

省广股份 (002400) 广告

—依托上市平台，做优秀创意产业链整合者

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 38.69 元

投资要点:

- ◆ **排名第一位的综合性本土广告公司** 国内广告行业是一个高度离散的行业，且受外资广告巨头的冲击，国内大型的优秀广告公司比较少。公司扎根广东省，从2002年以来广告经营规模持续扩大，2002年至2008年，公司占全国广告支出额比例CAGR达到5%，占广告公司经营额比例CAGR达到6%，公司在国内广告经营额排名中一直排在第8位，剔除外资广告企业，公司的广告经营额排第一位。
- ◆ **依托上市平台，做优秀创意产业链的整合者** 公司的上市对于公司及中国广告行业有着深远的影响：第一、公司作为中国广告上市第一“鼓”，承担着中国广告行业“扛旗者”的重任；第二、上市后，公司相对其他的小广告企业，资金实力与抗风险能力明显增强，且具备的较好产业链整合平台；第三、上市后，公司预备择机在全国开展自己的业务，公司经营范围扩大到全国，同时也提高了公司在全国的影响力。因此，我们认为，优秀创意产业链整合者的身份将是公司未来最大的投资亮点。
- ◆ **广告行业步入快速发展阶段** 中国经济的持续快速增长是广告行业得以快速发展的前提，1998年之后，中国广告步入稳步快速发展期，1998—2008年的10年期间，中国广告支出GAGR达到13.4%，在此期间GDP的CAGR达14%，中国广告支出的增长速度与GDP基本保持同步，在全球金融危机阴影逐渐消退的背景下，2009年必将成为中国GDP增长的低谷，中国经济的快速成长将使得未来几年中国广告业步入快速发展的轨道。
- ◆ **估值与盈利预测** 我们预计公司2010/2011/2012年每股收益将分别达到0.87/1.20/1.51元，对应2010/2011/2012年动态市盈率分别为43/33/26倍，与具有业务相近的蓝色光标及华谊嘉信相比，公司的估值相对较低，给予公司“推荐”投资评级。

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2050	2429	2919	3501
营业收入增长率	13%	18%	20%	20%
净利润(百万元)	53	72	99	125
净利润增长率	16%	35%	37%	26%
EPS(元)	0.86	0.87	1.20	1.51
ROE	32.6%	7.1%	8.9%	10.1%
P/E	44.84	44.32	32.25	25.58
P/B	14.64	3.14	2.86	2.58
EV/EBITDA	44	31	23	18

2010年6月25日

主要数据

52周最高/最低价(元)	43.95/35.77
上证指数/深圳成指	2566.75/10250.90
50日均成交额(百万元)	0.00
市净率(倍)	19.52
股息率	

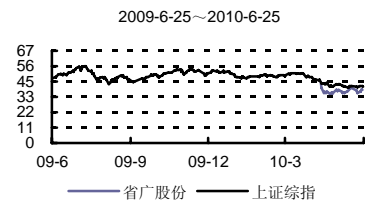
基础数据

流通股(百万股)	16.48
总股本(百万股)	82.37
流通市值(百万元)	637.61
总市值(百万元)	3186.96
每股净资产(元)	1.98
净资产负债率	275.46%

股东信息

大股东名称	广东省广新外贸集团有限公司
持股比例	34.05%

52周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	邹翠利
执业证书编号:	S0020109061421
电话:	021-51097188-1922
电邮:	zoucuili@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电话:	(86-21) 51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国安徽省合肥市寿春路179号(230001)

目录

第 1 部分 公司概况	3
1.1 主营业务结构	3
1.2 公司的控股关系	3
1.3 公司的产业链位置	4
第 2 部分 经营情况	5
2.1 主营业务平稳增长	5
2.2 各项财务指标良好	6
2.3 客户数量持续攀升	6
第 3 部分 投资亮点分析	7
3.1 排名第一位的综合性本土广告公司	7
3.2 做优秀创意产业链的整合者	8
3.3 广告行业步入快速上升通道	9
第 3 部分 盈利预测与估值	10
4.1 盈利预测	10
4.2 估值与投资建议	10

图表目录

图 1 09 年各主营业务收入占比	3
图 2 09 年各主营业务毛利占比	3
图 3 IPO 后公司的股权结构	4
图 4 广告产业链金字塔	4
图 5 公司近三年的经营情况	5
图 6 公司三大业务收入情况(单位: 万元)	5
图 7 公司毛利率与净利率情况	6
图 8 公司费用率情况	6
图 9 公司客户数量情况 (单位: 家)	7
图 10 公司在全行业中的占比情况	8
图 11 中国广告经营额的结构分布	9
图 12 中国广告历年开支情况 (亿元)	9
表 1 公司的主要竞争对手	8
表 2 盈利预测假设表 (单位: 万元)	10
表 3 相关上市公司动态 PE 情况	10
表 4 财务估值报表	11

第 1 部分 公司概况

公司是中国本土规模最大、最优秀的大型综合性广告公司之一，是国家一级广告企业。2006 年-2008 年，公司连续三年名列中国广告公司营业额排名前八位及本土综合性广告公司营业额排名第一位。公司专注于广告业务近三十年，目前已形成了以品牌管理为核心的整合营销传播业务模式，被业内誉为“中国广告业的扛旗者”。

1.1 主营业务结构

公司主营业务是为客户提供整合营销传播服务，主要包括品牌管理、媒介代理和自有媒体经营。其中媒介代理占公司主营业务收入 87%左右，品牌管理与自有媒体各占公司主营业务收入 7%左右。品牌管理占主营业务毛利 45%左右，媒介代理利润占公司毛利 35%，自有媒体经营占 20%。

图 1 09 年各主营业务收入占比

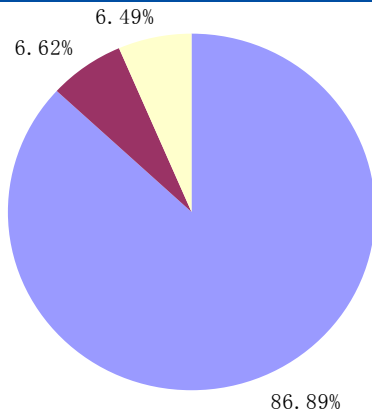
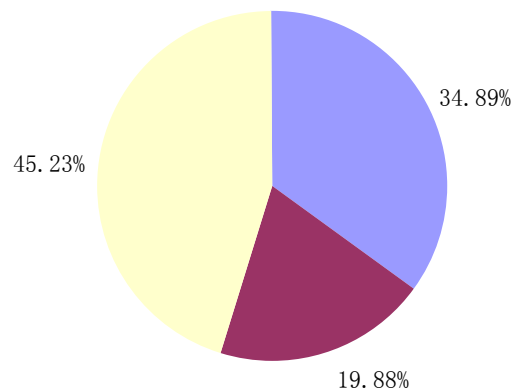


图 2 09 年各主营业务毛利占比



资料来源:公司招股说明书, 国元证券研究中心

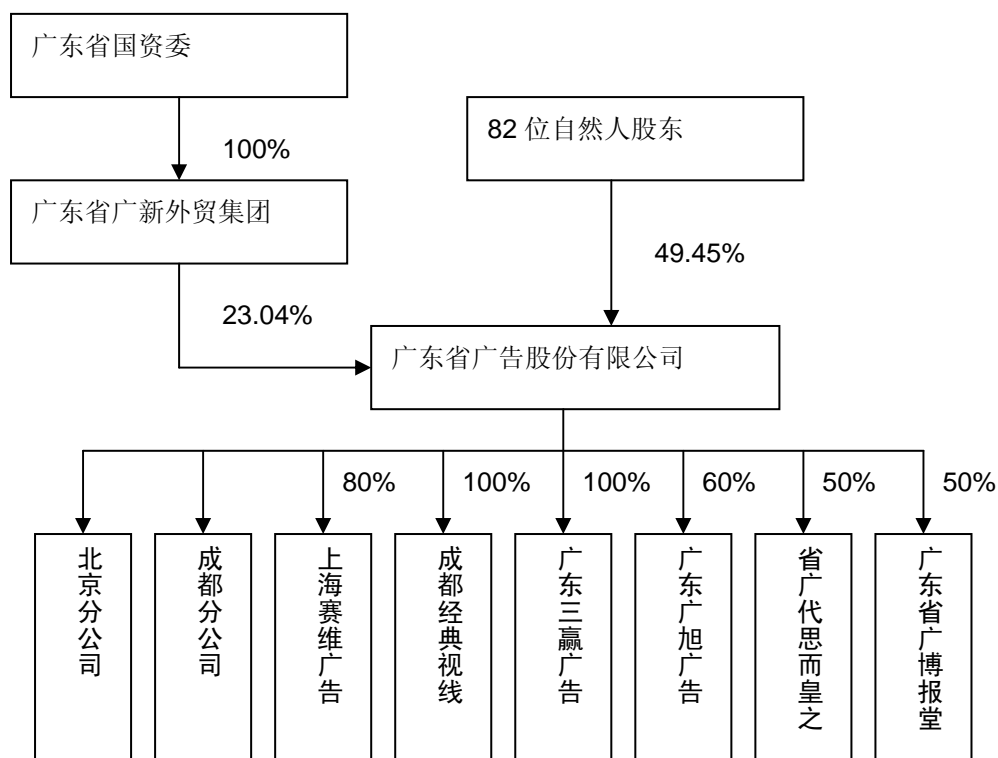
公司收入将近 90%贡献大部分来自于媒介代理业务，但利润贡献 50%以上来自于品牌管理，媒介代理业务规模较大，但毛利率较低，品牌管理业务虽然占收入比重较小，但毛利很高，成为公司利润贡献的主要来源。

1.2 公司的控股关系

上市后，公司的控股股东仍为广新集团，持有公司股权的 23.04%，广新集团直接控制人是广东省国资委，因此，广东省国资委是公司的实际控制人，持有。同时，公司有 82 位自然人股东，持股比例 49.45%，公司 82 位自然人股东由两部分构成。其一为股份公司成立时 42 位自然人股东，也是公司发起人；另一部分是因受让丰誉公司所持发行人股份而增加的 40 位自然人股东（即丰誉公司原 40 位自然人股东，其中陈立忠死亡后由袁文卿持有）。

本次发行前，公司 65.95%的股份由 82 位自然人持有，这些股东均为公司的核心管理层及员工。这些管理人员和员工对公司发展做出了较大贡献。员工持股结构将使得公司利益与管理层、员工的利益被紧密捆绑在一起，大大激发了员工的工作激情和归属感，为公司持续发展提供了保障。

图 3 IPO 后公司的股权结构



资料来源:公司招股说明书, 国元证券研究中心

1.3 公司的产业链位置

公司专注于广告业务近三十年, 是国内最具专注性的大型综合性广告公司, 公司作为大型综合性广告公司, 处于产业链金字塔的顶端。与单一服务型广告公司(营销咨询、设计及制作类广告公司)相比, 公司是“蛋糕”的分配者, 具有更大的主动性和话语权。而少数媒体依托型广告公司尽管依靠买断部分强势媒体资源而获得了较高的收入, 但其仅在部分媒体代理业务方面具有一定优势, 对于公司综合广告业务模式并不形成真正的竞争关系。

图 4 广告产业链金字塔



资料来源:公司招股说明书, 国元证券研究中心

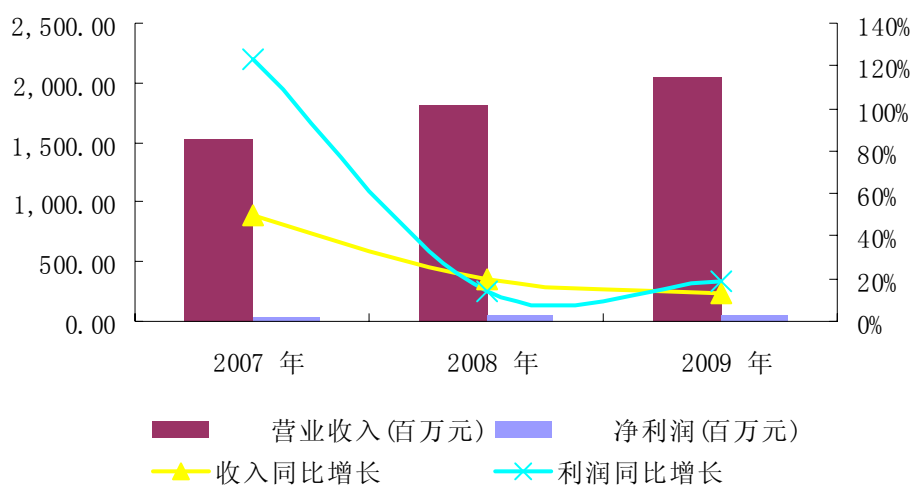
相对具有单一服务型广告公司和单一资源型广告公司，公司也有一定的劣势，例如，由于媒体数量较少，公司的媒介代理业务相对于媒体依托型企业严重偏低，因此，未来产业链整合将成为趋势，上市后，公司的资金实力明显增强，向下游拓展将成为必然。

第 2 部分 经营情况

2.1 主营业务平稳增长

在过去的三年里，全球广告支出额呈现逐年下降的负增长的趋势，2009 年金融危机的影响，全球广告支出额同比下降 10%。在行业整体面临下滑的情况下，公司近三年主营业务收入 CAGR 达到 16.1%，净利润 CAGR 达到 15.8%，主营业务收入与净利润平稳增长。

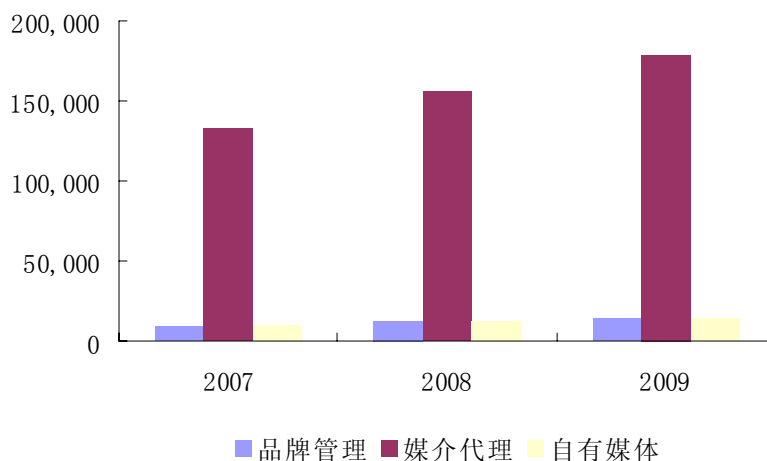
图 5 公司近三年的经营情况



资料来源: WIND 国元证券研究中心

公司三大业务齐头并进，2007 年-2009 年品牌管理业务收入 CAGR 达到 19.3%，媒介代理业务收入 CAGR 达到 15.8%，自有媒体经营 CAGR 达到 18%，其中盈利能力较高的品牌管理与自有媒体经营业务的年复合增长率都超过了盈利能力较低的媒介代理业务，公司的产品结构不断优化。

图 6 公司三大业务收入情况(单位: 万元)

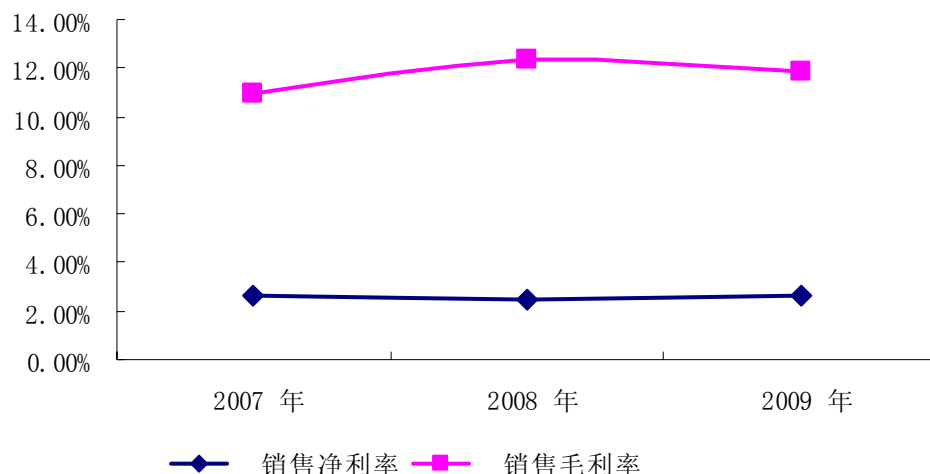


资料来源: 公司招股说明书 国元证券研究中心

2.2 各项财务指标良好

公司近三年毛利率与净利率水平保持相对稳定，公司三大主业中，品牌管理业务毛利率高达 80%以上，自有媒体业务毛利率 40%左右，媒介代理的毛利率很低，不到 5%，因此，公司主营业务的整体毛利率的水平取决于主营业务的结构。目前，公司的主营业务结构保持相对稳定，决定了毛利率水平的相对稳定。公司净利润率水平稳步小幅上升。

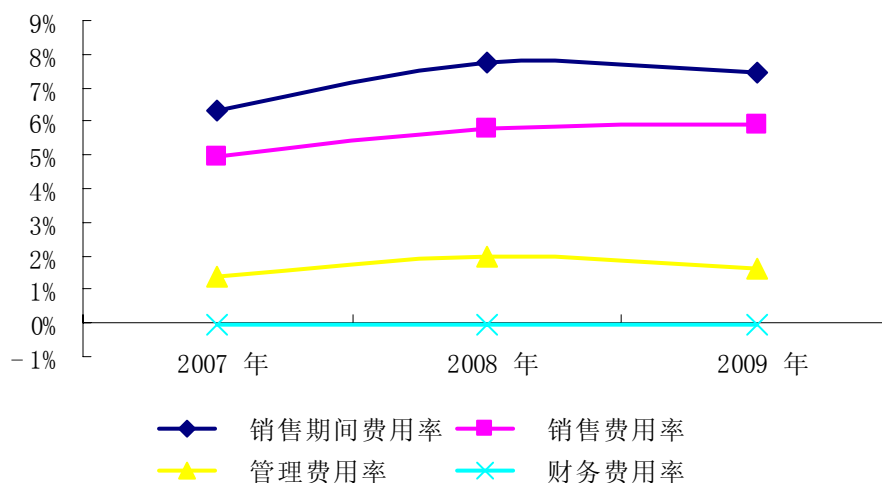
图 7 公司毛利率与净利率情况



资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

三项费用方面，三项费用率水平整体呈下降趋势，整体费用率水平也不高，与公司业务相近的蓝色光标相比，公司三项费用率水平严重偏低，主要还是媒介代理收入占比较大，总体来看，公司的费用率水平仍趋于合理的下降趋势。

图 8 公司费用率情况

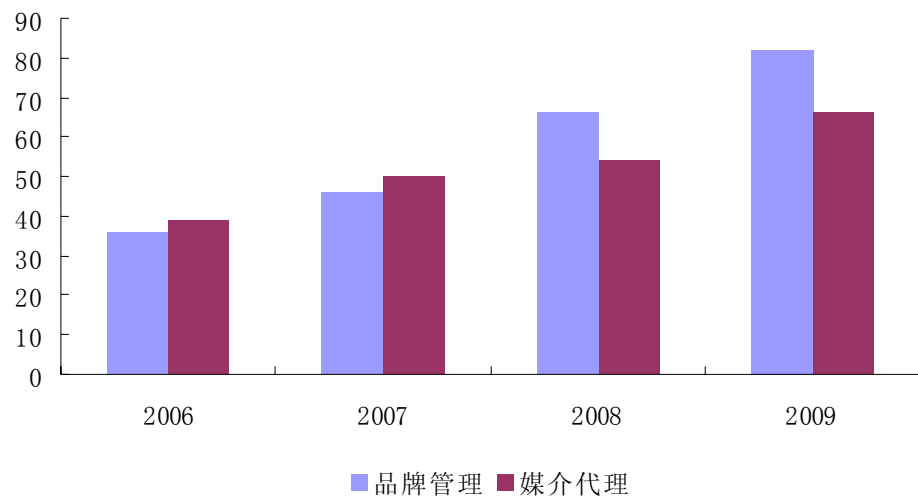


资料来源：公司招股说明书 国元证券研究中心

2.3 客户数量持续攀升

公司的媒介代理业务与品牌管理业务的增长主要来源于客户数量的增长，两大业务客户既有交叉客户也有独立客户，当然独立客户也有转化为交叉客户的趋势，公司新增客户主要来源于两个方面：一是公司业务部门的自行开拓；二是原有客户的示范效应。多年来，公司品牌管理服务已经获得了市场的普遍认可，新增客户数量不断扩大，如 2008 年和 2009 年，公司先后引进了山东孚日股份、劲酒、红星二锅头、泸州老窖、碧桂园地产、山东龙大和威力电器等优质客户。

图9 公司客户数量情况（单位：家）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

从成长性来看，公司品牌管理客户数量呈现快速增长趋势，2006年-2009年分别达36家、46家、66家和82，同时，公司目前已在北京、上海等地设立分支机构，将客户群体的扩大到全国，扩大公司的客户范围，公司未来客户数量将持续攀升。

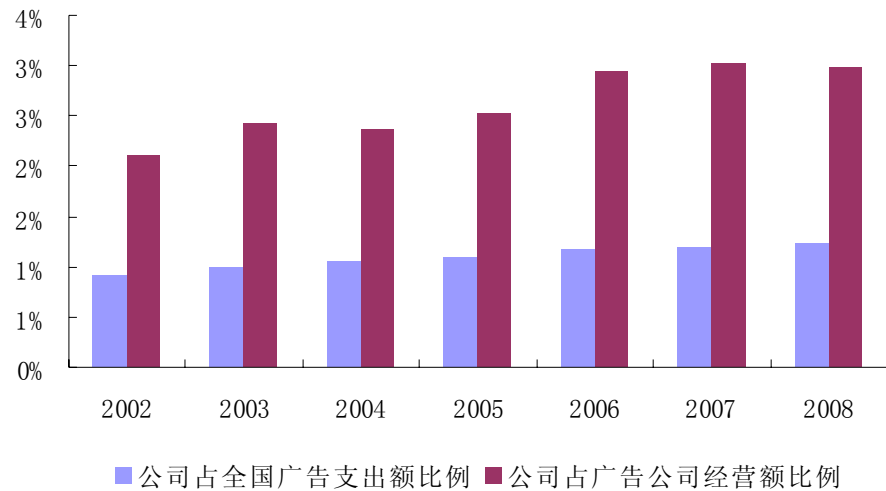
第3部分 投资亮点分析

公司的上市对于公司及中国广告行业有着深远的影响：第一、公司作为中国广告上市第一“鼓”，承担着中国广告行业“扛旗者”的重任；第二、上市后，公司相对其他的小广告企业，资金实力与抗风险能力明显增强，且具备的较好产业链整合平台；第三、上市后，公司预备择机在全国开展自己的业务，公司经营范围扩大到全国，同时也提高了公司在全国的影响力。因此，我们认为，做优秀创意产业链整合者的将是公司未来最大的投资亮点。

3.1 排名第一位的综合性本土广告公司

国内广告行业是一个高度离散的行业，且受外资广告巨头的冲击，国内大型的优秀广告公司比较少。公司扎根广东省，从2002年以来广告经营规模持续扩大，2002年至2008年，公司占全国广告支出额比例CAGR达到5%，占广告公司经营额比例CAGR达到6%，公司在国内广告经营额排名中一直排在第8位，剔除外资广告企业，公司的广告经营额排第一位。

图 10 公司在全行业中的占比情况



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

公司的主要竞争对手是国际 4A 广告公司，国内规模较大的单一资源型和单一创意型广告经营企业，与国际 4A 广告巨头相比，在规模上超越外资可能性太小，但公司扎根于中国，在本土特别是华南地区积累了丰富的人脉关系和客户资源。与外资公司相比，公司更为了解本土市场的企业文化和消费习惯。“不做无效的广告，而做实效的广告，做适合中国本土的广告”正是公司的服务定位。水井坊、蓝月亮、海天调味食品等这些品牌在创立初期至今，便一直由公司提供广告策划或创意服务，其成功的商业成长经历更是印证了公司在打造本土自主品牌方面的实力和优势。

表 1 公司的主要竞争对手

名称	类型	简介
上海李奥贝纳广告有限公司	国际 4A (外资)	李奥贝纳广告公司于 1935 年在芝加哥成立，在全球 80 多个国家设有将近 100 个办事处，拥有一万多名员工，为全球众多知名品牌提供服务，其中国分支机构上海李奥贝纳广告有限公司营业额连续多年位居中国前两位。
盛世长城国际广告有限公司	国际 4A (外资)	盛世公司 (Saatchi & Saatchi) 隶属于 Publicis。盛世长城国际广告有限公司于 1992 年 8 月由 Saatchi & Saatchi 和中国长城工业总公司合资成立。
麦肯·光明广告有限公司	国际 4A (外资)	麦肯世界集团 (McCann-Erickson Worldwide) 隶属于美国 IPG。其为全球众多知名品牌提供服务。麦肯·光明于 1991 年底成立，现已在国内拥有若干分支机构。
奥美中国	国际 4A (外资)	奥美隶属于全球第二大传播集团—WPP。奥美在国内设立了多家公司，为众多本土及国际的著名品牌提供全方位专业服务和策略咨询。
上海广告有限公司	中外合资综合性	中国成立最早的综合性广告公司之一。2003 年，WPP、株式会社博报堂广告公司入股成为合资公司。
昌荣传播机构	本土综合性	成立于 1995 年，服务领域涉及整合营销传播服务、专业的媒介研究策划及购买服务、媒体资源买断经营等业务。在国内拥有多家分支机构。
白马户外媒体有限公司	户外媒体	香港联交所上市公司，其公交候车亭遍布全国主要城市。

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

与单一创意类与单一资源类广告公司相比，公司的三大主业几乎囊括了营销服务类最主要的业务，虽然目前各业务结构占比仍不均衡，未来业务结构拓展空间较大，品牌管理业务规模不断扩大，自有媒体数量的不断增长，不仅是公司盈利能力提升的主要动力，同时，也是公司实现综合性发展的必由之路。

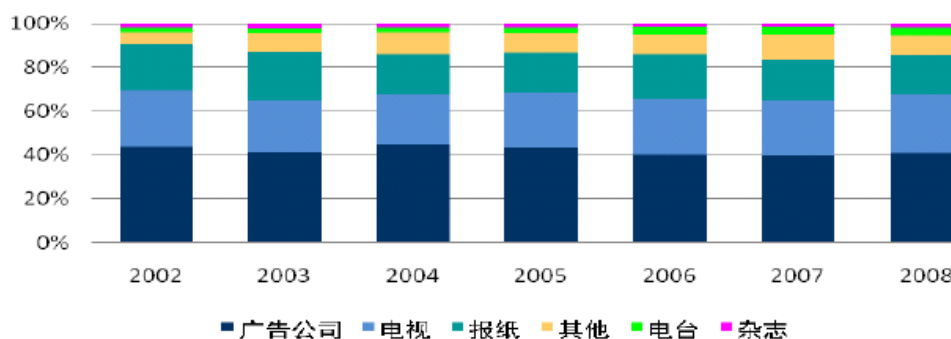
3.2 做优秀创意产业链的整合者

2008 年，国内广告公司数量达到 11.73 万户，从业人员 85.65 万人，以同期 778 亿元经营额计算，单位广告公司经营额仅为 66.37 万元，说明目前广告公司的经营规模普遍偏小。在这种行业或市场格局中，当前大型综合性广告公司具有中小企业所无法比拟的“天

时（行业整合需求迫切）、地利（广东是国内广告行业的发源地，广东本土有着众多的优秀的广告企业和广告资源）、人和（占据沿海发达地区，公司有着强有力地吸引人才的魅力）”的巨大优势，从而成为行业整合过程的唯一“主角”。

公司作为本土最优秀的综合性广告企业，占据着整合的“天时、地利、人和”的优势，未来整合肯定是发展的必然，但整合方向是公司未来的几年的考虑重点。从图 11 来看，中国广告经营额仅有 40%集中在广告公司，且该比例仍有微降的趋势。其余 60%都集中在媒体，媒体占据了广告经营额的半壁江山，对于公司来说，由于自有媒体资源相对稀缺，公司媒介代理业务的毛利率非常低，导致公司整体毛利率水平偏低，而且之前由于资金实力不足，公司对媒体基本上实行即时采购的方式，虽然这种方式相对于媒体买断式采购有较强的抗风险能力，但公司上市后资金实力扩充后，适实购买媒体的将成为可能，自有媒体数量的增加，对于公司来说既可以降低媒介代理的成本，又可以提高自有媒体经营收入，使公司的业务结构更回均衡。

图 11 中国广告经营额的结构分布

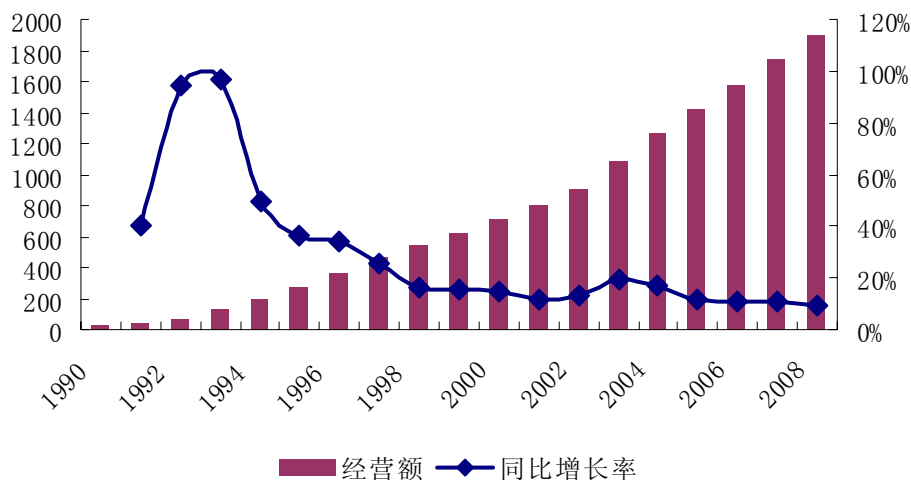


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

3.3 广告行业步入快速发展阶段

中国经济的持续快速增长是广告行业得以快速发展的前提，1998 年之后，中国广告步入稳步快速发展期，1998—2008 年的 10 年期间，中国广告支出 GAGR 达到 13.4%，在此期间 GDP 的 CAGR 达 14%，中国广告支出的增长速度与 GDP 基本保持同步，在全球金融危机阴影逐渐消退的背景下，2009 年必将成为中国 GDP 增长的最低谷，中国经济的快速成长将使得未来几年中国广告业步入快速发展的轨道。

图 12 中国广告历年开支情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

广告业作为新兴的服务业，受到了政府的大力支持，2008年4月23日，国家工商行政管理总局和国家发展和改革委员会联合颁布《关于促进广告业发展的指导意见》，明确把促进广告业的发展提升为一项紧迫而长期的战略任务。2009年9月26日，国务院发布《文化产业振兴规划》，确定将以文化创意、广告、动漫等产业为重点，加大扶持力度，完善产业政策体系，实现跨越式发展。首次把文化产业的发展规划列入国家发展战略中来，标志着把文化产业发展作为一个战略性产业提升到了国家战略的层面，意义重大而深远。

第3部分 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

通过上面对公司进行的全方位分析，我们认为，公司的主营业务未来有着巨大的增长潜力，因此，我们简单地对公司未来三年的业绩情况进行简单的预测，在进行盈利预测之前，我们对公司未来三年各主营业务的收入和毛利进行了简单的假设。具体情况如下表：

表2 盈利预测假设表（单位：万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总收入	151993	181468	205019	242854	291924	350116
品牌管理	9343	13036	13306	16633	20458	24550
媒介代理	132898	155936	178133	210197	252236	302684
自有媒体	9752	12496	13580	16024	19229	22883
毛利	10.90%	12.40%	11.80%	12.58%	13.06%	13.32%
品牌管理	77.70%	79.90%	82.50%	82.00%	82.50%	83.00%
媒介代理	3.90%	4.30%	4.80%	5.00%	5.30%	5.50%
自有媒体	42.40%	42.50%	35.50%	40.00%	41.00%	42.00%

资料来源：国元证券研究中心

根据我们的假设，我们预计公司2010/2011/2012年净利润将分别达到0.96/1.32/1.67亿元，对应2010/2011/2012年每股收益将分别达到0.87/1.20/1.51元。

4.2 估值与投资建议

根据我们的盈利预测，对应公司2010/2011/2012年动态市盈率分别为44/32/25倍，公司目前估值水平与行业平均水平相当，与业务相近的蓝色光标及华谊嘉信相比，公司的估值相对较低，随着明后年募投项目逐步完成，以及上市后较多的并购机会，公司未来业绩超预期的可能性较大，给予公司“推荐”的投资评级。

表3 相关上市公司动态PE情况

证券代码	证券简称	2010E	2011E	2012E
300058.SZ	蓝色光标	48	35	27
300071.SZ	华谊嘉信	47	36	28
600880.SH	博瑞传播	31	26	23
000793.SZ	华闻传媒	45	41	39
600825.SH	新华传媒	36	33	30
002400.SZ	省广股份	42	34	29
	行业均值	44	32	26

资料来源：国元证券研究中心

表 4 财务估值报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	561	1476	1672	1908	营业收入	2050	2429	2919	3501
现金	203	1088	1197	1327	营业成本	1808	2123	2538	3035
应收账款	105	117	140	180	营业税金及附加	24	32	38	46
其它应收款	10	10	13	15	营业费用	121	146	169	203
预付账款	216	243	299	355	管理费用	33	39	49	57
存货	0	0	0	0	财务费用	-1	-3	-3	-3
其他	27	18	24	31	资产减值损失	0	1	1	0
非流动资产	56	55	56	57	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	26	24	25	25	投资净收益	4	5	5	5
固定资产	28	29	30	31	营业利润	69	97	133	168
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	2	1	1	1
其他	1	1	2	2	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	616	1530	1729	1966	利润总额	71	98	134	169
流动负债	450	513	612	725	所得税	17	26	36	44
短期借款	10	10	10	10	净利润	54	72	99	125
应付账款	238	258	314	377	少数股东损益	0	-0	-0	-0
其他	201	245	289	338	归属母公司净利润	53	72	99	125
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	68	96	132	167
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.86	0.87	1.20	1.51
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	450	513	612	725	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	4	3	3	3	成长能力				
股本	62	82	82	82	营业收入	13.0%	18.5%	20.2%	19.9%
资本公积	0	758	758	758	营业利润	4.9%	41.1%	37.0%	25.9%
留存收益	101	173	272	397	归属于母公司净利润	15.7%	34.9%	37.4%	26.1%
归属母公司股东权益	163	1014	1113	1237	获利能力				
负债和股东权益	616	1530	1729	1966	毛利率	11.8%	12.6%	13.1%	13.3%
现金流量表	单位:百万元				净利率	2.6%	3.0%	3.4%	3.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	32.6%	7.1%	8.9%	10.1%
经营活动现金流	33	98	104	125	ROIC	-131.7%	-112.7%	-137.6%	-165.0%
净利润	54	72	99	125	偿债能力				
折旧摊销	0	1	2	2	资产负债率	72.9%	33.5%	35.4%	36.9%
财务费用	-1	-3	-3	-3	净负债比率	2.22%	1.95%	1.63%	1.38%
投资损失	-4	-5	-5	-5	流动比率	1.25	2.88	2.73	2.63
营运资金变动	0	61	-7	-2	速动比率	1.25	2.88	2.73	2.63
其它	-16	-28	19	8	营运能力				
投资活动现金流	2	5	2	3	总资产周转率	3.61	2.26	1.79	1.90
资本支出	2	2	2	2	应收账款周转率	16	14	16	15
长期投资	0	-2	1	-0	应付账款周转率	8.64	8.55	8.87	8.78
其他	4	5	5	5	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-12	782	3	3	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.87	1.20	1.51
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	1.19	1.26	1.51
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.98	12.31	13.51	15.02
普通股增加	0	21	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	758	0	0	P/E	44.84	44.32	32.25	25.58
其他	-12	3	3	3	P/B	14.64	3.14	2.86	2.58
现金净增加额	23	885	109	130	EV/EBITDA	44	31	23	18

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义		
	二级市场评级	公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A 公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B 公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C 公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上	

(2)行业评级定义	
推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn