

公司评级：推荐

目标价位：11.1-13.5元

广告资源整合入佳境 上调盈利预测

- 北巴传媒调研简报

2009年2月9日

公司研究/调研简报

股价相对市场表现



公司基本数据

收盘价(元)	9.82
总股本(百万股)	403.2
无限售条件流通股 (百万股)	181.44
流通股比例%	45
流通市值(亿元)	11.63

财务数据(3Q/08)

股东权益(亿元)	8.14
每股净资产(元)	2.06
净资产收益率%	5.19
净利润(亿元)	0.43
每股收益(元)	0.1

民生证券研究所

行业研究员 呼振翼

电话: (8610)85253503

Email: huzhenyi@mszq.com

地址: 北京市朝阳区门外大街16号

中国人寿大厦1901室 100020

2月9日我们完成了对北巴传媒的调研,和公司董秘就公司发展和战略规划进行了沟通。我们认为公司所拥有的媒体资源具有区域垄断性,而且经营上发生了较大的变化,并且预计今年会有进一步的资产整合进行,业绩增长具备持续性,这将提振投资者的信心,并对公司的长远发展构成良好的支持,我们维持10.24调研以来的推荐评级,并上调目标价。

投资要点

- ◆ **公司经营情况。**公司1月23日披露,经北京巴士传媒股份有限公司初步测算,预计2008年度净利润比上年同期(净利润为47643796.74元)增长60%-90%,主要增长原因是经过2006年和2007年两次重大资产重组后,对业绩构成负面影响的业务实现剥离,同时更为直接的是公司公交广告业务的收益情况有所提高。根据本次调研的情况看,上次调研的关注点——奥运的近400辆双层观光车窗给集团后带来的广告收益是重要的增长来源,预计在4季度的综合净利润在3000万左右,这是年报预增的主要原因。如果说这一块有什么新的变化的话,有几点,一是双层车的增加速度会快于预期,如果加上年底要收回的cbs的357辆双层车,今年底的双层车拥有量会达到1000辆左右,这和我们原来2009年全年这一块有望贡献净利润在1.2-1.4亿之间(每年一季度利润水平较差,09年新增的双层车预计在250辆左右,但时间难以确定,我们暂按一个季度来确认);二是广告公司合并进入上市公司后,不再是单独的独立法人,将享受到公司的所得税减免的政策,会带来所得税和营业税的减少(这是中期适用所得税率在30%以上的原因)。
- ◆ **其他业务。**旅游业务目前仍是公司财务指标和利润水平的主要拖累,而这一块业务在今年有整合出去的考虑,这一块业务目前净资产5个亿左右,是公司主要的重资产所在,而毛利率仅在9%左右(数据来自2008年中期),如果出去的话将较大提升公司的净资产收益率,毛利水平,降低费用水平,对公司净利润提高有很大帮助。另外汽车服务业务将维持目前现有水平,不会成为公司今年的发展重点,汽车销售不会带来利润贡献,维修会是主要的利润来源。
- ◆ **经营发展与评价。**根据本次了解的情况看,公司引进外部股东的进程受多方面因素影响,原有方案将难以进行,但这一思路

和方针不会变化,预计今年仍会采取适当的方式体现原有思路,这对公司的治理结构,经营发展都有长远积极的意义,至于具体的合作方式还须探讨,但方向是确定的;其他方面,主要是旅游业务的整合出去以及新的媒体资源尤其是双层车的重点发展,如果全面来看,2008年是公司彻底转型后的初始元年,重建构架是主要问题,而2009年是广告资源整合深入的一年,将全面体现整合后的利润改善和提高,而2010年,在引进外部股东以及全部车身媒体资源回归后,将是公司业务完全得以确定的开始,2010年的业务将是最全面判断公司的一年,届时资源整合和外方合作基本完成,而业务开始稳定,各项收入和费用会更加清晰,因此我们认为这三年是一年一个跨越的三年,2011年后将进入稳定发展期。从风险和不足看,一是公司脱胎于原有的公交集团,具有资源优势,但国企特点也很突出,激励机制,经营机制还需完善,因此如何完善治理结构很重要,对于媒体经营这样的非制造业,特征是轻资产公司,人力资本的作用更突出,因此这一点我们很期待;另外就是公司并不具备直接经营广告媒体的能力还需要借助白马户外或者cbs的客户资源,对终端客户的掌握能力还很一般,这需要某种合作方式的确定。

◆ 业绩预测与估值

业绩预测方面,我们公司最新的业务情况对之前的预测作出修正,预计2008-2010年主营业务收入分别为6.42亿,8.68亿,10.13亿,eps为0.2元,0.45元,0.77元,未来三年的业绩将实现连续跳跃性增长,分别增长125%和71%,连续增长这一点和我们上次调研的结论一致,但幅度超过预期。在今年除了业绩超预期提振投资者信心外,旅游资产整合出去以及外部股东合作的进展以及都会构成事件型的推动。

估值情况看,2008-2010三年pe分别为49倍,22倍,12.8倍,按照dcf绝对估值为11.1元,基于公司未来三年确定性较大的增长并且在2010年后仍然有进一步提高的空间,我们维持推荐评级,根据传媒公司的相对情况给与相对估值09年30倍pe,半年目标价11.1-13.5元。

主要收入假设: 广告业务收入假设见表2,其他业务维持中期状况,其中旅游方面的收入由于今年奥运的影响毛利率较低,而且公司未来有可能将这一块业务剔除,因此2010年后不体现这一块业务收入。

主要费用假设: 费用比例我们取中报值,而明后年的销售费用随着双层的增加我们相应增加,三项费用情况,2008年费用比例依据中期数据,2009年后销售费用和管理费用比例提升至7%,15%;其他业务维持收入和毛利近三年不变;未考虑增发影响;所得税率维持为25%(中期这一数字为34%),未来根据报表情况进行调整;少数股东权益比例为中期的7%。

Dcf 估值假设： wacc10.45%，双层车拥有量到2009年底为1000辆，双层车车身广告收入2011年后年均增长3%，其他车辆数量不变，但车广告收入年均增长2%，其他业务收入增长为0)，2017年后永续增长率为3%。

表1 Dcf估值

	永续增长率 (%)		永续增长率				
11.77	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
12.95%	7.05	7.45	7.91	8.43	9.04	9.74	10.58
12.45%	7.47	7.89	8.37	8.92	9.55	10.29	11.17
11.95%	7.92	8.36	8.85	9.43	10.09	10.86	11.78
11.45%	8.38	8.84	9.36	9.96	10.65	11.46	12.42
10.95%	8.86	9.34	9.89	10.51	11.24	12.08	13.09
10.45%	9.37	9.87	10.44	11.10	11.85	12.74	13.79
9.95%	9.90	10.42	11.02	11.71	12.50	13.42	14.52
9.45%	10.45	11.00	11.63	12.34	13.17	14.14	15.29
8.95%	11.03	11.60	12.26	13.01	13.88	14.89	16.10
8.45%	11.63	12.24	12.92	13.71	14.62	15.68	16.94
7.95%	12.27	12.90	13.62	14.44	15.39	16.51	17.83
WACC (%)							

表2 传媒行业相对估值情况

截至2009-2-9

证券简称	PE/TTM	PE/2008e	PE/2009e	PE/2010e
东方明珠	47.20	55.97	51.53	38.31
广电网络	37.54	41.92	30.12	23.54
博瑞传播	28.94	26.35	21.92	18.75
歌华有线	31.80	32.86	37.25	27.41
北巴传媒	115.67	55.89	31.69	16.61
天威视讯	46.95	44.21	38.38	29.98
新华传媒	41.93	32.12	27.60	22.89
华闻传媒	34.03	28.72	20.95	24.41
电广传媒	53.49	58.07	42.74	35.10
出版传媒	38.75	38.39	34.40	32.07
中视传媒	52.71	46.57	38.49	35.33
赛迪传媒	-86.18		83.63	
中信国安	41.25	39.03	25.53	21.26
时代出版	519.72	27.01	24.79	18.34
粤传媒	906.17	311.02	33.44	28.17

数据来源 wind 民生证券研究所 （数据为市场一致预期）

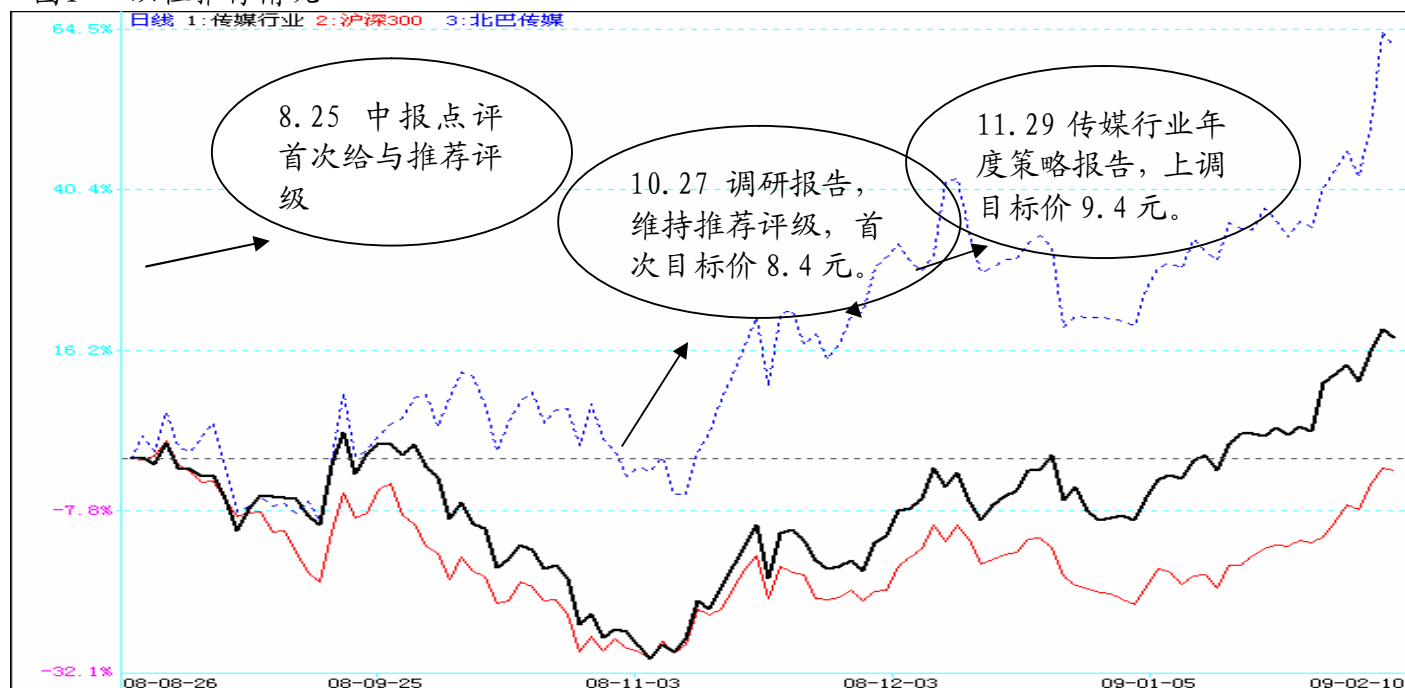
表3 公交广告收入主要假设:

	2008	2009	2010
外包白马户外收入	5195	5195	5195
候车亭数量	4723	4723	4723
单个候车亭租赁费	1.1	1.1	1.1
外包维亚康母收入	5573	5573	0
租赁费上浮比例	3%	3%	
租赁车辆	5000	5000	0
外包七彩阳光收入	1651	1651	0
租赁车辆	4100	4100	
媒体租赁费合计	12419	12419	5195
自营候车亭灯箱数	2956	3000	3000
单个自营候车亭年收入	1.2	1.32	1.452
年收入增长率		10%	10%
自营候车亭灯箱收入总计	3547.2	3960	4356
公司自营车身广告车辆数	10010	10260	19360
其中双层	400	650	1000
年创收入	40	40	40
单层	9610	9610	18360
年创收入	1.5	2	2
自营车身广告收入	18415	45220	76720
媒体广告收入合计	30834	57639	81915
媒体使用费及相关成本	9000	9000	9450
媒体广告毛利	21834	48639	72465

◆ 投资风险

公司引进战略投资者顺利与否存在不确定性；我们的增长预期主要在于双层车数量和价格的确认，如果公司车身广告推广不如预期，则对业绩影响很大。

图1 以往推荐情况



数据来源 天相投资 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E	项目 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	1,948	642	868	1,013	货币资金	469	193	261	304
减：营业成本	1,870	359	330	236	应收票据	23	0	0	0
营业税金及附加	69	29	39	46	应收账款	116	321	434	507
销售费用	14	21	61	71	预付账款	21	128	174	203
管理费用	223	81	122	152	其他应收款	14	39	52	61
财务费用	117	41	55	64	存货	49	39	36	26
资产减值损失	4	0	0	0	其他流动资产	0	0	1	2
加：投资收益	6	0	0	0	流动资产合计	692	720	958	1,102
二、营业利润	(344)	111	262	444	长期股权投资	87	87	87	87
加：营业外收支净额	411	0	0	0	固定资产	2,446	2,201	1,957	1,712
三、利润总额	67	111	262	444	在建工程	1	1	1	1
减：所得税费用	18	28	65	111	无形资产	22	21	20	19
四、净利润	49	83	196	333	其他非流动资产	14	14	14	14
归属于母公司的利润	48	78	183	310	非流动资产合计	2,570	2,324	2,079	1,833
五、基本每股收益 (元)	/	0.2	0.45	0.77	资产总计	3,262	3,045	3,036	2,935
主要财务指标					短期借款	540	652	468	73
项目 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E	应付票据	0	0	0	0
EV/EBITDA	/	11.4	7.6	5.1	应付账款	124	32	30	21
成长能力：					预收账款	176	72	72	72
营业收入同比	-26.8%	-67.0%	35.2%	16.7%	其他应付款	230	210	210	210
营业利润同比	-51.6%	-132.4%	135.3%	69.6%	应交税费	11	0	0	0
净利润同比	-115.1%	70.4%	135.3%	69.6%	其他流动负债	178	0	0	0
营运能力：					流动负债合计	1,259	966	780	376
应收账款周转率	22.01	2.94	2.30	2.15	长期借款	1,164	1,164	1,164	1,164
存货周转率	40.65	8.11	8.71	7.58	其他非流动负债	1	1	1	1
总资产周转率	0.61	0.20	0.29	0.34	非流动负债合计	1,165	1,165	1,165	1,165
盈利能力与收益质量：					负债合计	2,424	2,131	1,945	1,541
毛利率	4.0%	44.1%	62.0%	76.7%	股本	403	403	403	403
净利率	2.5%	12.1%	21.0%	30.6%	资本公积	678	678	678	678
总资产净利率 ROA	1.5%	2.5%	6.0%	10.6%	留存收益	(271)	(201)	(37)	242
净资产收益率 ROE	5.7%	8.5%	16.7%	22.2%	少数股东权益	29	35	49	72
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	839	915	1,093	1,395
流动比率	0.55	0.75	1.23	2.93	负债和股东权益合计	3,262	3,046	3,038	2,936
资产负债率	74.3%	70.0%	64.0%	52.5%	现金流量表				
长期借款/总负债	48.0%	54.6%	59.9%	75.5%	项目 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
每股指标：					经营活动现金流量	414	(340)	325	534
每股收益	/	0.19	0.45	0.77	投资活动现金流量	(209)	0	0	0
每股经营现金流量	/	(0.84)	0.81	1.32	筹资活动现金流量	(145)	63	(257)	(491)
每股净资产	/	2.27	2.71	3.46	现金及等价物净增加	60	(276)	68	43

资料来源：公司公告、民生证券研究所

民生证券评级标准

公司评级标准

强烈推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在-5%以下；

行业评级标准

推荐：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归民生证券有限责任公司所有。未获得民生证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“民生证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。