

2017年04月28日

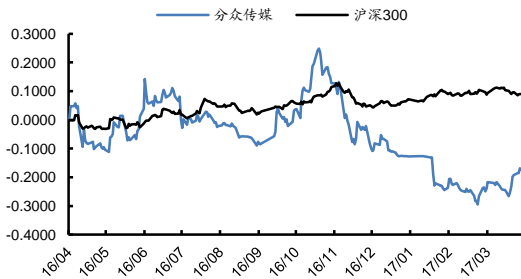
公司研究

评级：买入（维持）

研究所
证券分析师：孔令峰 S0350512090003
010-68366838
联系人：邵伟 S0350115070032
18817875606 shaow@ghzq.com.cn

解读现金分红率达 80% 背后的分众报表数据 ——分众传媒（002027）年报及一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
分众传媒	8.1	-5.4	-16.5
沪深 300	-0.7	1.7	9.1

市场数据

2017-04-27

当前价格（元）	12.82
52 周价格区间（元）	10.90 - 19.77
总市值（百万）	112006.21
流通市值（百万）	51899.53
总股本（万股）	873683.35
流通股（万股）	404832.55
日均成交额（百万）	239.30
近一月换手（%）	25.08

相关报告

《分众传媒（002027）深度报告（下）：国海证券 * 公司研究 * 分众传媒（002027）深度报告（下）：消费升级最先受益者，如何看待分众千亿市值之后的新征程？（买入）* 传媒 * 孔令峰》——2017-04-20

《分众传媒（002027）深度报告（上）：国海证券 * 公司研究 * 分众传媒（002027）深度报告（上）：新分众享消费升级，文体生活媒体新平台（买入）* 传媒 * 孔令峰》——2017-03-07

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司

事件：

分众传媒发布年报及一季报：

1) 公司 2016 年全年实现营业收入 102.13 亿元，YoY+18.38%，实现归母净利润 44.51 亿元，YoY+31.34%，实现归母扣非后净利润 36.32 亿元，YoY+18.32%，同时宣布以 2016 年 12 月 31 日总股本 8,736,833,500 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金 4.08 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股，现金分红率达到 80.08%。

2) 2017Q1 公司实现营业收入 24.20 亿元，YoY+14.99%，实现归母净利润 11.07 亿元，YoY+70.42%，实现归母扣非后净利润 7.65 亿元，YoY+22.75%。

投资要点：

■ **营收和净利润维持增长。**公司 2016 年营业收入 102.13 亿元，同比增长 18.4%，而 2016 年扣非后归母净利润达到 36.32 亿元（同比增长 18.32%，超额完成此前业绩承诺），加上政府返税等营业外收入，公司 2016 年实现归母净利润 44.51 亿元，同比增长 31.34%。2016 年政府补助有较大幅度增长，我们统计主要来自长宁区、宁波、四川这三个地区政府补助的大幅增长。

■ **收入结构上：影院映前广告高速增长，楼宇媒体稳健增长。**从收入结构上看，公司影院映前广告营业收入同比增长 51.06%，楼宇媒体营业收入同比增长 12.98%，映前广告和楼宇媒体在收入结构中的占比分别从 2015 年的 15.68%、80.50%，变化为 2016 年的 20.02%、76.83%，映前广告增速较快。

■ **客户结构：互联网占比仍处升势，日用消费品、汽车次之。**虽然互联网行业进入了“龙头整合”的时代，互联网“资本寒冬”来临，但公司互联网的广告投入不管是绝对值还是结构占比均仍处于升势，其中互联网客户营收占比 2015-2016 年分别为 24.08%、25.85%，但增速有所放缓，为 7.34%。通讯行业（占比 12.67%）、房产家居行业（占比 8.84%）客户营收占比虽低，但增速 2016 年有所放大，为 42.83%、70.96%，体现了一定的行业趋势，如 2016 年手机厂商的激烈竞争，如 2016 年房地产市场的大幅上涨，而日用消费品、汽车、娱乐及休闲、商业及服务性行业有所下降，分别下降

已发行股份的 1%。

-17.47%、-15.63%、-27.29%、-4.09%。

- **有效控制费用。**公司有效控制了成本上升，销售费用/营业收入从 2015 年的 20.04% 降低至 2017Q1 的 17.95%，进一步节约成本。管理费用/营业收入也从 2015 年的 5.06% 降低至 2017Q1 的 4.91%，从而，公司期间费用/营业收入从 2015 年的 23.6% 下降到 22.24%，使得营业利润率上升 1.59% 达到 42.13%。
- **公司同时推出了 80% 分红率的现金分红计划和转增股本计划。**当前估值下，高分红率有望吸引长期资金继续关注公司，公司吸引力有望进一步提升。公司还将继续布局人与金融、人与娱乐两大战略投资，2016 年已经做出大量布局，2017 年公司充沛的现金流也更能支撑公司未来的长远外延布局，未来公司的成长性仍有望持续超预期。
- **盈利预测和投资评级：维持“买入”评级，**公司是 A 股稀缺的高质地生活圈媒体标的，我们通过第一篇、第二篇深度报告，得出分众是率先最为受益于消费升级趋势和经济回暖的城市人口消费指标股。公司 2016 年报以及 2017Q1 报告已经体现了一定程度的高成长，同时约 80% 的分红率给予投资者回报和信心。我们预计公司 2017-2018 年将实现净利润 55.29/66.25 亿元（其中包括已属“类经常性”的政府返税），对应 EPS 分别为 0.63/0.76 元，对应 PE 分别为 20.26/16.91 倍，PEG 仍小于 1。我们认为公司股价仍为相对低估区间，建议积极配置，未来诸如解禁压力等股价压制因素逐一消除影响之后，估值有望回至合理估值，我们认为 2017 年合理 PE 估值为 25 倍，12 个月目标价 15.75 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 公司楼宇、影院的建设放缓、租金上涨、人流减少等风险；2) 新兴行业广告预算不及预期致使广告投放需求不及预期风险；3) 新技术冲击使得公司广告价值下降风险；4) 市场竞争格局变化、行业发展低于预期风险；5) 广告政策层面不确定性影响；6) 限售股解禁带来的短期冲击风险；7) 宏观经济风险；8) 未来政府补助的不确定性风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	10213	12283	14263	16506
增长率(%)	18%	20%	16%	16%
净利润（百万元）	4451	5528	6625	7652
增长率(%)	31%	24%	20%	16%
摊薄每股收益（元）	0.51	0.63	0.76	0.88
ROE(%)	54.59%	59.84%	62.87%	63.56%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

事件:

分众传媒发布 2016 年年报及 2017 年一季报:

1) 公司 2016 年全年实现营业收入 102.13 亿元, YoY+18.38%, 实现归母净利润 44.51 亿元, YoY+31.34%, 实现归母扣非后净利润 36.32 亿元, YoY+18.32%, 同时宣布以 2016 年 12 月 31 日总股本 8,736,833,500 股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金 4.08 元 (含税), 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股, 现金分红率达到 80.08%。

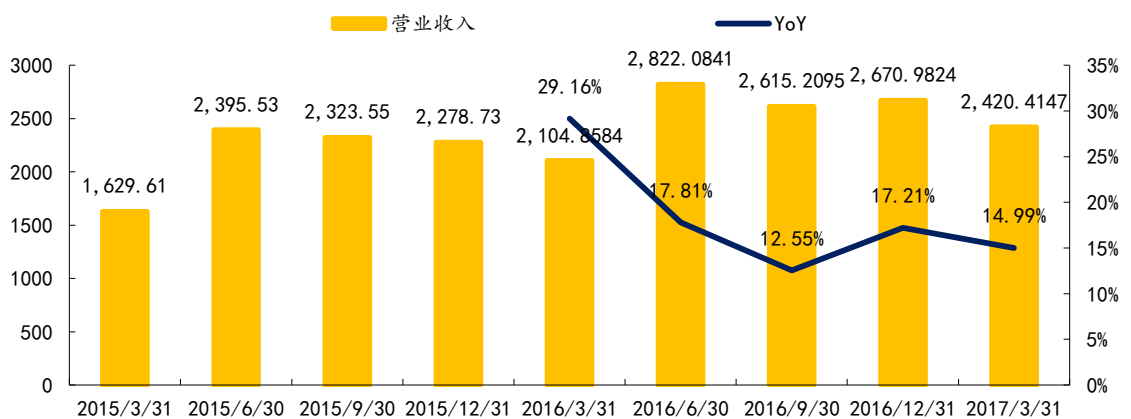
2) 2017Q1 公司实现营业收入 24.20 亿元, YoY+14.99%, 实现归母净利润 11.07 亿元, YoY+70.42%, 实现归母扣非后净利润 7.65 亿元, YoY+22.75%。

评论:

1、 营收和净利润维持高速增长

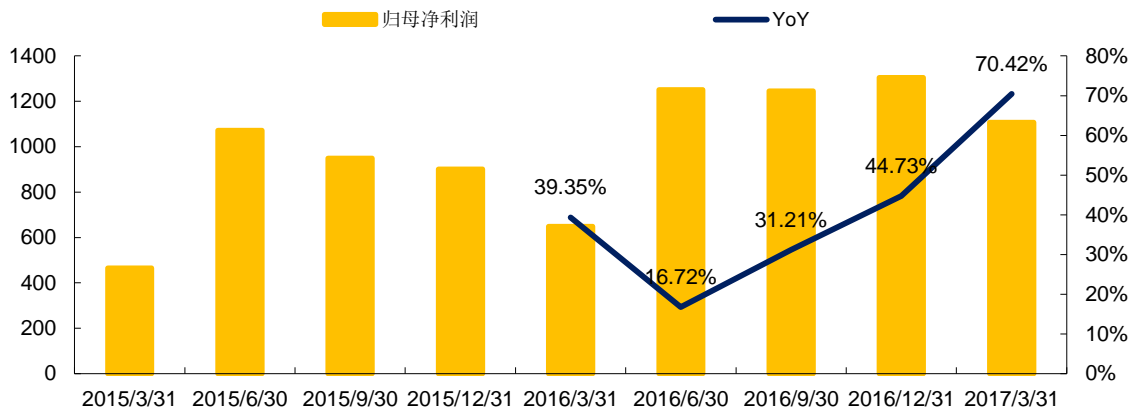
公司 2016 年营业收入 102.13 亿元, 同比增长 18.4%, 而 2016 年扣非后归母净利润达到 36.32 亿元 (同比增长 18.32%, 超额完成此前业绩承诺), 加上政府返税等营业外收入, 公司 2016 年实现归母净利润 44.51 亿元, 同比增长 31.34%。2016 年政府补助有较大幅度增长, 我们统计主要来自长宁区、宁波、四川这三个地区政府补助的大幅增长。

图 1: 2015Q1-2017Q1 公司营业收入季度变化 (单位: 百万元)



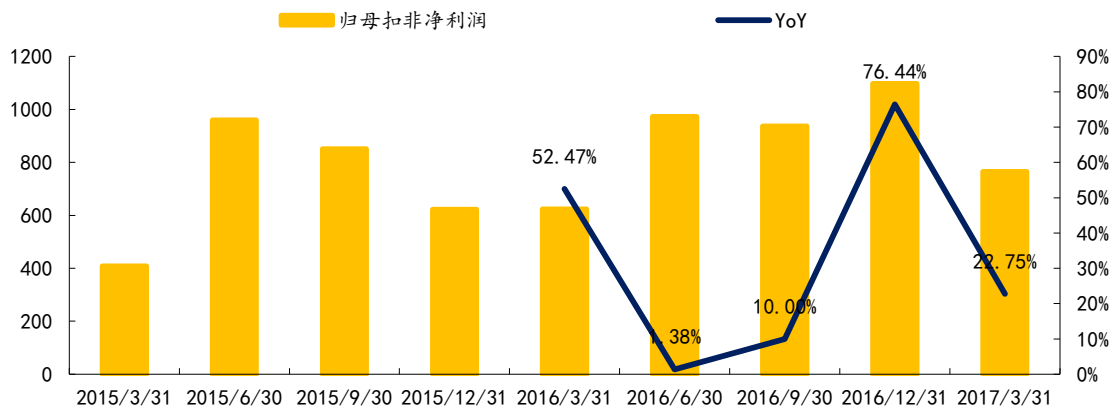
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 2: 2015Q1-2017Q1 公司归母净利润季度变化 (单位: 百万元)



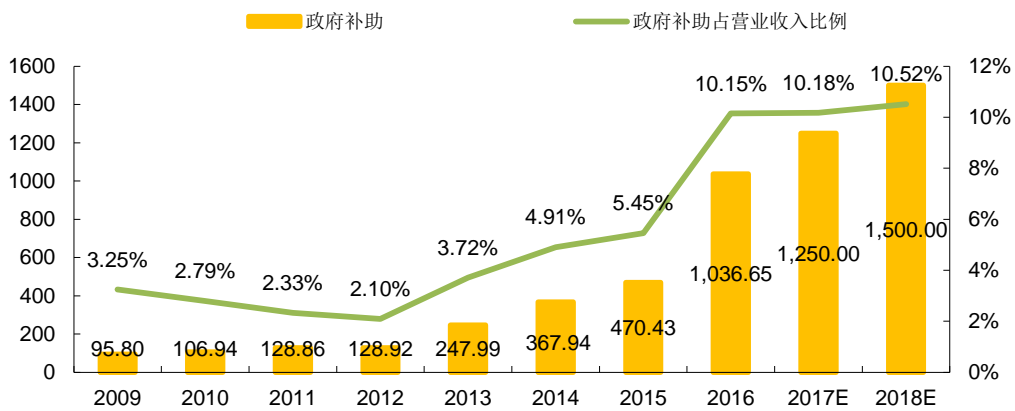
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 3: 2015Q1-2017Q1 公司扣非后归母净利润季度变化 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 4: 2009-2018E 公司政府补助走势图 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、国海证券研究所

表 1: 2016 年政府补助项目梳理

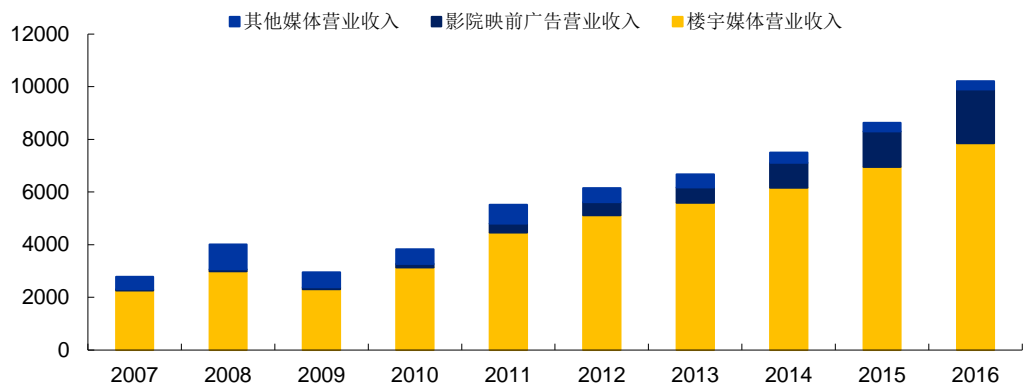
补助项目(百万元)	2014	2015 较上一年变化的原因	2015	2016 较上一年变化的原因	2016
崇明县招商财政扶持	117.10	自然增长	94.59	自然变化	2.12
长宁区商委财政扶持	46.91	自然增长	30.99	我们推测为子公司业绩大幅增长使得缴税额大幅增长	479.95
成都高新园区财政扶持	40.40	自然增长	35.27	子公司业绩大增	102.41
张江高科技园区财政扶持	39.46	自然增长	51.24	自然变化	14.45
宁波大榭开发区财政扶持	73.71	包括上年下半年的财政扶持	243.50	鼓励开发新兴媒体业务, 以及财政扶持款	391.03
其他零星政府补助	6.72	——	4.70	自然变化	1.12
上海静安财政			6.15	自然增长	6.50
广东财政				自然变化	37.00
分众传媒大数据精准营销服务平台				与资产相关	2.07

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

2、收入结构上: 影院映前广告高速增长, 楼宇媒体稳健增长

从收入结构上看, 公司影院映前广告营业收入同比增长 51.06%, 楼宇媒体营业收入同比增长 12.98%, 映前广告和楼宇媒体在收入结构中的占比分别从 2015 年的 15.68%、80.50%, 变化为 2016 年的 20.02%、76.83%, 映前广告增速较快。

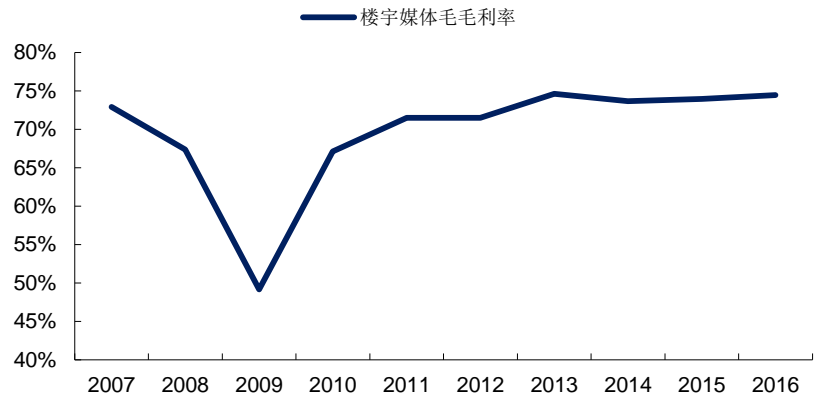
图 5: 2007-2016 公司楼宇媒体、影院媒体、其他媒体业务结构



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

1) **楼宇媒体**: 2016 年楼宇媒体收入达到 78.47 亿元, 由于公司已经形成了覆盖全国约 290 多个城市的生活圈媒体网络, 自营屏幕媒体达到 22.5 万台, 加盟楼宇屏幕媒体达到 1.1 万台; 自营框架平面媒体约 115.8 万个, 外购合作框架平面媒体约 32.8 万块, 公司已经对市场形成较大的独占性, 因此公司此块业务健康良性增长, 毛利率稳步提升, 从 2015 年的 73.96% 上升至 74.50%。

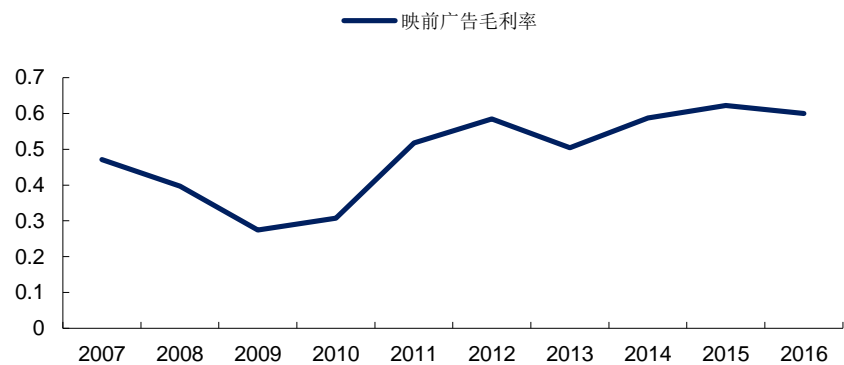
图 6: 楼宇媒体毛利率走势



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

2) **影院映前广告**: 2016 年影院映前广告收购达到 20.44 亿元, 该市场竞争较为激烈, 分众传媒在过去一年签约的影院数量超过 1530 家, 银幕超过 10000 块(全国银幕 4 万多块), 覆盖了全国约 290 多个城市的观影人群, 该块业务随着快速扩张毛利率有所下滑, 但长期来看, 仍处于上升趋势, 且公司占据了主要的市场份额, 因此相对具有较强的议价能力。

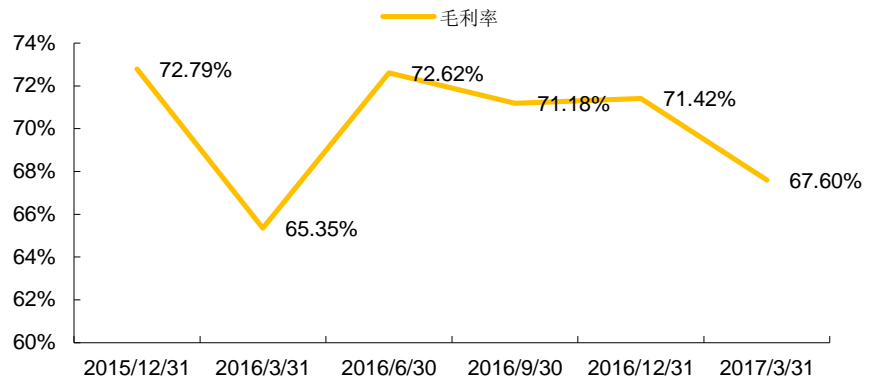
图 7: 影院映前广告毛利率走势



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

3) 从公司 2015-2017Q1 的毛利率季度变化我们可以看出, 虽然公司 2016 年整体毛利率有所下滑, 但实际上总趋势仍然长期向上。2016Q1 毛利率约为 65.35%, 2017Q1 达到 67.60%, 同期对比增长超过 2 个百分点。

图 8：2015-2017Q1 公司整体毛利率季度变化



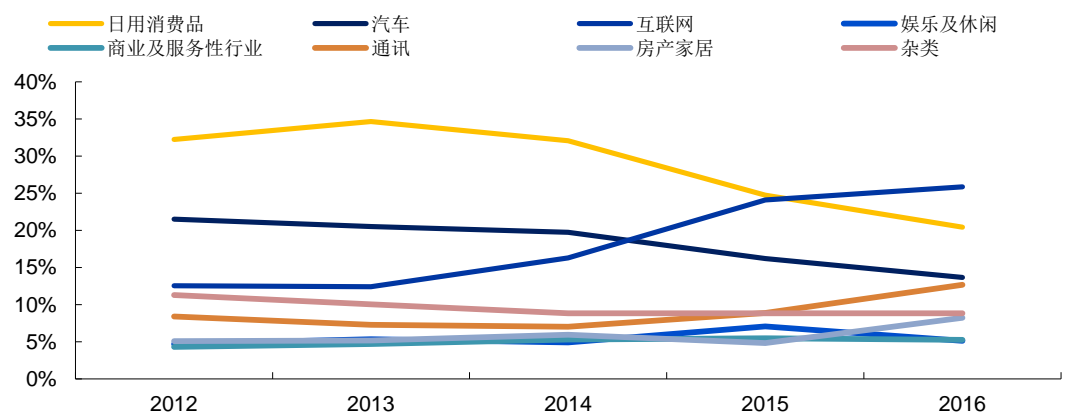
资料来源：公司公告、国海证券研究所

*注：2015 年毛利率为全年数据

3、客户结构：互联网占比仍处升势，日用消费品、汽车次之

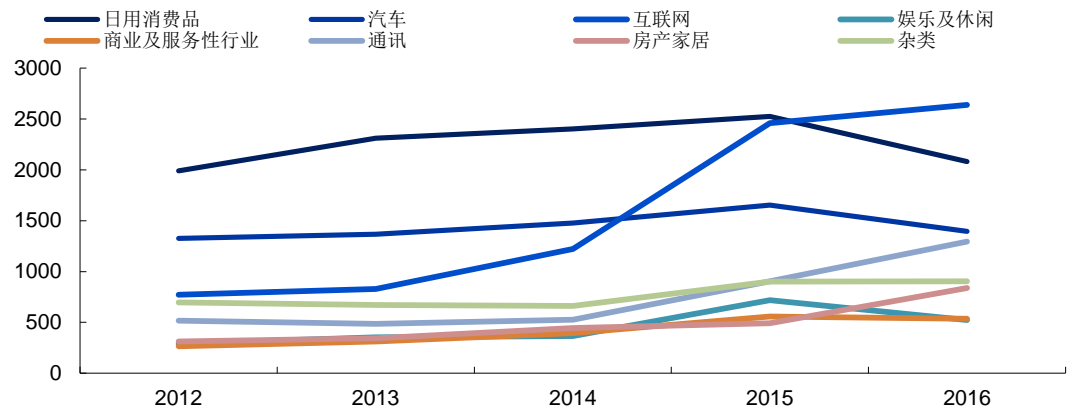
虽然互联网行业进入了“龙头整合”的时代，互联网“资本寒冬”来临，但公司互联网的广告投入不管是绝对值还是结构占比均仍处于升势，其中互联网客户营收占比 2015-2016 年分别为 24.08%、25.85%，但增速有所放缓，为 7.34%。通讯行业（占比 12.67%）、房产家居行业（占比 8.84%）客户营收占比虽低，但增速 2016 年有所放大，为 42.83%、70.96%，体现了一定的行业趋势，如 2016 年手机厂商的激烈竞争，如 2016 年房地产市场的大幅上涨，而日用消费品、汽车、娱乐及休闲、商业及服务性行业有所下降，分别下降-17.47%、-15.63%、-27.29%、-4.09%。

图 9：2012-2016 年公司客户行业结构变化（按百分比）



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 10: 2012-2016 公司客户行业结构变化 (按绝对值)

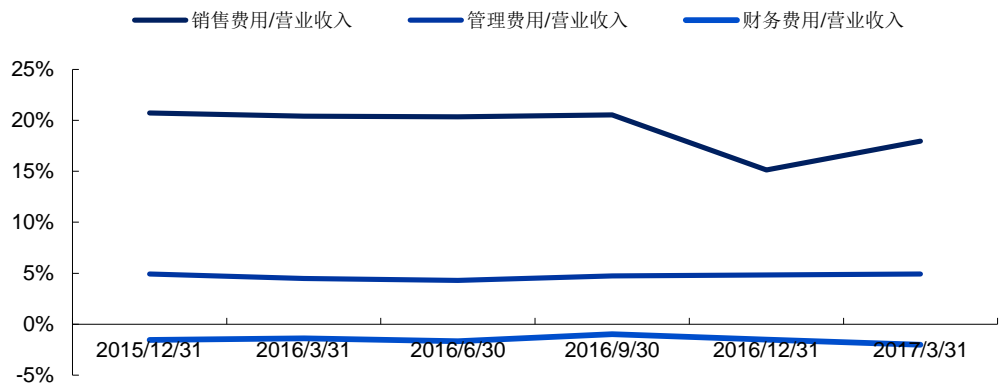


资料来源: 公司公告、国海证券研究所

4、有效控制费用

公司有效控制了成本上升, 销售费用/营业收入从 2015 年的 20.04% 降低至 2017Q1 的 17.95%, 进一步节约成本。管理费用/营业收入也从 2015 年的 5.06% 降低至 2017Q1 的 4.91%, 从而, 公司期间费用/营业收入从 2015 年的 23.6% 下降到 22.24%, 使得营业利润率上升 1.59% 达到 42.13%。

图 11: 2012-2016 公司客户行业结构变化 (按绝对值)



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

除此之外, 公司销售回款良好, 2016 年经营活动现金净流入 48 亿元, 较上年的净流入 26.3 亿元增长 82.48%。

在营业成本端, 公司主要的成本在于媒体租赁成本。2016 年, 媒体租赁成本占比有所上升, 从 2015 年的 73.87% 上升至 75.33%。主要原因在于楼宇媒体 (90% 增量来自于楼宇框架媒体) 和影院映前广告媒体数量增长, 两者分别增加 1.32 亿元和 2.82 亿元。

表 2: 公司相关媒体数量变化

	2015 年数量	2016 年数量	数量增长率	成本增量
框架平面媒体	108.4	115.8	6.83%	11,765.9
影院媒体影院	1000	1530	53%	28,154.1
影院媒体银幕	6500	10000	53.85%	

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

5、未来展望：80%分红率的思考

公司发布年报之时，还推出了 80% 分红率的现金分红计划和转增股本计划。我们认为这是全面贯彻监管层导向以及中国资本市场走向成熟标志性的事件。高分红源自于高盈利质量，很大程度体现了公司质地优良。当前估值下，高分红率有望吸引长期资金继续关注公司，公司吸引力有望进一步提升。

公司还将继续布局人与金融、人与娱乐两大战略投资，2016 年已经做出大量布局，2017 年公司充沛的现金流也更能支撑公司未来的长远外延布局，未来公司的成长性仍有望持续超预期。

表 3: 分众传媒在金融、体育、娱乐及平台类业务的布局

布局时间	标的名称	领域
2016 年 12 月 6 日	一下科技	短视频、直播
2016 年 8 月 17 日	分众小贷	小额贷款
2016 年 7 月 29 日	英雄体育 8.242% 股权	体育
2016 年 6 月 13 日	咕咚	运动社交平台
2016 年 6 月 13 日	WME/IMG	体育娱乐赛事运营，体育明星、艺人经纪
2016 年 1 月 29 日	数禾科技 70% 股权	互联网金融

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

注: 上述投资部分为公司直接投资，部分为公司参股的产业基金所投资

6、盈利预测与评级

我们认为公司是 A 股稀缺的高质地生活圈媒体标的，我们通过第一篇、第二篇深度报告，得出分众是率先最为受益于消费升级趋势和经济回暖的城市人口消费指标股。公司 2016 年报以及 2017Q1 报告已经体现了一定程度的高成长，同时约 80% 的分红率给予投资者回报和信心。我们预计公司 2017-2018 年将实现净利润 55.29/66.25 亿元（其中包括已属“类经常性”的政府返税），对应 EPS 分别为 0.63/0.76 元，对应 PE 分别为 20.26/16.91 倍，PEG 仍小于 1。我们认为公司股价仍为相对低估区间，建议积极配置，未来诸如解禁压力等股价压制因素逐一消除影响之后，估值有望回至合理估值，我们认为 2017 年合理 PE 估值为 25 倍，12 个月目标价 15.75 元，维持“买入”评级。

7、风险提示

- 1) 公司楼宇、影院的建设放缓、租金上涨、人流减少等风险;
- 2) 新兴行业广告预算不及预期致使广告投放需求不及预期风险;
- 3) 新技术冲击使得公司广告价值下降风险;
- 4) 市场竞争格局变化、行业发展低于预期风险;
- 5) 广告政策层面不确定性影响;
- 6) 限售股解禁带来的短期冲击风险;
- 7) 宏观经济风险;
- 8) 未来政府补助的不确定性风险。

表 4: 分众传媒盈利预测表

证券代码:	002027.SZ				股价:	12.82	投资评级:	买入		日期:	2017-04-27
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
盈利能力					每股指标						
ROE	55%	60%	63%	64%	EPS	0.51	0.63	0.76	0.88		
毛利率	75%	75%	75%	74%	BVPS	0.91	1.04	1.19	1.37		
期间费率	26%	28%	28%	28%	估值						
销售净利率	44%	45%	46%	46%	P/E	25.16	20.26	16.91	14.64		
成长能力					P/B	14.02	12.32	10.76	9.38		
收入增长率	18%	20%	16%	16%	P/S	10.97	9.12	7.85	6.79		
利润增长率	31%	24%	20%	16%							
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	0.84	0.67	0.72	0.77	营业收入	10213	12283	14263	16506		
应收账款周转率	4.34	4.34	4.34	4.34	营业成本	2540	3019	3576	4349		
存货周转率	n.a	n.a	n.a	n.a	营业税金及附加	359	432	502	580		
偿债能力					销售费用	1944	2338	2715	3142		
资产负债率	33%	50%	47%	44%	管理费用	469	614	713	825		
流动比	2.53	1.79	1.93	2.09	财务费用	(142)	43	32	20		
速动比	2.53	1.79	1.93	2.09	其他费用 / (-收入)	(261)	(300)	(300)	(300)		
					营业利润	4302	5537	6425	7289		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	1014	1051	1470	1830		
现金及现金等价物	4445	9680	10178	10761	利润总额	5316	6588	7895	9119		
应收款项	2351	2828	3284	3800	所得税费用	868	1076	1290	1490		
存货净额	0	0	0	0	净利润	4448	5512	6605	7629		
其他流动资产	3075	3698	4294	4969	少数股东损益	(3)	(17)	(20)	(23)		
流动资产合计	9872	16206	17756	19530	归属于母公司净利润	4451	5528	6625	7652		
固定资产	266	250	235	221							
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
无形资产及其他	0	0	12	24	经营活动现金流	4800	4575	5689	6596		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	4448	5512	6605	7629		
资产总计	12129	18367	19797	21455	少数股东权益	(3)	(17)	(20)	(23)		
短期借款	652	5652	5652	5652	折旧摊销	126	27	25	25		
应付款项	169	230	272	328	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	457	549	638	738	营运资金变动	230	(1253)	(1182)	(1349)		
其他流动负债	2626	2626	2626	2626	投资活动现金流	(2905)	96	132	128		
流动负债合计	3904	9058	9188	9345	资本支出	34	17	15	13		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	49	0	0	0		
其他长期负债	71	71	71	71	其他	(2989)	80	117	115		
长期负债合计	71	71	71	71	筹资活动现金流	3340	573	(5305)	(6128)		
负债合计	3975	9129	9259	9416	债务融资	652	5000	0	0		
股本	8737	8737	8737	8737	权益融资	4863	0	0	0		
股东权益	8154	9238	10538	12039	其它	(2175)	(4427)	(5305)	(6128)		
负债和股东权益总计	12129	18367	19797	21455	现金净增加额	5234	5244	515	596		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【传媒与互联网组介绍】

孔令峰，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，独立、客观地出具报告。

邵伟，计算机科学学士，上海财经大学金融硕士，有 1 年资产管理工作经验，2015 年加入国海证券研究所，现为从事传媒、互联网行业研究。

陶斯然，同济大学传媒本科，香港浸会大学工商管理硕士，香港城市大学金融学硕士，有 3 年传媒、上市公司工作经验，对传媒行业理解深刻，现为 TMT 组传媒、互联网行业组长。

【分析师承诺】

孔令峰，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。