购车平台，是汽车之家从媒体平台向交易型平台转型的重要布局。

商业模式：汽车之家在创立之初定位为汽车信息平台，直接受众人群是消费者，同时作为媒体平台能够为经销商提供大量的销售线索。“车商城”依托汽车之家的庞大用户流量，通过优惠的方式筛选出准确的购车需求并引导至经销商。车商城目前主要以部分车型的优惠和返现等形式吸引消费者线上下单。

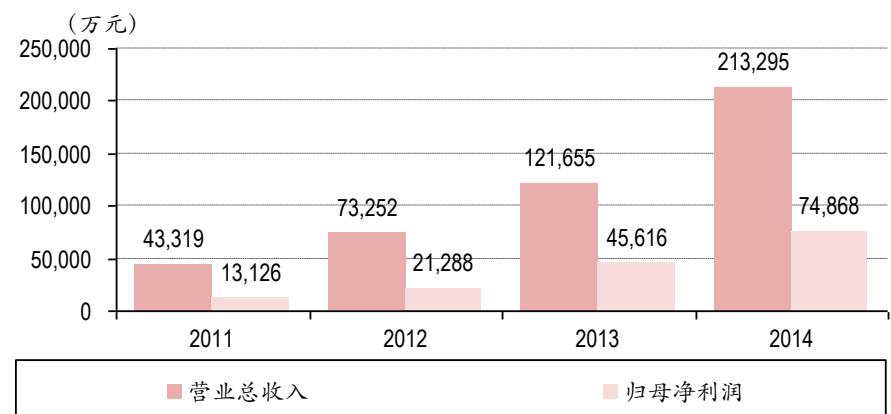
盈利方式：以信息平台、论坛起步的汽车之家坐拥巨大流量，盈利来源为广告营收和经销商会员营收，其中广告收入为公司主要收入来源。

(1) 广告收入。包括厂商广告与经销商广告两部分。

(2) 经销商会员收入。网站目前覆盖了全国上万家经销商，用户可以在网站上快速找到合适的经销商及报价信息。很多经销商成为汽车之家的付费会员，这些会员按季度或年度支付固定费用，可以更新汽车报价、位置等信息，同时在用户搜索时可享受排名靠前、客户管理关系、互动以及数据分析等服务。

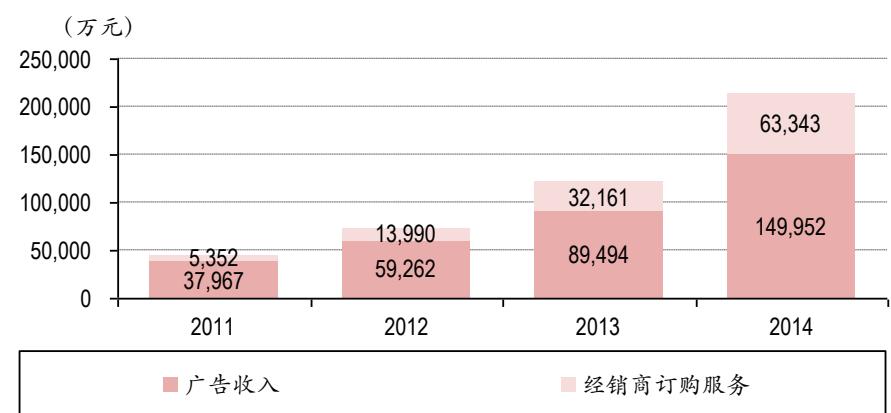
营收情况：2014 年，汽车之家实现营业收入 21.33 亿元，实现归母净利润 7.49 亿元。分业务来看，2014 年汽车之家广告收入为 15 亿元，占公司总收入比重为 70.3%；经销商订阅服务收入为 6.33 亿元，占总收入比重为 29.7%。

图表 41. 汽车之家营业收入及归母净利润



资料来源：万得，中银国际证券

图表 42. 汽车之家分业务收入



资料来源：万得，中银国际证券

车享网：中国汽车市场首个 OTO 电子商务平台

车享网是上汽集团打造的 O2O 电商平台。注册资金 2 亿元人民币，于 2014 年 3 月 27 日正式上线。车享平台以用户为中心，通过线上线下无缝对接的电子商务模式，紧密围绕与汽车息息相关的业务，从用户选车开始到购车、用车、换车的全程使用周期，为用户提供全程服务的一致体验。

商业模式：1) 依托上汽集团拥有的超过 2,000 万车主用户，以及在国内占据 25% 份额的市场地位，构建汽车生活社区，同时利用线上平台带动线下整车销售。车享网为上汽旗下的各地经销商搭建线上的交易服务平台，将来自线上需求分发给对应的经销商。车享价只是参考值而不是最终价格，消费者的具体成交价格要去店里确认最终价格。2) 会员制服务：目前，上汽只针对在车享平台进行消费的用户开放会员服务——称为“车享汇”。只要在车享网注册成为会员，即可拥有道路救援、代驾服务、免费洗车、加油优惠、租车优惠等权益。

盈利方式：目前盈利模式尚不清晰，但广告投放不会成为其主要盈利渠道。

经营情况：上汽集团内包括大众、荣威、别克、雪佛兰等 9 大品牌悉数被纳入，未来将逐步吸纳更多品牌。平台上线 4 个月共成交 1,800 辆车，通过车享平台促成经销商的销量超过 5,000 辆，覆盖范围扩展到 32 个城市 615 家经销商。2015 年目标用户过百万，明年目标覆盖千万用户。

天猫汽车频道：背靠最大综合电商平台的汽车电商

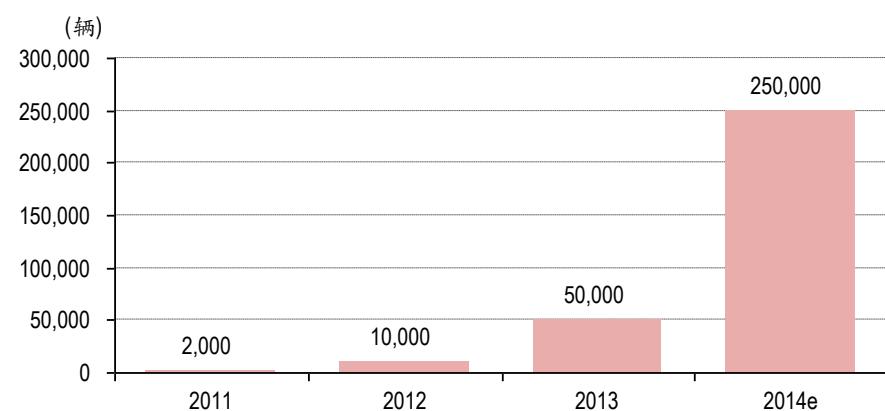
汽车频道是天猫商城中销售汽车类相关产品和服务的频道，包括了全新整车、汽车用品、汽车维修养护服务三大类。其中的新车类目中，几乎囊括了国内主要的乘用车品牌，各大车企都在天猫商城上建立了自己的品牌旗舰店。

商业模式：目前在天猫上销售的汽车，已经逐渐演变出三种模式。1) 完全的线上专供模式，厂商统一定价，只能线上下单，线下提车；2) 厂商提供的天猫专供款车型，以雪弗兰为代表，消除线上线下价格对比的落差，减少厂家和经销商的利益冲突；3) 同款车型在线上线下同时销售，但是价格并不固定，需要消费者自己去线下议价。

盈利模式：目前主要盈利来自于店铺租金以及广告收入，未来有可能将盈利模式拓展至交易佣金，汽车金融，汽车保险等领域。

经营状况：天猫汽车近几年的销量增长保持在 5 倍左右，2013 年销售量达 5 万辆，天猫平台对汽车销售的扶持，大大地刺激了消费者线上购车。

图表 43. 天猫汽车销量数据



资料来源：公开资料，中银国际证券

图表 44. 车风网与汽车之家、车享网及天猫汽车的对比

公司	经营模式	流量	盈利来源	销售转化率
车风网	买断车型，获得整车的定价权	低	汽车买卖差价及部分厂商返点	高，18.5%
汽车之家	TOC（消费者导购），TOB（为经销商提供销售线索），无定价权	高	广告收入，经销商会员收入	低，不到 2%
车享网	目前是为经销商提供销售线索，无定价权	低	目前盈利模式尚不清晰	高
天猫汽车	分三种：1) 完全的线上专供模式；厂商统一定价 2) 天猫专供款车型；3) 同款车型在线上线下同时销售	高	店铺租金以及广告收入	低

资料来源：公司公告，万得，公开资料，中银国际证券

总体来看，由于车风网开创了“买断整车定价权”的独特模式，在销售转化率、盈利模式等方面与其他类型汽车电商相比有了很大改善，后续借助腾信股份的资金、营销、用户、车源等优势，将逐步提高在汽车电商中的竞争力，并为进一步拓展至汽车后市场奠定基础。

盈利预测

公司是市场上纯正的互联网营销标的，具备“技术+客户+媒介”等核心优势，公司主营业务互联网广告业务和互联网公关业务具备很高的内生增长，同时外延并购汽车电商平台车风网，实现“互联网营销+电商”双轮增长。预测公司2015-2017年分别盈利1.49亿、2.11亿、3.02亿元，按照当前总股本3.84亿计算，预计2015-2017年每股收益分别为0.39、0.55、0.79元。参考市场上互联网公司和营销公司估值，以118倍2016年市盈率作为目标价格基础，得出股本目标价65.00元，首次评级买入。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	693	839	1,401	1,928	2,648
销售成本	(568)	(685)	(1,152)	(1,577)	(2,154)
经营费用	(30)	(42)	(73)	(103)	(141)
息税折旧前利润	95	112	176	247	353
折旧及摊销	(6)	(5)	(3)	(2)	(2)
经营利润(息税前利润)	89	106	173	246	351
净利润收入/(费用)	0	(1)	(0)	(0)	(0)
其他收益/(损失)	0	(3)	(3)	(4)	(5)
税前利润	89	102	170	242	346
所得税	(11)	(13)	(22)	(31)	(44)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	78	89	149	211	302
核心净利润	78	89	149	212	303
每股收益(人民币)	1.619	1.387	0.387	0.550	0.786
核心每股收益(人民币)	1.631	1.395	0.389	0.553	0.790
每股股息(人民币)	0.000	0.158	0.029	0.041	0.059
收入增长(%)	3	21	67	38	37
息税前利润增长(%)	18	19	63	42	43
息税折旧前利润增长(%)	17	18	58	41	43
每股收益增长(%)	29	(14)	(72)	42	43
核心每股收益增长(%)	30	(15)	(72)	42	43

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	89	102	170	242	346
折旧与摊销	6	5	3	2	2
净利息费用	1	1	0	0	0
运营资本变动	(41)	(133)	(142)	(191)	(223)
税金	(11)	(13)	(22)	(31)	(44)
其他经营现金流	4	6	(0)	(0)	(0)
经营活动产生的现金流	47	(31)	10	22	81
购买固定资产净值	(0)	(2)	(144)	129	(9)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	(5)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(0)	(7)	(144)	129	(9)
净增权益	0	16	320	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	0	(13)	(15)	(21)
其他融资现金流	(8)	343	(379)	(6)	0
融资活动产生的现金流	(8)	359	(72)	(21)	(21)
现金变动	39	321	(207)	130	51
期初现金	151	190	511	304	435
公司自由现金流	47	(38)	(134)	152	72
权益自由现金流	47	(38)	(134)	152	72

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	190	511	304	435	486
应收帐款	267	364	663	835	1,147
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	39	75	144	176	239
流动资产总计	496	949	1,111	1,446	1,872
固定资产	4	5	146	8	9
无形资产	6	2	0	0	0
其他长期资产	0	0	(1)	0	0
长期资产总计	15	13	154	22	29
总资产	511	962	1,265	1,468	1,901
应付帐款	112	126	309	292	399
短期债务	20	20	20	20	20
其他流动负债	52	49	92	123	169
流动负债总计	184	195	421	435	587
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	2	2	2	2
股本	48	64	384	384	384
储备	279	702	458	648	928
股东权益	327	766	842	1,032	1,312
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	511	962	1,265	1,468	1,901
每股帐面价值(人民币)	6.81	11.96	2.19	2.69	3.42
每股有形资产(人民币)	6.70	11.93	2.19	2.69	3.42
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.54)	(7.67)	(0.74)	(1.08)	(1.21)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.7	13.3	12.6	12.8	13.3
息税前利润率(%)	12.9	12.7	12.3	12.7	13.2
税前利润率(%)	12.8	12.1	12.1	12.5	13.0
净利率(%)	11.2	10.6	10.6	11.0	11.4
流动性					
流动比率(倍)	2.7	4.9	2.6	3.3	3.2
利息覆盖率(倍)	69.2	73.8	6,357.4	9,031.2	12,896.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.7	4.9	2.6	3.3	3.2
估值					
市盈率(倍)	25.5	29.8	106.8	75.1	52.6
核心业务市盈率(倍)	25.3	29.6	106.2	74.8	52.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	39.8	46.6	167.1	117.6	82.3
市净率(倍)	6.1	3.5	18.9	15.4	12.1
价格/现金流(倍)	42.0	(84.2)	1,669.9	719.5	196.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	165.4	137.7	88.5	62.5	43.7
周转率					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	118.1	137.0	133.7	141.8	136.6
应付帐款周转天数	53.6	51.8	56.7	56.9	47.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	15.1	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	26.5	16.2	18.5	22.5	25.7
资产收益率(%)	17.1	12.6	13.6	15.7	18.2
已运用资本收益率(%)	28.8	18.8	21.0	25.7	29.4

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

腾信股份(300392.CH/人民币 41.32, 买入)

华谊嘉信(300071.CH/人民币 12.31, 未有评级)

上汽集团(600104.CH/人民币 21.14, 买入)

汽车之家(ATHM.US/美元 30.56, 未有评级)

以 2015 年 12 月 3 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371