

天音控股(000829)

公司研究/动态报告

谨慎推荐 维持评级

合理估值:

天音控股投资逻辑再梳理

—新的增长点不断隐现

民生精品---动态研究报告/通信行业

2011 年 03 月 06 日

报告摘要:

● 业绩低于预期的原因和未来趋势分析

2010 年上半年, 市场对天音 10 年的业绩预期是 EPS 在 0.6 元左右; 但由于天音的 3 季报大大低于市场预期, 我们修正天音 10 年的 EPS 为 0.35 元左右。天音业绩大幅低于预期的主要原因是中移动在李跃总上台后, 改变了 TD 发展策略, 大幅降低了对 TD 手机的补贴, 导致天音利润下滑; 而且, 天音在 3 季度不得不低价处理了几百万台 TD 手机存货, 导致较大的损失。在 2011 年, 我们尚看不到中移动 TD 市场策略的转变; 但“东边不亮西边亮”, 联通和电信将会在 11 年大大增强对社会销售渠道的依赖; 因此天音将受益于联通和电信的话费补贴政策(相关逻辑详见我们之前的多篇报告)和为运营商发展用户获得的佣金分成。这一业绩向好的趋势是必然的, 但天音受益的程度将取决于三大运营商对 3G 用户竞争的激烈程度所导致的补贴的高低, 而这还有待进一步观察。

● 与苹果的合作可能带来营收的高增长

由于很多移动的用户并不愿转网到联通, 因此虽然联通对 iPhone 的手机补贴很高, 中国市场仍存在极大的对 iPhone “裸机”的需求; 这正是苹果在跟联通合作的同时, 还选择了跟天音的合作的原因。由于苹果 11 年在全球会销售至少 8000 万台 iPhone 手机, 假设中国市场占到 5%, 那就是 400 万台; 如果天音销售其中 100 万台, 那就是约 50 亿收入, 将带来约 25% 的收入增长。再加上对应于 iPhone 的销售费用会很低, 因此对天音盈利增长的促进作用会更大。但由于触摸屏缺货等原因, 苹果的 iPhone 手机在国内一直供不应求, 因此天音能拿到多少货还是个未知变量, 这有待对天音渠道 iPhone 铺货情况的进一步跟踪。

● 跟Opera的合作促成向移动互联网的转型

天音在周末公告了跟挪威手机浏览器厂商 Opera 成立合资公司共同拓展移动互联网市场的事宜。这一消息在市场上已经传了很久。据我们了解, Opera 在国外的盈利模式主要有两种: 一是软件授权模式, 即手机厂商或者定制手机的移动运营商在手机中预装了 Opera 手机浏览器, 就要向 Opera 支付一定比例的软件授权费; 另一种就是 Opera 浏览器的首页预装了谷歌地址搜索栏, 当手机用户进行搜索的时候, 谷歌会给 Opera 一定比例的分成。在国内, 虽然 Opera 可以尝试广告等新的盈利模式, 但 Opera 的第一种盈利模式不再可行; 而且如何让尽可能多的手机用户预装 Opera 手机浏览器, 恰恰成了 Opera 跟天音合作的基础。因为除去作为销售渠道外, 天音还有七、八千专业销售人员分布在主要的手机零售场所; 用户在购买手机时预装什么手机软件在很大程度上是受这些现场销售人员影响的。由于天音占有

民生证券研究所

分析师: 卢婷

执业证书编号: S0100210090003

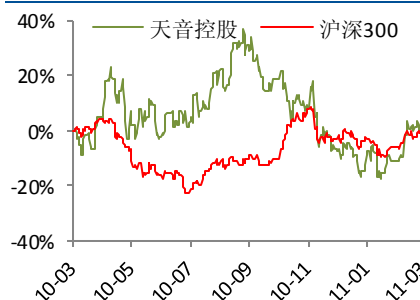
联系人: 黄文戈(行业专家)

电话: 010-85127650

 Email: huangwenge@mszq.com

 地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
 民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据(2011-03-06)

收盘价(元)	13.73
近 12 个月最高/最低	19.49/11.21
总股本(百万股)	946.90
流通股本(百万股)	946.84
流通股比例%	99.99
总市值(亿元)	130.01
流通市值(亿元)	130.00

相关研究

全国手机出货量的约 20%，每年销售约 4000 万手机；因此，天音可以极大地帮助 Opera 发展用户。用户越多，Opera 的搜索框分成等收入就会越多；然后，天音再从 Opera 的收入中去分成。这是我们分析得出的天音跟 Opera 合作的商业模式。我们认为，在 A 股市场中，这算得上是一个真正的移动互联网概念。但由于 Opera 本身的收入和盈利规模尚有较强的不确定性，因此跟 Opera 合作对天音实际业绩的增厚也还存在较大的不确定性。

● 投资建议

综上所述我们认为，一方面天音面临着三大新的增长点，但另一方面每个增长点对天音业绩的具体影响都还有待进一步跟踪观察。因此我们暂时维持“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测与财务指标

项目 / 年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	17,421	20,905	25,013	28,922
增长率 (%)	6.82%	20.00%	19.65%	15.63%
归属母公司股东净利润 (百万元)	285	333	503	665
增长率 (%)	105.16%	16.99%	51.12%	32.06%
每股收益 (元)	0.30	0.35	0.53	0.70
毛利率 (%)	11.2%	11.3%	11.5%	11.6%
净资产收益率 ROE (%)	14.6%	16.0%	19.5%	20.5%
每股净资产 (元)	2.63	3.13	3.89	4.89
PE	45.68	39.04	25.84	19.56
PB	5.22	4.38	3.53	2.81

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	17,421	20,905	25,013	28,922
减：营业成本	15,462	18,543	22,137	25,567
营业税金及附加	71	84	100	116
销售费用	1,024	1,171	1,351	1,504
管理费用	158	209	200	231
财务费用	84	112	113	104
资产减值损失	267	195	217	217
加：投资收益	104	0	0	0
二、营业利润	458	592	896	1,183
加：营业外收支净额	2	3	2	3
三、利润总额	460	595	899	1,187
减：所得税费用	96	119	180	237
四、净利润	364	476	719	949
归属于母公司的利润	285	333	503	665
五、基本每股收益 (元)	0.30	0.35	0.53	0.70

主要财务指标

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	19.03	18.46	12.47	9.22
成长能力:				
营业收入同比	6.82%	20.00%	19.65%	15.63%
营业利润同比	89.9%	29.1%	51.5%	32.0%
净利润同比	105.16%	16.99%	51.12%	32.06%
营运能力:				
应收账款周转率	17.79	17.94	19.88	19.57
存货周转率	8.49	8.63	8.98	8.85
总资产周转率	2.39	2.13	2.00	1.87
盈利能力与收益质量:				
毛利率	11.2%	11.3%	11.5%	11.6%
净利率	1.6%	1.6%	2.0%	2.3%
总资产净利率 ROA	4.3%	4.3%	5.2%	5.6%
净资产收益率 ROE	14.6%	16.0%	19.5%	20.5%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.35	1.10	1.12	1.16
资产负债率	70.8%	73.3%	73.5%	72.7%
利息保障倍数	6.4	6.3	9.0	12.4
每股指标:				
每股收益	0.30	0.35	0.53	0.70
每股经营现金流量	1.03	1.85	0.91	1.30
每股净资产	2.63	3.13	3.89	4.89

资产负债表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	3,244	2,730	3,130	3,863
应收票据	253	286	343	396
应收账款	1,185	1,145	1,371	1,585
预付账款	789	807	830	855
其他应收款	161	172	206	238
存货	2,306	2,540	3,032	3,502
其他流动资产	52	749	1,570	2,352
流动资产合计	7,990	8,246	10,087	12,190
长期股权投资	1	300	300	300
固定资产	386	592	844	1,136
在建工程	4	3	2	2
无形资产	35	33	31	29
其他非流动资产	0	523	1,139	1,725
非流动资产合计	546	2,874	3,832	4,763
资产总计	8,535	11,120	13,919	16,954
短期借款	320	10	10	10
应付票据	4,348	3,556	4,245	4,903
应付账款	276	356	425	490
预收账款	155	574	1,074	1,652
其他应付款	117	152	182	210
应交税费	(38)	50	50	50
其他流动负债	712	862	1,038	1,206
流动负债合计	5,923	7,509	8,974	10,472
长期借款	101	101	101	101
其他非流动负债	21	544	1,160	1,746
非流动负债合计	123	645	1,261	1,848
负债合计	6,046	8,154	10,235	12,320
股本	947	947	947	947
资本公积	246	246	246	246
盈余公积	100	100	100	100
未分配利润	534	867	1,370	2,035
少数股东权益	662	805	1,021	1,306
所有者权益合计	2,490	2,965	3,684	4,634
负债和股东权益合计	8,535	11,120	13,919	16,954

现金流量表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	975	1,749	865	1,229
投资活动现金流量	15	(510)	(252)	(291)
筹资活动现金流量	(652.65)	1556.24	(112.62)	(104.12)

资料来源：民生证券研究所

分析师与行业专家简介

黄文戈，通信和互联网行业分析师，中欧国际工商学院MBA。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹塘	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	13811008335	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。