

分众传媒 (002027)

证券研究报告

2018年11月01日

消费后周期效应持续，叠加扩张战略短期仍然承压

三季度营收及净利符合预期，前三季度业绩实现持续增长，受院线业务景气度有所下降及扩张战略影响，第四季度利润有所下滑。

1) 前三季度：公司前三季度实现营收 108.77 亿元，同比增长 24.59%，归母净利润 48.10 亿元，同比增长 22.81%，位于预告的中线左右（前期预告中线 48 亿），符合预期，扣非归母净利润 41.98 亿元，同比增长 23.41%；18Q1-Q3 政府补助 6.04 亿，其中 Q3 单季度政府补助为 0.79 亿，假设 18 全年政府补助与去年持平，则本年政府补助完成度达 82.2%；

2) 18Q3 单季度：公司 18Q3 实现营收 37.67 亿元，同比增长 21.94%；归母净利润 14.63 亿元，同比上升 5.73%，位于预告的中线左右；扣非净利润 13.80 亿元，同比上升 6.66%；

3) 全年业绩预告：18 年预计实现归母净利润 58.0-62.0 亿元，同比增长 -3.41%~3.25%，根据拆分 18Q4 预计实现归母净利润 9.90-13.90 亿元，同比降低 33.4%-52.6%，环比降低 5.0%-32.3%，我们认为主要由于影院广告业务受四季度票房预期影响，增长不及预期，而楼宇广告业务去年同期基数大、增速高，扩张战略的推进将使营业成本有较大幅度的提高。

媒体资源扩张战略导致三季度起成本提升明显，新增贷款与媒体资源扩张投入推动财务费用率。公司 18Q1-Q3 整体毛利率 69.24%，同比下降 3.04pcts，净利率 44.03%，同比下降 0.65pcts。18Q3 单季度毛利率为 64.4%，同比下降 10.6pcts，同比增长 73.6%，18Q3 单季度净利率 38.6%，同比下降 6.0pcts。18Q1-Q3 销售费用 16.97 亿元，同比增长 11.42%，Q3 销售费用率 13.29%，同比下降 3.14pcts；18Q1-Q3 管理费用 4.42 亿元（为保证可比性，加入研发费用），同比增长 12.97%，Q3 管理费用率 2.88%，同比下降 0.52pcts；18Q1-Q3 财务费用-0.80 亿元，同比增长 45.81%，Q3 财务费用率-0.65%，同比增长 0.50pcts，主要系大量资金用于扩张致利息收入下降。

投资建议：综上，公司第三季度业绩符合预期，全年预告略低于预期，消费后周期效应持续，预计四季度营收增速及毛利率将进一步下降，主要受影院广告业务不及预期以及资源扩张大幅提升成本的影响。在经济下行背景下，公司当前处于资源扩张营收增长模式，我们预计公司 19 年资本开支将根据 18 年营收表现灵活调整，我们假设 2018-2020 年楼宇广告可售点位数调整至 250 万/290 万/330 万。由于短期成本承压以及经济景气度影响，我们最新预测 18-20 年净利润从 70.7/86.5/104.28 亿元下调至 60.4/67.56/77.96 亿元，当前价格对应 PE 估值 15x/13x/12x。我们认为分众短期内或受业绩下调以及年底 77 亿股大额解禁影响，公司 30 亿回购有望部分对冲释放积极信号，长期根据 20 倍动态估值给予目标价 9.2 元。

风险提示：经济景气度下行导致广告投放下降、回款账期延长等风险，以及资源扩张战略下需求不达预期的风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,213.13	12,013.55	14,582.74	16,846.93	19,148.20
增长率(%)	18.38	17.63	21.39	15.53	13.66
EBITDA(百万元)	4,286.20	6,514.67	6,477.48	7,357.29	8,599.54
净利润(百万元)	4,451.21	6,004.71	6,040.28	6,756.31	7,796.11
增长率(%)	31.34	34.90	0.59	11.85	15.39
EPS(元/股)	0.30	0.41	0.41	0.46	0.53
市盈率(P/E)	20.35	15.08	14.99	13.40	11.62
市净率(P/B)	11.33	8.73	2.99	2.54	2.16
市销率(P/S)	8.87	7.54	6.21	5.38	4.73
EV/EBITDA	(0.16)	(0.20)	9.75	8.03	6.24

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/营销传播
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.17 元
目标价格	9.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	14,677.88
流通 A 股股本(百万股)	6,964.89
A 股总市值(百万元)	90,562.52
流通 A 股市值(百万元)	42,973.36
每股净资产(元)	0.92
资产负债率(%)	25.86
一年内最高/最低(元)	15.55/5.77

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

冯翠婷 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090001
fengcuiting@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《分众传媒-公司点评:快报点评：营收增速持续提升，有效对冲毛利率下降》 2018-07-31
- 《分众传媒-公司点评:阿里分众 50 亿战略合作协议落地，打开长期空间》 2018-07-27
- 《分众传媒-公司点评:一文详解：为什么阿里 150 亿入股分众？》 2018-07-19

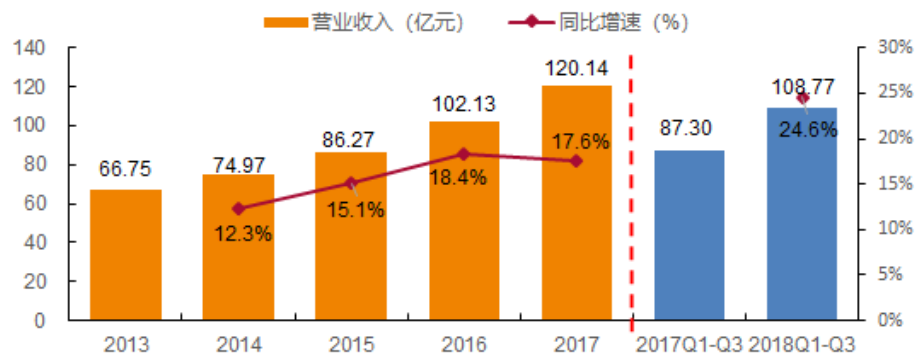
三季度营收及净利符合预期，前三季度业绩实现持续增长，受院线业务景气度有所下降及扩张战略影响，第四季度利润有所下滑。

(1) 前三季度：公司前三季度实现营收 108.77 亿元，同比增长 24.59%，归母净利润 48.10 亿元，同比增长 22.81%，位于预告的中线左右（前期预告中线 48 亿），符合预期，扣非归母净利润 41.98 亿元，同比增长 23.41%；18Q1-Q3 政府补助 6.04 亿，其中 Q3 单季度政府补助为 0.79 亿，假设 18 全年政府补助与去年持平，则本年政府补助完成度达 82.2%。

(2) 18Q3 单季度：公司 18Q3 实现营收 37.67 亿元，同比增长 21.94%；归母净利润 14.63 亿元，同比上升 5.73%，位于预告的中线左右；扣非净利润 13.80 亿元，同比上升 6.66%；

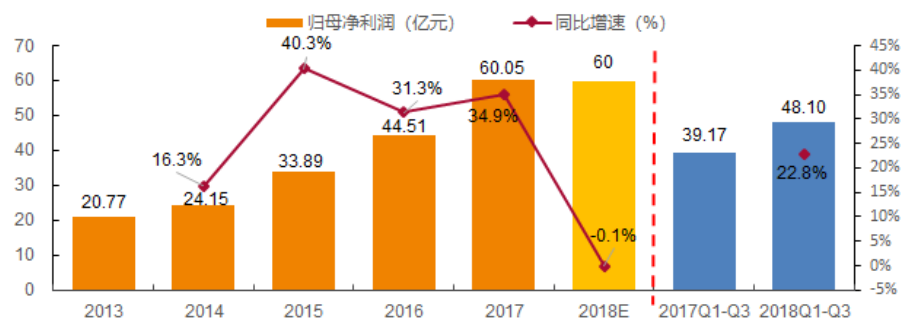
(3) 全年业绩预告：18 年预计实现归母净利润 58.0-62.0 亿元，同比增长-3.41%~3.25%，根据拆分 18Q4 预计实现归母净利润 9.90-13.90 亿元，同比降低 33.4%-52.6%，环比降低 5.0%-32.3%，我们认为主要由于影院广告业务受四季度票房预期影响，增长不及预期，而楼宇广告业务去年同期收入基数大、增速高，扩张战略的推进将使营业成本有较大幅度的提高。

图 1：分众传媒 2013-2018 年前三季度营业收入及增速



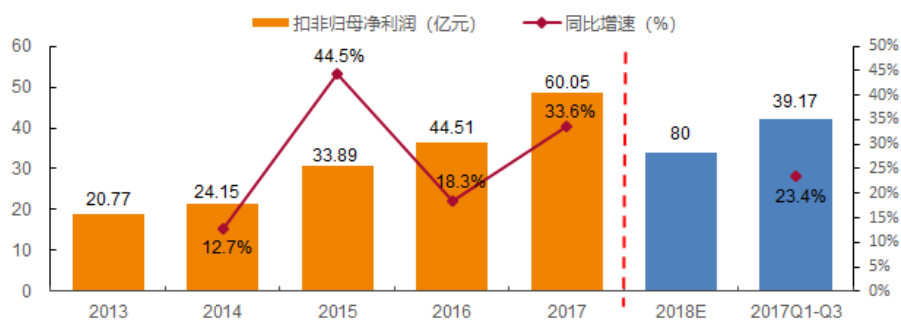
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：分众传媒 2013-2018 年前三季度归母净利润及增速



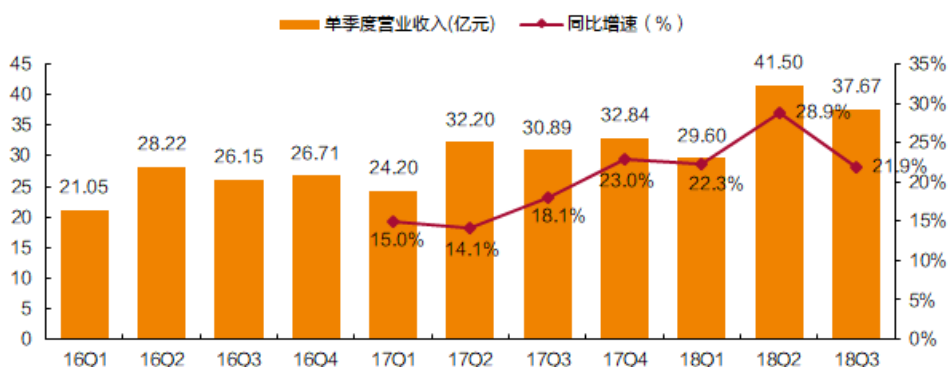
资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：2018 净利润取指引中值

图 3：分众传媒 2013-2018 年前三季度扣非归母净利润及增速



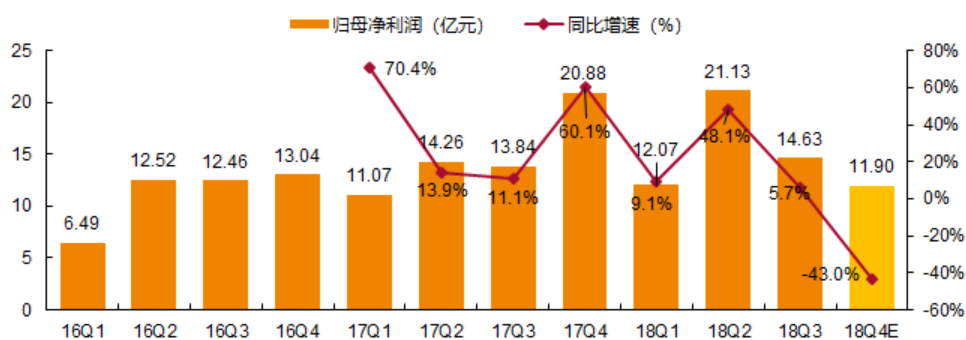
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：分众传媒 2016Q1-2018Q3 营业收入及增速



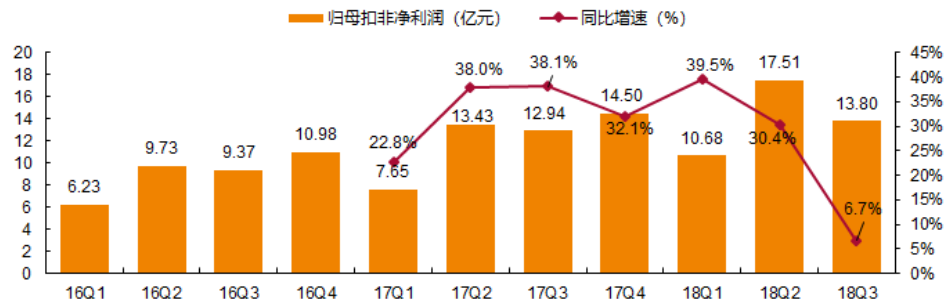
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：分众传媒 2016Q1-2018Q4 归母净利润及增速



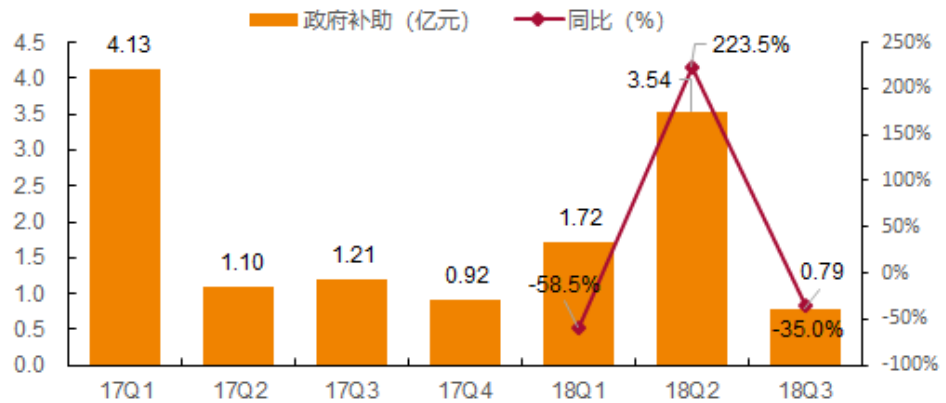
资料来源：公司公告、天风证券研究所；注：18Q4 归母净利润取指引中线

图 6：分众传媒 2016Q1-2018Q3 扣非归母净利润及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：分众传媒 2017Q1-2018Q3 政府补助金额及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

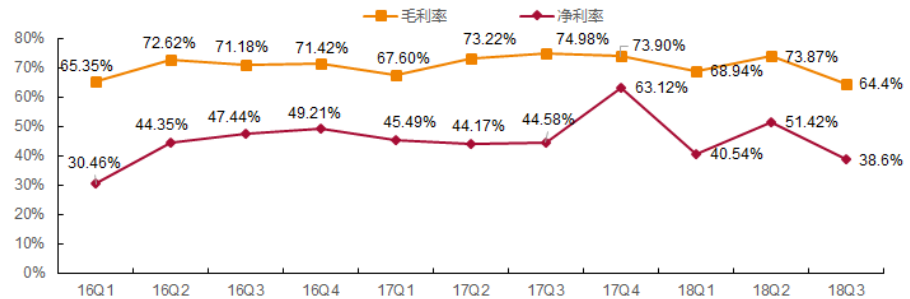
表 1：政府补助项目变化

补助项目 (万元)	2017	2018Q1-Q3	完成度
上海崇明财政	13.00	15.87	122.1%
上海长宁财政	30,127.00	4,108.70	13.6%
四川成都财政	3,503.00	1,315.00	37.5%
上海静安财政	-	180.00	-
浙江宁波财政	24,990.00	27,794.00	111.2%
上海张江财政	-	-	-
上海普陀财政	-	3.00	-
上海浦东新区财政	1,043.00	1,024.00	98.2%
广东财政	13,030.00	25,820.00	198.2%
营改增财政扶持	-	-	-
其他零星	633.00	206.13	32.6%
分众传媒大数据精准营销服务平台	184.00	71.53	38.9%
合计	73,523.00	60,466.70	82.2%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

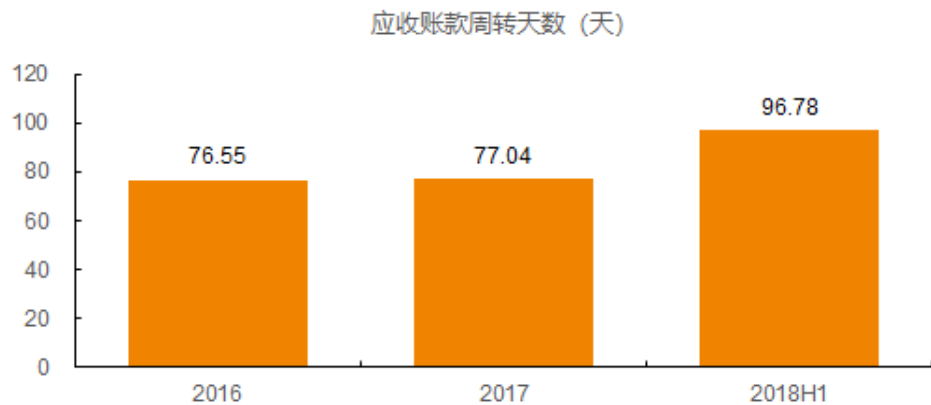
媒体资源扩张战略导致三季度起成本提升明显。公司 18Q1-Q3 整体毛利率 69.24%，同比下降 3.04pcts，净利率 44.03%，同比下降 0.65pcts。18Q3 单季度毛利率为 64.4%，同比下降 10.6pcts，主要系公司大幅扩张媒体资源导致主营业务成本较去年同期增加 5.7 亿，同比增长 73.6%，18Q3 单季度净利率 38.6%，同比下降 6.0pcts。

图 8：分众传媒 2016Q1-2018Q3 毛利率与净利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 9：分众传媒 2016-2018H1 应收账款周转天数变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

销售、管理费用控制有力，新增贷款与媒体资源扩张投入推升财务费用率。18Q1-Q3 销售费用 16.97 亿元，同比增长 11.42%，Q3 销售费用率 13.29%，同比下降 3.14pcts；18Q1-Q3 管理费用 4.42 亿元（为保证可比性，加入研发费用），同比增长 12.97%，Q3 管理费用率 2.88%，同比下降 0.52pcts；18Q1-Q3 财务费用-0.80 亿元，同比增长 45.81%，Q3 财务费用率-0.65%，同比增长 0.50pcts，主要系大量资金用于媒体资源扩张致利息收入下降，公司及韩国子公司贷款规模增加致利息支出增加。

现金流同受扩张战略影响有所下滑，赎回 23 亿理财产品推动公司长期发展规划。

(1)18Q1-Q3 经营活动产生的现金流量净额为 15.61 亿，同比下降 34.6%，主要由于进项减少而支出项增加所致：

进项减少：受宏观经济形势影响，公司核心客户回款周期普遍放慢。2018 年前三季度销售商品、提供劳务收到的现金为 92 亿元，较去年同期收到的现金增加 13.2%（同期营业收入增加 24.6%）。2018 年三季度资产减值损失较上年同期增加 1,925.8 万元，增幅为 49.9%，主要是应收账款回款放缓，计提的坏账准备相应增加所致。

支出增加：媒体资源扩张带来的经营活动支付的媒体资源租金、人工成本和运营维护成本等较去年同期增加 82.86 亿，同比增长 27.7%。

值得注意的是应收账款回款速度持续放缓，公司相应计提的坏账准备增加，使资产减值损失较上年同期增加 1925.8 万元，同比增长 49.9%，从应收账款周转天数来看，16-18H1 应收账款周转天数由 76.55 天增长至 96.78 天，我们认为主要系客户结构调整，回款周期较长的大客户占比增加，其次受宏观因素影响，回款有所放慢。

(2)18Q1-Q3 投资活动产生的现金流量净额为 5.58 亿元，同比下降 44.8%。主要系前三季度购买媒体设备用于点位扩张所致。

(3)其他流动资产较 18 年初下降 76.8%，主要包含未到期的银行理财产品 6.15 亿元（银行理财产品收益归属投资收益）及待抵扣进项税 0.71 亿元。其中值得注意的是，三季度银行理财产品较年初减少 23.09 亿，主要系公司在 2018 年 1-9 月内赎回银行理财产品，用于 2017 年度的利润分配（约 12 亿）、支付及预付阵地租金、设备采购（约 9 亿）和回购公司股票（约 4 亿）。

阿里入股丰富分众广告主资源，由腾讯系投放积极可窥分众独立性未改。

(1)根据 2018 年 7 月-8 月三类生活圈媒体刊例花费 top10 榜单，2017 年分众 TOP5 广告主中的优信二手车投放有所减少，延续上半年趋势（18H1 优信二手车电梯电视/电梯海报刊例花费同比减少 56.5%/56.7%）；

(2)阿里系的入股持续为分众带来广告主资源，阿里系饿了么/苏宁易购/支付宝分别上榜电梯电视 7 月刊例花费 top10/电梯海报 8 月刊例花费 top10/影院视频 8 月刊例花费 top10；

(3)分众仍保独立性。腾讯系美团、拼多多、京东分别上榜电梯电视 7&8 月刊例花费 top10/电梯电视 7 月刊例花费 top10/电梯海报 8 月刊例花费 top10，且京东商城于 8 月的电梯海报刊例花费增速同比增加 89.4%，环比增加 100%，仍有加大投放趋势。

表 2：2016-2017 年大客户销售合同金额及占其销售费用比（亿元）

2016 年分众传媒大客户销售合同金额及占其销售费用比（亿元）						
序号	签约客户	合同主要内容	合同金额 (亿元)	广告费用 (亿元)	占广告预算 比重 (%)	占分众营收 比重 (%)
1	阿里巴巴（中国）有限公司	发布框架媒体广告	2.65	87.99	3.01%	2.59%
2	广州宝洁有限公司	发布楼宇视频媒体广告	2.00	-	-	1.96%
3	淘宝（中国）软件有限公司	发布楼宇视频媒体及框架媒体广告	2.00	87.99	2.27%	1.96%
4	扎拉斯网络科技（上海）有限公司（饿了么）	发布楼宇视频媒体及框架媒体广告	1.48	-	-	1.45%
5	益海嘉里食品营销有限公司	发布楼宇视频媒体、卖场媒体及框架媒体广告	1.32	-	-	1.30%
2017 年分众传媒大客户销售合同金额及占其销售费用比（亿元）						
序号	签约客户	合同主要内容	合同金额 (亿元)	广告费用 (亿元)	占广告预算 比重 (%)	占分众营收 比重 (%)
1	优估（上海）信息科技有限公司（优信二手车）	发布楼宇视频媒体及框架媒体广告	5.50	22.03	24.97%	4.58%
2	淘宝（中国）软件有限公司	发布楼宇视频媒体广告	3.68	168.14	2.19%	3.06%
3	淘宝（中国）软件有限公司	发布框架媒体广告	3.45	168.14	2.05%	2.88%
4	北京京东世纪贸易有限公司	发布框架媒体广告	3.42	123.8	2.76%	2.85%
5	北京京东世纪贸易有限公司	发布楼宇视频媒体广告	2.70	123.8	2.18%	2.25%

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

表 3: 重点关注时段 CTR 电梯电视媒体刊例花费前十品牌榜单

2017 年 7 月电梯电视媒体刊例花费前十品牌榜单

本月排名	上月排名	品牌	同比	环比
1	-	饿了么	23.0%	New
2	4	优信二手车	New	55.5%
3	32	简一	New	>1000%
4	51	美团	New	>1000%
5	41	惠氏	New	831.9%
6	9	秒拍	New	76.0%
7	65	小天才	-17.5%	>1000%
8	6	蒙牛	279.7%	-33.8%
9	22	步步高	-25.5%	278.2%
10	5	肯德基	21.6%	-47.3%

2017 年 8 月电梯电视媒体刊例花费前十品牌榜单

本月排名	上月排名	品牌	同比	环比
1	101	天猫	>1000%	>1000%
2	43	车置宝	New	>1000%
3	45	西王	>1000%	>1000%
4	3	简一	>1000%	4.40%
5	8	蒙牛	250.90%	71.30%
6	9	步步高	-61.20%	44.50%
7	55	滴滴	>1000%	>1000%
8	2	优信二手车	New	-62.50%
9	-	小罐	New	New
10	7	小天才	-8.10%	16.40%

2018 年上半年电梯电视媒体刊例花费前十品牌榜单

18H1 排名	17H1 排名	品牌	同比	环比
1	4	瓜子二手车直卖	25.50%	-
2	6	天猫	90.10%	-
3	-	蒙牛	123.80%	-
4	5	肯德基	34.70%	-
5	2	京东商城	90.10%	-
6	3	农夫山泉	-15.60%	-
7	-	弹个车手机软件	68.70%	-
8	2	京东商城	-7.50%	-
9	1	优信二手车	-56.50%	-
10	-	必要	New	-

2018 年 7 月电梯电视媒体刊例花费前十品牌榜单

本月排名	上月排名	品牌	同比	环比
1	-	饿了么	-10.3%	New
2	6	肯德基	198.9%	58.30%
3	5	蒙牛	88.5%	-15.40%
4	11	瑞幸	New	132.70%
5	19	小天才	55.8%	237.80%
6	-	小米有品	New	New

7	7	拼多多	New	0.80%
8	70	滴滴	>1000%	>1000%
9	286	步步高	30.4%	>1000%
10	-	美团	-28.8%	New

2018年8月电梯电视媒体刊例花费前十品牌榜单

本月排名	上月排名	品牌	同比	环比
1	10	美团	New	279.4%
2	-	瓜子二手车直卖	>1000%	New
3	2	肯德基	94.50%	-20.5%
4	4	瑞幸	New	13.0%
5	6	小米有品	New	15.6%
6	9	步步高	15.80%	28.3%
7	5	小天才	32.80%	-1.0%
8	-	郎	New	New
9	-	杜蕾斯	New	New
10	8	滴滴	-6.00%	-1.0%

资料来源：CTR，天风证券研究所

表 4：重点关注时段 CTR 电梯海报媒体刊例花费前十品牌榜单

2017年7月电梯海报媒体刊例花费前十品牌榜单

本月排名	上月排名	品牌	同比	环比
1	1	优信二手车	New	-5.1%
2	-	饿了么	207.7%	New
3	10	蒙牛	>1000%	82.0%
4	-	金立	New	New
5	-	长隆	New	New
6	7	苏宁	601.7%	-21.2%
7	12	猿辅导	New	53.8%
8	6	神州	-34.5%	-28.4%
9	65	简一	New	>1000%
10	3	京东商城	>1000%	-64.7%

2017年8月电梯海报媒体刊例花费前十品牌榜单

本月排名	上月排名	品牌	同比	环比
1	995	天猫	8.20%	New
2	52	苏宁易购	300.70%	>1000%
3	997	小米	326.60%	New
4	183	泸州	>1000%	>1000%
5	8	神州	-23.30%	37.70%
6	43	幸福	>1000%	723.00%
7	9	简一	>1000%	34.10%
8	16	西王	88.60%	113.50%
9	4	金立	>1000%	-30.40%
10	13	恒大	72.20%	16.40%

2018年上半年电梯海报媒体刊例花费前十品牌榜单

18H1 排名	17H1 排名	品牌	同比	环比
1	-	幸福	>1000%	-

2	3	京东商城	0.20%	-
3	5	天猫	46.80%	-
4	7	苏宁	71.90%	-
5	-	弹个车手机软件	198.40%	-
6	2	优信二手车	-56.70%	-
7	1	神州	-63.10%	-
8	-	广誉远	181.80%	-
9	-	蒙牛	56.70%	-
10	-	飞鹤	243.60%	-

2018年7月电梯海报媒体刊例花费前十品牌榜单

本月排名	上月排名	品牌	同比	环比
1	4	幸福	>1000%	60.1%
2	-	小米有品	New	New
3	59	滴滴	486.50%	>1000%
4	-	PPMONEY	New	New
5	20	瑞幸	New	322.6%
6	2	优信二手车	-19.70%	-41.0%
7	-	白云山	New	New
8	17	小米	New	146.2%
9	12	英得尔	New	31.4%
10	5	海信	New	-45.8%

2018年8月电梯海报媒体刊例花费前十品牌榜单

本月排名	上月排名	品牌	同比	环比
1	1	幸福	156.20%	-13.70%
2	8	小米	1.80%	104.20%
3	22	苏宁易购	-21.90%	332.90%
4	5	瑞幸	New	11.70%
5	-	慕斯	New	New
6	15	飞鹤	New	118.80%
7	3	滴滴	>1000%	-35.40%
8	4	PPMONEY	New	-31.00%
9	26	泸州	-22.70%	217.20%
10	18	京东商城	84.90%	100.00%

资料来源：CTR，天风证券研究所

表 5：重点关注时段 CTR 影院视频媒体刊例花费前十品牌榜单

2017年7月影院视频媒体刊例花费前十品牌榜单

本月排名	上月排名	品牌	同比	环比
1	1	陌陌	173.5%	-11.0%
2	3	优酷&土豆	372.8%	55.0%
3	281	熊猫	New	>1000%
4	89	快手	New	>1000%
5	10	中国移动通信	216.4%	45.4%
6	313	浪琴	211.0%	>1000%
7	80	五粮液	New	985.9%
8	83	秒拍	New	978.3%
9	16	梅赛德斯-奔驰	96.7%	37.0%

10	15	暴龙	28.5%	31.2%
----	----	----	-------	-------

2017年8月影院视频媒体刊例花费前十品牌榜单

本月排名	上月排名	品牌	同比	环比
1	2	优酷&土豆	>1000%	71.10%
2	1	陌陌	>1000%	-11.80%
3	-	支付宝	New	New
4	3	熊猫	New	-44.70%
5	12	百事	>1000%	41.40%
6	9	梅赛德斯-奔驰	>1000%	8.80%
7	86	幸福	New	>1000%
8	10	暴龙	>1000%	-0.40%
9	14	上海通用别克	25.20%	17.90%
10	4	快手	New	-49.30%

2018年上半年影院视频媒体刊例花费前十品牌榜单

18H1 排名	17H1 排名	品牌	同比	环比
1	-	快手	>1000%	-
2	-	天猫	165.90%	-
3	-	弹个车手机软件	480.70%	-
4	-	捉妖记2 电影宣传片	New	-
5	9	暴龙	39.50%	-
6	-	苹果	81.40%	-
7	-	幸福	>1000%	-
8	-	蒙牛	155.90%	-
9	-	唐小僧理财	New	-
10	-	凯迪拉克	132.80%	-

2018年7月影院视频媒体刊例花费前十品牌榜单

本月排名	上月排名	品牌	同比	环比
1	11	长安福特	332.80%	87.30%
2	2	还呗	980.40%	-7.60%
3	7	弹个车手机软件	443.50%	29.20%
4	19	苹果	768.60%	121.00%
5	9	幸福	>1000%	12.50%
6	8	蒂芙尼	New	-8.20%
7	85	流浪地球电影宣传片	New	883.50%
8	16	瓜子二手车直卖	58.40%	6.40%
9	13	OPPO	>1000%	-5.70%
10	153	贝壳找房	New	>1000%

2018年8月影院视频媒体刊例花费前十品牌榜单

本月排名	上月排名	品牌	同比	环比
1	2	还呗	192.9%	-9.8%
2	3	弹个车手机软件	382.9%	-19.5%
3	1	长安福特	>1000%	-47.4%
4	-	支付宝	-16.2%	New
5	-	一汽大众	>1000%	New
6	14	暴龙	16.0%	11.7%
7	8	瓜子二手车直卖	New	-8.0%
8	11	椰树	>1000%	-1.0%

9	5	幸福	3.6%	-38.2%
10	57	中国移动通信	200.3%	201.7%

资料来源：CTR，天风证券研究所

30 亿回购计划彰显管理层长期发展信心。公司于 8 月 3 日披露 30 亿的回购报告书，截至 2018 年 9 月末，公司以回购专用证券账户通过集中竞价交易方式回购公司股份累计回购股份数量 49,797,905 股，支付的总金额为人民币 4 亿元左右，占公司总股本的 0.339%，最高成交价为 8.64 元/股，最低成交价为 7.16 元/股，对应当前股价 6.41 元/股。

投资建议：综上，公司第三季度业绩符合预期，全年预告略低于预期，消费后周期效应持续，预计四季度营收增速及毛利率将进一步下降，主要受影院广告业务不及预期以及资源扩张大幅提升成本的影响。在经济下行背景下，公司当前处于资源扩张营收增长模式，我们预计公司 19 年资本开支将根据 18 年营收表现灵活调整，我们假设 2018-2020 年楼宇广告可售点位数调整至 250 万/290 万/330 万。由于短期成本承压以及经济景气度影响，我们最新预测 18-20 年净利润从 70.7/86.5/104.28 亿元下调至 60.4/67.56/77.96 亿元，当前价格对应 PE 估值 15x/13x/12x。我们认为分众短期内或受业绩下调以及年底 77 亿股大额解禁影响，公司 30 亿回购有望部分对冲释放积极信号，长期根据 20 倍动态估值给予目标价 9.2 元。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,445.49	3,930.26	23,728.55	27,826.76	33,212.96
应收账款	2,268.94	3,049.77	4,970.74	6,541.34	7,819.81
预付账款	709.66	726.79	1,375.00	1,233.79	1,748.59
存货	0.00	7.00	3.24	9.47	5.06
其他	2,447.58	3,450.50	867.64	896.76	1,033.03
流动资产合计	9,871.66	11,164.32	30,945.16	36,508.11	43,819.46
长期股权投资	0.00	733.66	733.66	733.66	733.66
固定资产	266.33	351.24	337.93	324.61	311.29
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	33.55	28.67	23.79	18.90
其他	1,991.06	3,271.82	4,014.37	4,013.16	4,011.96
非流动资产合计	2,257.40	4,390.28	5,114.62	5,095.22	5,075.82
资产总计	12,129.06	15,554.60	36,059.78	41,603.33	48,895.28
短期借款	652.08	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,734.26	2,420.62	3,658.71	3,887.12	4,739.30
其他	1,518.11	1,494.66	1,723.68	1,658.78	1,890.48
流动负债合计	3,904.45	3,915.28	5,382.40	5,545.89	6,629.79
长期借款	0.00	849.45	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	71.03	231.99	231.99	231.99	231.99
非流动负债合计	71.03	1,081.44	231.99	231.99	231.99
负债合计	3,975.47	4,996.72	5,614.39	5,777.88	6,861.78
少数股东权益	162.66	185.31	185.31	185.31	185.31
股本	333.66	333.66	14,677.88	14,677.88	14,677.88
资本公积	182.94	186.21	929.95	929.95	929.95
留存收益	7,614.24	10,028.59	15,582.21	20,962.26	27,170.31
其他	(139.91)	(175.88)	(929.95)	(929.95)	(929.95)
股东权益合计	8,153.59	10,557.88	30,445.40	35,825.45	42,033.50
负债和股东权益总	12,129.06	15,554.60	36,059.78	41,603.33	48,895.28

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	4,447.85	5,973.40	6,040.28	6,756.31	7,796.11
折旧摊销	130.37	133.21	18.20	18.20	18.20
财务费用	4.99	24.02	(128.54)	(116.66)	(134.77)
投资损失	(0.07)	(748.80)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(2,200.73)	(2,868.49)	1,485.76	(1,300.05)	(840.04)
其它	2,417.60	1,642.91	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	4,800.01	4,156.25	7,215.70	5,157.81	6,639.51
资本支出	48.78	820.10	0.00	0.00	0.00
长期投资	(49.34)	733.66	0.00	0.00	0.00
其他	(2,904.61)	(3,590.73)	(543.74)	200.00	200.00
投资活动现金流	(2,905.18)	(2,036.97)	(543.74)	200.00	200.00
债权融资	652.08	849.45	0.00	0.00	0.00
股权融资	191.16	104.83	15,212.10	122.58	140.69
其他	(1,355.80)	(3,521.74)	(2,085.77)	(1,382.18)	(1,593.99)
筹资活动现金流	(512.56)	(2,567.46)	13,126.33	(1,259.60)	(1,453.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,382.27	(448.18)	19,798.29	4,098.21	5,386.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10,213.13	12,013.55	14,582.74	16,846.93	19,148.20
营业成本	3,019.11	3,276.73	4,794.44	5,950.99	6,803.20
营业税金及附加	359.17	398.23	422.90	438.02	459.56
营业费用	1,944.39	1,997.53	2,304.07	2,442.81	2,585.01
管理费用	469.22	525.97	612.48	657.03	689.34
财务费用	(142.06)	(128.34)	(128.54)	(116.66)	(134.77)
资产减值损失	260.93	181.00	189.57	219.00	229.77
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.07	748.80	200.00	200.00	200.00
其他	(0.15)	(2,230.51)	(400.00)	(400.00)	(400.00)
营业利润	4,302.46	7,244.14	6,587.82	7,455.74	8,716.11
营业外收入	1,040.06	3.85	750.00	750.00	750.00
营业外支出	26.27	16.27	16.27	16.27	16.27
利润总额	5,316.26	7,231.72	7,321.55	8,189.47	9,449.83
所得税	868.40	1,258.33	1,281.27	1,433.16	1,653.72
净利润	4,447.85	5,973.40	6,040.28	6,756.31	7,796.11
少数股东损益	(3.36)	(31.31)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	4,451.21	6,004.71	6,040.28	6,756.31	7,796.11
每股收益(元)	0.30	0.41	0.41	0.46	0.53

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	18.38%	17.63%	21.39%	15.53%	13.66%
营业利润	23.01%	68.37%	-9.06%	13.17%	16.90%
归属于母公司净利润	31.34%	34.90%	0.59%	11.85%	15.39%
获利能力					
毛利率	70.44%	72.72%	67.12%	64.68%	64.47%
净利率	43.58%	49.98%	41.42%	40.10%	40.71%
ROE	55.70%	57.89%	19.96%	18.96%	18.63%
ROIC	525.44%	232.51%	122.19%	211.82%	170.94%
偿债能力					
资产负债率	32.78%	32.12%	15.57%	13.89%	14.03%
净负债率	56.28%	-10.63%	0.71%	-50.56%	-52.46%
流动比率	2.53	2.85	5.75	6.58	6.61
速动比率	2.53	2.85	5.75	6.58	6.61
营运能力					
应收账款周转率	2.17	4.52	3.64	2.93	2.67
存货周转率	#DIV/0!	3,433.50	2,848.44	2,651.17	2,635.85
总资产周转率	0.83	0.87	0.57	0.43	0.42
每股指标(元)					
每股收益	0.30	0.41	0.41	0.46	0.53
每股经营现金流	0.33	0.28	0.49	0.35	0.45
每股净资产	0.54	0.71	2.06	2.43	2.85
估值比率					
市盈率	20.35	15.08	14.99	13.40	11.62
市净率	11.33	8.73	2.99	2.54	2.16
EV/EBITDA	-0.16	-0.20	9.75	8.03	6.24
EV/EBIT	-0.17	-0.21	9.78	8.05	6.26

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com