

## 分众传媒 (002027)

### 增长动力强劲，分红力度大超预期 买入（首次）

2017年4月27日

盈利及估值重要数据	2015	2016	2017E	2018E
营业总收入（百万元）	8627	10213	12307	14891
(+/-) (%)		18.38	20.5	21%
净利润（百万元）	3389	4451	5614	6640
(+/-) (%)		31.34	26.13	18.28
EPS（元）	0.39	0.51	0.64	0.76
P/E	33.0	25.2	20.0	16.9

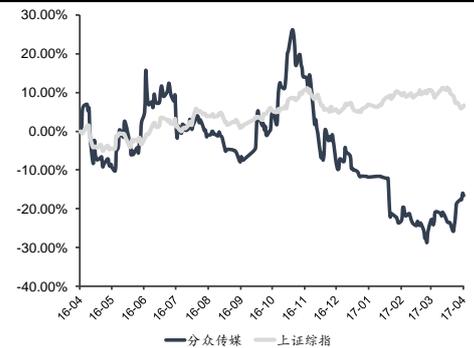
资料来源：Wind，东吴证券研究所

#### 投资要点：

- 事件：**公司发布2016年年报及2017年一季报，2016年营收102.13亿，同比增长18.38%，扣非归母净利润36.31亿，同比增长18.32%，超额完成借壳时34.22亿承诺业绩；2017年Q1公司营收24.20亿，同比增长14.99%，净利润11.07亿，同比增长70.42%，扣非归母净利润7.65亿，同比增长22.75%。公司预计2017H1净利润24.5-25.5亿，同比增长28.87%-34.13%。
- 公司分红力度大超预期，公司价值有望迎来重估。**公司计划以87.37亿股为基数，向全体股东每10股派发现金红利4.08元（含税），以资本公积金向全体股东每10股转增4股。税前股息率高达3.6%，远超市场预期。公司此举彰显了回馈股东的良好意愿以及对未来发展的强烈信心。公司商业模式可持续性较强，利润稳定，具备保持长期高股息率的现金流基础，公司价值有望迎来重估。
- 楼宇媒体持续扩张，影院媒体维持超高速增长。**2016年，公司楼宇媒体业务营收78.5亿元，同比增长12.98%，毛利率74.50%与上年持平。公司自营框架媒体资源数从2015年末的约108.4万块增至2016年末的约115.8万块，同比增长6.8%，公司自营楼宇视频媒体资源数从2015年末的18.9万台增至2016年末的22.5万台，增幅达19.0%。公司影院媒体实现营业收入20.44亿元，同比增长51.06%，公司覆盖影院数从2015年末的1000家影院、接近6500个银幕，增至2016年末的超过1530家影院、超过10000块银幕。影院媒体毛利率60.57%，相比上年微降1.62%。
- 行业地位稳固，稳健增长无虞。**公司先发优势明显，通过上市后持续并购及自身业务扩张，公司目前已占据一线城市绝大部分核心楼宇资源，进而构成公司核心竞争优势。公司是楼宇电梯广告领域的绝对领导者，市场份额一骑绝尘。上游资源方面，公司对一二线城市优质楼宇资源近乎垄断式占有，并持续提升渗透率，带来增长动力；下游客户方面，公司强势品牌传播效果正吸引越来越多广告主的青睐，未来广告投放潜力无需担心。公司对产业上下游牢牢把控，构建了公司长期竞争壁垒，也使得公司充分掌握了市场定价权，为公司刊例价稳步提升奠定了基础。
- 预计公司2017/2018年净利润分别56.1/66.4亿，对应EPS分别为0.64、0.76，对应当前股价PE分别为20、17倍，公司业务壁垒高，商业模式可持续性较强，估值较低。首次覆盖，给予“买入”评级。**
- 风险提示：**解禁压力；企业广告预算缩减；行业竞争趋于激烈。

首席证券分析师 张良卫  
 执业资格证书号码：S0600516070001  
 zhanglw@dwzq.com.cn  
 021-60199740

#### 股价走势



#### 市场数据 (2017年4月27日)

收盘价（元）	12.82
市盈率（2016）	25
市净率（2016）	14
流通A股市值（亿）	519

#### 基础数据 (2016)

每股净资产（元）	0.91
资产负债率（%）	32.8
总股本（亿股）	87.37
流通A股（亿股）	40.48

#### 相关报告

## 1. 生活圈媒体龙头，回归 A 股二次起航

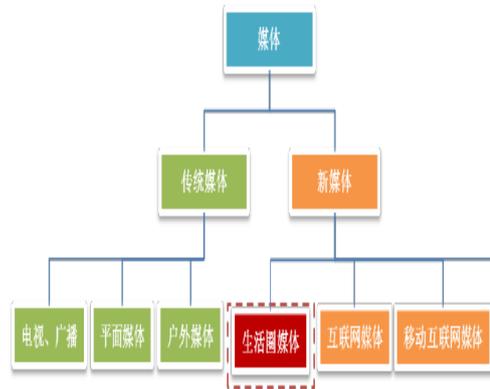
公司成立于于 2003 年，在全球范围首创电梯媒体，当前主营业务为生活圈媒体的开发和运营，主要产品为楼宇媒体（包含楼宇视频媒体和楼宇框架媒体）、影院媒体、卖场终端视频媒体等。公司覆盖城市主流消费人群的工作场景、生活场景、娱乐场景、消费场景，并相互整合成为生活圈媒体网络，生活圈媒体属于广告行业中细分子行业之一。

图表 1：分众传媒业务介绍



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

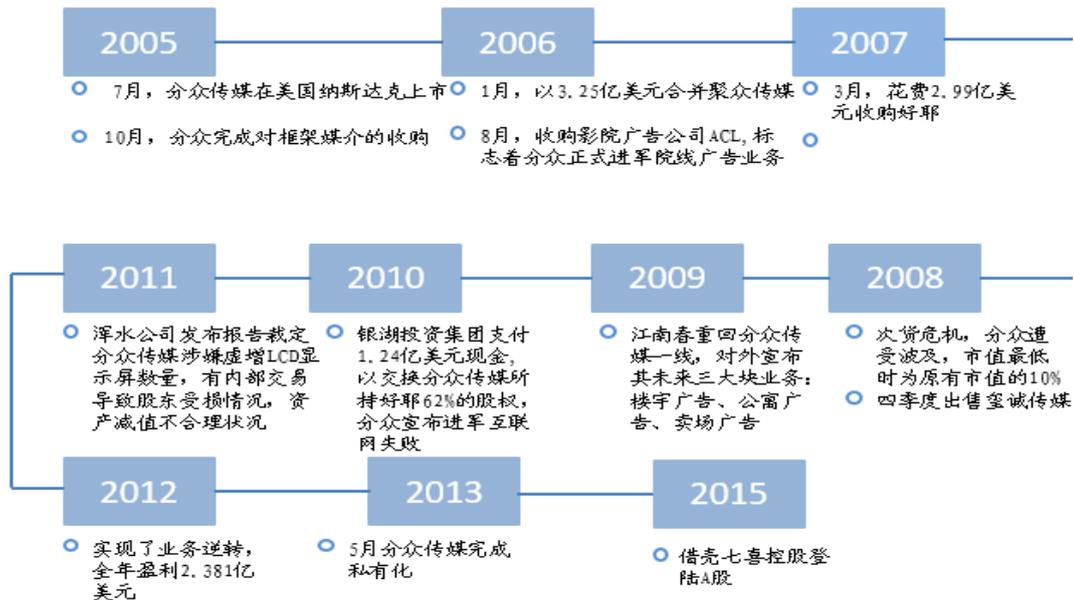
图表 2：分众传媒隶属生活圈媒体



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2005 年公司成为首家在美国纳斯达克上市的中国广告传媒股。2005 年 10 月，公司以 1.83 亿美元收购框架传媒。2006 年 1 月，公司以 3.25 亿美元收购国内第二大楼宇视频媒体运营商聚众传媒，从而奠定了公司在楼宇广告市场上的霸主地位。2012 年 8 月，公司收到私有化要约。2015 年，公司借壳七喜控股回归 A 股，重新踏上起航之路。

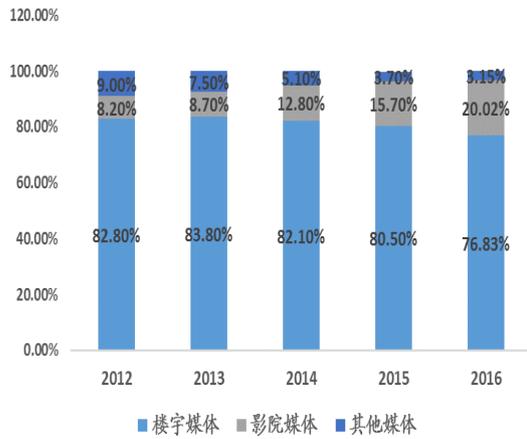
图表 3：分众传媒历史大记事



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

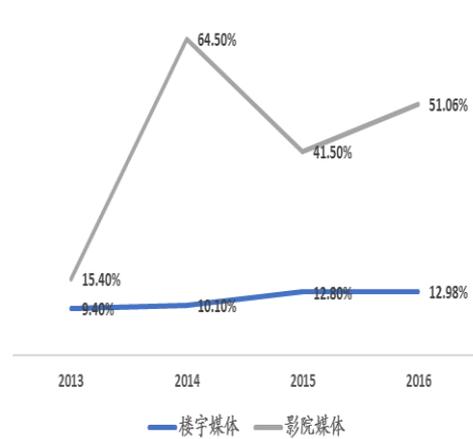
楼宇媒体是分众传媒主要营收来源，2012-2016，楼宇媒体占公司营收占比分别达到 82.8%、83.81%、82.1%、80.5%、76.83%。近年来，楼宇媒体营收占比有所下滑的背后是公司影院媒体业务的快速扩张，2012-2016，公司影院媒体营收占比分别达到 8.2%、8.7%、12.8%、15.7%、20.02%。

图表 4: 2012-2016H1 分众传媒营收构成



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 5: 分众传媒各业务增速情况

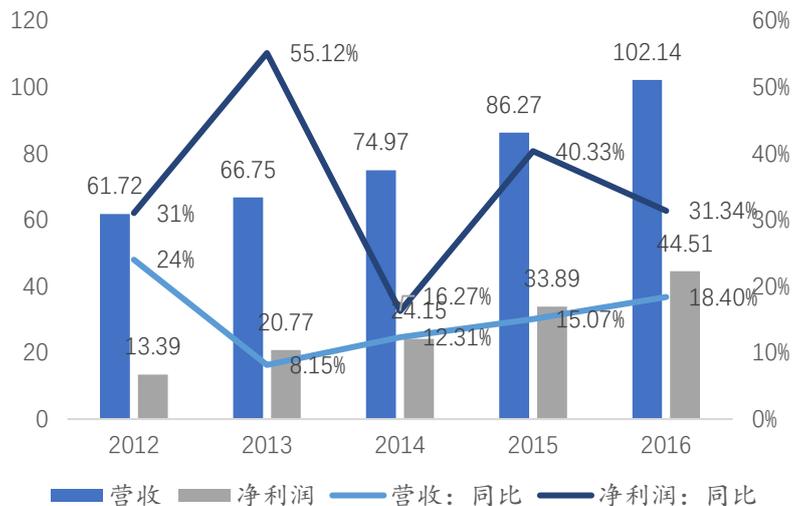


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2016 年，公司影院媒体实现营业收入 20.44 亿元，同比增长 51.06%，成为公司业务增长的主要动力，覆盖影院数从 2015 年末的 1000 家影院、接近 6500 个银幕，增至 2016 年末的超过 1530 家影院、超过 10000 块银幕，毛利率 60.57%，相比上年微降 1.62%。影院广告业务高速增长带来公司增长动力。

楼宇媒体业务营收 78.5 亿元，同比增长 12.98%，毛利率 74.50% 与上年持平，自营框架平面媒体数量从 2015 年末的约 108.4 万块增至 2016 年末的约 115.8 万块，上涨 6.8%，自营楼宇屏幕媒体从 2015 年末的 18.9 万台增至 2016 年末的 22.5 万台，增幅 19.0%。

图表 6: 2012-2016 分众传媒营收及净利润情况



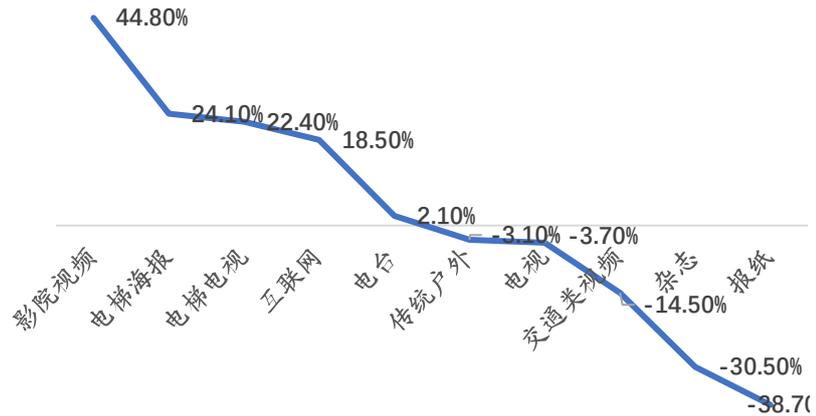
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 行业景气度高，公司竞争优势突出

### 2.1. 电梯广告行业景气度高，受到广告主青睐

2016 年中国广告市场整体刊例下降 0.6%，传统广告市场营收下滑 6%。传统广告市场中报纸和杂志刊例分布下降 38.7%、30.5%，电视刊例下降 3.7%。相比下，电梯电视、电梯海报刊例分布同比增长 22.4%、24.1%，互联网刊例增长 18.5%，其中影院视频刊例增幅最大达到 44.8%，分众传媒所拥有的广告媒体均处于广告细分类别中正增长且增长迅速的类别中。

图表 7：2016 年中国各媒介广告刊例花费变化



资料来源：CTR，东吴证券研究所

图表 8：各广告媒介特点

电视媒体	表现力强，声音、图像到达率高、适应面广、受众层次广、广告效果得到普遍认可	制作费用很高、广告发布费用昂贵、广告发布时间短，干扰性强（观众通常在广告时频繁换频道）
报纸媒体	包含信息量大，到达率较高、设计制作灵活	广告图画质量欠佳，画面冲击力不够，选择受众对象能力差，广告展示时间短
杂志媒体	印刷精美、图文并茂、选择受众对象能力强，可以反复阅读和长久保存	出版周期长、版面狭小，广告受众少
大型户外媒体	强大的广告画面，冲击力展示时间长，媒体费用与千人成本低	主要为平面广告形式，地理位置固定、承载信息量少；受地方政府行政干预较多
互联网媒体	通过选择不同类型的网页媒介，能够实现目标受众的精准投放；视觉效果较好，投放成本较低	承载信息量少
电梯媒体	广告画面冲击力较强；选择受众对象能力强、到达率较高；展示时间长、可以反复阅读；主要为平面广告形式承载信息量大、媒体费用低	地理位置固定，覆盖范围相对集中，从而受众层次与消费偏好类型相对集中

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 9：楼宇框架媒体



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 10：楼宇视频媒体



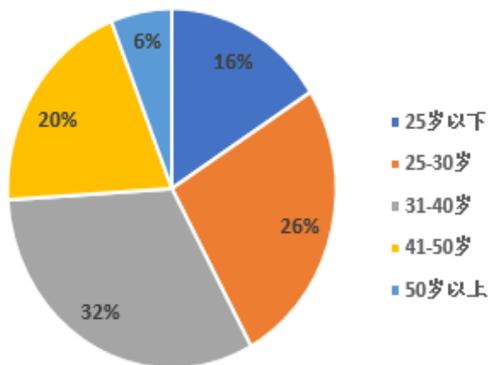
资料来源：公司官网，东吴证券研究所

在互联网广告持续高速增长背景之下，楼宇媒体依然保持着较高的景气度，核心原因在于楼宇媒体两大特征：覆盖主流人群必经之处、高频低干扰传播广告

**(1) 覆盖主流人群必经之处：**

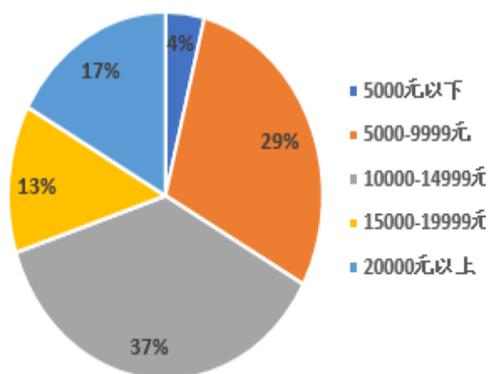
分众所在的楼宇、框架和影院占据了主流人群的生活圈，覆盖工作、家中、购物、周末休闲等核心生活场景，途径人群必经之处。公司楼宇广告 78%的受众在 20-50 岁之间、71%的受众家庭月收入在 10000 元以上、70%的受众拥有大专以上学历，可谓覆盖城市主流消费人群，天然受到广告主青睐。

图表 11：楼宇媒体受众年龄分布



资料来源：尼尔森，东吴证券研究所

图表 12：楼宇媒体受众家庭税前月收入



资料来源：尼尔森，东吴证券研究所

图表 13: 分众传媒占据主流人群生活圈



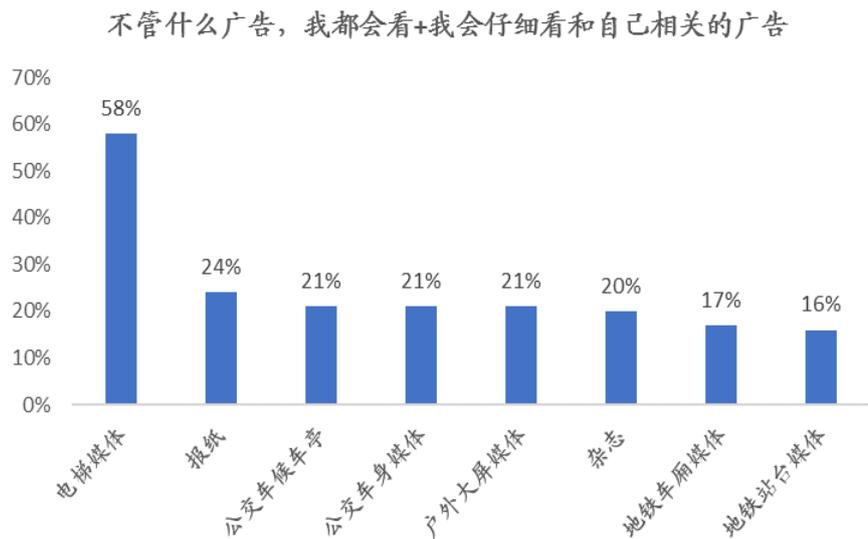
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**(2) 高频低干扰传播广告:**

电梯海报主要位于社区电梯内, 在必经的封闭狭小空间内形成强制性收视, 在乘坐的无聊时间形成极高的广告关注度。电梯内环境干扰度极低, 品牌与受众可以形成深度的沟通, 从而大幅提升了品牌广告主真正意义上有效的到达率和回忆率。

高频传播是广告品牌攻陷消费者心智的利器, 尤其是当某个新出现的细分品类还没有被受众足够认知的时候, 高频攻击往往会收到出人意料的效果。饿了么、瓜子二手车通过楼宇媒体高频轰炸, 在部分受众认知中几乎等同于其所在品类: 外卖就用饿了么、买二手车就上瓜子二手车。

图表 14: 楼宇媒体超高达率



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图表 15: 公司楼宇媒体经典案例



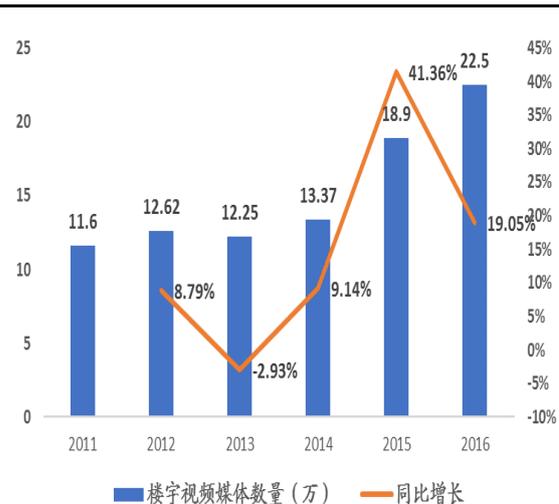
资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

## 2.2. 市场占有率超高, 上下游分散, 公司议价能力强

公司楼宇媒体具有超强议价能力, 对下游广告主的议价能力源于公司超高的市场占有率, 对上游楼宇资源的议价能力源于分散的楼宇分布行业格局。

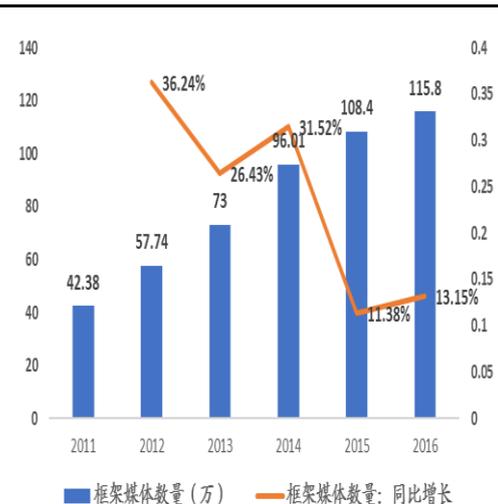
第一, 公司在全国楼宇视频媒体领域市场的垄断优势十分明显。截至 2016 年 12 月 31 日, 分众传媒拥有楼宇视频媒体资源数 22.5 万个, 市场占有率超过 90%; 框架媒体资源数 115.8 万个, 市场占有率超过 70%。广告媒体运营商所拥有的媒体资源数量规模直接决定了其广告播出网络的范围、层次、服务水平以及广告传播效果和转化率, 是广告主衡量广告运营商的重要因素。分众传媒楼宇媒体市场占有率超高, 大型广告主选择楼宇媒体做推广时只能选择和分众合作, 因而公司面对广告主具备很强的议价能力。

图表 16: 公司 2011-2016 楼宇视频媒体资源数



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 17: 公司 2011-2016 楼宇框架媒体资源数

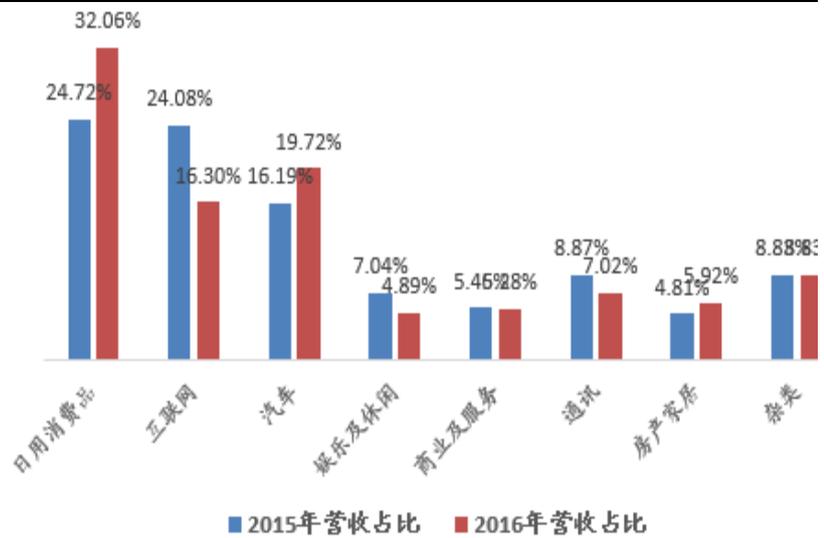


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

第二, 公司超强的议价能力也源于公司上游楼宇媒体资源极为分散的行业特征。极为分散的上游楼宇媒体资源格局在两个方面有助于公司

牢牢把握产业链主导权。第一方面，分散的行业格局明显弱化了楼宇资源方对公司议价能力。第二方面，分散的行业格局提升了公司竞争对手提高市场占有率的难度，进而巩固了公司绝对龙头的行业地位。

图表 18：公司广告客户行业分布



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 盈利预测

预计公司 2017/2018 年净利润分别 56.1/66.4 亿，对应 EPS 分别为 0.64、0.76，对应当前股价 PE 分别为 20、17 倍，公司业务壁垒高，商业模式可持续性较强，估值较低，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 4. 风险提示

解禁压力；企业广告预算缩减；行业竞争趋于激烈。

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	3,176.5	4,445.5	5,728.3	6,942.3	营业收入	8,627.4	10,213.1	12,306.8	14,891.3
交易性金融资产	-	-	4.4	1.5	减:营业成本	2,539.8	3,019.1	3,692.0	4,541.8
应收帐款	7,128.8	2,268.9	5,855.7	6,112.1	营业税费	310.5	359.2	430.7	521.2
应收票据	17.1	82.5	5.4	89.0	销售费用	1,729.3	1,944.4	2,338.3	2,754.9
预付帐款	604.3	709.7	159.9	1,220.1	管理费用	436.3	469.2	562.4	677.6
存货	-	-	110.5	51.7	财务费用	-129.3	-142.1	-187.0	-202.0
其他流动资产	203.4	2,365.1	856.5	1,141.7	资产减值损失	242.6	260.9	-	-
可供出售金融资产	450.7	1,295.8	587.0	777.9	加:公允价值变动收益	-	-	4.4	-3.0
持有至到期投资	-	-	-	-	投资和汇兑收益	-0.7	0.1	-	-
长期股权投资	49.3	-	-	-	营业利润	3,497.6	4,302.5	5,474.8	6,594.8
固定资产	300.7	266.3	132.9	-0.5	加:营业外净收支	470.4	1,013.8	1,200.0	1,300.0
无形资产	-	-	-	-	利润总额	3,968.0	5,316.3	6,674.8	7,894.8
其他非流动资产	570.8	695.2	495.8	594.9	减:所得税	582.2	868.4	1,061.3	1,255.3
资产总额	12,501.7	12,129.1	13,936.3	16,930.6	净利润	3,389.1	4,451.2	5,613.5	6,639.6
短期债务	-	652.1	-	-					
应付帐款	6,266.0	1,734.3	4,792.2	5,645.6	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
应付票据	47.8	-	383.1	117.3	EPS(元)	0.39	0.51	0.64	0.76
其他流动负债	1,408.5	1,518.1	795.2	1,670.3	BVPS(元)	0.53	0.91	1.92	2.09
长期借款	-	-	-	-	PE(X)	33.0	25.2	20.0	16.9
其他非流动负债	43.3	71.0	38.1	50.8	PB(X)	24.4	14.0	6.7	6.1
负债总额	7,765.6	3,975.5	4,008.6	5,484.0	分红比率	32.2%	80.1%	80.0%	80.0%
少数股东权益	137.3	162.7	162.7	162.7	股息收益率	1.0%	3.2%	4.0%	4.7%
股本	314.4	8,737.0	8,737.0	8,737.0	资产负债率	62.1%	32.8%	26.2%	28.9%
留存收益	4,284.3	7,614.2	8,028.1	9,546.9	负债权益比	164.0%	48.8%	35.5%	40.6%
股东权益	4,736.1	8,153.6	9,927.8	11,446.5	流动比率	1.44	2.53	3.64	3.30
					速动比率	1.44	2.53	3.62	3.30
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	利息保障倍数	-26.04	-29.29	-28.28	-31.65
财务费用	-7.1	5.0	-187.0	-202.0	销售费用率	20.0%	19.0%	19.0%	18.5%
投资收益	0.7	-0.1	-	-	管理费用率	5.1%	4.6%	4.6%	4.6%
少数股东损益	-3.4	-3.4	-	-	财务费用率	-1.5%	-1.4%	-1.5%	-1.4%
营运资金的变动	-642.9	-2,200.7	1,324.9	-251.6	三费/营业收入	23.6%	22.2%	22.1%	21.7%
经营活动产生现金流量	2,630.5	4,800.0	6,889.2	6,316.4	毛利率	70.6%	70.4%	70.0%	69.5%
投资活动产生现金流量	-621.3	-2,905.2	699.9	-184.9	营业利润率	40.5%	42.1%	44.5%	44.3%
融资活动产生现金流量	-460.1	-512.6	2,693.6	-4,917.5	净利率	39.3%	43.6%	45.6%	44.6%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

