

分众传媒(002027)/营销传播

生活圈媒体龙头, 线下平台流量变现空间大

评级: 买入(首次)

市场价格: 11.92

目标价格: 15.7

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

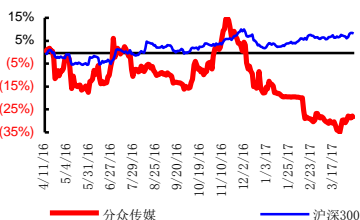
分析师: 宋易潞

执业证书编号: S0740517010003

Email: songyl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	8,737
流通股本(百万股)	3,543
市价(元)	11.92
市值(百万元)	104,143
流通市值(百万元)	42,236

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7,497.26	8,627.41	10,213.12	11,922.36	13,802.49
增长率 yoy%	428.80%	15.07%	18.38%	16.74%	15.77%
净利润	2,414.83	3,389.14	4,452.52	5,485.30	6,401.23
增长率 yoy%	2052.57%	40.35%	31.38%	23.20%	16.70%
每股收益(元)	7.99	0.82	0.51	0.63	0.73
每股现金流量	8.33	0.64	0.73	0.56	0.65
净资产收益率	43.35%	73.70%	57.91%	47.82%	40.45%
P/E	0.91	51.67	23.49	19.07	16.34
PEG	0.00	1.28	0.75	0.82	0.98
P/B	0.40	2.91	0.49	0.33	0.24
备注:					

投资要点

- 生活圈媒体业务稳步增长, 垄断地位仍具备提价空间。**公司瞄准生活空间快速布局, 已成为生活圈媒体龙头。据益普索数据, 公司在楼宇视频媒体市占率约 95%, 框架媒体市占率约 78%。楼宇视频媒体市场公司已接近垄断, 框架媒体渗透率仍有空间, 将受益三四线城市新增楼宇媒体增量。强制性收视、低干扰和高品位的环境、高收入人群覆盖的千人成本显著低于电视台等优势使得其成为广告主品牌传播的重要选择, 具备提价空间。未来刊例价提高、资源数量增加及刊挂率提升将驱动收入增长, 凭借垄断地位锁定成本实现高利润率。
- 影院映前广告快速扩张。**影院数、屏幕数以及观影人数的增加有助于提升影院媒体投放效果, 2016 年上半年, 影院映前广告增速高达 77.1%。公司在影院映前广告市占率约 55%, 凭借 5000 余家广告主合作关系及自身品牌实力和长期经验, 有望受益行业快速增长趋势, 并提升市场份额。
- 借助线下流量入口进军娱乐体育金融, 打造垂直生态圈。**公司极高品牌认知度、全国媒体资源和优质客户资源, 铸就线下流量龙头, 未来生态圈延伸空间大: 娱乐体育领域布局短视频、健身、电竞及娱乐体育经纪等, 切入内容端实现渠道流量充分利用, 并延伸到体育赛事广告, 结合自身丰富的 B 端广告主资源和 C 端用户资源, 为对方导流并形成协同。切入 O2O 服务与金融垂直场景, 通过场景迁移将流量向用户转化, 进一步转化为交易, 形成连接人与信息、人与服务、人与金融的生态圈, 未来流量变现具备想象空间。
- 投资建议:** 我们预计公司 2017/2018 年归母净利润 54.85/64.01 亿, EPS 分别为 0.63/0.73 元, 暂不考虑娱乐体育金融板块的业绩贡献, 仅考虑其未来协同和平台带来的价值重估。参照数字营销板块估值, 考虑公司的线下流量规模和媒体价值, 综合给予公司 2017 年 25 倍 PE, 目标价 15.7 元。
- 风险提示:** 广告行业增速放缓风险, 限售股解禁风险。

内容目录

生活圈媒体业务稳步增长，影院广告加速渗透	- 4 -
瞄准生活空间快速布局，铸就生活圈媒体龙头	- 4 -
楼宇视频媒体及框架媒体形成垄断地位	- 7 -
刊例价提升、资源量增加及刊挂率提升驱动未来收入增长	- 10 -
影院广告市占率过半，受益行业高增长	- 12 -
进军娱乐体育金融打造垂直生态圈	- 13 -
线下流量龙头未来生态圈延伸价值巨大	- 13 -
布局泛娱乐及体育内容端并发掘广告机会	- 13 -
投资金融及 O2O，开创人与信息、服务和金融对接的生态圈	- 18 -
多基金合作广泛拓展新领域	- 20 -
盈利预测与估值	- 21 -
风险提示	- 21 -
广告行业增速放缓风险	- 21 -
限售股解禁风险	- 21 -

图表目录

图表 1：公司历史沿革	- 4 -
图表 2：公司股权结构	- 4 -
图表 3：公司历年获得奖项	- 5 -
图表 4：公司收入规模（亿元）及增速	- 5 -
图表 5：公司利润规模（亿元）及增速	- 5 -
图表 6：公司各项业务收入占比	- 6 -
图表 7：影院媒体贡献逐年提升	- 6 -
图表 8：公司毛利率净利率变动	- 6 -
图表 9：公司三项费用率变动	- 6 -
图表 10：经营性现金流及收现比	- 7 -
图表 11：资产负债率情况	- 7 -
图表 12：历年政府补助金额及净影响	- 7 -
图表 13：广告行业市场规模及增速	- 8 -
图表 14：2016 年广告行业分类占比	- 8 -
图表 15：2016 上半年各类广告媒体增速	- 8 -
图表 16：楼宇广告增速	- 9 -
图表 17：公司楼宇视频媒体收入及增速	- 9 -
图表 18：楼宇视频媒体市场份额	- 9 -
图表 19：分众楼宇框架媒体终端数量及增速	- 10 -

图表 20: 楼宇框架媒体市占率情况.....	- 10 -
图表 21: 一线城市分众与当地电视广告 CPM 对比	- 11 -
图表 22: 二线城市分众与当地电视广告 CPM 对比	- 11 -
图表 23: 风向标人群 视频类媒体周到达率%.....	- 11 -
图表 24: 楼宇视频媒体资源统计	- 12 -
图表 25: 框架媒体资源统计.....	- 12 -
图表 26: 分众在影院媒体市场份额.....	- 13 -
图表 27: 一下科技旗下产品.....	- 14 -
图表 28: 一下科技融资情况.....	- 14 -
图表 29: 微博日均视频播放量 (亿次)	- 14 -
图表 30: 今日头条短视频阅读量 (亿次)	- 14 -
图表 31: 一下科技产品矩阵.....	- 15 -
图表 32: 咕咚历次融资	- 15 -
图表 33: 中国体育产业增加值变动.....	- 16 -
图表 34: 咕咚运动界面	- 16 -
图表 35: 《2016 上半年中国 APP 分类排行榜》	- 16 -
图表 36: 中国游戏市场收入规模及增速	- 17 -
图表 37: 电竞玩家数量及增速	- 18 -
图表 38: 电竞市场规模.....	- 18 -
图表 39: 公司移动电竞联赛比赛项目	- 18 -
图表 40: 拿铁财经界面	- 19 -
图表 41: 还呗低利息优势	- 19 -
图表 42: 实惠 app 界面	- 20 -
图表 43: 数字营销行业可比公司	- 21 -
图表 44: 合并报表预测.....	- 22 -

生活圈媒体业务稳步增长，影院广告加速渗透

瞄准生活空间快速布局，铸就生活圈媒体龙头

- 分众传媒创立于 2003 年，是全球第一家楼宇广告媒体，也是中国生活圈媒体龙头，其创始人是江南春。分众传媒创立后不久，先后获得软银、鼎晖投资、高盛超过 4000 万美金的投资，并于 2005 年登陆纳斯达克，成为中国广告传媒的第一股。分众传媒于 2013 年完成私有化，2014 年拆除 VIE 结构，并于 2015 年成功借壳七喜控股回归 A 股。

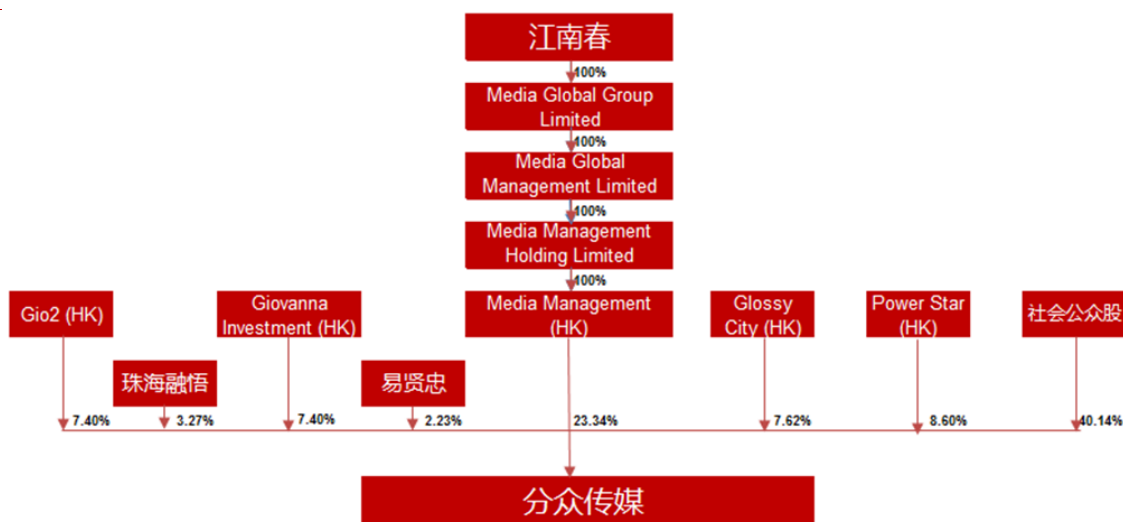
图表 1：公司历史沿革

年份	事项
2003 年-2004 年	分众传媒创立，获软银、鼎晖、高盛超过 4000 万美元投资。
2005 年	登陆纳斯达克，成为中国广告传媒第一股。
2006 年	收购聚众传媒、框架传媒，并购央视三维进军影院映前广告市场。
2007 年	入选纳斯达克 100 强指数股，成为首个入选该指数的中国传媒股。
2009-2010 年	Kantar 集团推出 Infosys OOH，建立电梯媒体广告效果评估模型。
2011 年-2012 年	推出新一代互动电梯电视，内置 wifi 和 iBeacon，进入互动时代。
2013 年-2014 年	完成美股私有化，推出向上云计算战略；以物业云、百度云为组合实现更精准的投放。
2015 年	回归 A 股市场，成为首家回归 A 股的中概股，市值突破 1000 亿元。
2016 年	入选沪深 300、中证 100 指数股，成为中国市值最大的文化传媒股。

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 目前，江南春通过 Media Management(HK)持有分众传媒 23.34% 股权，为分众传媒的实际控制人。分众传媒注入资产作价 457 亿元，承诺在 2015-17 年度实现的扣非净利润数分别不低于人民币 29.58 亿元、34.22 亿元、39.23 亿元。

图表 2：公司股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司聚焦生活圈媒体，特定场景下价值凸显，龙头地位形成。公司的主要产品为楼宇媒体、影院媒体、卖场终端视频媒体等，覆盖城市主流消费人群的工作场景、生活场景、娱乐场景、消费场景，并相互整合成为生活圈媒体网络。据益普索等统计，公司在楼宇视频媒体领域市场占有率

率约为 95%，是楼宇视频媒体领域的开创者和绝对龙头。在框架媒体领域的市场占有率约为 70%，全国影院映前广告领域市场占有率约为 55%，与超过 5000 家广告主及广告代理公司建立长期稳定合作。

- **公司的媒体网络所覆盖的生活圈是广告受众人群每天所必经的场景：**楼宇媒体把广告植入到受众特定的空间——封闭的电梯间环境中、特定的时间——无聊的等待时间中；影院广告把广告植入到受众观影前特定的空间——封闭放映厅、特定的时间——等待正片放映的 5~10 分钟内；迫使受众形成对广告较为充分的收视与关注。

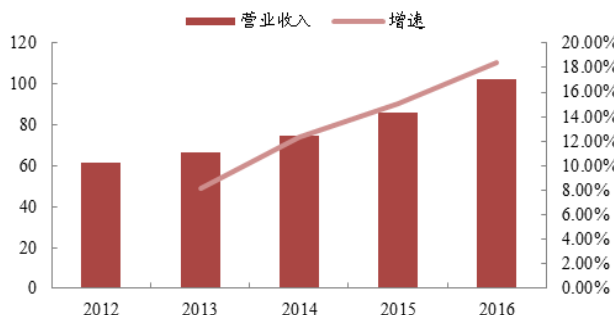
图表 3：公司历年获得奖项

年月	奖项
2004	中国年度创意传媒
2005	最具品牌感召力的高端大媒体
2006	1980-2005 中国 25 大典范品牌企业
2007	《中国广告》“2006 最具成长性媒体”“2006 年度新媒体贡献奖”
2008	2008 新媒体十大影响力创新品牌,最佳传媒创意奖—广告经营奖
2009	2007-2008 年度中国本土十大新媒体公司,户外新媒体十大领军品牌
2010	2009 年度最具影响力传媒机构
2011	2011 年度移动互联创新奖
2012	第三届中国经典传播虎啸大奖 2011 年度经典传播价值媒体奖
2014	第五届中国经典传播虎啸大奖·2013-2014 年度传媒大奖, iworld2014 互动营销世界“世界杯优秀营销大奖”, 2014 中国广告长城奖媒介营销奖银奖
2015	《中国广告》“2014 中国广告户外移动整合传播贡献大奖”, 2015 金投赏媒体公司组户外银奖, 2015 中国广告长城奖媒介营销奖银奖
2016	第 7 届虎啸奖三项大奖, 第 16 届 IAI 国际广告奖四项大奖, 2016 金投赏金奖、金榜奖两项金奖、金鼎奖六大奖项, 中国最受尊敬企业

来源：公司公告，中泰证券研究所

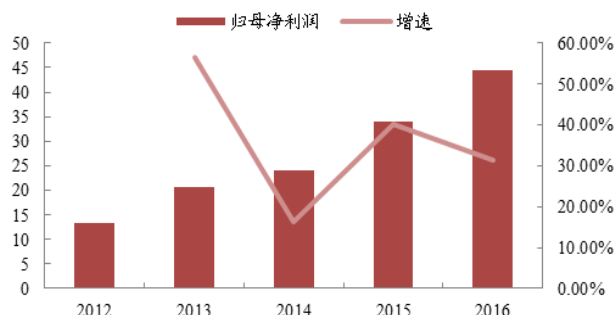
- **公司近年来营业收入和归母净利润均实现稳健增长,2016 业绩快报披露收入 102.13 亿元，同比增长 18.38%，归母净利润 44.52 亿元，同比增长 31.38%。**

图表 4：公司收入规模（亿元）及增速



来源：wind, 中泰证券研究所

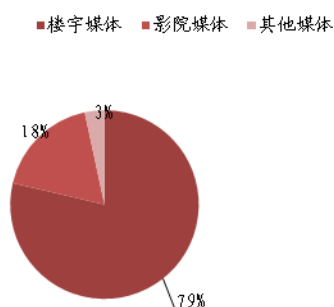
图表 5：公司利润规模（亿元）及增速



来源：wind, 中泰证券研究所

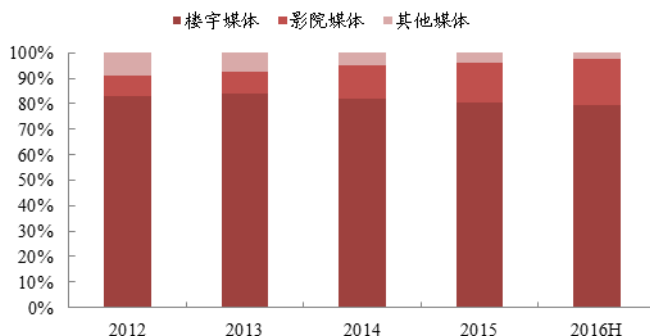
- 楼宇媒体广告业务依然是公司收入主要来源，影院媒体贡献逐年提高。2016 上半年，公司楼宇媒体广告业务的收入占整体收入的 79%，作为公司首创的广告业务，楼宇媒体对于公司收入的影响依然最大。此外，作为公司增速最快的业务，影院媒体业务对于收入的贡献持续增加：2016 上半年公司影院媒体占比约为 18%。

图表 6：公司各项业务收入占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

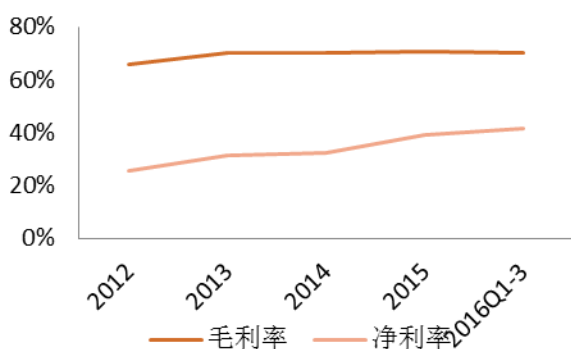
图表 7：影院媒体贡献逐年提升



来源：公司公告，中泰证券研究所

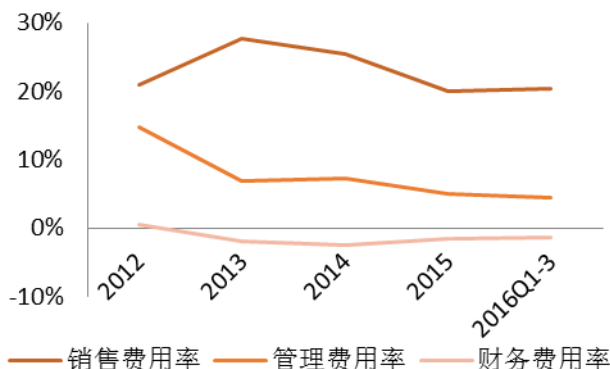
- 就盈利能力而言，公司毛利率和净利率均较高，且净利率逐年提升：分众传媒 2016 年快报净利率达 43.6%，较 2013 年提高 11.4 个百分点，盈利能力极大提高。通过业务拆分，我们发现业务结构优化和各业务毛利率提升是分众传媒毛利率提升的主要原因：毛利率较高的楼宇传媒和影院传媒业务的比例逐年提升，且影院传媒业务的毛利率亦从 2013 年的 50.9% 提升至 62.2%。
- 公司效率提高，管理费用率和销售费用率大幅下降是公司净利率提高的另一原因：公司的销售费用率由 2012 年的 27.1% 下降至 2016 年前三季度的 20.4%，管理费用亦下降 4.5 个百分点，由 9% 降至 4.5%。

图表 8：公司毛利率净利率变动



来源：公司公告，中泰证券研究所

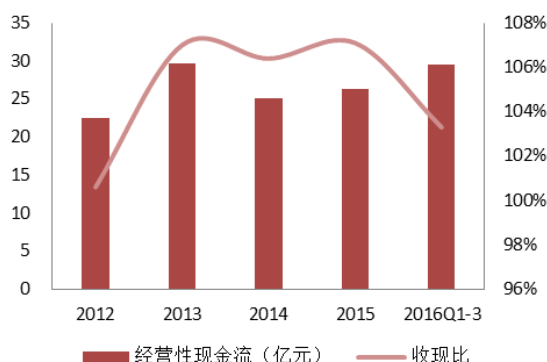
图表 9：公司三项费用率变动



来源：公司公告，中泰证券研究所

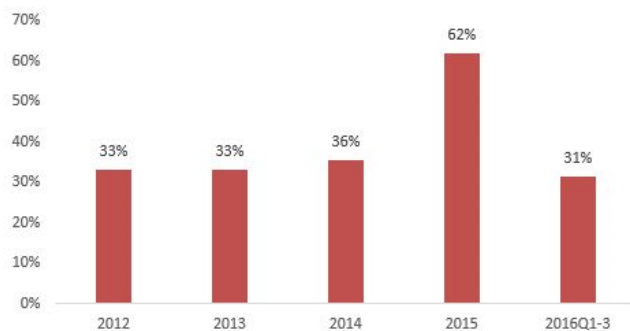
- 公司经营现金流充裕，收现比维持 100% 以上，资产负债率低。除 2015 年募集配套资金的周转影响导致资产负债率短期偏高外，公司资产负债率整体处于低位，融资能力仍强。

图表 10: 经营性现金流及收现比



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 资产负债率情况



来源: wind, 中泰证券研究所

- 政府补助有望持续, 预计 2017 年税后净额占归母净利润 10-15%。**政府补助主要为营业税、所得税等返还, 2016 年上海长宁补助 4.8 亿, 据公告 2017 年政策将持续, 预计 2018 年有望续签 (2015 年续签一次, 维持 3 年), 2016 年宁波补助 3.3 亿, 预计 2017 年补贴幅度略降。2016 年成都补贴 1 亿, 按政策今年结束 (不排除后续出台其他)。此前年份公司也曾上海张江、闸北等地获取政府补助, 预计可以通过该谈判模式获取较为稳定的税收返还优惠。

图表 12: 历年政府补助金额及净影响

	2013	2014	2015	2016E
政府补助	2.48	3.68	4.7	8.6
所得税额	0.53	0.83	1.07	1.72
税后净影响	1.95	2.85	3.63	6.88
归母净利润	20.77	24.15	33.89	44
占比	9.39%	11.80%	10.71%	15.64%

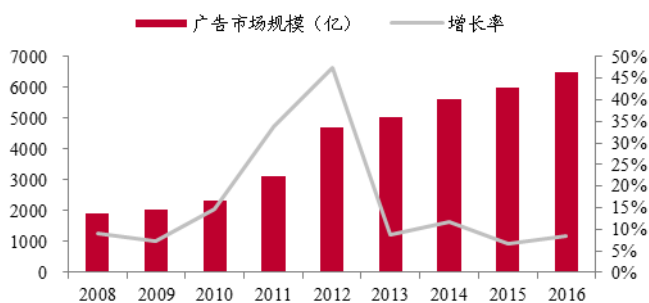
来源: 公司公告, 中泰证券研究所预测

- 2017 年一季报预告归母净利润 10.5-11.5 亿, 同比增长 61.7%-77.1%, 其中一季度确认政府补贴 3.9 亿, 税后影响 3.12 亿, 调整去年一季度政府补贴影响额 (3000 万左右) 后, 实际同比增长约 20-35%。**

楼宇视频媒体及框架媒体形成垄断地位

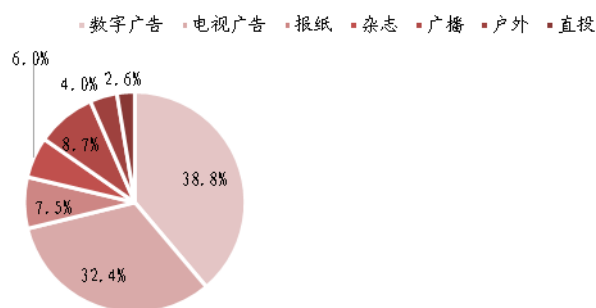
- 我国广告市场规模增速放缓, 新型广告媒体维持高增长。**根据智研咨询的统计, 广告市场 2015 年的规模为近 6000 亿元, 自 2013 年以来, 广告市场增速放缓, 2015 年增速为 6.5%, 与整体经济增速相当。
- 分类来看, 电视、PC 和移动媒体的比例占整个广告市场规模的比例最高, 分别为 37%/20%/16%。**以电视、报纸和杂志为代表的传统广告媒体式微, 2015 年收入增速分别同比下降 3.8%和 41.4%和 29.4%; 而以影院视频、商务楼宇视频、电梯海报和互联网为代表的新型广告媒体则维持相对高的增速, 分别为 77.1%, 23.1%, 28.9%和 26.9%。

图表 13: 广告行业市场规模及增速



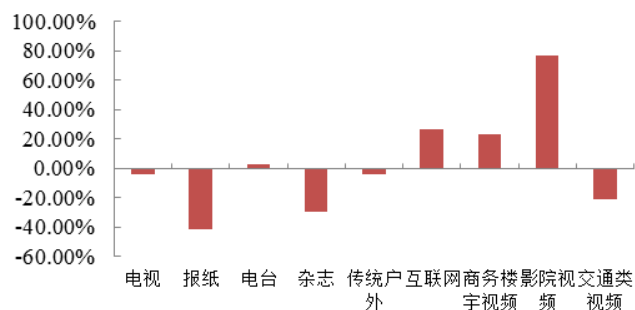
来源: 智研咨询, 中泰证券研究所

图表 14: 2016 年广告行业分类占比



来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

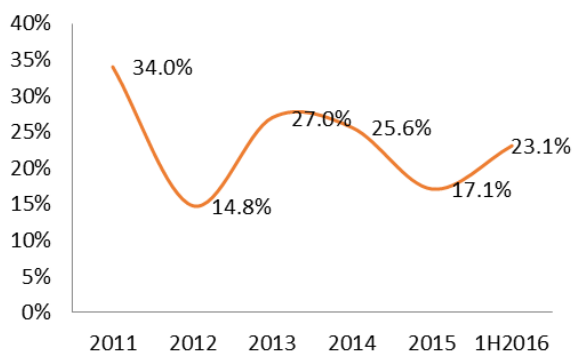
图表 15: 2016 上半年各类广告媒体增速



来源: CTR, 中泰证券研究所

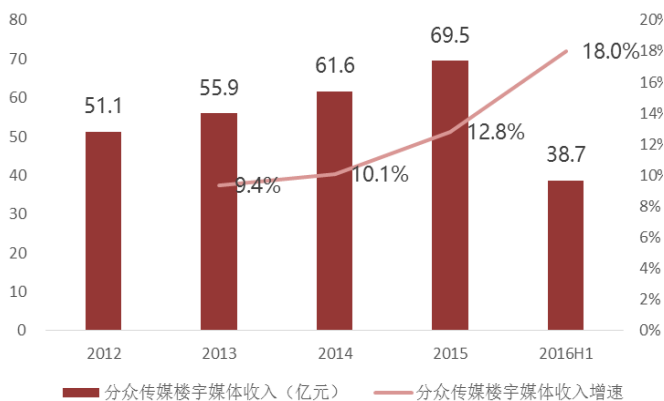
- **强制性收视、低干扰和高品位的环境以及直接目标锁定是楼宇视频媒体的优势。**楼宇媒体包括楼宇视频媒体和框架媒体，其中楼宇视频媒体是安装在高级写字楼电梯口或电梯内的液晶显示屏。在 2015 年传统广告投放下降 7.2% 的背景下，楼宇媒体广告收入仍保持 17.1% 的增速。主要因为其三大优势：
 - **1) “强制性”收视：**楼宇媒体通过选择电梯口的这个地点和受众电梯等候的这个特定的无聊时间，从而使得观看广告具有强制性，最大限度地发挥了广告发布的传播效应；
 - **2) 媒体环境低干扰和高品位：**楼宇视频媒体受众集中于代表中国主流消费能力的都市上班族，楼宇视频媒体充分渗透了此类受众的碎片化时间，以高频次的生动影音刺激受众的认知，使受众被动加强对广告的记忆，这种特性提升了广告投放到购买决策转化率，改善受众的品牌认知；
 - **3) 直接目标锁定：**楼宇视频广告的目标受众十分明确，将消费者群体有效锁定在高档公寓、办公楼和商业楼宇这样一个相对稳定的空间里，从而高、精、准地覆盖这一消费群体。
- **根据益普索咨询《2015 楼宇液晶电视市场份额报告》，公司在全国楼宇视频媒体领域市场占有率约为 95%，是楼宇视频媒体领域的开创者和绝对龙头。**截至 2016 年 6 月 30 日，公司拥有自营楼宇视频媒体约 19.2 万台，覆盖全国约 90 多个城市和地区。

图表 16: 楼宇广告增速



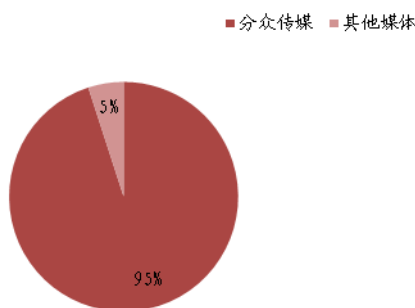
来源: CTR, 中泰证券研究所

图表 17: 公司楼宇视频媒体收入及增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 18: 楼宇视频媒体市场份额

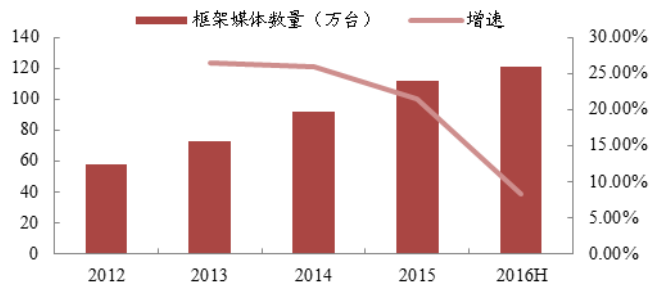


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司去年推出新一代智能屏幕, 拥有感应支付、上下屏联动播放, 手势感应互动等功能, 配备先进视频识别系统, 提升了刷卡体验、互动体验和创意空间; 还兼具云端控制、终端定位、人脸识别、距离判定等新功能, 形成对广告主增值服务。未来公司将建立云端大数据平台实现基于 LBS 的精准投放, 建立广泛的内置 Wi-Fi 和 iBeacon 的媒体网络, 打造 O2O 互动平台。
- 框架媒体存在于封闭的电梯空间中, 包括电梯海报等静态媒体广告形式, 楼宇框架媒体 2016 年上半年刊例花费增速达 29%。框架媒体广告是动态受众群体与静态广告内容有机结合。在搭乘电梯的碎片化时间中, 受众人群也会因为这种强迫式的高频次投放而产生深刻记忆。根据 AC 尼尔森统计, 框架传媒的广告有 50% 的几率促成广告购买。由于框架媒体传递信息的有效性, 也越来越受到广告主的欢迎。就框架媒体数量而言, 近几年均维持 20% 以上的增速, 表明该行业尚处于稳健增长阶段。2016 年上半年, 在传统广告媒体行业规模仅仅增加 0.1% 的背景下, 楼宇框架媒体刊例花费增速达 29%。
- 分众传媒是楼宇框架媒体双寡头之一, 市占率远超其他竞争对手。截至 2016 年 6 月 30 日, 公司框架媒体保有量超过 121 万块板位, 覆盖全国约 46 个城市, 2016 年前公司楼宇框架媒体数量增速年均超 20%。据益

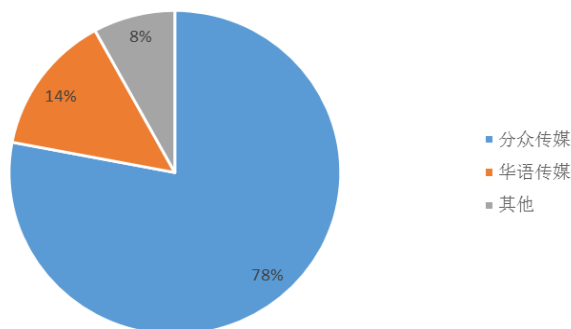
普索数据显示，楼宇框架媒体行业目前处于分众传媒、华语传媒双寡头垄断竞争格局，公司框架媒体业务的市场占有率约为 78%，远高于其他竞争对手。同时，公司在高端楼宇市场占有率高达 80%。

图表 19：分众楼宇框架媒体终端数量及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 20：楼宇框架媒体市占率情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

刊例价提升、资源量增加及刊挂率提升驱动未来收入增长

- **楼宇媒体刊例价仍有提升空间。**CTR 在 2005 年调研 12 城市分众传媒楼宇液晶电视媒体 CPM，结论表明分众在当地高收入人群的千人覆盖成本 (CPM) 明显低于当地电视台 (约为 CPM 最优电视台的十分之一)，具备较强竞争力和提价空间。
- 公司覆盖的 2 亿受众为 20-45 岁中高收入的城市主流消费群，也是引领消费升级的风向标人群。在视频类媒体中，对风向标人群分众电梯电视的周到达率是 52.6%，高于各大电视台和各大视频网站。而电梯海报周到达率 70.56%，也高于其他平面类户外媒体。
- 2005 年至今分众传媒覆盖范围从 45 个城市发展到 120 个，城市主流人群的日均到达从 3000 万提升到 5 亿人次。由于覆盖楼宇和入流量增长超过其刊例价增长，CPM 已进一步降低，即使电视广告刊例价近年有所下降，公司仍具备突出价格优势和提价空间。

图表 21：一线城市分众与当地电视广告 CPM 对比

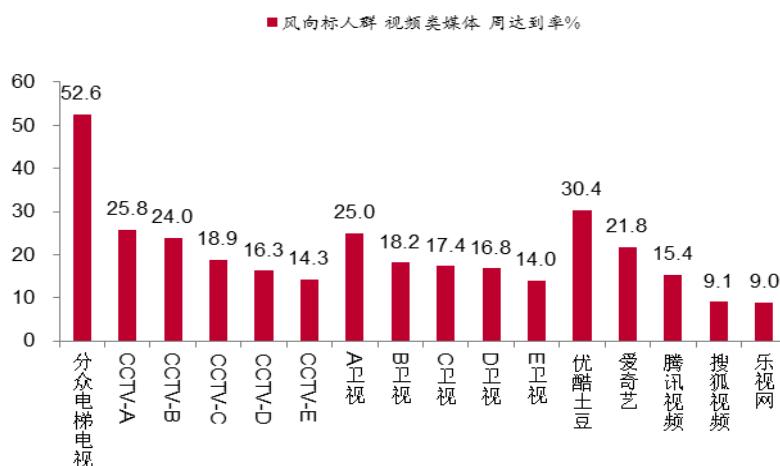
	Focus Media 单个广告 CPM	当地电视广告 CPM	当地 CPM 最优的电视 CPM	3000+Focus Media 单个广告 CPM	3000+当地电视台广告 CPM	当地 3000+CPM 最优的电视 CPM
上海	71	162	84	81	2,948	1,331
北京	113	129	72	130	3,391	1,111
广州	62	90	57	74	2,959	1,472
深圳	71	150	110	81	968	834

来源：CTR 研究，中泰证券研究所 注：3000+指个体月收入在 3000 元以上，当年全国城镇居民可支配收入 10493 元/年，深圳/上海分别为 21494/18645 元/年，因此 3000+月收入可代表一线城市高收入群体

图表 22：二线城市分众与当地电视广告 CPM 对比

	Focus Media 单个广告 CPM	当地电视广告 CPM	当地 CPM 最优的电视 CPM	2000+Focus Media 单个广告 CPM	2000+当地电视台广告 CPM	当地 2000+CPM 最优的电视 CPM
长沙	44	252	117	53	6,577	3,038
成都	58	108	82	72	18,717	8,872
大连	85	43	37	104	1,686	1,498
杭州	134	233	114	159	2,761	1,144
南京	236	278	232	282	7,424	5,120
青岛	68	96	79	84	1,522	1,053
武汉	112	116	95	136	5,371	3,606
重庆	65	279	166	80	17,473	7,564

来源：CTR 研究，中泰证券研究所 注：当年全国城镇居民可支配收入 10493 元/年，深圳/上海分别为 21494/18645 元/年，因此 2000+月收入可代表二线城市高收入群体

图表 23：风向标人群 视频类媒体周到达率%


来源：CTR 研究，中泰证券研究所

- 未来刊挂率提升及三四线城市新增楼宇媒体资源将形成增量。**公司的楼宇框架媒体在一线城市及主要二线城市的刊挂率持续提升，截至 2015 年 5 月，分众传媒在一线和主要二线城市的框架媒体刊挂率大多在 40%-55%之间，未来还有较大的提升空间。此外，三四线城市资源数亦

将增加，目前分众框架媒体只覆盖了 40 多个城市，中国总共有 300 多个地级市可覆盖，后续仍有增量。

图表 24：楼宇视频媒体资源统计

项目	2012	2013	2014	2015	2016
楼宇视频媒体（含互动屏）数量（万台）	12.62	12.25	13.37	13.88	19.2
A1 套装刊例价（元/周，北京）	537,840	645,840	770,400	896,400	

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 25：框架媒体资源统计

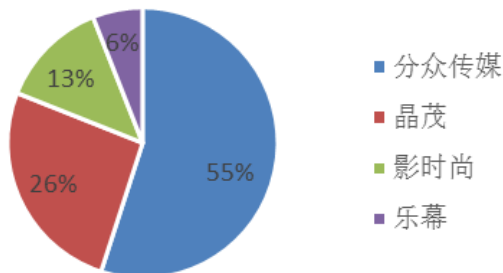
项目	2012	2013	2014	2015M5
框架 1.0（万台）	50.55	65.78	88.52	99.41
刊例价（元/周，北京）	598	658	698	768
框架 2.0（万台）	7.19	7.22	7.49	7.53
刊例价（元/周，北京）	368	398	398	438

来源：公司公告，中泰证券研究所

影院广告市占率过半，受益行业高增长

- **影院媒体广告是广告行业中增速最快的板块。**2015 年全年和 2016 年上半年，影院媒体广告增速分别高达 63.8% 和 77.1%，远远高于其他广告形式。影院视频广告包括映前广告、贴片广告和植入广告，贴片广告和植入广告都是由片方主导销售，而映前广告则是由影院主导销售。
- 根据 2015 年益普索咨询出具的《影院媒体基础研究报告》，90% 的观影者会在影片播放前观看广告片。影院密闭、舒适的环境、富有视觉冲击力的大银幕和震撼的音响效果带来的影音效果满足了受众的视听体验，吸引受众眼球使其更愿意投入观看广告内容，从而使得影院广告形成了最高可达 70% 的到达率。影院数、屏幕数以及观影人数的增加亦有助于提高影院媒体的效果，促进影院媒体广告的发展。
- 根据艺恩咨询 2015 年出具的《映前广告资源研究报告》，分众传媒在全国影院映前广告领域市场占有率约为 55%。公司的竞争对手主要包括晶茂（中国）电影传媒、华夏时报和中影营销，三家公司的成立时间均为 2008 年，晚于分众传媒，且市占率和议价能力均不及分众。
- 截至 2016 年 6 月 30 日，公司签约的影院共 1270 多家，合同覆盖的银幕超过 8300 块，覆盖全国约 270 多个城市的观影人群。作为行业的领导者，公司拥有超高的市场占有率和强大的市场定价和议价能力，充分地把握着行业市场的主导权。龙头地位保障了公司未来充分享受映前广告行业的快速增长。

图表 26：分众在影院媒体市场份额



来源：艺恩咨询，中泰证券研究所

- 卖场媒体业务受电商冲击影响，收入占比呈下降趋势。卖场终端视频媒体把广告植入到消费者在卖场购物所必经的货架前。截止 2015 年年底，分众传媒卖场终端视频媒体约 5.9 万台，主要分布于沃尔玛、家乐福等大型卖场及超市超过 2,000 家。由于卖场媒体业务受电商冲击影响，收入占比呈下降趋势。2016 上半年，卖场收入仅占 3.4%。

进军娱乐体育金融打造垂直生态圈

线下流量龙头未来生态圈延伸价值巨大

- 公司历经十余年打造了极高的品牌认知度，具备覆盖全国媒体资源和优质客户资源，借助生活圈的封闭空间投放带来有效收视与关注，形成了线下流量龙头地位。凭借分众已经占据的公寓社区和写字楼作为天然的线下流量入口，将流量变用户，用户转交易，通过新场景定义形成生态闭环。
- 当前品牌传播成功途径一是融入消费者核心娱乐，二是融入消费者核心生活轨迹，后者分众已经占据，前者典型如体育赛事和大型娱乐项目冠名和广告植入等，因此未来五年分众将向娱乐体育产业发力。据澎湃新闻报道，分众将持续加大在体育娱乐领域的投资，进入电视综艺内容的制作发行，电影制作宣传发行，体育节目制作发行和赛事运营等领域，通过投资或并购头部力量，不局限于国内，将分众 B 端广告主的资源和 C 端用户资源结合，发掘广告机会。

布局泛娱乐及体育内容端并发掘广告机会

1) 参股一下科技，布局短视频内容端

- 近期，公司参与的光控众盈产业基金以 6200 万美元投资于国内移动视频行业领军企业一下科技，助力其完成总额达 5 亿美元 E 轮融资。

图表 27：一下科技旗下产品



来源：官网，中泰证券研究所

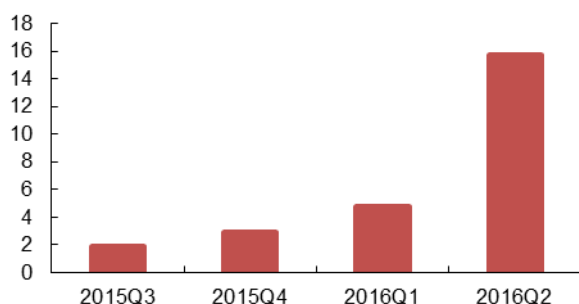
图表 28：一下科技融资情况

时间	阶段	融资额	融资方
2012	天使轮	不详	晨兴创投
2012	A 轮	数百万美元	红点创投领投
2013	B 轮	2500 万美元	新浪领投，红点创投、晨兴创投跟投
2014	C 轮	5000 万美元	凯鹏华盈领投，新浪微博、StarVC 跟投
2015	D 轮	2 亿美元	新浪微博领投，红杉资本、韩国 YG 娱乐等跟投
2016	E 轮	5 亿美元	新浪 微博领投，SMG 旗下产业投资基金、微影时代以及光控众盈产业基金、凤凰投资、尚诚资本、乐逗等跟投

来源：新浪等，中泰证券研究所

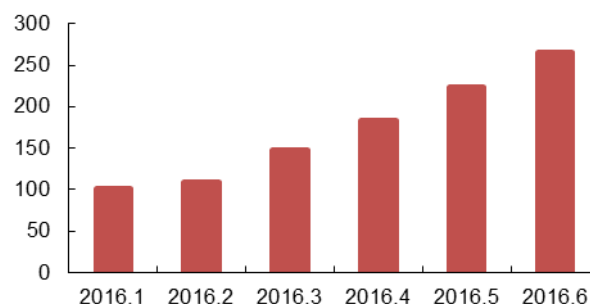
- 短视频流量迎来高速增长。**易观智库数据显示，截止到 2016 年 3 月，中国短视频市场活跃用户规模为 3119 万人，相比于 2014 年短视频爆发的时候，增长了 66.6%。微博第二季度的日均视频播放量是第一季度的 3.3 倍。今日头条的短视频播放量上半年增长 260%，日均播放量高于 10 亿，超过了图文内容。图文和短视频内容比重的此消彼长，已成定势。

图表 29：微博日均视频播放量（亿次）



来源：易观智库等，中泰证券研究所

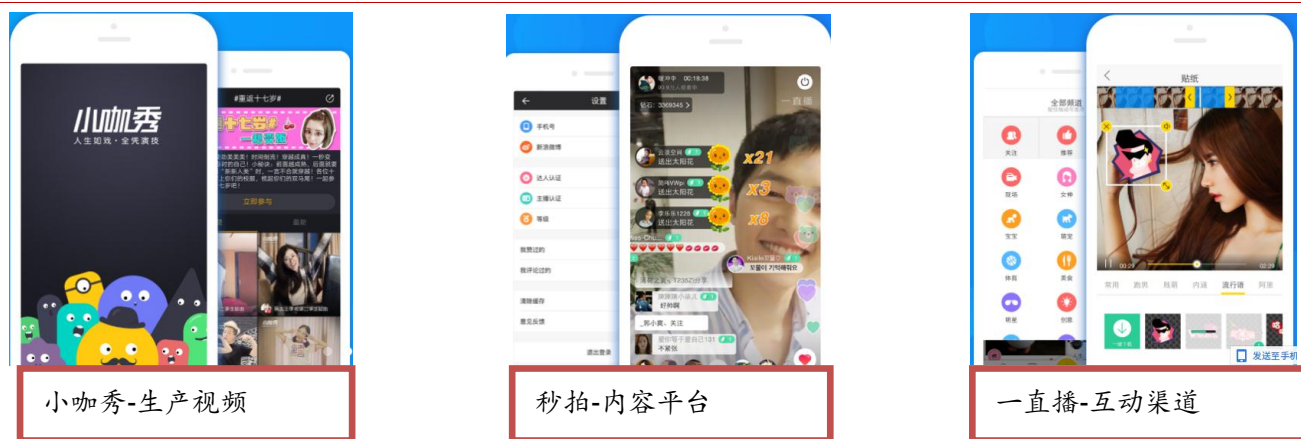
图表 30：今日头条短视频阅读量（亿次）



来源：易观智库等，中泰证券研究所

- 一下科技是短视频领域的龙头企业，旗下拥有秒拍、小咖秀、一直播三个产品组成的视频矩阵：**小咖秀是生产视频的工具，秒拍是承载视频内容的平台，一直播则是偏互动性的沟通渠道。据统计，秒拍与小咖秀的日播放量峰值已突破 25 亿次，日均上传量突破 150 万条，日均覆盖用户超过 7000 万。其中，“秒拍”产品，每日视频上传量超过 100 万，日播放次数则达到 5.1 亿次；而“小咖秀”目前日活跃用户已突破 500 万大关。

图表 31：一下科技产品矩阵



来源：官网，中泰证券研究所

- 背靠微博，秒拍力图打造中国版 Youtube。作为一下科技的深度合作方，微博已参与其轮融资，并与秒拍共同出资 1 亿美元，创建一支专注移动视频与娱乐方向的投资基金，通过流量倾斜、品牌共建和广告分成来支持优秀短视频创作者的发展。秒拍平台的明星达人自带粉丝和流量，反哺微博巩固粘性，PGC 头部内容保障活跃用户，UGC 填补空白领域、满足长尾需求，并可通过智能推荐和深度挖掘实现二次传播价值。定位搞怪视频的小咖秀、定位直播互动的一直播，为秒拍形成补充。秒拍未来变现渠道包括电商、广告、内容 IP 开发、品牌授权等。
- 我们认为通过参与投资一下科技，分众布局短视频内容平台，并在短视频广告、电商、IP 等领域形成储备。公司也将结合自身丰富的 B 端广告主资源和 C 端用户资源，为一下科技导流并形成协同。

2) 投资咕咚进军体育消费领域

- 2016 年 5 月，公司与方源资本各出资 2 亿美元共同成立体育产业基金，合计 4 亿美元，并使用其中 3000 万美元投资运动社交平台咕咚。

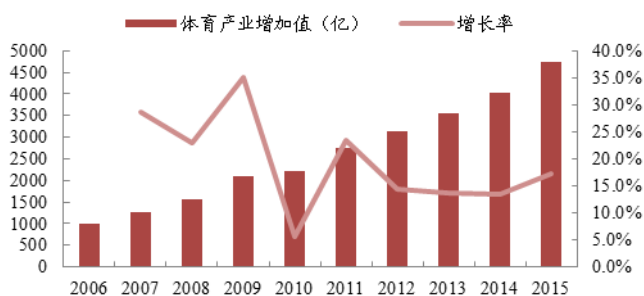
图表 32：咕咚历史融资

时间	阶段	融资金额	融资方
2011	天使轮	2200 万元	盛大
2014	A 轮	6000 万元	深创投领投
2015	B 轮	3000 万美元	SIG 和软银资本
2016	C 轮	5000 万美元	分众方源体育基金领投，SIG、软银中国等跟投

来源：百度等，中泰证券研究所

- 体育产业迎来黄金发展期，2020 年总产值超 3 万亿。国家体育总局 5 月公布《体育发展“十三五”规划》，到 2020 年，全国体育产业总规模超过 3 万亿元，体育产业增加值的年均增长速度需明显快于同期经济增长速度，在国内生产总值中的比重达到 1%，体育服务业增加值占比超过 30%。2014 年中国体育产业总规模为 1.35 万亿，按照 2020 年达 3 万亿的目标，年复合增长率将达到 14.2%。

图表 33：中国体育产业增加值变动



来源：wind，中泰证券研究所

- **咕咚以全民运动社交为核心拓展线上线下赛事服务、电商消费领域。**其核心服务为运动 O2O、运动社交和运动大数据。运动 O2O 功能包括运动场地显示及点评、城市官方跑团等；运动社交包括基于运动轨迹搜索附近好友、分享数据等；运动大数据通过海量信息整合精准纠正 GPS 轨迹，并为用户提供运动指导。针对的运动类型从跑步拓展到骑行以及未来的冰雪类，瞄准更高消费能力用户群。
- **咕咚未来将进一步依托 6000 万用户社群，拓展线上线下赛事活动及场馆服务、高价值内容分享社区、移动支付解决方案、企业俱乐部福利体系、电商消费、运动安全保险等。**据报道 2016 年 6 月咕咚城市微马赛北京园博园站 2000 余名选手参赛，现场 14 家赞助商及合作伙伴。电商业务 2016 年 3 月后月交易额上升到几百万元，服务自有及代理品牌。

图表 34：咕咚运动界面



来源：咕咚 APP，中泰证券研究所

图表 35：《2016 上半年中国 APP 分类排行榜》

排名	APP 图标	APP 名称
1	小米运动	小米运动
2	悦跑圈	悦跑圈
3	Keep	Keep
4	咕咚	咕咚
5	乐动力	乐动力
6	每日瑜伽	每日瑜伽
7	动动	动动
8	虎扑跑步	虎扑跑步
9	点点运动	点点运动
10	益动 GPS 运动记录	益动 GPS 运动记录

来源：艾媒咨询，中泰证券研究所

- 我们认为分众将结合自身丰富的 B 端广告主资源和 C 端用户资源，助力咕咚在运动社交领域进一步强化升级。同时，也有利于公司将既有广告销售网络和推广优势延伸到体育产业，巩固增加公司在广告市场的份额。

3) 投资 WME-IMG 布局娱乐明星及赛事资源

- **2016 年 6 月分众方源体育基金向 WME-IMG 投资 4500 万美元，并出资 2250 万美元与 WME-IMG、红杉资本、腾讯共同成立中国公司。**

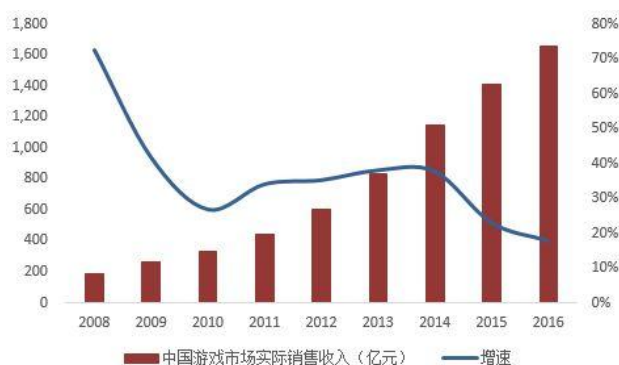
WME-IMG 是全球领先的娱乐、体育、时尚公司。目前已在超过 30 个国家拥有、运营或代理超过 800 场活动，2/3 的活动是体育，在世界范围内掌握有娱乐领域核心明星及体育赛事资源。WME 是美国最大的艺人经纪公司；而 IMG 除了是体育界最大的经纪公司，也是全球最大的独立体育节目制作者，每年为 200 多家主要体育组织及体育赛事制作超过 52000 小时的体育节目。近年来收购职业骑牛赛国际公司 PBR、职业 MMA 综合格斗赛事 UFC，并与时代华纳旗下的电视公司特纳打造 120 万美元电竞赛事 E-League。在时尚界拥有业内最大的模特经纪机构之一，也是纽约时装周和环球小姐大赛的主办方。

- 10 月 WME-IMG 正式任命 NBA 前全球战略副总裁马晓飞为 WME/IMG 中国公司总裁，后续有望通过体育赛事打开中国市场。我们认为，分众将通过自身线下 3 亿用户的影响力推动 WME-IMG 在中国体育、娱乐等领域各项业务的发展，并借助 WME-IMG 的资源满足广告主在体育赛事等投放广告需求，相互导流广告客户。

4) 投资英雄体育布局移动电竞产业

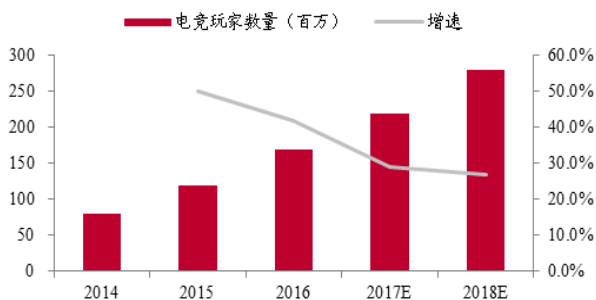
- 2016 年 7 月，公司子公司以 3 亿元领投英雄互娱旗下移动电竞赛事运营商英雄体育，持有其 8.242% 的股权。此外，印纪光大文化产业基金（印纪传媒），永桐基金等联合投资共计 3.4 亿元。
- **电竞市场规模持续扩张，移动电竞是未来成长趋势。**据中国音数协游戏工委、伽马数据、IDC 共同编写的《2016 中国游戏产业报告》，2016 年中国游戏市场销售收入达到 1655.7 亿元，同比增长 17.7%；中国电子竞技游戏市场销售收入达 504.6 亿元，同比增长 88%，2016 年赛事奖金已超 3 亿元。据艾瑞咨询，电竞产业 2015 年用户规模 1.2 亿，预计到 2018 年将达 2.8 亿。电竞用户已经成为直播、赛事、游戏等相关业态的支撑用户，预计该用户群体规模还将持续扩大。
- **电竞行业政策红利期来临。**2016 年，国家发改委发布“关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知”第 27 小项中，明确提及“开展电子竞技游戏游艺赛事活动”。教育部将电竞列入高等院校专业目录，近期，由国家体育总局体育信息中心主办的国家级综合性电子竞技赛事“2016 首届 CHINA TOP·国家杯电子竞技大赛”召开，总奖金近 400 万元。

图表 36：中国游戏市场收入规模及增速



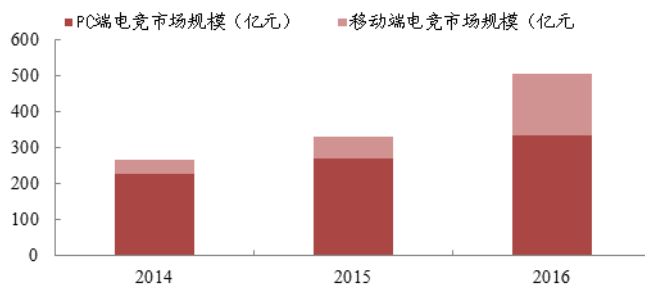
来源：GPC, IDC, CNG, 中泰证券研究所

图表 37: 电竞玩家数量及增速



来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

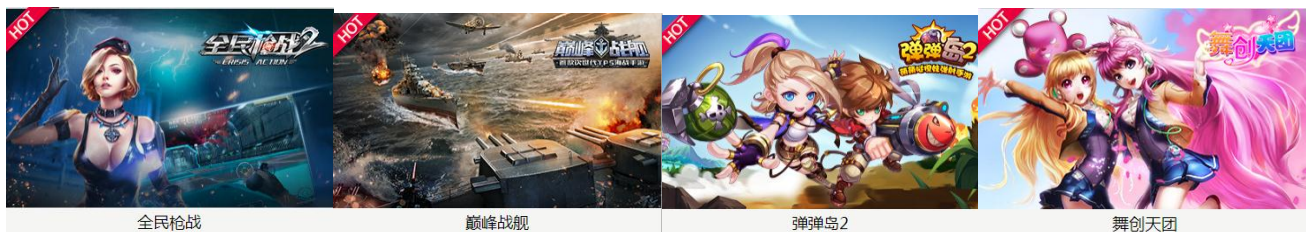
图表 38: 电竞市场规模



来源: 伽玛数据, 中泰证券研究所

- **英雄体育以移动电竞赛事举办及视频内容切入, 搭建线上线下完整体验, 并落地实体商业。**英雄体育承办了包括 HPL 英雄联盟在内的众多国内外电竞体育赛事, 首创了“赛事运营+现场体验+内容平台+增值服务”的电竞体育生态模式。旗下赛事注册用户已达 4 亿人次, 日活跃用户超过 5000 万人次, 月活跃用户约为 8000 万人次。英雄体育的赛事在亚洲各大城市均设有常规的巡回赛, 覆盖全亚洲大部分移动电竞赛事用户。旗下比赛项目有《全民枪战》、《舞创天团》、《巅峰战舰》和《弹弹岛 2》。实体商业领域, 英雄体育率先搭建赛事场馆, 发展基于电竞赛事、电竞战队的运动服饰、鞋类等衍生品的开发及销售。

图表 39: 公司移动电竞联赛比赛项目



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

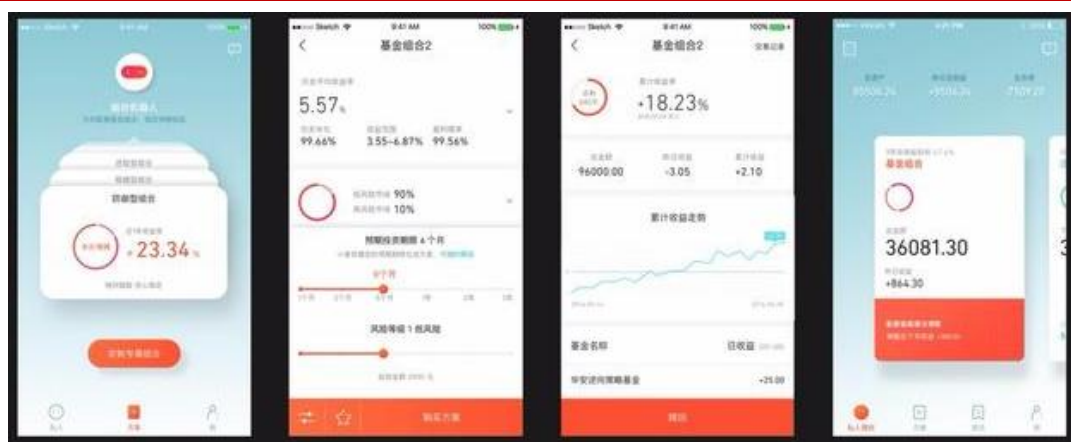
- **分众传媒与英雄体育协同主要体现在用户群导流:**我们认为, 随着电竞市场迎来爆发式增长, 一方面英雄体育通过分众传媒能在用户回家、上班、娱乐等必经生活场景上形成对主流电竞用户的影响力优势; 另一方面, 英雄体育能通过分众传媒完善的销售平台实现与主流广告主的对接, 以便英雄体育能够领先电竞行业, 抢先在扩大电竞赛事影响力的基础上提升盈利能力。

投资金融及 O2O, 开创人与信息、服务和金融对接的生态圈

- **分众的移动互联网+战略目标**是将分众从中国最大的媒体生活圈发展成为面对中国 2 亿都市主流人群, 连接人与信息、人与服务、人与金融的生态圈。除了通过向上的云计算、大数据以及向下的分众屏和用户手机端的 O2O 互动来重构人与信息的关系, 分众还计划为 2 亿多楼宇用户重构人与服务、人与金融的关系, 打造连结用户与生活消费服务的 O2O 平台和连接用户与互联网金融之间的高效服务平台。

- **金融领域布局白领理财、信用卡还款及小贷业务。**2016年1月全资子公司上海求众投资1亿获取数禾科技70%股权。数禾科技致力于借助移动互联网及大数据技术，为白领阶层提供智能、高效、差异化的财富管理服务。主要产品包括主打白领理财服务的拿铁财经及信用卡代偿的还呗；
- **拿铁财经瞄准白领理财服务。**面向都市白领提供智能理财、基金超市和财经资讯服务，核心是智能理财。2015年12月份产品上线，2016年3月份推出智能投顾产品。上线两个月即达10万+用户。创始人是前招商银行掌上生活APP的负责人徐志刚，用3年时间将掌上生活从10万做到了2000万客户。团队目前超过100人。拿铁财经将诺贝尔经济学奖的马克维茨理论与专家经验结合，一分钟定制专属投资组合，通过全球资产配置和弱相关分散投资降低风险，设置2000元的低门槛，并使用推荐的组合降低投资的波动性和提升夏普比率。

图表 40：拿铁财经界面



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **还呗聚焦白领信用卡还款。**面向白领用户提供低成本的信用卡还款解决方案，帮用户低息分期代还信用卡，用户再还款给还呗，根据用户信用记录，用户用还呗还款的利息最低仅为银行利息的50%，额度最高30000，且审核放款速度极快（最快3分钟审核、最快1秒钟到账）；用户通过手机就能解决信用卡还款需求。

图表 41：还呗低利息优势



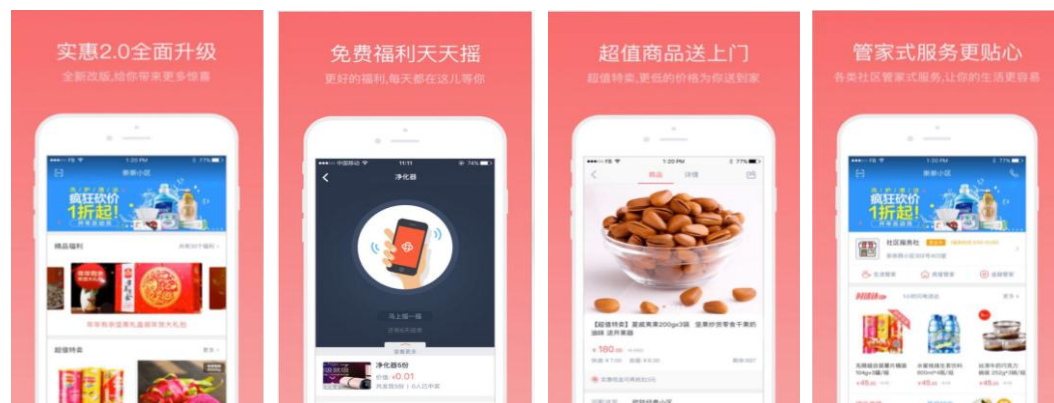
来源：APP，中泰证券研究所

- **设立分众小贷提供网络贷款。**公司以自有资金出资5000万美元设立分众小贷，面向个人与企业客户进行全国的网络贷款业务：1) 向公司现有广

告主（企业客户）提供资金来源以用于其业务发展及广告推广；2）通过向这些广告主的用户提供消费信贷，促进广告主产品或服务的销售；3）根据个人信用情况，面向个人用户提供信用卡代偿等信贷服务。

- 公司从事金融业务的目标客户群体与公司现有渠道覆盖人群高度匹配，将既有广告客户的服务渠道延伸到移动端，有助于公司将渠道流量转化为交易属性较强的平台用户，提升流量转化效率；有助于公司深化生活圈垂直金融和服务的提供，为后续创造 C 端用户盈利模式、实现用户交易转化奠定基础，同时也有助于公司获得更丰富、更精准的 C 端用户行为数据，为提升精准营销提供支持。
- **服务端涉足 O2O 服务平台。**公司联合易居中国联合新浪网、新浪微博、申通快递共同推出实惠 APP，定位于写字楼(社区)的移动生活 O2O 服务平台，已覆盖中国 40 个城市，注册用户超 1000 万。2016 年 7 月发布“100 平 to100 米”战略，布局线下社区服务社，截止目前开设了 237 家实惠服务社，服务 71 万户居民；联合大润发&飞牛网推出商品服务，包含时速达、每日鲜和特卖商品三种模式，并联合阿里健康推出社区健康服务，联合各大生活服务商推出便民服务，以及基于易居房地产属性开启房产服务，旨在打造一站式社区生活服务平台。

图表 42：实惠 app 界面



来源：APP，中泰证券研究所

- 我们判断未来公司有望通过自建、参股或兼并收购等多种方式拓宽 LBS 和 O2O 的广度和深度，通过连接社区用户与周边生活服务、连接办公楼宇与周边餐饮、外卖、代购、连接同一社区内或办公楼内的人与人的移动社交服务，为用户更好的提供基于地理位置的 O2O 生活消费服务。

多基金合作广泛拓展新领域

- 公司去年以来与光控浦益、众为咨询共同设立成长型新产业投资基金，公司指定的投资主体及业务管理团队成立的投资主体合计投入 4 亿参与设立，该基金认缴出资 50 亿，投资品牌类消费升级项目，娱乐文化内容及娱乐新技术新媒体项目，企业服务类项目，并成功投资一下科技；此外分别与清科投资、沸点资产、汇添富医健、达晨创投、风云资本各成立一投资基金，每只基金规模不超过 5 亿元，公司对前 4 只基金的认购金额不超过 2.5 亿元或 2 亿元。投向互联网新经济；医疗健康；物联网

与工业 4.0；文创与消费升级等。我们认为，公司借助并购基金和专业合作方有望拓展产业链布局，实现优质标的体外孵化和业务延伸协同，未来有望持续推进。

盈利预测与估值

- 公司业绩快报披露 2016 年收入 102.13 亿元，同比增长 18.38%，归母净利润 44.51 亿元，同比增长 31.34%。我们预计公司 2017-2018 年楼宇媒体收入增速为 12%/10%，影院媒体收入增速 40%/37%，其他媒体收入增速 -10%/-10%，综合收入规模为 119.22/138.02 亿，2017-2018 年贡献 54.85/64.01 亿归母净利润，EPS 分别为 0.63/0.73 元，暂不考虑娱乐体育金融板块的业绩贡献，仅考虑其未来协同效应带来的价值重估。
- 我们参照数字营销板块估值，考虑公司的线下流量规模和平台价值，给予 17 年 25 倍 PE，目标价 15.7 元，买入评级。

图表 43：数字营销行业可比公司

代码	简称	市值	净利润 (17E)	净利润 (18E)	PE (17E)	PE (18E)
002131.SZ	利欧股份	233	8.18	10.21	28	22
300058.SZ	蓝色光标	196	9.87	13.39	20	15
002400.SZ	省广股份	185	7.95	9.62	22	18
300038.SZ	梅泰诺	127	6.46	7.97	23	18
002712.SZ	思美传媒	89	2.98	3.95	30	23
300242.SZ	明家联合	71	3.15	3.81	25	21
300071.SZ	华谊嘉信	57	2.59	3.17	22	18
平均值					24	19

来源：中泰证券研究所 注：净利润为 wind 一致预期，股价取 4 月 7 日收盘价

风险提示

广告行业增速放缓风险

- 广告行业的下游涉及汽车、互联网及信息技术、快速消费品等多个行业，品牌主所处行业的发展状况直接影响其营销预算。如果宏观经济运行出现较大幅度的波动，可能间接影响公司的经营业绩。

限售股解禁风险

- 公司部分限售股于 2016 年 12 月及 2017 年 4 月解禁，若集中减持可能对股价形成冲击，存在短期回调风险。

图表 44: 合并报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,418	7,497	8,627	10,213	11,922	13,802	货币资金	150	4,884	3,176	6,880	11,416	16,598
增长率	6.02%	428.8%	15.1%	18.4%	16.7%	15.8%	应收账款	56	2,379	7,146	5,637	6,578	7,616
营业成本	-1,396	-2,234	-2,540	-3,009	-3,514	-4,075	存货	20	0	0	14	17	19
% 销售收入	98.5%	29.8%	29.4%	29.5%	29.5%	29.5%	其他流动资产	19	656	808	907	1,030	1,160
毛利	22	5,263	6,088	7,204	8,409	9,727	流动资产	244	7,919	11,130	13,439	19,041	25,394
% 销售收入	1.5%	70.2%	70.6%	70.5%	70.5%	70.5%	% 总资产	35.7%	89.5%	89.0%	73.7%	80.2%	84.6%
营业税金及附加	-1	-270	-310	-337	-358	-414	长期投资	139	25	500	906	1,026	1,156
% 销售收入	0.1%	3.6%	3.6%	3.3%	3.0%	3.0%	固定资产	234	343	310	137	-67	-293
营业费用	-61	-1,902	-1,729	-2,043	-2,325	-2,622	% 总资产	34.2%	3.9%	2.5%	0.7%	-0.3%	-1.0%
% 销售收入	4.3%	25.4%	20.0%	20.0%	19.5%	19.0%	无形资产	32	131	121	3,315	3,315	3,315
管理费用	-65	-539	-436	-439	-477	-552	非流动资产	440	930	1,372	4,799	4,715	4,619
% 销售收入	4.6%	7.2%	5.1%	4.3%	4.0%	4.0%	% 总资产	64.3%	10.5%	11.0%	26.3%	19.8%	15.4%
息税前利润 (EBIT)	-105	2,552	3,612	4,385	5,249	6,139	资产总计	684	8,849	12,502	18,238	23,757	30,013
% 销售收入	-7.4%	34.0%	41.9%	42.9%	44.0%	44.5%	短期借款	98	0	0	0	0	0
财务费用	-4	177	129	45	83	131	应付账款	92	1,541	6,664	7,719	8,900	10,220
% 销售收入	0.3%	-2.4%	-1.5%	-0.4%	-0.7%	-0.9%	其他流动负债	5	1,578	1,058	2,609	3,158	3,730
资产减值损失	-15	-154	-243	-37	-12	-11	流动负债	195	3,119	7,722	10,328	12,058	13,950
公允价值变动收益	1	0	0	6	0	0	长期贷款	0	0	0	30	30	30
投资收益	6	0	-1	1	1	1	其他长期负债	0	37	43	43	43	43
% 税前利润	-5.5%	0.0%	—	0.0%	0.0%	0.0%	负债	195	3,156	7,766	10,401	12,132	14,023
营业利润	-117	2,575	3,498	4,399	5,320	6,259	普通股股东权益	489	5,560	4,599	7,699	11,488	15,853
营业利润率	-8.2%	34.3%	40.5%	43.1%	44.6%	45.3%	少数股东权益	0	134	137	137	137	137
营业外收支	5	373	470	870	1,150	1,300	负债股东权益合计	684	8,849	12,502	18,238	23,757	30,013
税前利润	-112	2,948	3,968	5,269	6,470	7,559	比率分析						
利润率	-7.9%	39.3%	46.0%	51.6%	54.3%	54.8%							
所得税	-14	-531	-582	-817	-985	-1,158	每股指标						
所得税率	—	18.0%	14.7%	15.5%	15.2%	15.3%	每股收益 (元)	-0.409	7.987	0.823	0.510	0.628	0.733
净利润	-126	2,417	3,386	4,453	5,485	6,401	每股净资产 (元)	1.617	18.389	14.628	24.490	36.541	50.426
少数股东损益	-2	2	-3	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.135	8.326	0.639	0.733	0.556	0.653
归属于母公司的净利润	-124	2,415	3,389	4,453	5,485	6,401	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.250	0.156	0.195	0.234
净利率	-8.7%	32.2%	39.3%	43.6%	46.0%	46.4%	回报率						
							净资产收益率	-25.30%	43.43%	73.70%	57.83%	47.75%	40.38%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	-18.09%	27.29%	27.11%	24.41%	23.09%	21.33%
净利润	-126	2,417	3,386	4,453	5,485	6,401	投入资本收益率	-40.82%	254.74%	279.66%	3026.47%	-597.10%	-307.24%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	32	307	382	222	212	239	营业总收入增长率	6.02%	428.80%	15.07%	18.38%	16.74%	15.77%
非经营收益	9	-196	-12	-876	-1,150	-1,300	EBIT增长率	-825.38%	2527.81%	41.53%	21.42%	19.71%	16.95%
营运资金变动	125	-10	-1,126	2,606	312	368	净利润增长率	-1608.88%	2052.57%	40.35%	31.38%	23.20%	16.70%
经营活动现金净流	41	2,517	2,630	6,404	4,858	5,708	总资产增长率	-24.86%	1194.18%	41.27%	45.88%	30.26%	26.34%
资本开支	72	103	89	2,325	-1,161	-1,307	资产管理能力						
投资	-1	-25	-3,989	-406	-120	-130	应收账款周转天数	20.7	50.0	89.2	89.2	89.2	89.2
其他	-21	-3	3,457	6	0	0	存货周转天数	15.8	1.6	—	1.7	1.7	1.7
投资活动现金净流	-95	-131	-621	-2,725	1,041	1,177	应付账款周转天数	16.6	11.6	22.2	22.2	22.2	22.2
股权筹资	1	0	8	0	0	0	固定资产周转天数	32.7	9.2	13.4	8.8	3.4	-1.6
债权筹资	13	0	0	30	0	0	偿债能力						
其他	20	-1,908	-461	-6	-1,363	-1,704	净负债/股东权益	-12.30%	-85.78%	-67.07%	-87.41%	-97.95%	-103.62%
筹资活动现金净流	34	-1,908	-453	24	-1,363	-1,704	EBIT利息保障倍数	-27.8	-14.4	-27.9	-97.2	-63.5	-46.9
现金净流量	-20	478	1,556	3,703	4,536	5,182	资产负债率	28.51%	35.66%	62.12%	57.03%	51.07%	46.72%

来源: 中泰证券研究所预测

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。