

动态报告/公司快评

传媒

北巴传媒 (600386)

谨慎推荐

广告

设立车身媒体分公司、成立传媒投资子公司快评

(维持评级)

2009 年 12 月 24 日

车身媒体资源整合的前奏

分析师: 廖绪发 CFA liaoxf@guosen.com.cn 021-60875168

分析师: 陈财茂 chencm@guosen.com.cn 021-60933163

事项:

北巴传媒董事会通过两项决议: 1、设立车身媒体分公司, 对全部车身媒体资源进行整合; 2、出资 1000 万元, 设立北巴传媒投资公司。

评论:

■ 设立车身媒体分公司, 车身媒体资源整合的前奏

因北巴传媒与 CBS、七彩的车身媒体转包协议将于 2009 年年底到期, 市场对北京车身媒体资源整合方案充满期待, 此次先行设立车身媒体分公司, 并通过该分公司执行资源整合, 跨出了关键一步, 预计最终整合方案不久将出台。

此次设立车身媒体分公司, 有三点意义: (1) 媒体资源的整合对象以车身为主, 与白马的候车亭转包协议于 2014 年到期, 其他候车亭资源预计将不作为此次整合的重点。(2) 未来的整合方案中, 基本不可能与合作方成立合资公司, 尽管从股东的角度来看, 成立合资公司的方式比简单的分成更加有利。(3) 成立分公司而不是设立子公司, 同样也是为了避税的考虑, 与年中撤销广告子公司的法人地位如出一辙。

关于未来的整合方案, 仍旧存在很大不确定性, 我的大致判断如下:

1、关于合作方: 全球三大户外巨头, Clear Channel Outdoor, JCDecaux, CBS Outdoor 在北京都有车身广告运营经验, Clear Channel Outdoor 的子公司白马户外承担了北巴新增双层车的临时运营业务; CBS 是北巴目前的合作者之一, 运营单层和双层车; JCDecaux 同样代理了北京公交媒体。从提高媒体资源价值的角度来看, 选择其中一家合作方, 而不是多个合作方更加合适, 对于股东来说, 具体选择哪家并不重要, 只要能给北巴创造最高收入。

2、关于合作期限: 完成媒体资源整合后, 需要有一个培育广告客户的过程, 因此, 如果真正想提高媒体资源的价值, 选择长期合作是明智之举, 期限 3 年以上更加妥当。

3、关于合作方式: 到底是固定租金、按固定比例分成、保底租金 + 累进分成还是其他方案, 北巴传媒和合作方存在明显的博弈, 以局外人的角度来看, 北巴的优势是对资源的垄断性, 劣势是没有客户资源; 合作方的优势是充足的客户资源和运营经验。合作方的最佳选择是向北巴支付固定租金, 后续经营状况与北巴的关系不大; 而北巴的最佳选择是“保底租金 + 累进分成”。从常理来看, 不管是固定比例分成还是累进分成, 北巴都分享了合作方积极拓展业务的成果, 将降低合作方的积极性。我们认为支付固定租金的可能性最大, 租金可以每年调整, 也可以按固定比率增长。

不管采取何种合作方式, 北巴的车身媒体收入都不应低于之前的合作方式。

■ 成立传媒投资公司，寻求新的增长点

此次公司计划出资 1000 万元，成立传媒投资全资子公司，以此平台寻求未来新的增长点，对公司未来的发展战略意义重大。这也是 A 股传统媒体公司发展瓶颈的一个缩影，传统业务大多是增长缓慢的现金机器，而在 A 股独特的体制下，现金分红比例普遍较低，大多数上市公司都选择了将冗余资金对外投资。北巴传媒三季报合并报表货币资金 4.88 亿元，母公司账上也还有 2.9 亿元现金，能预见的资本开支基本没有，因此，对外投资还有很大空间。

■ 维持“谨慎推荐”评级

我们维持之前的盈利预测，2009-11 年的 EPS 分别为 0.34、0.49 和 0.53 元（2010-11 年的 EPS 受最终合作方案的影响），当前股价下对应的 PE 分别为 41、28 和 26 倍，维持“谨慎推荐”的投资评级。对于北巴传媒，除了媒体资源整合方案，我们更关心公司未来的发展战略，如何从“坐拥北京公交媒体资源”走出来，如何构建自己的核心竞争力，如果能够在这些方面有所突破，估值上完全可以给予更高的溢价。目前来看，股价表现的催化剂来自于：（1）车身媒体资源的最终整合方案；（2）对外投资的实质性进展。而风险表现在：公交集团对北巴的媒体使用费存在调高的可能。

表 1: 北巴传媒财务预测与估值

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	1310	1571
应收款项	146	185	215	258	营业成本	534	760	877	1081
存货净额	31	40	46	57	营业税金及附加	34	28	33	39
其他流动资产	12	16	18	22	销售费用	29	34	39	47
流动资产合计	633	741	780	837	管理费用	101	114	129	150
固定资产	687	292	374	439	财务费用	42	18	10	16
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)	(20)	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	1721	1848	1976	营业利润	121	153	222	238
短期借款及交易性金融负债	473	127	511	356	营业外净收支	2	14	0	0
应付款项	22	40	46	57	利润总额	123	167	222	238
其他流动负债	268	171	197	244	所得税费用	26	22	11	12
流动负债合计	763	338	755	657	少数股东损益	7	9	12	13
长期借款及应付债券	4	4	4	4	归属于母公司净利润	90	136	198	212
其他长期负债	320	320	320	320					
长期负债合计	324	324	324	324	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1088	662	1079	981		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	37	47	59	73	净利润	90	136	198	212
股东权益	876	1012	1210	1423	资产减值准备	2	(3)	0	1
负债和股东权益总计	2001	1721	2348	2476	折旧摊销	192	82	91	99
					公允价值变动损失	6	20	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	42	18	10	16
	2008	2009E	2010E	2011E	营运资本变动	48	364	(506)	0
每股收益	0.22	0.34	0.49	0.53	其它	5	13	12	13
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	343	612	(204)	325
每股净资产	2.17	2.51	3.00	3.53	资本开支	1628	(210)	(180)	(170)
ROIC	9%	15%	21%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	13%	16%	15%	投资活动现金流	1634	(210)	(180)	(170)
毛利率	38%	33%	33%	31%	权益性融资	4	0	0	0
EBIT Margin	19%	17%	18%	16%	负债净变化	(1160)	0	0	0
EBITDA Margin	41%	24%	25%	22%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	-56%	31%	16%	20%	其它融资现金流	341	(346)	384	(155)
净利润增长率	88%	51%	46%	7%	融资活动现金流	(1973)	(346)	384	(155)
资产负债率	56%	41%	48%	43%	现金净变动	4	56	0	0
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	440	444	500	500
P/E	62.5	41.4	28.3	26.4	货币资金的期末余额	444	500	500	500
P/B	6.4	5.5	4.6	3.9	企业自由现金流	1997	403	(374)	170
EV/EBITDA	18.8	23.0	20.7	18.7	权益自由现金流	1179	41	0	0

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

分析师承诺:

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。

免责条款:

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。