



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009 年 8 月 12 日

传媒行业

研究部

金宇

分析员

jinyu@cicc.com.cn

钟文明

联系人

zhongwm@cicc.com.cn

推荐

北巴传媒(600386.CH)

1H09 业绩符合预期，等待战略合作催化

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	363	860	1,008	1,187
(+/-)	-86%	137%	17%	18%
主营业务利润	119	293	320	381
(+/-)	-147%	147%	9%	19%
净利润	26	90	162	209
每股盈利 (元)	0.06	0.22	0.40	0.52
(+/-)	-107%	243%	80%	29%
市盈率	196.7	57.3	31.7	24.6
市净率	6.33	5.87	4.95	4.12
EV/EBITDA	14.43	15.49	15.60	12.96
净资产收益率	1.1%	10.2%	17.0%	18.3%
ROCE	1.5%	7.7%	12.1%	13.5%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流(元)	0.3	0.7	0.8	0.9
股价/经营现金	37.1	17.4	16.4	13.6

股票信息

A股	
当前股价	人民币12.75
股票代码	600386 CH Equity
日成交量 (百万股)	2.9
52周最高价/最低价	人民币13.82/5.04
总市值 (百万)	5,141
发行股数 (百万股)	403
其中：流通股 (百万股)	403
主要股东 (持股比例)	北京公共交通控股(集团)有限公司 (55%)

最近估值走势

%	一周	一月	三月	年初至今
[600386.CH]	-0.70	+5.55	+16.54	+65.58
[上证A股指数]	-5.96	+4.83	+22.55	+68.48
[中金传媒指数]	+1.88	+6.06	+18.04	+78.17

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

1H09 业绩同比增长 144%，符合预期：

公司上半年实现收入 6.8 亿元，同比增长 86.6%；实现净利润 0.64 亿元，折合每股收益 0.16 元，同比增长 144%，主要原因是：新增 400 多辆双层车和自营车辆经营恢复正常（去年 2 季度受到北京奥运会的负面影响）。公司之前发布过预增公告，故该业绩符合市场预期。

正面：

- **广告业务收入同比增长 36%。**受新增双层车数量和经营环境恢复正常的影响，公司自营车辆的上刊率和销售单价(ASP)均好于上年同期，导致上半年广告收入实现 1.87 元，同比增长 36%。
- **成本刚性，业绩弹性大。**公司广告业务的固定成本占比高（媒体成本和折旧合计占 80%以上），具有很强的刚性，故业绩对收入变动的弹性较大。上半年，广告毛利实现 1.3 元，同比增长 46%，远超过广告收入的增长。

负面：

- **汽车销售业务的盈利能力较低。**公司目前拥有 5 个 4S 店，但大部分处于投入期，虽然收入贡献较大，但盈利能力还有限。上半年，汽车销售实现收入 2.5 亿元，毛利润 910 万元，毛利率仅为 3.7%。

发展趋势：

(1) 随着经济的复苏和行业季节性反弹，下半年广告业务营收环比和同比有望实现较高增长。此外，剥离亏损旅游业务和注销公交广告公司，对公司下半年业绩均有正面影响。(2) 未来 2-3 个月，公司和战略投资者合作有望实现突破。由于当前外包资源价值严重偏低，故不论采取何种方案，公司 2010 年营收都会好于当前模式。

估值与建议：

维持公司盈利预测不变，09-10 年分别为 0.40 元和 0.52 元，如果和战略投资者合作进展顺利，2010 年 EPS 有望提升至 0.60 以上。当前股价对应公司 09-10 年 PE 分别为 32x 和 25x，处于传媒板块估值的低端，具有较高安全边际，维持推荐评级。给予公司 2010 年 30xPE，合理股价为 15.6 元。如果考虑战略投资者合作方案出台，合理股价在 18 元以上，对应有 40%以上的上升空间。

图表 1：利润表和现金流量表指标季度变化

单位(百万)	1Q08	2Q08	1Q09	2Q09	QoQ	YoY	2008 1H	2009 1H	YoY
利润表指标									
一、营业收入	167.0	195.8	291.0	386.1	32.7%	97.2%	362.8	677.1	86.6%
减：营业成本	98.0	130.3	202.1	288.3	42.7%	121.3%	228.3	490.4	114.8%
减：营业税费	7.1	8.6	8.6	9.3	8.3%	8.1%	15.7	17.9	14.0%
减：销售费用	7.5	5.7	9.5	10.6	11.5%	85.0%	13.2	20.0	51.3%
减：管理费用	27.8	18.3	28.8	25.9	-9.8%	41.6%	46.1	54.7	18.6%
减：财务费用	10.6	10.0	11.1	7.9	-29.3%	-21.4%	20.6	19.0	-7.8%
经营性利润	16.0	22.8	30.9	44.1	42.5%	93.0%	38.8	75.0	93.3%
减：资产减值损失	-0.8	0.9	-2.0	6.3	-418.1%	640.3%	0.1	4.3	5041.2%
加：投资净收益	4.4	0.4	0.2	1.3	492.9%	231.4%	4.8	1.5	-68.2%
二、营业利润	21.1	22.4	33.2	39.1	17.8%	74.5%	43.5	72.2	65.9%
加：营业外收入	4.7	-3.8	2.1	1.7	-19.6%	-144.5%	0.9	3.8	302.7%
减：营业外支出	0.5	0.9	0.0	0.0	42.4%	-98.5%	1.5	0.0	-98.3%
三、利润总额	25.4	17.6	35.2	40.7	15.6%	131.0%	43.0	76.0	76.7%
减：所得税	6.6	8.3	2.8	7.0	153.1%	-15.9%	14.9	9.7	-34.8%
四、净利润(含少数股东损益)	18.7	9.3	32.5	33.8	3.9%	261.2%	28.1	66.3	135.8%
减：少数股东损益	-0.1	2.1	0.2	2.3	1265.8%	11.4%	2.0	2.5	27.5%
净利润(不含少数股东损益)	18.9	7.3	32.3	31.4	-2.7%	333.2%	26.1	63.8	144.0%
五、每股收益：	0.05	0.02	0.08	0.08	-2.7%	333.2%	0.06	0.16	144.0%
盈利比率指标									
毛利率	41.3%	33.5%	30.5%	25.3%	-13.9%	-10.8%	37.1%	27.6%	-9.5%
三项费用率	27.5%	17.4%	17.0%	11.5%	-1.0%	-10.6%	22.0%	13.8%	-8.2%
销售费用率	4.5%	2.9%	3.3%	2.7%	0.1%	-1.3%	3.6%	3.0%	-0.7%
管理费用率	16.7%	9.4%	9.9%	6.7%	-1.4%	-6.8%	12.7%	8.1%	-4.6%
财务费用率	6.3%	5.1%	3.8%	2.0%	0.2%	-2.5%	5.7%	2.8%	-2.9%
经营性利润率	9.6%	11.7%	10.6%	11.4%	-12.1%	1.1%	10.7%	11.1%	0.4%
营业利润率	12.7%	11.4%	11.4%	10.1%	-9.6%	-1.3%	12.0%	10.7%	-1.3%
净利润率	11.3%	3.7%	11.1%	8.1%	-6.3%	-0.2%	7.2%	9.4%	2.2%
有效税率	26.1%	47.0%	7.8%	17.1%	-5.8%	-18.3%	34.7%	12.8%	-21.9%
现金流量指标									
经营性现金流	93.60	44.90	84.84	55.75	-34.3%	24.2%	138.50	140.59	1.5%
工资支出	-33.45	-40.29	-39.49	-52.43	32.8%	30.1%	-73.73	-91.92	24.7%
投资性现金流	-110.30	-79.74	-1.75	-5.33	204.3%	-93.3%	-190.04	-7.09	-96.3%
资本支出	-96.97	-61.66	-4.06	-10.19	151.1%	-83.5%	-158.63	-14.24	-91.0%
融资性现金流	-15.91	-60.08	-26.99	-59.51	120.5%	-1.0%	-75.99	-86.49	13.8%
银行借款	70.00	220.00	70.00	205.00	192.9%	-6.8%	290.00	275.00	-5.2%
偿还借款	-80.44	-273.56	-90.22	-262.54	191.0%	-4.0%	-354.00	-352.76	-0.4%
合计现金流量	-32.62	-94.92	56.10	-9.09	-116.2%	-90.4%	-127.54	47.01	-136.9%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 资产负债表指标季度变化

单位(百万)	1Q08	1-2Q08	1-3Q08	1-4Q08	4Q08 调整后	1Q09	2Q09	QoQ
资产负债表指标								
货币资金	411.1	341.3	416.0	444.0	458.1	514.2	527.2	2.5%
应收账款	70.9	115.5	150.9	91.0	91.1	110.7	141.9	28.2%
存货	8.3	16.8	26.1	30.8	42.7	66.5	50.8	-23.6%
其他应收款	6.6	13.4	20.5	52.0	6.3	13.2	12.8	-3.0%
流动资产合计	526.9	529.9	653.7	632.6	688.2	763.6	802.4	5.1%
固定资产	652.2	653.9	644.3	686.7	689.7	659.8	638.8	-3.2%
在建工程	2.0	16.2	21.5	-	-	0.1	-	-100.0%
无形资产	651.0	633.9	616.9	599.9	599.9	583.2	566.8	-2.8%
非流动资产合计	1,374.5	1,380.5	1,359.5	1,368.7	1,360.1	1,312.1	1,274.6	-2.9%
资产合计	1,901.3	1,910.4	2,013.2	2,001.4	2,048.2	2,075.7	2,077.0	0.1%
短期借款	330.0	380.0	430.0	430.0	436.0	410.0	365.0	-11.0%
应付账款	8.0	11.4	22.9	22.2	22.9	54.8	61.0	11.2%
其他应付款	181.3	217.7	237.9	211.0	220.9	226.5	215.0	-5.1%
一年内到期的非流动负债	105.1	28.2	27.5	42.9	42.9	39.2	34.7	-11.5%
流动负债合计	813.2	826.9	908.4	763.4	788.6	785.6	749.5	-4.6%
长期借款	1.9	1.9	1.9	4.4	4.4	4.4	4.6	5.3%
长期应付款	266.1	239.5	239.5	212.9	212.9	212.9	212.9	0.0%
非流动负债合计	268.0	241.4	241.4	324.2	324.2	322.2	322.5	0.1%
负债合计	1,081.2	1,068.3	1,149.7	1,087.6	1,112.8	1,107.8	1,072.0	-3.2%
归属于母公司所有者权益	806.4	812.7	829.6	876.3	876.3	908.6	940.1	3.5%
资产负债比率指标								
现金资产比率	21.6%	17.9%	20.7%	22.2%	22.4%	24.8%	25.4%	0.6%
有息负债	437.0	410.1	459.4	477.3	483.3	453.6	404.3	-10.9%
资产负债率	56.9%	55.9%	57.1%	54.3%	54.3%	53.4%	51.6%	-1.8%

资料来源: 资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 北巴传媒广告业务和白马广告的成本结构对比 (2008 年)

单位: 百万元	北巴传媒		白马广告	
	金额	比例	金额	比例
收入	260		1260	
成本	73	28%	744	59%
使用权摊销及折旧成本	58	22%	207	16%
租金成本	0	0%	299	24%
制作成本(含人工)	15	6%	237	19%
毛利率		72%		41%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 4：公司主要历史和预测财务数据 (2006A-2010E)

人民币 (百万)		Y2007	Y2008	Y2009E	Y2010E
主营业务收入	总计	2,045.9	860.4	1,008.2	1,187.0
	媒体使用	203.1	260.5	324.6	385.3
	运营收入	1,568.5	276.1	-	-
	驾校业务	84.2	85.4	87.1	89.8
	汽车修理及配件	91.6	66.5	73.2	80.5
	汽车租赁业务	32.0	37.9	41.7	45.9
	汽车销售	23.7	73.4	400.0	500.0
	车辆拆解销售	17.6	40.1	60.1	63.1
	其他	25.2	20.5	21.5	22.6
毛利率	总计	5.5%	38.0%	35.2%	35.6%
	媒体使用	57.3%	71.9%	69.1%	73.2%
	运营收入	-5.9%	14.5%	0.0%	0.0%
	驾校业务	38.7%	40.3%	40.0%	40.0%
	汽车修理及配件	25.9%	44.5%	44.5%	44.5%
	汽车租赁业务	12.1%	11.5%	12.0%	12.0%
	汽车销售	6.2%	2.8%	2.0%	2.0%
	车辆拆解销售	73.0%	84.4%	84.4%	84.4%
	其他	54.6%	-23.4%	0.0%	0.0%
运营指标	三项费用	383.7	172.0	127.7	134.0
	主营业务占比	18.8%	20.0%	12.7%	11.3%
	经营费用	33.4	29.1	34.1	38.0
	主营业务占比	1.6%	3.4%	3.4%	3.2%
	管理费用	233.4	101.1	71.6	76.0
	主营业务占比	11.4%	11.7%	7.1%	6.4%
	财务费用	117.0	41.8	22.0	20.0
	主营业务占比	5.7%	4.9%	2.2%	1.7%
	营业利润	-344.5	121.0	186.7	241.1
其他指标	营业利润率	-16.8%	14.1%	18.5%	20.3%
	投资收益	6.6	5.4	-	-
	所得税	20.20	26.47	18.97	24.41
	有效税率	30.2%	21.5%	10.0%	10.0%
净利指标	少数股东损益	0.9	6.9	8.7	10.7
	净利润	45.9	89.8	162.0	209.0
	净利润率	2.2%	10.4%	16.1%	17.6%
	每股盈利	0.11	0.22	0.40	0.52
	年同比增长	113.2%	95.6%	80.5%	29.0%
流动指标	现金	469	444	302	575
	应收帐款	116	91	107	126
	预付帐款	21	12	15	17
	应付帐款	124	22	27	32
	短期借款	540	430	120	115
	长期借款	1,164	4	24	42
现金流指标	经营现金流	423	295	313	378
	投资支出	230	214	100	100

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值(09/08/11)

公司列表	股价货币	股价 (2009-8-11)	总市值 (百万元)	投资建议	P/E			P/B			EV/EBITDA		
					08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E
中金研究-A股													
有线网络													
天威视讯	CNY	16.66	4,448	推荐	58.7	54.1	39.0	3.7	3.6	3.3	12.2	12.3	11.6
歌华有线	CNY	12.82	13,593	推荐	41.3	60.9	56.9	3.2	3.0	2.9	19.3	17.9	16.5
广电网络	CNY	8.72	3,779	中性	87.3	54.9	43.0	3.3	3.2	3.0	10.6	13.9	12.4
报纸经营													
博瑞传播	CNY	20.9	7,844	推荐	40.9	28.9	23.1	7.7	6.4	5.3	26.8	20.0	16.0
新华传媒	CNY	12.69	11,050	中性	45.7	56.9	47.1	5.2	4.7	4.3	39.9	27.3	23.2
华闻传媒	CNY	6.08	8,270	中性	49.7	48.5	43.0	3.9	3.7	3.4	17.8	18.7	15.3
粤传媒	CNY	11.24	3,936		4014.3	78.8	439.1	3.0	2.9	2.9	77.7	30.6	22.4
图书出版													
时代出版	CNY	16.25	6,347	推荐	29.6	25.8	23.7	3.4	3.1	2.7	70.4	20.3	18.7
出版传媒	CNY	11.19	6,165	中性	53.4	47.7	42.2	4.5	4.2	3.9	53.8	43.5	37.9
电视广告经营													
中视传媒	CNY	15.88	3,759	中性	69.3	77.3	69.1	4.5	4.3	4.2	32.5	37.5	32.1
户外广告经营													
北巴传媒	CNY	12.75	5,141	推荐	57.3	31.7	24.6	5.9	5.0	4.1	15.5	15.6	13.0
综合													
中信国安	CNY	18.15	28,314	中性	79.6	69.5	50.7	5.5	5.3	4.9	88.6	64.2	49.4
电广传媒	CNY	17.82	7,242	中性	339.5	99.8	58.1	4.3	4.1	3.9	18.8	20.2	17.9
东方明珠	CNY	11.37	36,229	中性	81.2	86.3	68.7	6.0	5.6	5.2	53.9	49.6	42.6
中值		12.75	7,242		58.7	54.9	43.0	4.5	4.1	3.9	31.8	20.3	17.9

Note: 黄色标记公司不在中金正式研究范围内, 每股盈利采用万得平均预测均值

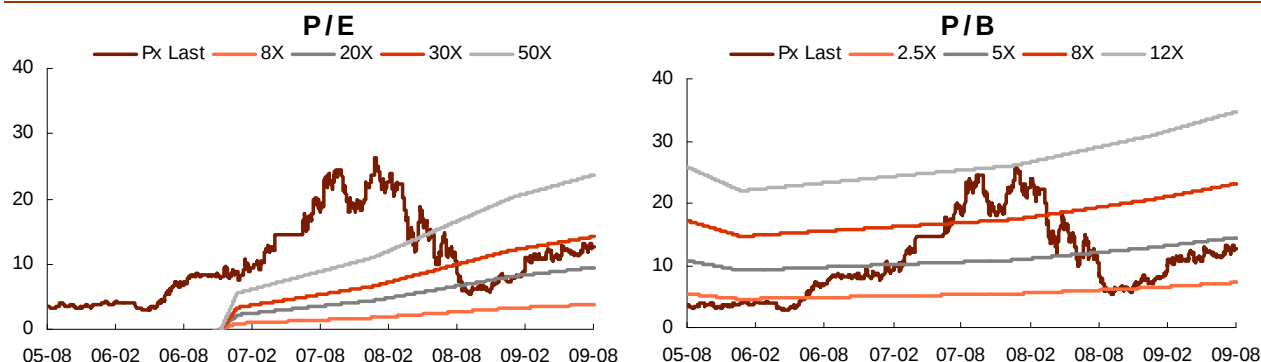
资料来源: 公司资料, 彭博资讯, Wind, 中金公司研究部

图表 6: 传媒板块对大盘溢价率



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 7: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

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。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征价。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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。