

## 分众传媒(002027)/营销传播

## 业绩趋势良好, 下游行业更趋多元化

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 9.11

目标价格: 11.2

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

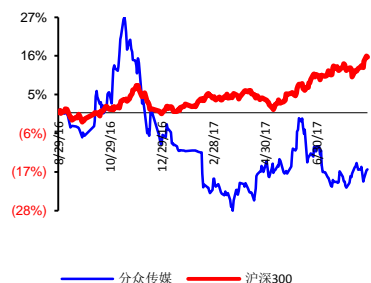
执业证书编号: S0740517010003

电话:

Email: songyl@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	12,232
流通股本(百万股)	5,804
市价(元)	9.11
市值(百万元)	111,430
流通市值(百万元)	52,873

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 分众传媒: 上半年业绩近预告上限, 利润率仍有提升
- 2 小贷公司获开业批复, 线下流量金融变现加码
- 3 业绩延续较快增长, 影院媒体加速扩张

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,627.41	10,213.13	11,890.00	13,780.00	15,780.00
增长率 yoy%	15.07%	18.38%	16.42%	15.90%	14.51%
净利润	3,389.14	4,451.21	5,439.24	6,458.88	7,537.27
增长率 yoy%	40.35%	31.34%	22.20%	18.75%	16.70%
每股收益(元)	0.28	0.36	0.44	0.53	0.62
每股现金流量	8.37	14.39	0.18	0.57	0.68
净资产收益率	73.68%	55.67%	46.19%	39.77%	35.08%
P/E	153.56	39.21	20.49	17.25	14.78
PEG	3.81	1.25	0.92	0.92	0.89
P/B	2.91	0.60	0.26	0.19	0.14

备注:

**投资要点**

- **事件:** 公司公告上半年收入 56.4 亿元, 同比 14.49%, 归母净利润 25.3 亿元, 同比增长 33.23%, 扣非净利润 21.1 亿元, 同比增长 32.02%。二季度单季收入 32.2 亿元, 同比增长 14.1%, 归母净利润 14.3 亿元, 同比增长 13.9%。公司预计前三季度归母净利润 38.3-39.3 亿元, 同比增长 21.7%-24.9%。
- **点评:**
- **线下生活圈媒体持续受益广告市场结构调整, 业绩趋势良好。** 二季度在政府补助较去年同期少约 2 亿情况下仍实现快速增长, 三季度预告业绩 13-14 亿元, 延续良好趋势。上半年楼宇媒体收入 44.3 亿元, 同比增长 14.24%, 占收入 78.5%, 毛利率同比提高 2.55pct 至 76.3%, 资源量较去年底基本持平, 我们预计增长主要来自刊例价提高及刊挂率提升。影院媒体收入 10.1 亿元, 同比增长 13.61%, 略有放缓, 毛利率同比降低 4.9pct 至 51.9%。截止 6 月末签约影院超 1610 家、银幕超 10600 块, 较去年底增长约 6%。
- **受益消费升级, 房产家居、通讯、娱乐及商业服务类投放快速增长。** 分众收入占比最高的三大下游行业仍为互联网、快消及交通, 其中互联网类投放增长 7.7%, 快消类下滑 8.2%, 但交通类增长 23.5%。此外房产家居、通讯、商业服务及娱乐休闲类增速分别达 64.7%、40.3%、33.4%、30%, 表明更多行业广告主转向线下品牌广告, 扩大了公司收入来源, 长期增长更有保障。
- **利润率继续提升, 现金流优化。** 上半年毛利率 70.81%, 较上年同期上升 1.3pct。受益于对销售业务费的严格控制, 期间费用率下降 2.77pct 至 20.44%, 此外资产减值损失占收入比例同比降低 2.95pct, 综合致净利率同比提高 6.32pct 至 44.74%。上半年经营活动现金净流入 18.3 亿元, 同比增长 9.64%, 主要由于应收账款周转天数由 80 天缩短到 74 天。
- **投资建议:** 公司受减持预期及行业因素冲击估值回落, 但我们预计未来海外股东减持主要通过大宗交易进行, 且接盘方需锁定半年, 短期二级市场冲击较小。我们预计公司 2017/2018 年归母净利润 54.39/64.59 亿, EPS 分别为 0.44/0.53 元, 暂不考虑娱乐体育金融板块的业绩贡献。考虑公司的线下流量规模和媒体价值, 维持目标价 11.2 元, 买入评级。
- **风险提示:** 广告行业增速放缓风险, 新业务不达预期风险。

图表 1: 合并报表预测

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业总收入</b>	<b>7,497</b>	<b>8,627</b>	<b>10,213</b>	<b>11,890</b>	<b>13,780</b>	<b>15,780</b>
增长率	428.80%	15.1%	18.4%	16.4%	15.9%	14.5%
营业成本	-2,234	-2,540	-3,019	-3,522	-4,060	-4,660
% 销售收入	29.8%	29.4%	29.6%	29.6%	29.5%	29.5%
毛利	5,263	6,088	7,194	8,369	9,720	11,120
% 销售收入	70.2%	70.6%	70.4%	70.4%	70.5%	70.5%
营业税金及附加	-270	-310	-359	-380	-413	-473
% 销售收入	3.6%	3.6%	3.5%	3.2%	3.0%	3.0%
营业费用	-1,902	-1,729	-1,944	-2,259	-2,480	-2,840
% 销售收入	25.4%	20.0%	19.0%	19.0%	18.0%	18.0%
管理费用	-539	-436	-469	-511	-579	-631
% 销售收入	7.2%	5.1%	4.6%	4.3%	4.2%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	2,552	3,612	4,421	5,218	6,248	7,175
% 销售收入	34.0%	41.9%	43.3%	43.9%	45.3%	45.5%
财务费用	177	129	142	39	52	141
% 销售收入	-2.4%	-1.5%	-1.4%	-0.3%	-0.4%	-0.9%
资产减值损失	-154	-243	-261	-38	-12	-11
公允价值变动收益	0	0	0	7	1	1
投资收益	0	-1	0	50	55	61
% 税前利润	0.0%	—	0.0%	0.8%	0.7%	0.7%
营业利润	2,575	3,498	4,302	5,275	6,344	7,367
营业利润率	34.3%	40.5%	42.1%	44.4%	46.0%	46.7%
营业外收支	373	470	1,014	1,200	1,300	1,500
税前利润	<b>2,948</b>	<b>3,968</b>	<b>5,316</b>	<b>6,475</b>	<b>7,644</b>	<b>8,867</b>
利润率	39.3%	46.0%	52.1%	54.5%	55.5%	56.2%
所得税	-531	-582	-868	-1,036	-1,185	-1,330
所得税率	18.0%	14.7%	16.3%	16.0%	15.5%	15.0%
净利润	2,417	3,386	4,448	5,439	6,459	7,537
少数股东损益	2	-3	-3	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,415</b>	<b>3,389</b>	<b>4,451</b>	<b>5,439</b>	<b>6,459</b>	<b>7,537</b>
净利率	32.2%	39.3%	43.6%	45.7%	46.9%	47.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,417	3,386	4,448	5,439	6,459	7,537
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	307	382	391	199	228	282
非经营收益	-196	-12	-60	-1,201	-1,252	-1,450
营运资金变动	-10	-1,126	21	-2,841	-478	-465
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,517</b>	<b>2,630</b>	<b>4,800</b>	<b>1,597</b>	<b>4,957</b>	<b>5,904</b>
资本开支	103	89	95	2,154	-1,250	-1,300
投资	-25	-3,989	-788	-120	-120	-130
其他	-3	3,457	-2,023	57	56	62
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-131</b>	<b>-621</b>	<b>-2,905</b>	<b>-2,217</b>	<b>1,186</b>	<b>1,232</b>
股权募资	0	8	4,863	0	0	0
债权募资	0	0	652	1,278	1,100	-800
其他	-1,908	-461	-6,027	-62	-1,764	-2,103
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,908</b>	<b>-453</b>	<b>-512</b>	<b>1,215</b>	<b>-664</b>	<b>-2,903</b>
<b>现金净流量</b>	<b>478</b>	<b>1,556</b>	<b>1,383</b>	<b>595</b>	<b>5,479</b>	<b>4,232</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4,884	3,176	4,445	5,040	10,519	14,752
应收款项	2,379	7,146	2,351	5,542	6,433	7,363
存货	0	0	0	9	10	11
其他流动资产	656	808	3,075	3,196	3,322	3,464
流动资产	7,919	11,130	9,872	13,788	20,284	25,590
% 总资产	89.5%	89.0%	81.4%	71.2%	78.6%	82.1%
长期投资	25	500	1,296	1,416	1,536	1,666
固定资产	343	310	269	309	142	71
% 总资产	3.9%	2.5%	2.2%	1.6%	0.6%	0.2%
无形资产	131	121	161	3,315	3,315	3,315
非流动资产	930	1,372	2,257	5,571	5,524	5,584
% 总资产	10.5%	11.0%	18.6%	28.8%	21.4%	17.9%
<b>资产总计</b>	<b>8,849</b>	<b>12,502</b>	<b>12,129</b>	<b>19,358</b>	<b>25,808</b>	<b>31,173</b>
短期借款	0	0	652	0	0	0
应付款项	1,541	6,664	2,191	2,536	2,894	3,306
其他流动负债	1,578	1,058	1,061	2,889	3,414	3,920
流动负债	3,119	7,722	3,904	5,425	6,308	7,226
长期贷款	0	0	0	930	1,530	1,230
其他长期负债	37	42	66	1,066	1,566	1,066
<b>负债</b>	<b>3,156</b>	<b>7,765</b>	<b>3,971</b>	<b>7,421</b>	<b>9,404</b>	<b>9,522</b>
普通股股东权益	5,560	4,600	7,996	11,775	16,242	21,488
少数股东权益	134	137	163	163	163	163
<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,849</b>	<b>12,502</b>	<b>12,129</b>	<b>19,358</b>	<b>25,808</b>	<b>31,173</b>

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	8.290	10.781	13.341	0.623	0.739	0.863
每股净资产 (元)	19.087	14.631	23.964	35.291	48.678	64.402
每股经营现金流 (元)	8.642	8.367	14.386	0.183	0.567	0.676
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.408	0.190	0.228	0.262
<b>回报率</b>						
净资产收益率	43.44%	73.68%	55.67%	46.19%	39.77%	35.08%
总资产收益率	27.29%	27.11%	36.70%	28.10%	25.03%	24.18%
投入资本收益率	254.77%	279.42%	117.98%	58.61%	70.91%	81.00%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	428.80%	15.07%	18.38%	16.42%	15.90%	14.51%
EBIT增长率	2527.81%	41.53%	22.42%	18.01%	19.74%	14.84%
净利润增长率	2052.57%	40.35%	31.34%	22.20%	18.75%	16.70%
总资产增长率	1194.17%	41.28%	-2.98%	59.60%	33.32%	20.79%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	50.0	89.2	77.6	77.6	77.6	77.6
存货周转天数	1.6	—	—	0.9	0.9	0.9
应付账款周转天数	11.6	22.2	21.5	21.5	21.5	21.5
固定资产周转天数	9.2	13.4	10.1	8.8	5.9	2.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-85.78%	-67.06%	-46.50%	-26.06%	-45.65%	-57.83%
EBIT利息保障倍数	-14.4	-27.9	-31.1	-135.3	-120.5	-50.7
资产负债率	35.66%	62.11%	32.74%	38.33%	36.44%	30.55%

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。