

# 北巴传媒(600386)深度调研报告

推荐

车身广告资源整合价值将逐渐显现

首次评级

传媒

发布时间: 2011 年 5 月 10 日

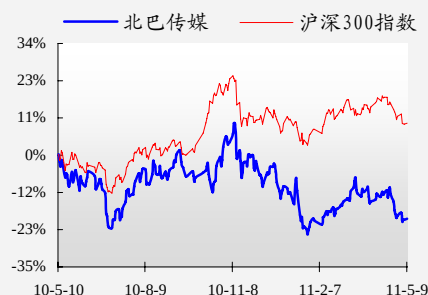
## 投资要点:

- 公司垄断北京市公交广告资源。我国户外广告行业经历 2006-2010 年行业整顿之后, 存量资源的广告价值进一步提高。与其他媒体形式相比, 户外广告的突出优势在于媒体到达率高和千人成本低: 根据最新的统计数据, 我国户外广告的媒体到达率持续提高至 80%以上, 仅此于电视广告, 而千人成本仅为电视广告的十分之一左右。
- 公司未来业务增长主要来自广告资源提价。公司主营业务包括公交媒体经营和汽车服务业务, 其中公交媒体经营包括车身媒体和候车厅媒体。车身媒体广告利润约占公司全部利润的 50%, 是公司主要利润来源。公司在过去两年主要对车身媒体资源进行了整合, 2011 年已经公告对车身媒体平均提价 30%左右。
- 公司未来一年主要的股价催化剂包括以下几方面: 广告提价效果显现, 业绩显著改善; 有机会实现跨地域的广告媒体资源和汽车服务项目收购; 4S 店经营状况超预期。此外, 满足相关规定后, 公司可能会再此寻求增发。
- 公司一季度实现营业收入 4.75 亿元, 净利润 3100 万元, 分别同比增长 31.39%和 15.7%。净利润增速较为平稳, 但一季度由于结算和 2010 年为提价跨期合同的影响, 广告提价收入还未充分体现; 另一方面, 一季度公司 4S 店业务并为亏损, 这显著好于市场预期。
- 预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.49 元、0.57 元、0.73 元, 相对于当前股价市盈率分别为 19 倍、16 倍、12 倍, 下有安全边际, 上有向上空间, 给予推荐评级。

## 业绩预测:

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 归属母公<br>司净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | ROE<br>(%) | 市盈率<br>(倍) | 红利<br>收益率<br>(%) |
|-------|--------------|------------|----------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|
| 2010A | 196,012      | 36.2       | 13,517               | 35.4       | 0.34       |            | 27         |                  |
| 2011E | 225,414      | 15.0       | 19,741               | 46.0       | 0.49       |            | 19         |                  |
| 2012E | 251,336      | 11.5       | 22,985               | 16.4       | 0.57       |            | 16         |                  |
| 2013E | 278,983      | 11.0       | 29,283               | 27.4       | 0.73       |            | 12         |                  |

走势图



## 市场数据

2011/5/9

|          |         |
|----------|---------|
| 收盘价:     | 9.10 元  |
| 52 周最高价: | 12.75 元 |
| 52 周最低价: | 8.40 元  |
| 平均持仓成本:  | 10.16 元 |

## 基本数据

2011Q1

|              |        |
|--------------|--------|
| 总股本 (万股):    | 40,320 |
| 流通 A 股 (万股): | 40,320 |
| 每股收益 (元):    | 0.08   |
| 每股净资产 (元):   | 3.04   |
| 每股经营现金流 (元): | 0.08   |
| 市净率:         | 2.99   |

分析师: 吴娜 联系人: 耿云

执业证书编号: S0550511020004

TEL: (8621)6336 7000-296

FAX: (8621)6337 3209

Email: gengy@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

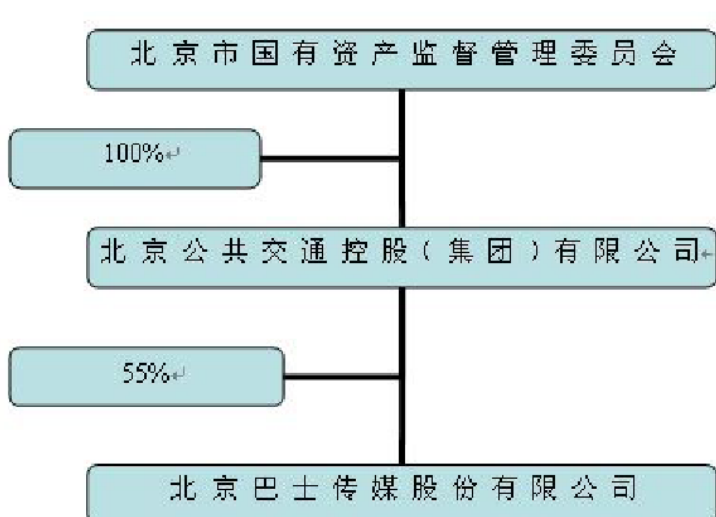
邮 编: 200002

## 一、公司简介

### 1、股权结构

公司的控股股东为北京公共交通控股（集团）有限公司，实际控制人为北京市国资委。

图表 1 北巴传媒股权结构



资料来源：公司公告、东北证券

### 2、主营业务

公司主营业务主要包括三大板块：公交媒体、汽车服务以及投资业务；其中公交媒体业务是公司的核心业务。

图表 2 超图软件近四年主要财务指标变化情况

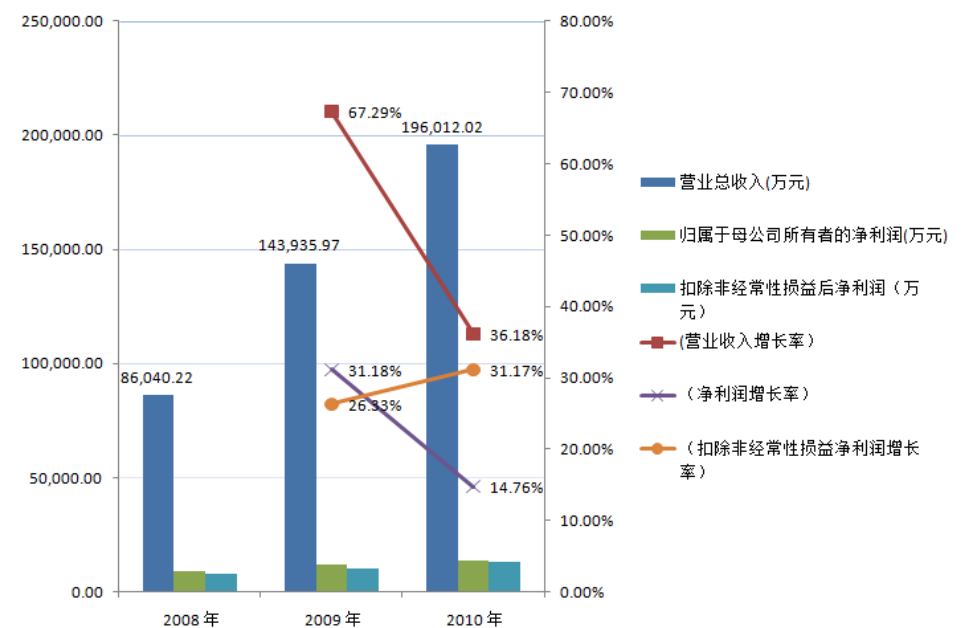
|      | 经营内容                                       | 毛利率    | 收入占比   | 毛利占比   |
|------|--------------------------------------------|--------|--------|--------|
| 公交媒体 | 主要经营公交车身媒体、候车亭、车厢等可利用的户外媒体                 | 73.58% | 20.92% | 62.85% |
| 汽车服务 | 主要经营汽车 4S 店、汽车维修、汽车租赁、驾驶培训和废旧车辆解体、再利用等相关业务 | 11.50% | 79.08% | 37.15% |
| 投资业务 | 围绕广告传媒和汽车服务两大业务板块，寻找、开发具有良好回报的投资项目。        |        |        |        |

资料来源：公司公告、东北证券

### 3、近期主要财务指标

自公司 2007 年资产置换完成后，2008-2010 年公司经营状况良好，营业收入、净利润稳定增长。虽然净利润增速并不快，但公司扣除非经常性损益之后的净利润年均增速超过 25%。

图表 3：北巴传媒 2008-2010 年营业收入、净利润持续增长



资料来源：公司公告、东北证券

### 4、历史沿革

图表 4：北巴传媒历史沿革



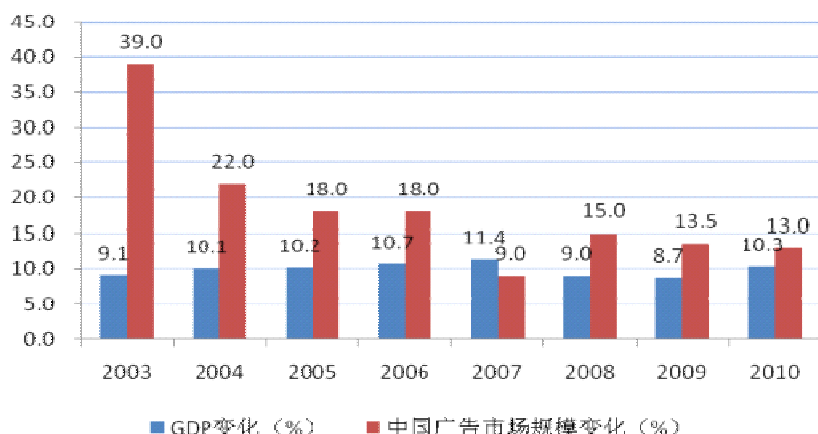
资料来源：公司公告、东北证券

## 二、户外广告与城市共成长

### 1、我国广告市场随经济增长快速发展

近 20 年来，我国广告市场随宏观经济增长迅速膨胀，增长速度高于同期 GDP 增速。根据 CTR 的数据，2010 年全年，中国市场刊例广告收入同比增长了 13%。

图表 5 2003 年-2010 年中国广告市场规模变化



资料来源：CTR、东北证券

### 2、户外广告发展趋势向好

#### 2.1 高性价比的经济适用型广告

与电视、报纸、广播、互联网等其他广告形势相比，户外广告的突出优势之一在于“高性价比”：媒体到达率高、千人成本低。

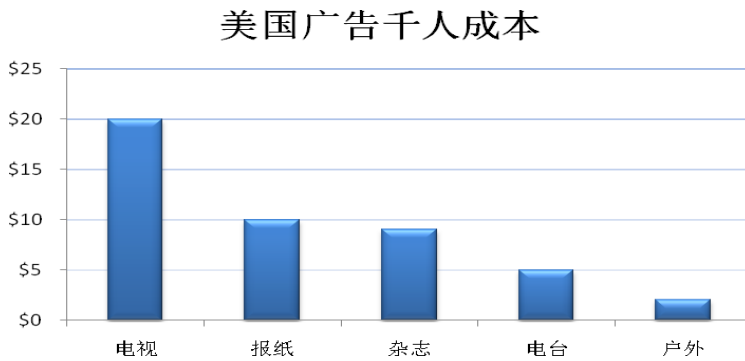
**媒体到达率高：**媒体到达率是指特定对象在特定时期内看到某一广告的人数占总人数的比率。根据 CTR 的统计数据，在我国，户外广告的媒体到达率仅次于电视广告，并且近十年来保持持续增长的趋势。2010 年我国户外广告媒体到达率高达 88.7%，仅次于电视广告的 91.6%，远高于报纸广告的 69.1%、互联网广告的 47.2%、广播广告的 13.4% 以及杂志广告的 7.2%。

**千人成本低：**千人成本通常是指由某一媒介或媒介广告排期表所送达 1000 人所需的成本。户外广告的千人成本远低于其他广告形式，通常来说，户外广告的平均千人成本仅相当于电视、报纸等媒体的十分之一左右。

**垄断性与独占性：**随着技术进步与人们生活方式变化，各种媒体形式之间的竞争格局也在不断变化。户外广告的具有垄断性与独占性的特点：在某一特定空间和时间内，户外广告基本可以排除其他媒体的竞争，人们可能会在看电视、上网或者读报之间选择，但当他们出门时，在某一空间，户外广告不存在竞争对手。此外，随着城市化进程的加

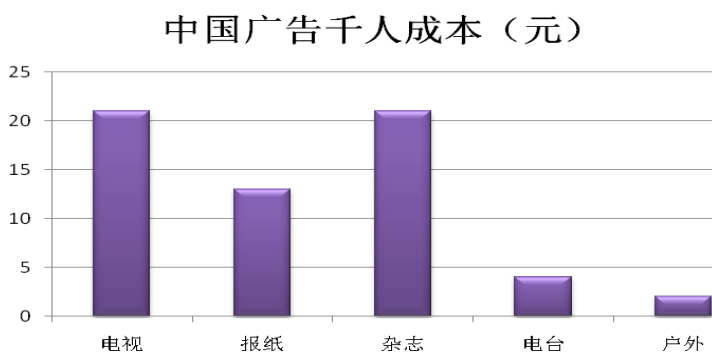
快，城市越来越大，人们在户外的时间越来越多，人们可以不看电视或者不看报纸但不能不出门，户外广告受益于人们对旅游、运动等生活方式的倾斜。

图表 6 美国广告千人成本对比



资料来源：美国《财富》杂志 1999 年第 3 期，东北证券

图表 7 中国广告千人成本对比



资料来源：2001 年 MPI 全国统计均值，东北证券

图表 8 2001-2010 年媒体到达率变化趋势（%）



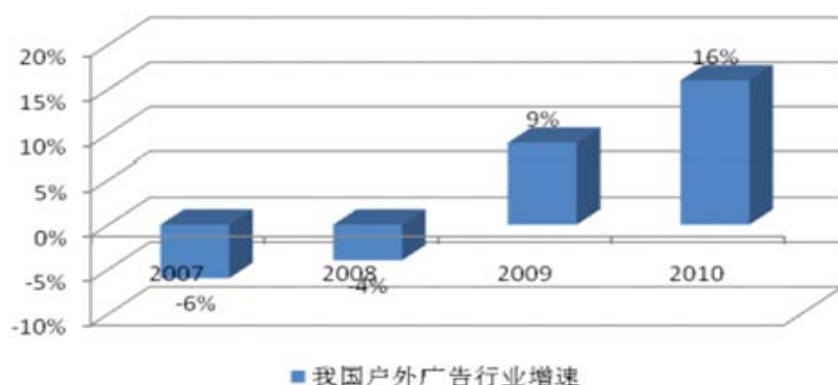
资料来源：CTR、东北证券



## 2.2 行业整顿强化资源稀缺性

近年来，我国户外广告经历了快速增长、因行业整顿细化、重回上升轨道三个发展阶段。2005 年之前，我国户外广告增长快于广告市场整体，2006 年开始全国各地陆续开展了户外广告清理整顿导致户外广告行业负增长，2009 年以来我国户外广告行业重回上升轨道。行业性的清理整顿虽然短期内导致负增长，但对于经过规范认证保留下来的户外广告资源来说，其稀缺性和广告价值将得以进一步提高。

图表 9 2007-2010 年我国户外广告行业增长趋势



资料来源：CTR、东北证券

## 三、垄断北京市公交广告资源

根据公司 2007 年与母公司进行的资产置换，公司以 65,400 万元买断了北京公交集团所拥有的全部公交车辆未来十年的公交车身广告媒体，基本垄断了北京市可用的公交车身广告资源和候车亭广告资源。目前公司的车身媒体采用与白马户外和 CBS 合作经营的方式，车身媒体广告是公司主要收入来源，候车亭广告基本采用外包的方式，收入占比较小。

### 车身媒体：

截至 2007 年 5 月 31 日，公司共拥有车身媒体 18000 余量，其中 800 量左右为双层车。

图表 10 截至 2007 年 5 月 31 日公司所拥有车身媒体资源

（单位：辆）

| 线路等级 | 单机车    | 电车单机 | 通道车 | 14 米巡洋舰 | 18 米巡洋舰 | 双层车 | 合计     |
|------|--------|------|-----|---------|---------|-----|--------|
| 星级   | 2,175  | 273  | -   | 170     | 520     | 404 | 3,542  |
| 一级   | 5,118  | 308  | 80  | 562     | 585     | -   | 6,653  |
| 二级   | 5,473  | -    | -   | 636     | 484     | -   | 6,593  |
| 三级   | 1,141  | -    | -   | 23      | 52      | -   | 1,216  |
| 总计   | 13,907 | 581  | 80  | 1,391   | 1,642   | 404 | 18,004 |

资料来源：公司公告，东北证券

公司的车身媒体采用与海南白马传媒广告有限公司（以下简称白马）和科伦比亚户外传媒广告（北京）有限公司（以下简称 CBS）合作经营的方式。

图表 11 公司车身媒体经营方案

| 经营主体            | 经营车身媒体数量  | 结算方式                                                                                  | 合作时间                             |
|-----------------|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|
| 车身媒体直营业务营销中心    | 2500 部左右  | 公司根据北巴白马车身媒体营销中心和北巴 CBS 车身媒体营销中心完成的实际销售收入情况按月度支付劳务费、按年度支付服务费，支付水平基本控制在全年销售收入的 30-40%。 | 2010 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日 |
| 北巴白马车身媒体营销中心    | 11000 部左右 |                                                                                       |                                  |
| 北巴 CBS 车身媒体营销中心 | 4500 部左右  |                                                                                       |                                  |

资料来源：公司公告、东北证券

#### 候车亭广告及其他：

除车身媒体之外，公司还有少量候车亭广告及车内媒体，在公司广告收入中所占份额相对较小。

图表 12 北巴传媒车身广告及候车亭广告



资料来源：公司网站、东北证券

## 四、未来业务增长主要来自媒体业务

### 1、车身媒体资源整合初见成效

#### 1.1 市场化运营带来提价空间

公司与白马户外和 CBS 合作经营广告的核心在于建立了一个具有激励作用的利益分享机制，实现公交广告的市场化运营。白马户外和 CBS 拥有全球户外广告经营的经验，尤其是白马户外，其候车亭广告业务与公司业务最为相似。公司以劳务费和服务费的方式支付白马户外和 CBS，支付水平控制在全年完成销售收入的 30-40%，这样的机制将极大地提高激励效果。同时，通过与这两家一流户外广告公司的合作，公司也将逐步建立其自身的销售经营团队，更有利于公司利益最大化。

市场化运营的核心在于充分挖掘公交媒体资源的价值。随着各地对户外广告的清理解整顿，尤其是北京市户外广告管理较为严格，公司拥有的公交媒体的稀缺性将进一步增长，与之相匹配的就是价值不断提升。消费品市场竞争的加剧，也将给户外广告带来更大的溢价空间。

#### 1.2 跨地区、跨媒体拓展

跨区域、跨媒体经营将是公司未来发展的重点之一。

目前公交广告在北京、上海等一线城市开发较为充分，许多二三线城市仍旧开发程度较低、市场化程度较差。公司经过 2008 年资产置换之后，经过 2009 年整合资源、2010 年过渡，至 2011 年才基本规范完成，开始进入精耕细作阶段。国内许多城市的公交广告资源经营情况与公司前期类似，可开发空间仍然很大。

跨媒体经营是指除了目前已有的车身、候车亭资源之外，积极探索更广泛的户外媒体资源也是公司未来发展方向之一。

图表 13 2008-2010 年北巴传媒媒体业务收入

|             | 2008 年   | 2009 年   | 2010 年   |
|-------------|----------|----------|----------|
| 媒体业务收入（万元）  | 26045.51 | 31014.89 | 40203.87 |
| (+/-)       |          | 19.08%   | 29.63%   |
| 媒体业务成本（万元）  | 7315.93  | 8428.78  | 10621.64 |
| (+/-)       |          | 15.21%   | 26.02%   |
| 毛利率（%）      | 71.91%   | 72.82%   | 73.58%   |
| 媒体业务毛利润（万元） | 18729.58 | 22586.11 | 29582.23 |
| (+/-)       |          | 20.59%   | 30.98%   |

资料来源：公司公告、东北证券



### 1.3 盈利趋势分析

自 2008 年完成资产置换以来，公司公交媒体业务营业收入、毛利润稳定增长，年均增长速度超过 20%，同时毛利率稳定提高。公司公交媒体业务中，车身媒体收入约占 70%。2011 年初公司对车身媒体进行了提价，单层车提价了 30-40%，双层车提价了 10-20%，因此整体提价幅度预计在 30% 左右，再考率到车身媒体收入在整个公交媒体业务收入中的比重，预计由于提价的影响，2011 年公司媒体业务毛利润将增长 0.84 亿元左右，同比增长 30% 左右。

## 2、汽车服务业务保持稳定增长

公司的汽车服务主要包括汽车租赁业务、汽车修理业务、汽车报废业务、驾校业务及 4S 店业务，分别由不同的子公司经营。

图表 14 北巴传媒汽车服务业务一览

| 业务范围   | 经营实体              | 与母公司关系            | 2010 年净利润  |
|--------|-------------------|-------------------|------------|
| 汽车租赁   | 北京巴士汽车租赁有限公司      | 控股子公司，控股比例 99.07% | 31.81 万元   |
| 汽车修理   | 北京隆源工贸有限公司        | 全资子公司             | 329.29 万元  |
| 驾校     | 北京市公交汽车驾驶学校有限公司   | 控股子公司，控股比例 84%    | 1912.38 万元 |
| 汽车报废解体 | 北京天交报废汽车回收处理有限公司  | 控股子公司，控股比例 53.33% | 436.18 万元  |
| 4S 店   | 北京巴士海依捷汽车服务有限责任公司 | 控股子公司，控股比例 96.93% | 40.37 万元   |

资料来源：公司公告、东北证券

汽车服务业中，汽车租赁、修理、报废解体及驾校业务基本保持稳定，4S 店业务是公司相对较新的业务，也是公司希望做大的业务之一。目前公司旗下主要有 7 家 4S 店，经营包括雷克萨斯、一汽丰田、上海大众、依维柯、广汽本田、东风日产、沃尔沃等品牌。

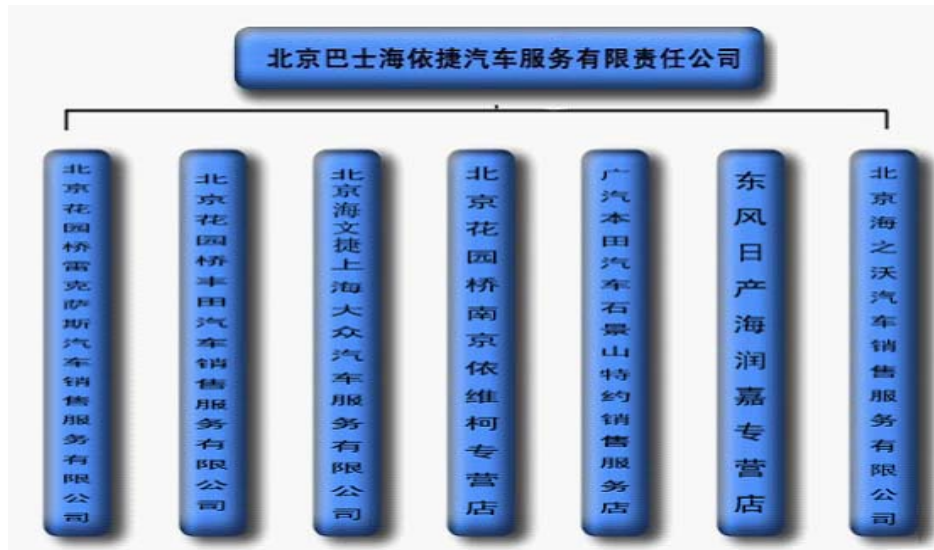
整体来说，公司的 4S 店业务虽然近几年收入利润增长均不理想，但最坏的时候已经逐渐过去。

4S 店投资量大、成本回收期较长，公司新开 4S 店较多，成本摊销量较大，直接导致盈利表现较差，但随着折旧摊销的逐渐完成和新店人气的聚集，公司 4S 店业务有望获得较大改观。

北京市制堵新政对公司最大最直接的影响是限牌，每月限 2 万牌照，全年新增牌照数量控制在 24 万辆，但总体来说对公司影响不大。其一，限牌政策持续时间不定，堵车状况改善后这一政策可能也会很快改变；其二，公司旗下的汽车品牌以中高档品牌为主，限购打击的是首次购车用户，公司主要的客户群以置换需求为主，不受车牌的限制；其三，4S 的利润来源以售后维护和配件销售为主，车辆销售对利润贡献不大；其四，限购

政策对实力较弱的 4S 店影响较大，公司资金流较为雄厚，对中小竞争对手的限制有助于公司趁机扩张。

图表 15 北巴传媒经营 4S 店情况



资料来源：公司公告、东北证券

图表 16 2008-2010 年北巴传媒汽车服务业务营业收入变化趋势

|          | 2008 年    | 2009 年    | 2010 年     |
|----------|-----------|-----------|------------|
| 营业收入（万元） | 57,942.99 | 94,628.17 | 152,012.18 |
| （+/-）    |           | 63.31%    | 60.64%     |
| 营业成本（万元） | 43,509.48 | 80,840.54 | 134,527.59 |
| （+/-）    |           | 85.80%    | 66.41%     |
| 毛利率（%）   | 24.91%    | 14.57%    | 11.50%     |
| 毛利润      | 14,433.51 | 13,787.63 | 17,484.59  |
| （+/-）    |           | -4.47%    | 26.81%     |

资料来源：公司公告、东北证券

整体来说我们对公司 4S 店业务持乐观态度，但由于 4S 店新开店较多，短期内要贡献大量利润增长并不现实，预计公司的汽车服务业务较上年度稳健增长。

## 五、2011 年业绩展望及盈利预测

公司一季度实现营业收入 4.75 亿元，净利润 3100 万元，分别同比增长 31.39%和 15.7%。净利润增速较为平稳，但一季度由于结算和 2010 年为提价跨期合同的影响，广

告提价收入还未充分体现；另一方面，一季度公司 4S 店业务并为亏损，这显著好于市场预期。

预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.49 元、0.57 元、0.73 元，相对于当前股价市盈率分别为 19 倍、16 倍、12 倍，具有较高安全边际，给予推荐评级。

## 六、催化剂及风险提示

6-12 个月股价催化剂：

广告提价效果显现，业绩显著改善；有机会实现跨地域的广告媒体资源和汽车服务项目收购；4S 店经营状况超预期。

主要风险：

宏观经济环境恶化导致广告上刊率低于预期；4S 店受制堵新政和日本地震影响出现亏损；经营效率改善进度低于预期。

盈利预测表:

单位: 万元

|                  | 2010A     | 2011E     | 2012E     | 2013E     |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 一、营业总收入          | 196012.02 | 225413.83 | 251336.42 | 278983.42 |
| (+/-)            | 36.2%     | 15.0%     | 11.5%     | 11.0%     |
| 二、营业总成本          | 179260.71 | 198592.81 | 217560.54 | 235952.40 |
| (+/-)            | 36.5%     | 10.8%     | 9.6%      | 8.5%      |
| 其中: 营业成本         | 146853.56 | 163425.03 | 177192.17 | 191103.65 |
| 毛利率              | 25.1%     | 27.5%     | 29.5%     | 31.5%     |
| 营业税金及附加          | 4126.27   | 4745.21   | 5290.90   | 5872.90   |
| 营业税率             | 2.11%     | 2.11%     | 2.11%     | 2.11%     |
| 三项费用合计           | 2777.82   | 3042.26   | 3507.75   | 3897.59   |
| 三项费率             | 14.2%     | 13.5%     | 14.0%     | 14.0%     |
| _1. 销售费用         | 11280.26  | 12972.30  | 14464.11  | 16055.16  |
| (+/-)            | 125.9%    | 15.0%     | 11.5%     | 11.0%     |
| 销售费率             | 5.8%      | 5.8%      | 5.8%      | 5.8%      |
| _2. 管理费用         | 14618.23  | 16810.96  | 18744.22  | 20806.09  |
| (+/-)            | 18.5%     | 15.0%     | 11.5%     | 11.0%     |
| 管理费率             | 7.5%      | 7.5%      | 7.5%      | 7.5%      |
| _3. 财务费用         | 1879.69   | 639.32    | 1869.13   | 2114.60   |
| 投资收益             | 0.0       | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 三、营业利润           | 16751.32  | 26821.02  | 33775.88  | 43031.02  |
| 税前利润率            | 8.5%      | 11.9%     | 13.4%     | 15.4%     |
| 加: 营业外收入         | 374.45    | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 减: 营业外支出         | 49.29     | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 四、利润总额 (税前利润)    | 17076.47  | 26821.02  | 33775.88  | 43031.02  |
| (+/-)            | 35.9%     | 57.1%     | 25.9%     | 27.4%     |
| 所得税              | 2373.02   | 5216.21   | 8443.97   | 10757.76  |
| 实际所得税率           | 13.9%     | 19.4%     | 25.0%     | 25.0%     |
| 所得税费率            | 0.7%      | 0.9%      | 1.0%      | 0.9%      |
| 少数股东损益           | 1186.41   | 1863.42   | 2346.61   | 2989.62   |
| 占比               | 8.1%      | 8.1%      | 8.1%      | 8.1%      |
| 五、 归属于母公司所有者的净利润 | 13517.04  | 19741.39  | 22985.29  | 29283.64  |
| 每股收益 (EPS) (元)   | 0.34      | 0.49      | 0.57      | 0.73      |

资料来源: Wind, 东北证券

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。