



买入

64% ↑

目标价格:人民币 50.00

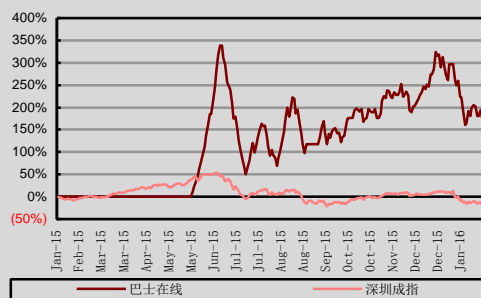
002188.CH

价格:人民币 30.50

目标价格基础:110倍 16年市盈率

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(25.0)	(31.3)	(7.9)	172.3
相对深证成指	2.9	(4.4)	11.0	191.2

发行股数(百万)	300
流通股(%)	42
流通股市值(人民币 百万)	3,812
3个月日均交易额(人民币 百万)	259
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
上海天纪投资有限公司	20

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年1月26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

电子: 电子制造

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

巴士在线

“移动+”智能、媒体、视频、社区, “3+1”模式构建业内领先公交移动生态圈

巴士在线股份有限公司(原名浙江新嘉联电子股份有限公司)成立于2000年5月, 2007年11月在深圳中小板上市。公司传统业务为微电声相关产品的研发、生产和销售, 2015年11月公司完成对公交移动电视媒体巴士在线科技有限公司的收购, 形成移动电视媒体业务、我玩、我拍、传统硬件制造四大业务, 并于2016年1月22日更名为巴士在线股份有限公司。公司拥有“CCTV移动传媒”的权威品牌, 具备全国范围内移动媒体运营优势, “我拍”、“我玩”业务与移动电视业务协同性强, 智能硬件业务将与其他三大业务合作, 软硬结合, 共享客户资源, 四大业务助力公司成为中国公交移动生态圈领导者。我们对其给予买入的首次评级, 目标价格50.00元。

支撑评级的要点

- 拥有“CCTV移动传媒”的权威品牌。巴士在线是CCTV唯一户外移动电视频道, 承载CCTV权威品牌公信力, 增强品牌传播的可信度。同时, 公司通过AB网覆盖全国150个城市, 具备全国运营优势。
- 通过“我拍”和“我玩”分别打造移动视频自媒体社区和公交移动社区。“我拍”将原创视频UGC、移动电视PGC和SNS社交平台相结合, 天然具备直播模式和线上线下互动条件, 为粉丝养成打开窗口。“我玩”主要打造公交场景下的全时互动移动营销平台以及游戏分发与联运平台。
- 公司四大业务协同性强。1) “我拍”与公交移动电视形成内容互动; 2) “我玩”与公交移动电视形成营销互动; 3) 公交移动电视是推广“我拍”和“我玩”的重要平台; 4) 移动智能硬件业务将与其他三大业务合作, 软硬结合, 共享客户资源。

评级面临的主要风险:

- 收购公司业绩不达预期; 行业系统性风险。

估值

- 预测公司2015-2017年盈利776万元、1.36亿元和1.78亿元, 目标价50.00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)	160	116	165	638	778
变动(%)	(28)	(28)	42	288	22
净利润(人民币 百万)	8	(17)	8	136	178
全面摊薄每股收益(人民币)	0.050	(0.111)	0.026	0.454	0.595
变动(%)	(180.4)	(320.9)	(123.3)	1,654.5	31.0
全面摊薄市盈率(倍)	607.1	(274.8)	1,177.8	67.1	51.2
价格/每股现金流量(倍)	(363.2)	(262.1)	(299.6)	83.2	70.9
每股现金流量(人民币)	(0.08)	(0.12)	(0.10)	0.37	0.43
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(528.4)	(640.9)	360.1	47.6	36.4
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

投资摘要.....	3
传统业务收入下滑，移动智能硬件成为转型方向.....	5
收购巴士在线科技 100%股权，三大板块构建公交移动生态圈	9
四大优势打造公司核心竞争力	20
广告行业：营销渠道由传统媒体向新媒体迁移	22
盈利预测.....	34
研究报告中所提及的有关上市公司.....	36

投资摘要

传统业务收入下滑，移动智能硬件成为转型方向

巴士在线股份有限公司（原名浙江新嘉联电子股份有限公司）成立于 2000 年 5 月，2007 年 11 月在深圳中小板上市。公司作为国内领先的微电声产品及服务提供商，拥有自主研发、具有自主知识产权的完整规格的微型电声产品系列。近几年来，公司传统业务受人工成本上升及欧元贬值等因素的影响盈利能力下降，未来传统业务向移动智能硬件方向转型。

移动电视媒体业务：通过 AB 网搭建国内最大公交移动电视平台

公司拥有 CCTV 移动传媒公交频道广告及增值业务的独家经营权。目前，巴士在线设有 18 家分公司，通过 AB 网覆盖全国 150 个城市，共 15 万辆公交车，23 万块液晶屏，日均覆盖人次超过 1.6 亿。其中 A 网为自营公交移动频道，通过 CCTV 移动传媒，公司直接与公交公司合作，自主装屏，独立运营内容和广告，播放频道现已覆盖 25 个主流消费城市。B 网为代理公交电视网络，目前已与全国 125 个城市的公交移动电视媒体运营机构建立合作关系，满足客户覆盖面广泛的投放需求。

“我拍”：打造移动视频自媒体社区

用户集“生产+分享+传播”于一体，打造自媒体社区。“我拍”是巴士在线于 2015 年 4 月上线的一款移动视频节目拍摄制作分享软件，面向对象为 85、90、95 后乘客人群，为用户提供短视频录制、节目特效制作、一键分享、视频社交等功能。用户兼内容“生产+分享+传播”于一体，实现原创视频 UGC、移动电视 PGC 和 SNS 社交平台相结合。目前注册用户已超过 300 万。

线上线下互动，培养艺人推广模式。我拍 APP 在手机屏和移动电视屏双屏联动的基础上，还增加线上线下互动模式。由于我拍主要面向 85、90、95 后乘客人群，这批群体恰好是当前粉丝经济大潮下的主体，通过线上与线下的互动，将成为艺人推广的有效模式。

我拍 APP 天然具备直播模式和线下互动条件，为粉丝养成打开窗口。1) 直播模式变现。与 YY、六间房相比，我拍可以将直播内容在 CCTV 传媒平台进行展示，进一步扩大主播的影响力，提高用户参与度。2) 社交媒体变现。我拍的社交媒体平台主要有我拍 APP、微信号、微博等。可能的变现形式有两种：一种是植入广告的形式，另一种为基于微信的娱乐众筹形式。

“我玩”：打造公交移动社区

打造公交场景下的全时互动移动营销平台。“我玩”是巴士在线于 2015 年 5 月上线的基于公交场景的移动生活社区 APP，目前注册用户已超过 50 万。通过公交电视 L 屏、巴士摇一摇、移动游戏（如疯狂公交）、社区微信公众号、巴士互娱（车载局域网）相结合，向公交电视广告客户提供移动广告营销，实现精准到达。

未来将建立游戏分发与联运平台。我玩 APP 经过前期推广后将拥有庞大的用户群体，从而形成流量入口。在此基础上建立游戏分发与联运平台将有助于将流量变现。“我玩”移动娱乐社区将基于 iBeacon 技术，与优质手机游戏进行深度合作，实现公交场景下的移动竞技及线下活动，提升游戏影响力。此外，还将深耕玩家社区，形成玩家游戏-社交的娱乐闭环，打造线下互动营销新生态。

四大优势构建巴士在线核心竞争力

1.媒体资源优势。1) 拥有“CCTV 移动传媒”的权威品牌。巴士在线是 CCTV 唯一户外移动电视频道，承载 CCTV 权威品牌公信力。2) AB 网覆盖全国 125 个城市，具备全国运营优势。

2.客户优势。巴士在线已与中国移动、可口可乐、宜家、国美电器等上百家国内外知名企业建立了广告业务合作关系，客户资源优质稳定。

3.业务协同优势。1) “我拍”与公交移动电视形成内容互动；2) “我玩”与公交移动电视形成营销互动；3) 公交移动电视是推广“我拍”和“我玩”的重要平台；4) 移动智能硬件业务将与其他三大业务合作，软硬结合，共享客户资源。

4.技术优势。公司拥有新型公交车智能调度移动通信多媒体视听系统和移动信息服务平台等发明专利，是公交调度管理系统的先行者。此外，公司成功开发“我拍”和“我玩”两款移动互联网应用产品，具备技术先发优势。

广告行业：营销渠道由传统媒体向新媒体迁移

传统媒体增速放缓，营销渠道逐渐向新媒体迁移。以电视广告、报纸广告为代表的传统媒体广告增速放缓，2010-2014 年，传统媒体广告市场份额从 82.8% 下降至 70.1%。而以互联网广告和户外新媒体广告为代表的新媒体广告开始成为广告主青睐的方式，新媒体广告市场份额从 17.2% 提升至 29.9%。

巴士在线拥有两大新媒体广告业务。即通过户外新媒体中的公交移动电视媒体开展广告服务，并将通过移动端 APP “我玩”开展移动营销服务。在传统媒体向新媒体迁徙的趋势下，公司两大新媒体广告业务将具备极大的增长潜力。

公交移动电视媒体：封闭环境下的强制接触型媒体。1) 受众覆盖面积广。2) 具有封闭性、垄断性、强制性效果。3) 媒体受众为社会主流消费群体。4) 公交媒体与电视媒体形成强烈互补。

移动营销行业：维持高景气度，移动视频广告迎来爆发期。2014 年，我国移动营销市场规模达到 296.9 亿，同比增长 122%。其中，随着移动端视频用户数量的持续增长，移动营销将逐渐向视频端倾斜，移动视频广告市场具备巨大成长空间。

盈利预测及投资建议

公司当前以移动媒体、移动视频、移动社区和移动智能作为四大核心业务，致力于成为中国公交移动生态圈领导者。根据巴士在线科技有限公司对公司的业绩承诺，其 2015-2017 年归属于母公司所有者的净利润承诺为不低于 1 亿元、1.5 亿元和 2 亿元。合计 2015-2017 年，公司净利润预计为 776 万元、1.36 亿元和 1.78 亿元。本次非公开发行已经完成，按照当前公司总股本 3 亿计算，预计 2015-2017 年每股收益分别为 0.03、0.45、0.60 元。参考市场上互联网公司和营销公司估值，以 110 倍 2016 年市盈率作为目标价格基础，公司目标价 50.00 元，首次评级**买入**。

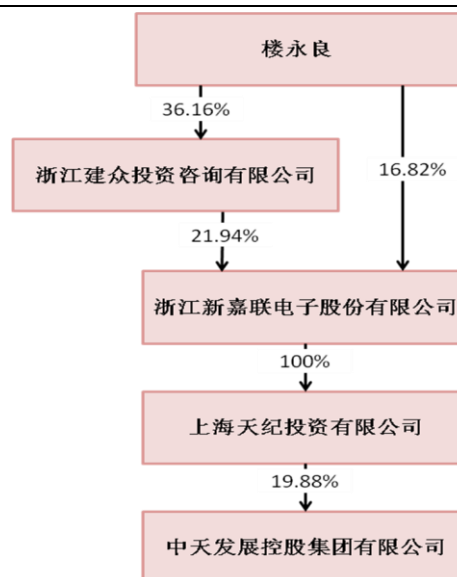
传统业务收入下滑，移动智能硬件成为转型方向

巴士在线股份有限公司（原名浙江新嘉联电子股份有限公司）成立于 2000 年 5 月，公司自成立以来主要从事微电声相关产品的研发、生产和销售。2007 年 11 月在深圳中小板上市。公司主营业务分为受话器、微型扬声器等微电声产品的研发、生产和销售。

股权结构

交易之前，天纪投资持有公司 31,013,002 股股份，持股比例为 19.88%，为公司控股股东。天纪投资为中天发展控股集团有限公司的全资子公司，楼永良通过持有浙江建众和中天发展的股权，为公司的实际控制人。

图表 1. 交易之前公司的股权结构图



资料来源：公司公告，中银证券

传统主营业务

公司传统业务主要为受话器、微型扬声器等微电声产品的研发、生产和销售。

图表 2. 公司传统主营业务示意图



资料来源：招股说明书，中银证券

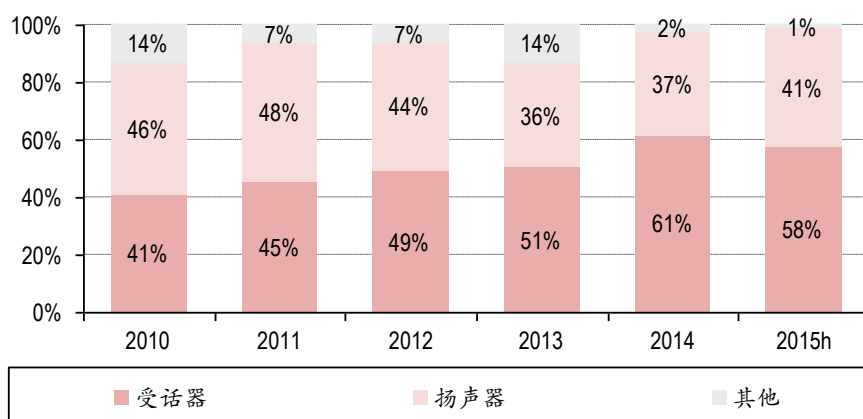
1) 无绳电话受话器

受话器是在无声音泄漏条件下（指紧贴入耳）将音频电信号转换成声音信号的电声器件，广泛应用于通讯终端产品，以实现音频（语音、音乐）重放。公司生产的 SD、MR 系列受话器专业作为通讯终端产品配套。2010-2015 年上半年，公司受话器收入占公司总收入的比重从 41% 上升至 58%，成为公司第一大收入来源。

2) 微型扬声器

微型扬声器是具有小型、薄型结构的微电声换能器，用于在自由声场状态下将音频电信号通过电-声的换能方式转变为失真小并具有足够声压级的可听声音，广泛应用于通讯终端设备及便携式数码电子设备。公司生产的 YD 系列微型扬声器专业为通讯终端产品及便携式数码电子产品等配套生产。2010-2015 年上半年，公司微型扬声器收入占公司总收入的比重从 46% 下降至 41%，为公司第二大收入来源。

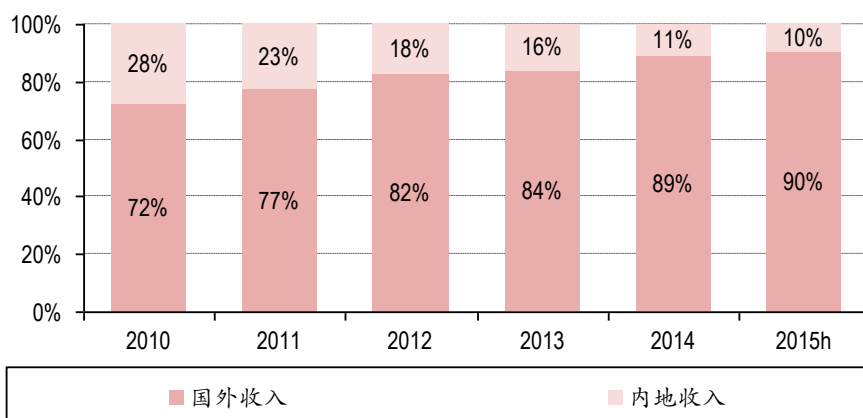
图表 3. 公司历年业务结构



资料来源：万得，中银证券

公司收入的主要来源为海外收入。公司生产的产品主要销往海外市场，以欧洲和日本的跨国公司或国外专业厂商为主，主要客户为西门子和松下。2010-2015 年上半年，公司国外收入占比从 71% 上升至 90%，国外收入占公司总收入的比重逐年提升。

图表 4. 国外收入和内地收入比重

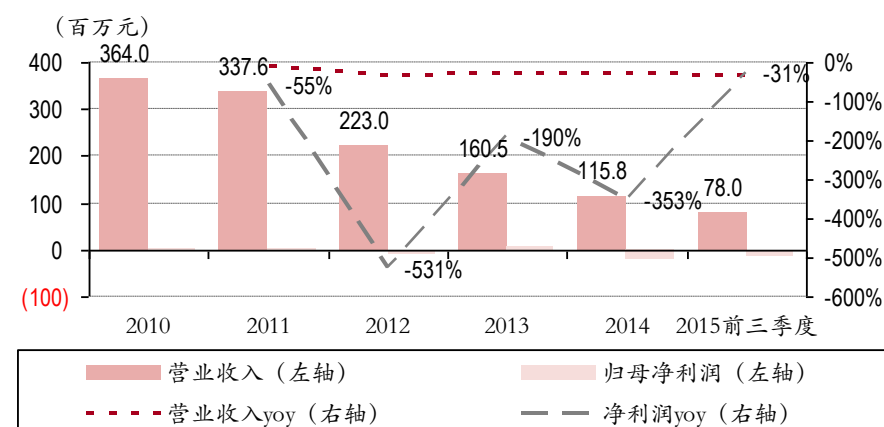


资料来源：万得，中银证券

经营状况

近几年来，公司受人工成本上升及欧元贬值等因素的影响，公司主营业务盈利能力有所下降。自 2011 年起，公司收入呈现下滑趋势，并且下滑幅度逐年增大。尽管公司从 2013 年起，加大智能手机和平板电视应用领域的微电声产品的研发和推广，希望通过扩展客户以夯实主业，但由于市场竞争激烈，新业务的增长速度并不足以弥补原有出口业务的减少量。2011-2014 年，公司营业收入从 3.38 亿元下降至 1.16 亿元，下滑幅度从 7% 扩大到 28%。归母净利润从 202.5 万元下降至 -1,992 万元。2015 年前三季度，公司实现营业收入 7797 万元，归母净利润 -1381 万元，下滑幅度分别为 33% 和 31%。

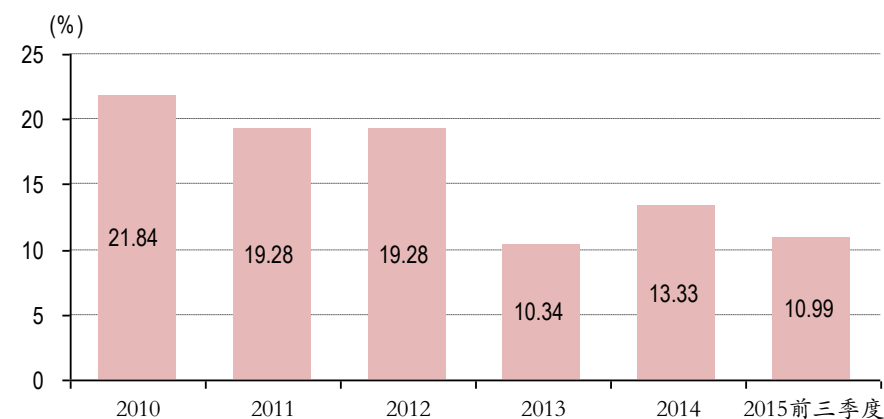
图表 5. 公司历年收入及净利润



资料来源：万得，中银证券

公司业务毛利率逐年下降。2010-2015 年前三季度，公司业务毛利率从 21.84% 下降至 10.99%，公司盈利能力受到严重影响。

图表 6. 公司历年业务毛利率



资料来源：万得，中银证券

移动智能硬件业务将成为传统业务转型方向

公司作为国内领先的微电声产品及服务提供商，拥有自主研发、具有自主知识产权的完整规格的微型电声产品系列。经过多年的发展，公司与松下、西门子、Gigaset、三星、中兴、华为、联想、仁宝、广达、VETSTEL、Intelbras、东芝等国内外优质客户建立了合作关系，在未来市场整合方面具备很大优势。公司目前传统业务板块面临转型的压力，未来该业务会向移动智能硬件方向发展，包含智能穿戴设备等，进而实现传统业务扭亏为盈。

图表 7. 智能设备制造为传统业务转型方向



资料来源：巴士在线，中银证券

收购巴士在线科技 100%股权，三大板块构建公交移动生态圈

2015年5月，公司发布重组公告，拟以发行股份和支付现金相结合的方式购买巴士在线科技有限公司100%的股权，进入移动电视媒体业务领域。2015年11月，巴士在线已经正式完成过户。此次交易完成标志着公司形成传统业务及移动电视媒体业务的双业务格局，并以后者作为公司未来发展的重心。2016年1月22日，公司名称由“浙江新嘉联电子股份有限公司”变更为“巴士在线股份有限公司”，以更好的体现公司核心业务发展规划。

交易方案：16.85亿元收购巴士在线科技+3.44亿元配套融资

公司拟以发行股份和支付现金相结合的方式购买巴士在线科技100%的股权，交易金额为16.85亿元；其中发行股份方式支付13.59亿元（发行价格11.86元/股，发行股份1.15亿股）。同时公司向特定对象天纪投资非公开发行股份募集配套资金34,394万元（发行价格11.86元/股，发行股份2,900万股），用于支付交易的现金对价，不足部分以自有资金支付。

本次交易合计发行1.44亿股新股，交易完成后，公司总股本为3亿股，本次发行股份数量占发行后总股本的比例为47.93%。本次交易前，天纪投资持股数为3,101.3万股，持股比例为19.88%。交易完成后，天纪投资持有6,001.3万股股份，持股比例为20.03%，仍为公司控股股东，实际控制人仍为楼永良。

图表 8. 发行前后的股权结构

股东名称	交易前(%)	交易后(%)
天纪投资	19.88	20.03
巴士控股		10.72
周旭辉		6.64
汇鼎投资		3.79
格日勒图		3.56

资料来源：公司公告，中银证券

业绩承诺：2015-2017年，巴士在线科技实现归母净利润不低于1亿元、1.5亿元和2亿元。实现扣非净利润分别不低于0.9亿元、1.4亿元和2亿元。

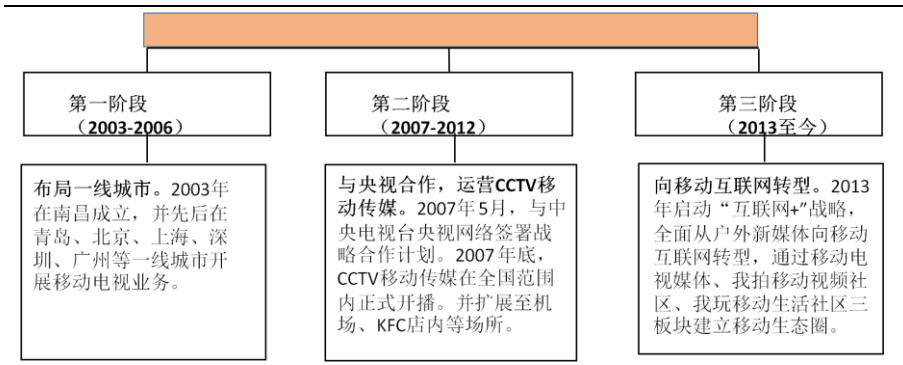
巴士在线科技发展历程

第一阶段（2003-2006）：布局一线城市。2003年在南昌成立，并先后在青岛、北京、上海、深圳、广州等一线城市开展移动电视业务。

第二阶段（2007-2012）：与央视合作，运营CCTV移动传媒。2007年5月，与中央电视台央视网络签署战略合作计划。2007年底，CCTV移动传媒在全国范围内正式开播。并扩展至机场、KFC店内等场所。

第三阶段（2013-至今）：向移动互联网转型。2013年启动“互联网+”战略，全面从户外新媒体向移动互联网转型，通过移动电视媒体平台、我拍移动视频社区、我玩移动生活社区三业务板块建立移动互联网时代公交场景下的移动生态圈。

图表 9. 巴士在线科技发展历程



资料来源：公司网站，中银证券

截至本次交易前，巴士控股持有巴士在线科技 30.14%的股权，为巴士在线科技控股股东。

图表 10. 本次交易前巴士在线科技股权结构

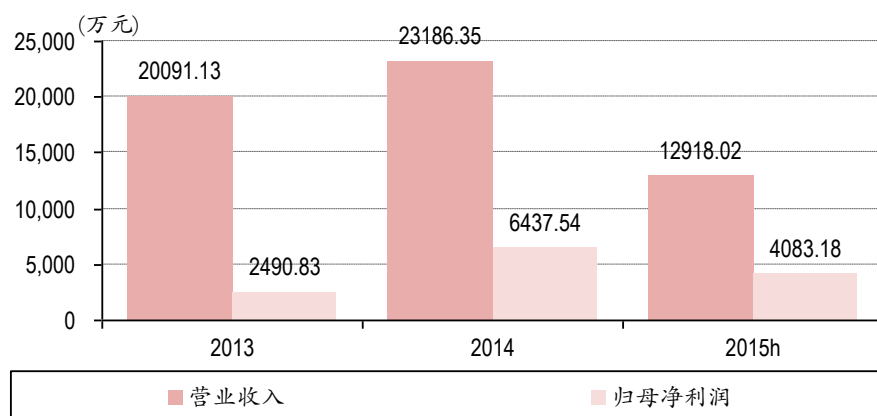
股东名称	出资比例(%)
巴士控股	30.14
周旭辉	14
格日勒图	10
汇鼎投资	8
高霞	5
葛伟	5
杨建明	5
王玉香	4
陈灏康	2
付杰	2
佳创实业	2
其他	12.86

资料来源：公司公告，中银证券

巴士在线科技主营业务

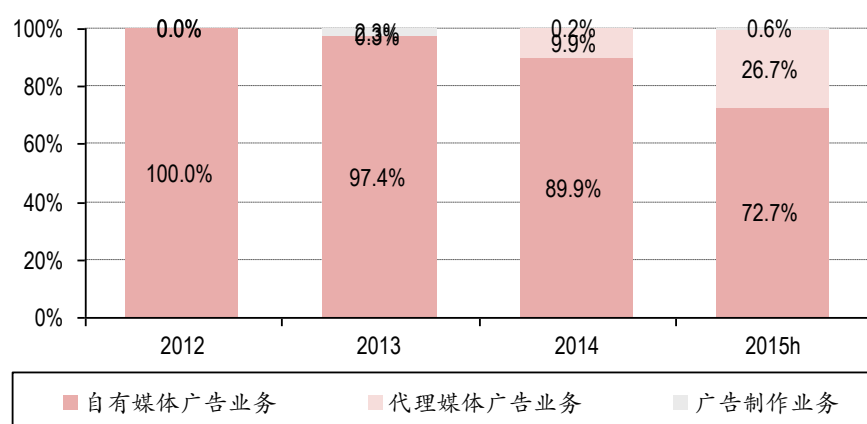
巴士在线科技主要有移动电视、“我拍”、“我玩”三大业务形态。其中，移动电视业务为公司目前主要收入来源，并以 CCTV 移动传媒公交移动电视平台为主，代理全国各地广电的公交移动电视频道广告业务为辅。2015 年，巴士在线科技移动视频自媒体社区“我拍”和 H5 公交移动生活社区“我玩”完成开发并上线运营，公司将通过“我拍”改变公交移动电视媒体原有的内容生产方式和内容结构，提供客户内容营销全面升级；通过“我玩”基于 H5 技术的品牌轻交互移动营销平台的搭建，全面实现从单纯的公交移动电视平台向“互动性、跨平台、多终端”的移动互联网媒体转型。

2014 年，巴士在线科技实现营业收入 2.32 亿元，同比增长 15.41%。2015 年上半年实现营业收入 1.29 亿元，较去年同期增长 17.94%。实现净利润 4,083 万元，同比增长 63.61%。

图表 11. 巴士在线科技营业收入及净利润


资料来源：公司公告，中银证券

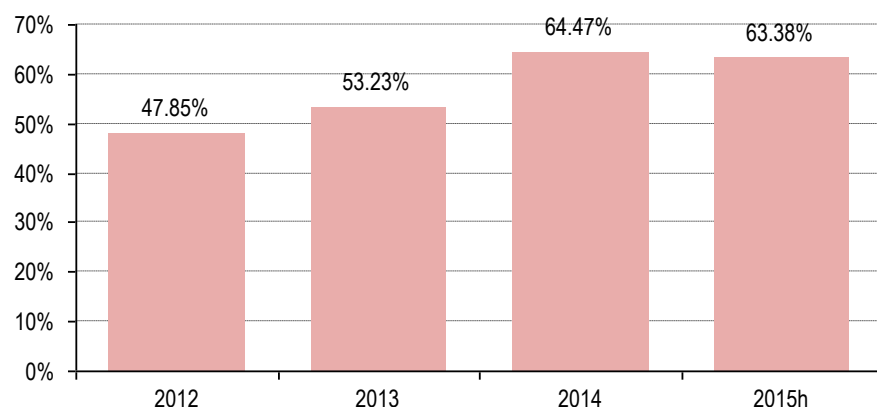
从收入结构来看，2012 年巴士在线科技全部收入来源为自有媒体（A 网）广告业务收入，自 2013 年起增加了代理媒体（B 网）广告业务收入，此外还有一部分广告制作收入。2013-2015 年上半年，自有媒体广告业务收入占比分别为 97.42%、89.91% 和 72.71%，比重仍然最高，但占比有所下降；代理媒体广告业务增长较快，从 0.3% 增加至 26.7%，占比持续提高，主要原因是公司积极响应品牌客户更加广泛的广告投放需求，加强了与各地广电及其运营机构的业务合作，通过广告代理模式实现客户在 CCTV 移动传媒公交频道以外媒体的广告投放和推广。

图表 12. 巴士在线科技业务结构


资料来源：公司公告，中银证券

2013-2015 年上半年，巴士在线科技毛利率分别为 53.23%、64.47% 和 63.38%，处于较高水平且整体有所上升。主要原因是随着公司收入的增长，规模效应初步显现；同时，公司自有媒体广告业务和代理媒体广告业务发展、经营良好，收入稳步上升，营业成本因设备折旧费减少而整体有所下降。

图表 13. 巴士在线科技毛利率



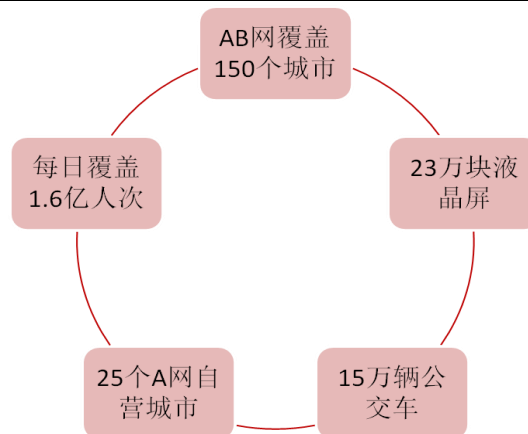
资料来源：公司公告，中银证券

主营业务一：移动电视媒体业务

通过 AB 网搭建中国最大的公交移动电视平台

2007 年，巴士在线科技和央视国际、央视移动传媒签署合作开展车载移动电视传媒业务的合作协议。由此获得 CCTV 移动传媒公交频道广告及增值业务的独家经营权；央视移动传媒负责公交频道播控、节目内容的终审和内容的集成与编排。目前，巴士在线科技在北京、上海、广州、深圳等 18 个城市设有 18 家分公司，AB 网的移动媒体平台已覆盖全国 150 个城市，共 15 万辆公交车，23 万块液晶屏，日均覆盖人次超过 1.6 亿。

图表 14. 移动电视媒体业务覆盖范围



资料来源：中银证券

A 网：自营公交移动频道——CCTV 移动传媒。在 CCTV 移动电视领域，巴士在线科技直接与公交公司合作，自主装屏，独立运营内容和广告，播放频道现已覆盖北京、上海、广州、深圳、成都、天津、西安、青岛、南京、武汉、大连、沈阳、南昌、昆明、东莞、哈尔滨、兰州、郑州、西宁、桂林、海口等 25 个主流消费城市，在近 4 万辆公交车上安装了 7 万余块屏幕，每天向超过 6,000 万乘客播放集综艺、音乐、影视、生活、体育等精编栏目。

B网：代理公交电视网络——与各地公交移动电视代理合作。为满足客户覆盖面广泛深入的投放需求，作为媒体资源补充，公司与全国 125 个城市的公交移动电视媒体运营机构建立合作关系，共有 10 万余辆公交车资源，近 16 万块液晶屏，日均覆盖人数达 1 亿人。B网是基于 A网业务基础横向拓展的全国各地广电公交移动电视频道代理业务，拥有的业务广告内容更加多元化，主要以内容为销售促进点，未来与全国各地更多媒体卫视合作，更大程度上提升平台关注度。

A网为B网业务拓展提供客户资源支持。由于B网客户主要为巴士在线科技A网的全国性品牌客户及区域性的知名品牌企业，鉴于巴士在线科技已积累了 100 多家全球性和全国性的知名品牌客户，B网的拓展具有稳定的优质客户资源支撑，从而带来巴士在线科技B网业务规模持续扩大。

媒体内容资源丰富，充分满足用户需求

公交人群一小时内有天然的内容需求。公司与 CCTV 强强联手，打造人性、互动、活力、时尚为一体的城市移动频道，充分满足用户碎片化时间内的需求。公司最早播放的内容 70%-80% 内容来自央视。目前 20% 为央视内容，包括财经、新闻，其他的节目有自制节目、第三方热门节目以及合办节目等。

图表 15. 巴士在线科技四大媒体内容资源



资料来源：巴士在线官方网站，中银证券

1) 央视黄金资源：权威资源实现品牌传播价值最大化。通过与 CCTV 达成合作协议，公司承揽了各大热点央视节目公交车版权的播放，由于拥有 CCTV 移动传媒台标背书，通过巴士在线科技进行品牌传播将更容易获得用户的信赖。

图表 16. 巴士在线科技获得的主要央视黄金资源

时尚趣味类	新闻咨询类	热门关注类	最新综艺类	生活实用类
《星推荐》	《商界视点》	《舌尖上的中国 2》	《喜乐街》	《生活提升》
《购时尚》	《画说理财》	《开门大吉》	《大魔术师》	《天天美食》
《爆笑体育》	《交换空间》	《我要上春晚》	《星光大道》	《健康之路》
《轻松驿站》	《生财有道》	《直播春晚》	《完美星开幕》	《厨王争霸》

资料来源：巴士在线官网，中银证券

2) 自制栏目：原创精品内容个性化整合传播。巴士在线科技自 2012 年以来，先后推出多个音乐类、影视类及专题活动类的自制节目，具备强大的节目制作能力，全面满足受众的需求。以《华语巴士音乐榜》为例，该栏目为巴士在线科技与 CNTV 中国网络电视台联合打造的一档音乐类栏目，2012 年 5 月 28 日正式开播，栏目旨在打造中国唯一登陆城市移动媒体的流行音乐类栏目。栏目每周推出两集，音乐榜通过歌迷网络票选及专业评审团的联名推荐而决定，因而该栏目不仅能够填补用户的碎片化时间，还通过让用户参与音乐评选中，增加与节目的互动，从而培养用户的忠诚度，使得营销效果大大提高。

图:17. 巴士在线科技的自制栏目列表

节目名称	节目简介	上线时间	累计期数
音乐类			
华语巴士音乐榜	旨在打造中国唯一登陆城市移动媒体的流行音乐类栏目	2012 年 5 月	180
巴士在线大人物	以音乐梦想起航为主题, 推荐乐坛中最新、最火、最吸引眼球的巴士大人物。	2012 年 9 月	164
好现场	实现音乐娱乐中 MV、人物、现场的整体营销曝光, 全面呈献华语乐坛流行之巅, 带来时下流行、年轻娱乐的新移动音乐。	2013 年 3 月	101
影视类			
影视赞着看	提供影视界最新资讯, 影视排行, 影视推荐, 片场探班, 当红演员做客等。	2012 年 9 月	170
我爱微电影	汇集时下最流行的微电影业界动态, 对其亮点做出娱乐化的及时报道。	2014 年 9 月	62
MY BUS MY LIFE	视频以不同人物与公交车之间的故事为背景, 展现公交主流人群的日常生活, 分享其生活故事。	2012 年 5 月	5
活动类			
影响力 100	以活泼的形式、鲜明的观点审视商业领域, 用娱乐的态度分享业内大事件。	2014 年 9 月	54
游戏泡泡堂	寻找最具话题性的手游产品, 推荐最主流最好玩的手机游戏。	2014 年 9 月	58
我爱大美丽	汇集时下最热门的美妆资讯和动态	2015 年 12 月	4
旅行游 GO 乐	与各地旅游局、旅行社、景区合作, 以轻松视野带乘客玩转各种小活力。	2015 年 12 月	6
贝克汉姆中国行	关于贝克汉姆的专访, 关于球场内和球场外的生活	2013 年 3 月	8

资料来源: 巴士在线官网, 中银证券

3) **第三方热门节目: 为用户提供十足的热点话题。**与各大卫视平台合作, 引入湖南卫视《爸爸去哪儿》, 浙江卫视《中国好声音》、《奔跑吧兄弟》等综艺节目部分片段, 紧跟电视台热点综艺节目, 提高用户的关注度。

主营业务二: 移动视频自媒体社区“我拍”

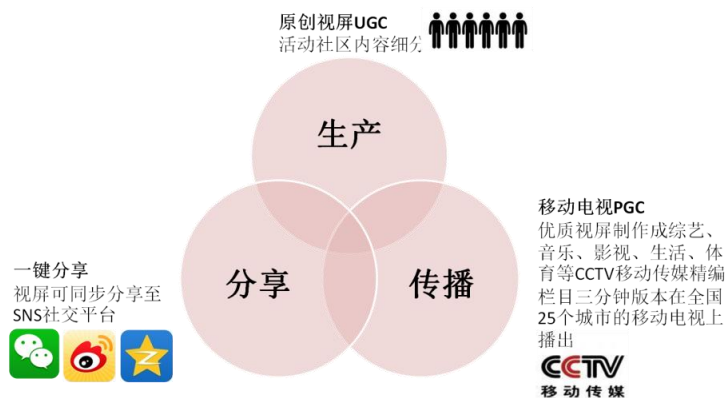
用户集“生产+分享+传播”于一体, 打造自媒体社区。“我拍”是巴士在线科技于 2015 年 4 月上线的一款移动视频节目拍摄制作分享软件, 面向对象为 85、90、95 后乘客人群, 为用户提供短视频录制、节目特效制作、一键分享、视频社交等功能。在“我拍”社区, 用户既是内容消费者, 也是内容生产者, 更是内容传播者, 实现原创视频 UGC、移动电视 PGC 和 SNS 社交平台相结合。顺应目前的媒体内容生产方式和传播方式, 增强媒体关注度。产品自上线以来, 注册用户已超过 300 万。

a. 内容生产: 我拍 APP 支持拍摄 90 秒短视频, 用户可以使用该软件制作专属自己的节目, 自己体验当制作人, 让每个人成为主角。

b. 内容分享: 节目内容可以一键分享至微信、微博、QQ 空间等第三方平台, 也可以在“我拍”社区上传分享, 实现交互社交功能。

c. 内容传播: 用户通过我拍 TV 生产的优秀视频内容可被 CCTV 移动传媒平台采用并播出, 通过手机屏与移动电视屏的双屏联动, 满足用户深度展示自我的需求。

图表 18. 用户在“我拍”社区成为内容生产、分享和传播者



资料来源：中银证券

打造完整的自媒体生产传播生态链。我拍 APP 通过改变公交移动电视媒体内容的产出方式，通过双屏联动，打造更加完整的自媒体生产以及传播生态链，让视频自媒体的价值最大化释放。因此，“我拍”社区兼具自媒体属性和交互属性，是用户交流信息、展示自我的平台。通过“我拍”改变公交移动电视媒体原有的内容生产方式和内容结构，实现客户内容营销全面升级。

线上线下互动，培养艺人推广模式。我拍 APP 在手机屏和移动电视屏双屏联动的基础上，还增加线上线下互动模式。由于我拍主要面向 85、90、95 后乘客人群，这批群体恰好是当前粉丝经济中的主体，通过线上与线下的互动，将成为艺人推广的有效模式。

案例：#我拍，李易峰来了#活动

2015 年 5 月，“我拍”联合腾讯视频，共同推出#我拍，李易峰来了#活动，粉丝通过“我拍”APP 平台，录制申请视频（自我介绍+对李易峰的告白+我拍带我见李易峰吧），参与成功的用户通过点赞和评论为自己拉票，以获得入场资格（五名），可到【带我去见 TA 李易峰】活动现场，与李易峰亲密互动，还会把应援视频剪辑成特别节目，在 CCTV 移动传媒公交平台播放，让每周一亿巴士人次，见证你的告白。

该活动将对参与各方产生极大的收益。对粉丝来说，通过前期录制对李易峰的告白视频、有机会获得李易峰活动现场的入场券，以及应援视频在 CCTV 移动传媒平台播放，将极大满足对偶像情感的释放，因而具备极大的参与热情。对艺人来说，通过参与 CCTV 传媒平台的宣传、用户各类媒体平台的评论、分享、传播以及拉票活动，都将对艺人本身的推广起到显著的效果。对巴士在线来说，通过这类活动既吸引了大批用户关注，进一步增强了品牌营销效果。未来明星将会入驻“我拍”平台，将艺人推广模式进行深入的开发。

图表 19. #我拍，李易峰来了#活动宣传图



资料来源：巴士在线官网，中银证券

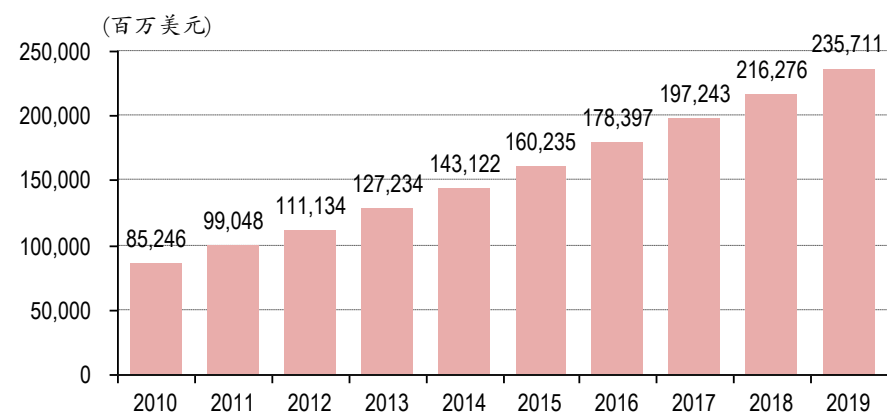
我拍 APP 天然具备直播模式和线上线下互动条件，为粉丝养成打开窗口

1) 直播模式变现。当前，以 YY、六间房为代表的在线秀场直播模式受到了用户极大的关注和追捧。草根用户作为主播生产内容，用户通过免费观看、付费购买虚拟礼物（鲜花、跑车等）、虚拟道具的形式消费内容，平台获得用户消费金额的分成。我拍 APP 在前期进行用户使用和推广后，后期有机会发展成为直播模式。而与 YY、六间房相比，我拍 APP 还拥有独特的优势，即将直播内容在 CCTV 传媒平台进行展示，进一步扩大主播的影响力，提高用户参与度。在未来社交视频行业保持每年 30% 以上的增速的情况下，直播模式具备巨大的盈利空间。

2) 社交媒体变现。主播与粉丝互动的一个重要方式便是通过社交媒体。艺人在自媒体上的一举一动，都可能引起粉丝的大量传播，将粉丝资源变现。我拍的社交媒体平台主要有我拍 APP、微信号、微博等。可能的变现形式有两种：一种是植入广告的形式，另一种为基于微信的娱乐众筹形式，既能提高粉丝的忠诚度与艺人知名度，也为粉丝经济开发新渠道。

粉丝经济市场空间巨大。当前娱乐产业的主要消费群体，已经从单纯的“追星”转变“明星养成”形式。这一形式下，粉丝追捧的不再仅仅是大牌明星，还有通过各类渠道脱颖而出的草根艺人。粉丝全程关注自己喜欢的艺人的成长过程，让粉丝去宣传艺人，并通过自己的经济实力支持艺人的发展，使粉丝与艺人共同成长，将整个艺人的成长过程得以价值变现。2015 年，中国娱乐及媒体市场整体规模超过 1,600 亿美元。粉丝经济在 1,600 亿美元的空间内有望不断渗透，未来发展空间巨大。

图表 20. 中国娱乐及媒体市场总规模



资料来源：PWC 报告、中银证券

“我拍”盈利模式：当前，我拍 APP 的主要盈利形式有活动冠名、视频广告、应用页面广告、名人社区优质视频付费分成等模式。此外，随着粉丝养成模式的成熟，未来或增加直播秀场分成、面向粉丝开展付费模式等等。

“我拍”与移动短视频应用美拍、秒拍比较：

1) 定位不同。美拍、秒拍定位于工具性的产品加社交功能，而我拍致力于打造一个从生产、分享到播出更加完整的视频自媒体传播生态链，同时能够将用户 UGC 的内容与专业电视自制节目团队的 PGC 内容进行有效整合，并输出到 CCTV 移动电视公交频道的全国性播出平台。

2) **商业价值不同。**我拍具备移动电视端长期经营所积累的国内外知名品牌客户资源，通过跨屏的场景化营销及更深入的活动营销与内容营销，为品牌客户创造更大的移动营销市场价值。而美拍、秒拍目前暂未考虑广告主入驻，未来或有对应客户群体的品牌营销。

图表 21. 我拍与美拍、秒拍的对比

	我拍	美拍	秒拍
所属企业	巴士在线	美图秀秀	新浪
成立时间	2015.4	2014.4	2011.8, 2013.8 新浪微博内置
功能定位	打造从生产、分享到播出的完整视频自媒体传播生态链	社交属性、媒体属性	社交属性、媒体属性
商业价值	具备移动电视端品牌客户资源，开展跨屏场景营销、活动营销等。	暂未考虑广告主入驻	暂未考虑广告主入驻
产品特点	1.支持拍摄 90 秒短视频 2.可分享至微信、微博、QQ 空间 3.优秀内容可被 CCTV 移动传媒平台采用并播出	1.可拍摄最长 60 秒的视频 2.可以分享、上传、评论 3.国内用户最多 4.大部分用户为爱美女性	1.有 10 秒和 30 秒的版本 2.适合做明星大 V 们的分享平台
注册用户	目前注册用户 300 万	截至 2015.5.7, 用户 1.4 亿, 日活跃 1,431 万	截至 2015.6.1, 用户两亿, 日活跃 200 万

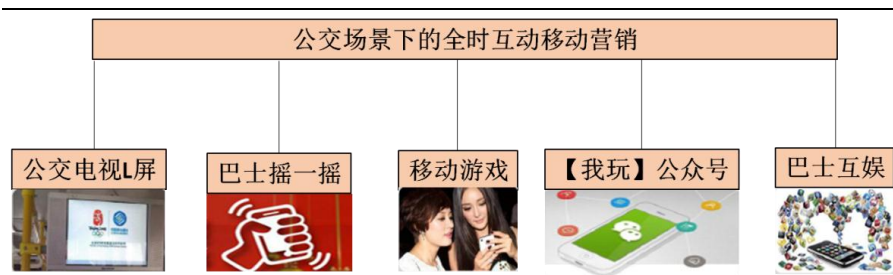
资料来源：公开网络资料，中银证券

主营业务三：公交移动社区“我玩”

“我玩”是巴士在线科技于 2015 年 5 月上线的基于公交场景的移动生活社区 APP，致力于用 H5 互动娱乐产品为公交用户提供基于位置属性的移动社交与移动生活服务，旨在通过最新近场技术为公交用户建立一个公交场景下的社区平台，为品牌商户打造全时互动移动营销平台，为公交站和公交沿线中小商户提供“O2O”移动营销服务。

打造公交场景下的全时互动移动营销平台。巴士在线科技通过公交电视 L 屏、巴士摇一摇、移动游戏（如疯狂公交）、社区微信公众号、巴士互娱（车载局域网）相结合，向公交电视广告客户提供移动广告营销，实现精准到达。

图表 22. 公交场景下的全时互动移动营销平台



资料来源：巴士在线，中银证券

1) **巴士互娱提供 wifi 环境：**巴士互娱是公司未来将打造的公交局域网，内容将包含游戏、视频、音乐等内容。

2) **公交电视 L 屏、我玩公众号、APP 提供广告平台：**广告公交大屏划分成视频区、互动区及文字区，形成 L 屏，实现多屏互动。我玩公众号拟与腾讯深度合作，共同实现摇周边服务，实现模块信息共享，全方位服务用户。我玩 APP 主要营销形式有开屏广告、Banner 广告、底部广告、积分墙广告等。三大平台可同步互动，实现跨平台、多终端的多屏互动的体验，通过植入品牌、行为数据采集，实现各类用户群的内容营销和精准营销。

3) 巴士摇一摇提升广告群体粘性：借助于巴士在线科技无线蓝牙智能数据传输系统，公司与大的品牌商如肯德基、联合利华等合作，在移动传媒平台提供一系列优惠活动，促使乘客能使用手机，来与移动传媒平台进行互动，提升广告群体的黏性。

4) 公交大数据对乘客行为作出精准分析：巴士在线科技拥有乘客行为数据监测统计分析系统，通过长时间如 9 个月的时间内对乘客的互动行为进行分析，帮助公司策划新的营销方式和业务模式。

5) 利用 H5 技术打造场景营销：公交乘客具有线路相对固定、收入水平中等、群体庞大的特点，是主流消费群体。在公交场景下，餐饮娱乐休闲活动的选择与安排是乘客在等待时间中的重要活动内容。巴士在线科技定位于公交站点和线路的“O2O”服务，利用近场 iBeacon 通信技术打造公交场景移动营销，为公交乘客和原品牌客户、公交站点和沿线的中小商户提供实时互动的场景营销服务。

2015 年上半年，公司对原移动电视品牌客户进行推广，免费在移动电视上进行 iBeacon 摇一摇赠播活动，合计 30 多家客户参加了赠播执行。公司还联合花旗银行、悟空租车、绿能宝、太太乐、多美滋等 40 多家客户推出了现金红包派送活动，每天按一定的量进行现金红包的发放。截至目前，**我玩微信公众号的注册用户已超过 50 万。**

未来将建立游戏分发与联运平台。我玩 APP 经过前期推广后将拥有庞大的用户群体，从而形成流量入口。在此基础上建立游戏分发与联运平台将有助于将流量变现。“我玩”移动娱乐社区将基于 iBeacon 技术，与优质手机游戏进行深度合作，实现公交场景下的移动竞技及线下活动，提升游戏影响力。此外，还将深耕玩家社区，形成玩家游戏-社交的娱乐闭环，打造线下互动营销新生态。

四大优势助力打造游戏分发与联运平台：1) 拥有巴士 wifi 资源优势，可推广时下最热门游戏及应用；2) 随车配置服务器，实现资源本地分发，用户即刻体验极速下载和在线浏览；3) 每日准备竞品内容，丰富巴士 wifi 联运平台，增加用户使用粘性；4) 全天轮播配合联运有效线下硬广投放，扩大游戏和应用曝光度。

“我玩”盈利模式：a.营销收入：为品牌用户提供定制化服务，将传统媒体的业务延伸到移动端；b.游戏联运收入：抓住用户入口进行业务导流，开放游戏开发平台。c.其他服务收入：为站点周边的中小企业商户提供广告服务、智能建站、微营销推广宣传。

“我玩”与其他本地生活服务应用的比较：目前，从事本地生活服务的应用主要包括淘宝生活、百度地图、美团、百度糯米、大众点评和饿了么等，相比之下，“我玩”定位在基于公交线路和站点的“O2O”服务，专注于垂直细分市场，利用近场 iBeacon 通信技术打造公交场景移动营销，实现多屏互动，使用户与商户的实时互动和消费更加紧密，营销服务更加精准。同时，“我玩”的社交分享属性将有助于增加社区的活跃性和用户的粘性。

图表 23. “我玩”与其他本地生活服务应用比较

支付类型	应用类型	代表企业	优劣势
线上/线下支付	平台入口类网站	淘宝生活、百度地图	用户基数大、流量高、品牌影响大；线下资源开拓能力较差、深耕能力不足
线上支付	团购类网站	美团、百度糯米	已实现 O2O 闭环，交易数据可沉淀再开发，盈利模式清晰，产品丰富、用户吸引大，线下商户开拓能力强，用户内容信息真实可靠；服务内容同质化，品牌需升级
线下支付	点评类网站	大众点评	信息质量高，用户信任度高；点评信息累计速度慢、时间长
线上/线下支付	行业垂直细分领域	饿了么	专注细分领域，营销精准；细分领域规模有限，垂直领域深耕细作能力要求高

资料来源：中银证券

四大优势打造公司核心竞争力

媒体资源优势

1.拥有“CCTV 移动传媒”的权威品牌。巴士在线是 CCTV 唯一户外移动电视频道，承载中央电视台(CCTV)权威品牌公信力，拥有国家广电总局和信息产业部颁发的全国性媒体制作和播放许可证，为客户品牌增加额外的附加价值，既增强了品牌传播的可信度，又为品牌积累了无形资产。

图表 24. 巴士在线拥有“CCTV 移动传媒”的权威品牌



资料来源：巴士在线，中银证券

2.AB 网覆盖全国 125 个城市，具备全国运营优势。目前，巴士在线与 CCTV 移动传媒所建公交移动电视网络已覆盖 25 个主流消费城市，在全国近 4 万辆公交车上安装了 7 万多台移动电视终端，日均人群覆盖超过 6,000 万人次。在上述城市中，巴士在线直接与当地的公交企业合作，并负责主机与屏幕的投资建设，运营内容与广告。同时，公司已与全国 100 多家地方公交移动电视媒体资源拥有者（以各地广电为主）建立合作关系，获得广告投放的代理权，满足客户广泛的投放需求。

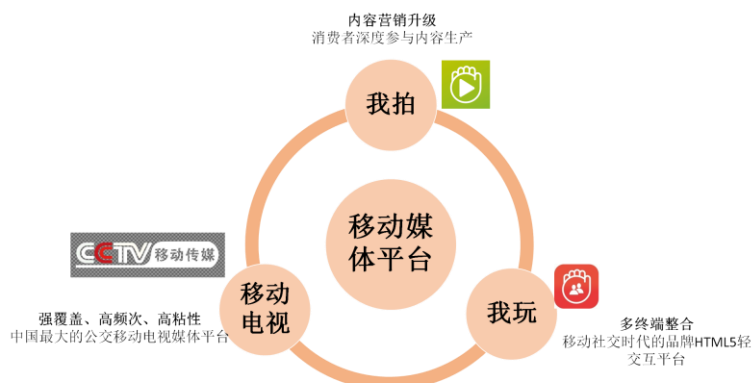
客户优势

依托 CCTV 移动传媒的公信力和全国性为核心、区域性为补充的媒体资源布局，巴士在线已与中国移动、可口可乐、宜家、国美电器、永乐电器、大中电器、麦当劳、百盛、多美滋、碧生源、58 同城等上百家国内外知名企业建立了广告业务合作关系，客户资源优质稳定。此外，巴士在线在传统业务中与松下、西门子、Gigaset、三星、中兴、华为、联想、仁宝、广达、VETSTEL、Intelbras、东芝等国内外优质客户建立了合作关系，两者将实现客户资源共享。在品牌客户逐渐重视移动营销并持续加大投入的趋势下，公司移动营销业务的市场开发将具备较好的客户资源基础。

业务协同优势

巴士在线 2013 年向移动互联网探索转型，2014 年通过户外媒体“互联网+”产品协同投入研发，于 2015 年初推出移动视频自媒体社区“我拍”和 H5 公交移动生活社区“我玩”两大产品，初步实现了从单纯的公交移动电视向“互动性、跨平台、多终端”的移动互联网媒体转型。公司三大业务的协同效应明显：

图表 25. 巴士在线三大业务协同效应明显



资料来源：巴士在线，中银证券

1.我拍与公交移动电视内容互动。“我拍”产品的推出以及与中国移动传媒平台的优质内容联动播出优势不仅可以提升“我拍”的知名度，也将丰富 CCTV 移动电视的内容，增强两个产品的关注度和知名度。同时，“我拍”内容的筛选和编排将为用户提供精彩的 CCTV 移动传媒电视内容，提高节目收视率和广告到达率。

2.我玩与公交移动电视的营销互动。“我玩”充分利用公交乘客的等待时间，配套蓝牙、车载“Wifi”等设备和技术，实现品牌客户广告播放与公交乘客参与优惠活动的实时互动，并对公交乘客数量进行精确计量。一方面有助于提高 CCTV 移动传媒的收视率，另外还有助于监控广告播放效果。

3.公交移动电视是推广“我拍”和“我玩”的重要平台。目前，巴士在线 CCTV 移动传媒公交频道刊挂率不足 50%，较高的冗余时间为推广“我拍”和“我玩”等移动营销产品提供了重要的平台。由于公交移动电视覆盖群体庞大且相对固定，公交移动电视的推广活动将能迅速提高新产品的知名度，节省推广成本。

4.移动智能硬件业务将与其他三大业务形成协同。首先，公司将与巴士在线实现客户资源共享；其次，移动智能硬件业务将与巴士在线业务软硬结合，为巴士在线三大业务的发展提供硬件支持。未来，公司会继续研究移动智能硬件领域的发展与其他业务的协同效益，力争实现四大板块业务协同发展。

技术优势

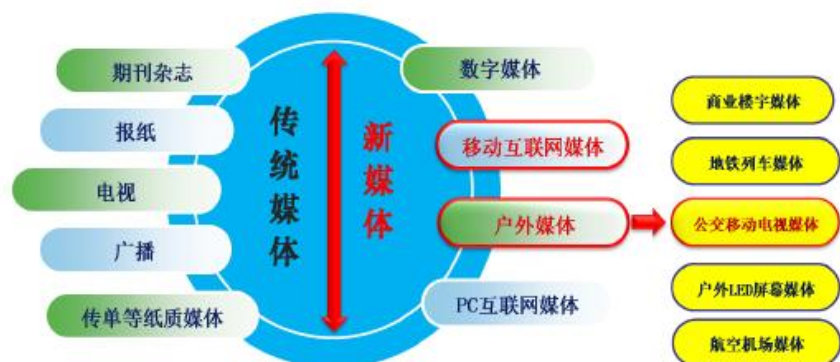
在公交移动电视媒体运营领域，巴士在线以核心技术介入产业运营并成功建立了覆盖 100 多个城市的公交移动电视媒体网络，拥有新型公交车智能调度移动通信多媒体视听系统和移动信息服务平台等发明专利，是公交调度管理系统的先行者。此外，公司技术团队成功开发“我拍”和“我玩”两款移动互联网应用产品，具备技术先发优势。

广告行业：营销渠道由传统媒体向新媒体迁移

广告市场整体介绍

广告分为传统媒体广告和新媒体广告两大类型。从广告所依托的媒介来分，广告可分为传统广告和新媒体广告两大类型。其中，传统媒体广告包括电视、广播、报纸、杂志、传统户外广告等广告类型，而新媒体广告包含互联网广告（包括PC端的网络广告和移动互联网广告）、户外新媒体广告等类型。其中，户外新媒体包括商业楼宇媒体、地铁列车媒体、公交移动电视媒体、户外LED屏幕媒体、航空机场媒体等类型。

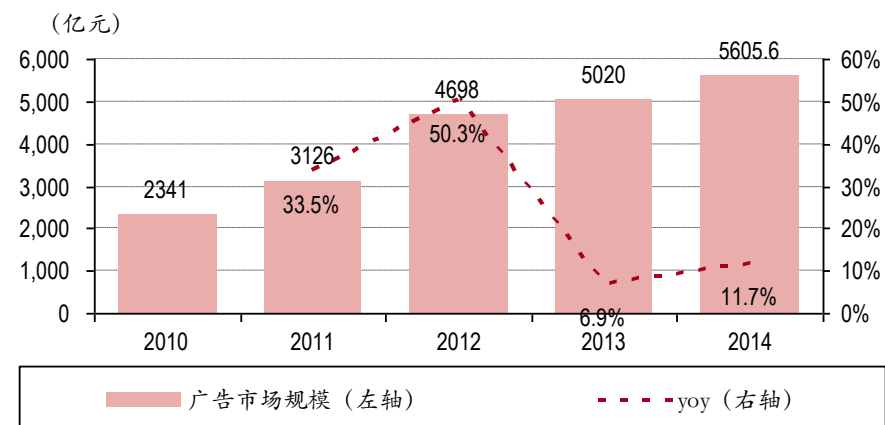
图表 26. 广告市场的分类



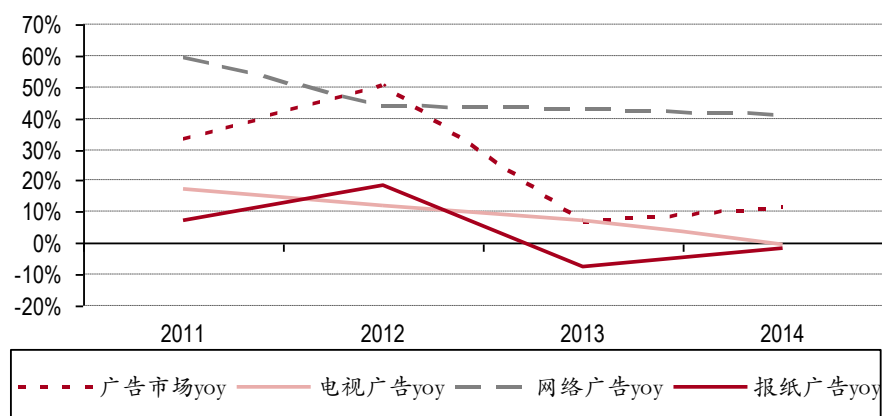
资料来源：中银证券

传统媒体增速下降拖累整体广告市场增长。近两年来，中国广告市场整体规模增长放缓，2013-2014 年中国广告市场规模分别为 5,020 亿元和 5,605.6 亿元，同比增长分别为 6.9%、11.7%，远低于 2011-2012 年 30% 以上的增速。其背后的主要原因是以电视广告、报纸广告为代表的传统媒体广告增速放缓。其中，2014 年报纸广告市场规模分别下降 7.8%、1.8%，而电视广告市场增速也于 2014 年出现首次下降，下降幅度为 0.3%。传统媒体广告市场份额从 2010 年的 82.8% 下降至 2014 年 70.1%。

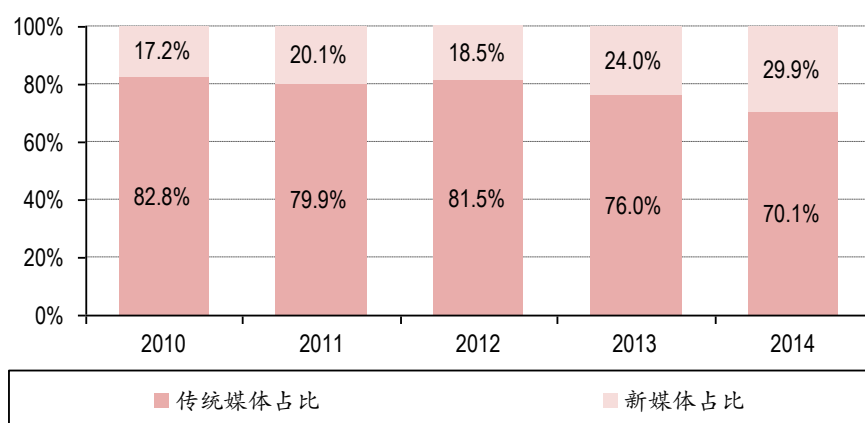
图表 27. 广告市场历年规模



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 28. 广告市场及细分市场历年增速


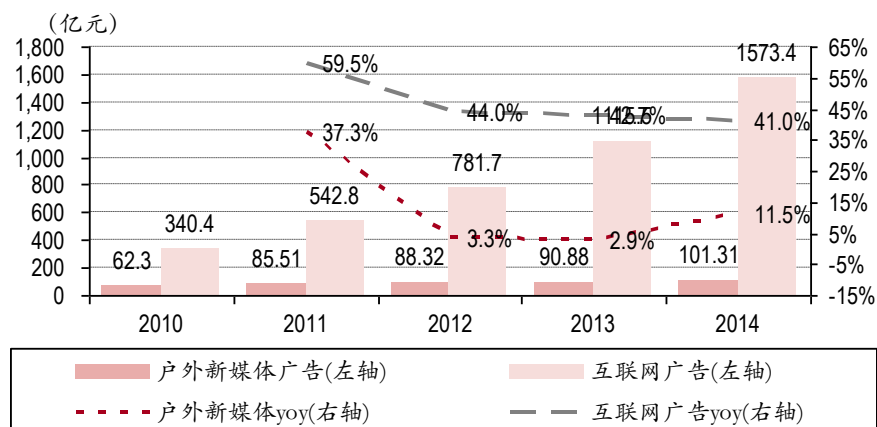
资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 29. 传统媒体广告和新媒体广告的占比


资料来源：艾瑞咨询，CODC，中银证券

营销渠道由传统媒体向新媒体迁移。随着互联网、智能手机等通讯方式的迅猛发展以及户外电子屏数量的持续增长，新媒体广告开始成为广告主青睐的方式。互联网广告（包括PC端网络广告和移动广告）市场增速历年维持在40%以上。2014年，互联网广告市场规模达1,573亿元，首次超过电视广告成为市场最大的广告投放渠道。户外新媒体广告市场规模从2008年的63.7亿元增长至2014年的101.31亿元，年均复合增长率为8%。2010-2014年，新媒体广告市场份额从17.2%提升至29.9%。

图表 30. 新媒体广告的市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，CODC，中银证券

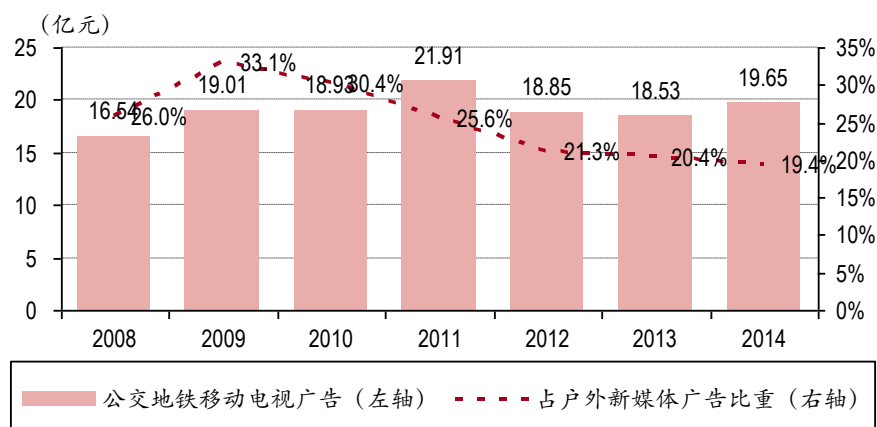
巴士在线拥有两大新媒体广告业务。即通过户外新媒体中的公交移动电视媒体开展广告服务，并将通过移动端APP“我玩”开展移动营销服务。在传统媒体向新媒体迁徙的趋势下，公司两大新媒体广告业务将具备极大的增长潜力。

公交移动电视媒体：封闭环境下的强制接触型媒体

公交移动电视媒体市场稳定，份额仅次于商业楼宇广告

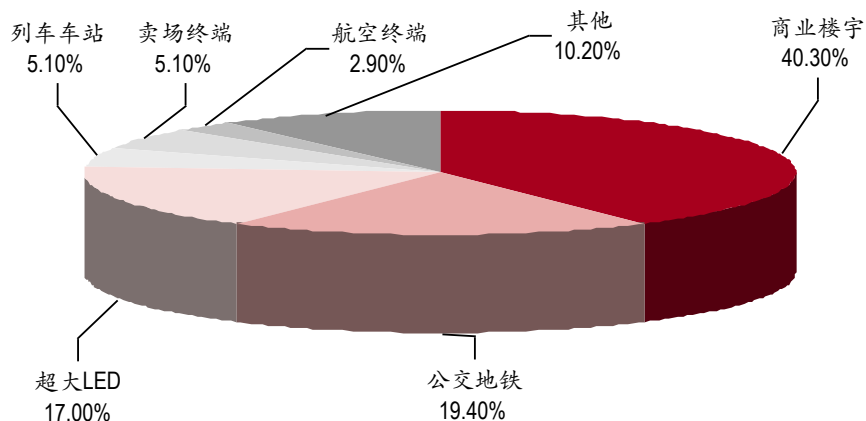
公交移动电视媒体是户外新媒体的一种。国内公交地铁移动电视广告市场兴起于 2002 年，从市场规模来看，公交地铁移动电视广告市场规模历年保持稳定，2008-2014 年，市场规模从 16.54 亿元缓慢增长至 19.65 亿元，占户外新媒体广告市场的比重从 26%下降为 19.4%。但在户外新媒体的整体市场结构中，公交移动电视广告市场份额占比仅次于商业楼宇广告。

图表 31. 公交地铁移动电视广告市场规模



资料来源：易观智库历年中国户外电子屏广告市场监测报告

图表 32. 2014 年 4 季度户外电子屏广告细分市场份额

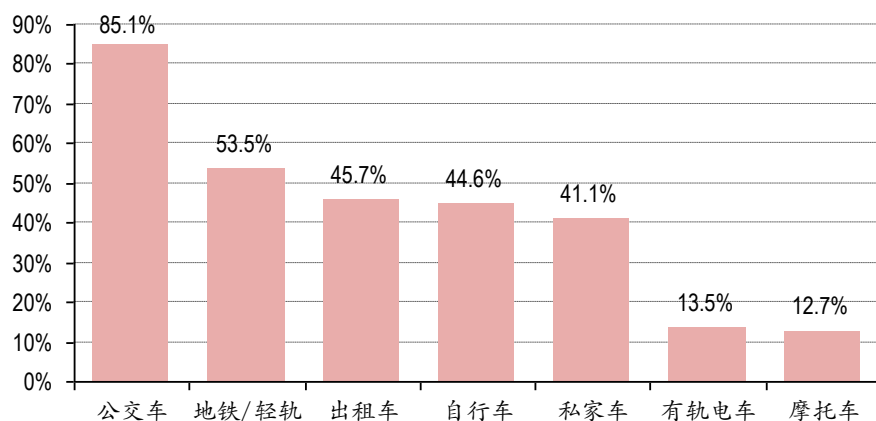


资料来源：易观智库，中银证券

公交移动电视媒体：封闭环境下的强制接触型媒体

1) 受众覆盖面积广。公交乘客具有群体庞大、分散广、流动性强等特点，随着公交线路的发达和旅途时间的增长，而乘客在乘车过程中大多无事可做，因此公交移动电视正好填补了这段因短暂停留而产生的零余时间，为公交移动媒体的发展带来机遇。城市居民中，选择乘坐公交车的比例高达 85.1%，远远高于地铁/轻轨 53.5%、出租车 45.7%以及乘坐其他交通工具的比例，因此，公交移动电视具有巨大的收视人群和发展空间。

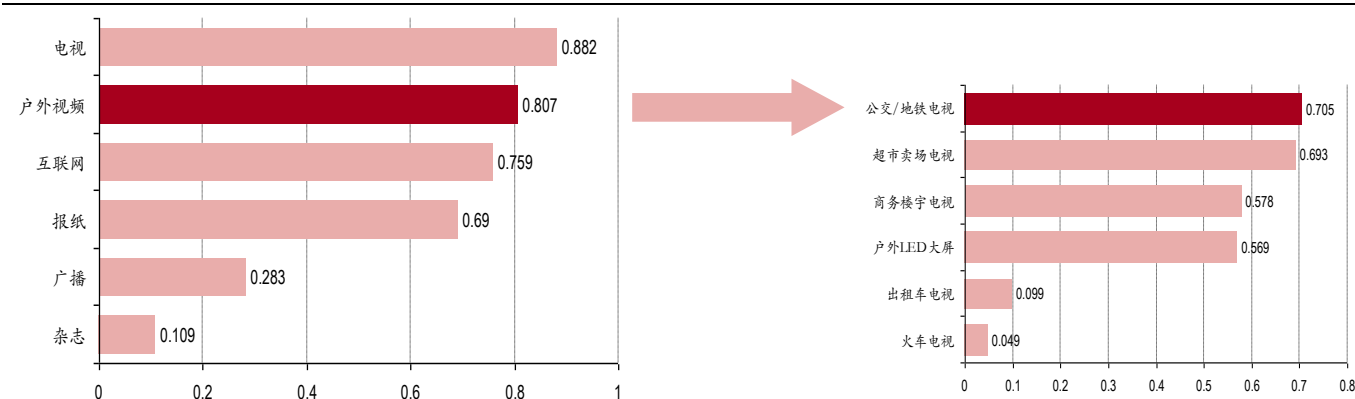
图表 33. 城市人群出行选择交通工具的比例



资料来源：CNRS 中国城市居民调查 2014 年第 2 期

2) 具有封闭性、垄断性、强制性效果。相对于传统媒体，公交移动电视具有空间封闭、强迫收视、频道唯一的特点，在移动电视的车载传播环境下，移动电视具有受众接受的强迫性和传播内容的必视性，只要置身车内，就能接受到播出的声音和图像信息。这种垄断性传播决定了其有特殊的广告优势，能够有效降低广告信息流失，有利于提高广告信息的到达率和传播效果。在户外媒体当中，公交电视以其 70.5%的接触度高于其他媒体。

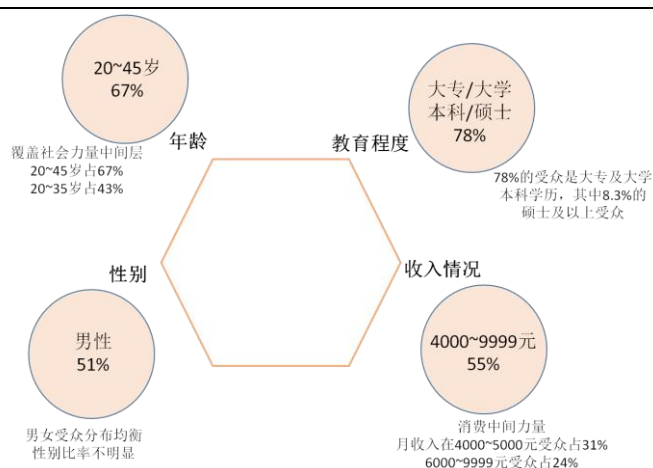
图表 34. 各媒体的受众接触度



资料来源: CNRS 中国城市居民调查 2014 年第 2 期

3) 媒体受众为社会主流消费群体。公交群体年龄位于 20-35 岁之间的占 43%，20-45 岁之间的占 67%。群体中覆盖教育水平大专/专科/硕士的占到 78%，属于社会的中间力量层。受众人群月收入集中在 4 千-1 万之间。无论是从年龄阶段、教育水平还是收入区间来看，公交群体均属于社会的主流消费群体。因此，媒体到达具有精准性，为实现广告效果提供有力保障。

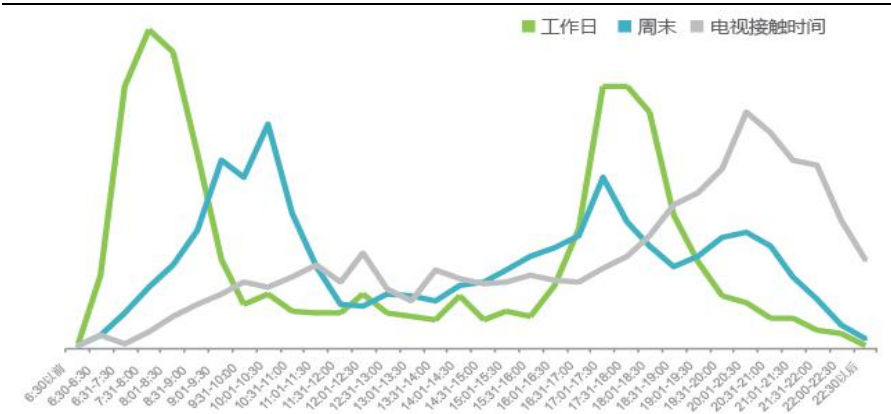
图表 35. 公交群体的基本情况



资料来源: 巴士在线, 中银证券

4) 公交媒体与电视媒体形成强烈互补。公交群体触媒习惯相对稳定，公交乘坐频次高，且单次观看时长 6-30 分钟占 75%，保证了乘坐频次的有效性。工作日期间，触媒高峰时间集中在上下班高峰期（上午 6:30-8:30，下午 4:30-7:30），因而与电视广告时段形成差异化竞争；而在周末时，触媒高峰时间相比工作日推后 1-2 小时，其中（晚上 7:30-9:00）出现小高峰弥补电视广告未能触及的户外用户。因此，公交媒体填补了电视媒体的空缺，与电视媒体形成强烈的互补。

图表 36. 移动电视与电视媒体形成强烈互补

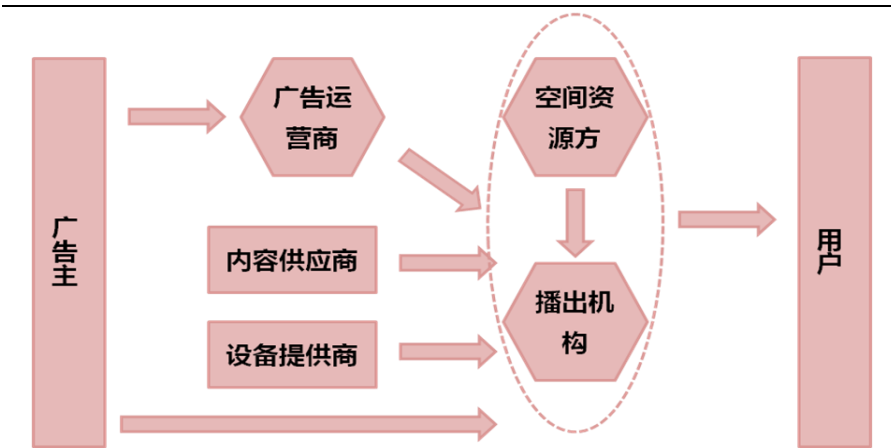


资料来源：巴士在线网站，中银证券

移动电视产业链介绍

移动电视产业链可分为品牌商、移动电视播出机构、空间资源提供商（公交、地铁等）、广告运营商、设备厂商等几大部分。

图表 37. 移动电视产业链



资料来源：《中国移动电视发展报告（2013）》，中银证券

移动电视播出机构：主要指地方广电系统成立的移动电视运营公司，制作、集成电视节目，通过地面数字电视播出节目和广告，提供视听服务。

广告主：即在移动电视上投放广告的主体。

广告运营商：通过买断、承包或者居中交易帮助广告主在移动电视媒体上投放广告。目前有专注于区域市场的广告运营商，也有全国性的如华视传媒、世通华纳、巴士在线等。

空间资源方：移动电视接收终端的载体，如公交、地铁等。移动电视播出机构必须通过与空间资源方合作的方式获得终端设置的许可权。主要合作形式为，通过向公交、地铁公司支付租赁费，获得移动电视的终端安装和节目播出平台，这种情况下运营商需要购买终端，并支付空间租赁费用。

内容供应商：拥有电视节目或视频节目等内容资源的生产商。在中国，只有获得节目制作许可证的机构才能进行视听节目生产。目前主要是当地的移动电视运营公司。另外，部分全国性广告运营商如世通华纳、巴士在线也拥有节目制作许可证。

设备提供商：为移动电视生产链上的主体提供软硬件及技术解决方案的市场主体，例如终端设备生产商。

受众：主要是各大城市社会财富主要创造者，也是社会的主流人群。

从运营主体来看，我国公交类移动电视目前主要分为两种模式：

(1) 地方广电系统经营模式。这种模式的特点是：各地广电系统成立专门的移动电视运营公司，节目以当地广电部门制作为主，外购为辅。例如，北广传媒隶属于北京广电系统内的移动电视运营机构。目前在北京地区 1.2 万辆公交车上安装 2.4 万个移动电视终端，拥有北京 70% 以上资源份额。

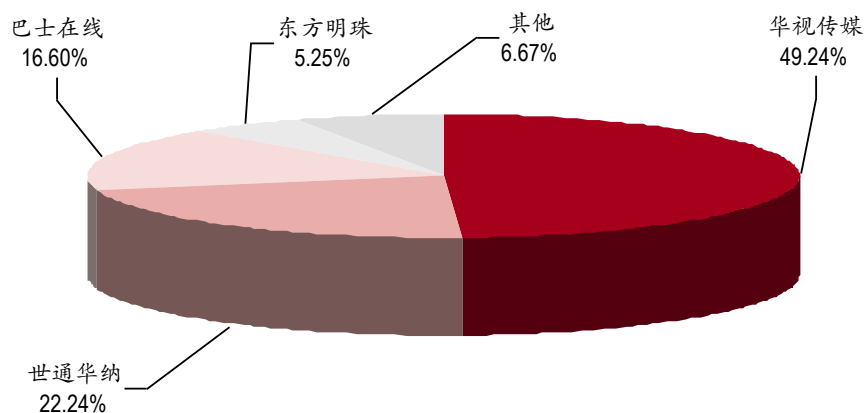
优点：区域优势。地方广电系统经营模式下，移动电视播出机构和内容供应商都属于地方广电系统内的移动电视运营公司。背靠强大的广电系统，其在与公交公司合作、节目播放、广告招商方面具备突出的优势。

缺点：覆盖范围仅限于当地。由于无法实现全国范围内的覆盖，因而无法满足全国性广告客户的需求，该模式下的广告客户主要是区域性广告主或拟在当地重点投放的全局性广告主。

(2) 全国性经营模式。目前，在全国范围内实现公交移动电视广告运营的企业主要有三家，除了巴士在线之外，还有华视传媒和世通华纳，形成公交移动电视广告市场“三分天下”的格局。2010 年公交地铁移动电视广告市场中，华视传媒、世通华纳和巴士在线份额分别为 49.24%、22.24%、16.6%，三家企业累计占比高达 88%，而地方广电运营机构占比仅为 12%，因而该市场呈现出集中度高的特点。由于能够实现全国范围的覆盖，三家企业能够获得大广告客户的青睐。

短期内市场格局难有改变。目前公交移动电视广告市场之所以能形成三家独大的局面，主要原因是三家企业较早进入该市场，存在先发优势。无论是在全国范围内安装移动电视终端，还是与广电签订排他性协议，均让其他竞争者望而却步，因此，现有资源分配格局在短期内大幅调整的可能性较小。另外，由于可选择省市不同的地面频道，且公交数量也在不断拓展中，三家企业的各自份额尚无谁有压倒性优势，份额占比也处于动态变化中。

图表 38. 2010 年中国公交地铁电子屏厂商收入规模竞争格局



资料来源：易观国际，中银证券

同业比较 1: 华视传媒——中国最大的户外数字移动电视运营商

华视传媒成立于 2005 年 4 月，中国最大的户外数字移动电视运营商，覆盖全国的移动电视频道联播网。2007 年 12 月于美国纳斯达克上市，融资 1.24 亿美元，是中国唯一在美国上市的户外数字电视媒体运营企业。

业务范围：公交电视和地铁电视。目前华视传媒业务覆盖国内 94 个公交城市和 19 个地铁城市，拥有 21.48 万个公交电视终端和 9.55 万个地铁电视终端，在地铁电视媒体领域占据绝对优势。影响中国主流消费城市 5.7 亿人次，覆盖 90% 以上的城市人口。

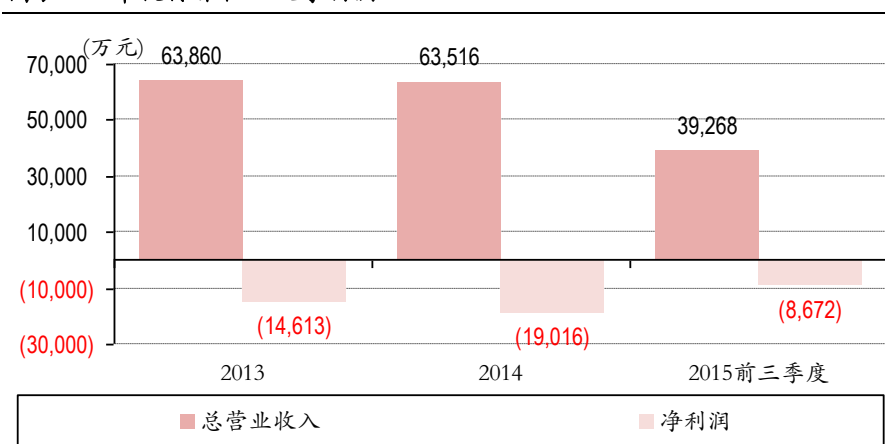
公交电视运营方式：代理模式为主。华视传媒的经营模式为与地方广电合作取得媒体资源，代理、投放、发布相关广告。具体模式为，华视传媒与地方广电系统成立合资公司（广电机构一般持股 51%），将控股权让给电视台，利用电视台的无线技术发射传输电视台的剪辑节目，所得利润由双方共享。即控股权、频道发射权和节目内容审核权都在当地广电手上。

优点：1) 保证内容的稳定供应。避免广电部门的审查障碍，也有利说服上游的国有的公交系统公司。**2) 投入成本低。**这种模式下，华视传媒不生产内容，而是从各地广电系统获得相关内容，进行后期剪辑、组合，成为符合受众需要的内容，因而投入成本低。

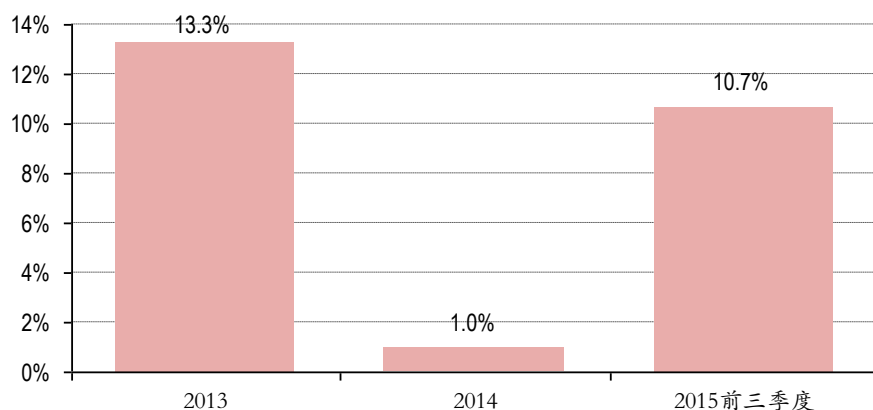
缺点：1) 合作关系不稳定。华视传媒与地方广电的合同到期后可能面临被广电系统收回运营权，无法续签的风险，导致市场份额的流失；**2) 内容资源单一。**由于华视传媒主要依赖电视台的节目，无法根据受众的需要制作个性化节目，广告效果不免打折扣。**3) 媒体价格上涨的风险。**地方广电系统的强势地位，使得华视传媒在谈判中处于弱势地位，媒体采购价格不断上涨导致巨大的运营成本。

经营情况：高媒体成本导致利润亏损。2014 年，公司营业收入为 6.35 亿元，净利润亏损 1.9 亿元。2015 年前三季度，公司实现收入 3.9 亿元，净利润亏损 8672 万元。其主要原因在于较高的媒体成本导致公司毛利率水平较低。2013-2015 年前三季度，公司毛利率分别为 13.3%、1%、10.7%，远低于自营模式下的巴士在线 50% 以上的毛利率。

图表 39. 华视传媒收入及净利润



资料来源：万得，中银证券

图表 40. 华视传媒历年毛利率


资料来源：万得，中银证券

内容资源：1) 与卫视合作。与中央电视台、湖南卫视、浙江卫视、安徽卫视、天津卫视、东方卫视、北京卫视等国内一线卫视合作，引入热门综艺节目。中央电视台在黄金资源广告招标中，连续 5 年将央视的黄金资源与公司进行跨媒体资源整合，为客户搭建一体化的传播平台。2) 体育营销资源。与中超联赛、中甲联赛、中国杯帆船赛开展长期合作，传播体育赛事。为品牌打造赛场内外、线上线下整合传播的新平台。曾是北京奥运会、上海世博会、广州亚运会等赛事的主流媒体。

同业比较 2：世通华纳——国内领先的公交移动电视传媒集团

世通华纳成立于 2003 年 1 月，是目前中国最大的公交移动电视传媒集团之一。公司主要以公交电视为载体，整合多元化媒体资源，与各地广电部门、公交运营机构和其它公交移动电视代理机构合作。公司率先布局 50 余个三四线城市，全新打造 10 大经济区域联投战略，帮助客户以区域覆盖的形式进行传播。

业务范围：公交电视。目前业务覆盖国内 84 个城市，其中包含 34 个城市及 50 余个三四线城市，拥有 9 万余辆公交车和 12 万余台电视收视终端资源。影响中国主流消费城市 5 亿人次。

运营方式：代理模式为主。与华视传媒类似，即与各地广电部门、公交运营机构和其它公交移动电视代理机构合作。具体模式为与地方移动电视公司签订 8-12 年的长期合作协议，每年上缴一定的数额给当地移动电视公司。与华视传媒不同的是，世通华纳除了借助地方电视台的节目内容之外，还于 06 年成立影视制作中心，自制移动电视节目提供给各地移动电视公司，但节目要先经过当地广电部门审核。因此，世通华纳在自制节目方面的涉足丰富了公交电视内容资源。

内容资源：2009 年，世通华纳自主研发的节目占总体的 30% 左右，其余 40% 来自与电视台的合作，30% 来自精品节目购买。1) 自制节目：拥有节目自制版权的影视团队，自制 10 档节目，内容涵盖公益、生活、娱乐时尚三大领域，每日滚动播出近 800 次。2) 与电视台合作。公司目前与香港卫视、CNR（中央人民广播电台）等卫视达成合作。3) 精品节目购买。

图表 41. 巴士在线与华视传媒、世通华纳比较

公司名称	巴士在线	华视传媒	世通华纳
成立时间	2003 年	2005 年 4 月	2003 年 1 月
业务范围	公交电视	公交电视、 地铁电视	公交电视
覆盖城市类型	主流城市+低线城市	主流城市为主	三四线城市居多
覆盖公交城市	150 (自有 25+代理 125)	94	84
公交电视终端	23 万 (自有+代理)，其中，自有 7 万	21.48 万 (自有+代理)	12 万 (自有+代理)
覆盖公交车	15 万，其中自有覆盖 4 万	13.5 万	9 万
受众人数		5.7 亿	5 亿
毛利率	50%左右	10%左右	-
广告经营模式	自营为主，代理为辅	代理为主	代理为主
内容资源	CCTV 移动传媒、自制、与卫视合作	与卫视合作、体育营销资源	自制、与卫视合作、节目购买

资料来源：公司公告，华视传媒、世通华纳官网，中银证券

与华视传媒和世通华纳相比，巴士在线的竞争优势：

a. 拥有 CCTV 移动传媒品牌和全国性播出优势。公司拥有全国唯一联网运营的 CCTV 移动媒体牌照，以“CCTV 移动传媒”作为统一播出呼号，品牌公信力强，能够保证较好的营销效果。

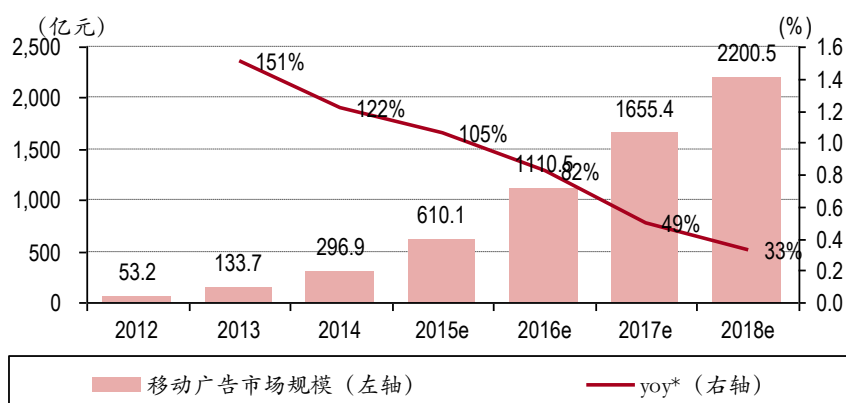
b. 自营模式毛利率高。巴士在线的运营模式以自营为主，这种模式下，公司无需通过购买各地广电运营机构经营权的方式联网建立全国性的广告播出平台，一方面避免了与地方广电合同到期后无法续签的风险，保证了市场和媒体资源的稳定性；另一方面由于自营模式无需采购媒体资源，因而长期运营成本低。

c. 拥有“我拍”、“我玩”两大 APP。公司于 2015 年初陆续上线移动短视频自媒体社区“我拍”和 H5 公交移动生活社区“我玩”。三大业务协同效应明显，“我拍”与公交移动电视形成内容互动，“我玩”与公交移动电视形成营销互动，初步实现从单纯的公交移动电视向“互动性、跨平台、多终端”的移动互联网媒体转型。

移动营销行业：维持高景气度，移动视频广告迎来爆发期

1) 移动营销市场规模高速增长

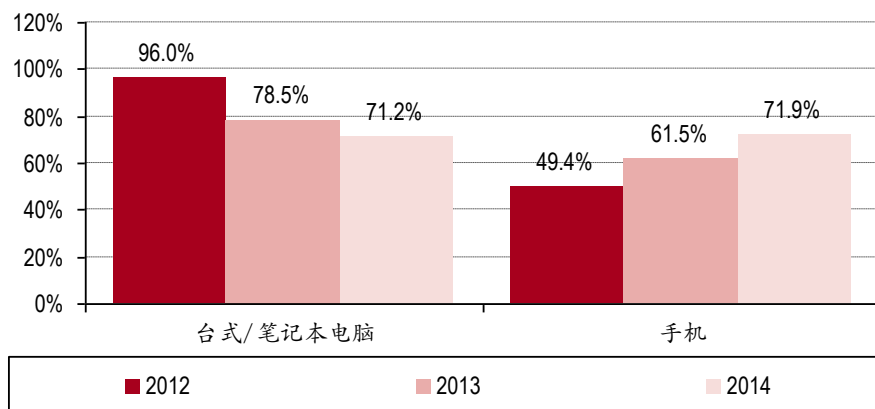
随着移动互联网用户规模的增长，智能终端的高出货量，以及移动互联网网络基础建设的逐步完善，移动营销市场呈现高速发展。2014 年，我国移动互联网营销市场规模达到 296.9 亿，较 2013 年增长 122%。预计未来几年仍将保持高速增长态势，2017 年市场规模将达到 1,655.4 亿元。

图表 42. 2012-2018 年移动广告市场规模及预测


资料来源：艾瑞咨询，中银证券

2) 移动端将迈进影像时代，移动视频广告发展空间大

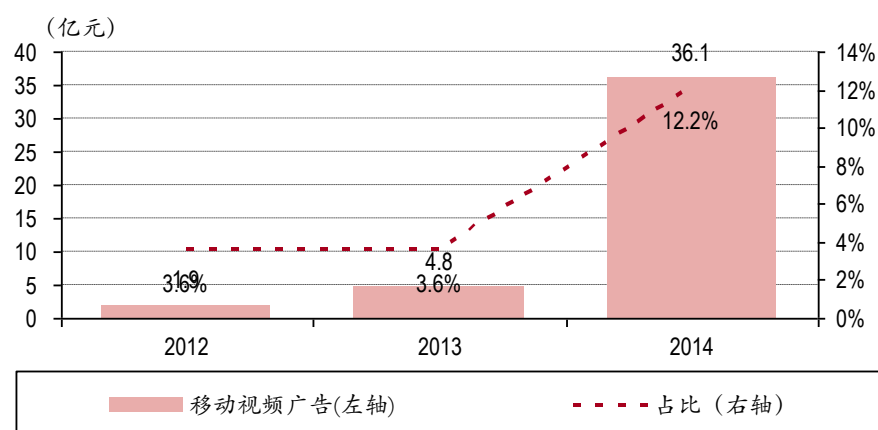
移动端视频短小轻快，能填补用户碎片时间，在移动端收看视频将会成为未来网络视频的主流，网络视频有望成为移动端最核心的应用。从终端设备的使用趋势来看，用户在 PC 端收看网络视频节目的比例在持续下降，移动端的比例则在持续上升。截至 2014 年底，71.9% 的用户选择用手机收看网络视频，超过 PC 视频 71.2% 的用户，成为网络视频的第一终端。

图表 43. 用 PC 端和手机端看视频的用户比例


资料来源：CNNIC 中国互联网发展状况统计调查

移动视频广告市场规模自 2014 年起迎来爆发期。2012-2013 年，移动视频广告规模分别为 1.9 亿元、4.8 亿元，占移动广告市场的比重均为 3.6%。2014 年，移动视频广告规模增至 36.1 亿元，同比增长 6.5 倍，占移动广告市场的比重达到 12.2%。随着移动端视频用户数量的持续增长，移动营销将逐渐向视频端倾斜，移动视频广告市场具备巨大成长空间。

图表 44. 移动视频广告市场规模及占移动广告份额



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

盈利预测

公司当前以移动媒体、移动视频、移动社区和移动智能作为四大核心业务，致力于成为中国公交移动生态圈领导者。根据巴士在线科技有限公司对公司的业绩承诺，其 2015-2017 年归属于母公司所有者的净利润承诺为不低于 1 亿元、1.5 亿元和 2 亿元。合计 2015-2017 年，公司净利润预计为 776 万元、1.36 亿元和 1.78 亿元。本次非公开发行已经完成，按照当前公司总股本 3 亿计算，预计 2015-2017 年每股收益分别为 0.03、0.45、0.60 元。参考市场上互联网公司和营销公司估值，以 110 倍 2016 年市盈率作为目标价格基础，公司目标价 50.00 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	160	116	165	638	778
销售成本	(144)	(100)	(114)	(317)	(372)
经营费用	(34)	(30)	(26)	(132)	(161)
息税折旧前利润	(17)	(14)	25	189	245
折旧及摊销	(17)	(12)	(12)	(15)	(18)
经营利润(息税前利润)	(35)	(27)	13	174	227
净利息收入/(费用)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益/(损失)	43	11	(4)	(16)	(19)
税前利润	8	(16)	9	158	208
所得税	(3)	(2)	(1)	(24)	(31)
少数股东权益	2	0	0	2	2
净利润	8	(17)	8	136	178
核心净利润	20	(17)	8	136	178
每股收益(人民币)	0.050	(0.111)	0.026	0.454	0.595
核心每股收益(人民币)	0.130	(0.111)	0.026	0.454	0.595
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(28)	(28)	42	288	22
息税前利润增长(%)	916	(23)	(148)	1,261	30
息税折旧前利润增长(%)	(205)	(17)	(277)	651	30
每股收益增长(%)	(180)	(321)	(123)	1,655	31
核心每股收益增长(%)	(308)	(185)	(123)	1,655	31

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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	8	(16)	9	158	208
折旧与摊销	17	12	12	15	18
净利息费用	0	0	0	0	0
运营资本变动	10	(2)	(50)	(39)	(65)
税金	(3)	(2)	(1)	(24)	(31)
其他经营现金流	(46)	(11)	(0)	(1)	(1)
经营活动产生的现金流	(13)	(18)	(30)	110	129
购买固定资产净值	71	(5)	(30)	(43)	(64)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(90)	(2)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(19)	(7)	(30)	(43)	(64)
净增权益	0	0	144	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(2)	0	(21)	1	1
融资活动产生的现金流	(2)	0	122	1	1
现金变动	(34)	(25)	62	68	66
期初现金	107	42	17	78	146
公司自由现金流	(32)	(25)	(60)	67	65
权益自由现金流	(32)	(25)	(60)	67	65

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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	72	16	78	146	211
应收帐款	30	28	137	160	194
库存	36	35	0	0	0
其他流动资产	109	160	138	214	261
流动资产总计	247	240	354	519	666
固定资产	97	86	104	134	180
无形资产	7	7	7	7	6
其他长期资产	4	2	2	0	0
长期资产总计	110	95	112	141	186
总资产	356	335	466	660	852
应付帐款	21	21	20	57	67
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	12	12	14	37	43
流动负债总计	33	33	34	93	110
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	156	156	300	300	300
储备	165	145	131	267	444
股东权益	321	301	431	566	744
少数股东权益	3	1	1	(0)	(2)
总负债及权益	356	335	466	660	852
每股帐面价值(人民币)	2.06	1.93	1.44	1.89	2.48
每股有形资产(人民币)	2.02	1.89	1.42	1.87	2.46
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.46)	(0.10)	(0.26)	(0.49)	(0.70)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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(%)	(10.7)	(12.3)	15.3	29.6	31.5
息税前利润率(%)	(21.6)	(23.1)	7.8	27.3	29.2
税前利润率(%)	5.0	(13.8)	5.3	24.8	26.7
净利率(%)	4.9	(15.0)	4.7	21.3	22.9
流动性					
流动比率(倍)	7.6	7.4	10.4	5.6	6.1
利息覆盖率(倍)	(1,448.3)	(982.6)	470.7	6,408.3	8,348.8
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)	6.5	6.3	10.4	5.6	6.1
估值					
市盈率(倍)	607.1	(274.8)	1,177.8	67.1	51.2
核心业务市盈率(倍)	235.0	(274.8)	1,177.8	67.1	51.2
目标价对应核心业务市盈					
率(倍)	385.2	(450.5)	1,930.8	110.0	84.0
市净率(倍)	14.8	15.8	21.2	16.1	12.3
价格/现金流(倍)	(363.2)	(262.1)	(299.6)	83.2	70.9
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	(528.4)	(640.9)	360.1	47.6	36.4
周转率					
存货周转天数	93.3	128.8	55.9	0.0	0.0
应收帐款周转天数	88.3	92.0	183.6	84.9	83.1
应付帐款周转天数	57.9	64.9	45.6	22.1	29.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	n.a.	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	2.5	(5.6)	2.1	27.3	27.2
资产收益率(%)	(6.4)	(7.7)	2.7	26.3	25.5
已运用资本收益率(%)	(10.7)	(8.5)	3.5	34.9	34.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

巴士在线(002188.CH/人民币 30.50, 买入)

华视传媒(VISN.O/美元 8.90, 未有评级)

以 2016 年 1 月 26 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，没有担任本报告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 个月内在上下 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。所有本报告期内使用的商标、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:

中银国际研究有限公司

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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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