

天音控股 (000829.SZ)

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

手机消费市场回暖，业绩提升空间显现

——公司 09 年年报点评

本报告导读:

- 主营业务收入继续保持增长势头，其中第四季度收入同比增长59.15%。
- 销售期间费用率同比有所下降，其中财务费用率较去年增速下降0.77%。

点评与分析

I 公司09年业绩略好于预期

09年公司实现营业收入174.21亿元，同比增长6.82%；实现利润总额4.60亿元，同比增长90.93%；实现归属于母公司股东净利润2.85亿元，同比增长105.16%；扣除非经常性损益后的净利润为1.90亿元，同比增长39.40%；实现基本每股收益为0.301元，同比增长106.16%；本年度公司不分配不转增，利润水平略好于预期。

I 第四季度表现抢眼，全年销售创历史新高

公司09年第四季度成为全年业绩增长的亮点，营业收入与净利润分别同比增长59.15%和210.84%，一举扭转了前三季度收入同比下滑的局面。同时公司09年全年毛利率为11.25%，而四季度毛利率达到了13.40%，提升了1.60个百分点。我们认为，公司四季度较好的销售表现主要源自于从去年下半年开始的手机消费热潮，尤其是受益于10月份开始的3G手机的热销和2G手机的均价提升。

此外，销量的增长往往伴随着收入的提升。09年公司手机销量和销售金额分别为2909万台和193.20亿元，分别同比增长1.29%和6.47%，均创下历史新高。同时更为重要的是09年公司的手机销售单价也一举扭转了08年以来的下滑局面，销售单价同比上升5.10个百分点，尤其是进入第四季度，手机销售单价增长明显，同比上升了39.40%。

I 经营性净利润大幅增长为业绩护航

公司第四季度业绩开始出现了明显的反转趋势，这其中经营性净

商业贸易

评级

推荐(首次)

上次评级:

目标价格

上次预测:

当前价格

¥14.38

2010.04.06

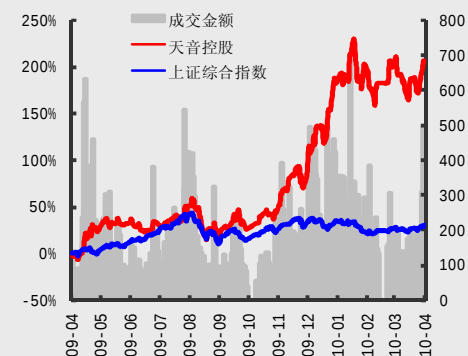
基础数据

总市值(百万元)	13,701
总股本/流通 A 股(百万股)	946/946
流通市值(百万元)	13,701
每股净资产(元)	1.93
净资产收益率(%)	16.89

交易数据

52 周内股价区间(元)	4.41-15.63
静态市盈率(倍)	48.14
动态市盈率(倍)	28.67
市销率	0.79

52 周内股价走势图



侯佳林 解文杰

S0820208110015

电话

021-32229888*3509

邮箱

houjialin@ajzq.com

相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

利润的大幅正增长更是体现出公司下半年来良好的盈利能力。具体来看，09年前三季度公司收入同比下降5.40%，即使在财务费用减少的情况下，经营性净利润仍下降了20%左右。而第四季度虽然财务费用与08年同期一致，但经营性净利润却比08年提升了287%，我们认为主要原因一是在于我国手机消费市场自10月份以来明显反转，出现了量价齐升的局面；二是产品结构有所改善，3G手机销量明显增加，从而有效提高了公司产品的毛利率；三是在销售反弹的情况下，公司营业费用和管理费用率分别下降了2.80%和0.30%，拉动了营业利润同比大幅增长。

I 受益于手机市场复苏，业绩有望继续保持增长

本期公司业绩的增长主要是受益于09年下半年开始的的手机消费市场的景气复苏。我们认为，今年手机消费，特别是3G消费有望成为继家电下乡、汽车消费后的又一新主题，2010年中国手机市场的机遇总体大于挑战。而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的供应商，未来公司业绩有望继续保持增长势头，主要将受益于来自两方面的需求，即2G市场的更新换代和3G市场的进一步拓展。

I 与诺基亚签定合作备忘录体现公司价值

前期公司公告了与诺基亚签署合作备忘录的事宜，今年公司将有意向诺基亚采购价值不少于10亿美元的手机产品。我们认为备忘录的签署不仅体现出了天音与主要品牌稳固的合作关系，更体现出公司作为分销商在产业链中的重要地位。中国地域广阔、市场层级多且较分散，天音能凭借自身网络覆盖面、配送效率、价格管理等优势帮助厂商延长产品生命周期、控制存货水平、实现有效的销售管理，具备一定的附加价值。另一方面，我们也看到09年公司曾与诺基亚签署了两次采购协议，合计也是10亿美元，但受金融危机的影响并没有完成。2010年首次协议的金额便与去年两次协议的合计金额相当，也体现出了双方对于手机消费市场的信心。

I 盈利预测与评级

我们认为在现今3G、3C及三网融合发展的大趋势下，手机产业将面临巨大的变革和发展空间，未来消费量、价有望获得双重提升。天音控股作为国内最大的手机分销及代理商之一，其在品类选择、价格管控、物流配送和专业化营销上具备明显优势。同时公司未来发展定位也较为明确，意在实现面向运营商和移动互联业务的战略转型，并逐步覆盖各种销售渠道及整合产品开发、分销、零售、售后服务全价值链，成为手机和移动互联网相关业务的综合性营销企业。目前公司2010的市盈率在28倍左右，要低于

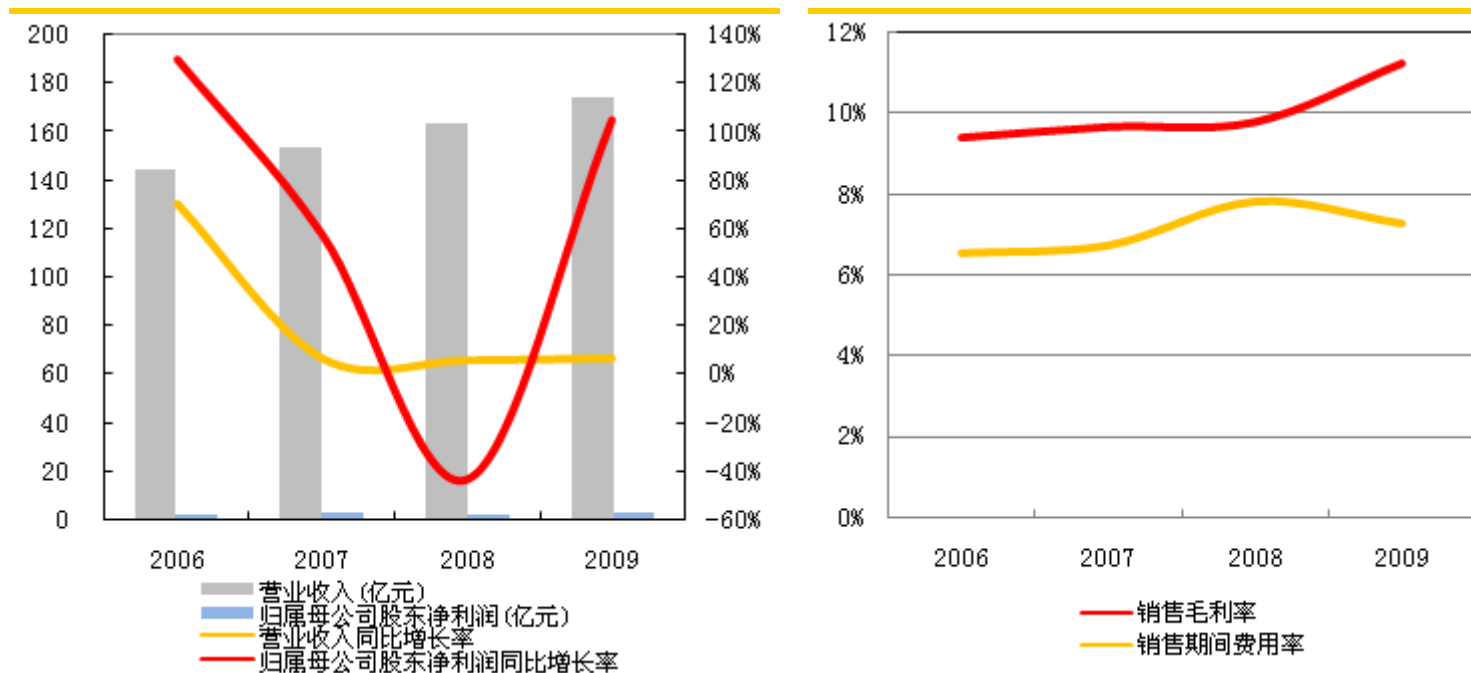
板块整体的估值水平，再加上公司未来2-3年业绩弹性仍较大，预计公司2010-11年的每股收益分别为0.52和0.69元，给予其“推荐”的投资评级。

表1 公司盈利预测情况

单位(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	16310	17421	28102	37536
营业成本	14586	15462	24995	33549
营业税金及附加	69	71	116	153
营业费用	928	1024	1675	2090
管理费用	142	158	265	360
财务费用	203	84	175	250
资产减值损失	137	267	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	104	0	0
营业利润	241	458	876	1134
营业外收入	5	3	0	0
营业外支出	5	2	0	0
利润总额	241	460	876	1134
所得税	53	96	212	258
净利润	188	364	664	876
少数股东损益	50	79	170	220
归属母公司净利润	139	285	494	656
EBITDA	471	580	1095	1429
EPS(元)	0.15	0.30	0.52	0.69

数据来源：爱建证券研发部

组图1-2 公司近期净利增长与销售毛利情况



数据来源：WIND, 爱建证券研发部

投资评级说明

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。