

天音控股（000829）2008 年报点评

报告日期：2009-4-30

每股收益：09 年 0.18 元；10 年 0.27 元

投资评级：增持

近期公司研究报告：

研究员：肖永明

Tel: 0791 - 6279910

Email: xiaoyongming@gsstock.com

国盛证券研究发展中心

地址：上海世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 12 层

电话：021-50586148

传真：021-50587946

网址：www.gsstock.com

报告要点

■ 08 业务扩展但盈利能力下降，费用控制难度大

营业收入和营业成本均保持增长，但增长幅度在下降。营业成本增幅大于营业收入，且营业成本单季增幅都高于营业收入增幅。公司销售毛利率和净利率都呈现下降趋势。而销售费用率、财务费用率则保持增长。公司 2008 年经营规模在扩大，但主营业务的盈利能力在下降，控制各项费用难度较大。2008 年宏观经济面的变化对中国手机市场产生了较大影响，手机消费的相对疲软增加了经营难度，也激化了同业竞争。而 2008 年相对紧缩的信贷政策对企业的经营模式形成一定的挑战。

■ 低端手机推高市场占有率，成长依赖竞争力增强

手机销售仍是公司主要业务，其他业务占比较小。在手机销售方面，通过增加低端机的销售大大提高了公司市场占有率，但是低端机的利润率较低拉低了公司的营业利润率。目前国内手机销售市场基本趋于成熟，市场容量基本饱和，手机行业的未来增长速度趋于稳定。由此，公司的增长性将主要由增强市场竞争力、提高市场占有率实现。

■ 09、10 年 EPS 为 0.18 和 0.27 元，“增持”评级

结合宏观经济和市场环境走势，综合考虑公司目前业务平台和竞争力、未来手机消费量及价格走势等因素，考虑 3G 发展进程和“家电下乡”带来的市场增量。我们对公司 2009 年及 2010 年业绩进行预测（如表 7 所示）。根据预测，2009 年和 2010 年公司 EPS 分别为 0.18 元和 0.27 元，参考行业平均估值水平，公司股票合理目标价位为 4.8 元—7.2 元。考虑公司受惠 3G 和“家电下乡”政策，对比公司股票当前价格，我们给予“增持”评级。

一、2008 年财务数据解析

表 1: 年度主要财务指标对比

指标(元)	2008-12-31	2007-12-31	2008 年 增长(%)	2006-12-31	2005-12-31
营业总收入	16309684492	15387490907	5.99	14406415463	8475500059
营业总成本	16066343054	14975897534	7.28	14123630152	8319836969
营业利润	241352980	421227723	-42.70	283009528	137603170
利润总额	240930582	422344471	-42.95	283083264	137216699
净利润	188408591	345726392	-45.50	222843090	100079452
归属母公司所有 净利	138736583	245713124	-43.54	155720121	67633082
少数股东损益	49672008	100013268	-50.33	67122970	32446371
每股收益	0.15	0.27	-45.03	0.31	

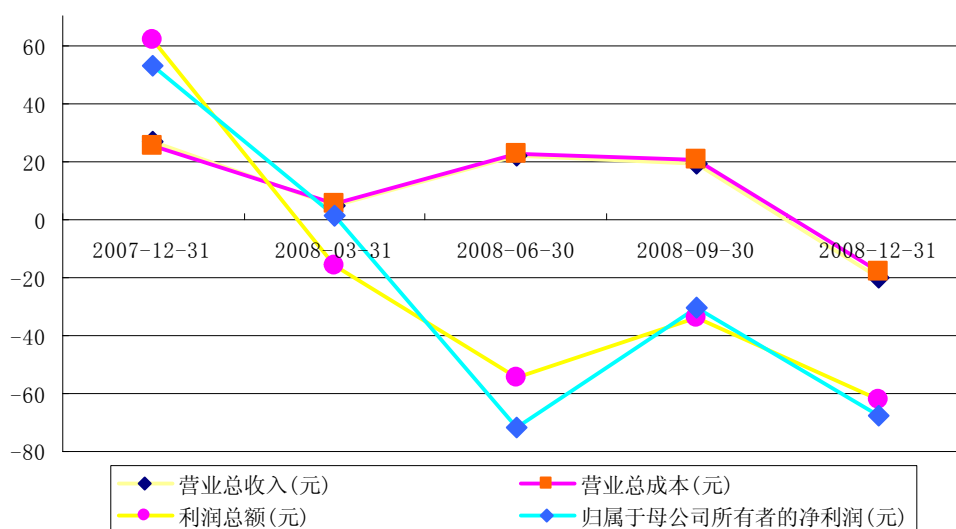
数据来源: 公司年报, 国盛研发中心

表 2: 单季财务指标对比

指标(元)	2008-12-31	2008-09-30	2008-06-30	2008-03-31	2007-12-31
营业总收入	3085381981	4840930348	3962689819	4420682344	3853100087
营业总成本	3028879883	4761024795	3935886880	4340551496	3704560365
营业利润	55538708	78483912	27600520	79729841	153929726
利润总额	57854425	78951835	24385833	79738488	153811692
净利润	34263693	68434396	15512738	70197764	124768864
归属母公司所有者 的净利润	29117617	47260395	9898758	52459813	90731180
少数股东损益	5146076	21174001	5613980	17737951	34037684
每股收益	0.03	0.05	0.01	0.10	0.17
销售净利率(%)	0.94	0.97	0.24	1.18	2.35
销售毛利率(%)	11.55	9.99	8.03	9.93	10.68
营业成本率(%)	88.44	90.00	91.96	90.06	89.31
销售费用率(%)	8.04	4.91	5.41	5.13	4.63
财务费用率(%)	0.96	1.08	1.78	1.13	1.23
营业利润率(%)	1.80	1.62	0.69	1.80	3.99
存货周转(次)	1.43	1.90	1.54	2.15	2.39
应收帐款周转(次)	2.64	3.67	3.29	3.83	4.31
流动资产周转(次)	0.52	0.78	0.65	0.76	0.69
ROA(%)	0.44	0.70	0.15	0.83	1.53
ROE(%)	1.88	3.09	0.66	3.56	6.39
销售现金比率(%)	1.60	14.67	-4.73	-0.59	0.57
营业收入现金含量 (%)	145.02	101.74	129.91	111.04	112.80

数据来源: 公司年报, 国盛研发中心

图 1：各财务指标单季度增长对比



数据来源：公司年报，国盛研发中心

从财务数据可以看出：

(1)、公司 2008 年营业收入和营业成本均保持增长，但增长幅度在下降。从单季看，2008 年营业收入和营业成本增幅呈现递减趋势，第四季度增长幅度甚至为负。

(2)、公司 2008 年营业成本增幅大于营业收入，且营业成本单季增幅都高于营业收入增幅。

(3)、公司 2008 年营业利润、利润总额和净利润均出现大幅下滑。单季利润增幅均为负，且呈现递减趋势。

(4)、公司销售毛利率和净利率都呈现下降趋势。而销售费用率、财务费用率则保持增长。为了抢占市场，公司加大了低端机的销售，营业利润率大幅下滑。

(5)、公司存货、应收账款、流动资产周转变慢。

(6)、公司包括销售费用、管理费用、财务费用、期间费用等各项费用增幅较大。

总体看来，公司 2008 年经营规模在扩大，但主营业务的盈利能力在下降，控制各项费用难度较大。2008 年宏观经济面的变化对中国手机市场产生了较大影响，手机消费的相对疲软增加了经营难度，也激化了同业竞争。而 2008 年相对紧缩的信贷政策对企业的经营模式形成一定的挑战。

二、2008 年经营回顾

2008 年，公司共实现营业收入 1,630,968.45 万元，同比增加 92,219.36 万元，增长 5.99%；营业利润 24,135.30 万元，同比减少 17,987.47 万元，减少 42.70%；归属于母公司所有者净利润 13,873.66 万元，同比减少 10,697.65 万元，减少 43.54%。报告期天音通信公司共销售手机 2,872 万台，同比增长 56.94%；实现销售金额 1814648.08 万元，同比增长 5.74%；市场占有率上升 6.14 个百分点至 18.59%。

1、主要经营事项

- (1)、全球金融危机导致终端消费疲软，对公司乃至整个手机行业产生影响。
- (2)、2008 年国内几大移动电话营运商进行了重组，重组后形成移动、联通和电信三大运营商。为应对行业的变化，公司对内部的营销架构进行了改组，设立了对接三大运营商的组织部门，以便更好地跟三大运营商合作。
- (3)、大力推进 3G 发展，未来数年内移动通信将产生巨大的变化。
- (4)、全资子公司章贡酒业公司实施了年产二万吨白酒‘退城进郊’异地搬迁技改项目。本项目建设投资总额为 9,885 万元，其中企业自筹资金 2,985 万元，申请银行长期贷款 6,900 万元。截止报告期末，新厂已经开始投产使用。
- (5)、控股子公司深圳市天音通信发展有限公司投资设立了全资子公司北京易天新动网络科技有限公司，注册资本为 1,500 万元，经营范围为电子商务及其服务。
- (6)、公司向江西赣南有机脐橙基地有限责任公司追加投资，追加投资金额为不超过 2,400 万元。截止 2008 年 9 月 30 日，公司已经完成对有机脐橙的追加投资 2400 万元，并将有机脐橙改制成为股份公司，更名为江西赣南果业股份有限公司。

2、主营分析

表 3：主营构成（分产品）

	2008		2007		2008 年增长	
	主营业务收入 (万元)	主营业务成本 (万元)	主营业务收入 (万元)	主营业务成本 (万元)	主营业务收入	主营业务成本
通信产品	1603020.14	1457327.25	1494358.07	1371872.56	7.27	6.23
农业	2131.62	1499.46	316.94	254.72	572.57	488.67
酒业	25666.34	12214.57	20739.40	9471.65	23.76	28.96
其他	150.35	89.97	19575.44	5423.55	-99.23	-98.34

数据来源：公司年报，国盛研发中心

表 4：主营构成（分地区）

南方片区	88062.05	32.65	50175.13	30.76
北方片区	95637.68	35.46	61659.68	37.8
西南片区	69708.46	25.85	45074.13	27.63
其他地区	15719.23	5.82	6178.53	3.78
其他业务	510.03	0.18	26.23	0.01
合计	269637.45	100	163113.7	100

数据来源：公司年报，国盛研发中心

表 5：手机销售行业对比

	销售数量（万台）			销售金额（万元）		
	2008	2007	同比增长	2008	2007	同比增长
手机行业整体	15450.20	14700.00	5.10%	16147644.13	15920000.00	1.43%
天音通信公司	2872.00	1830.01	56.94%	1814648.08	1716197.82	5.74%

天音通信市场 占有率	18.59	12.45	+6.14 百分点	11.24	10.78	+0.46 百分点
---------------	-------	-------	--------------	-------	-------	--------------

数据来源：公司年报，国盛研发中心

从主营看，手机销售仍是公司主要业务，其他业务占比较小。在手机销售方面，通过增加低端机的销售大大提高了公司市场占有率，但是低端机的利润率较低拉低了公司的营业利润率。目前国内手机销售市场基本趋于成熟，市场容量基本饱和，手机行业的未来增长速度趋于稳定。由此，公司的增长性将主要由增强市场竞争力、提高市场占有率实现。

表 6：各主要子公司 2008 年经营状况

名称	注册资本 (万元)	占股 比例	主营	2008 年末总 资产(万元)	2008 年末 净资产(万元)	2008 年净 利润(万元)
深圳市天音通信发展	60000	70	通信产品购销	556120.56	193349.39	16328.06
深圳市天音科技发展	948.93	91.57	通信产品维修	13939.63	9530.30	1191.63
江西章贡酒业	2700	100	酒生产与销售	20803.94	4901.05	2744.52
赣州长江实业	500	100	白酒销售	12502.90	5781.38	638.45
江西赣南果业	7500	99	脐橙生产加工、贸易	8525.65	6176.18	-943.28

数据来源：公司年报，国盛研发中心

三、2009 年业绩展望

1、2009 年经营环境分析

目前中国手机市场进入到一个成熟期，未来几年中国手机市场容量规模将保持稳定的、较低的增长速度。

2009 年，中国手机市场仍将面临宏观经济下行导致消费增长受到多重制约、行业进入成熟期后的增长放缓等不利因素的挑战。这都将制约公司的增长。

但是 2009 年初启动的发展 3G 和“家电下乡”政策会给整个行业带来巨大机会。

3G 是中国移动电话未来几年的主要发展趋势，手机的更新换代将不可避免。从发展进度看，2009 年将是起步阶段，主要是硬件建设和消费者逐步接受的过程。因此 2009 年使用 3G 的客户量可能比较有限，2010 年大面积使用将成为可能。2009 年，3G 对于国内手机市场的更大意义在于中国 3G 带来的巨大变革将打破原有的运营商和手机厂商的竞争格局，也就意味着整个行业面临重新洗牌，这将给公司带来做大做强的机会。

在城市手机市场基本饱和后，未来手机消费的增长点将很大一部分来自农村。“家电下乡”政策是拉动内需的主要政策之一，有望撬动农村手机市场。

目前天音通信是摩托罗拉、诺基亚、三星、索尼爱立信、LG 五大国际品牌手机的全国一级代理商和在中国大陆地区的重要战略合作伙伴，同时天音科技又是摩托罗拉、诺基亚、三星等多个国际、国内知名品牌的指定维修代理商。

天音通信是中国移动 25 个省的合作平台，为在中国移动最多的省级平台商、中国电信四大渠道合作伙伴之一、中国联通三大渠道合作伙伴之一，这为公司在 3G 市场处得有利竞争地位。天音通信先后有 25 个省中标获得“家电下乡”

流通企业资格，成为 25 个省的“家电下乡”指定渠道。

公司目前拥有的业务平台将使得公司在 3G 和“家电下乡”中占有优势，为 2009 年的业绩增长提供了基础。

2、盈利预测

结合宏观经济和市场环境走势，综合考虑公司目前业务平台和竞争力、未来手机消费量及价格走势等因素，考虑 3G 发展进程和“家电下乡”带来的市场增量。我们对公司 2009 年及 2010 年业绩进行预测（如表 7 所示）。根据预测，2009 年和 2010 年公司 EPS 分别为 0.1824 元和 0.2741 元，参考行业平均估值水平，公司股票合理目标价位为 4.8 元—7.2 元。并且考虑公司受惠 3G 和“家电下乡”政策，对比公司股票当前价格，我们给予“增持”评级。

表 7：主要财务指标预测

年份	营业总收入 (元)	营业总成本 (元)	营业利润 (元)	利润总额 (元)	净利润(元)	归属于母公 司所有者的 净利润(元)	每股收 益(元)
2007	15387490907	14975897534	421227723	422344471	345726392	245713124	0.2656
2008	16309684492	16066343054	241352980	240930582	188408591	138736583	0.1460
2009E	18022201364	17729209560	295223812	295356817	236372922	171024759	0.1824
2010E	21626641637	21186405424	443589926	443789774	355163245	256974055	0.2741

数据来源：公司年报，国盛研发中心

投资评级说明

- 一、报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 二、投资建议的评级标准
 - 买入：相对强于市场表现 15% 以上;
 - 增持：相对强于市场表现 5% ~ 15%;
 - 观望：相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动;
 - 卖出：相对弱于市场表现 5% 以下;

免责声明

本报告版权归国盛证券研发中心所有，未获得国盛证券研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告观点基于国盛证券研发中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在国盛证券研发中心及其研究员知情的范围内，国盛证券研发中心其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。