

天音控股（000829）：享受手机行业景气度回升

增持（维持）

商业

2009年11月22日

天相商业组 联系人 崔凯

事件描述：

010-66045476 cuik@txsec.com

近日我们对公司进行了实地调研，就投资者关心的问题与公司高管进行了交流和沟通。

评论：

1、公司简介

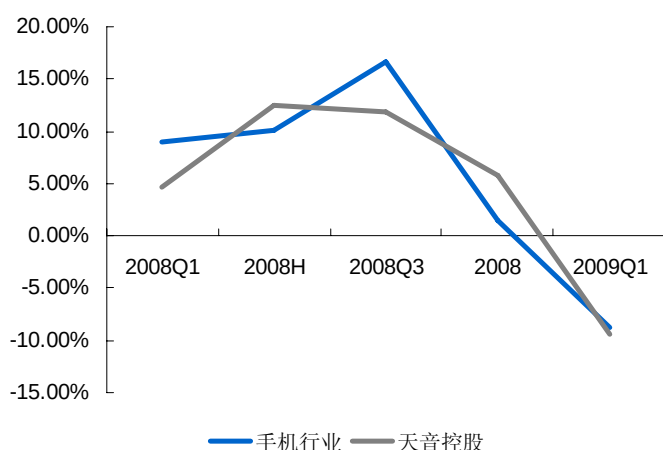
公司是中国最大的手机分销及代理商之一，是诺基亚、三星、摩托罗拉、索尼爱立信、LG、飞利浦等国际知名手机品牌商在中国的合作伙伴，同时也是中国移动、中国联通及中国电信主要的移动电话及相关服务供应商。

截止2009年第三季度，公司共实现手机销售数量2197万台，实现销售金额142亿元。

2、公司业绩与手机行业景气度高度相关

作为手机分销市场具有较高市场份额的中间商，公司销售收入增速变化与行业密切相关。2009年上半年，在国际金融危机的影响下手机行业整体销售呈现负增长；根据IDC提供的数据2009年第一季度及第二季度全球手机市场需求同比下降9.40%和10.80%，公司受此不利因素影响，2009年前三季度营业收入同比下降5.39%。

图表 1 天音控股收入增速与行业整体对比图

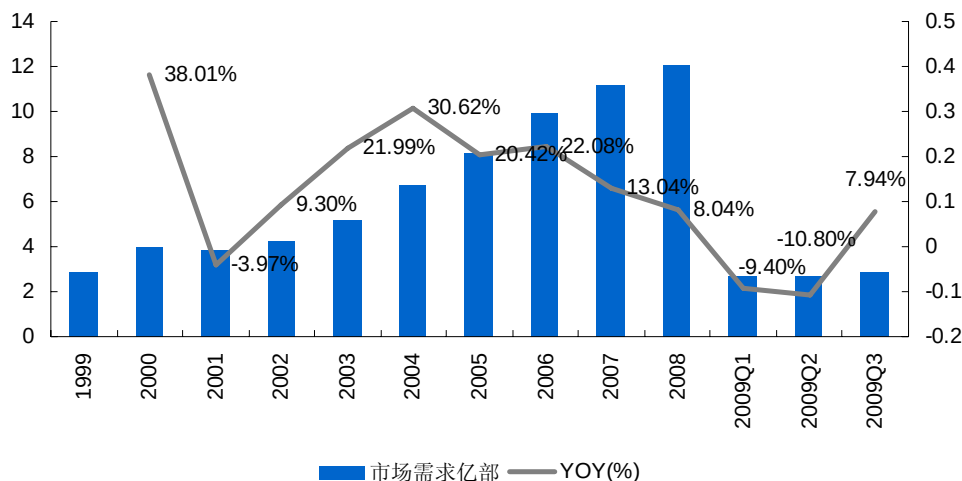


数据来源：公司公告、天相投资顾问有限公司

不过，2009年第三季度起，随着全球宏观经济的强劲复苏，手机市场需求又出现了明显的反弹态势。根据Strategy Analytics提供的数据，第三季度全球手机市场需求同比增速已恢复至7.94%。反观国内数据，9

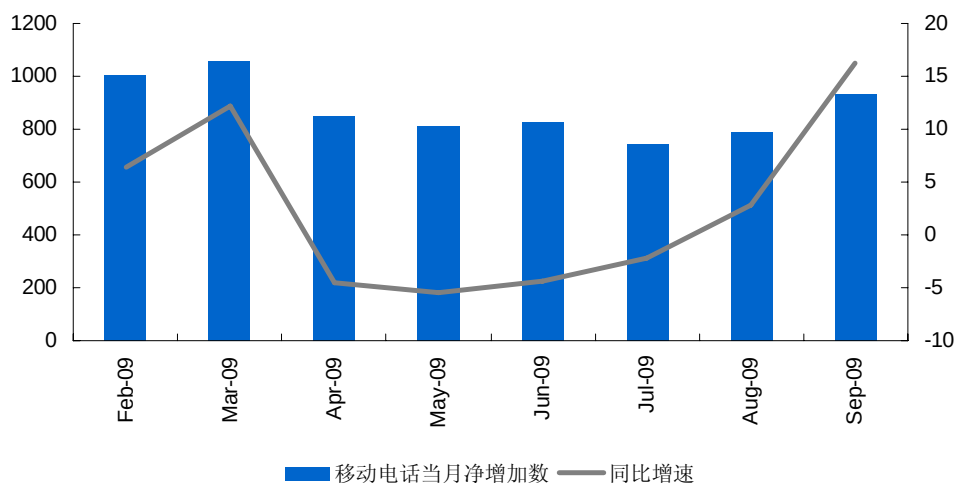
月移动电话当月净增用户数增速也上升至16.25%，增速较8月增加了13.45个百分点。与之相关，天音控股第三季度单季收入增速同比增长了13.03%。

图表 2 全球手机市场需求恢复



数据来源：天相投资顾问有限公司

图表 3 中国手机当月净增用户数增速恢复



数据来源：天相投资顾问有限公司

3、未来市场需求判断

我们认为未来手机行业的需求将来源于两个方面：现有2G手机用户的更新换代需求及3G市场的拓展。

① 2G市场：更新换代潮

目前手机市场需求仍主要来自于2G手机的更新换代，包括由普通手机向智能手机更新、低端机向高端机更新；

② 3G市场：市场潜力巨大，供应商博弈为公司创造市场机会

2010年作为我国3G大规模商用的关键年份，一方面其本身的市场容量有望获得爆发式增长，另一方面目前运营商各自所取得的3G牌照很好的制衡了原2G市场上一家独大的局面，使得三大电信运营商在3G市场上的博弈更加激烈，其对渠道商的支持更加依赖。

4、公司自身因素

① 2009年上半年完成去库存化，产品结构调整提升毛利率

2008年底公司为应对春节期间销售储备了大量存货，而2009年上半年整个手机市场的惨淡形式使这部分存货产生了一定程度积压；上半年公司这部分库存已基本消化完毕。而从公司单季手机销售单价来看，2009年第三季度手机销售均价已上升至758元/台，较上半年已环比增长了31.99%，表明公司产品结构中高端机型比例逐渐增加。与之相对应的是，第三季度单季毛利率达到13.03%，较上半年提升了3.35个百分点。

② 结算方式改变，减轻财务费用压力

2009年第三季度公司应付票据大幅增加113.12%，主要是对于采购更多采用汇票方式结算所导致；与之相应的是短期借款同比下降83.87%，财务费用率同比降低0.87个百分点。我们认为结算方式的改变本身是公司谈判地位上升的一种表现。

5、盈利预测和评级

盈利预测假设：

- ① 2009年受宏观经济整体的影响，国内手机市场容量增速为4%；
- ② 公司手机销售数量的市场份额为20%；销售额的市场份额为10%；
- ③ 公司产品结构升级持续进行，并且不会再返回到以低端机抢占市场份额的时代，毛利率将有所提升；
- ④ 存货周转率保持在合理水平，采购方面持续推进票据结算，财务费用率平稳下降；
- ⑤ 手机销售单价方面，由于2G手机存在普通手机向智能手机的升级换代，因此未来3年的手机销售单价均为1000元/台（即不会逐年递减）；3G手机销售单价则逐年递减；
- ⑥ 不考虑非经常性损益。

此外，公司盈利预测最大的不确定在于3G市场何时快速增长。我们在3G商用进程乐观与保守两种假设下分别预测了公司未来3年的EPS。

- ⑦ 乐观假设下，手机市场容量未来3-5年增速恢复至8%左右的水平；3G市场拓展顺利，2009年的市场渗透率达到1.2%（上半年为0.7%），2010年增长至18%；2011年增长至30%。

在此假设下，我们预计公司2009-2011年EPS分别为0.32元、0.30元和0.36元（2009年因出售城投公司35%股权从而获得投资收益1.09亿元，增厚EPS约0.09元，扣除投资收益后的EPS约为0.23元），按11月22日收盘价9.10元计算，对应动态PE分别为28倍、30倍和26倍。



- ⑧ 保守假设下，手机市场容量未来3-5年增速恢复至5%左右的水平；3G市场拓展缓慢，2009年的市场渗透率达到0.9%（上半年为0.7%），2010年增长至13%；2011年增长至20%。

在此假设下，我们预计公司2009-2011年EPS分别为0.31元、0.28元和0.33元，按11月22日收盘价9.10元计算，对应动态PE分别为29倍、33倍和28倍。

我们维持对公司“增持”的投资评级。

6、风险提示

投资者需要关注以下风险：

- ⑨ 宏观经济波动风险；
- ⑩ 突发性公共卫生事件对于消费者的冲击；
- ⑪ 3G市场开拓显著低于预期的风险。

表 4：盈利预测表（单位：万元）

报告期	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,630,968	1,675,771	2,103,681	2,390,667
增长率	5.99%	2.75%	25.54%	13.64%
减：营业成本	1,471,131	1,505,327	1,878,322	2,137,951
毛利率	9.80%	10.17%	10.71%	10.57%
营业税金及附加	6,907	7,038	8,835	10,041
资产减值损失	1,220	4,000	3,000	3,000
销售费用	92,807	97,195	126,221	138,659
管理费用	14,242	13,071	16,409	17,691
财务费用	20,327	7,541	9,467	10,758
期间费用率	7.81%	7.03%	7.23%	6.99%
投资净收益	(199)	10,505	0	0
营业利润	24,135	52,104	61,427	72,568
增长率	-42.70%	115.88%	17.89%	18.14%
加：营业外收入	481	230	0	0
减：营业外支出	523	139	0	0
利润总额(亏损总额以“-”...)	24,093	52,195	61,427	72,568
减：所得税	5,252	8,873	12,285	14,514
净利润(净亏损以“-”号填列)	18,841	43,321	49,142	58,054
归属于母公司所有者的净利润	13,874	30,325	28,502	33,671
增长率	-43.54%	118.57%	-6.01%	18.14%
净利率	0.85%	1.81%	1.35%	1.41%
少数股东损益	4,967	12,996	20,640	24,383
每股收益(元)	0.15	0.32	0.30	0.36

数据来源：公司年报、天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014