



买入

36% ↑

目标价格:人民币 50.00

002188.CH

价格:人民币 36.81

目标价格基础:104倍 16年市盈率

板块评级:增持

巴士在线

公司业绩扭亏为盈, 未来将围绕“智能+媒体+视频+游戏”持续发力

巴士在线发布2015年年度报告。报告期内公司实现营业收入1.83亿元, 同比增长57.71%; 实现归属上市公司的净利润为1,086.7万元, 同比增长154.55%; 实现扣非后净利润-229.3万元, 同比增长93.04%。实现每股基本收益0.06元。目标价维持50.00元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 传统业务持续下滑, 巴士科技并表助公司业绩扭亏为盈。报告期内公司完成巴士科技100%股权的收购, 并分别于2015年11月并表。巴士科技报告期内实现净利润1.15亿元, 超额完成业绩承诺, 为公司贡献净利润1,910万元, 公司原有微电声业务受国际市场需求影响呈现惯性下滑业务亏损823万元。未来将向智能硬件方向转型。
- 确立“智能、媒体、视频、游戏”四大业务板块, 构建公交移动生态圈。其中智能事业部负责智能设备研发制造, 媒体事业部负责媒体广告业务, 视频事业部意在打造网红粉丝经济, 游戏事业部打造移动平台建设并运营游戏众筹平台。

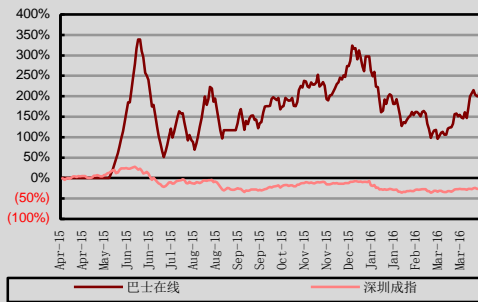
评级面临的主要风险

- 收购公司业绩不达预期; 行业系统性风险。

估值

- 预计2016-2018年全面摊薄每股收益为0.48、0.65、0.75元, 目标价维持50.00元, 维持买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.5)	59.3	13.5	228.7
相对深证成指	9.9	46.0	9.6	253.0

发行股数(百万)	300
流通股(%)	52
流通股市值(人民币 百万)	5,742
3个月日均交易额(人民币 百万)	136
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
上海天纪投资有限公司	20

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年4月11日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

电子: 电子制造

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001

*冯秀娟为本报告重要贡献者

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	116	183	640	784	841
变动(%)	(28)	58	250	22	7
净利润(人民币 百万)	(17)	10	143	196	226
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.111)	0.035	0.477	0.654	0.754
变动(%)	(320.9)	(131.4)	1,269.2	37.1	15.3
市场预期每股收益(人民币)			0.517	0.690	0.800
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.454	0.595	0.710
调整幅度(%)			5.1	9.9	6.2
全面摊薄市盈率(倍)	(331.7)	1,056.5	77.2	56.3	48.8
价格/每股现金流量(倍)	(316.3)	(391.8)	47.1	34.4	34.6
每股现金流量(人民币)	(0.12)	(0.09)	0.78	1.07	1.06
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(773.7)	445.9	52.9	38.3	32.4
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

资料来源: 公司数据及中银证券预测

事件：

巴士在线发布 2015 年年度报告。报告期内公司实现营业收入 1.83 亿元，同比增长 57.71%；实现归属上市公司的净利润为 1,086.7 万元，同比增长 154.55%；实现扣非后净利润-229.3 万元，同比增长 93.04%。实现每股基本收益 0.06 元。

点评：

1.传统业务持续下滑，巴士科技并表助公司业绩扭亏为盈

报告期内公司完成巴士科技 100% 股权的收购，并分别于 2015 年 11 月并表。巴士科技报告期内实现净利润 1.15 亿元，超额完成业绩承诺，为公司贡献净利润 1,910 万元，公司原有业务亏损 823 万元。

1) 公司原有微电声业务受国际市场需求影响呈现惯性下滑，未来将向智能硬件方向转型。报告期内，公司传统微电声业务累计实现收入 1.02 亿元，占公司总体营收的比例为 55.8%。其中，扬声器业务收入同比增长 6.19%，受话器业务收入同比下降 19.33%，传统业务综合毛利率不足 10%。

公司传统业务业绩下滑的主要原因在于，一方面，经济形势低迷影响无绳类微电声等传统制造业务整体销售；另外，由于公司微电声业务主要面向海外市场，因此出口业务受欧元对人民币的汇率继续下跌的影响严重。

围绕传统业务，公司一方面加大拓展笔记本电脑类微电声产品业务和国内手机类微电声产品业务，报告期内两类业务分别同比增长 56.65% 和 90.05%；另一方面，公司将转向含智能穿戴在内的智能设备研发制造业务。

2) 收购巴士科技，拓展广告服务业及互联网业务。报告期内，为了更好的体现业务规划，公司于 2016 年 1 月更名为巴士在线股份有限公司。2015 年 11-12 月，巴士科技自有媒体广告业务和代理媒体广告业务累计实现收入 7,761 万元，占公司总收入的比重为 42.5%。其中，公司自有媒体广告业务毛利率高达 87.9%，成为公司广告收入的主要来源。

相对于其他移动公交媒体运营商，公司的主要优势在于拥有 CCTV 移动传媒的权威品牌，是国家广电总局唯一批准的全国性移动电视媒体，承载 CCTV 权威品牌公信力。因此，随着公司市场份额的持续扩大，公司广告收入有望实现持续增长。

图表 1.巴士在线主营业务构成

(人民币, 百万)	营业收入	占比(%)	同比增减(%)	毛利率(%)
扬声器	44.93	24.60	6.19	7.20
受话器	57.02	31.23	(19.33)	10.40
自有媒体广告业务	69.43	38.02	100.00	87.92
代理媒体广告业务	8.18	4.48	100.00	16.75
其他业务	3.04	1.67	8.98	82.07

资料来源：公司公告，中银证券

2.确立“智能、媒体、视频、游戏”四大业务板块，构建公交移动生态圈

报告期内，公司完成对巴士科技的收购后，重新调整公司战略规划，形成以“智能、媒体、视频、游戏”为核心的四大事业部，将渠道与内容相结合，软硬件相结合，打造公交场景移动生态圈。

1) **智能事业部：智能设备研发制造。**该事业部是在公司传统业务的基础上升级而来，即公司将微电声业务转向移动智能穿戴方向。该业务将与巴士科技的业务形成协同。首先，公司将与巴士科技实现客户资源共享，在此基础上将目标客户锁定国际国内一线和二线品牌及国内的知名 ODM 方案；其次，公司将与巴士科技软硬结合，结合公司在公交领域的传统优势，研发面向公交用户的智能穿戴方向发展。

2) **媒体事业部：媒体广告业务。**该事业部是基于巴士在线自身的移动公交媒体业务而设立的。公司拥有 CCTV 移动传媒公交频道广告及增值业务的独家经营权，目前通过 AB 网覆盖全国 150 个城市，日均覆盖人次超过 1.6 亿。其中 A 网为自营公交移动频道，B 网为代理公交电视网络。

成立媒体事业部后，公司除了持续维护及拓展 A 网和 B 网资源，为广告主提供营销服务之外，还将在两个方面开展业务。一方面是开展数据媒介研究，建立整合的行业资讯及内部资源数据库，由此扩大公司在行业内的权威性和品牌知名度；另外，将加大自媒体运营与推广，让自媒体成为连接用户、客户的桥梁与纽带。

3) **视频事业部：网红粉丝经济。**公司已经建立移动视频自媒体社区“我拍”APP，2016 年将我拍 TV 打造成基于移动视频直播为核心的视频自媒体的互动娱乐平台，通过与移动电视屏双屏联运及线上线下相结合的运营模式，实现与其他同类移动视频直播平台的差异化，孵化优质 IP（网红+网生内容），全面进入网红粉丝经济业务领域。

与秒拍、美拍等 APP 应用相比，我拍能够将用户 UGC 的内容与专业电视自制节目团队的 PGC 内容进行有效整合，并输出到 CCTV 移动电视公交频道的全国性播出平台。由于我拍 APP 天然具备直播模式和线上线下互动条件，因而为粉丝养成打开窗口。

4) **游戏事业部：移动平台建设并运营游戏众筹平台。**公交车密闭环境下积累庞大的潜在用户群体，从而形成流量入口。在此基础上建立移动平台将有助于将流量变现，拓展公司盈利来源。2016 年公司将利用移动智能车载终端布局，打造基于车载 WIFI 系统、ibeacon 蓝牙技术、电视 L 屏的游戏线下渠道运营能力，研发游戏众筹平台涉足游戏业务领域。

3. 维持买入评级

公司在完成巴士科技的收购后，实现公司战略升级，形成“智能、媒体、视频、游戏”四大业务板块。2016 年将是公司的“产品年”，四大板块业务将全面发力，共同致力于打造公交场景移动生态圈。预计 2016-2018 年，公司每股收益分别为 0.48、0.65、0.75 元，维持买入评级。

图表 2. 2015 年巴士在线财务摘要

(人民币, 百万)	2014 年	2015 年	同比(%)
营业收入	115.79	182.60	57.71
营业成本	100.36	109.03	8.65
毛利润	15.43	73.57	376.78
营业税金及附加	0.87	2.83	225.09
管理费用	34.76	48.26	38.84
销售费用	6.53	12.38	89.70
经营利润	(26.73)	10.10	(137.79)
资产减值	4.05	4.50	11.05
财务费用	2.63	(0.40)	(115.27)
公允价值变动损益	(0.08)	0.00	(100.00)
投资收益	15.16	11.69	(22.93)
营业外收入	0.19	0.35	78.78
营业外支出	0.43	0.88	104.41
税前利润	(18.56)	17.16	(192.43)
所得税	1.64	6.54	299.32
少数股东损益	(0.28)	(0.26)	(8.25)
归母净利润	(19.92)	10.87	(154.55)
基本每股收益(元)	(0.13)	0.06	(146.15)
毛利率(%)	13.33	40.29	增加 26.96 个百分点
净利率(%)	(17.20)	5.95	增加 23.16 个百分点
销售费用率(%)	5.64	6.78	增加 1.14 个百分点
管理费用率(%)	30.02	26.43	减少 3.59 个百分点
财务费用率(%)	2.27	(0.22)	减少 2.49 个百分点

资料来源: 公司公告, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	116	183	640	784	841
销售成本	(100)	(109)	(300)	(343)	(350)
经营费用	(30)	(49)	(140)	(171)	(180)
息税折旧前利润	(14)	24	199	269	310
折旧及摊销	(12)	(14)	(15)	(18)	(22)
经营利润(息税前利润)	(27)	10	185	251	288
净利息收入/(费用)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益/(损失)	11	7	(18)	(22)	(23)
税前利润	(16)	17	167	229	264
所得税	(2)	(7)	(25)	(34)	(40)
少数股东权益	0	0	1	1	1
净利润	(17)	10	143	196	226
核心净利润	(17)	10	143	196	226
每股收益(人民币)	(0.111)	0.035	0.477	0.654	0.754
核心每股收益(人民币)	(0.111)	0.034	0.476	0.653	0.753
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(28)	58	250	22	7
息税前利润增长(%)	(23)	(138)	1,729	36	15
息税折旧前利润增长(%)	(17)	(271)	721	35	15
每股收益增长(%)	(321)	(131)	1,269	37	15
核心每股收益增长(%)	(185)	(131)	1,294	37	15

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	(16)	17	167	229	264
折旧与摊销	12	14	15	18	22
净利息费用	0	0	0	0	0
运营资本变动	(2)	(52)	77	107	71
税金	(2)	(7)	(25)	(34)	(40)
其他经营现金流	(11)	(1)	0	0	0
经营活动产生的现金流	(18)	(28)	234	321	319
购买固定资产净值	(5)	(26)	46	(64)	(64)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(2)	(120)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(7)	(146)	46	(64)	(64)
净增权益	0	144	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	0	180	(0)	(0)	(0)
融资活动产生的现金流	0	324	(0)	(0)	(0)
现金变动	(25)	149	280	257	255
期初现金	42	46	196	477	734
公司自由现金流	(25)	(174)	280	257	255
权益自由现金流	(25)	(174)	280	257	255

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	16	196	477	734	989
应收帐款	28	190	438	400	342
库存	35	43	0	0	0
其他流动资产	160	55	231	281	301
流动资产总计	240	484	1,145	1,415	1,632
固定资产	86	104	134	180	222
无形资产	7	1,567	1,543	1,543	1,543
其他长期资产	2	70	10	10	10
长期资产总计	95	1,748	1,688	1,733	1,775
总资产	335	2,232	2,833	3,148	3,407
应付帐款	21	92	253	289	295
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	12	141	438	522	549
流动负债总计	33	233	691	811	844
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	156	300	300	300	300
储备	145	1,699	1,842	2,039	2,265
股东权益	301	1,998	2,142	2,338	2,565
少数股东权益	1	0	(1)	(2)	(3)
总负债及权益	335	2,232	2,833	3,148	3,407
每股帐面价值(人民币)	1.93	6.67	7.15	7.81	8.56
每股有形资产(人民币)	1.89	1.44	2.00	2.65	3.41
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.10)	(0.66)	(1.59)	(2.45)	(3.30)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(12.3)	13.3	31.2	34.3	36.9
息税前利润率(%)	(23.1)	5.5	28.9	32.0	34.2
税前利润率(%)	(13.8)	9.2	26.1	29.3	31.5
净利率(%)	(15.0)	5.7	22.3	25.0	26.9
流动性					
流动比率(倍)	7.4	2.1	1.7	1.7	1.9
利息覆盖率(倍)	(982.6)	371.3	6,792.1	9,225.0	10,576.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	6.3	1.9	1.7	1.7	1.9
估值					
市盈率(倍)	(331.7)	1,056.5	77.2	56.3	48.8
核心业务市盈率(倍)	(331.7)	1,078.0	77.3	56.4	48.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	(450.5)	1,464.3	105.0	76.6	66.4
市净率(倍)	19.1	5.5	5.1	4.7	4.3
价格/现金流(倍)	(316.3)	(391.8)	47.1	34.4	34.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(773.7)	445.9	52.9	38.3	32.4
周转率					
存货周转天数	128.8	130.2	26.1	0.0	0.0
应收帐款周转天数	92.0	218.3	179.1	195.1	160.9
应付帐款周转天数	64.9	112.4	98.3	126.3	126.8
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	(5.6)	0.9	6.9	8.7	9.2
资产收益率(%)	(7.7)	0.5	6.2	7.1	7.5
已运用资本收益率(%)	(8.5)	0.9	8.9	11.2	11.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371