

动态报告

传媒

广告

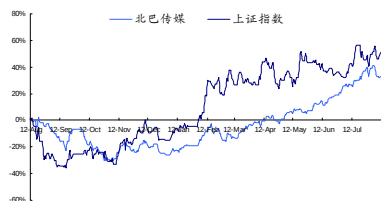
北巴传媒(600386)

2009 年中报点评

谨慎推荐

(维持评级)

2009 年 8 月 12 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	12.75
总股本/流通 A 股(百万股)	403.20/403.20
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	5,140.80/5,140.80
上证综指/深圳成指	3,264.73/13,137.11
12 个月最高/最低(元)	13.24/5.43

财务数据

净资产值(百万元)	908.63
每股净资产(元)	2.25
市净率	5.66
资产负债率	53.37%
息率	

分析师: 廖绪发 CFA

电话: 0755-82133406

E-mail: liaoxf@guosen.com.cn

分析师: 陈财茂

电话: 021-68866236

E-mail: chencm@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

业绩低于预期

●业绩低于预期

北巴传媒 2009 年上半年实现营业收入 6.77 亿元,同比增长 86.6%,归属于母公司的净利润 6360 万元,同比增长 144%,EPS 为 0.158 元(一季度 0.080 元,二季度 0.078 元),较我们前期预测的 0.170 元低了 7%。北巴此前发布业绩预告称同比预增 130-170%,市场普遍预期接近 170%(对应 EPS 为 0.175 元),因此同样低于市场预期。

●预期之内的高速增长

不管从同比还是环比看,收入增长的势头都很强劲,上半年营业收入同比增长了 86.6%,环比增长 36.1%。增长的动力来自两个:(1)去年下半年新增的双层车对上半年收入贡献巨大,使得广告收入总额同比增长 35.5%,环比增长 52.4%。(2)上半年新并入了 2 个 4S 店(花园桥丰田和雷克萨斯),使得上半年汽车销售收入高达 2.48 亿元,同比增长 14 倍,环比增长 3.4 倍。目前市场已经对这两个增长动力进行了充分的预期。

●业务重组的利好将在下半年显现,未来主要看媒体资源整合

(1)公交广告子公司注销的节税效应下半年至少增厚 EPS0.01 元。(2)旅游业务剥离预计减亏 700 万元,同样能够增厚 EPS 0.01 元。(3)2010 年后的业绩关键取决于北巴的媒体资源整合方案,如果只选定一个合作伙伴,白马胜出的可能性最大,并很可能采取“保底+分成”的方案,不论采取何种方式,经营绩效肯定超过现在分散的经营方式。

●维持盈利预测和“谨慎推荐”的评级

我们维持前期的盈利预测,即 2009-11 年的 EPS 分别为 0.38 元、0.49 元和 0.53 元,目前对应的 PE 分别为 34、26 和 24 倍,价值存在一定的低估,维持“谨慎推荐”的投资评级。股价表现的催化剂为媒体资源整合方案的出台、业绩仍旧可能超预期。而风险表现在户外广告价值的重新认定、客户可能大量流失等。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2,045.91	860.40	1,127	1,325	1,584
(+/-%)	-23.18%	-57.95%	31.0%	17.5%	19.6%
净利润(百万元)	45.91	89.79	153	198	212
(+/-%)	113.75%	95.57%	70.0%	29.7%	7.2%
每股收益(元)	0.11	0.22	0.38	0.49	0.53
EBIT Margin	8.99%	19.79%	20.0%	21.3%	19.3%
净资产收益率(ROE)	5.67%	10.25%	14.8%	16.1%	14.7%
市盈率(PE)	111.97	57.26	33.7	26.0	24.2
EV/EBITDA	13.58	15.32	19.5	15.9	14.4
市净率(PB)	6.35	5.87	5.00	4.19	3.57

业绩低于预期

北巴传媒 2009 年上半年实现营业收入 6.77 亿元，同比增长 86.6%，归属于母公司的净利润 6360 万元，同比增长 144%，全面摊薄后 EPS 为 0.158 元（其中一季度为 0.080 元，二季度为 0.078 元），较我们前期预测的 0.170 元（对应净利润为 6850 万元）低了 7%。北巴前期已经发布业绩预增公告，同比预增 130-170%，市场普遍预期预增幅度接近 170%（对应 EPS 为 0.175 元），因此，同样低于市场预期。

表 1：北巴传媒利润简表

合并利润表，百万	2Q2008	1Q2009	2Q2009	QoQ	YoY	1H2008	2H2008	1H2009	HoH	YoY
营业收入	195.8	291.0	386.1	32.7%	97.2%	362.8	497.6	677.1	36.1%	86.6%
营业成本	130.3	202.1	288.3	42.7%	121.3%	228.3	305.3	490.4	60.6%	114.8%
gross margin	33.5%	30.5%	25.3%	-5.2%	-8.1%	37.1%	38.6%	27.6%	-11.1%	-9.5%
营业税金及附加	8.6	8.6	9.3	8.3%	8.1%	15.7	17.8	17.9	1.0%	14.0%
费率	4.4%	3.0%	2.4%	-0.5%	-2.0%	4.3%	3.6%	2.7%	-0.9%	-1.7%
销售费用	5.7	9.5	10.6	11.5%	85.0%	13.2	15.9	20.0	26.2%	51.3%
费率	2.9%	3.3%	2.7%	-0.5%	-0.2%	3.6%	3.2%	3.0%	-0.2%	-0.7%
管理费用	18.3	28.8	25.9	-9.8%	41.6%	46.1	55.0	54.7	-0.5%	18.6%
费率	9.4%	9.9%	6.7%	-3.2%	-2.6%	12.7%	11.0%	8.1%	-3.0%	-4.6%
财务费用	10.0	11.1	7.9	-29.3%	-21.4%	20.6	21.2	19.0	-10.6%	-7.8%
资产减值损失	0.9	(2.0)	6.3	-418.1%	640.3%	0.1	5.6	4.3	-22.8%	5041.2%
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0			0.0	0.0	0.0		
投资收益	0.4	0.2	1.3	492.9%	231.4%	4.8	0.6	1.5	152.3%	-68.2%
营业利润	22.4	33.2	39.1	17.8%	74.5%	43.5	77.5	72.2	-6.8%	65.9%
营业利润率	11.4%	11.4%	10.1%	-1.3%	-1.3%	12.0%	15.6%	10.7%	-4.9%	-1.3%
营业外收入	(3.8)	2.1	1.7	-19.6%	-144.5%	0.9	3.1	3.8	22.6%	302.7%
营业外支出	0.9	0.0	0.0	42.4%	-98.5%	1.5	0.4	0.0	-94.2%	-98.3%
利润总额	17.6	35.2	40.7	15.6%	131.0%	43.0	80.1	76.0	-5.2%	76.7%
所得税费用	8.3	2.8	7.0	153.1%	-15.9%	14.9	11.5	9.7	-15.7%	-34.8%
所得税率	47.0%	7.8%	17.1%	9.3%	-29.9%	34.7%	14.4%	12.8%	-1.6%	-21.9%
净利润	9.3	32.5	33.8	3.9%	261.2%	28.1	68.6	66.3	-3.4%	135.8%
净利率	4.8%	11.2%	8.7%	-2.4%	4.0%	7.7%	13.8%	9.8%	-4.0%	2.0%
归属母公司的净利润	7.3	32.3	31.4	-2.7%	333.2%	26.1	63.7	63.8	0.2%	144.0%
EPS	0.018	0.080	0.078	-2.7%	333.2%	0.065	0.158	0.158	0.2%	144.0%
少数股东损益	2.1	0.2	2.3	1265.8%	11.4%	2.0	4.9	2.5	-49.4%	27.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

收入爆发式增长，但在预期之内

不管从同比还是环比看，收入增长的势头都很强劲，上半年营业收入同比增长了 86.6%，环比增长 36.1%。增长的动力来自两个：（1）去年下半年新增的双层车对上半年收入贡献巨大，使得广告收入总额同比增长 35.5%，环比增长 52.4%。（2）上半年新并入了 2 个 4S 店（花园桥丰田和雷克萨斯），使得上半年汽车销售收入高达 2.48 亿元，同比增长 14 倍，环比增长 3.4 倍。目前市场已经对这两个增长动力进行了充分的预期。

有一点需要特别注意，北巴上半年运营收入环比下滑 31.5%，在新增近 400

辆双层车后，运营收入环比下滑比较奇怪。因为运营收入包括公交车和候车亭广告的自营收入和旅游收入，一方面，在宣布剥离旅游业务后，5-6月份公司的该项业务处于整合期，另一方面，北巴就新增的双层车和白马继续合作，合作所得的这部分可能记入了媒体使用费收入。

目前，北巴的收入分类方式给投资者带来了很大的困惑，不过，在旅游业务剥离后、进一步整合现有广告业务后，收入成本的细分将更加科学。

表 2：北巴传媒收入成本（1H2008-1H2009）

收入成本，百万	1H2008	2H2008	1H2009	YoY	HoH
营业收入	362.8	497.6	677.1	86.6%	36.1%
运营	98.3	177.9	121.8	24.0%	-31.5%
媒体使用费	137.9	122.6	186.9	35.5%	52.4%
驾驶培训	39.0	46.4	48.8	25.0%	5.1%
汽车销售	16.5	56.9	248.4	1403.5%	336.7%
汽车修理及配件	23.7	42.8	36.9	55.7%	-13.7%
车辆拆解销售	13.6	26.5	4.5	-67.1%	-83.2%
汽车租赁	18.8	19.1	11.9	-36.8%	-37.9%
其他业务	15.1	5.4	18.0	19.7%	231.0%
营业成本	228.3	305.3	490.4	114.8%	60.6%
运营	89.1	147.0	125.2	40.6%	-14.8%
媒体使用费	49.1	24.1	57.3	16.7%	138.0%
驾驶培训	24.2	26.9	25.9	7.3%	-3.4%
汽车销售	14.3	57.1	239.2	1577.4%	319.0%
汽车修理及配件	15.9	21.0	23.1	45.1%	9.7%
车辆拆解销售	5.3	0.9	1.5	-71.2%	67.9%
汽车租赁	16.9	16.6	10.0	-40.7%	-39.6%
其他业务	13.5	11.8	8.1	-40.2%	-31.1%
毛利	134.5	192.3	186.7	38.8%	-2.9%
运营	9.2	30.9	(3.4)	-137.4%	-111.1%
媒体使用费	88.8	98.5	129.6	46.0%	31.5%
驾驶培训	14.9	19.6	22.8	53.6%	16.8%
汽车销售	2.3	(0.2)	9.1	305.0%	-4308.4%
汽车修理及配件	7.8	21.8	13.9	77.3%	-36.3%
车辆拆解销售	8.3	25.6	2.9	-64.5%	-88.5%
汽车租赁	1.9	2.5	1.8	-1.5%	-26.4%
其他业务	1.5	(6.3)	9.9	550.6%	-257.0%
毛利率	37.1%	38.6%	27.6%	-9.5%	-11.1%
运营	9.3%	17.4%	-2.8%	-12.2%	-20.2%
媒体使用费	64.4%	80.4%	69.3%	5.0%	-11.0%
驾驶培训	38.1%	42.1%	46.8%	8.7%	4.7%
汽车销售	13.7%	-0.4%	3.7%	-10.0%	4.1%
汽车修理及配件	33.0%	50.9%	37.6%	4.6%	-13.3%
车辆拆解销售	60.8%	96.6%	65.6%	4.8%	-30.9%
汽车租赁	9.9%	13.0%	15.5%	5.5%	2.4%
其他业务	10.1%	-116.1%	55.1%	44.9%	171.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

下半年增长确定，未来关键看媒体整合

新增双层车和 4S 店对收入增长的驱动在下半年没有改变，不过由于去年 4 季度双层车的影响就已经显现，因此下半年的收入增速低于上半年。

下半年比较重要的三个要点是：

1、公交广告子公司将完成注销，节税效应继续显现。上半年公交广告子公司实现净利润 1076 万元，简单推算，所得税费用为 360 万元，即使按最保守的方式计算，也将增厚 EPS0.01 元。

2、旅游业务剥离预计也将完成，预计减亏 700 万元。目前旅游业务的剥离工作仍在进行，上半年旅游集散中心亏损 17.5 万元，天翔国旅亏损 29.2 万元，客运分公司的 08 年亏损 600 万元，合计全年亏损约 700 万元，增厚 EPS0.016 元，对下半年的影响为增加 0.01 元。

3、媒体资源的整合方案，2009 年底，CBS 和七彩的承包合同将到期，公司打算指定一家合作伙伴，整合旗下全部公交和候车亭等户外资源。从公司于白马过往的合作经历看，白马胜出的可能性很大。2010 年以后的业绩很大程度上取决于最终的合作方案，而“保底+分成”的方案可能性很大，无论如何，整合全面媒体资源，与一家合作，绩效肯定超过现在分散经营的方式。

维持盈利预测和“谨慎推荐”的评级

我们维持前期的盈利预测，即 2009-11 年的 EPS 分别为 0.38 元，0.49 元和 0.53 元，目前对应的 PE 分别为 34、26 和 24 倍，价值存在一定的低估，维持“谨慎推荐”的投资评级。股价表现的催化剂为媒体资源整合方案的出台、业绩仍旧可能超预期。而风险表现在户外广告价值的重新认定、客户可能大量流失等。

表 3：北巴传媒盈利预测与估值表

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	444	500	500	500	营业收入	860	1127	1325	1584
应收款项	146	185	218	260	营业成本	534	756	872	1077
存货净额	31	41	47	59	营业税金及附加	34	46	57	71
其他流动资产	12	16	19	22	销售费用	29	36	41	48
流动资产合计	633	742	784	841	管理费用	101	63	73	83
固定资产	687	508	590	654	财务费用	42	15	7	(0)
无形资产及其他	600	606	612	618	投资收益	5	0	0	0
投资性房地产	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	(6)	0	0	0
长期股权投资	73	73	73	73	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2001	1938	2067	2195	营业利润	121	211	275	306
短期借款及交易性金融负债	473	330	214	55	营业外净收支	2	0	0	0
应付款项	22	41	47	59	利润总额	123	211	275	306
其他流动负债	268	164	190	236	所得税费用	26	46	61	76
流动负债合计	763	535	452	350	少数股东损益	7	12	15	17
长期借款及应付债券	4	4	4	4	归属于母公司净利润	90	153	198	212
其他长期负债	320	320	320	320					
长期负债合计	324	324	324	324					
负债合计	1088	859	776	674					
少数股东权益	37	49	65	82					
股东权益	876	1029	1227	1439					
负债和股东权益总计	2001	1938	2067	2195					

现金流量表（百万元）				
	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	90	153	198	212
资产减值准备	2	1	1	1
折旧摊销	192	82	91	100
公允价值变动损失	6	0	0	0
财务费用	42	15	7	(0)
营运资本变动	48	162	(8)	(0)
其它	5	11	15	17
经营活动现金流	343	408	296	329
资本开支	1628	(210)	(180)	(170)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	1634	(210)	(180)	(170)
权益性融资	4	0	0	0
负债净变化	(1160)	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	341	(142)	(116)	(159)
融资活动现金流	(1973)	(142)	(116)	(159)
现金净变动	4	56	0	0
货币资金的期初余额	440	444	500	500
货币资金的期末余额	444	500	500	500
企业自由现金流	1997	210	122	158
权益自由现金流	1179	56	0	0

关键财务与估值指标				
	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.22	0.38	0.49	0.53
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.17	2.55	3.04	3.57
ROIC	9%	15%	17%	17%
ROE	10%	15%	16%	15%
毛利率	38%	33%	34%	32%
EBIT Margin	19%	20%	21%	19%
EBITDA Margin	41%	27%	28%	26%
收入增长	-56%	31%	18%	20%
净利润增长率	88%	70%	30%	7%
资产负债率	56%	47%	41%	34%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	57.3	33.7	26.0	24.2
P/B	5.9	5.0	4.2	3.6
EV/EBITDA	17.5	19.5	15.9	14.4

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔嵘	021-68866202		高健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵谦	021-68866295				
银行			房地产			计算机		
邱志承	021-68864597		方焱	0755-82130648		凌晨	021-68866233	
黄飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		电子元器件		
谈煊	010-82254212					王俊峰	010-82254205	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭波	0755-82133909		李君	021-68866235		郑东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左涛	021-68866253		秦波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿轲	021-68866206		邱伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
石油与石化			电力设备			传媒		
李晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021-68866253		皮家银	021-68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁丹	0755-82130678	
通信			造纸			家电		
严平	021-68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨昕	021-68864596		陈财茂	021-68866236	
						廖绪发	021-68866237	
中小股票			食品饮料					
高芳敏	021-68864586		黄茂	0755-82133476				
陈爱华			谢鸿鹤	0755-82130646				
农业			煤炭			建筑		
张如	021-68866233		李然	0755-82130681		邱波	0755-82133390	
固定收益与基金			金融工程			金融工程		
皮敏	021-68864011		葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297	
张旭	010-82254210		董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532	
杨涛	0755-82133339		戴军	021-68864585		林晓明		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
庞博	0755-82130818		黄胜蓝	021-68866011		焦骥	010-82254209	
	0755-82133343			13761873797			13601094018	
	pangb@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		刘塑	021-68866236				
	15814403667			13817906789				
	zhubin@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn				