

强烈推荐-A (维持)

分众传媒 002027.SZ

目标估值: 13.50 元  
当前股价: 9.11 元  
2017 年 08 月 30 日

广告主结构优化, 控费带动盈利能力提升, 预计三季度业绩持续亮眼

基础数据

上证综指	3365
总股本 (万股)	1223157
已上市流通股 (万股)	580382
总市值 (亿元)	1114
流通市值 (亿元)	529
每股净资产 (MRQ)	0.6
ROE (TTM)	73.5
资产负债率	51.3%
主要股东	Media Management
主要股东持股比例	23.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	11	-14
相对表现	-2	-0	-29

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《分众传媒 (002027) —生活圈媒体持续景气, 低估值凸显投资价值》2017-06-01
- 2、《分众传媒 (002027) —生活圈媒体景气带动 16 年及 17Q1 稳健增长, 低估值凸显投资价值》2017-05-01

林起贤

linqixian@cmschina.com.cn  
S1090517070012

顾佳

021-68407977  
gujia@cmschina.com.cn  
S1090513030002

**事件:** (1)17 年上半年公司实现扣除增值税后营业收入 56.4 亿元(yoy+14.5%), 跑赢广告行业整体刊例花费的增长 (yoy+0.4%); 归属于上市公司股东的净利润 25.3 亿元 (yoy+33.2%), 扣非后净利润 21.1 亿元 (yoy+32.0%)。非经常性损益 4.25 亿, 其中计入当期损益的政府补助 5.23 亿。17Q2 营业收入 32.20 亿 (yoy+14.1%), 扣非后净利润 13.43 亿 (yoy+38.0%)。符合预期。

(2) 公司预计前三季实现净利润 38.3-39.3 亿元, 同比增长 21.70%-24.88%, 即 17Q3 净利润 13.0~14.0 亿, 同比增长 4.1%~12.1%, 考虑到去年同期非经常性损益为 3.1 亿基数较高, 扣非后净利润口径增长更高, 经营业绩增长受益于新经济品牌广告投放量的提升。

点评:

1、楼宇媒体数量基本持平, 判断稳健增长来自刊挂率及刊价提升驱动。

2017 年上半年, 楼宇媒体业务共实现扣除增值税后营业收入 44.3 亿元 (yoy+14.24%), 占比 78.49%。截止到上半年自营楼宇屏幕媒体约为 22.5 万台, 覆盖全国约 90 多个城市 and 地区, 加盟楼宇屏幕媒体约 1.1 万台, 覆盖 31 个城市和地区; 自营框架平面媒体约 114.5 万个, 覆盖全国 48 个城市, 外购合作框架平面媒体覆盖 59 个城市, 约 5.2 万块媒体版位。纵向来看, 楼宇屏幕媒体数量无增长, 楼宇框架媒体优化数量微弱下降, 判断收入增长主要来自刊挂率及刊例价的提升。

2、影院媒体收入受票房平淡影响增速放缓, 期待票房回暖重启高成长。

影院媒体业务共实现扣除增值税后营业收入 10.1 亿元 (yoy+13.61%), 收入占比为 17.83%。截至 2017 年 6 月末, 公司签约影院超过 1610 家、银幕超过 10600 块, 覆盖全国约 290 多个城市的观影人群, 媒体资源数小幅增长。纵向来看, 影院媒体收入规模较往年增速明显放缓, 我们判断主要是电影市场平淡导致 (上半年中国电影票房 269.4 亿, yoy+9.9%, 观影人次 7.7 亿人次, yoy+6.7%)。

3、广告主结构优化, 传统行业客户广告投放大幅增长。

互联网行业广告收入同比增长 7.71%, 但占比从 28.61%小幅下降至 26.91%。来自交通, 通讯, 房产家居, 娱乐及休闲, 商业及服务等行业广告收入分别同比增长 23.47%, 40.30%, 64.67%, 30.04%, 33.35%。传统行业广告主对生活圈媒体的价值逐步认可, 成为营收增长新的驱动力。

#### 4、垄断地位维持及控费能力加强下，盈利能力及收益质量较好。

(1) 毛利率 70.81%，较上年同期的 69.51% 上升 1.3%；净利润率 44.74%，较去年同期提升 6.2 个百分点。其中占比高较的楼宇媒体业务毛利率 76.30%，比上年同期增加 2.55%，垄断地位下议价能力稳固；影院媒体毛利率 51.86%，与去年同期相比下降 4.90%，判断主要是行业入局者变多加剧竞争以及向三四线城市下沉导致。此外，受益于对销售业务费的严格控制，期间费用率从 16H1 的 23.21% 下降到 20.44%。(2) 2017 年上半年经营活动现金净流入 18.3 亿元，较上年的净流入 16.7 亿元增长 9.64%。销售回款情况良好，销售商品、提供劳务收到的现金为 55.0 亿元，较上年增长 16.17%，经营活动产生的现金流量净额 18.3 亿元，同比增长 9.64%，上半年公司整体的应收账款周转天数为 74 天(上年同期为 80 天)。

**维持强烈推荐评级。**预计公司 2017-19 实现净利润 53.95/64.67/74.59 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 20.5/17.1/14.8 倍。短期看好三季度扣非口径下业绩的持续高景气，中长期看好中国消费升级下生活圈媒体的景气度，以及公司行业垄断地位和管理层锐意进取精神三大亮点。今年 8 月，分众传媒被列入 MSCI 明晟中国 A 股指数成份股，作为业绩稳定、风险较可控的蓝筹有望受益。维持强烈推荐-A 评级。

**风险因素。**限售股解禁带来的短期冲击风险；宏观经济低迷拖累广告增长风险，影院媒体业务竞争加剧风险。

表 1: 利润表关键指标

	2015	2016	2017H1
营业总收入 (亿元)	86.27	102.13	56.41
同比	15.07%	18.38%	14.49%
归属母公司股东的净利润 (亿元)	33.89	44.51	25.33
同比	40.35%	31.34%	33.23%
扣非后归属母公司股东的净利润 (亿元)	30.69	36.32	21.08
同比	44.46%	18.32%	32.02%
销售毛利率(%)	70.56	70.44	70.81
销售净利率(%)	39.24	43.55	44.74
EBIT Margin	44.54	50.66	52.57
EBITDA Margin(%)	46.16	51.93	53.67

资料来源: WIND、招商证券

表 2: 现金流

	2015	2016	2017H1
销售商品提供劳务收到的现金(亿元)	92.44	109.38	55.01
经营活动现金净流量 (亿元)	26.30	48.00	18.29
销售商品和劳务收到现金/营业收入(%)	107.14	107.09	97.52

资料来源: WIND、招商证券

表 3: 营业收入构成

	2017H1		2016H1		同比增减
	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比	
营业收入合计	56.41	100%	49.27	100%	14%
分行业					
互联网	15.18	26.91%	14.10	28.61%	7.71%
日用消费品	9.93	17.60%	10.82	21.96%	-8.20%
交通	9.04	16.03%	7.32	14.86%	23.47%
通讯	5.98	10.60%	4.26	8.65%	40.30%
房产家居	5.49	9.73%	3.33	6.76%	64.67%
娱乐及休闲	3.64	6.46%	2.80	5.69%	30.04%
商业及服务	3.40	6.03%	2.55	5.17%	33.35%
杂类	3.74	6.64%	4.09	8.30%	-8.44%
分业务					
楼宇媒体	44.27	78.49%	38.75	78.65%	14.24%
影院媒体	10.06	17.83%	8.85	17.97%	13.61%
其他	2.08	3.68%	1.67	3.38%	24.75%
分地区					
华北	12.13	21.50%	11.01	22.35%	10.09%
华东	19.86	35.20%	17.72	35.95%	12.07%
华南	11.58	20.53%	9.63	19.55%	20.23%
西南	5.74	10.18%	5.00	10.15%	14.92%
华中	3.77	6.69%	3.42	6.94%	10.38%
其他	3.33	5.90%	2.49	5.06%	33.69%

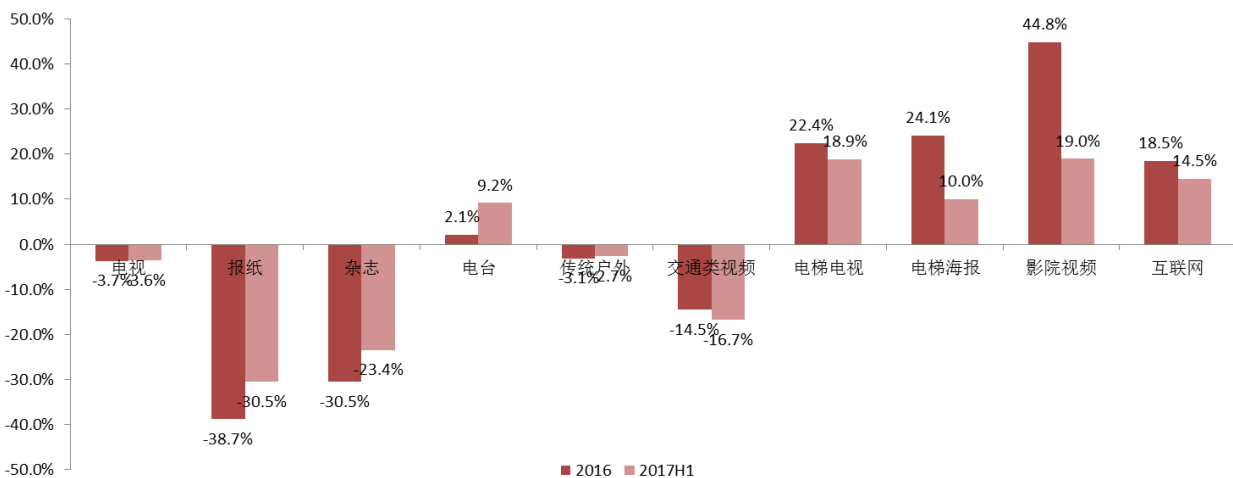
资料来源: WIND、招商证券

表 4: 公司近三年媒体资源变化

		2014	2015	2016	2017H1
楼宇屏幕媒体	自营(含平面数码海报)(万台)	13.4	18.9	22.5	22.5
	加盟(万台)			1.1	1.1
楼宇框架媒体	自营(万个)	96	108.4	115.8	114.5
	外购合作(万个)			32.8	
影院媒体	影院数量(家)	770	1,000	1,530	1,610
	屏幕数量(块)	4,990	6,500	10,000	10,600
卖场终端视频媒体(万台)			5.9	5.4	5.2

资料来源: WIND、招商证券

图 1: 行业数据: 各媒体广告刊例花费同比变化



资料来源: CTR、招商证券

表 5: 非经常性损益

	2015	2016	2016H1	2017H1
非流动资产处置损益(包括已计提资产减值准备的冲销部分)(百万元)	1.25	-1.27	-0.08	-1.19
计入当期损益的政府补助(与企业业务密切相关,按国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外)(百万元)	470.43	1,036.65	414.26	522.80
同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益(百万元)	-43.22	0	0	0.00
除上述各项之外的其他营业外收入和支出(百万元)	-1.32	-21.00	-21.77	-10.40
减: 所得税影响额(百万元)	106.62	191.39	88.04	86.69
少数股东权益影响额(税后)(百万元)	0.70	3.48	0.01	-0.29
合计(百万元)	319.81	819.51	304.35	424.82

资料来源: WIND、招商证券

表 6: 重大合同

合同订立公司方名称	合同订立对方名称	合同标的	合同签订日期	合同涉及资产的账面价值	交易价格(万元)
-----------	----------	------	--------	-------------	----------

敬请阅读末页的重要说明

				(万元)	
分众传媒有限公司	优估(上海)信息科技有限公司	楼宇及框架类广告媒体发布广告	17年4月1日	55,000	55,000
上海德峰广告传播有限公司	淘宝(中国)软件有限公司	楼宇及框架类广告媒体发布广告	16年4月16日	24,751	24,751
分众传媒有限公司	北京京东世纪贸易有限公司	楼宇及框架类广告媒体发布广告	17年1月1日	20,000	20,000
分众传媒有限公司	广州长隆集团有限公司	楼宇、框架类以及影院类广告媒体发布广告	17年1月2日	20,000	20,000
分众传媒有限公司	深圳闪销实业有限公司	框架类广告媒体上发布广告	17年6月3日	18,000	18,000

资料来源: WIND、招商证券

表 7: 单季度数据

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业总收入(亿元)	1.00	0.98	1.14	83.15	21.05	28.22	26.15	26.71	24.20	32.20
同比(%)	22.62	4.89	6.97	15.24	29.16	17.81	12.55	17.21	14.99	14.11
归属母公司股东的净利润(亿元)	0.01	-0.01	-0.03	33.92	6.49	12.52	12.46	13.04	11.07	14.26
同比(%)	149.61	-128.40	-1,002.15	40.52	39.35	16.72	31.21	44.73	70.42	13.94
扣非后归属母公司股东的净利润(亿元)	0.00	0.00	-0.01	30.72	6.23	9.73	9.37	10.98	7.65	13.43
销售毛利率(%)	10.66	8.68	13.96	72.79	65.35	72.62	71.18	71.42	67.60	73.22
销售净利率(%)	1.06	-0.82	-2.60	40.75	30.46	44.35	47.44	49.21	45.49	44.17
营业费用率(%)	1.60	2.05	2.15	20.72	20.40	20.33	20.54	15.13	17.95	18.03
管理费用率(%)	8.63	6.65	11.54	4.91	4.50	4.30	4.74	4.83	4.91	3.87
财务费用率(%)	0.20	0.06	0.00	-1.56	-1.38	-1.66	-0.98	-1.52	-2.02	-1.99
销售商品提供劳务收到的现金(亿元)	1.20	1.31	1.28	88.65	23.45	23.90	30.56	31.47	28.16	26.85
经营活动现金净流量(亿元)	0.19	0.16	0.30	25.65	5.10	11.58	12.89	18.43	9.52	8.78
现金流量净额(亿元)	-0.03	0.15	-0.10	15.54	54.08	-48.47	9.53	-1.31	-6.47	42.21

资料来源: WIND、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	11130	9872	23009	28002	33681
现金	3176	4445	16464	20284	24721
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	17	83	100	118	137
应收款项	2182	2162	2593	3062	3550
其它应收款	4947	107	130	153	178
存货	0	0	0	0	0
其他	808	3075	3721	4384	5095
<b>非流动资产</b>	1372	2257	2231	2215	2206
长期股权投资	49	0	0	0	0
固定资产	301	266	241	226	217
无形资产	0	0	0	0	0
其他	1022	1991	1990	1989	1989
<b>资产总计</b>	<b>12502</b>	<b>12129</b>	<b>25239</b>	<b>30217</b>	<b>35887</b>
<b>流动负债</b>	7722	3904	3383	3512	3664
短期借款	0	652	0	0	0
应付账款	187	169	204	239	280
预收账款	350	457	552	646	756
其他	7185	2626	2627	2627	2628
<b>长期负债</b>	43	71	71	71	71
长期借款	0	0	0	0	0
其他	43	71	71	71	71
<b>负债合计</b>	<b>7766</b>	<b>3975</b>	<b>3454</b>	<b>3583</b>	<b>3735</b>
股本	314	334	12232	12232	12232
资本公积金	202	226	226	226	226
留存收益	4082	7431	12659	17508	23027
少数股东权益	137	163	163	163	163
归属于母公司所有者权益	4599	7991	21622	26471	31990
<b>负债及权益合计</b>	<b>12502</b>	<b>12129</b>	<b>25239</b>	<b>30217</b>	<b>35887</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	2630	4800	4462	5382	6289
净利润	3389	4451	5395	6467	7459
折旧摊销	139	130	120	108	101
财务费用	(7)	5	(64)	(147)	(180)
投资收益	1	(0)	0	0	0
营运资金变动	(884)	284	(983)	(1049)	(1095)
其它	(7)	(70)	(6)	3	4
<b>投资活动现金流</b>	(621)	(2905)	(91)	(91)	(91)
资本支出	(93)	(95)	(91)	(91)	(91)
其他投资	(529)	(2810)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(460)	(513)	7649	(1471)	(1760)
借款变动	201	(544)	(652)	0	0
普通股增加	(23)	19	11898	0	0
资本公积增加	(597)	24	0	0	0
股利分配	(169)	(157)	(167)	(1618)	(1940)
其他	127	146	64	147	180
<b>现金净增加额</b>	<b>1549</b>	<b>1382</b>	<b>12019</b>	<b>3819</b>	<b>4438</b>

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	8627	10213	12365	14600	16928
营业成本	2540	3019	3649	4269	4998
营业税金及附加	310	359	435	513	595
营业费用	1729	1944	2354	2780	3223
管理费用	436	469	556	657	762
财务费用	(129)	(142)	(64)	(147)	(180)
资产减值损失	243	261	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	3498	4302	5434	6529	7530
营业外收入	477	1040	1040	1227	1411
营业外支出	7	26	26	26	26
<b>利润总额</b>	3968	5316	6448	7730	8915
所得税	582	868	1053	1263	1456
<b>净利润</b>	3386	4448	5395	6467	7459
少数股东损益	(3)	(3)	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	3389	4451	5395	6467	7459
<b>EPS (元)</b>	10.78	13.34	0.62	0.74	0.85

## 主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	497%	18%	21%	18%	16%
营业利润	10776%	23%	26%	20%	15%
净利润	25249%	31%	21%	20%	15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	70.6%	70.4%	70.5%	70.8%	70.5%
净利率	39.3%	43.6%	43.6%	44.3%	44.1%
ROE	73.7%	55.7%	25.0%	24.4%	23.3%
ROIC	60.7%	39.5%	20.6%	20.0%	19.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.1%	32.8%	13.7%	11.9%	10.4%
净负债比率	0.0%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.4	2.5	6.8	8.0	9.2
速动比率	1.4	2.5	6.8	8.0	9.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5
存货周转率	2.5	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
应收账款周转率	7.8	4.7	5.2	5.2	5.1
应付账款周转率	10.3	17.0	19.5	19.2	19.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	10.78	13.34	0.62	0.74	0.85
每股经营现金	8.37	14.39	0.51	0.62	0.72
每股净资产	14.63	23.95	2.47	3.03	3.66
每股股利	0.50	0.50	0.19	0.22	0.26
<b>估值比率</b>					
PE	0.8	0.7	20.5	17.1	14.8
PB	0.6	0.4	5.1	4.2	3.5
EV/EBITDA	27.3	22.3	17.4	14.8	12.9

敬请阅读末页的重要说明



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

林起贤，招商证券研发中心传媒行业分析师。北京大学硕士，2015年加入中投证券担任传媒行业分析师，2017年加入招商证券。

顾佳，招商证券研发中心传媒行业高级分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。分获2016年新财富第四名、金牛奖第二名、保险业协会第二名，2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名，2014年新财富第五名、水晶球第四名、金牛奖第二名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。