

公司价值与业绩波动：2019 半年度报告点评
买入（维持）

2019 年 08 月 22 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	14,551	11,455	13,279	15,219
同比（%）	21.1%	-21.3%	15.9%	14.6%
归母净利润（百万元）	5,823	1,873	3,286	4,063
同比（%）	-3.0%	-67.8%	75.5%	23.6%
每股收益（元/股）	0.40	0.13	0.22	0.28
P/E（倍）	12.30	38.25	21.80	17.63

股价走势



投资要点

- **业绩符合预期，3 季度业绩依然承压：**2019 年上半年，公司实现收入 57.17 亿，同比下降 19.59%，实现归母净利润 7.78 亿，同比下降 76.76%。其中，楼宇媒体营收从 2018 年上半年的 58.67 亿元（与去年半年报披露略有差距，可能是重分类影响）下降 19.9% 到 46.98 亿元，影院媒体的营收从去年同期的 11.96 亿元下滑 17.9% 到 9.82 亿元。按季度来看，公司 Q2 实现营收 31.06 亿，同比下降 25.2%，归母净利润 4.38 亿，同比下滑 79.55%，符合预期。公司同时公布 3 季度业绩指引，预计 Q3 实现 3.7 亿-6.7 亿归母净利润，同比下滑 54.2%-74.71%，利润下滑幅度收窄。
- **传统广告主预算的增加不及新经济投入缩减，公司客户结构得到改善：**从客户结构上看，互联网客户投放额同比减少 16.48 亿，同比下滑 56.56%，占公司营收减少额的 118.31%，新经济广告主投放意愿降低，是公司营收下滑的主要原因。但占公司营收大头的传统行业广告主依然实现了 44.51 亿营收，同比增长了 6.08%，占整体营收的比重由去年同期的 59.01% 迅速提高至 77.85%，公司营收结构得到了一定程度的改善。
- **回款不利导致公司坏账准备增加拖累公司业绩，客户结构优化可能导致部分坏账冲回：**自去年 3 季度以来，客户回款速度普遍放慢，导致公司账龄结构恶化，信用风险增加，故公司应收账款减值损失从 2018H1 的 6,251.2 万元上升到 2019H1 的 37,945.7 万元。但公司计提的坏账准备并非一定会成为坏账，我们看到公司客户结构发生变化，经营稳定的传统广告主占比增加，也使公司放宽了信用期限。随着这部分客户的回款，公司会冲回之前计提的部分资产减值损失。
- **公司毛利率已处于底部区间，继续下行空间不大：**公司毛利率常年维持在 57%-77% 的区间之中，仅有 2009 年和 2019 年出现了毛利率的破位，仔细研究 2009 年的状况，我们发现无论是宏观经济环境，还是公司发展战略都与当前相似：首先，经济环境都很低迷；其次，分众都进行了大规模的屏幕扩张。分众 07 年和 08 年屏幕数分别同比增幅为 65.5% 和 50%，而 18 年屏幕数同比增长 75.7%，在经济形势更严峻的 2009 年，公司毛利率下跌到 36.7% 便迅速回升，而公司今年一季度也出现 36.5% 的毛利率，上半年为 42.01%，我们判断公司毛利率当前已处底部区间。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019/2020/2021 年收入分别同比增长 -21.28%/15.93%/14.61%，达到 114.55/132.79/152.19 亿元，归母净利润分别为 18.73/32.86/40.63 亿元，同比增长 -67.8%/75.5%/23.6%，对应 PE 分别为 38.25/21.80/17.63 倍。我们以较为保守的假设对公司进行估值，为 789 亿元，5.38 元/股，可以作为对公司底部估值区间的判断。基于公司高经营杠杆的特性，公司业绩具有较大弹性，相对于当前 732 亿的市场价格，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济超预期波动、竞争加剧、回款不利

市场数据

收盘价(元)	4.99
一年最低/最高价	4.71/9.37
市净率(倍)	5.72
流通 A 股市值(百万元)	73242.62

基础数据

每股净资产(元)	0.87
资产负债率(%)	29.04
总股本(百万股)	14677.88
流通 A 股(百万股)	14677.88

相关研究

- 1、《分众传媒：二季度继续低迷，资本寒冬挤破客户结构泡沫》 2019-04-25
- 2、《分众传媒：经营上的困境时期，关注长期视角“三个不变”》 2019-04-14
- 3、《分众传媒：对分众、阿里合作的一些认识》 2019-02-20

2019 年上半年，公司实现收入 57.17 亿，同比下降 19.59%，实现归母净利润 7.78 亿，同比下降 76.76%。其中，楼宇媒体营收从 2018 年上半年的 58.67 亿元（与去年半年报披露略有差距，可能是重分类影响）下降 19.9% 到 46.98 亿元，影院媒体的营收从去年同期的 11.96 亿元下滑 17.9% 到 9.82 亿元。按季度来看，公司 Q2 实现营收 31.06 亿，同比下降 25.2%，归母净利润 4.38 亿，同比下滑 79.55%，符合预期。公司同时公布 3 季度业绩指引，预计 Q3 实现 3.7 亿-6.7 亿归母净利润，同比下滑 54.2%-74.71%，利润下滑幅度收窄。

过去的四个季度以来，公司相继承受了成本扩张，经济低迷以及二者叠加的影响，当前成本扩张的影响已经完全体现，但根据 3 季度业绩指引的情况来看，宏观环境的影响依然在持续。

1. 成本扩张影响已完全体现

公司自去年二季度开始屏幕大规模扩张，今年以来扩张战略已经停止，屏幕规模的增加对营业成本的影响（主要包括租金、折旧、人员薪酬）已经完全体现在季度报表中，可以看到 2 季度相对于 1 季度的成本已无明显变化。

表 1：公司营业成本变动情况

单位：百万元	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1
营业成本	1658.13	1,656.87	1,570.87	1,341.70	1,084.66	919.26
环比增加额	1.26	86.00	229.17	257.04	165.40	
QoQ	0.08%	5.47%	17.08%	23.70%	17.99%	

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

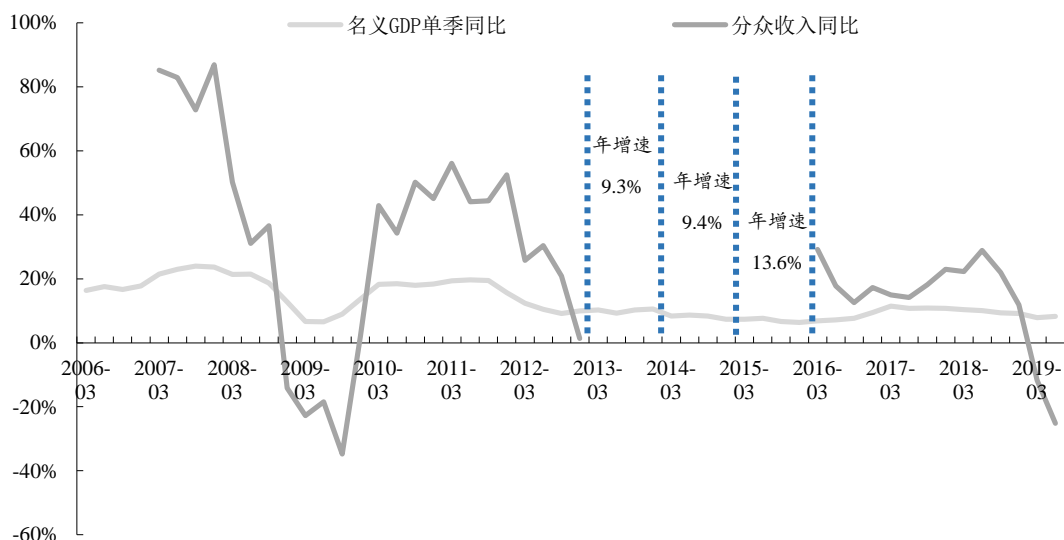
2. 宏观环境的影响依然在持续

公司 3 季度业绩指引 3.7-6.7 亿元，同比下滑 54.2%-74.71%，税前约 4.63-8.38 亿元，由于成本刚性原因，三季度成本预计增加 3 亿元，去年同期净利润 14.63 亿元，税前利润 17.52 亿元，二者税前利润 6.14-9.89 亿元的差距可以看作是收入的减少额，则 3 季度收入约为 27.78-31.53 亿元，同比下滑 16.3%-26.3%。因此，宏观环境的影响依然在持续。

投资者的疑问在于，GDP 好像没有很大波动，而分众的营收却出现 20 个点以上的下滑，是不是分众的业务受到了宏观因素以外的影响？然而分析历史数据就会发现，分众的营收波动本就远远大于 GDP 增速的变化（如下图）。这主要是由品牌广告的性质决定的，经济低迷时，品牌广告是首先被砍掉的预算，经济好转后会迅速增加。另外我们发现，分众营收波动的周期性拐点一般滞后于 GDP 约一个季度（2007Q3、2009Q2、

2011Q4、2012Q3)，一旦经济回暖，分众的收入变化会具有十足的弹性。

图 1：分众营收波动大于宏观经济波动



数据来源：公司财报，国家统计局，东吴证券研究所

3. 客户结构：传统广告主预算的增加不及新经济投入缩减，公司客户结构得到改善

从客户结构上看，互联网客户投放额同比减少 16.48 亿，同比下滑 56.56%，占公司营收减少额的 118.31%，去年下半年以来一级市场融资规模的缩减，导致新经济广告主投放意愿降低，是公司营收下滑的主要原因。但占公司营收大头的传统行业广告主依然实现了 44.51 亿营收，同比增长了 6.08%，占整体营收的比重由去年同期的 59.01% 迅速提高至 77.85%，鉴于传统类型的广告主广告支出的相对稳定性，公司营收结构得到了一定程度的改善。

表 2：客户结构发生改善（单位：百万元）

客户行业	2019H1	营收占比	2018H1	营收占比	同比增减
日用消费品	1752.96	30.66%	1703.49	23.96%	2.90%
互联网	1266.15	22.15%	2914.43	40.99%	-56.56%
交通	819.71	14.34%	852.13	11.99%	-3.80%
商业及服务	584.89	10.23%	321.11	4.52%	82.14%
娱乐及休闲	520.89	9.11%	437.77	6.16%	18.99%
房产家居	361.82	6.33%	408.65	5.75%	-11.46%
通讯	167.18	2.92%	297.82	4.18%	-43.86%
杂类	243.14	4.26%	174.57	2.45%	39.28%

注：公司此次对营业收入的行业分类进行了调整，将其他传统行业中高度依赖于互联网的公司客户调整至“互联网”板块，并根据新的行业分类调整了上年同期比较数字。

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4. 回款不利导致公司坏账准备增加拖累公司业绩，客户结构优化可能导致部分坏账冲回

自去年3季度以来，客户回款速度普遍放慢，导致公司账龄结构恶化，信用风险增加，故公司应收账款减值损失从2018H1的6,251.2万元上升到2019H1的37,945.7万元。其中：1)按账龄组合计提坏账的应收账款中，截至2019年6月30日，账龄超过210天的应收账款占整个组合的27.6%（2018年末：18.0%），而截至2018年6月30日，相关比例为12.6%（2017年末19.2%），应收账款账龄结构的相关变化导致2019年上半年较去年同期信用减值损失上升较大；2)截至2019年6月30日，按预期信用损失率计提的余额百分比组合的应收账款余额达66,280.8万元（2018年末：49,167.5万元），主要是增加了对一些高风险客户的信用损失计提。我们看到公司应收账款账面价值由2018年底的48.23亿下降到本期的42.58亿，下滑5.65亿元，同比-11.71%。但这主要是因为公司账龄结构恶化和预期信用损失率提高导致减值计提增加所致，公司应收账款余额依然有57.18亿，相对于2018年底下滑4.17%，减少2.49亿元。

由于公司客户结构发生变化，经营稳定的传统广告主占比增加，也使公司放宽了信用期限，导致回款期限自然延长，会计政策导致计提增加。因此除了金利、暴风等因经营问题几乎不可能归还的情况外，公司坏账准备的计提还受客户结构的影响，并不意味着一定成为实际上的坏账损失，随着传统广告主的回款，公司完全可能冲回之前计提的部分资产减值损失。

表3：账龄变化与坏账计提（单位：百万元）

账龄	2018	账龄占比	坏账准备	2019H1	账龄占比	坏账准备	计提比例
0-30天	1,913.47	34.9%		1,806.74	35.7%		
31-210天	2,578.31	47.1%	128.92	1,851.33	36.6%	92.57	5%
211-300天	336.30	6.1%	100.89	392.54	7.8%	117.76	30%
301-390天	180.31	3.3%	72.12	476.97	9.4%	190.79	40%
391天以上	466.50	8.5%	349.88	527.15	10.4%	395.36	75%
合计	5,474.89	100.0%	651.80	5,054.74	100.0%	796.48	
余额百分比法计提	491.68		491.68	662.81		662.81	100%
应收账款余额	5,966.56		1,143.48	5,717.54		1,459.29	
应收账款账面价值	4,823.08			4,258.26			
坏账占比	19.16%			25.52%			

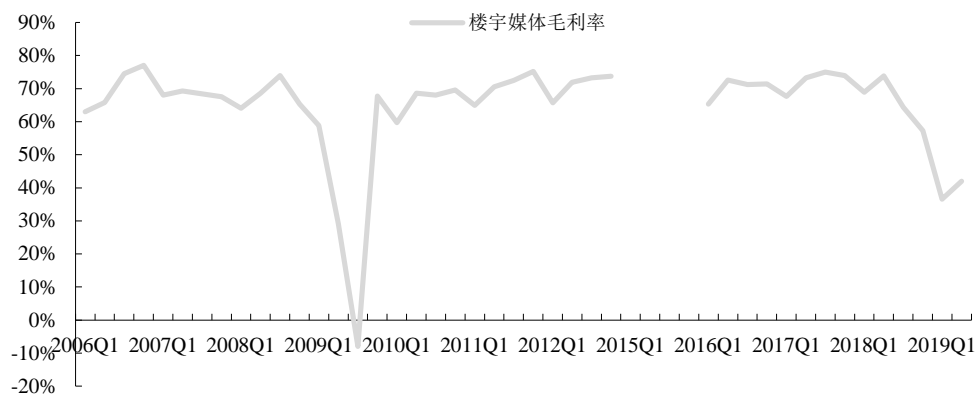
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

5. 毛利率已处于底部区间

公司上半年实现毛利率 42.01%，Q2 单季度毛利率 46.61%，上半年楼宇媒体毛利率 43.87%，影院媒体毛利率 34.6%，均大幅低于以往水平。但根据我们对于历史数据的分析，公司毛利率当前已经处于底部区间。

研究公司过去 13 年的历史数据可以发现，公司主业楼宇媒体的毛利率除 09 年和 19 年外一直都处于一个波动的区间中（图 3 年度数据包含季度数据中缺少的年份），在 57%-77% 之间，代表其刊挂率长期处于窄幅波动的状态之中。

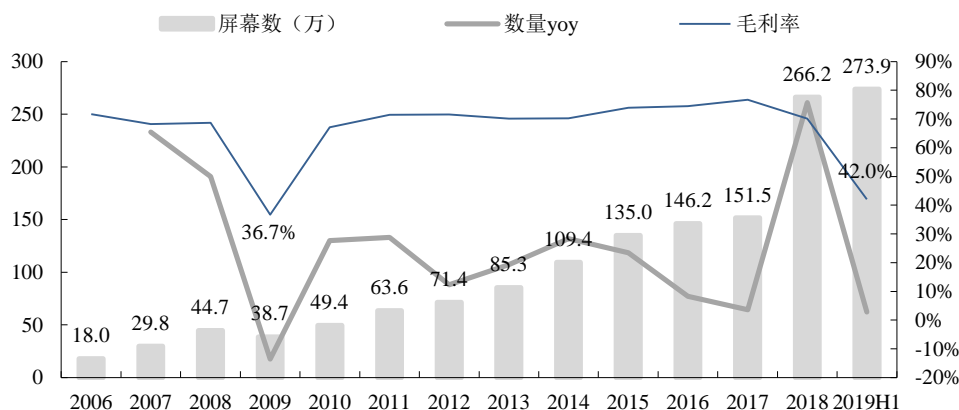
图 2：楼宇媒体毛利率处于稳定区间



注：2012 年之前数据为公司楼宇媒体毛利率，2016 年后数据为公司总体毛利率，由于影院媒体占比较小，且也具有较高的毛利率水平，因此对总体毛利率影响较弱。

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 3：分众毛利率变化与屏幕数扩张关系



注：2013/2014 年毛利率为公司总体毛利率，其余为楼宇媒体毛利率。

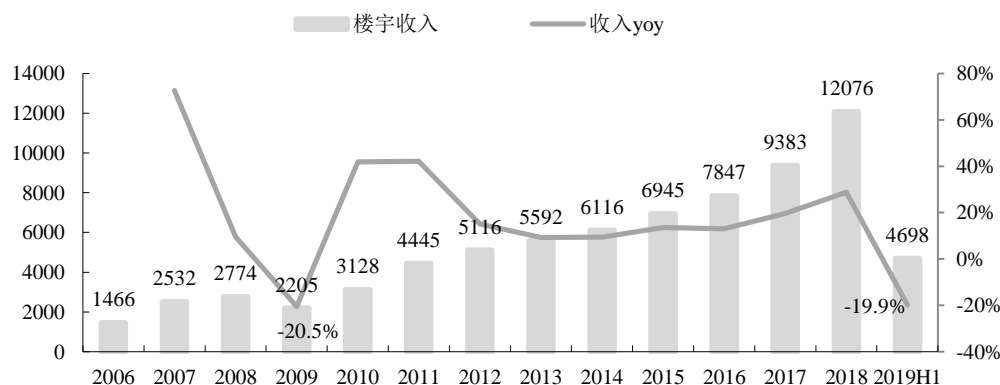
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

分众历史上仅 2009 年和 2019 年有 2 次毛利率的破位，研究 2009 年的状况对当前公司的困局具有非常重要的指导意义，因为 2009 年和 2019 年无论是宏观经济环境，还是公司发展战略都很相似：首先，经济环境都很低迷，09 年更甚；其次，分众都进行了大规模的屏幕扩张，根据图 3，分众 07 年和 08 年屏幕数分别同比增幅为 65.5% 和 50%，而 18 年屏幕数同比增长 75.7%。

08 年金融危机对国内宏观经济造成显著负面影响，分众刊挂率锐减，导致收入水平 09 年下降 20.5%，由于成本呈现刚性（且有减值计提），毛利率第一次出现破位，当年毛利率降到了 36.7% 的底部水平。在经济环境恶化之前，分众曾进行了大幅扩张，在经济低迷对公司经营造成沉重打击后，公司不得不收缩点位，对部分屏幕资产进行了减值计提，因此 2009 年底公司楼宇屏幕数相对于 08 年下降了 13.5%，得益于此，在经济回暖后，公司的刊挂率和毛利率才得以迅速回归。

而当前，公司同样面临经济低迷和过度扩张两大问题。楼宇媒体毛利率也出现了破位的情况，当前毛利率约 42.01%，但 08 年 GDP 增速下滑了接近 5 个百分点，比当前经济形势还要差，因此相比之下，刊挂率继续下跌的空间已十分有限，所以毛利率下跌空间已经非常有限。

图 4：分众楼宇媒体收入波动情况（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

6. 盈利预测与公司底部价值测算

根据以上的分析，我们可以测算公司业绩，并用 DCF 方法为分众估算一个底部价格。关键假设及测算基础如下：

- 公司楼宇媒体毛利率将会向稳态区间恢复，既然新增点位暂时与原有点位有较大盈利能力差距，我们保守估计，公司用 5 年时间提高刊挂率，且总体毛利率

仅能恢复到 60%左右的稳态水平，这属于公司过去毛利率波动的底部位置；

- 在公司大局扩张完毕后，刊挂率提高会推高单屏收入，我们假设单屏收入仅能恢复到 2018 年的水平。由于 2018 年屏幕刚刚铺设完毕，此时的屏幕利用率远低于常态，因此这个假设也很保守；
- 影院媒体竞争激烈，我们假设公司的映前广告毛利率会下降稳定在 35%的水平；
- 贴现率为 10.8%，基于 CAPM 模型；
- 永续增长率为 3%，由于楼宇媒体除了跟随 GDP 的增长而增长外，还在抢占传统媒体的预算份额，因此未来长期的收入增长速度按照 3%来看是不高的。

基于以上判断，我们对公司收入利润情况测算如下：

表 4：公司盈利预测表与关键假设表

收入（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	14551	11455	13279	15219	17419	19737
yoy		-21.3%	15.9%	14.6%	14.5%	13.3%
楼宇媒体	12076	9385	10966	12633	14552	16586
yoy		-22.3%	16.8%	15.2%	15.2%	14.0%
商业联播网	7235	5734	6700	7718	8891	10096
yoy		-20.7%	16.8%	15.2%	15.2%	13.6%
框架媒体	4841	3651	4266	4915	5661	6490
yoy		-24.6%	16.8%	15.2%	15.2%	14.6%
影院媒体	2382	1969	2213	2486	2767	3050
yoy		-17.3%	12.4%	12.4%	11.3%	10.2%
其他媒体	94	100	100	100	100	100
营业成本（百万元）						
楼宇媒体	3612	5086	5472	5855	6266	6714
yoy		40.8%	7.6%	7.0%	7.0%	7.1%
影院媒体	1224	1277	1421	1582	1744	1905
yoy		4.3%	11.3%	11.3%	10.3%	9.2%
其他媒体	80	80	80	80	80	80
毛利率						
楼宇媒体	70.1%	45.8%	50.1%	53.7%	56.9%	59.5%
影院媒体	48.6%	35.1%	35.8%	36.4%	37.0%	37.6%
总体	66.2%	43.8%	47.5%	50.6%	53.6%	55.9%

归母净利润（百万元）	5823	1873	3286	4063	5046	6076
yoy		-67.8%	75.5%	23.6%	24.2%	20.4%
关键增速假设						
楼宇媒体						
商业联播网营收增速	42.7%	-20.7%	16.8%	15.2%	15.2%	13.6%
单屏营收增速	-40.1%	-26.9%	11.3%	9.7%	9.7%	8.2%
刊挂率增速	-37.0%	-14.0%	7.0%	6.0%	6.0%	5.0%
执行价增速	-5.0%	-15.0%	4.0%	3.5%	3.5%	3.0%
屏幕数增速	138.2%	8.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
框架媒体						
单屏营收增速	-29.9%	-25.2%	11.3%	9.7%	9.7%	9.2%
刊挂率增速	-26.0%	-12.0%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%
执行价增速	-5.0%	-15.0%	4.0%	3.5%	3.5%	3.0%
屏幕数增速	60.0%	0.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
楼宇媒体成本增速						
单屏幕成本增速	-6.0%	36.8%	2.5%	1.9%	1.9%	2.0%
单屏幕租金成本增速	20.0%	7.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

综上，我们预计公司 2019/2020/2021 年收入分别同比增长-21.28%/15.93%/14.61%，达到 114.55/132.79/152.19 亿元，归母净利润分别为 18.73/32.86/40.63 亿元，同比增长-67.8%/75.5%/23.6%，对应 PE 分别为 38.25/21.80/17.63 倍。

DCF 方法对应公司的估值水平为 789 亿元，5.38 元/股，值得注意的是，这是各项假设都很保守的情况下测算出来的估值结果，可以作为对公司底部估值区间的判断。基于公司高经营杠杆的特性，公司业绩波动性与宏观经济显著相关且波动更加剧烈，一旦经济回暖，公司刊挂率必将大幅度提高，盈利水平将会快速上涨，大概率不会像模型中那样缓慢爬坡。因此，相对于当前 732 亿的市场价格而言，建议以“底部思维”布局，维持“买入”评级。

7. 风险提示

宏观经济超预期波动、竞争加剧、回款不利、低线城市下沉不达预期。

分众传媒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	12,034	13,830	15,234	16,358	营业收入	14,551	11,455	13,279	15,219
现金	3,672	5,287	6,426	6,386	减:营业成本	4,916	6,443	6,974	7,517
应收账款	4,823	4,341	3,959	4,496	营业税金及附加	432	384	437	492
存货	3	10	4	11	营业费用	2,331	2,119	2,324	2,678
其他流动资产	3,537	4,193	4,845	5,465	管理费用	412	699	730	867
非流动资产	6,987	6,881	6,985	7,112	财务费用	-94	-330	-629	-676
长期股权投资	793	843	891	937	资产减值损失	400	573	292	335
固定资产	1,785	1,634	1,486	1,347	加:投资净收益	168	92	150	139
在建工程	14	10	9	8	其他收益	0	0	0	0
无形资产	47	47	50	57	营业利润	6,953	2,346	4,097	5,057
其他非流动资产	4,348	4,347	4,549	4,763	加:营业外净收支	-11	-12	-14	-13
资产总计	19,022	20,711	22,219	23,471	利润总额	6,942	2,333	4,083	5,044
流动负债	3,527	3,772	3,988	4,244	减:所得税费用	1,150	467	808	999
短期借款	47	47	47	47	少数股东损益	-31	-6	-12	-17
应付账款	419	386	389	363	归属母公司净利润	5,823	1,873	3,286	4,063
其他流动负债	3,060	3,339	3,551	3,834	EBIT	6,894	2,036	3,507	4,430
非流动负债	1,096	882	722	567	EBITDA	7,124	2,382	3,848	4,765
长期借款	892	678	486	297					
其他非流动负债	204	204	236	270					
负债合计	4,624	4,654	4,709	4,811					
少数股东权益	197	192	181	165					
归属母公司股东权益	14,201	15,866	17,329	18,494					
负债和股东权益	19,022	20,711	22,219	23,471					
					重要财务与估值指				
					标	2018A	2019E	2020E	2021E
					每股收益(元)	0.40	0.13	0.22	0.28
					每股净资产(元)	0.97	2.07	2.19	2.30
					发行在外股份(百万				
					股)	334	14678	14678	14678
					ROIC(%)	38.0%	5.2%	8.5%	10.4%
					ROE(%)	40.2%	6.1%	10.1%	12.0%
					毛利率(%)	66.2%	43.8%	47.5%	50.6%
					销售净利率(%)	40.0%	16.3%	24.7%	26.7%
					资产负债率(%)	24.3%	13.2%	12.7%	12.4%
					收入增长率(%)	21.1%	-21.3%	15.9%	14.6%
					净利润增长率(%)	-3.0%	-67.8%	75.5%	23.6%
					P/E	12.30	38.25	21.80	17.63
					P/B	5.04	2.36	2.22	2.13
					EV/EBITDA	9.70	22.21	13.31	10.65

数据来源: 贝格数据, 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>

