

新消费专题研究报告：天音控股（000829）：议价能力减弱，移动互联业务需要1-2年时间验证

消费行业——移动终端分销

首次评级：短线增持，中长线中性

相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
天音控股	-10.32	-23.01	-57.02
沪深 300	-5.84	-6.67	-2.78

市场数据 2011.9.2

当前价格（元）	7.56
52 周价格区间（元）	7.40-18.48
总市值（百万）	7158
流通市值（百万）	7159
总股本（万股）	94690
流通股（万股）	94686
日均成交额（百万）	58.11
近一月换手（%）	18.12

相关报告

2011.121 《国海证券 * 专题研究 * 三网融合专题之四：哪里才是移动互联网的破冰点 * 强于大市》

- 从公司中报线索来看，我们对建筑在正在改善的资产负债表之上的较差利润表更为警觉，这预示着利润表未来较大的反转概率；
- 自上而下来看，3G 时代对终端深度把控成为运营商主流模式，公司继续推行“全运营商战略”下不得不退让到“物流商”的角色，下游经销商尤其是电子销售渠道的成熟、上游手机厂商的自建销售系统的“家电模式”挤占公司市场份额，综合以上线索，构成公司投资评级“中性”的充分条件；
- 公司经营情况来看，公司是国内手机分销商龙头，诺基亚市场份额急剧下降，与微软合作的 Windows Phone7 在 HTC 的前车之鉴下并不乐观，三星直供战略短期内不会更改，HTC 合作至今未果，过分倚重摩托罗拉机型。鉴于上半年库存已经清理完毕，走入正轨，随着事业部制改制完成，人员配备到位，磨合基本完成，公司选择机型的能力有望提升。三季度主要看点在三星 i589 和三星 i9100 两款明星机型对于公司整体销售的贡献情况，预计三季度可以扭亏；
- 估值与投资评级。综合以上线索，预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.00/0.56 元，当前股价（7.56 元）对应 PE 分别为无限/13.5 倍。首次给予公司短线“增持”、中长线“中性”的投资评级。

分析师

栾雪飞 执业证书编号：S0350210060002

电话：0755-83716973

邮件：luanxf@ghzq.com.cn

合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%？

☐ 是 ☒ 否

预测指标	2009	2010	2011E	2012E
主营收入（百万元）	19316	23090	32300	41160
营业利润（百万元）	473	725	25.8	782
净利润（百万元）	314	490	0.6	530
摊薄每股收益（元）	0.33	0.52	0.00	0.56
摊薄每股净资产（元）	8.44	8.47	8.47	8.6
ROE（%）	3.9	6.1	0	6.5

为什么选择在这个时候关注天音控股？

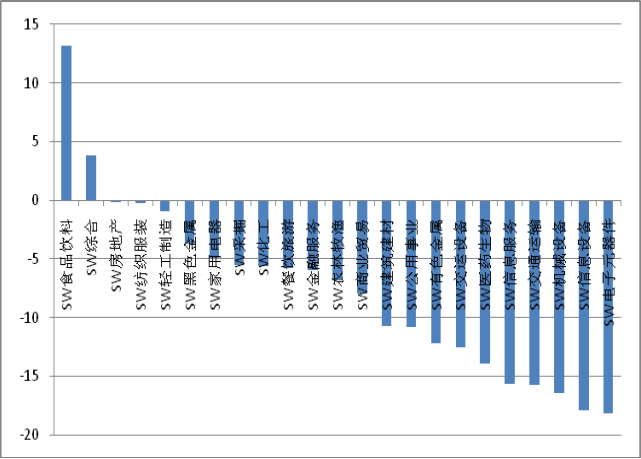
纵观市场股票，根据其市场表现大致分成四类（表 1）。图 1、图 2 行业间数据比较显示，连锁类股票年内跌幅居中，ttm 市盈率居中，落入“低股价涨幅、低市盈率”的第三象限；表 2、表 3 同业内横向数据比较显示，天音控股处于“低股价涨幅、低市盈率”的第三象限，但这只是夕阳股的必要条件，据此做出否定是不够的，须分析公司具体原因；图 3 显示公司估值处于历史中位。——据此三点，尚且不能构成做出公司投资评级判断的充分条件。

表 1 根据市场表现进行的股票分类

高股价涨幅、市盈率不断下降 (白马股+成长股的必要非充分条件, 须谨防经济周期末期的戴维斯双杀)	高股价涨幅、市盈率高企不下 (白马股的必要非充分条件)
低股价涨幅、低市盈率 (夕阳股的必要非充分条件, 容易遇到双陷阱)	低股价涨幅、市盈率高企 (黑马股的诞生基地, 既非充分也非必要条件)

资料来源 国海证券研究所

图 1 行业涨跌幅比较，连锁类跌幅居中，防御性尚可



资料来源 Wind

图 2 行业估值比较，连锁类 ttm 估值居中，2011 年成长性一般

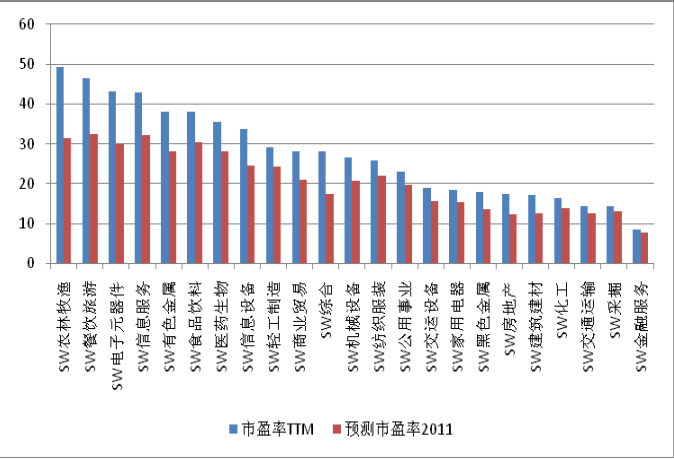


表 2 同业内公司涨跌幅比较来看，天音控股跌幅 35.6%，跌幅居后

证券代码	证券简称	年内涨跌幅	证券代码	证券简称	年内涨跌幅	证券代码	证券简称	年内涨跌幅
000056.SZ	深国商	71.8	600856.SH	长百集团	-0.2	600655.SH	豫园商城	-12.7
002264.SZ	新华都	19.1	600827.SH	友谊股份	-1.4	600774.SH	汉商集团	-13.1
600306.SH	商业城	16.7	000759.SZ	中百集团	-1.6	600828.SH	成商集团	-13.6
600697.SH	欧亚集团	15.5	002344.SZ	海宁皮城	-2.4	000419.SZ	通程控股	-14.5
000417.SZ	合肥百货	13.2	600838.SH	上海九百	-2.4	600693.SH	东百集团	-15.2
600723.SH	首商股份	10.9	600694.SH	大商股份	-2.7	000987.SZ	广州友谊	-15.3
600712.SH	南宁百货	8.3	600861.SH	北京城乡	-4.1	600859.SH	王府井	-16.5

公司跟踪研究

请参阅文后免责条款

600778.SH	友好集团	6.7	002277.SZ	友阿股份	-4.3	600361.SH	华联综超	-18.8
600729.SH	重庆百货	6.5	000560.SZ	昆百大 A	-4.4	600790.SH	轻纺城	-18.8
000501.SZ	鄂武商 A	6.3	600785.SH	新华百货	-5.4	600122.SH	宏图高科	-20.1
002419.SZ	天虹商场	4.9	000889.SZ	渤海物流	-5.8	300022.SZ	吉峰农机	-20.1
600683.SH	京投银泰	4.8	002556.SZ	辉隆股份	-6.6	002561.SZ	徐家汇	-20.9
601010.SH	文峰股份	4.3	601933.SH	永辉超市	-6.7	600327.SH	大东方	-21.4
000416.SZ	民生投资	3.2	600682.SH	南京新百	-7.5	600628.SH	新世界	-22.4
000882.SZ	华联股份	2.7	002024.SZ	苏宁电器	-8.9	002336.SZ	人人乐	-23.0
002251.SZ	步步高	2.6	000516.SZ	开元投资	-9.2	000301.SZ	东方市场	-26.8
600280.SH	南京中商	2.1	600858.SH	银座股份	-9.4	000715.SZ	中兴商业	-30.2
000679.SZ	大连友谊	2.0	000564.SZ	西安民生	-9.8	300178.SZ	腾邦国际	-32.2
600865.SH	百大集团	1.8	600738.SH	兰州民百	-10.1	601116.SH	三江购物	-32.4
000785.SZ	武汉中商	1.6	600814.SH	杭州解百	-10.6	000829.SZ	天音控股	-35.6
600821.SH	津劝业	0.8	002187.SZ	广百股份	-11.5	002416.SZ	爱施德	-35.9
			600824.SH	益民集团	-11.9	600415.SH	小商品城	-36.5

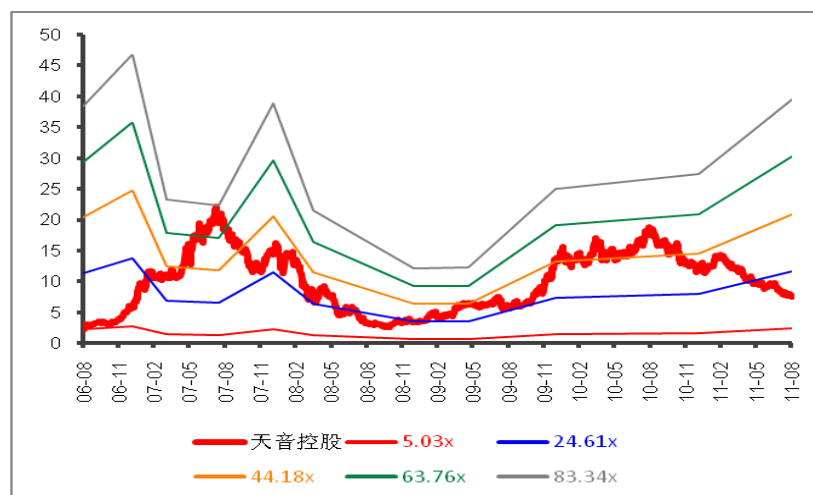
资料来源 Wind

表 3 同业内公司估值横向比较来看，天音控股 2011 年动态估值仅 14 倍，估值排名靠后

证券代码	证券简称	PE2011	证券代码	证券简称	PE2011	证券代码	证券简称	PE2011
000056.SZ	深国商	275	002556.SZ	辉隆股份	31	600827.SH	友谊股份	23
600821.SH	津劝业	119	002344.SZ	海宁皮城	30	000417.SZ	合肥百货	23
600306.SH	商业城	85	002419.SZ	天虹商场	30	002187.SZ	广百股份	23
600774.SH	汉商集团	63	002251.SZ	步步高	30	600415.SH	小商品城	22
600361.SH	华联综超	61	600859.SH	王府井	28	600785.SH	新华百货	22
000882.SZ	华联股份	55	600697.SH	欧亚集团	28	000516.SZ	开元投资	22
601933.SH	永辉超市	46	002561.SZ	徐家汇	28	600628.SH	新世界	22
600790.SH	轻纺城	44	600828.SH	成商集团	27	000715.SZ	中兴商业	22
601116.SH	三江购物	40	002336.SZ	人人乐	27	601010.SH	文峰股份	21
000889.SZ	渤海物流	38	000759.SZ	中百集团	27	600655.SH	豫园商城	20
600694.SH	大商股份	38	600778.SH	友好集团	26	000987.SZ	广州友谊	20
600858.SH	银座股份	37	300178.SZ	腾邦国际	26	600327.SH	大东方	18
300022.SZ	吉峰农机	36	000501.SZ	鄂武商 A	26	002416.SZ	爱施德	17
600682.SH	南京新百	35	600280.SH	南京中商	26	600122.SH	宏图高科	17
000785.SZ	武汉中商	33	600814.SH	杭州解百	26	600683.SH	京投银泰	17
600865.SH	百大集团	33	002277.SZ	友阿股份	26	002024.SZ	苏宁电器	16
002264.SZ	新华都	32	600729.SH	重庆百货	25	000829.SZ	天音控股	14
000564.SZ	西安民生	31	000419.SZ	通程控股	25	600693.SH	东百集团	13
			600723.SH	首商股份	25	000679.SZ	大连友谊	13

资料来源 Wind

图 3 纵向比较，公司估值处于历史中值水平



资料来源 Wind

公司中报线索，利润表主要指标均不满足反转条件，然而资产负债表主要指标却显示反转迹象

自下而上的基本面选股线索，未必就此推出结论——在去年底开始逐渐显现的“滞涨”背景下，我们从今年上半年的第一阶段指标选股：收入增长、利润增长、毛利率、管理效率、现金流等主要指标“抗跌”的个股，过度到下半年的第二阶段指标选股：收入增长、利润增长、毛利率、管理效率、现金流等主要指标“最快反转”的个股。（详见《国海证券 * 公司研究 * 消费行业 * 广州国光（002045）：三阶段成长，先看毛利率反转 * 增持 * 栾雪飞》中的表 4-6，得出三个推论：第一，2011 年下半年，预计天音控股、爱施德的收入同比、扣非利润同比、毛利率指标反转性机会较大；第二，将重点移至管理效率指标（期间费用率、存货周转率）可能最快反转的公司；重点移至现金质量（经营活动现金流净额 / 营业收入、资产负债率、货币资金）最快反转概率较大的公司。）

公司 2011 年中报主要信息如下：天音通信公司移动通信产品实现销售额（含税，不包括易天数码和天音科技营业额）实现 1,102,346 万元，比去年同期的 1,177,419 万元同比下降了 6.38%；通信业务毛利率同比下降 2.53 个点，其中通信产品销售同比下降 2.61 个点，通信产品维修同比下降 5.89 个点；营业利润-4,974.15 万元，同比下降 115.88%；

归属上市公司股东的净利润-5845.39 万元，同比下降 135.25%；经营活动产生的现金流净额-861,099,724.80 万元，同比增长 27.21%；筹资活动产生的现金流净额 143,490.43 万元，同比增长 2730.18%；销售费用同比增长 12.13%，管理费用同比增长 10.63%，财务费用同比增长 63.89%。——存货 26.73 亿元，同比增长 5.09%；货币资金 33.62 亿元，同比增长 28.04%；应收账款 16.93 亿元，同比增长 10.07%；短期借款 24.4 亿元，同比增长 238.74%。

单纯根据 2011 年中报信息，满足反转条件的指标如下：

- 1) 存货：上半年存货基本清理完毕的情况下，存货增长是为三季度备货；
- 2) 货币资金：为下半年加大采购提供资金保障；
- 3) 应收账款：为下半年加大采购提供资金保障。

不满足反转条件的指标如下：

- 1) 收入增长：二季度本来就是传统淡季，再加上对于机型进货判断失误，导致收入增长同比为负增长。比如在 2010 年销售较好的 Nokia N97，在 2011 年初大量进货，造成降价销售。而背后的原因在于，2011 年 3 月公司实行事业部改制，部门为了冲量，进了大量传统机型。）公司 2011 年上半年的明星主力机型是摩托罗拉 Me525（三防功能，单价 3000 元，月销售几万台）；

表 4 2011 年中报预付款项金额前 5 名情况

单位名称	与本公司关系	期末数	账龄	未结算原因	占整体采购比
诺基亚(中国)投资有限公司	非关联方	220,421,755.32	一年以内	正常货款	大于 20%
三星（中国）投资有限公司	非关联方	96,603,419.31	一年以内	正常货款	10%
摩托罗拉移动技术（中国）有限公司	非关联方	90,582,276.51	一年以内	正常货款	10%
深圳桑菲消费通信有限公司	非关联方	24,080,687.80	一年以内	正常货款	-
宇龙计算机通信科技（深圳）有限公司	非关联方	23,105,743.67	一年以内	正常货款	-
小 计		454,793,882.61			-

资料来源 公司公告（注：深圳桑菲主要是飞利浦，宇龙主要是酷派。该表格不包含现款现付的供应商公司）

表 5 2011 年中报公司前 5 名客户的营业收入情况

客户名称	营业收入	占公司全部营业收入比例(%)
苏宁电器股份有限公司南京采购中心	406,886,034.02	4.02
西宁国美电器有限公司	255,248,966.34	2.52
北京迪信通商贸股份有限公司	184,681,234.35	1.82

北京乐语世纪科技集团有限公司	180,477,993.23	1.79
中国移动通信集团浙江有限公司	173,648,111.95	1.72
小 计	1,200,942,339.89	11.88

资料来源 公司公告

表 6 2008-2010 年销售情况

	销售量 (万台)	销售额 (万元)	平均单价 (元/台)
2010 年	3,467	2,307,889	666
2009 年	2,909	1,931,972	664
2008 年	2,872	1,814,648	631

资料来源 公司公告

表 7 2011 年上半年销售情况

	销售量 (万台)	销售额 (万元)	平均单价 (元/台)
2011 年 1-6 月	1,353	1,102,346	814
2010 年 1-6 月	1,726	1,177,419	682
2009 年 1-6 月	1,345	783,164	582

资料来源 公司公告

2) 毛利率: 通信产品销售同比下降 2.61 个点, 主要原因在于公司从 2011 年 3 月份最后一个周开始卖苹果, 毛利率很低。苹果占销售份额的 10%, 拉低了整体毛利率。目前手机国代商只有天音控股一家在做苹果 (另外还有联通华盛);

3) 期间费用率: 在收入没有同比增长的同时, 三费均有不同程度的增长。尤其是财务费用在 2010 年超预期翻倍的情况下, 2011 年上半年继续大幅增长 63.89%;

4) 净利润率: 毛利率走低、期间费用率上升、存货计提跌价准备带来的资产减值损失 (1.86 亿元), 导致净利润为负, 同比下降 135.25%;

5) 短期借款: 短期借款 24.4 亿元, 同比增长 238.74%;

6) 经营活动产生的现金流虽然得到一定改善, 但仍未转正。

综合以上线索, 依然不能构成做出公司投资评级判断的充分条件。然而相对于建筑在脆弱的资产负债表之上的较好利润表表现, 我们对建筑在正在改善的资产负债表之上的较差利润表更为警觉, 因为这预示着利润表未来较大的反转概率。

自上而下的预期差线索：通信行业竞争及趋势演变更加复杂，产业链参与者的策略变化、变数加剧

第一，从行业整体看，3G 和智能手机将高速发展，引导消费者使用手机应用形成习惯。手机中高端产品更新换代，低端产品扩大农村市场覆盖，预计 2011 年下半年中国手机市场仍将持续保持发展态势。

第二，从产业链参与者以及渠道来看：虽然天音加强了与三大运营商的合作，但是今年三大运营商的集采规模明显加大，严重拖累公司毛利率水平，公司失去了定价权，相当于充当物流运营的角色。而这种来自运营商对终端的深度把控，在 3G 时代已成为主流模式，虽然很多厂商不愿意把好机型放在集采。另外，下游经销商变得强大，挤占了公司份额。供应商自建渠道，也挤占了公司份额。

1) 2011 年 6 月 17 日“2011 年天翼 3G 互联网手机交易会”上，中国电信联合中邮普泰、普天太力、天音通信、酷人通讯 4 家国代商和国内外终端厂商签署了终端采购确认书，总共涉及近 4000 万部 CDMA 终端，是中国电信史上最大规模的终端集采，其中四大国代商采购约占 70%。

2) 据中国联通销售部总经理于英涛介绍，2011 年 8 月开始，中国联通将联合主流手机厂商推出多款“新千元 3G 智能机”，预计年底前有超过 10 款手机陆续上市。这部分终端产品将由中国联通操盘运作，由国代商集采包销。另一方面，联通华盛集中资源不断推出如 BladeV880 这样的战略型机型，与 iPhone 一道形成中高低端市场全面覆盖，利用不同价格段明星机的补贴诱惑，先期抢占市场份额，对国代商造成一定的挤出效应；

3) 4 月 26 日中移动正式下文，成立全资子公司中国移动通信集团终端公司，显示中移动在今后一段时间内，将实行高度集采全网包销的终端策略。——TD-SCDMA 产业发展很大程度上取决于终端。由于 TD 技术不成熟，主流厂商在 TD 终端上的犹疑无法让中移动满意。一方面中移动两次出台 TD 终端专项激励资金，另一方面自主研发推出 OPhone 操作系统。一年后 TD 终端尤其 TD 芯片质量得到提升。但随之而来的问题是 TD 终端价格一路走高，所以在经历放弃集采、让 TD 市场化的

曲折后，中移动又再次抛出 600 万部 TD-CMMB 终端集采大单，以期激活量产规模，降低 TD 手机售价。中国移动董事长王建宙此前表示，中移动加大智能手机推广，除了去年对低端 TD 智能手机大规模集采外，今年将力推 TD 中高端手机。年初中移动制定了 2011 年发展 5000 万 3G 用户的目标，预计 TD 终端销量在 4000 万左右，2011 年中移动 TD-SCDMA 终端集采规模将达 3000 万部，主推中高端集采、普及机集采、座机集采、平板电脑集采、特殊终端集采等，并进一步降低终端价格；

4) 以中国联通为例，已形成自有渠道、社会渠道同步发展格局，与全国性 3C 连锁企业、区域性手机专业卖场、B2C 电子商城等社会渠道全面建立战略合作伙伴关系，未来将进一步加大与电子销售渠道的合作力度；

5) 厂商直供领域，国内移动电话生产商也采取自建销售系统，舍弃一、二级代理，直接下到省级甚至地、县级市场的“家电模式”。

3G 时代对终端深度把控，成为运营商主流模式，公司继续推行“全运营商战略”下，不得不退让到物流商的角色，下游经销商尤其是电子销售渠道的成熟、上游手机厂商的自建销售系统的“家电模式”挤占公司市场份额。综合以上线索，构成公司投资评级“中性”的充分条件。

公司经营的预期差线索：上半年已经清理完大部分库存，事业部改制完成，人员到位并基本磨合成功，选择机型的能力有望提升，下半年期待三星 i589 和三星 i9100 两款明星机型带来的经营反转

公司盈利模式总结：

1) 公司定位于手机批发业务，通过 Sell-in 给零售商，再通过公司全国 1000 多名客户代表、10000 多名自有促销人员 Sell-out 给终端消费者客户，可以深入全国 6 级区县网络（这是苏宁等零售商目前所达不到的）；

2) 天音控股敢于对下游经销商承诺保价(一个月之内降价,亏损由公司补),对上游供应商敢于“扛量”,公司存货一直很大,占资产比例 30%左右。然而“大客户大订单”战略使得公司相对于上游供应商议价能力较差(比如今年 3 月最后一周开始销售的苹果机,销售份额占 10%,然而毛利率仅有个位数,算上经销商返点,实际毛利率水平更低),3G 时代背景下三大电信运营商对终端深度把控导致的集采模式使得公司在该部分市场中失去定价权;

3) 不同于爱施德的“高毛利”战略,公司传统考核指标一向以“量”为主,目前在国代商中排名第一,占据 20%的市场份额(第二中邮普泰 20%,第三爱施德,不到 10%。还有中国长远和华松派普等);

4) 分环节而言:——存货备货环节,作为诺基亚、摩托罗拉、三星、LG 和索爱等国际品牌移动电话生产商的全国分销商,公司需相当数量的库存以维持正常周转和销售,品牌手机厂商一般采用现款现货和预付款结算;——增值分销环节,公司对部分长期合作且信誉良好的分销商、运营商和零售终端给予一定的赊销账期,特别是运营商资金占用较多。

公司中期战略赫然改变,将沿着移动通信产业链纵向延伸,最终成为移动通信综合服务商。公司意欲积极布局移动互联网,是大环境下的现实选择和主动调整,时间跨度较大,不确定性较强:公司 2011 年中报称其中期战略为,以“移动互联”为核心,以“产品”为载体,以分销为基础,以零售为推广平台,整合运营商和厂商资源,将客户转化为用户,在三到五年,将天音通信发展成为中国最具影响力的移动互联网企业之一。

2011 年 3 月,公司与全球手机浏览器市场占有率排名第二的挪威欧普拉软件公司合作开发适用于中国市场的手机浏览器,同时确立了手机浏览器、手机阅读和手机游戏三大移动互联网业务发展方向。这是公司做出重大战略转型的关键举措。与欧普拉强强联合,利用其成熟的浏览器技术(手机浏览器盈利模式是链接分成。Opera 浏览器有内核,可下沉到互联网终端。四大浏览器:safari,微软,火狐,opera,其他网

站都不是真正的网站，因为如果一旦产生技术性的革新，它们做不到更新)和全球庞大的用户群，结合公司与多个手机品牌商合作以及传统分销渠道优势，有望快速提升 opera 手机浏览器的市场份额，可能为公司提供长期利润增长点。我们认为，由于 opera 与公司签署的并非排他性协议，该协议效果有待观察；

公司下设易天心动、九九乐游、开奇网等，一旦时机成熟可望分拆上市。目前开发的手机网游项目有两款：《烙印》和《神州》。

从品牌看，2010 年公司向前五名供应商合计采购金额为 1,816,746.83 万元，占公司年度采购总额的 84.30%，**“大客户大订单”战略意图明显**。首先，iPhone 等国际品牌中智能手机为主的新兴品牌继续发展；其次，摩托罗拉、索尼爱立信、LG 中小品牌及国产品牌（酷派、中兴等）在智能机有很好布局；第三，塞班系统的诺基亚今年以来市场份额下降近 20%、毛利率最高的三星直供带来公司净利润下降、市场期盼的 HTC 合作至今未果，使得公司乐观预计了诺基亚+三星可得“近半市场份额”的估计。

1) 诺基亚和微软 2011 年 2 月 11 日宣布，双方达成广泛战略合作关系，并将 Windows Phone 作为诺基亚主要的智能手机操作系统。主要合作内容包括：1) 诺基亚将把 Windows Phone 作为智能手机的主要操作系统，并在该平台上对诺基亚处于市场领先地位的领域进行创新。诺基亚将与微软在手机产品研发和营销上紧密合作，微软搜索引擎必应将为诺基亚各种产品提供搜索服务。诺基亚希望于年底前投产 Windows Phone 7 手机。微软将为诺基亚提供数十亿美元的财务支持，从而令诺基亚获得更多利益。但诺基亚并未放弃塞班系统，计划未来再销售 1.5 亿台塞班系统手机。市场研究公司 Gartner 数据显示，今年第一季度，Android 手机全球销量 3600 万部，Windows Phone 7 手机全球销量 160 万部，占比很小；

2) 三星直供给公司造成中短期压力，明星机型将陆续开展直供销售。此次三星直供比例很大，比 Nokia 30% 直供的比例还要高出不少。原因在于三星在前期借助天音和爱施德占领中国市场份额的一席之地

后，这几年三星中国的市场份额增长较慢，公司决定改善渠道。我们认为，三星此次试水直供，符合商业本性，但是前事不忘后事之师，也应该看到直供增加的成本非常大。摩托罗拉曾经走过直供的道路，诺基亚的直供也导致渠道萎缩，波导曾经采取直供，半年后品牌也不复存在。因此此事并未尘埃落定，但是中短期确实对天音构成经营压力，资本市场已经基本反应该利空。8 月份上市的两款明星机型三星 i589 和三星 i9100-galaxy2 具有明星相，也是下半年公司 ceo 主抓的两款机型，目前在国美和苏宁卖场供不应求，建议积极关注这两款明星机型对公司经营的贡献；

3) HTC 市场份额大约在 20%，每售出 5 部 Android 手机，就有 1 部是 HTC 生产。要想扩大市场份额，借助天音强大的分销网络，或许是 HTC 下一步的选择；

4) 2010 年天音通信向摩托罗拉的采购金额为 13 亿元人民币，2011 年若能履行 5 亿美元(约合 33 亿元人民币)的采购额，公司向摩托罗拉的采购金额将增长 154%；

诺基亚市场份额急剧下降，与微软合作的 Windows Phone7 在 HTC 的前车之鉴下并不乐观，三星直供战略短期内不会更改，HTC 合作至今未果，过分倚重摩托罗拉机型。上半年库存已经清理完毕，走入正轨，随着事业部制改制完成，人员配备到位，磨合基本完成，公司选择机型的能力有望提升。三季度主要看点在三星 i589 和三星 i9100 两款明星机型对于公司整体销售的贡献情况，预计三季度可以扭亏。综合以上线索，不能构成做出公司投资评级判断的充分条件。

天音控股重要公告的预期差线索：三大电信运营商补贴力度是重点

对外投资或重大资产收购、出售、处置计划：无。

对子公司增资情况：无。

重大合同公告：市场期待 HTC 合同公告。

2011 年 1 月 26 日，天音通信有限公司与美国摩托罗拉移动技术公司签署《框架协议》。该协议约定天音通信 2011 年度有意向摩托罗拉采购价值不少于 5 亿美元的移动电话及配件。协议签订巩固了天音通信跟国际著名移动电话厂商的战略合作关系，对天音通信提高市场份额和扩大市场影响力起到积极作用。

2011 年 2 月 15 日：公司公告其控股子公司天音通信与苹果公司签订《苹果公司授权中华人民共和国分销商协议》，有效期至 2011 年 12 月 31 日（协议展期与终止由双方另行协商）。根据该协议，天音通信成为苹果公司在中国的指定授权分销商，开始在手机渠道分销苹果产品。——分销商将以自行决定价格，从授权地点向苹果公司授权经销商销售产品。苹果公司保留在任何时间，在不做任何通知的情况下，从授权苹果产品列表中删除或添加产品，约束或限制定制产品，或变更《政策及惯例》及分销商授权范围的权利。

2011 年 3 月 6 日：公司公告其控股子公司天音通信与 Opera（挪威欧普拉）成立合资公司，双方将凭借各自优势和技术以移动浏览器为平台拓展移动互联网业务。合资公司注册资本为人民币 1.35 亿元，天音通信出资 9000 万元，控股约 66.7%，合资公司的主营业务为手机浏览器产品及基于之上的内容运营和服务提供，合资公司将进行手机浏览器产品研发，品牌塑造，市场和用户发展。

再融资计划：无。

政府补贴：积极关注电信运营商的补贴动作。一旦补贴力度不足，公司将面临相关集采机型降价销售的跌价损失风险。

公司股东变化和公司治理的预期差线索：流通股东稳定显示积极信号

公司股东较为稳定，仅有大成价值增长证券投资基金和中国工商银行-中海能源策略混合型证券投资基金退出前十大流通股东。

表 8 公司流通股东变化情况对比

2011 年中报			2011 年一季报		
股东名称	持股数量	占总股本	股东名称	持股数量	占总股本
中国新闻发展深圳有限公司	131,917,590	13.93	中国新闻发展深圳有限公司	131,917,590	13.93
北京国际信托有限公司	95,457,619	10.08	北京国际信托有限公司	95,457,619	10.08
中国华建投资控股有限公司	90,465,984	9.55	中国华建投资控股有限公司	90,465,984	9.55
深圳市鼎鹏投资有限公司	68,531,663	7.24	深圳市鼎鹏投资有限公司	68,531,663	7.24
江西国际信托股份有限公司	60,910,068	6.43	江西国际信托股份有限公司	60,910,068	6.43
中国银行-易方达深证 100 交易型开放式指数证券投资基金	6,779,887	0.72	大成价值增长证券投资基金	13,960,370	1.47
中国工商银行-融通深证 100 指数证券投资基金	5,423,264	0.57	中国银行-易方达深证 100 交易型开放式指数证券投资基金	6,867,987	0.73
中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	3,500,000	0.37	中国工商银行-融通深证 100 指数证券投资基金	5,444,962	0.58
中国农业银行-益民创新优势混合型证券投资基金	3,094,189	0.33	中国工商银行-中海能源策略混合型证券投资基金	5,417,005	0.57
通用资产管理公司-GEAM 信托基金中国 A 股基金	2,608,313	0.28	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	3,500,000	0.37
合 计	468,688,577	49.5	合 计	482,473,248	50.95

资料来源 Wind

股权解禁：全流通；

高管增持、减持：近期无；

股权激励：无，有考虑；

高管团队建设与维护：股权激励主要偏重于当下利益的分享。在西方，长期以国际家族企业为研究方向的英国哈佛汉顿大学高级研究员王勇认为，欧洲企业基本不会给职业经理人太多股权。我们认为，如果不采取股权激励，还可采取其他措施激励高管团队：激励机制可考虑采取短、中、长期三种方式——短期和管理者的经济效益、职务挂钩；中期和管理者的中长期目标挂钩；长期和管理者的终身挂钩，包括养老、儿女等事务安排；

公司治理：公司主营业务正在发生改变，做事低调踏实，财务政策

透明稳定，信息披露及时，充分考虑中小股东利益，一度考虑的股权激励也充分反映了公司将管理层置于“职业经理人”+“股东代言人”的双重角色，既体现了大股东对管理层的充分授权放权，也体现了对中小股东利益的维护。

市场研究报告的预期差线索

研究员普遍提到的重要关注事件（新增信息、超额信息、动量信息）、重要关注时点、关键疑虑、主要分歧——重要关注事件主要集中在：电信运营商合作、三星直供、苹果分销；重要关注时点：2011 年二季度的存货调整、2011 年二季度的苹果分销爆发；关键疑虑在于：三星直供负面影响力度；

公开新闻报道的主要观点——3G 消费加速启动；

我们与研究员和新闻比较后的主要观点和关键疑虑——

主要观点：“三阶段成长”分别构成公司短期和长期投资价值，我们认为，接下来将观察到公司的“三阶段成长”现象：第一阶段应该关注反转性成长，反转引擎在于销售回升的速度和效果；第二阶段看长期稳定持续成长，成长引擎在于公司的核心竞争力；第三阶段看动量性成长，增长引擎看渠道和品牌开拓，以及移动互联网业务。具体到财务指标，我们将首先观察到 2011 年三季度扭亏；然而，接下来的路径却模糊不清，这需要 1-2 年的调整时间去等待和观察。事实上，第二阶段的苹果分销因为其较低的毛利率，不太容易带来较大的利润增量；与电信运营商的合作，使得公司退让到“物流商”的角色，失去了定价权，冲击大于市场预期；

如何理解公司第二阶段的增长引擎？我们认为，第一，成长都存在跨周期的问题，成长股是善变的，每轮行情都是成长带动，而一个本轮行情的领涨股只有 12.5% 的概率仍然是下一轮行情的领涨股。一轮行情周期大概平均 3 年，很少有跨周期的大成长股——天音控股也逃不出这

个规律；第二，找相对容易判断、相对确定的。剔除前业绩下滑的基数效应（2011 年上半年公司很可能面临一个“大洗澡之后业绩大幅度上涨的”现象）；第三，对于公司的渠道拓展业务，通常容易陷入中国人有多少，每人消费多少，收入多少的误区，这样的假设 2-3 年内基本上都很难实现，我们也不想在天音控股身上重落窠臼。从这三个意义上，我们自然得出结论：“中大盘股的消费类股票似乎不是优先考虑的好对象。”（公司总股本 9.47 亿股）。同时，公司目前正在失去赖以长期持续稳定成长的核心竞争力，新的竞争力尚在培育之中：尽管自上而下，公司具备高速成长的宏观故事：移动互联网产业链、3G 快速发展；然而自下而上，公司议价能力却在渐渐下降：强势国际品牌手机厂商为公司带来较低毛利率，电信运营商深度控制终端采取的集采模式让公司退让到“物流商”的位置，某些手机品牌直供压力仍未消除，其他经销商由弱变强挤占公司市场份额。

关键疑虑：动量增长催化剂的时间点、长期增长可持续性。

下注之前，重新做一次反向推导：重回 100 亿市值需要 2 年半时间

公司如果要做到 100 亿市值，给予 25 倍估值，需要盈利 4 亿。公司 2010 年归属于母公司的净利润 3.1 亿元（净利润 4.4 亿元），2011 年中期归属母公司的净利润-5800 万元，2011 年全年净利润有望扭亏。

从行业空间与结构来看，公司业务处于“市场巨大、市场集中度较高”的行业中，成长性不够具有吸引力。公司需要花多长时间才能达到设定规模？这有待于从公司“三阶段成长”模型中检验。2010 年收入规模 208 亿元，2011 年中期收入规模 101 亿元，然而毛利率因三星直供受到损失，本来就薄利多销的较低的净利率因财务费用率提高和资产减值损失而大幅下降。按 1%的净利率，4 亿归属净利润需要产生 5.63 亿元净利润，需要 563 亿销售收入支撑；按 1.5%的净利率，4 亿归属净利润需要 377 亿元销售收入支撑。那么收入需要比 2010 年增长 170% 或 81%。即便按 1.5%的净利率估算，每年 25%的收入增长，这需要大约 2 年半时间。

盈利预测

表 9 公司 2011-2012 年盈利预测

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入（百万元）	19315.76	23090.22	32300	41160
销售量（百万台）	29.09	34.67	38	42
平均单价（元/台）	664	666	850	980
毛利率（%）	11.25	11.94	10.5	11
主营业务利润（百万元）	2173.0	2757.0	3391.5	4527.6
期间费用率（%）	7.27	7.79	8.62	8
销售费用率（%）	5.88	6.22	6.5	6.2
管理费用率（%）	0.91	0.75	0.8	0.8
财务费用率（%）	0.48	0.82	1.32	1
资产减值损失/营业收入（%）	1.53	1.01	1.8	1.1
利润总额	473.2	725.0	25.8	782.0
所得税	25	25	25	25
净利润	448.2	700.0	0.8	757.0
净利润增长率（%）	-	56.2%	-99.9%	90023.8%
归属于母公司的净利润	313.8	490.0	0.6	529.9
每股收益（元）	0.33	0.52	0.00	0.56
总股本（亿股）	9.47	9.47	9.47	9.47

资料来源 国海证券研究所

估值及投资评级

预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.00/0.56 元，当前股价（7.56 元）对应 PE 分别为无限/13.5 倍。从公司中报线索来看，我们对建筑在正在改善的资产负债表之上的较差利润表更为警觉，这预示着利润表未来较大的反转概率。自上而下来看，3G 时代对终端深度把控成为运营商主流模式，公司继续推行“全运营商战略”下不得不退让到“物流商”的角色，下游经销商尤其是电子销售渠道的成熟、上游手机厂商的自建销售系统的“家电模式”挤占公司市场份额，综合以上线索，构成公司投资评级“中性”的充分条件。公司经营情况来看，公司是国内手机分销商龙头，诺基亚市场份额急剧下降，与微软合作的 Windows Phone7 在 HTC 的前车之鉴下并不乐观，三星直供战略短期内不会更改，HTC 合作至今未果，过分倚重摩托罗拉机型。鉴于上半年库存已经清理完毕，走入正轨，随着事业部制改制完成，人员配备到位，磨合基本完成，公

司选择机型的能力有望提升。三季度主要看点在三星 i589 和三星 i9100 两款明星机型对于公司整体销售的贡献情况，预计三季度可以扭亏。综合以上线索，首次给予公司短线“增持”、中长线“中性”的投资评级。

表 9 可比上市公司相对估值 (2011-9-2)

证券代码	证券简称	P	EPS2010	EPS2011	EPS2012	PE2010	PE2011	PE2012	PCF	PS,TTM	A 股市值 (亿元)
000829.SZ	天音控股	7.56	0.33	0.44	0.60	23.04	17.14	12.54	-7.76	0.35	71.59
002416.SZ	爱施德	29.25	1.21	1.69	2.16	24.17	17.34	13.55	-16.43	1.27	144.29
002024.SZ	苏宁电器	11.80	0.57	0.74	0.96	20.58	16.05	12.35	21.27	0.99	825.55
600122.SH	宏图高科	5.44	0.22	0.32	0.43	24.97	17.27	12.65	10.90	0.49	61.62

资料来源 Wind

风险因素

- 1) 电信运营商补贴力度和集采冲击;
- 2) 三季度三星 i589 和 i9100 机型销售情况;
- 3) 事业部改制后, 其他机型引进能力;
- 4) 移动互联网战略实施进度。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。