

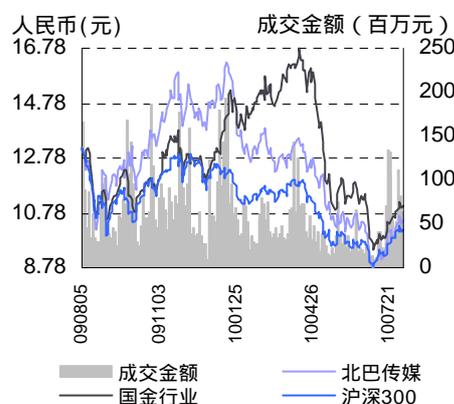
市价(人民币)：10.71元

业绩符合预期,资源价值提升有望

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	403.20
总市值(百万元)	4,318.27
年内股价最高最低(元)	16.27/8.78
沪深 300 指数	2850.83
上证指数	2620.76



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.223	0.292	0.404	0.545	0.682
每股净资产(元)	2.17	2.47	2.74	3.15	3.71
每股经营性现金流(元)	0.73	0.66	0.48	0.63	0.77
市盈率(倍)	32.24	49.98	26.54	19.66	15.69
行业优化市盈率(倍)	55.96	81.18	81.18	81.18	81.18
净利润增长率(%)	88.45%	31.18%	38.15%	34.99%	25.27%
净资产收益率(%)	10.25%	11.85%	14.73%	17.27%	18.41%
总股本(百万股)	403.20	403.20	403.20	403.20	403.20

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 北巴传媒 2010 年上半年实现收入 7.79 亿，同比增长 15%，净利润 6466 万元，EPS 为 0.16 元，与去年同期持平，基本符合市场预期。

经营分析

- 车身广告仍处于业务转型的磨合期：**车身广告业务收入同比下滑 11.3%，毛利率也有所下滑，车身媒体资源统一整合后，尽管目前基本完成了新旧模式的广告业务衔接，但是业务仍处于磨合期，经营效率尚未体现，我们认为下半年随着磨合期的结束，车身媒体业务的资源垄断价值将有望得到充分体现。
- 汽车服务业务形成完整的产业链：**汽车销售业务下滑主要受受日系车召回事件影响，今年上半年新增了北京海之沃汽车服务有限公司，并对驾校业务增加投资，对汽车产业布局进行有效的调整，逐步形成了完整的产业链条，从而推动汽车服务各项业务的发展。随着公司新开的 4S 店的业务正常化，汽车服务业整体的毛利率有望获得提升。
- 积极推动业务多元化发展：**上半年公司成立北巴传媒投资有限公司，开发投资与文化传媒、汽车服务相关的优质项目，力争形成新的经济增长点，推动业务的多元化发展。

盈利预测

- 我们预计公司 2010-2012 年 每股收益 0.40、0.55、0.68 元，同比增长 38.15%，34.99%，25.27%。

投资建议

- 目前股价对应 2010 年盈利 PE 仅为 27 倍，在传媒板块中处于低端，估值安全边际高，给予公司“买入”评级，新的广告运营方式逐步成熟将为公司基本面带来实质性的改善，但是整合的实际效果还有待积极观察。公司股价的催化剂包括车身媒体资源整合效率的体现，汽车服务业盈利能力增强，投资新的优质项目等。

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号：S1130208070237

张良卫 联系人

图表1：北巴传媒半年度利润简表对比

单位(百万元)	1H08	2H08	1H09	2H09	1H10	1H10vs2H09	1H10vs1H09
营业收入	362.79	497.61	677.10	762.26	778.54	2.14%	14.98%
营业总成本	324.05	420.75	606.40	708.86	700.63	-1.16%	15.54%
营业成本	228.27	305.29	490.42	573.94	580.80	1.20%	18.43%
营业税金及附加	15.74	17.77	17.94	19.64	16.56	-15.68%	-7.72%
销售费用	13.24	15.86	20.02	29.91	34.19	14.30%	70.74%
管理费用	46.13	54.95	54.69	68.66	57.28	-16.58%	4.74%
财务费用	20.59	21.24	18.98	12.15	8.89	-26.82%	-53.16%
资产减值损失	0.08	5.63	4.34	4.56	2.91	-36.11%	-32.90%
投资净收益	4.80	0.61	1.53	0.72	0.45	-37.29%	-70.30%
营业利润	43.54	77.47	72.23	54.13	78.89	45.74%	9.22%
营业外收入	0.94	3.09	3.79	14.16	1.09	-92.28%	-71.15%
营业外支出	1.46	0.41	0.02	0.63	0.17	-73.52%	593.24%
利润总额	43.02	80.14	75.99	67.66	79.81	17.97%	5.03%
所得税	14.92	11.55	9.73	8.09	9.66	19.44%	-0.74%
净利润	28.10	68.60	66.26	59.57	70.15	17.77%	5.88%
少数股东损益	1.96	4.95	2.50	5.55	5.49	-0.97%	119.49%
归属于母公司所有者的净利润	26.13	63.65	63.76	54.02	64.66	19.69%	1.42%
每股收益(元)	0.07	0.16	0.16	0.13	0.16	21.21%	1.27%
毛利率	37.08%	38.65%	27.57%	24.71%	25.40%	0.69%	-2.17%
销售费用率	3.65%	3.19%	2.96%	3.92%	4.39%	0.47%	1.43%
管理费用率	12.72%	11.04%	8.08%	9.01%	7.36%	-1.65%	-0.72%
财务费用率	5.68%	4.27%	2.80%	1.59%	1.14%	-0.45%	-1.66%
有效税率	34.68%	14.41%	12.81%	11.95%	12.10%	0.15%	-0.70%
净利润率	7.74%	13.79%	9.79%	7.81%	9.01%	1.20%	-0.77%

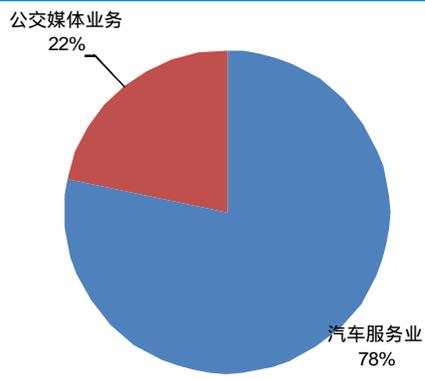
来源：国金证券研究所

图表2：北巴传媒分季度利润简表对比

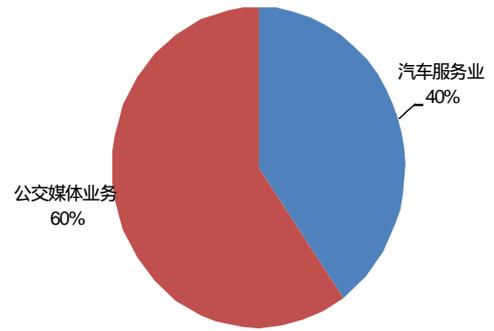
	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	2Q10vs1Q10
营业收入	291.01	386.09	408.69	353.57	361.64	416.90	15.28%
营业总成本	258.07	348.33	386.20	322.66	327.59	373.04	13.88%
营业成本	202.11	288.31	309.02	264.92	269.19	311.62	15.76%
营业税金及附加	8.61	9.33	8.58	11.06	7.22	9.34	29.44%
销售费用	9.46	10.56	11.23	18.67	15.78	18.40	16.58%
管理费用	28.76	25.93	32.58	36.08	31.15	26.13	-16.13%
财务费用	11.12	7.86	9.72	2.42	4.18	4.71	12.77%
资产减值损失	(1.99)	6.33	15.06	(10.50)	0.07	2.85	
投资净收益	0.22	1.31	0.72	0.00	0.00	0.45	
营业利润	33.16	39.07	23.21	30.91	34.05	44.84	31.67%
营业外收入	2.10	1.69	10.76	3.40	0.95	0.14	-85.03%
营业外支出	0.01	0.01	0.38	0.26	0.31	(0.14)	-145.75%
利润总额	35.25	40.74	33.60	34.06	34.69	45.12	30.06%
所得税	2.76	6.97	4.41	3.68	3.76	5.90	56.86%
净利润	32.49	33.77	29.19	30.38	30.93	39.22	26.80%
少数股东损益	0.17	2.33	5.06	0.49	4.15	1.34	-67.73%
归属于母公司所有者的净利润	32.32	31.44	24.13	29.89	26.78	37.88	41.46%
每股收益(元)	0.08	0.08	0.06	0.07	0.07	0.09	28.57%

来源：国金证券研究所

图表3：北巴传媒主营业务收入构成



图表4：北巴传媒主营业务毛利构成



来源：国金证券研究所

图表5：北巴传媒盈利预测详表

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	860.39	1439.37	1642.85	1966.42	2280.90
汽车服务业务	303.30	946.28	1230.17	1476.20	1697.63
公交媒体业务	260.46	310.15	387.69	465.22	558.27
旅游业务	276.14	156.04	0.00	0.00	0.00
其他	20.50	26.90	25.00	25.00	25.00
营业成本	533.56	1,064.43	1,200.85	1,380.51	1,556.39
汽车服务业务	199.06	808.41	1,051.79	1,225.25	1,375.08
公交媒体业务	73.16	84.29	124.06	130.26	156.32
旅游业务	236.03	156.73	0.00	0.00	0.00
其他	25.31	15.00	25.00	25.00	25.00
毛利率	37.99%	26.05%	26.90%	29.80%	31.76%
营业税金及附加	33.51	37.58	41.07	49.16	57.02
营业税金及附加比率	3.90%	2.61%	2.50%	2.50%	2.50%
主营业务利润	293.31	337.36	400.93	536.75	667.48
销售费用	29.10	49.93	85.43	117.99	159.66
销售费用率	3.38%	3.47%	5.20%	6.00%	7.00%
管理费用	101.08	123.35	139.64	176.98	205.28
管理费用率	11.75%	8.57%	8.50%	9.00%	9.00%
财务费用	41.83	31.13	(1.66)	(3.73)	(5.91)
资产减值损失	5.71	8.90	3.00	6.00	5.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.40	2.25	3.00	3.00	3.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	121.00	126.30	177.52	242.52	306.45
加：营业外收入	4.03	17.95	20.00	20.00	20.00
减：营业外支出	1.87	0.66	2.00	2.00	2.00
利润总额	123.15	143.60	195.52	260.52	324.45
减：所得税	26.47	17.82	24.44	32.57	40.56
实际所得税率	21.49%	12.41%	12.50%	12.50%	12.50%
净利润	96.69	125.78	171.08	227.96	283.89
减：少数股东损益	6.91	8.05	8.00	8.00	8.00
归属于母公司所有者的净利润	89.78	117.73	163.08	219.96	275.89
增长		31.13%	38.52%	34.88%	25.43%
完全摊薄后每股收益 (元/股)	0.22	0.29	0.40	0.55	0.68

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,948	860	1,439	1,643	1,966	2,281
增长率		-55.8%	67.3%	14.1%	19.7%	16.0%
主营业务成本	-1,870	-534	-1,064	-1,201	-1,381	-1,556
% 销售收入	96.0%	62.0%	73.9%	73.1%	70.2%	68.2%
毛利	78	327	375	442	586	725
% 销售收入	4.0%	38.0%	26.1%	26.9%	29.8%	31.8%
营业税金及附加	-69	-34	-38	-41	-49	-57
% 销售收入	3.5%	3.9%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
营业费用	-14	-29	-50	-85	-118	-160
% 销售收入	0.7%	3.4%	3.5%	5.2%	6.0%	7.0%
管理费用	-223	-101	-123	-140	-177	-205
% 销售收入	11.5%	11.7%	8.6%	8.5%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	-228	163	164	176	242	303
% 销售收入	n.a	19.0%	11.4%	10.7%	12.3%	13.3%
财务费用	-117	-42	-31	1	3	5
% 销售收入	6.0%	4.9%	2.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-4	-6	-9	-3	-6	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	5	2	3	3	3
% 税前利润	8.2%	4.4%	1.6%	1.5%	1.2%	0.9%
营业利润	-344	121	126	177	242	306
营业利润率	n.a	14.1%	8.8%	10.8%	12.3%	13.4%
营业外收支	411	2	17	18	18	18
税前利润	67	123	144	195	260	324
利润率	3.5%	14.3%	10.0%	11.9%	13.2%	14.2%
所得税	-18	-26	-18	-24	-32	-40
所得税率	27.0%	21.5%	12.4%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	49	97	126	171	227	283
少数股东损益	2	7	8	8	8	8
归属于母公司的净利润	48	90	118	163	220	275
净利率	2.4%	10.4%	8.2%	9.9%	11.2%	12.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	49	97	126	171	227	283
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	324	200	191	57	60	58
非经营收益	114	35	25	-16	-21	-21
营运资金变动	-73	-37	-75	-18	-10	-10
经营活动现金净流	414	295	266	194	256	310
资本开支	-209	-209	-65	4	-2	-2
投资	-14	-37	1	-11	-10	-10
其他	14	-43	-20	3	3	3
投资活动现金净流	-209	-288	-85	-4	-9	-9
股权募资	0	4	5	0	0	0
债权募资	-74	-8	-129	-361	0	1
其他	-70	-29	-24	-2	-53	-53
筹资活动现金净流	-145	-33	-149	-363	-53	-52
现金净流量	60	-27	33	-173	194	250

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	440	444	477	305	499	749
应收款项	147	146	142	174	208	242
存货	39	31	76	66	76	85
其他流动资产	19	12	50	62	71	80
流动资产	646	633	745	607	854	1,156
% 总资产	20.2%	31.6%	45.1%	41.1%	50.4%	58.8%
长期投资	79	73	52	63	72	82
固定资产	2,435	687	308	293	275	257
% 总资产	76.3%	34.3%	18.7%	19.8%	16.2%	13.1%
无形资产	29	605	541	511	490	470
非流动资产	2,546	1,369	906	869	839	811
% 总资产	79.8%	68.4%	54.9%	58.9%	49.6%	41.2%
资产总计	3,192	2,001	1,651	1,475	1,693	1,967
短期借款	646	473	91	0	0	0
应付款项	499	272	225	229	270	310
其他流动负债	83	18	1	64	66	68
流动负债	1,227	763	317	294	336	378
长期贷款	1,164	4	1	1	1	2
其他长期负债	1	320	270	0	0	0
负债	2,391	1,088	589	295	338	381
普通股股东权益	787	876	994	1,104	1,272	1,494
少数股东权益	15	37	68	76	84	92
负债股东权益合计	3,192	2,001	1,651	1,475	1,693	1,967

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.118	0.223	0.292	0.404	0.545	0.682
每股净资产	1.951	2.173	2.465	2.739	3.154	3.706
每股经营现金净流	1.027	0.731	0.661	0.482	0.635	0.770
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	6.06%	10.25%	11.85%	14.73%	17.27%	18.41%
总资产收益率	1.49%	4.49%	7.14%	11.03%	12.97%	13.99%
投入资本收益率	-6.38%	9.21%	12.46%	13.02%	15.60%	16.67%
增长率						
主营业务收入增长率	-22.34%	-55.82%	67.29%	14.14%	19.70%	15.99%
EBIT增长率	-58.38%	-171.51%	0.61%	7.14%	37.52%	25.09%
净利润增长率	N/A	88.45%	31.18%	38.15%	34.99%	25.27%
总资产增长率	3.27%	-37.31%	-17.52%	-10.63%	14.77%	16.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.3	43.5	24.8	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	8.1	24.0	18.3	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	15.4	49.5	7.4	10.0	10.0	10.0
固定资产周转天数	456.3	291.3	78.1	65.8	52.6	43.2
偿债能力						
净负债/股东权益	170.88%	3.64%	-36.26%	-25.70%	-36.73%	-47.09%
EBIT利息保障倍数	-1.9	3.9	5.3	-117.4	-74.8	-60.1
资产负债率	74.90%	54.34%	35.67%	19.99%	19.95%	19.36%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	3	4	9
买入	0	0	0	0	4
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.18

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室