

北巴传媒(600386)

2009 是公司发展关键年

——北巴传媒 2008 年年报点评

✍ 谭晓雨 吴轶
☎ 021-38676061 021-38676050
✉ tanxy@gtjas.com wuyi007608@gtjas.com

本报告导读:

- 广告业务是公司盈利支柱
- 09年是媒体整合关键年

投资要点:

- 2008 年公司实现营业收入 86040.22 万元, 同比下降 57.95%; 归属上市公司股东的净利润 8978.62 万元, 同比增长 95.57%。08 年基本每股收益 0.22 元。净利润的大幅提升源于资产置换和业务转型。
- 公交广告、旅游和汽车服务成为主营业务, 净资产收益率从 07 年的 5.67% 提高到 08 年的 10.25%。由于公交广告业务毛利率高达 72%, 08 年该业务比重的提升导致公司综合毛利率水平同比大幅提高 32.51 个百分点。
- 第 4 季度收入平稳增长而净利润激增, 每股收益 0.11 元, 毛利率环比提高 12.55 个百分点, 主要因为集团新增了 400 辆公交双层巴士。公司已经以 65400 万元价格买断了集团所有巴士的十年媒体广告发布权。
- 我们认为, 09 年公交广告作为公司盈利支柱的地位不改。在与白马户外战略合作未果的条件下, 我们注意到公司公布了一系列规范业务发展的规章制度, 力图提高资源整合后的管理效益。由于公司此前没有历史绩效可考, 其有效性有待时间检验, 公司能否实现跨越发展在 09 年可见端倪。
- 在基本假设情景下, 预计 09-11 年每股收益为 0.29 元、0.56 元、0.59 元。其中广告业务贡献每股收益 0.25 元、0.52 元、0.55 元, 汽车服务业务贡献每股收益 0.037 元、0.031 元、0.030 元, 当前, 传媒行业 09 年平均市盈率为 40 倍, 汽车服务行业平均市盈率为 20 倍。北巴传媒的合理价格为 10.94 元。
- 风险提示: 公司属于重组型企业, 其转型后的公交户外广告和汽车服务业务缺乏详尽的历史可考经营数据。公司各类公告信息披露的保守程度也令准确盈利预测变得困难。因此尽管 2010 年开始动态市盈率并不高, 但我们仍只给予谨慎增持的评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2045.91	860.40	907.87	1163.57	1234.26
(+/-)%	-18.4%	-57.9%	5.5%	28.2%	6.1%
经营利润 (EBIT)	42.73	293.32	327.75	489.74	521.60
(+/-)%	-117.0%	586.5%	11.7%	49.4%	6.5%
净利润	45.91	89.79	118.15	225.06	236.81
(+/-)%	-106.9%	95.6%	31.6%	90.5%	5.2%
每股净收益 (元)	0.11	0.22	0.29	0.56	0.59
每股股利 (元)	0.02	0.02	0.03	0.05	0.05

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	2.2%	10.4%	13.0%	19.3%	19.2%
净资产收益率 (%)	5.7%	10.2%	12.0%	18.9%	16.9%
投入资本回报率 (%)	-7.1%	10.8%	16.5%	23.3%	27.5%
EV/EBITDA	44.67	12.03	11.41	9.26	8.15
市盈率	94.23	48.18	36.62	19.22	18.27
股息率 (%)	17.6%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%

评级: 谨慎增持

上次评级: -

目标价格: ¥ 10.94

上次预测: -

当前价格: ¥ 10.73

2009.03.31

交易数据

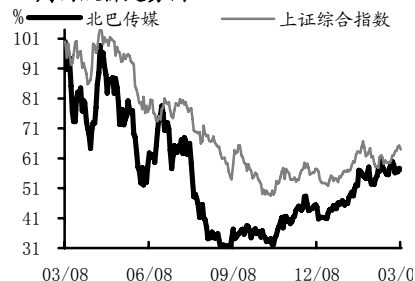
52 周内股价区间 (元)	5.04 ~ 18.73
总市值 (百万元)	4,326
总股本/流通 A 股 (百万股)	403/222
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.55
日均成交量 (百万股)	7.3
日均成交值 (百万元)	81.5

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (万元)	91,379
每股净资产	2.27
市净率	4.8
净负债率	3.6%

EPS (元)	2008A	2009
Q1	0.05	0.06
Q2	0.02	0.08
Q3	0.04	0.06
Q4	0.11	0.09
全年	0.22	0.29

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6.3	36.4	-41.1
相对指数	-6.9	6.8	-9.0

模型更新时间: 2009.03.31

股票研究

传播文化业
传播文化业

北巴传媒(600386)

评级: 谨慎增持

上次评级: -

目标价格: ¥ 10.94

上次预测: -

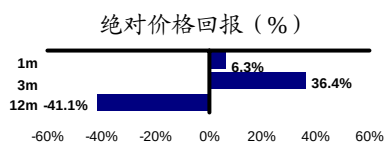
当前价格: ¥ 10.73

公司网址:

www.newbjbus.com

公司简介

公司原为北京市公交运输企业, 主营北京地区的城市公共汽车客运、长途客运、公交广告业务。2008年1月资产置换后, 公司将形成以公交广告、旅游、汽车服务为核心三大业务板块。



52 周价格范围 5.04~18.73
市值 (百万) 4,326

财务预测(单位: 万元)

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
损益表										
营业收入	250,793	204,591	86,040	90,787	116,357	123,426	131,465	140,075	149,490	159,842
营业成本	267,526	193,379	53,357	54,477	62,850	66,459	71,176	76,369	82,207	88,810
税金及附加	8,440	6,939	3,351	3,536	4,532	4,808	5,121	5,456	5,823	6,226
营业费用	1,224	3,336	2,910	3,070	3,619	3,839	4,089	4,356	4,649	4,971
管理费用	36,294	23,335	10,108	10,666	13,078	13,873	14,777	15,744	16,803	17,966
EBIT	(54,756)	(22,752)	16,283	19,014	32,257	34,432	36,290	38,139	40,400	42,265
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
投资收益	59	660	540	432	346	277	221	177	142	113
财务费用	7,634	11,697	4,183	1,775	(222)	223	(1,022)	(1,543)	(2,080)	(2,638)
营业利润	(62,390)	(34,449)	12,100	17,239	32,479	34,209	37,312	39,682	42,480	44,902
所得税	1,110	2,020	2,647	4,353	8,154	8,580	9,350	9,938	10,634	11,237
少数股东损益	938	86	691	1,244	1,957	2,059	2,244	2,385	2,552	2,697
净利润	(66,523)	4,591	8,979	11,815	22,506	23,681	25,806	27,429	29,350	31,014
资产负债表										
货币资金、交易性金融	38,040	46,881	44,399	46,849	60,043	68,716	99,035	130,330	162,864	196,340
其他流动资产	14,390	22,319	18,864	19,685	24,560	25,987	27,672	29,495	31,510	33,746
长期投资	5,556	8,701	7,306	7,739	8,084	8,361	8,582	8,759	8,903	9,018
固定资产合计	248,465	244,606	68,672	43,070	67,709	65,036	64,028	63,906	64,810	66,733
无形资产及其他资产	1,283	2,221	59,985	53,203	46,529	39,858	33,236	26,681	20,126	13,571
资产合计	309,123	326,217	200,134	171,244	207,463	208,372	232,873	259,419	288,407	319,560
流动负债	114,245	115,251	76,337	40,337	58,557	39,938	42,506	45,274	48,383	51,850
长期负债	120,190	127,125	32,418	27,531	23,089	19,003	15,203	11,630	8,241	4,997
股东权益	74,915	83,841	91,379	103,377	125,818	149,431	175,164	202,515	231,781	262,706
投入资本(IC)	193,762	221,428	119,732	87,156	104,258	94,196	85,553	77,830	71,008	65,084
现金流量表										
NOPLAT	(55,700)	(15,690)	12,900	14,368	24,279	25,893	27,273	28,649	30,335	31,727
折旧与摊销	39,915	32,361	19,396	18,596	14,100	18,261	17,737	17,484	17,452	17,597
流动资金增量	-	-	(30,298)	(17,056)	(18)	703	593	919	973	1,117
资本支出	-	29,382	(99,359)	(13,928)	31,961	8,837	10,049	10,762	11,768	12,940
自由现金流	(15,785)	(43,009)	114,599	46,875	7,121	35,910	35,880	36,343	37,135	37,135
经营现金流	17,777	15,652	32,980	38,698	44,540	45,463	46,551	48,249	49,807	49,807
投资现金流	(31,826)	101,294	13,928	(31,961)	(8,837)	(10,049)	(10,762)	(11,770)	(12,942)	(12,942)
融资现金流	(7,891)	(117,68)	(44,458)	6,457	(27,030)	(5,097)	(4,493)	(3,945)	(3,389)	(3,389)
现金流净增加额	(24,160)	6,792	(2,682)	2,450	13,194	8,673	30,318	31,296	32,534	33,476
财务指标										
成长性										
收入增长率	-	-18.4%	-57.9%	5.5%	28.2%	6.1%	6.5%	6.5%	6.7%	6.9%
EBIT 增长率	-	-58.4%	-17.1%	16.8%	69.6%	6.7%	5.4%	5.1%	5.9%	4.6%
净利润增长率	-	-106.9	95.6%	31.6%	90.5%	5.2%	9.0%	6.3%	7.0%	5.7%
利润率										
毛利率	-6.7%	5.5%	38.0%	40.0%	46.0%	46.2%	45.9%	45.5%	45.0%	44.4%
EBIT 率	-21.8%	-11.1%	18.9%	20.9%	27.7%	27.9%	27.6%	27.2%	27.0%	26.4%
净利润率	-26.5%	2.2%	10.4%	13.0%	19.3%	19.2%	19.6%	19.6%	19.6%	19.4%
收益率										
净资产收益率(ROE)	-90.5%	5.7%	10.2%	12.0%	18.9%	16.9%	15.7%	14.5%	13.6%	12.7%
总资产收益率(ROA)	-21.5%	1.4%	4.5%	6.9%	10.8%	11.4%	11.1%	10.6%	10.2%	9.7%
投入资本回报率	-28.7%	-7.1%	10.8%	16.5%	23.3%	27.5%	31.9%	36.8%	42.7%	48.7%
运营能力										
存货周转天数	6	9	21	21	21	21	21	21	21	21
应收账款周转天数	9	21	39	39	39	39	39	39	39	39
总资产周转天数	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
净利润现金含量	3.87	1.74	2.79	1.72	1.88	1.76	1.70	1.64	1.61	1.61
资本支出/收入	702.30	802.30	902.30	1002.30	1102.30	1202.30	1302.30	1402.30	1502.30	1602.30
偿债能力										
资产负债率	75.77%	74.30%	54.34%	39.63%	39.35%	28.29%	24.78%	21.94%	19.63%	17.79%
净负债率	200.75	161.26	3.64%	-34.77	-29.02	-44.05	-54.92	-62.97	-69.07	-73.69
估值比率										
PE	(6.50)	94.23	48.18	36.62	19.22	18.27	16.76	15.77	14.74	13.95
PB	5.77	5.16	4.73	4.19	3.44	2.90	2.47	2.14	1.87	1.65
EV/EBITDA	(28.92)	44.67	12.03	11.41	9.26	8.15	7.29	7.72	7.42	7.17
P/S	1.73	2.11	5.03	4.77	3.72	3.51	3.24	3.09	2.89	2.71
股息率	0.0%	17.6%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%

1. 资产结构优化，净利润同比增长 86%

2008 年，公司实现营业收入 86040.22 万元，同比下降 57.95%；归属上市公司股东的净利润 8978.62 万元，同比增长 95.57%。08 年基本每股收益 0.22 元，其中母公司实现每股收益 0.15 元。

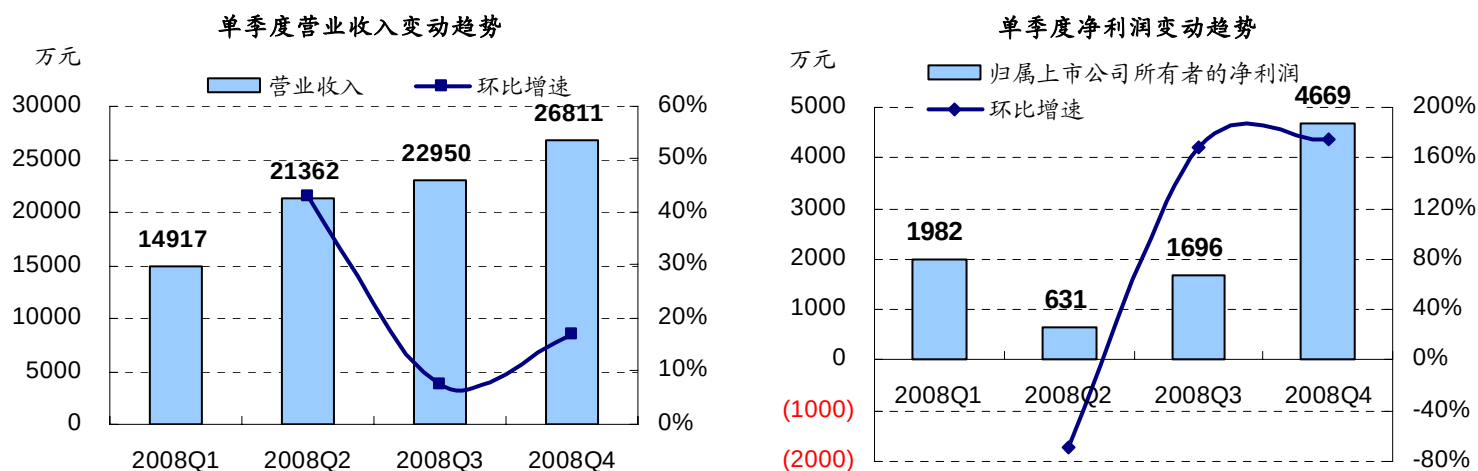
净利润的大幅提升源于资产置换和业务转型。公司在 2008 年 1 月 3 日将持有的北京八方达客运有限公司 100%的股权与北京公共交通控股集团有限公司持有的公交车辆未来十年的车身使用权进行置换。2008 年 6 月，公司完成收购北京公交海依捷汽车服务有限公司和北京天交报废汽车回收处理有限责任公司。

通过资产重组，08 年公交广告、旅游运营和汽车服务业务成为公司主营业务，占主营业务收入比重分别为 30%、30%和 30%。公司资产结构也发生显著变化，其中，公司固定资产由 07 年末 24.4 亿元减少为 6.87 亿元，无形资产由 0.22 亿元上升为 6.00 亿元。长期借款由 11.63 亿元减少为 437 万元。公司已经变成了一个轻资产企业，由此带动净资产收益率从 07 年的 5.67%提高到 08 年的 10.25%。

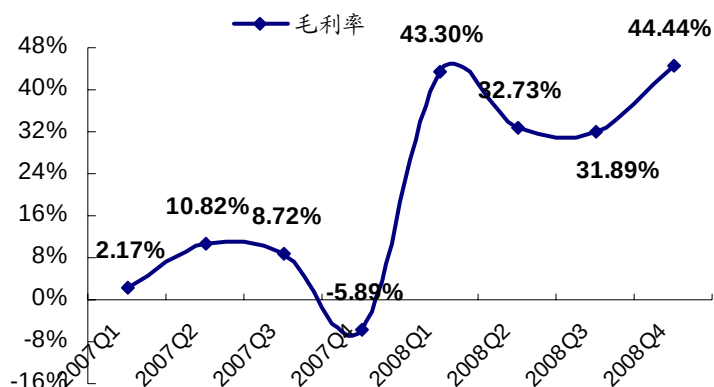
我们注意到，2008 年 1 至 4 季度的营业收入保持平稳增长，但是净利润水平在 2008 年第四季度激增至 4669 万元，占 08 年全年净利润的 52%，环比增速 175%。第四季度贡献每股收益 0.11 元。净利润增速远超营业收入增速的原因是：第四季度综合毛利率水平环比提高 12.55 个百分点、销售费用和管理费用占营业收入比重环比分别下降 0.16 和 0.42 个百分点。

公司在年报中披露，2008 年北京公交双层车媒体增加。据电话了解，受益于北京奥运会的接待服务工作，北京公交集团新增 400 辆双层巴士，而根据公司与北京公交集团签订的车身媒体使用协议，公司拥有这 400 辆双层巴士的车身媒体使用权而无需另外支付媒体使用费。这是公司广告收入增长和季度波动剧烈的原因。但我们并没有找到公司就此事件的文字说明和公告。

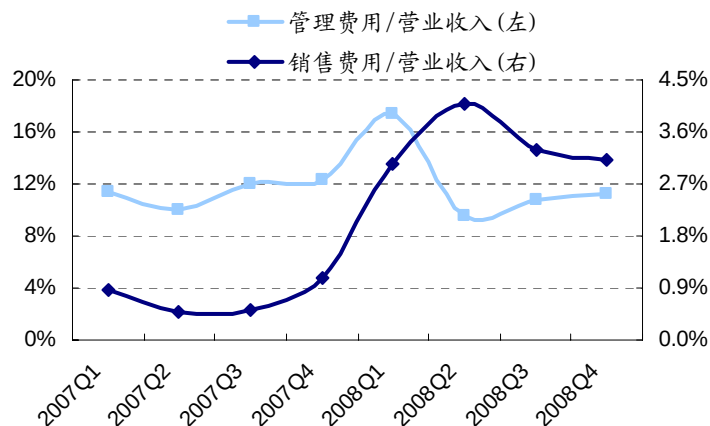
图表 1：2008 年单季度收入、利润与费用变动趋势图



单季度毛利率变动趋势

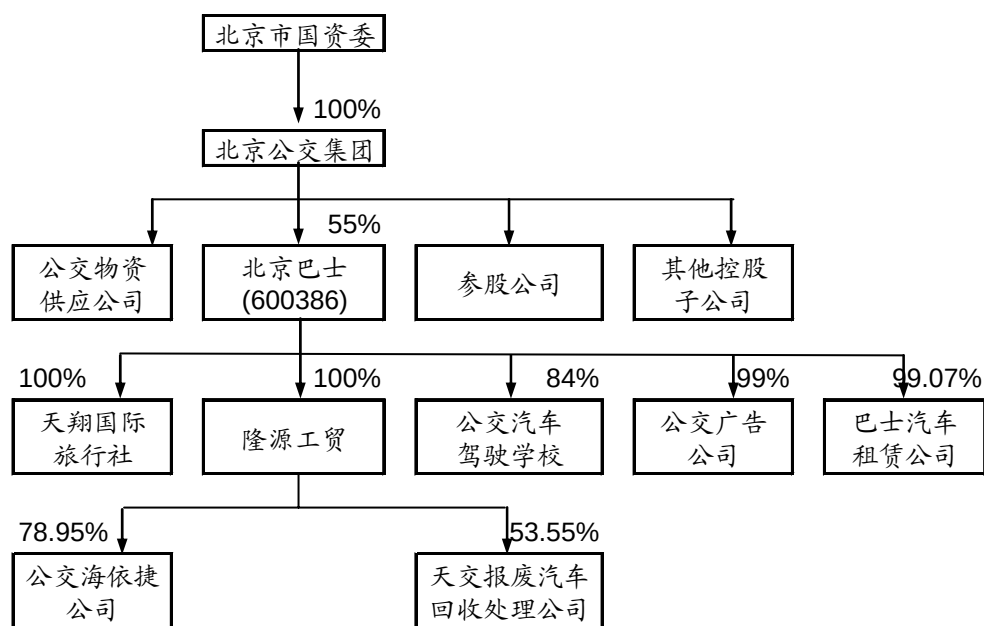


单季度费用率变动趋势



资料来源：公司公告，国泰君安证券

图表 2：资产重组后公司股权组织结构图

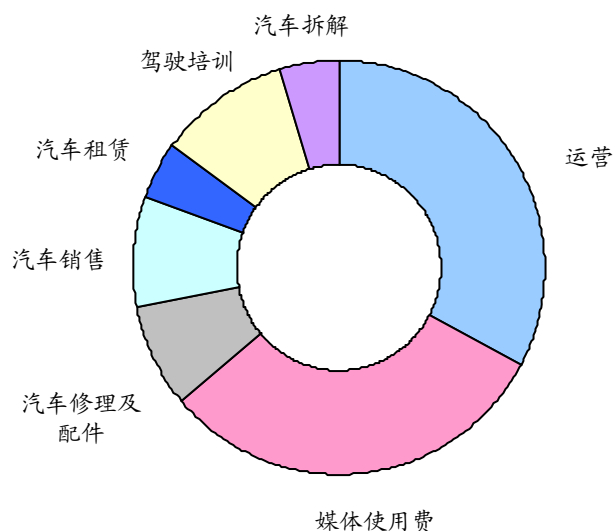


资料来源：公司公告，国泰君安证券

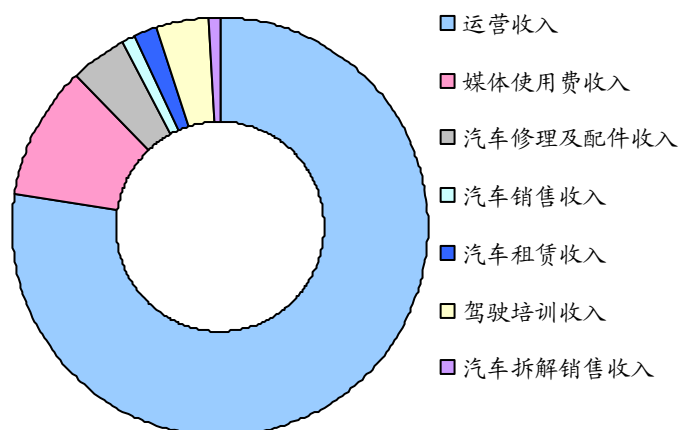
2. 主营业务转移，公交广告贡献第一

图表 3: 2008 年度分业务收入与利润结构图

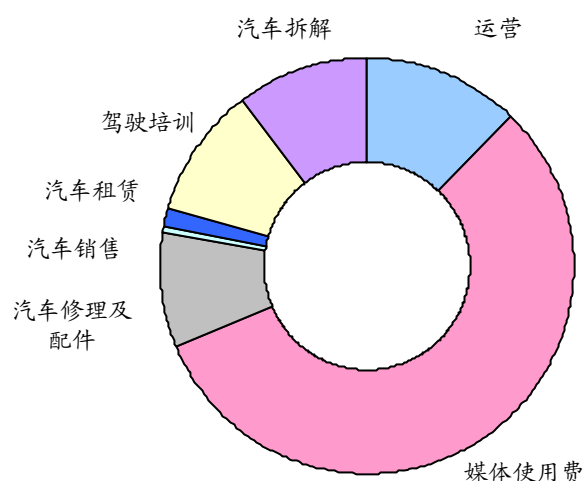
2008年分业务收入结构



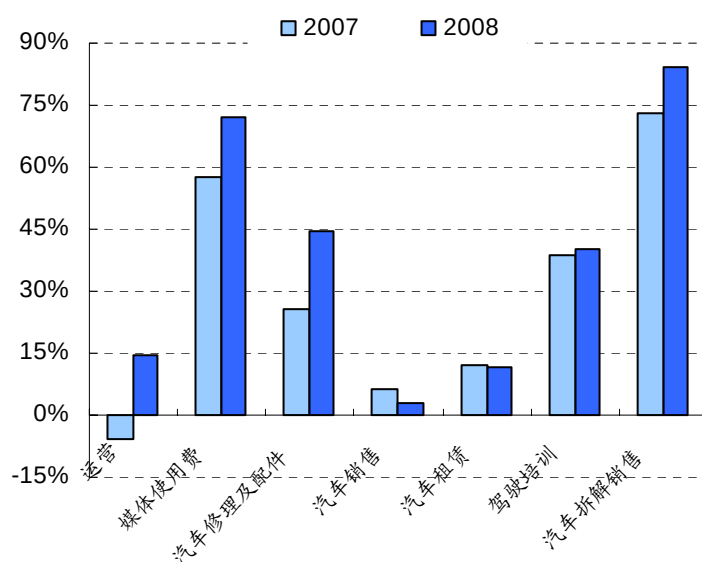
2007年分业务收入结构



2008年分业务利润贡献



分业务毛利率变化趋势



资料来源：公司公告，国泰君安证券

2.1. 公交户外广告高毛利业务拉高整体业务毛利，为利润支柱

媒体使用费收入即公交户外广告收入，占主营收入的比重从2007年的10.05%跃升到2008年的31.01%，仅次于运营收入的32.88%。由于公交户外广告业务的毛利率水平（71.91%）远高出运营业务（14.52%），导致公司综合毛利率2008年达到37.99%，同比大幅提高32.51个百分点。公交户外广告毛利润占公司毛利润的比重达到56.48%，成为公司08年利润的最大贡献者。

公交户外广告的运营分为两部分，一是由控股99%的子公司北京公交广告公司负责，该公司08年实现收入18104万元，净利润4019万元，净利率22%；母公司亦直接经营公交广告业务，08年实现收入13492万元，毛利率73.2%。二者相加约为3.16亿元。但是在合并报表中披露的媒体使用费收入为2.6亿元，其中差额5600万元在年报分类业务附注中的披露不详。

公司表示有意收购北京公交广告公司余下 1%的股权并变成分公司，目前正在对该少数股权做评估。

2.2. 旅游仍属低毛利业务，盈利甚微

公司旅游业务主要包括北京巴士旅游分公司、全资子公司北京天翔国际旅行社，以及持有北京旅游集散中心 30%的股权。旅游收入主要来自旅游客运业务。

08 年巴士旅游分公司实现营业收入 24511 万元，成本 20852 万元，毛利率水平 14.52%，在公司内属于毛利率较低的业务。08 年天翔国际旅行社实现营业收入 3103.36 万元，亏损 36.69 万元。旅游集散中心实现营业收入 1238.05 万元，亏损 62.72 万元，贡献上市公司净利润-18.82 万元。比较发现，天翔国际旅行社在收入同比增长 45%的情况下反而由盈转亏。

考虑到全球经济增速下滑、旅游行业景气下降等因素，我们认为 09 年公司旅游运营规模难有起色。

表格 1：旅游业务 08 年营业收入与毛利润一览表

	持股比例	营业收入			净利润/营业收入	
		2008 年	2007 年	同比增速	2008 年	2007 年
巴士旅游分公司	100%	24510.55	21995.95	11.43%	--	--
北京天翔国际旅行社	100%	3103.36	2137.39	45.19%	-1.18%	0.97%
北京旅游集散中心	30%	1238.05	738.29	67.69%	-5.07%	-46.87%

资料来源：公司公告，国泰君安证券

2.3. 依托隆源工贸平台，发展汽车服务业务

公司以隆源工贸为平台进行汽车服务业务，08 年 6 月通过收购海依捷公司和天交解体厂发展汽车服务产业链，相关业务包括汽车租赁、销售、修理及配件、拆解、驾驶培训五项。2008 年汽车服务业务整体实现收入 30329 万元，占主营收入的比重为 36.11%，毛利润占主营毛利润的比重约为 31%。但汽车相关各项业务的盈利水平参差不齐。

汽车租赁和汽车销售的毛利率较低。汽车租赁业务主要由子公司北京巴士汽车租赁有限公司运营，08 年实现汽车租赁收入 3790 万元，毛利率 11.49%。巴士汽车租赁公司 08 年亏损 296 万元。由于收购海依捷股权，汽车销售收入规模大幅增长 209.8%，但是毛利率水平仅为 2.78%，同比下降 3.42 个百分点。海依捷 08 年贡献净利润-514.08 万元。公司目前正在筹建汽车 4S 店，考虑到 4S 店的静态投资回收期在 4-6 年，因此汽车销售业务在 09 年想扭亏为盈是比较困难的。

汽车修配和驾驶培训业务的毛利率较高，在 40%以上。08 年汽车修配业务实现收入 6650 万元，毛利率 44.5%，同比提高 18.64 个百分点。驾驶培训业务主要由子公司公交汽车驾驶学校运营，08 年收入增长 1.14%，毛利率 40.29%。

拆解销售业务的毛利率最高，达到 84.43%，其中新收购的天交解体厂 08 年为上市公司贡献净利润 1101.04 万元。

近 1-2 年公司的汽车服务业务仍处于投入期，长期来看，由于公司汽车服务业横跨了租赁、销售、修配、拆解、驾驶培训等产业环节，如果加大投入能顺利实现规模 and 市场份额的增大，该业务前景可望谨慎乐观。

表格 2：汽车服务相关业务营业收入与毛利润一览表

汽车相关业务	收入	收入占比	成本	毛利润	毛利润占比	毛利率
汽车修理及配件	6650	21.93%	3691	2960	28.40%	44.50%
汽车销售	7341	24.20%	7137	204	1.96%	2.78%
汽车租赁	3790	12.50%	3354	435	4.18%	11.49%
驾驶培训	8543	28.17%	5101	3442	33.02%	40.29%
汽车拆解销售	4005	13.21%	624	3382	32.45%	84.43%

资料来源：公司公告，国泰君安证券

3. 2009 年是公司发展关键年

2009 年是关键的一年，重组后公司各项业务都亟待理顺，媒体业务整合更是公司发展的重中之重。考虑到旅游运营业务的收入占比虽高但盈利能力较差，并且 09 年受经济危机影响旅游收入规模或有下降，该项业务预计保持微利或保本。汽车服务业务总体对盈利贡献为正，但汽车 4S 店尚在资本支出期，且汽车服务产业链效应短期内也难以见效。2009 年公交广告作为公司盈利支柱的情形不会改变。

3.1. 汽车服务业务整体盈利，但受 4S 店投入影响短期贡献有限

3.1.1. 09 年汽车服务业务整体盈利增长

08 年汽车服务业务毛利润主要来自驾驶培训、拆解、修配三项。汽车驾驶培训业务 08 年收入增速为 1.14%，毛利率为 40.29%。预计驾驶培训业务的收入和利润规模在 09-10 年将维持缓慢增长，增速在 1.5% 左右，但这块业务盈利的稳定性高。

2008 年 6 月 30 日完成收购的天交解体厂 08 年全年贡献上市公司净利润 1101.04 万元。公司目前负责北京全部公交车辆的拆解业务，同时也面向社会经营其他车辆拆解。08 年拆解北京公交车辆约为 2000 台。受到节能环保政策的影响，我们认为 09 年北京公交车淘汰率将保持较高的水平，拆解业务也得以实现较快增长。

汽车修配、租赁业务短期来看并没有迹象表明会获得较快增长，因此我们假设增速在 5%-10%，与 GDP 增速大致相同。

根据上述假设，我们估计 09-11 年汽车相关业务合计贡献每股收益分别为 0.037 元、0.031 元、0.030 元。但是需要注意的是，由于汽车相关业务缺乏详尽的历史数据作为参考，因此我们对未来业绩的预测是基于与上市公司电话沟通以及对汽车服务行业前景判断的结果。如果公司 09 年汽车业务出现波动较大，那么对公交户外广告业务会产生较大压力。

表格 3：汽车服务业务 2009-2011 年业绩预测

单位：万元		2009E	2010E	2011E
汽车修理及配件		6982.95	7332.10	7698.70
	增速	5%	5%	5%
汽车销售		9175.80	11010.96	13213.15
	增速	25%	20%	20%
汽车租赁		4168.68	4585.55	4814.83
	增速	10%	10%	5%

驾驶培训	8670.96	8801.03	8933.04
增速	1.5%	1.5%	1.5%
汽车拆解销售	4806.59	5287.25	5551.61
增速	20%	10%	5%
汽车服务业务毛利润	11597	12350	13587
费用率及营业税金合计	28.00%	28.50%	29.50%
归属母公司股东净利润	1485	1254	1201
贡献每股收益	0.037	0.031	0.030

资料来源：公司公告，国泰君安证券

3.1.2. 汽车 4S 店短期贡献利润较为有限

通过收购海依捷，公司目前已拥有 4 家汽车 4S 店，分别是上海大众、一汽丰田、北汽名爵、南京依维柯。公司在再融资预案中拟新建 4 家汽车 4S 店，分别为花园桥雷克萨斯店、石景山广州本田店、永定门宝马店和青塔奔驰店，预计总投资分别为 3500 万元、2000 万元、4000 万元、3500 万元，需流动资金 5000 万元，合计需要 1.8 亿元。

2008 年公司以自有资金投资 1000 万元建设广州本田 4S 店，目前已经完工，转入固定资产 991.77 万元。通过参股的方式分别持有花园桥丰田汽车销售服务有限公司和花园桥雷克萨斯汽车销售服务有限公司 40% 的股权，丰田店和雷克萨斯店 08 年分别实现净利润 367 万元和-425 万元。

在再融资方案中，本田店的计划投资规模是最小的，08 年公司以自建的方式建设本田店。考虑到资金问题，我们认为如果公司 09 年继续建设宝马店和奔驰店，那么可能采用类似雷克萨斯店参股的方式。按照参股比例 40%、第一年每店投资 2000 万元、剩余投资在未来 3 年平均投入计算，09-11 年公司对这 4 家 4S 店的投资为 2133 万元、1000 万元、1000 万元。

根据公司的测算，按照目前各品牌的市场销售情况、地理位置、行业平均销售毛利率和维修毛利率，汽车 4S 店的综合静态回收期 5.11 年，年均静态投资收益率（5 年）为 19.58%。考虑到雷克萨斯店投资当年亏损 425 万元以及项目投资回收期在 4-6 年，我们认为未来两年内汽车 4S 店内难以成为公司利润增长点。

表格 4：再融资方案中拟新建 4S 店项目

4S 店项目	花园桥 雷克萨斯	石景山 广州本田	永定门 宝马	青塔 奔驰	综合
计划投资（万元）	3500	2000	4000	3500	13000
静态回收期	3.76 年	6.8 年	4.58 年	4.65 年	6.54 年
年静态平均投资收益率（5 年）	26.63%	14.66%	21.83%	21.49%	15.28%
假定投资方式	参股 40%	自建	参股 40%	参股 40%	公司投入
2008 投入（万元）	2000	1000	-	-	1800
2009 投入（万元）	500	333	2000	2000	2133
2010 投入（万元）	500	333	667	500	1000
2011 投入（万元）	500	333	667	500	1000
2012 投入（万元）	-	-	667	500	467

资料来源：公司公告，国泰君安证券

3.2. 广告业务盈利支柱地位不改

3.2.1. 现有经营模式下广告业务盈利预测

公司户外广告资源的经营目前分成两块：一是将广告资源外包给广告公司，每年按合同约定收取媒体使用费；二是由公司自己经营公交车身媒体的广告业务。

根据已经签订的媒体租赁合同，外包给维亚康姆经营的约 5000 辆公交车车身广告代理权以及外包给七彩阳光经营的约 6000 辆公交车车身广告代理权将在 2009 年到期。外包给白马户外经营的 4723 个候车亭广告代理权到期时间为 2018 年。媒体租赁部分的收入稳定，年收入增速约 3%（协议规定价格年上浮 3%），2008 年媒体租赁费合计 12308 万元。

公司目前所拥有的北京公交车身广告媒体资源约为 18000 辆公交车，其中双层巴士约为 800 辆，其余为单层巴士。扣除已租赁维亚康姆和七彩阳光进行公交广告经营的 11000 辆车，其余 7000 辆车的车身广告为自营。按照合并报表中 26046 万元的媒体使用费收入倒推，08 年自营广告收入约为 13738 万元。按照 55% 的出租率计算，平均每辆车创收 3.57 万元。由于车身广告价格与车辆的等级、新旧、路线等有密切关系，且公司没有披露详细的信息，因此，我们只能对全部车辆的平均创收做以估计。

我们在对 09-11 年广告业务进行盈利预测时基于如下假定：（1）09-11 年公司每年分别新增 250 辆、100 辆、50 辆公交车身媒体使用权，上市公司每年支付给集团的媒体使用费 6540 万元以及 7% 的资金占用费支出不随集团公司车辆增加而增加。（2）假定 09 年平均每辆车创收 4 万元/年，理由是：在同等条件下，双层巴士的广告价格是单层巴士的 10 倍，新增 400 辆双层巴士将会拉动车辆的平均创收水平。假定 09 年出租率保持 55%。（3）现有车身媒体租赁合同在 09 年年末到期以后，2010 年全部 9100 辆公交车车身广告使用权都由北巴传媒回收自营。假定 2010 年平均每辆车创收 4.2 万元/年，出租率提高到 58%。之所以上调车辆创收水平和出租率是因为 2010 年公司回收资源后会进入新的合同期。通过对广告合同签订的严格管理、统一定价，公司广告资源的盈利能力会有所提高。另外，参考白马户外（0100.HK）2008 年在深圳的巴士车身广告业务经营业绩，公司经营 3100 辆巴士车身广告，收入 8400 万港元，如果按照 55% 的出租率计算每辆巴士创收 4.9 万港元/年，如果按照 60% 的出租率计算每辆巴士创收 4.5 万港元/年。

基于上述假定，我们预计公司公交户外广告业务贡献 09-11 年每股收益分别为 0.255 元、0.526 元、0.559 元。

表格 5：现有经营模式下广告业务盈利预测

单位：万元	2009E	2010E	2011E
外包白马户外收入	5361	5522	5688
租赁候车亭数（个）	4723	4723	4723
外包维亚康姆收入	5740	0	0
租赁车辆数（辆）	5000	0	0
外包七彩阳光收入	1576	0	0
租赁车辆数（辆）	4100	0	0
媒体租赁费合计	12677	5522	5688
自营车身广告车辆数（辆）	7250	18350	18400
出租率	55%	58%	58%

平均每辆年广告创收	4.00	4.20	4.40
自营车身广告收入	15950	44701	46957
广告总收入	28627	50223	52645
上交集团媒体使用费	6540	6540	6540
资金占用费	1553	1370	1188
费用率及营业税金合计	28%	28%	28%
所得税税率	25%	25%	25%
归属母公司股东净利润	10296	21216	22522
贡献每股收益	0.255	0.526	0.559

资料来源：公司公告，国泰君安证券

3.2.2. 引入战略合作者基本无望，强化内部管理有望提高盈利

公司曾在 2008 年 3 月公告拟发行不超过 8000 万股股票、募集资金约 10 亿元人民币，并选定海南白马广告媒体投资有限公司为非公开发行的战略投资者。战略投资者白马媒体承诺不低于 11.24 元/股、以现金认购募集资金总额的 25% - 65%，并锁定 36 个月。北巴传媒承诺以白马媒体为唯一的车身广告合作经营商。因此如果公司 2010 年能够成功收回外包广告资源，实现白马媒体专业经营能力和车身垄断媒体资源的有效结合，则其盈利能力有望大幅提高。理论上公司的业绩释放点应在 2010 年以后。但受全球金融危机的影响，公司股价持续低于定向增发价格（11.24 元），公司在 08 年年报中披露，此次非公开发行股票工作基本无法完成。

公司短期内找到有实力的单一战略合作者是有难度的。我们也注意到公司近期公布了《合同管理办法》、《对外投资管理制度》等一系列规范业务发展的规章制度，力图提高资源整合后的管理效益。由于公司此前没有历史绩效可考，其有效性有待时间检验。公司亦认为 2009 年是关键年，媒体整合是重中之重，公司能否实现跨越发展在此年可见端倪。

如果加强内部管理对改善公司经营业绩能够见效，则可能从车身媒体出租率和单车年创收能力等方面体现出来。以出租率和单车年创收能力为变量，我们对公司公交户外广告业务 2009 年贡献的每股收益做了敏感性分析。假定出租率在 55% 到 60%，单车年创收能力在 4 万/年到 4.4 万/年，那么 09 年公交广告贡献每股收益在 0.255 元-0.295 元。根据敏感性分析的结果看，即使在最乐观的情景下（出租率 60%，单车创收 4.4 万/年），广告业务每股收益与基本情景相比只增厚 0.04 元，原因是公司大部分户外媒体资源已经以租赁的方式外包，只有约 7000 辆车身媒体资源为自营。我们认为公司业绩释放点将在 2010 年收回车身媒体广告资源以后。

表格 6：公交户外广告业务敏感性分析

2009 每股收益		车身媒体出租率		
		55%	58%	60%
平均每	4 万	0.255	0.266	0.273
辆车	4.2 万	0.265	0.277	0.284
年创收	4.4 万	0.275	0.287	0.295

资料来源：公司公告，国泰君安证券

4. 盈利预测与估值

根据上述基本假设情景，我们预计 09-11 年每股收益为 0.29 元、0.56 元、0.59 元。其中广告业务贡献每股收益 0.255 元、0.526 元、0.559 元，汽车服务业务贡献每股收益 0.037 元、0.031 元、0.030 元，而旅游业务基本保持盈亏平衡。当前，传媒行业 09 年平均市盈率为 40 倍，汽车服务行业平均市盈率为 20 倍。我们认为北巴传媒的合理价位应当在 10.94 元，给予谨慎增持的评级。

5. 风险提示

公司属于重组型企业，其转型后的公交户外广告和汽车服务业务缺乏详尽的历史可考经营数据作为参考。目前，公司各类公告信息披露的保守程度也令准确盈利预测变得困难。

作者简介:

谭晓雨: 高级经济师。传媒首席分析师。中国广播电视学会产业研究专业委员会理事。
2003—2008 连续六年获《新财富》传播文化业全国最佳分析师, 2003-2004 年社会服务行业全国最佳分析师。

吴轶: 复旦大学经济学硕士, 金融学专业, 2008 年 7 月加入国泰君安证券研究所。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com