

传媒

2016年04月07日

北巴传媒 (600386)

——具备资源、需求支撑的充电桩运营龙头

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2016年04月06日

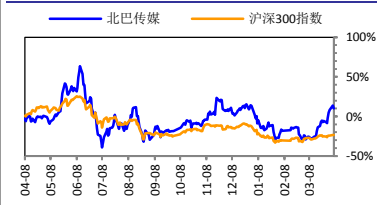
收盘价(元)	17.11
一年内最高/最低(元)	26.99/9.02
市净率	3.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	6899
上证指数/深证成指	3050.59/10683.86

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2015年12月31日

每股净资产(元)	4.36
资产负债率%	45.15
总股本/流通A股(百万)	403/403
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《北巴传媒(600386)年报点评》
2010/03/31《北巴传媒(600386)签署新广告合作协议》
2010/01/07

证券分析师

施妍 A0230513060001
shiyen@swsresearch.com
蔡麟琳 A0230515100001
caill@swsresearch.com

研究支持

宋亭亭 A0230115080013
songtt@swsresearch.com

联系人

施妍
(8621)23297818×7340
shiyen@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **政策支持提速充电桩基础设施建设。**国家层面剔除“十三五”阶段充电基础设施发展的总体目标以及分区域和分场所建设的目标与路线图，同时，也从财政补贴、奖励的角度鼓励各地方政府加快新能源汽车的发展和充电基础设施的建设。但目前与新能源汽车增速相比，充电桩的数量远远落后于行业的发展。影响充电桩建设的主要有三个原因：(1)充电桩建设涉及利益主体诸多，不易协商；(2)商业模式还不成熟：充电设施运营商受回收期长、投入成本高、盈利模式单一等因素影响，短期内无法盈利；(3)充电标准不统一：中国在电压、功率等电动车关键部位的技术参数方面并没有统一标准，充电桩规格与新能源汽车规格的不适配。
- **北巴传媒是具备资源和需求支撑的充电桩建设及运营龙头。**通过合资公司的设立平衡场站提供方、电力基础设施提供方和技术维护方三方利益，并且拥有稳定的北京公交车客源和完全一致的充电标准：1)北巴传媒、协鑫瑞通和华商三优共同成立隆瑞三优新能源汽车服务有限公司，北巴传媒主要负责提供充电桩建设场地，协鑫瑞通则提供技术支持，华商三优背靠国网电力，协助电力设备改造；2)现阶段盈利主要来自于充电费和服务费，目前收费标准为电价0.8595元/度的标准收取电费、充电服务费为每千瓦时收费收取当日本市92号汽油每升最高零售价的15%，每度电可获收入约1.69元，预计与北京公共交通控股(集团)有限公司充电桩合同将在2016-2018将会分别带来2.13亿、5.33亿及8.00亿的收入。
- **原有业务维持稳定，盈利仍有增长空间。**就广告业务而言，北巴传媒手握北京公交旗下公交广告资源，拥有高客流量。双层巴士的推广和“通州副行政中心”建设对公交线路的需求将提高了公司有效广告面积。与4A公司合同将于2016年到期，若未来合作模式不变，合同价值将增加。公司驾校业务集中于北京，得益于北京地区驾校培训较高的客单价和较高人均汽车保有量，营收状况仍然稳定。若对标东方时尚估值水平，存在估值修复空间。
- **首次覆盖给予“增持”评级。**我们预计2016-18年EPS分别为0.56、0.61和0.70元/股，其中传统业务板块2016-18年EPS分别为0.50、0.46、0.47元/股(其中2016年0.50元/股中包含约0.08元/股处置明晖公司投资收益)，新能源业务板块2016-18年EPS分别为0.06、0.15、0.24元/股。我们认为后续盈利预测存在进一步上调空间：1)传统业务板块媒介资源具备量价提升空间进一步提高盈利水平；2)未来基于传统媒体战略转型进行外部并购有望总体提升利润水平；3)新能源充电桩业务预测相对保守未来超预期空间较大。我们给予公司传统业务板块16年30倍PE，对应市值60亿，新能源充电桩业务板块2016-20年对北巴传媒利润贡献分别为0.23、0.61、0.95、1.27、1.59亿，我们给予40亿市值空间，对新能源业务2016-20年PE水平分别为175/66/42/32/25。我们认为公司6个月合理股价水平为24.8元/股，对应市值目标为100亿，尚有45%空间。

财务数据及盈利预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,000	3,011	3,228	3,574	3,867
同比增长率(%)	-3.40	0.34	7.22	10.72	8.20
净利润(百万元)	189	146	226	246	284
同比增长率(%)	8.23	-22.51	54.66	8.85	15.45
每股收益(元/股)	0.47	0.36	0.56	0.61	0.70
毛利率(%)	25.0	25.7	26.7	28.3	29.6
ROE(%)	11.2	8.3	12.1	11.6	11.8
市盈率	37	47	31	28	24

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖给予“增持”评级。我们预计 2016-18 年 EPS 分别为 0.56、0.61 和 0.70 元/股，其中传统业务板块 2016-18 年 EPS 分别为 0.50、0.46、0.47 元/股（其中 2016 年 0.50 元/股中包含约 0.08 元/股处置明晖公司投资收益），新能源业务板块 2016-18 年 EPS 分别为 0.06、0.15、0.24 元/股。我们给予公司传统业务板块 16 年 30 倍 PE，对应市值 60 亿，新能源充电桩业务板块 2016-20 年对北巴传媒利润贡献分别为 0.23、0.61、0.95、1.27、1.59 亿，我们给予 40 亿市值空间，对应新能源业务 2016-20 年 PE 水平分别为 175/66/42/32/25。我们认为公司 6 个月合理股价水平为 24.8 元/股，对应市值目标为 100 亿，尚有 45% 空间。

关键假设点

- 1、北京新能源公交 2016-2020 每年将分别实现 2520 辆、6300 辆、9450 辆、12,600 辆及 15750 辆（2015 年约 800 辆）；
- 2、公司原有传统业务板块保持稳定盈利状况。

有别于大众的认识

- 1、市场可能认为公司充电桩运营缺乏切实有效盈利模式

我们认为充电桩运营发展缓慢的主要原因在于利益方过多导致难以协调、缺乏稳定客源导致项目投资高回报少、充电标准不统一导致难以匹配。而北巴传媒通过合资公司的设立平衡场站提供方、电力基础设施提供方和技术维护方三方利益，并且拥有稳定的北京公交车客源和完全一致的充电标准。

- 2、市场可能认为新能源补贴力度存在下调风险会进一步影响公司业务的发展

我们认为补贴政策在汽车销售端的下调风险对于运营企业来说是更大的利好，政策的补贴或从原有的购车补贴转移至充电补贴从而确保整体新能源推进的有效。

股价表现的催化剂

- 1、充电桩运营全面展开，带来流水和利润贡献；
- 2、从公交车充电桩的 2B 端运营进一步拓展到乘用车等社会化车辆的 2C 端运营；
- 3、传统营销板块借助于资源优势积极寻求外延扩张。

核心假设风险

1、新能源公交车推进不达预期；2、充电桩运营服务费下调；3、传统业务板块大幅下滑。

目录

1. 政策支持提速充电桩基础设施建设.....	5
1.1 国家、地方大力支持充电桩建设.....	5
1.2 我国充电基础设施建设远落后于新能源汽车产业发展.....	6
1.3 三大原因致使充电桩建设发展缓慢.....	7
2. 北巴传媒：有需求支撑的充电桩建设及运营.....	8
2.1 受益北京力推新能源汽车及充电设施建设.....	8
2.2 绑定多方利益主体，有望垄断北京市充电桩运营.....	8
2.3 上游资源支撑，下游需求支撑，具备明确盈利能力.....	10
3. 广告业务颇具潜力，量价提升稳增长.....	11
3.1 手握北京公交资源，广告业务稳步增长.....	11
3.2 广告合同即将到期，量价提升业务价值.....	12
3.3 互联网冲击传统媒体，战略转型激发业务潜力.....	13
4. 驾校业务对标东方时尚，存在估值修复空间.....	14
4.1 国内机动车驾驶持证人数比例较低，提升空间较大.....	14
4.2 立足北京市场，驾校业务还有提升空间.....	15
4.3 对标东方时尚，驾校业务具备较大估值修复空间.....	16
5. 盈利预测与估值.....	17

图表目录

图 1: 2012-2015 我国新能源汽车保有量、充电桩及车桩比	6
图 2: 隆瑞三优新能源汽车服务有限公司股权结构	9
图 3: 中国广告市场与社会消费品零售总额增速对比	11
图 4: 广告营业额在中国 GDP 比重仍然较低	11
图 5: 北京公交 2013-2015 年电汽车客运总量	11
图 6: 广告板块与汽车服务板块的的营业收入对比	12
图 7: 广告板块营收情况	12
图 8: 2015 年前三季度各媒介广告刊例花费同比变化	13
图 9: 2010-2015 年前三季度传统广告花费同比增幅	13
图 10: 2015 年前三季度互联网广告的花费	13
图 11: 浏览电视广告后上网搜索相关信息人口比例	13
图 12: 各国机动车驾驶人占人口比例	14
图 13: 各国汽车人均保有量	14
图 14: 我国人均汽车保有量 (人口/车数) 仍处低水平	15
图 15: 我国汽车驾驶人数量增长快速	15
图 16: 2009-2013 年北京市每年新增驾驶员数量及增速	15
图 17: 2011-2013 年东方时尚驾校平均驾驶员培训价格	15
图 18: 北京与全国汽车驾驶员占总人口的比重对比	15
图 19: 公司 2012-2015 年驾校业务净利润 (单位: 万元)	16
表 1: 各省市充电桩规划情况	5
表 2: 公司收入端测算	10
表 3: 充电桩年成本测算	10
表 4: 公司北京地区主要竞争对手	16
表 5: 北巴传媒利润预测表	17
表 6: 可比公司估值表	18

1. 政策支持提速充电桩基础设施建设

1.1 国家、地方大力支持充电桩建设

国家层面：国家发改委、国家能源局、工信部和住建部在系统内部联合印发了《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020）》，不仅提出了我国“十三五”阶段充电基础设施发展的总体目标，而且还提出了分区域和分场所建设的目标与路线图。到 2020 年，新增集中式充换电站超过 1.2 万座，分散式充电桩超过 480 万个，以满足全国 500 万辆电动汽车充电需求。并优先建设公交、出租及环卫与物流等公共服务领域充电基础设施，新增超过 3850 座公交车充换电站、2500 座出租车充换电站、2450 座环卫物流等专用车充电站。新增超过 430 万个用户专用充电桩，以满足基本充电需求。同时，鼓励有条件的设施对社会公众开放。

国家也从财政补贴、奖励的角度，鼓励各地方政府加快新能源汽车的发展和充电基础设施的建设。《关于“十三五”新能源汽车充电设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知(征求意见稿)》中设定了新能源充电设施奖励标准，可大幅降低充电设备固定资产投资规模，从而缩短项目的投资回收期。

地方层面：据公开资料，北京、上海、广州等 9 个省市紧跟国家步伐，先后制定充电桩规划、补贴细则、充电服务费等具体实施细则。

表 1：各省市充电桩规划情况

	规划情况	补贴细则	充电服务费
北京	到 2017 年，在社会公共停车场以及具备建设条件的公共区域，基本建成平均服务半径 5 公里的公用充电设施网络服务体系。2016 年北京将建成公用充电桩 5000 根，公用充电桩达到 1 万根。	可按照有关规定，申请不高于项目总投资 30% 的市政府固定资产补助资金支持。	在原充电电费的基础上(0.8745 元/度电)，按照 0.8 元/度电收取充电服务费。
上海	要求新建筑、以及独立用地的公共停车场、停车换乘(P+R)停车场应按照不低于总停车位 10% 的比例预留充电设施安装条件(包括电力管线预埋和电力容量预留)。	2020 年前，电动汽车充电服务费执行政府指导价，暂定为每千瓦时不超过 1.6 元，试行一年。	——
广州	新建建筑要按照不低于 18% 的停车位比例建设充电设施或预留充电设施接口。	公交、出租、物流等专属充换电站补贴上限为 300 万元/站；公共充电站补贴上限 90 万元/站；分散直流充电桩补贴上限 12 万元/桩；分散交流充电桩补贴上限 0.6 万元/桩。有效期至 2016 年 12 月 31 日。	公交车充电服务费 0.8 元/千瓦时，非公交车充电服务费 1.2 元/千瓦时，充电时不再另收停车费用。
重庆	新建住宅配建的停车库必须 100% 建设电动汽车充电基础设施或预留建设安装条件。到 2020 年，主城区将累计建成不少于 30 座公共充换电站。	——	电动汽车充电基础设施用电按重庆市峰谷分时电价相关政策执行。电动汽车充电服务企业向用户收取的充电服务费执行政府指导价，服务费暂按每千瓦时不超过执行电价的 50% 收取，试行一年。
中山	到 2017 年底，依次落实已布局的 12 个社会充电站、4 个新增公交充电站。配设 20700 个社会充电桩、16 个	——	——

	<p>公交夜间停车充电桩位、2000 个公务及专车充电桩。 同时住宅和商业新建项目的充电桩配建比例要达到 10%</p>		
<p>河北</p>	<p>到“十三五”末，河北省建设充电站 1970 座，充电桩 65625 个。其中，公用充电站 1533 座，充电桩 25730 个；专用充电站 437 座，充电桩 39895 个。</p>		<p>收费标准由各市确定，但不得超过上限标准，服务费上限标准暂定为七座(不含)以上乘用车 0.6 元/度、七座(含)以下乘用车和环卫车 1.6 元/度。</p>
<p>江苏</p>		<p>省级财政资金对公共领域充电设施建设运营单位按充电桩充电功率给予补贴，交流充电桩每千瓦 400 元、直流充电桩每千瓦 600 元。市级补贴标准不得低于省级补贴标准，单个充电站或充电桩群的省、市补贴总额不超过 200 万元。</p>	
<p>安徽</p>	<p>到 2020 年，新增集中式充换电站 500 座，分散式充电桩 18 万个。其中，新增公交车充换电站 200 座、出租车充换电站 60 座、环卫物流等专用车充电站 50 座；新增用户专用充电桩 15 万个；新增城市公共充电站 70 座、分散式公共充电桩 3 万个；新增城际快充站 120 座。新建公共建筑物停车场和社会公共停车场，按不少于规划停车位 20%的比例配建充电桩。</p>		
<p>山西</p>	<p>2016 年，太原、晋中、晋城实现公共服务领域、党政机关等区域覆盖；2017 年，太原、晋中、晋城实现全区域覆盖，其他设区市实现公共服务领域、党政机关等区域覆盖；2020 年，基本实现住宅小区和单位内部停车场充电设施全覆盖。</p>		

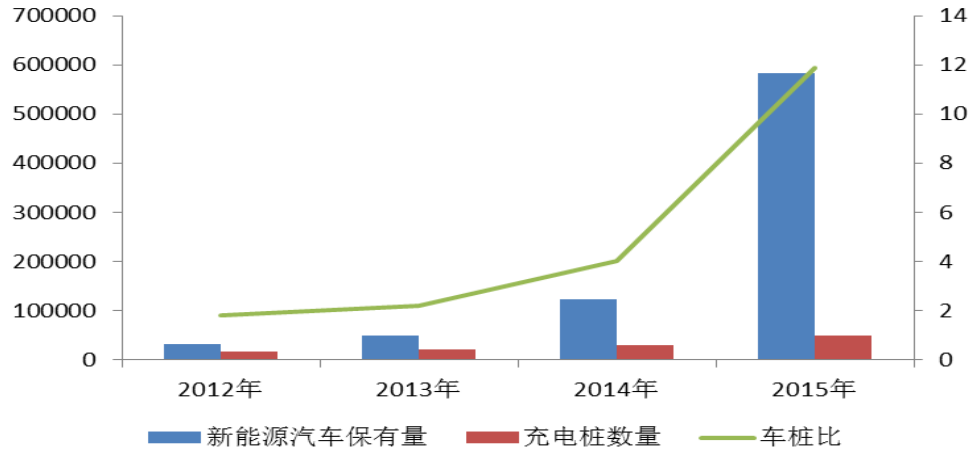
资料来源：公开资料，申万宏源研究

1.2 我国充电基础设施建设远落后于新能源汽车产业发展

当前我国充电基础设施建设远落后于新能源汽车产业发展。与新能源汽车迅猛的增速相比，充电桩的数量远远落后于行业的发展。截止 2014 年底，全国仅建成了 3.1 万个充电桩和 723 座充电站，新能源汽车与充电桩两者之比约为 4:1，远远低于《国家机关和公共机构购买新能源汽车实施方案》中充电桩与新能源汽车数量比例不低于 1:1 的标准。截止到 2015 年底，我国新能源汽车保有量已经超过 50 万辆。但当前我国累计建成充换电站 3600 座，累计公共充电桩数量不足 5 万，比例尚未达到 1:10，距离四部委提出“到 2020 年，新增集中式充换电站超过 1.2 万座，分散式充电桩超过 480 万个”的目标还相距甚远。

车桩比例的严重失调，使得新能源汽车行业的快速增长就像一辆车轮大小不一的列车，高速但却很危险。新能源汽车发展由于充电桩的建设不足遇到瓶颈，而这将倒逼充电桩在全国范围内加速建设。我们认为，随着充电桩不足的问题日益凸显，充电桩建设将会聚集越来越多的焦点，爆发在即！

图 1：2012-2015 我国新能源汽车保有量、充电桩及车桩比



资料来源：申万宏源研究

1.3 三大原因致使充电桩建设发展缓慢

充电桩发展缓慢，有诸多原因，总结下来主要有三点：

充电桩涉及利益主体诸多，不易协商。新建充电桩需要对市规划、建设用地、建筑物及配电网改造、居住地安装条件进行重新规划设计，在社会停车场建设充电基础设施，面对众多分散的利益主体，协调难度大。其中最为关键的是场区管理者不配合、基础设施不配套和用地难这三大难题：一，场区管理者不同意、不配合建设充电桩的现象普遍存在。大部分物业公司对于电动汽车配套充电设施的用电、安全、消防等认知不足，最为关键的是物业公司对充电过程中可能发生的小区电网不稳定、着火、触电等危险存在担忧，可能影响小区内其他业主，由此排斥用户安装充电桩。此外，目前小区管理者和充电桩运营方就利益分配机制尚未达成一致，意味着管理者担责却无利益，进一步打消其积极性；二，建设充电站涉及用地难问题。虽然近期已出台促进充电桩建设的政策指导意见，但截至目前，有关充电设施建设用地方面，国家尚未出台城市充电设施专项规划。因此，充电设施建设选址方面依然存在较大困难。与此同时，充电站建设涉及拆迁、地价、使用权、产权等一系列问题，各部门协调难度较大；三，场站基础设施不配套。譬如，多数老旧小区中，用户没有固定停车位，购买电动汽车后，却不知该将充电桩安装在何处。此外，普遍存在接网难现象。例如，小区用户日均用电上限难以满足充电桩用电所需，而小区电网很少配套高压线路，如若要从电网主线拉线则十分麻烦。从主线拉线到充电桩，涉及材料费(开关、线缆、配电防火墙、变压器等)、设计费(电力系统规定拉线要规划设计)、施工费等，而申报和建设周期也要60天左右，接一个站平均的电力接入费用要30万，约占一个站平均投资的40%甚至更高，这意味着搭建网络需要大量时间与资金。

不成熟的商业模式，缺乏经济性。我国充电设施运营商受回收期长、投入成本高、盈利模式单一等因素影响，短期内无法盈利。目前，对充电业务采取收费是最基本的盈利方式。实际上，此类收费费用较低，想实现盈利，就应将充电桩建设在电动车保有量、利用率较高的地方。充电桩市场是一个纯增量的市场，要想涵盖运营、管理及固定投资的折旧

等成本实现盈利，需要规模支撑，才能达到平衡点。靠收取充电业务费这一模式，不仅短时间不盈利，能盈利已实属不易，各充电运营商对此早已心知肚明。

充电标准不统一：动力电池及充电等不同关键技术方案对应的充电需求存在较大差异，而充电桩标准的不统一，造成充电桩规格与新能源汽车规格的不适配，造成充电桩规格与新能源汽车规格的不适配，从而形成“有桩却不能充”的困境。譬如，市场上的充电接口标准在国家标准出台前有很多种类，大约有五种标准被国内外采用。其中，我国大部分纯电动车自主品牌均采用 GB/T 20234—2011 的标准。但问题在于，中国 GB 仅涉及插座、接口等较初级的方面，而在如电压、功率等电动车关键部位的技术参数方面并没有统一标准。这就造成了不同车企、桩企形成了各自不同的理解，从而也就导致了即便接口统一，插上插头也未必能充电成功。

2. 北巴传媒：有需求支撑的充电桩建设及运营

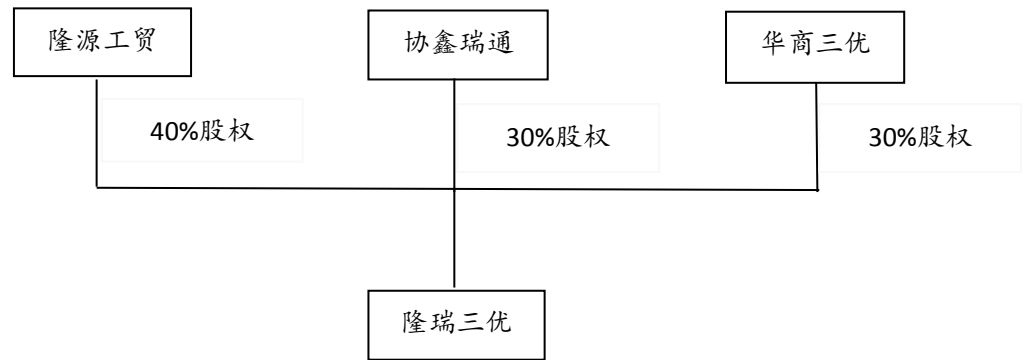
2.1 受益北京力推新能源汽车及充电设施建设

2015 年北京新能源公交更换、充电桩建设未完成任务，预计其在 2016-2020 将均匀完成新能源公交车对传统车的更替任务。2015 年北京按照规划应建设充电桩数量为 172 个，但实际情况是截至 2015 年末仅仅建成 4 个充电桩。2015 年全年，北京应该完成 2500 辆公交车的更新任务，实际更新预计 800 辆。**各种政策力推北京地区普及新能源车，火爆电动车市场造福充电桩业务。**北京市政府印发《北京市 2013-2017 年清洁空气行动计划重点任务分解 2015 年工作措施》，在公交、邮政、物流、环卫等领域大力推广新能源汽车。制定的 84 项重点任务中有 10 项与新能源汽车相关，显示出北京市把推广新能源汽车作为改善空气质量的重要途径之一。在公交领域，新增或者更新公交车中新能源、清洁能源车辆比例力争达到 70%，其中更新超过 1000 辆电动驱动公交车。在物流方面，促进物流园区和货物流转集散地货物运输车辆结构调整，示范运营 200 辆电动物流车。同时加速各县区推广电动车，目标是 16,900 辆；计划更新 150 辆邮政车辆，其中新能源车数量 30 辆。交通部也积极配合新能源车的推广，预计京津冀地区到 2020 年，新能源车将达到 30 万辆的规模，其中公交车 20 万辆，出租车和城市配送车辆 10 万辆。在私人领域，2015 年北京新增新能源汽车为 2.35 万辆，约占全国的 7%。不仅如此，北京地区新能源车指标无需摇号，自 2015 年 6 月 1 日起纯电动汽车还受不限行约束。电动车市场在公共用车和私人购车在各种政策的刺激下日渐火爆，势必对于充电桩的需求将进一步提高。我们预计北京公交集团计划到 2020 年实现 1.5 万台左右新能源公交车的更替，假设分 4 年梯度实现，那么预计 2016-2020 每年将分别实现 2520 辆、6300 辆、9450 辆、12,600 辆及 15750 辆（2015 年约 800 辆）。

2.2 绑定多方利益主体，有望垄断北京市充电桩运营

北巴传媒全资子公司北京隆源工贸有限责任公司与协鑫瑞通、华商三优共同投资设立隆瑞三优新能源汽车服务有限公司，其中北巴传媒全资子公司隆源工贸作为主导方，股权占比 40%，华商三优和协鑫瑞通股权占比分别为 30%。

图 2：隆瑞三优新能源汽车服务有限公司股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

合资公司（隆源工贸）拟通过绑定协同国网单位、公交集团等多方利益集团，经营北京地区公交场站新能源充电桩项目的建设和运营工作，且未来将展开对于北京新能源公交与新能源乘用车充电桩运营。

背靠北京公交集团，依托北巴传媒场站资源，合资公司有望搭建北京最便捷充电基站。隆源工贸以往主要业务是整车销售和维修，这次合作中主要负责初期协调为充电桩建设所需场地。隆源工贸目前与北巴传媒母公司北京公共交通控股（集团）有限公司展开全方位合作，从北京公交集团拥有的 920 处场站上选择合适场所建设充电站，我们预计会有超过一半的距离人口集中区的场站资源将用于新能源充电桩运营。背靠北京公交集团，隆源工贸手握稳定的客户源，垄断北京地区新能源公交车充电桩运营，另外，便捷的地理位置与现有的充电站相比，未来具备向乘用车充电桩运营进军的绝对优势。

华商三优背靠国网，电力资源更易获取。华商三优属于国家电网北京分公司二级单位，在 2012 年完成对谷晨送变电公司的全资收购后，具备了变配电三级设计资质，形成了新能源产品与传统装备制造业结合、具备充电站整体设计、施工总承包、装备制造及运营检修全产业链发展能力，现阶段专攻充电基础设施的 EPC 模式。除了充电基础设施的研发能力，在此次合作中，华商三优还能利用自身与国网电力的良好关系，资源协助新公司以较低的费用得到电力资源，从而降低成本。

协鑫瑞通充电桩投资经验丰富，技术实力有保障。协鑫瑞通是协鑫瑞通电网投资公司的全资子公司，电动汽车充电桩（站）的投资、运营维护与电动汽车分时租赁等均是其主要业务，目前已与多个地市级政府及大型新能源企业达成战略合作协议或意向。此次合作中，协鑫瑞通不仅能在充电桩建设方面提供软硬件技术支持，还能依托自身技术实力为新公司争取充电桩地方政府补贴、科技资助项目等。除此以外，探索电动汽车运营新模式或也将是协鑫瑞通的强项之一，其以往的电动汽车分时租赁未来或能帮新公司迅速开拓新市场。

2.3 上游资源支撑，下游需求支撑，具备明确盈利能力

背靠国网与公交集团，上游资源富足，下游公交集团需求支撑，具有较强的盈利能力。依靠国网，使其具有低成本购电的更强议价能力。收入端为“电费收取+充电服务费”，电费按照与北京公共交通控股（集团）有限公司合同规定的标准：按平段电价 0.8595 元/度的标准收取电费；充电服务费为每千瓦时收费收取当日本市 92 号汽油每升最高零售价的 15%。假设 92 号汽油单价为 5.56 元，那么服务费为 0.834 元/度，则预计每度电可获收入 1.69 元。同时，北京公共交通控股（集团）有限公司在正常运营情况下，旗下公交车年均行驶里程预计可达到 5 万公里，根据经验数据，1 度电可供 1 辆大巴行驶 1 公里，因此预计 1 辆大巴每年运营需要 5 万度电，进而带来收入 8.45 万元。我们认为 2016-2020 年北京公交集团将会实现 1.5 万台左右新能源公交车的更替，假设分 4 年梯度实现，那么预计 2016-2020 每年将分别实现 2520 辆、6300 辆、9450 辆、12,600 辆及 15750 辆。因此，预计公司充电桩业务在 2016-2018 将会分别带来 2.13 亿、5.33 亿及 8.00 亿的收入。

表 2：公司收入端测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
新能源公交车总量（辆）	800	2520	6300	9450	12600	15750
价格（元/度）		1.69	1.69	1.69	1.69	1.69
‘-服务费（元/度）		0.83	0.83	0.83	0.83	0.83
92 号汽油价格（元）		5.56	5.56	5.56	5.56	5.56
服务费收费比例		0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
’-电价（元/度）		0.86	0.86	0.86	0.86	0.86
用电量（度/辆/年）		50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
年收入（百万元）		213	533	800	1,067	1,334

资料来源：申万宏源研究

政策大力支持充电桩建设，政府补贴进一步降低成本。北京市发改委等部门发布了《北京市新能源小客车公用充电设施投资建设管理办法（试行）》，其中明确提出给予财政补贴等多种措施吸引社会资本参与公用充电桩建设。2015 年北京应建设充电桩数量为 172 个，然而实际情况是截至 2015 年末仅仅建成 4 个充电桩。如此情况下，政策力度或继续加码，隆瑞三优未来充电桩建设项目成本将进一步降低。《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020）》规定，在新能源汽车加快发展地区（比如北京、天津、河北等地，公共充电桩与电动汽车比例不低于 1:7，城市核心区公共充电服务半径小于 0.9 公里。

表 3：充电桩年成本测算

	2016	2017	2018	2019	2020
年成本（百万元）	135	328	482	643	804
年-用电成本（百万元）	88	221	331	441	551
电价（元/度）	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
年-用电量（百万度）	126	315	473	630	788
充电桩-年-折旧（百万元）	20	42	55	74	92
固定资产投资（百万元）	294	630	827	1103	1378
折旧年限	15	15	15	15	15

新能源公交&充电桩配比	6	7	8	8	8
充电桩数(个)	420	900	1181	1575	1969
充电桩单价(万元/个)	70	70	70	70	70

资料来源：申万宏源研究

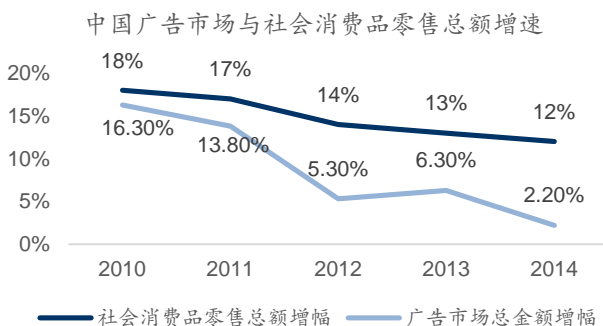
3. 广告业务颇具潜力，量价提升稳增长

北巴传媒的广告传媒业务板块主要经营北京公交集团所拥有的公交车身、车载移动电视、车内小媒体、候车亭灯箱和场站媒体等公交广告媒体及相关传媒业务。截至 2015 年末，在北京地区，公司拥有约 20,000 辆公交车身的媒体资源、2,318 块户外站牌、候车亭 8,568 块灯箱媒体资源、12,000 辆（560 余条公交线路）公交车上安装的 24,000 个移动电视终端，是全国公交媒体行业内最大的媒体资源供应商，在北京公交广告领域具有明显的竞争优势。

3.1 手握北京公交资源，广告业务稳步增长

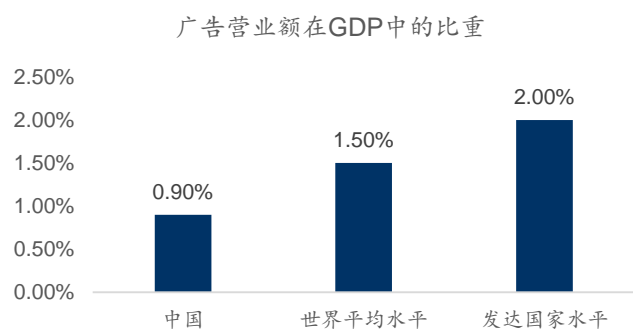
我国广告占 GDP 比重仍低于全球平均水平，广告仍存在较大增长空间。近年来我国广告市场持续保持增长，增速虽有所放缓，但广告营业额在 GDP 中的比重仍然只有 0.9%，相较世界水平，仍有较大增长空间。

图 3：中国广告市场与社会消费品零售总额增速对比



资料来源：CTR，申万宏源研究

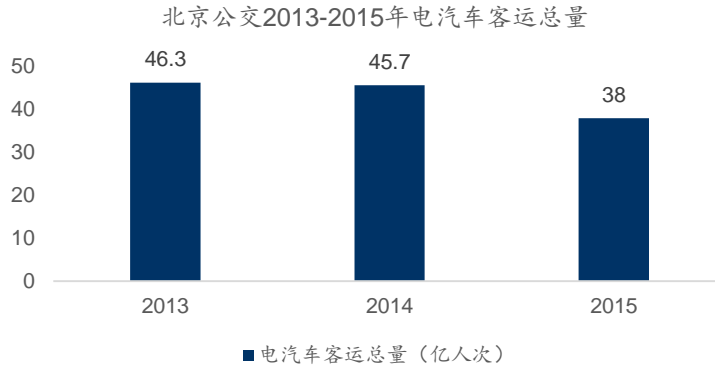
图 4：广告营业额在中国 GDP 比重仍然较低



资料来源：CTR，申万宏源研究

坐拥北京公交资源，业务具有稀缺性。2010 年初公司对广告业务板块进行了业务调整和资源整，并设立了北京巴士传媒股份有限公司广告分公司，以该分公司为平台经营管理全部车身媒体资源，实现车身媒体统一经营和统一管理。至此公司拥有北京公交车辆媒体资源，相比于出租车广告资源，更易投放大型广告，广告面积也有较大提高。而与公交车紧密相关的候车灯箱和场站媒体也划归公司管理。近年来北京公共交通发送乘客能力得到提升的同时，每日发送乘客的人次也大幅提升，以 2014 年 APEC 单双号限行后为例，公交集团日均发车 17.75 万车次，日均运送乘客 1440 万人次。丰富的客流量意味着公交媒体在北京拥有巨大的潜在价值，这无疑凸显了公司拥有的公交媒体资源的稀缺性。

图 5：北京公交 2013-2015 年电汽车客运总量

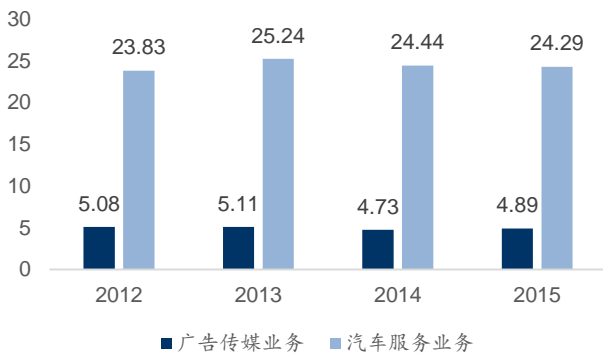


资料来源：《北京公交集团社会责任报告》，北京公交集团官网，申万宏源研究

广告业务体量不大，但高毛利率为公司带来可观利润贡献。广告传媒业务作为公司重要的业务，虽然体量与汽车服务业务相比较小，但凭借超高的利润率为公司赚取了大部分利润。2015年，广告业务营业收入为4.89亿元，贡献营业利润3.75亿元，预计净利润贡献超1亿元，占比超过70%。

图 6：广告板块与汽车服务板块的营业收入对比

图 7：广告板块营收情况



年份	营业收入	营业成本	毛利率
2012	5.08	1.09	78.55%
2013	5.11	1.07	79.13%
2014	4.73	1.13	76.12%
2015	4.89	1.13	76.88%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

双层巴士受青睐，或可大幅提升广告盈利。截止 2015 年年末公司主营公交车身媒体 19,471 辆，其中双层车 907 辆，单层车 18,564 辆吗，双层巴士仅占不到 5%，远低于香港和发达国家和地区双层巴士的占比。目前华北地区空气污染较为严重，北京为缓解这一现象不仅出台了大量使用新能源汽车的政策，推广双层巴士也势在必行。加大双层巴士的投入比例不仅能进一步提升公交系统的整体运力，还能增加公交车的平均广告面积。双层巴士相较于单层巴士，有效广告面积二者之比为大约为 6:1，双层巴士的推广势必将提高公司拥有的有效广告投放资源，未来或增加公司广告业务整体盈利水平。

3.2 广告合同即将到期，量价提升业务价值

原有模式下广告业务灵活性较低。由于北巴传媒缺乏广告运营相关的人才，2010 年公司以前采用直接外包模式将这部分业务交给行业内知名的 4A 公司。2010 年后公司成立了广告自营分公司，让 4A 公司（白马、CBS、2011 年新增七彩）作为公司的劳务输入团队帮

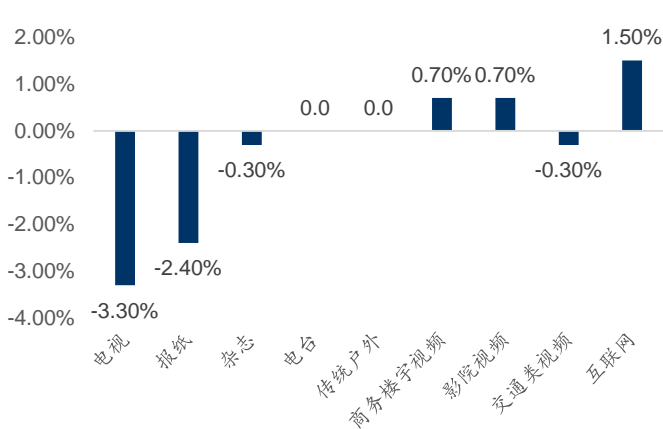
助公司做广告运营，广告主直接与北巴传媒签订合同，4A 公司人员享有固定的薪酬和相应的业绩分成。

广告合同即将到期，量价共同提升未来业务价值。2016 年与 4A 公司的合同即将到期，如果未来双层巴士得到推广，公交车有效广告面积将大大提升。除此以外，北京推出的“通州行政副中心”规划，未来相关地区公交线路增多将带动对公交车的需求。而一旦未来现有合作模式继续延续，合同的价值将会提高。

3.3 互联网冲击传统媒体，战略转型激发业务潜力

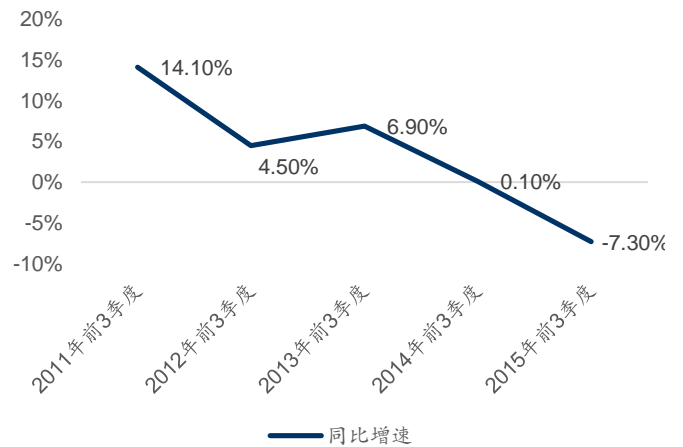
互联网广告收入增长较快，传统广告受到冲击。根据央视市场研究(CTR)的报告显示，2015 年的传统媒体广告市场整体下降的局面不仅没有改变，降幅还在扩大，而互联网广告发展迅速。近 3 成用户在通过传统媒体了解到广告内容以后，会上网搜索相关产品信息。以《我是歌手 3》为例，线下广告与电视广告与互联网媒体相结合后，在新浪微博平台相关新闻阅读量迅速突破 140 亿次；通过“天猫”参与《女神的新衣》互动超过 1 亿人次，销售总计超过 10 万件。而通过“微信扫一扫、摇一摇”等方式也催生了传统广告媒体的转化率，这一趋势在未来将进一步提升。

图 8：2015 年前三季度各媒介广告刊例花费同比变化



资料来源：CTR，申万宏源研究

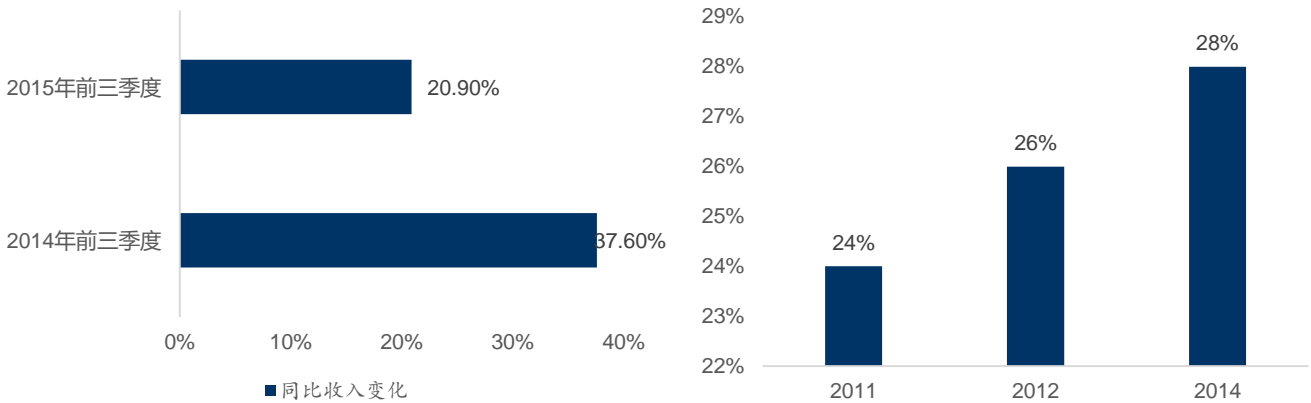
图 9：2010-2015 年前三季度传统广告花费同比增幅



资料来源：CTR，申万宏源研究

图 10：2015 年前三季度互联网广告的花费

图 11：浏览电视广告后上网搜索相关信息人口比例



资料来源：CTR，申万宏源研究

资料来源：CTR，申万宏源研究

公司提出“新媒体”战略优化业务结构，“传统媒体+互联网”模式激发增长。2015年年报中公司再次重点强调了“新媒体”战略：传统媒体与移动互联网媒体融合，全力开发公交“新媒体”，拓展外埠市场，形成新的媒体网络。

手握大量现金，未来不排除外延并购加强运营能力。公司目前现金充沛，2015年年报显示拥有现金 11.1 亿元，且连续 5 年平均每年经营性现金流净流入接近 3 亿元。随着合同到期公司拥有对广告业务更大的决定权，充沛的现金流可以支持公司在未来通过外延并购的方式加强广告运营能力，这将进一步提高广告业务的利润率。

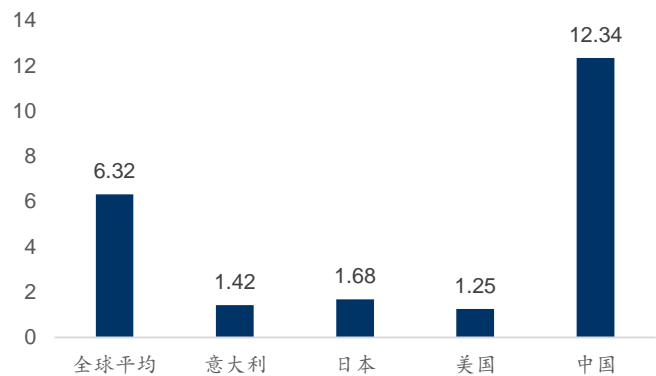
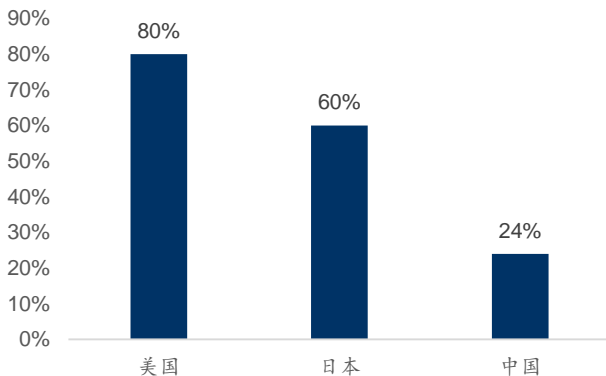
4. 驾校业务对标东方时尚，存在估值修复空间

4.1 国内机动车驾驶持证人数比例较低，提升空间较大

我国机动车驾驶人占人口比例过低。目前我国机动车驾驶持证人数比例仅为 24%，低于美国、日本等发达国家；不仅如此，从人均汽车保有量来看，中国远落后于发达经济体，与世界平均水平也存在较大差距。随着经济增长，这一现象将得到改善。

图 12: 各国机动车驾驶人占人口比例

图 13: 各国汽车人均保有量



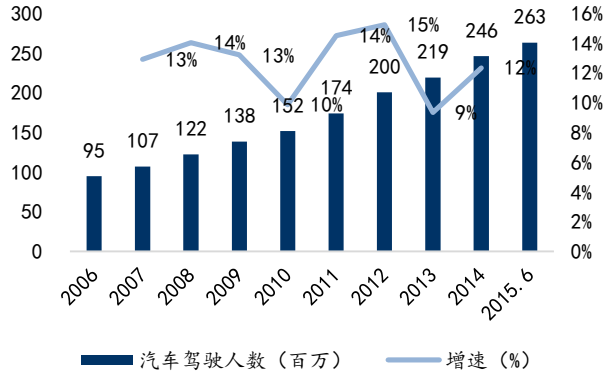
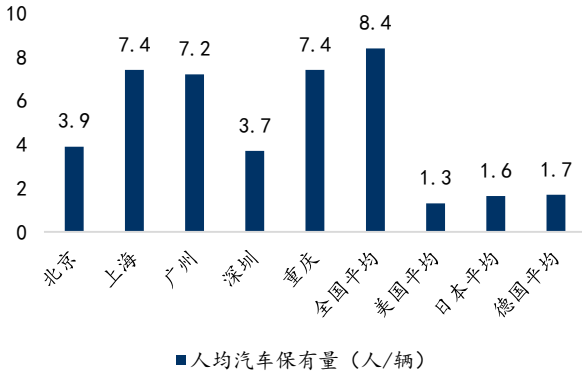
资料来源：艺恩咨询，申万宏源研究

资料来源：东方时尚公司公告，申万宏源研究

全国机动车驾驶人数量保持较快增长，需求空间巨大。我国机动车驾驶人连续多年保持较快增长，2015年上半年我国汽车保有量达到 1.63 亿辆，持有汽车驾照人数已突破 2.6 亿

人，与此同时，国内主要城市的增长更为突出，人均汽车保有量高于全国水平，这些地区的居民对于驾驶汽车的需求更加迫切。

图 144: 我国人均汽车保有量 (人口/车数) 仍处低水平 图 155: 我国汽车驾驶人数量增长快速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

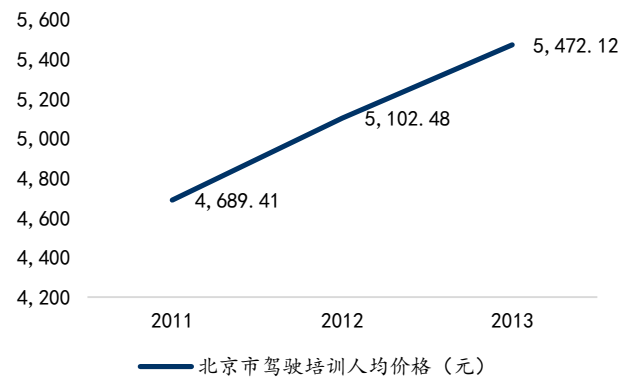
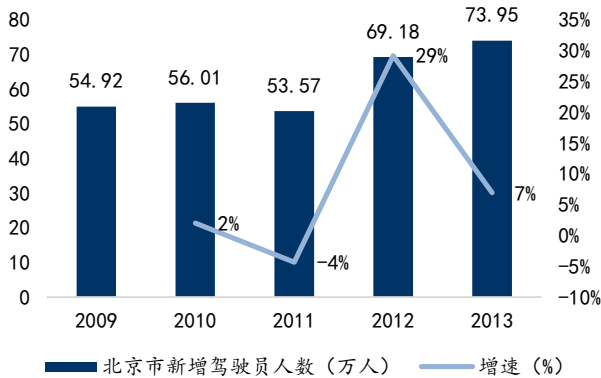
资料来源: Wind, 申万宏源研究

4.2 立足北京市场，驾校业务还有提升空间

驾校服务立足北京，市场需求助力业务继续增长。北京地区人均汽车保有量与持有驾驶证的人口比例在全国处于领先水平，近几年增长势头依然不减。与此同时，北京地区驾驶员培训费用连年增长，若以东方时尚 2012 年人均价格作为市场价格测算，北京市 2012 年汽车驾培服务市场规模达到 35.30 亿元，同比增长 40.51%。北巴传媒旗下的驾校业务拥有学员近 8 万人，作为在北京地区市占率第二的公司，势必能分享到市场的高速增长。

图 16: 2009-2013 年北京市每年新增驾驶员数量及增速

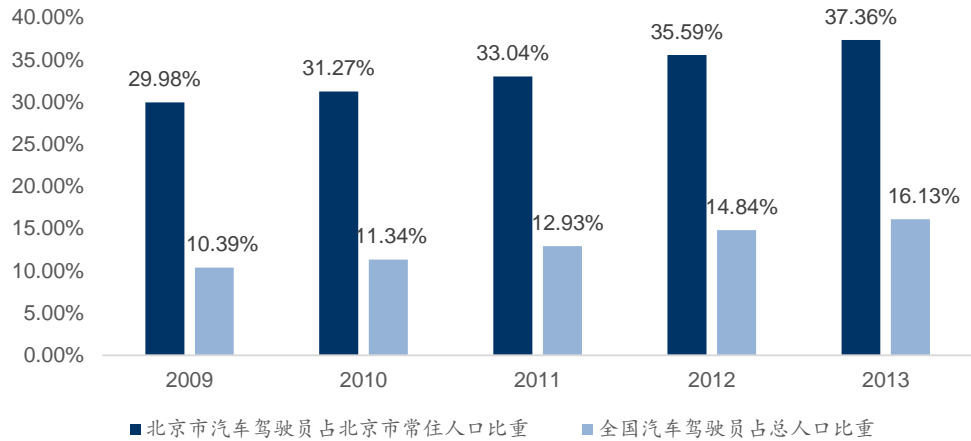
图 17: 2011-2013 年东方时尚驾校平均驾驶员培训价格



资料来源: 东方时尚公司公告, 申万宏源研究

资料来源: 东方时尚公司公告, 申万宏源研究

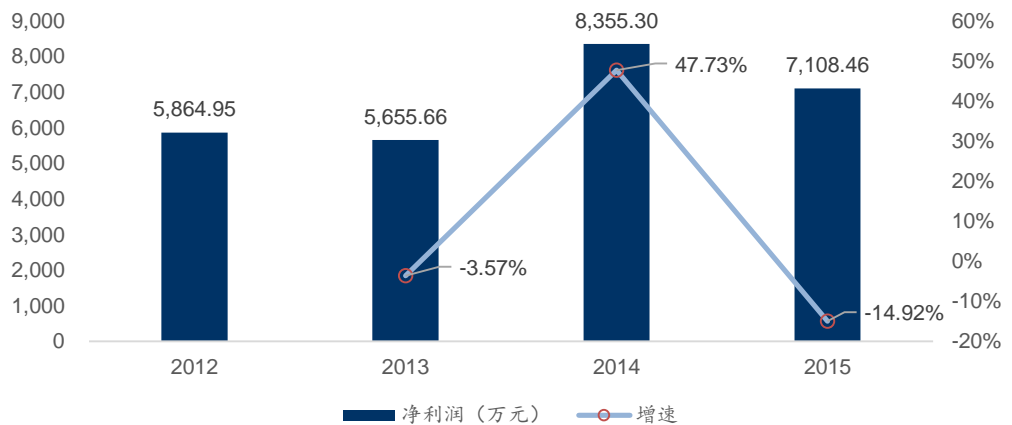
图 18: 北京与全国汽车驾驶员占总人口的比重对比



资料来源：东方时尚招股说明书，申万宏源研究

虽受政策影响，但营业利润稳定。公安部、交通运输部出台的《关于推进机动车驾驶人培训考试制度改革意见》中有关“驾校自学直考”信息虽然在一定程度上冲击了驾校业务，招生人数较 2014 年同期下降约 21.2%，但利润并未出现大幅下滑，2012 年至今驾校业务整体大幅提升。

图 19：公司 2012-2015 年驾校业务净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.3 对标东方时尚，驾校业务具备较大估值修复空间

与东方时尚在同一地区竞争，业务估值可相类比。东方时尚在北京驾校业务占比，第一，北巴传媒旗下的公交汽车驾驶学校目前位列前三。东方时尚作为上驾校概念第一股，上市以后立即获得市场追捧，PE 维持在 50 倍左右，而若以其作为估值水平参照，北巴传媒仅这一块业务就可获 35 亿估值。

表 4：公司北京地区主要竞争对手

名称	简介	规模	2012 年毕业人数
公交汽车驾驶学校	成立于 1953 年，现隶属于北京巴士传媒公司	公交驾校现有各类教练车 700 余部	25400
海淀汽车驾驶学校	成立于 1985 年，占地 3000 余亩	拥有训练车、摩托教练车 700 多台	33200

东方时尚驾驶学校 成立于 2005 年

拥有训练车辆 3497 辆, 员工 5401 人

53840

资料来源: 互联网, 申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

首次覆盖给予“增持”评级。我们预计 2016-18 年 EPS 分别为 0.56、0.61 和 0.70 元/股, 其中传统业务板块 2016-18 年 EPS 分别为 0.50、0.46、0.47 元/股 (其中 2016 年 0.50 元/股中包含约 0.08 元/股处置明晖公司投资收益), 新能源业务板块 2016-18 年 EPS 分别为 0.06、0.15、0.24 元/股。我们认为后续盈利预测存在进一步上调空间: 1) 传统业务板块媒介资源具备量价提升空间进一步提高盈利水平; 2) 未来基于传统媒体战略转型进行外部并购有望总体提升利润水平; 3) 新能源充电桩业务预测相对保守未来超预期空间较大。

传统业务板块平均 PE 在 31 倍, 新能源充电桩运营板块平均 PE 在 101 倍左右, 我们给予公司传统业务板块 16 年 30 倍 PE, 对应市值 60 亿, 新能源充电桩业务板块 2016-20 年对北巴传媒利润贡献分别为 0.23、0.61、0.95、1.27、1.59 亿, 我们给予 40 亿市值空间, 对应新能源业务 2016-20 年 PE 水平分别为 175/66/42/32/25。我们认为公司 6 个月合理股价水平为 24.8 元/股, 对应市值目标为 100 亿, 尚有 45% 空间。

表 5: 北巴传媒利润预测表

利润表					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	3,000	3,011	3,228	3,574	3,867
二、营业总成本	2,733	2,760	2,935	3,113	3,285
其中: 营业成本	2,249	2,236	2,365	2,561	2,721
营业税金及附加	43	44	47	52	57
销售费用	202	215	231	232	240
管理费用	224	243	260	232	232
财务费用	14	20	31	35	35
资产减值损失	1	3	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	(22)	45	0	0
三、营业利润	270	228	338	461	582
加: 营业外收入	3	9	5	6	6
减: 营业外支出	1	2	1	1	1
四、利润总额	272	235	342	465	587
减: 所得税	72	71	81	127	161
五、净利润	200	165	260	337	426
少数股东损益	11	19	34	91	143

归属于母公司所有者的净利润	189	146	226	246	284
六、基本每股收益	0.47	0.36	0.56	0.61	0.70
全面摊薄每股收益	0.47	0.36	0.56	0.61	0.70

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 6: 可比公司估值表

代码	简称	收盘价	EPS			PE		
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
300058.SZ	蓝色光标	10.6	0.17	0.41	0.61	63.3	26.2	17.5
002400.SZ	省广股份	18.8	0.66	0.79	1.00	28.6	23.7	18.9
603377.SH	东方时尚	39.8	0.81	0.91	1.09	48.8	43.5	36.6
平均						46.9	31.2	24.3
000909.SZ	数源科技	23.7	0.12	0.21	0.35	193.5	113.5	68.7
300001.SZ	特锐德	25.6	0.18	0.29	0.42	143.1	88.4	60.8
平均						168.3	100.9	64.7

资料来源: Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。