

北巴传媒 (600386.SH)

综合传媒行业

评级：买入 维持评级

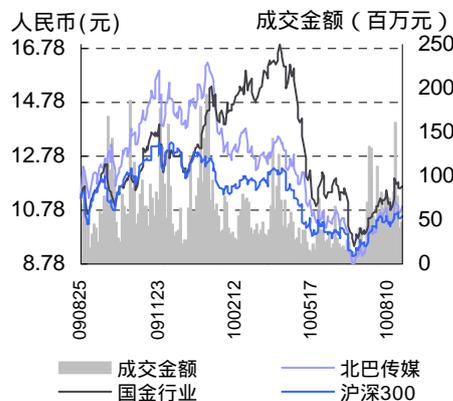
公司研究

市价(人民币)：10.96元
目标(人民币)：13.50-14.85元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	403.20
总市值(百万元)	4,419.07
年内股价最高最低(元)	16.27/8.78
沪深300指数	2911.83
上证指数	2650.31



相关报告

1. 《业绩符合预期,资源价值提升有望》, 2010.8.6

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130208070237
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

张良卫 联系人
(8621)61038204
zhanglw@gjzq.com.cn

业务模式重构提升资源价值

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.223	0.292	0.366	0.450	0.560
每股净资产(元)	2.17	2.47	2.70	3.02	3.45
每股经营性现金流(元)	0.73	0.66	0.45	0.55	0.65
市盈率(倍)	32.24	49.98	29.05	23.62	18.97
行业优化市盈率(倍)	55.96	81.18	81.18	81.18	81.18
净利润增长率(%)	88.45%	31.18%	25.17%	22.99%	24.49%
净资产收益率(%)	10.25%	11.85%	13.54%	14.89%	16.22%
总股本(百万股)	403.20	403.20	403.20	403.20	403.20

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **重构业务模式奠定车身媒体主业增长基石**：经过 08 年的整治，北京城区内户外广告资源相对稀缺，公交车身广告已成为北京城区内最主要的、统一经营的户外广告资源。通过对广告经营模式的调整，公司对车身媒体的控制能力得到一定程度的加强，对广告销售最低限价的有效执行以及对白马、CBS 一定的上刊率要求都在客观上有效提升了广告销售规模和经济效益，减少内耗，被低估的资源价值将逐步得到释放，为车身广告经营稳步增长奠定坚实基础。
- **中国汽车服务业市场空间巨大，公司占据“地利”优势**：中国汽车服务业市场空间广阔，新车销售每年蕴含近百亿的利润空间，而售后服务和二手车市场则刚刚起步，发展空间巨大。公司目前拥有 6 家 4S 店，在经历上半年日系车市场的低谷后销售有望逐步回暖，而在经历用户培育期后，售后服务业务的扩大将带来盈利能力实质性提升。我们预计，汽车服务业的盈利能力在 2011 年以后得到更为显著的体现。公司充分利用集团资源优势，进一步完善汽车服务业产业链布局，支持公司的长远发展。
- **新管理层走马上任，憧憬长远发展踌躇满志**：今年，公司董事长和总经理均有所变动，其对公司具有相对垄断优势的资源价值认识充分，我们相信，在经历磨合期后，通过对业务模式、管理架构的进一步梳理，整体经营效率有望得到有效提升，有助于公司盈利能力的逐步显现。

投资建议

- 我们认为，今年是公司车身广告经营全面向新业务模式过渡的第一年，“基本劳务费+服务费阶梯提成”的广告合作方式能够在一定程度上体现垄断资源价值；而此前大规模投入的汽车销售及售后服务业务也开始逐步产生效益；与此同时，新的经营领导班子走马上任，也有望给公司经营层面上带来更为积极的变化。我们认为，公司正在经历经营层面的重要转型期，资源垄断优势将得到逐步显现，据此，维持对公司的“买入”评级。

估值

- 据测算，我们预计 2010~2012 的每股收益分别为 0.37 元、0.45 元和 0.56 元，未来 6~12 个月合理目标价格区间为 13.50~14.85 元，相当于 30~33 倍 2011 年 PE，而目前整个传媒板块的平均市盈率在 38 倍以上。

风险

- 户外广告业务复苏低于预期，新开 4S 店对盈利的影响

内容目录

盈利预测与估值.....	4
盈利预测及说明.....	4
估值	6
投资建议	8
汽车服务行业：不断发展中的新兴行业.....	9
汽车销售：新车销售盈利能力有限，二手车未来空间广阔.....	9
售后服务：即将兴起的“蓝海”	10
国内 4S 店现状：新车销售占据主导，售后服务有待成熟.....	11
依托集团资源优势，汽车服务业做大做强	11
车身媒体业务：业务模式重构，提升媒体资源价值	13
北京户外广告资源整治，城区户外广告资源相对稀缺	13
资源价值重构，提升运作效率.....	14
媒体成本相对刚性，收入驱动业绩.....	15
附录：三张报表预测摘要	17

图表目录

图表 1：北巴传媒主营业务收入、成本预测(2008~2012F)	4
图表 2：北巴传媒车身媒体业务详细盈利预测假设(2010E-2012E).....	5
图表 3：北巴传媒假设条件及盈利预测(2008~2012F)	6
图表 4：传媒行业主要上市公司估值一览	7
图表 5：DCF 估值主要假设条件.....	7
图表 6：北巴传媒 DCF 估值表	8
图表 7：汽车经销与服务商业结构	9
图表 8：美国二手车销量占比较高	10
图表 9：中国二手车销量占比依然偏低	10
图表 10：中国乘用车保有密度仍处于低位	10
图表 11：国内乘用车保有量不断上升 单位：万辆	10
图表 12：国内乘用车后市场规模 单位：亿元.....	10
图表 13：国内 4S 店收入来源分布 单位：十亿元	11
图表 14：国内二手车和售后服务毛利率高于新车销售	11
图表 15：中国目前 4S 店毛利来源分布	11
图表 16：欧美国家 4S 店毛利来源分布	11
图表 17：公司汽车服务业主要业务	12
图表 18：北巴传媒汽车服务业相关业务收入、成本情况.....	12
图表 19：北京户外媒体整治法规	13
图表 20：北京三环路拆牌示例	14
图表 21：北巴传媒原有车身媒体资源经营方案	15
图表 22：北巴传媒整合后车身资源经营方案.....	15
图表 23：2010 年户外广告增长势头强劲	16
图表 24：北京各种户外广告媒体价格比较	16

盈利预测与估值

盈利预测及说明

- 公司目前主业是以车身媒体业务以及汽车服务业为主，未来公司新的投资项目的实施以及车身媒体的跨地域扩张将驱动公司的长期成长。
 - ◆ **车身媒体业务，驱动因素：广告价格、上刊率、车辆数量。**我们认为，车身媒体的业务模式变化后，资源整合效率将会得到有点提升，奠定公司现有业务增长的关键因素；受益于宏观经济回暖，广告行业整体复苏态势明确，在北京城区户外广告资源稀缺的环境下，理顺商业模式的车身广告价格有望稳步提升，而上刊率也将受益于此；在集团的大力支持下，逐渐增加双层车数量将是公司努力实现的发展目标，我们假设明年、后年分别新增 50 辆双层车投入使用。据此，我们预计车身媒体业务 2010~2012 年增长率分别为 25.00%，14.94%，12.41%；同时，量价齐升将带动毛利率的提升，预计 2010~2012 年车身媒体业务毛利率分别为 68%，72%和 72%。
 - ◆ **汽车服务业：**随着新开 4S 店逐步贡献收入，公司对汽车服务业的各块业务增加投资将逐步见效，我们预计 2010 年公司汽车服务业务收入将大幅增长，预计 2010~2012 年汽车服务业收入同比增长 30%，20%，15%，随着规模效应的体现，毛利率水平将呈现逐年上升的态势，10-12 年毛利率分别为 14.5%，17%，19%。

图表1：北巴传媒主营业务收入、成本预测(2008~2012F)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总收入	563.75	1,412.47	1,617.85	1,921.81	2,198.54
总成本	508.25	1,049.43	1,175.85	1,350.02	1,515.33
毛利率		25.70%	27.32%	29.75%	31.08%
汽车服务业务(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入	303.30	946.28	1,230.17	1,476.20	1,697.63
增长			30.00%	20.00%	15.00%
成本	199.06	808.41	1,051.79	1,225.25	1,375.08
毛利率	34.37%	14.57%	14.50%	17.00%	19.00%
公交媒体业务(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入	260.46	310.15	387.69	445.61	500.91
增长			25.00%	14.94%	12.41%
成本	73.16	84.29	124.06	124.77	140.25
毛利率	71.91%	72.82%	68.00%	72.00%	72.00%
运营收入					
收入	276.14	156.04	-	-	-
成本	236.03	156.73	-	-	-

来源：国金证券研究所

图表2：北巴传媒车身媒体业务详细盈利预测假设(2010E-2012E)

	单位：万元	2010E	2011E	2012E
收入假设	媒体广告业务合计	38,767	44,560	50,092
	车身合计收入	29,367	34,860	40,192
	单层车			
车身	白马	6285.71	7555.55	8791.20
	数量	10582	10582	11000
	上刊率	33%	35%	37%
	刊例价(万元/月)	0.15	0.17	0.18
	单车收入	0.59	0.71	0.80
	CBS	2424.71	2914.55	3276.72
	数量	4082	4082	4100
	上刊率	33%	35%	37%
	刊例价(万元/月)	0.15	0.17	0.18
	单车收入	0.59	0.71	0.80
	自身运营	1395.00	1584.00	1785.00
	数量	2500	2500	2500
	上刊率	31%	33%	35%
	刊例价	0.15	0.16	0.17
	单车收入	0.56	0.63	0.71
	双层车	19261.44	22805.64	26339.04
	数量	836	886	936
	上刊率	64%	65%	67%
刊例价(万元/月)	3	3.3	3.5	
单车收入	23.04	25.74	28.14	
车内	候车亭	7300	7400	7500
	移动电视	1700	1800	1900
	车内挂牌	400	500	500

来源：国金证券研究所

- **期间费用**：2010年车身媒体业务经营模式的改变将使得销售费用率大大提升，由于09年大量跨期合同的存在使得2010年仍有一部分收入是以净收入计算，2011年以后营业费用率和管理费用率将会进一步上升，对此，我们假设2010~2012年费用率将有所提高，预计销售费用率分别为6.2%、7.6%和8.0%；管理费用率分别为8.5%、9.0%和9.0%。
- **所得税率**：10-12年所得税率分别为12.5%，12.5%和12.5%。

有关公司盈利预测的具体细项假设详见图表3。

盈利预测

根据车身广告新业务的运营情况，我们对盈利预测进行适当的调整，据测算，公司2010~2012年归属于母公司股东的净利润分别为1.47亿元、1.80亿元和2.30亿元，分别较上年增长25.1%、22.2%和25.4%。每股收益分别为0.37元、0.45元和0.56元，复合增长率达到24%。

图表3：北巴传媒假设条件及盈利预测(2008~2012F)

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	860.39	1439.37	1642.85	1946.81	2223.54
汽车服务业务	303.30	946.28	1230.17	1476.20	1697.63
公交媒体业务	260.46	310.15	387.69	445.61	500.91
旅游业务	276.14	156.04	0.00	0.00	0.00
其他	20.50	26.90	25.00	25.00	25.00
营业成本	533.56	1,064.43	1,200.85	1,375.02	1,540.33
汽车服务业务	199.06	808.41	1,051.79	1,225.25	1,375.08
公交媒体业务	73.16	84.29	124.06	124.77	140.25
旅游业务	236.03	156.73	0.00	0.00	0.00
其他	25.31	15.00	25.00	25.00	25.00
毛利率	37.99%	26.05%	26.90%	29.37%	30.73%
营业税金及附加	33.51	37.58	41.07	48.67	55.59
营业税金及附加比率	3.90%	2.61%	2.50%	2.50%	2.50%
主营业务利润	293.31	337.36	400.93	523.12	627.61
销售费用	29.10	49.93	101.86	147.96	177.88
销售费用率	3.38%	3.47%	6.20%	7.60%	8.00%
管理费用	101.08	123.35	139.64	175.21	200.12
管理费用率	11.75%	8.57%	8.50%	9.00%	9.00%
财务费用	41.83	31.13	(0.46)	(1.32)	(1.45)
资产减值损失	5.71	8.90	3.00	6.00	5.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.40	2.25	3.00	3.00	3.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	121.00	126.30	159.89	198.27	249.06
加：营业外收入	4.03	17.95	20.00	20.00	20.00
减：营业外支出	1.87	0.66	2.00	2.00	2.00
利润总额	123.15	143.60	177.89	216.27	267.06
减：所得税	26.47	17.82	22.24	27.03	33.38
实际所得税率	21.49%	12.41%	12.50%	12.50%	12.50%
净利润	96.69	125.78	155.65	189.24	233.68
减：少数股东损益	6.91	8.05	8.00	8.00	8.00
归属于母公司所有者的净利润	89.78	117.73	147.65	181.24	225.68
增长		31.13%	25.42%	22.75%	24.52%
完全摊薄后每股收益(元/股)	0.22	0.29	0.37	0.45	0.56

来源：国金证券研究所

估值

■ 1、PE 相对估值

从 A 股传媒企业来看，从事文化传媒类的上市公司 2010 年的平均市盈率达到 48.2 倍，中值也在 45.3 倍，北巴传媒的估值水平在传媒板块中处于低端，传媒板块的平均估值水平对于处在业务模式转型期的北巴传媒具有一定的参考意义。作为具有资源相对垄断优势的传媒企业，公司目前的估值水平具有较大的投资安全边际及潜在上涨空间，但股价上涨还需等待催化剂的出现。

图表4：传媒行业主要上市公司估值一览

代码	公司名称	价格 2010-8-24	总市值 (亿元)	EPS				PE				PB 最新	EV/EBITDA 2010	投资建议
				2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E			
广电/有线网络														
600037.SH	歌华有线	14.20	150.57	0.31	0.33	0.40	0.45	45.62	43.03	35.50	31.28	3.26	18.42	买入
002238.SZ	天威视讯	23.73	63.36	0.29	0.33	0.54	0.71	81.05	72.57	44.36	33.61	5.09	18.89	买入
600831.SH	广电网络	9.78	55.10	0.18	0.20	0.25	0.30	54.33	49.39	39.28	32.71	4.34	16.09	买入
000917.SZ	电广传媒	18.56	75.42	0.07	0.29	0.41	0.53	265.14	64.00	45.27	35.02	3.55		持有
300027.SZ	华谊兄弟	33.67	113.13	0.25	0.42	0.62	0.79	133.80	79.79	54.39	42.46	7.82		买入
600088.SH	中视传媒	16.44	54.49	0.48	0.26	0.30	0.35	33.97	64.47	54.08	46.97	5.82		持有
报纸经营、广告														
600825.SH	新华传媒	9.02	94.25	0.22	0.29	0.34	0.38	40.45	30.89	26.69	23.93	4.45	26.65	买入
600880.SH	博瑞传播	18.12	111.59	0.44	0.57	0.65	0.74	41.38	31.68	27.96	24.52	7.47	22.76	买入
000793.SZ	华闻传媒	6.40	87.05	0.12	0.13	0.14	0.15	53.02	49.65	45.13	43.30	3.76		持有
002181.SZ	粤传媒	15.15	53.05	(0.27)	0.40	0.41	0.42	(56.83)	37.88	36.95	36.07	4.46		持有
600386.SH	北巴传媒	10.96	44.19	0.29	0.37	0.45	0.56	37.79	29.95	24.36	19.57	4.07		买入
002400.SZ	省广股份	44.60	36.74	0.86	0.89	1.17	1.51	51.86	50.09	38.15	29.56	3.52	37.30	持有
图书出版发行														
601999.SH	出版传媒	11.98	66.00	0.23	0.26	0.28	0.32	52.09	45.55	42.18	37.44	4.31	49.62	持有
600373.SH	鑫新股份	17.42	32.66	(0.46)	0.40	0.45	0.53	(37.77)	43.55	38.71	32.87	48.33		买入
600551.SH	时代出版	18.14	76.46	0.58	0.65	0.70	0.81	31.28	27.91	26.03	22.45	3.18		买入
601801.SH	皖新传媒	13.18	119.94	0.35	0.33	0.36	0.42	51.83	39.46	37.02	31.53	3.69		持有
新媒体及其它														
300058.SZ	蓝色光标	34.11	40.93	0.42	0.64	0.91	1.22	43.71	53.63	37.65	28.07	4.86	38.98	买入
300071.SZ	华谊嘉信	30.77	15.93	0.36	0.68	0.92	1.18	51.10	45.25	33.63	25.99	4.14	43.39	持有
300059.SZ	东方财富	51.40	71.96	0.51	0.78	1.08	1.32	101.28	65.90	47.68	38.94	4.56	61.14	持有
综合														
600832.SH	东方明珠	9.45	301.11	0.14	0.21	0.24	0.27	66.08	44.58	39.05	35.00	4.29	33.41	持有
000839.SZ	中信国安	12.95	203.05	0.39	0.30	0.40	0.75	33.06	43.02	32.63	17.31	3.50	19.92	持有
Median		16.44	71.96	0.29	0.33	0.41	0.53	51.10	45.25	38.15	32.71	4.31	30.03	
Average		20.00	88.90	0.27	0.42	0.52	0.65	55.92	48.20	38.41	31.84	6.59	32.21	

来源：国金证券研究所

鉴于今年公司仍处于车身广告业务新老模式的过渡期，汽车销售及售后服务业务也刚刚起步，今年的经营业绩难以充分反映公司业务模型调整后的资源价值，因此，我们对于公司未来 6~12 个月的合理估值是以 2011 年盈利预测为基准。根据我们的测算，北巴传媒 2011 年每股收益为 0.45 元，考虑到公司新业务模式尚处在调整初期，经营效率的有效提升尚需一段时间的观察，暂时予以相对较低的合理估值区间(30~33 倍)估计，给予未来 6~12 个月 13.50~14.85 元的目标价格区间。

■ 2、DCF 估值

图表5：DCF 估值主要假设条件

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	0.98	股本总额(百万股)	1,044.89
无风险利率	3.62%	股价	9.01
风险溢价	6.45%	股票市值	9,414.46
资产贴现率Ka	9.92%	债务总额	170.00
		债务利率	6.57%
加权平均资本成本WACC		实际税率	19.30%
D/(E+D)	2.09%	股票Beta	1.05
E/(E+D)	97.91%		
WACC	10.30%	股票贴现率Ke	9.30%

来源：国金证券研究所

我们采用 APV、WACC、FCFE 三种绝对估值方法对公司进行了估值，估值结果分别为 12.79 元、12.29 元和 12.31 元(见图表 6)。

图表6：北巴传媒 DCF 估值表

估值方法	每股价值	估值方法	每股价值
APV	12.79	FCFE	12.31
WACC	12.29		

每股价值	12.79	TV增长率	4.0%
企业值	5,317.61	Ka	9.92%
股票价值	5,157.49	债务	92.28
		投资	52.31
		少数股东权益	67.84

会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCF	153.79	196.37	237.35	263.95	292.74	324.28	385.54	421.66	455.47	528.07	9,281.96	12,541.19
ITS	0.24	0.08	0.12	0.15	0.17	0.20	0.24	0.29	0.35	0.41	7.22	9.47
PV(FCF)	139.92	162.54	178.73	180.83	182.46	183.88	198.89	197.90	113.63	116.96	3,605.80	5,261.54
PV(ITS)	0.22	0.06	0.09	0.10	0.11	0.11	0.12	0.14	0.00	0.00	2.80	3.76

每股价值	12.29	TV增长率	4.0%
企业值	5,114.25	WACC	10.30%
股票价值	4,954.13	债务	92.28
		投资	52.31
		少数股东权益	67.84

会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCF	153.79	196.37	237.35	263.95	292.74	324.28	385.54	421.66	455.47	528.07	8,721.45	11,980.68
PV(FCF)	139.44	161.42	176.89	178.34	179.34	180.11	194.14	192.51	188.53	198.18	3,273.04	5,061.94

每股价值	12.31	TV增长率	4.0%
企业值	4,965.27	Ke	10.39%
股票价值	4,965.27	债务	92.28
		投资	52.31
		少数股东权益	67.84

会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCFE	107.12	200.83	241.51	264.89	294.54	326.86	388.85	425.64	460.05	533.19	8,672.25	11,915.73
PV(FCFE)	97.03	164.79	179.51	178.35	179.64	180.59	194.61	192.96	188.92	198.35	3,226.03	4,980.80

来源：国金证券研究所

综合上述估值结果，我们认为，北巴传媒 6~12 个月合理估值区间为 13.50~14.85 元，相对于当前股价具有一定的投资安全边际。

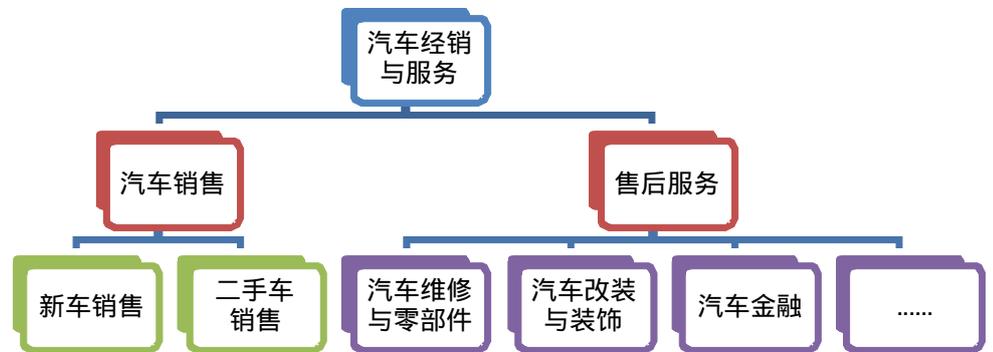
投资建议

我们认为，今年是公司车身广告经营全面向新业务模式过渡的第一年，尚有部分旧版合约是在年内到期，新的模式也需要一段时间的磨合，从上半年的经营情况看，“基本劳务费+服务费阶梯提成”的广告合作方式能够在一定程度上体现公司的垄断资源价值；而公司此前大规模投入的汽车销售及售后服务业务也开始逐步产生效益；与此同时，新的经营领导班子走马上任，也有望给公司经营层面上带来更为积极的变化。因此，尽管公司还有许多不尽如人意的地方，但不容否认的是，公司正在经历基本面的重要转型期，资源垄断优势将得到一定程度的显现，车身媒体业务未来有望经历量(上刊率)价(广告售价)稳步上升的过程，汽车服务业的稳步发展将有望形成稳定的业绩贡献。据此，我们维持对公司“买入”的投资评级，未来 6~12 个月合理目标价格区间为 13.50~14.85 元。

汽车服务行业：不断发展中的新兴行业

- 所谓 4S 店是指：1、Sales:整车销售，2、Spare parts:零部件销售，3、Services：售后维修服务，4、Survey:信息反馈。在汽车的产业链中，经销与服务商(多数以“4S 店”、“维修服务门店”等形式存在)是一个极其重要的环节，因为绝大多数汽车都要通过这一环节销售给终端消费者；汽车经销服务在中国是一个新兴的且处于不断发展中的行业。
- 汽车经销与服务商，其业务包括汽车销售、售后服务两部分
 - 汽车销售包括新车销售与二手车销售，由于我国二手车市场尚不成熟，新车占到了经销商汽车销量的大部分；汽车售后服务包括汽车维修与零部件销售、汽车改装与装饰、汽车金融、汽车用品等多种业务；目前国内售后服务仍以维修与零部件为主，但其他业务也在逐渐形成、发展过程中。

图表7：汽车经销与服务商业务结构

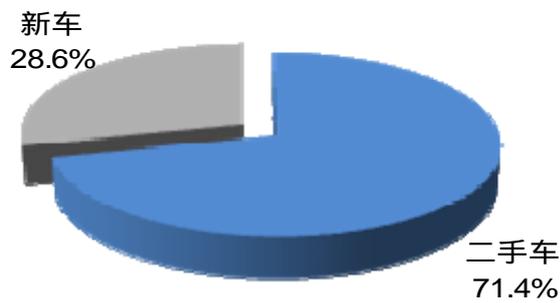


来源：国金证券研究所

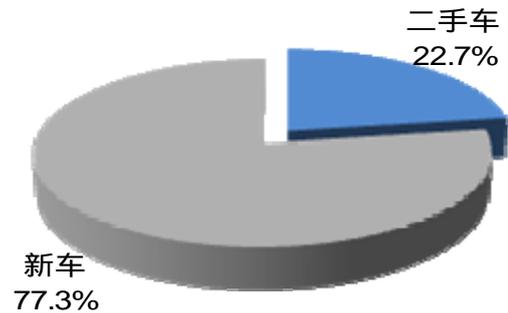
汽车销售：新车销售盈利能力有限，二手车未来空间广阔

- **新车销售市场空间**: 由于汽车产业结构的特殊性，我国汽车经销商新车销售利润普遍较薄：毛利率一般在 3%-5%左右，净利率在 1%-1.5%左右；以此计算，一辆标价 15 万元的汽车，扣除增值税后经销商得到的毛利约为 5100 元，净利润为 1300-2000 元左右。
 - 根据中汽协统计，国内市场 2009 年共销售国产乘用车约 1025 万辆，进口乘用车约 40 万辆，按照均价 9 万元计算，**汽车经销商在其中可获得的毛利润总额约为 330 亿元，净利润总额为 80-100 亿元**；在汽车产业目前制造商强势的格局下，经销商新车销售的盈利水平难以有大的提升，行业在这一业务领域的成长性就更多体现在国内乘用车市场整体的增长前景。
- **二手车销售未来空间广阔**：我国二手车市场起步较晚，发展不成熟，在欧美等发达汽车市场，二手车往往占到汽车总销量的 50%-70%，而在中国这一数字仅仅为 22.7%，未来增长空间广阔。
 - 造成我国二手车市场发展滞后的原因除了我国汽车保有水平尚低外，更重要的是相关流通机制的缺乏，信息不透明；但是，这一现状正在得到改变，2005 年以来，国家相继出台《二手车流通管理办法》、《二手车交易规范》等法规，旧车市场发展逐渐步入正轨，而汽车经销商也加大了对这一业务的投入，未来将成为汽车经销服务行业重要增长点之一。

图表8：美国二手车销量占比较高



图表9：中国二手车销量占比依然偏低

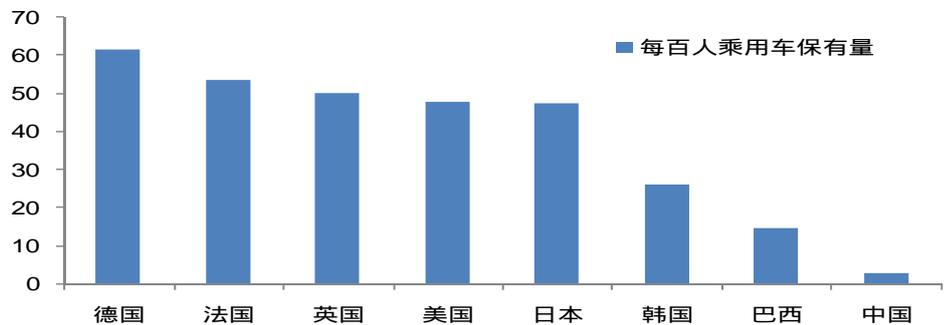


来源：NADA，中国汽车流通协会，中汽协，国金证券研究所

售后服务：即将兴起的“蓝海”

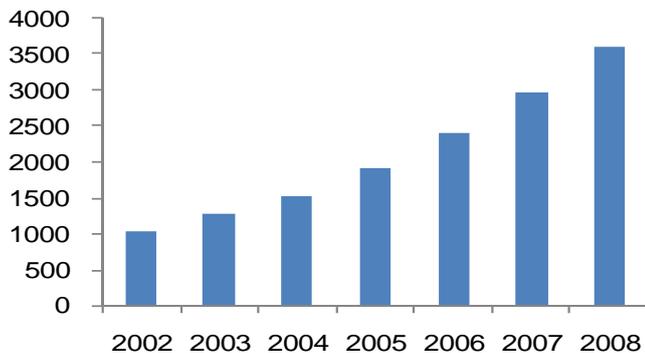
- 售后服务：与新车销售业务相比，汽车售后服务就更类似于一片“蓝海”，发展起步较晚，未来增长空间更大。
 - 首先，我国乘用车普及率仍处于低位，售后服务业务的潜在客户群将不断扩大；其次，随着汽车消费逐渐升级，售后服务的要求不断提高，由单纯的汽车维修与零部件销售向其他业务扩展，单车带来的服务附加值也具备提升空间；当前我国乘用车售后服务市场规模约为2400亿元，预计未来3年内仍将保持快速增长趋势。

图表10：中国乘用车保有密度仍处于低位



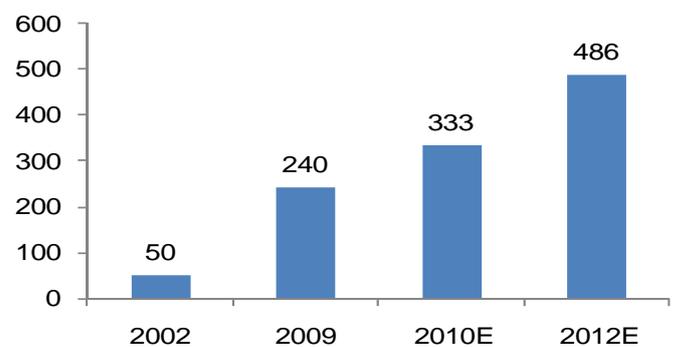
来源：CEIC，Wind，国金证券研究所

图表11：国内乘用车保有量不断上升 单位：万辆



来源：华通人，国金证券研究所

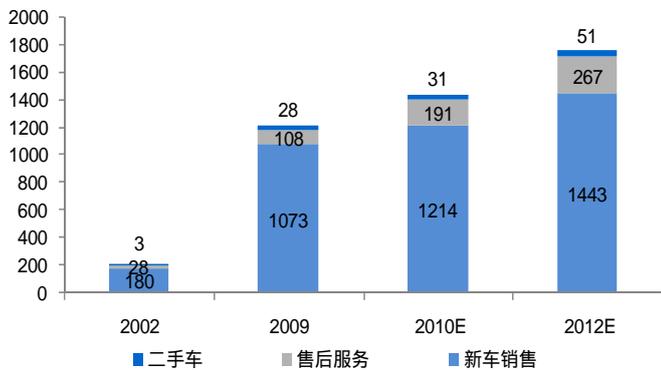
图表12：国内乘用车后市场规模 单位：亿元



国内 4S 店现状：新车销售占据主导，售后服务有待成熟

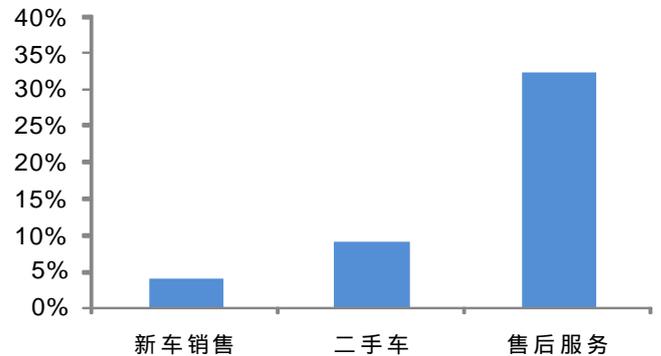
- 由于汽车消费起步晚，保有量水平低等因素，国内 4S 店的业务仍以新车销售为主，占 4S 店总收入比近 90%，而毛利中则有超过 50%来源于新车销售；目前国内 4S 的售后服务仅以汽车维修为主，并且大部分利润来源为零部件的差价。
- 售后服务业务和二手车销售的毛利率都显著高于新车销售，在欧美发达国家成熟汽车市场，4S 店的毛利只有 30%来源于新车销售，售后服务、二手车及其他相关业务构成了其利润来源的大部分；随着国内汽车保有量稳步上升和汽车消费升级，利润较高的售后服务在汽车经销服务业务占比提高是必然的趋势；受益于此，我们认为未来国内汽车经销服务商的盈利水平仍有提升空间。

图表13：国内 4S 店收入来源分布 单位：十亿元

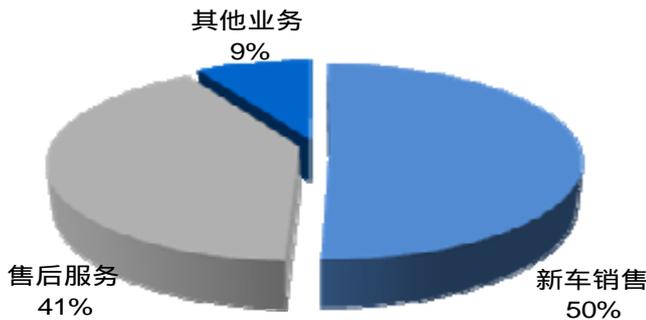


来源：国金证券研究所

图表14：国内二手车和售后服务毛利率高于新车销售

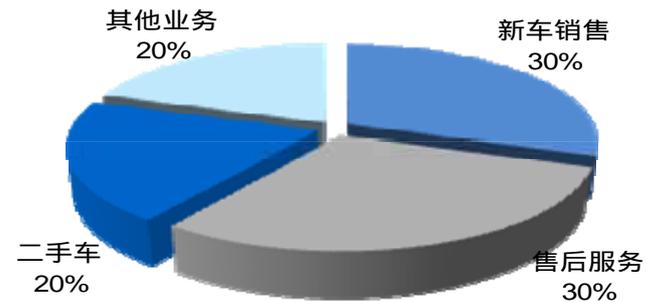


图表15：中国目前 4S 店毛利来源分布



来源：国金证券研究所

图表16：欧美国家 4S 店毛利来源分布



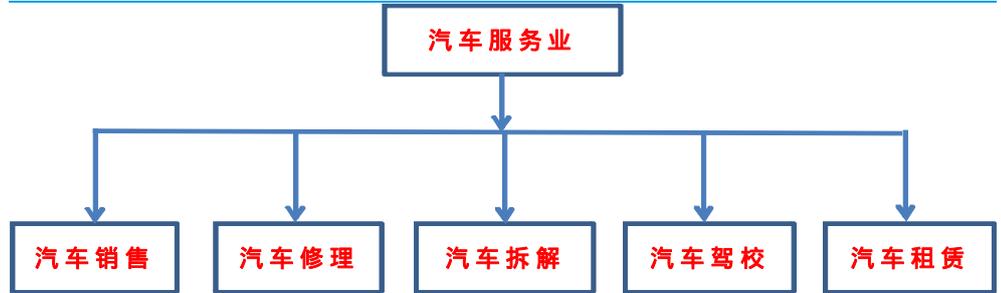
依托集团资源优势，汽车服务业做大做强

- 鉴于汽车服务业在中国广阔的发展空间，公司提前布局，把汽车服务业确定为未来的主业发展方向之一，重新进行产业链的梳理，以促进汽车服务业更好的发展。北巴传媒的汽车服务业主要包括：汽车销售、汽车修理、汽车拆解、汽车驾校和汽车租赁；北京公交集团公司拥有丰富的交通运输相关资源，包括一些市区地理位置不错的场地资源，大量的汽车维护、修理人员等等，公司在开展汽车服务业务的资源优势非常明显。目前，公司的汽车服务业务充分利用集团现有的资源，一方面有助于集团资

源更加有效地利用，运营体系的搭建，另一方面，对于公司控制运营成本也是较为有利的。

- 目前公司拥有的 4S 汽车服务店主要有 6 家：花园桥丰田与花园桥雷克萨斯(09 年起并表)、石景山本田、苏州桥东风日产、六里桥大众、北京海之沃汽车服务有限公司。公司旗下的 4S 店主要以中高端品牌为主，前期由于“丰田门”事件引发了公众对日系车的担忧，销售受到了一定程度的影响。从目前情况来看，日系车通过在品牌维护、营销力度方面的加大使得召回事件的负面影响正在逐步减弱，我们预计下半年汽车销售收入环比有望实现恢复性增长。
- 公司仍将积极开拓新的 4S 服务店，坚持定位于中高端品牌，积极推进汽车服务业产业链的调整以便于进一步做大做强，未来将逐步形成规模优势和品牌运营。公司 4S 店目前汽车销售业务毛利率较低(大约 3-4%)，提高汽车售后服务的收入占比则成为提升汽车服务业务盈利能力的关键。通常而言，新建的 4S 店面面临建店成本的压力，处于用户培育期，难以形成规模优势，对整体的经营有一定的拖累，随着 4S 店经营规模扩大，进入成熟期后，将有望形成对公司盈利实质性的贡献。鉴于现有 4S 店的持续运营时间，我们预计，到 2011 年公司旗下的 4S 店对盈利的贡献将得到进一步的体现。

图表17：公司汽车服务业主要业务



来源：国金证券研究所

- **汽车修理**：该业务与旧车数量和修理价格关系比较大，目前的规模还不小，长期来看，提升空间较大。
- **汽车拆解**：同政策的关联度较大，北京市在汽车排污方面一直在做积极的努力，考虑到未来汽车报废的程序越来越规范化以及更多的车辆进入淘汰期，此块业务的后续发展空间可能会非常大。
- **汽车驾校和汽车租赁**：2010 年上半年公司增加了对驾校业务的投入，汽车驾校业务将保持稳定增长，租赁业务规模小，盈利贡献有限。

图表18：北巴传媒汽车服务业相关业务收入、成本情况

收入	1H07	2H07	1H08	2H08	1H09	2H09	1H10
汽车销售	0.00	0.00	16.52	56.89	248.39		
车辆拆解	0.00	0.00	13.57	26.48	4.46		
驾校业务	39.91	44.30	39.02	46.41	48.76		
汽车修理及配件	0.00	0.00	23.71	42.79	36.92		
汽车租赁	9.07	22.92	18.79	19.11	11.87		
汽车服务业	48.98	67.23	111.62	191.67	350.40	595.88	596.89
成本							
汽车销售	0.00	0.00	14.26	57.10	239.25		
车辆拆解	0.00	0.00	5.32	0.91	1.53		
驾校业务	26.80	24.86	24.16	26.85	25.93		
汽车修理及配件	0.00	0.00	15.89	21.02	23.05		
汽车租赁	6.02	22.09	16.93	16.62	10.03		
汽车服务业	32.82	46.95	76.56	122.50	299.79	508.61	520.65

来源：国金证券研究所

车身媒体业务：业务模式重构，提升媒体资源价值

北京户外广告资源整治，城区户外广告资源相对稀缺

- 北京市户外广告资源整治工作进一步规范了北京的户外广告市场，同时使得整体户外媒体广告资源的供给有所减少，公司的公交车身资源经过整顿，目前在包括广告内容和广告发布面积等运营层面非常规范，总体来看，北京城区内户外大牌的减少将使得原有户外广告投放转向车身媒体，这将有助于公司媒体资源价值的有效释放，而广告经营模式的调整无疑是此过程的重要节点。

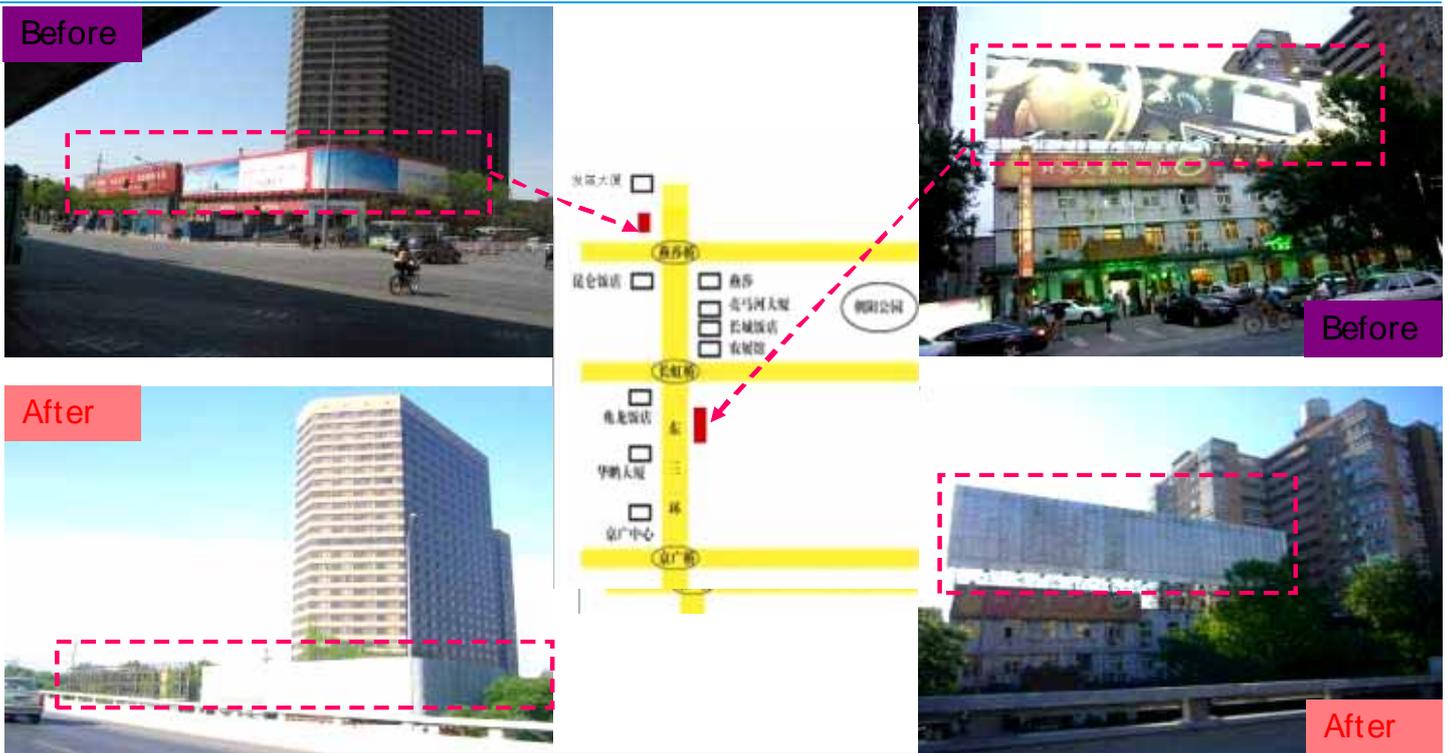
图表19：北京户外媒体整治法规

执行时间	法律法规	相关内容	主要影响	时效性
2008年7月11日-9月17日	《关于2008年北京奥运会、残奥会期间户外广告控制工作的实施方案》	户外广告控制区域实行AB两级控制：A类为严格控制区域，主要用于奥林匹克景观布置、城市宣传或有偿提供赞助企业进行广告宣传，严格限制非赞助企业广告进入；B类为一般控制区域，赞助企业的广告在同等条件下享有优先权，限制赞助协议黑名单中企业的广告进入。	资源控制,某些户外媒体将被政府征用	暂时
2008年6月19日至今	《北京市公共电汽车车身广告设置规范》	车头、车尾部应保留原车颜色及结构，车头、车尾部（含前后风挡玻璃内外）、车身两侧车窗、车门、车顶部和车轮不得设置广告。车身广告应该设置在车身两侧前后两个车轮之间，车窗玻璃高度以下范围。车身广告不得遮挡或覆盖大号牌、路牌和门号。车身广告的画面和文字（画面底色除外）与大牌号、路牌和门号应当保持0.2米以上的距离。车身广告的画面、文字应比例协调，文字部分的字体高度不得超过广告版面高度的1/3。	车身广告面积进一步减少,变为移动视窗	长期
2008年3月10日至今	《北京市户外电子显示屏设置规范》	户外电子显示屏设置规划纳入户外广告设置规划，实行总量控制；在户外广告和标语宣传品禁设区、高速公路两侧以及城市道路（步行街除外）以外50米范围内、路口100米范围内，不得设置户外电子显示屏。	户外电子显示屏纳入户外广告规划，投放受到控制	长期
2007年9月4日至今	《北京市城市道路公共服务设施设置管理暂行办法》	禁止整车广告和医疗广告	广告面积和医疗广告投放减少	长期
2004年10月日至今	《北京市户外广告设置管理办法》	规定长安街,天安门等为禁止户外广告区域;规范车身广告位置:车辆正面,和玻璃等禁止张贴广告	广告投放区域减少	长期

来源：国金证券研究所

- 北京在 2008 年奥运会之前对机场高速、交通主干道、比赛场馆区域、沿三环楼顶大牌等户外广告进行大规模清理(见图表 20)。就目前情况来看，此次清理力度是相当大的，大部分户外广告牌在奥运会后未能得到恢复，客观上显著降低了北京城区户外广告资源的供给。而公交车身广告经过规范，已成为北京城区内最主要的、统一经营的户外广告资源，且在市政府和公交集团的统筹安排下，广告资源还能够实现一定的增长，如能善加运营，其相对垄断优势将在经营中得到充分体现。

图表20：北京三环路拆牌示例



来源：国金证券研究所

资源价值重构，提升运作效率

- 资源价值重构方案的核心在于加强现有资源的统一管理，避免相互之间利益的冲突，实现资源的更有效利用。
 - 今年，公司对车身广告的业务模式进行了重新架构，收回原有外包的广告资源，成立车身媒体广告经营分公司，分设不同业务部门实行统一运作，从体制、机制上基本实现对车身媒体广告资源的统一管理、统一经营。
 - 在新的广告经营模式下，公司引入白马和 CBS 的人员进行统一管理，以实现广告收入为基数，在按照固定比例提取基本劳务费的基础上，再根据业务完成及各项考核指标达标情况按照阶梯式分成比例的方式提取服务费，收入越高的部分分成比例越高，能够达到较好的激励效果，在一定程度上实现公司与合作方 - 白马、CBS 的利益趋于一致，有利于公司车身广告业务的做大做强。此外，公司还预留了部分广告资源交由自营人员经营，在我们看来，这种架构一方面是希望通过学习专业广告代理商的经营方式，增强自身的广告经营能力，另一方面，也是通过直面广告市场，形成对白马或 CBS 的某种制衡。长远来看，为自主经营车身广告资源奠定业务体系和人才培养的良好基础。
 - 今年 3 月份，媒体广告运营分公司正式投入运营，新旧模式广告业务的衔接效果需要从 2 季度逐步得到体现(还有少量承包合同要在下半年到期)，考虑新的管理团队、新业务模式磨合等方面的因素，今年总体来看仍是过渡的一年，资源整合效果的充分显现仍需要一点的时间。我们认为，公司通过对广告经营模式的调整，对北京公交车身媒体的控制能力得到一定程度的加强，对广告销售最低限价的有效执行以及

对白马、CBS 一定的上刊率要求都在客观上有效提升了广告销售规模和经济效益，并在一定程度上消除了原有模式下资源内部竞争的问题，被低估的车身媒体资源价值将逐步得到释放，为公司经营稳步增长奠定坚实基础。

图表21：北巴传媒原有车身媒体资源经营方案

		属性	运营主体	运营数量	运营方式	期限
车外	车身	10年使用权	合计	18000		
			北巴传媒	6000	自营	2008-2017
			CBS	4500	外包	2005-2009
			七彩传媒	6500	外包	2005-2009
			双层车	836	自营 外包	
	候车亭	所有权	合计	5700		
			白马广告	4700	外包	2002-2014
其他公司			1000	外包		
车内	移动电视	10年使用权	北广传媒	18000	外包	2008-2017
	挂牌	10年使用权	北巴传媒	18000	外包	2008-2017

来源：公司公告，国金证券研究所

图表22：北巴传媒整合后车身资源经营方案

		属性	运营主体	运营数量	运营方式	期限
车外	车身	10年使用权	车身媒体分公司	18000		
			北巴白马车身营销中心	11000		2010-2016
			北巴CBS车身媒体营销中心	4500		2010-2016
			北巴直营业务营销中心	2500	无双层车	2010-2016
	候车亭	所有权	合计	5700		
			白马广告	4700	外包	2002-2014
			其他公司	1000	外包	
车内	移动电视	10年使用权	北广传媒	18000	外包	2008-2017
	挂牌	10年使用权	北巴传媒	18000	外包	2008-2017

来源：公司公告，国金证券研究所

媒体成本相对刚性，收入驱动业绩

- 大股东北京公交集团对公司支持力度很大。公司获取 10 年车身广告使用权(2008-2017 年)的成本仅为 6.54 亿元，按照 1.8 万辆摊销，年均单车媒体成本仅为 3633 元。支付方式扣除股权兑价部分以外，剩余 2.6 亿元分 10 年支付，每年只需要另外支付一定的利息费用，且随着支付额的不断增加产生的利息费用逐年减少，实际付现成本较为有限。

- 08年，公司广告业收入 2.6 亿元，成本 7300 万元，其中使用权摊销成本加折旧 5800 万，人工制作成本仅为 1500 万，毛利率达到 72%；09 年公交媒体业务收入 3.1 亿元，成本 8400 万，其中摊销加折旧成本 6540 万元，人工制作成本 1860 万元，毛利率达到 72.82%，从中我们可以看出，广告业务成本结构中，固定成本占比高，变动成本变化很小，具有较强的成本刚性。
- 通常而言，1 季度是广告行业的淡季，下半年行业将呈现季节性反弹趋势，而且，随着资源整合效应的逐步体现，竞争态势的改善，车身媒体的上刊率和平均售价都将有望提升，同时考虑到以净收入结算的 2009 年跨期合同在 2010 年下半年有所减少，我们预计下半年有望出现车身媒体业务收入和利润同步上升的局面。
- 2010 年以来，广告市场的复苏势头非常强劲，1 季度同比增长 22%，上半年同比增长 17%，其中，报纸、杂志、户外广告增长势头强劲。户外媒体资源的广告价值认可度也越来越高，我们通过户外媒体价格的对比可以看出车身媒体的广告价格目前远远低于其他户外媒体的价格，而车身作为流动的户外媒体，其广告的覆盖面和覆盖范围更大，流动的媒体资源价值存在进一步上升的空间。

图表23：2010 年户外广告增长势头强劲

媒介类型	2008			2009			2010 Q1			1H2010		
	广告投放	占总投放	同比增长	广告投放	占总投放	同比增长	广告投放	占总投放	同比增长	广告投放	占总投放	同比增长
电视	335388.00	76.00%	19.00%	395272.00	77.88%	15.00%	103443.00	79.39%	20.00%	2519.60	80.49%	15.00%
电台			7.00%	65979.00	13.00%	9.00%	14017.00	10.76%	27.00%	338.06	10.80%	22.00%
报纸			3.00%	12674.00	2.50%	3.00%	3172.00	2.43%	19.00%	70.89	2.26%	21.00%
杂志			23.00%	10393.00	2.05%	6.00%	2864.00	2.20%	38.00%	65.12	2.08%	35.00%
户外			-4.00%	23201.00	4.57%	9.00%	6798.00	5.22%	27.00%	136.75	4.37%	23.00%
合计	441300.00	100.00%	15.00%	507518.00	100.00%	13.50%	130294.00	100.00%	22.00%	3130.42	100.00%	17.00%

来源：CTR, 国金证券研究所

图表24：北京各种户外广告媒体价格比较

	1	2	3	4
广告位置：	北京市东四环	北京首都机场3立柱	北京东五环	北京王府井步行街
媒体面积：	21m×7m (2面)	18m×6m (2面)	18m×6m (2面)	18m×3.9m
媒体形式：			单立柱	
媒体价格：	990万/年	950万/年	360万/年	250万/年
单位面积价格	6.73	4.40	1.67	3.56

来源：媒体资源网，国金证券研究所

- 双层车数量的增加是趋势，驱动收入增长。考虑到北京市的交通状况以及国家提倡环保低碳的政策，地面交通增加公交资源应该是一种趋势，而双层车凭借更为有效的运输能力，在人群密集地区以及旅游景点沿线是一种更好的选择，同时，北京市主城区的交通条件也能够满足双层车行驶的条件，通常双层车的广告资源价值是单层车的 10 倍以上，我们认为，在市政府和公交集团的大力支持下，公司的双层车资源有望稳步自主，从而有效驱动车身广告业务的有序增长。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,948	860	1,439	1,643	1,947	2,224	货币资金	440	444	477	576	714	894
增长率		-55.8%	67.3%	14.1%	18.5%	14.2%	应收款项	147	146	142	174	206	235
主营业务成本	-1,870	-534	-1,064	-1,201	-1,375	-1,540	存货	39	31	76	66	75	84
%销售收入	96.0%	62.0%	73.9%	73.1%	70.6%	69.3%	其他流动资产	19	12	50	62	71	79
毛利	78	327	375	442	572	683	流动资产	646	633	745	878	1,066	1,293
%销售收入	4.0%	38.0%	26.1%	26.9%	29.4%	30.7%	%总资产	20.2%	31.6%	45.1%	49.7%	54.8%	59.8%
营业税金及附加	-69	-34	-38	-41	-49	-56	长期投资	79	73	52	73	92	112
%销售收入	3.5%	3.9%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	固定资产	2,435	687	308	303	295	287
营业费用	-14	-29	-50	-102	-148	-178	%总资产	76.3%	34.3%	18.7%	17.1%	15.2%	13.2%
%销售收入	0.7%	3.4%	3.5%	6.2%	7.6%	8.0%	无形资产	29	605	541	511	490	470
管理费用	-223	-101	-123	-140	-175	-200	非流动资产	2,546	1,369	906	889	879	871
%销售收入	11.5%	11.7%	8.6%	8.5%	9.0%	9.0%	%总资产	79.8%	68.4%	54.9%	50.3%	45.2%	40.2%
息税前利润 (EBIT)	-228	163	164	159	200	250	资产总计	3,192	2,001	1,651	1,766	1,945	2,164
%销售收入	n.a	19.0%	11.4%	9.7%	10.3%	11.2%	短期借款	646	473	91	30	25	20
财务费用	-117	-42	-31	0.4573	1.3185	1.4495	应付款项	499	272	225	230	271	307
%销售收入	6.0%	4.9%	2.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	83	18	1	64	66	68
资产减值损失	-4	-6	-9	-3	-6	-5	流动负债	1,227	763	317	325	362	395
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,164	4	1	6	11	16
投资收益	6	5	2	3	3	3	其他长期负债	1	320	270	270	270	270
%税前利润	8.2%	4.4%	1.6%	1.7%	1.4%	1.1%	负债	2,391	1,088	589	601	644	681
营业利润	-344	121	126	160	198	249	普通股股东权益	787	876	994	1,089	1,218	1,391
营业利润率	n.a	14.1%	8.8%	9.7%	10.2%	11.2%	少数股东权益	15	37	68	76	84	92
营业外收支	411	2	17	18	18	18	负债股东权益合计	3,192	2,001	1,651	1,766	1,945	2,164
税前利润	67	123	144	178	216	267							
利润率	3.5%	14.3%	10.0%	10.8%	11.1%	12.0%	比率分析						
所得税	-18	-26	-18	-22	-27	-33		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税率	27.0%	21.5%	12.4%	12.5%	12.5%	12.5%	每股指标						
净利润	49	97	126	155	189	234	每股收益	0.118	0.223	0.292	0.366	0.450	0.560
少数股东损益	2	7	8	8	8	8	每股净资产	1.951	2.173	2.465	2.701	3.021	3.451
归属于母公司的净利润	48	90	118	147	181	226	每股经营现金流	1.027	0.731	0.661	0.447	0.546	0.651
净利率	2.4%	10.4%	8.2%	9.0%	9.3%	10.2%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.06%	10.25%	11.85%	13.54%	14.89%	16.22%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	1.49%	4.49%	7.14%	8.35%	9.32%	10.43%
净利润	49	97	126	155	189	234	投入资本收益率	-6.38%	9.21%	12.46%	11.61%	13.08%	14.38%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	324	200	191	57	60	58	主营业务收入增长率	-22.34%	-55.82%	67.29%	14.14%	18.50%	14.21%
非经营收益	114	35	25	-16	-20	-20	EBIT增长率	-58.38%	-171.51%	0.61%	-2.87%	25.42%	24.84%
营运资金变动	-73	-37	-75	-17	-8	-9	净利润增长率	N/A	88.45%	31.18%	25.17%	22.99%	24.49%
经营活动现金净流	414	295	266	180	220	263	总资产增长率	3.27%	-37.31%	-17.52%	7.02%	10.13%	11.25%
资本开支	-209	-209	-65	-6	-12	-12	资产管理能力						
投资	-14	-37	1	-21	-20	-20	应收账款周转天数	16.3	43.5	24.8	30.0	30.0	30.0
其他	14	-43	-20	3	3	3	存货周转天数	8.1	24.0	18.3	20.0	20.0	20.0
投资活动现金净流	-209	-288	-85	-24	-29	-29	应付账款周转天数	15.4	49.5	7.4	10.0	10.0	10.0
股权募资	0	4	5	0	0	0	固定资产周转天数	456.3	291.3	78.1	65.8	53.1	44.3
债权募资	-74	-8	-129	-56	0	0	偿债能力						
其他	-70	-29	-24	-2	-53	-53	净负债/股东权益	170.88%	3.64%	-36.26%	-46.32%	-52.07%	-57.86%
筹资活动现金净流	-145	-33	-149	-58	-53	-53	EBIT利息保障倍数	-1.9	3.9	5.3	-348.7	-151.6	-172.2
现金净流量	60	-27	33	99	138	180	资产负债率	74.90%	54.34%	35.67%	34.05%	33.09%	31.48%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	5	7	8	13
买入	0	6	6	6	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.48	1.46	1.45

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-06	买入	10.86	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室