

# 天音控股 (000829.SZ) 年报点评

## 结构调整盈利增效, 产业资本双轮驱动

### ● 事件: 天音控股公布 2016 年年报, 结构调整提质增效

公司全年实现营业收入 338.45 亿元, 同比减少 21.35%; 归属于上市公司股东的净利润 2.23 亿元, 同比增加 198.21%, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.43 亿元, 同比增加 159.87%。此外, 公司发布 2017-2019 年股东回报规划, 并重启了收购子公司天音通信剩余 30% 股权的交易方案: 拟向深投控、天骥利通、同威创智、新盛源等 4 名特定对象发行股份募集配套资金, 募集配套资金总额不超过 106,449 万元。

### ● 深化“1+N”产业布局, 产业与资本双轮驱动

2016 年公司基于“一网一平台”战略, 深化“1+N”的产业布局, 实施产业经营与资本运营的“双轮驱动”策略。在产业经营方面, 手机大分销业务继续优化, 盈利能力继续增强, 尤其是在拓展苹果和华为体验店方面取得了突破; 加强彩票业务发展, 掌信彩通于 2016 年 3 月 21 日并表, 贡献业绩 8,626.71 万元; 剥离竞争力不强的非主营业务, 以利润增长和价值最大化导向, 推进移动互联网相关业务发展。在资本经营方面, 通过资本经营加强产业协作, 通过投资并购促进产业发展, 逐步叠加新的业务, 完善产业链布局。此外, 公司原大股东于年内顺利完成国有股权转让, 新任大股东为深圳市国资委旗下的深圳市投资控股有限公司 (持股 13.76%)。

### ● 盈利预测与投资评级

我们认为, 公司未来看点主要包括: 继续推进子公司天音通信的剩余股权收购, 巩固手机分销领域龙头地位, 业绩改善可期; 移动互联业务变现能力逐渐增强; 与掌信彩通在网络终端、线上平台、产品融合、大数据系统等方面协同效应日益显现。预计 2017-2019 年归属母公司净利润为 2.55、3.23、4.23 亿元, 分别对应 42、33、26 倍 PE, 考虑到公司整体业务的改善力度以及彩票产业的持续布局, 维持“买入”评级。

### ● 风险提示

手机分销业务受经济环境影响较大; 彩票业务受政策调整影响较大。

### 盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	43,030.14	33,845.25	37,209.45	41,645.04	47,846.29
增长率 (%)	24.38%	-21.35%	9.94%	11.92%	14.89%
EBITDA (百万元)	-13.70	441.56	533.08	599.14	754.18
净利润 (百万元)	-227.49	223.43	255.18	323.66	423.89
增长率 (%)	-1,341.2%	198.21%	14.21%	26.84%	30.97%
EPS (元/股)	-0.240	0.233	0.266	0.338	0.442
市盈率 (P/E)	414.87	48.38	42.36	33.40	25.50
市净率 (P/B)	5.86	4.77	4.29	3.80	3.31
EV/EBITDA	-706.47	26.85	18.78	15.66	11.70

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

11.28 元

合理价值

前次评级

买入

报告日期

2017-03-23

### 相对市场表现



分析师:

申 烨 S0260514080002



020-87578446



shenye@gf.com.cn

分析师:

赵 中平 S0260516070005



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

### 相关研究:

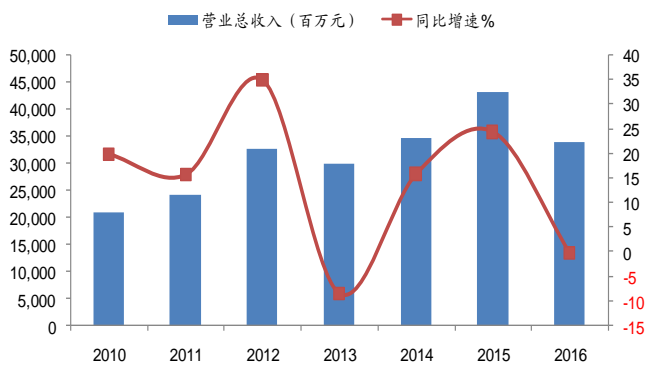
- 天音控股 (000829.SZ): 利润同比增长显著, 业务整合持续发力 2016-10-31
- 天音控股 (000829.SZ): 通信业务减亏明显, 彩票增量贡献可期 2016-08-31
- 天音控股 (000829.SZ): 彩票业务贡献稳定, 看好全年盈利改善 2016-07-15

## 一、结构调整盈利增效，产业资本双轮驱动

天音控股公布2016年年报：公司全年实现营业收入338.45亿元，较上年同期减少21.35%；归属于上市公司股东的净利润2.23亿元，较上年同期增加198.21%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.43亿元，较上年同期增加159.87%。同时公司发布**2017-2019年股东回报规划**：在公司累计未分配利润期末余额为正、当期可分配利润为正且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展的情况下，公司原则上每年进行一次现金分红；在满足现金分红的情况下，未来三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的百分之三十。

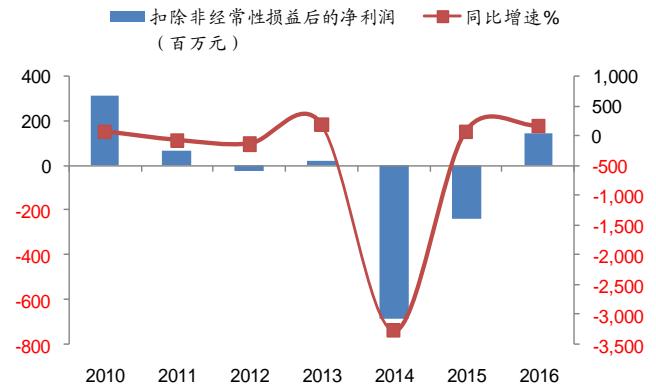
此外，公司重启了收购子公司天音通信剩余30%股权的交易方案：拟向天富锦非公开发行股份购买其持有的天音通信30%股权，拟向深投控、天骥利通、同威创智、新盛源等4名特定对象发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过106,449万元。本次发行股份购买资产完成后，天音通信将成为上市公司的全资子公司。

图1：公司2010-2016年收入增长情况



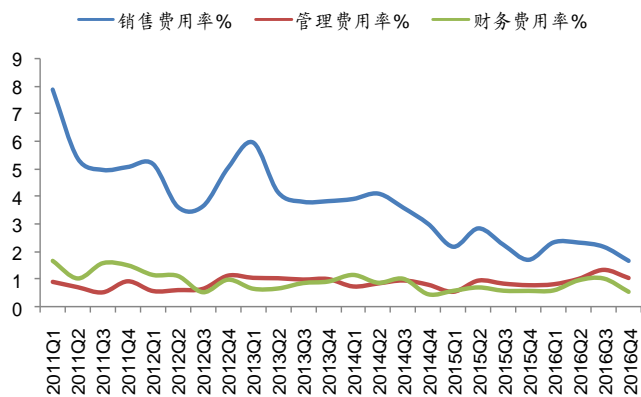
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图2：公司2010-2016年归母净利润增长情况(扣非后)



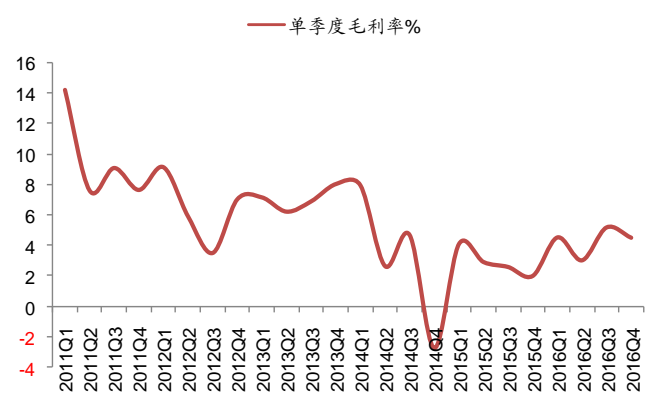
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图3：公司单季度费用率情况



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图4：公司单季度毛利率情况



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

分业务来看，公司通信业务实现收入 331.60 亿元（yoy-21.94%），毛利率同比回升 0.64 个百分点至 3.03%，主要原因是公司调整了产品布局，集中增加了单价和毛利率较高的畅销品牌苹果及华为的销量，同时减少了单价毛利均较低的其他品牌的销量；彩票设备业务受益于掌信彩通并购，全年实现收入 2.93 亿元，毛利率达到 61.93%；酒业业务实现收入 1.32 亿元（yoy-55.62%），主要原因是产品结构的调整；其他业务收入 2.59 亿元（yoy+3.36%）。

## 二、主业盈利明显改善，彩票布局持续推进

### （一）手机分销优势凸显，移动转售前景乐观，移动互联多点开花

手机分销业务是天音控股的基础核心业务，经过近二十年的发展，已拥有丰富的渠道资源和强大的终端分销能力，同时还保持着与国内三大运营商不断加深的合作关系，实现了行业内独有的营运商合作模式。2016 年以苹果 Mono 和 华为 HESR 项目合作为契机，布局和发展了零售拓展服务这一全新业务模式，为拓展三、四级市场奠定了良好基础。2016 年 10 月，公司公告拟用自有资金向珠海市魅族科技有限公司进行投资，投资金额总计人民币 2 亿元，有利于公司从上游获得更加稳定的货源，增强与手机厂商的战略合作关系，从而利用双方各自优势，发挥协同效应，探索多元化的商业机会。渠道广度和深度方面，公司分销覆盖 8 万家以上门店，渠道深入县、乡、镇地区，同时，公司积极推进拓展苹果和 华为 体验店项目，积累一套体验店拓展、运营体系，并实现突破，累计实现约 1500 家体验店的拓展，稳居行业第一。

2016 年公司保持了对移动互联网业务各个板块的投入和支持，在移动互联网和移动转售领域布局丰富，不断寻找新的利润增长点。在强大技术背景支持下，立足于行业消费者需求，公司目前已拥有欧朋浏览器、流量宝和塔读文学等相关产品。其中，欧朋浏览器、流量宝等拥有世界领先的引擎技术和流量压缩技术的产品，通过技术升级，推出了全新的欧朋浏览器“欧朋 12”，用户活跃度和 ARPU 值（每用户平均收入）有明显提升，用户留存率进一步提升；塔读文学拥有精品原创网络文学，有众多一流的网络作家做内容资源保障，大量初版作品的引入填充了网络阅读对精品内容的需求，并有专业化的运营团队，提升版权孵化、运营和变现能力。

表 1：天音控股移动互联网主要业务

业务名称	简介
欧朋浏览器	由天音通信和挪威 Opera 合资设立的北界创想（公司子公司）研制开发的一款手机浏览器产品，2014 年 4 季度占国内手机浏览器市场份额 6%，排名行业第 5
欧朋流量宝	运用挪威 Opera 云压缩技术为用户手机上所有联网软件提供流量节约、监控、提醒的应用软件
塔读文学	提供全方位的数字阅读服务的数字版权创作、聚合和分发平台，2014 年 4 季度占国内移动阅读市场份额 10.1%，位居前三位
贝壳游戏	竞技手游的代理及孵化平台，主要产品有《萌斗罗》、《烈魂传》等
乐竞传媒	专注于电竞赛事的互联网传媒公司，拥有专业的视频制作团队，成功推出 Nice TV
开奇商店	一站式手机应用软件管理平台
暴风魔镜	全球领先的虚拟现实眼镜，在手机上可实现 IMAX 效果

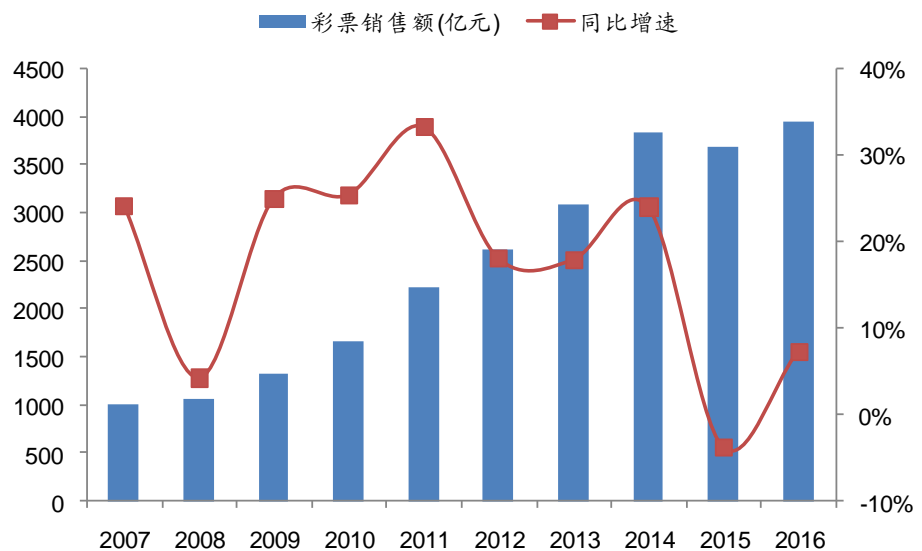
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

在移动转售领域，天音移动拥有中国移动、中国联通和中国电信三家运营商的全制式转售业务牌照，并拥有以中国虚拟运营商号段为网址的线上渠道（www.170.com）。2016年天音移动稳步做好渠道布局，推动用户规模发展，实现了营业网点、用户数量和营业收入稳步增长的预期目标。

## （二）收购彩票优质标的，强势布局持续推进

彩票行业在我国属于朝阳产业，市场空间广阔，发展前景乐观。2006年全国彩票销售额为819亿，2016年为3946亿，近十年的CAGR高达17.03%。虽然2015年彩票销售额相比2014年有所下滑（同比减少3.8%，其中体彩同比减少5.7%，福彩同比减少2.2%），但考虑到互联网售彩受限的原因，其实并没有改变彩票销量整体增长的趋势。事实上，2014年3823亿的销售额中有850亿左右的贡献来自于互联网售彩，占比20%以上，因此从线下渠道的彩票销售情况来看，增速依然强劲。

图5：全国近十年彩票销售额（亿元）及增速



数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

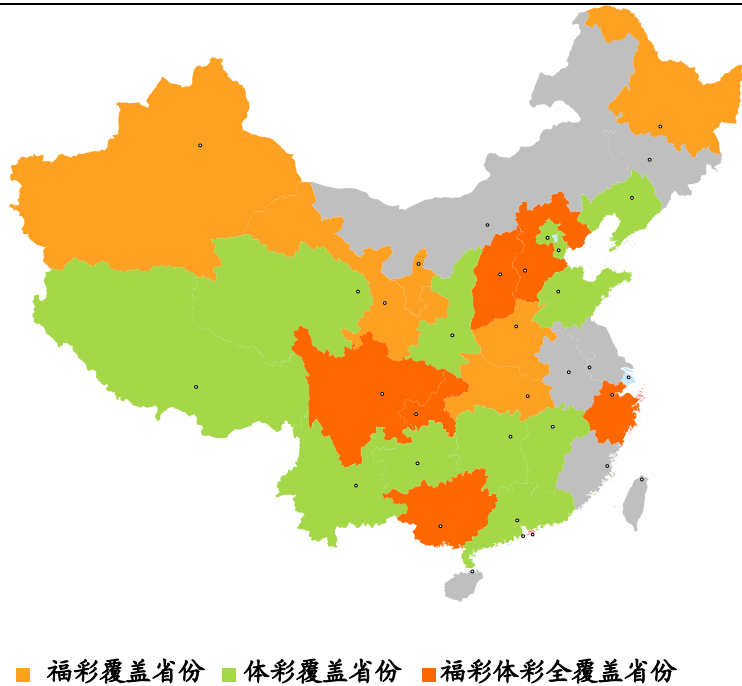
天音控股于2016年通过子公司天音通信并购掌信彩通100%股权，掌信彩通主要经营主体为全资子公司深圳穗彩，提供硬件产品、软件产品和服务。掌信彩通在福彩市场和体彩市场上提供的产品和服务有所不同。掌信彩通拥有福彩体彩市场双准入资质，在福彩市场上地位领先，体彩市场份额也在迅速上升。年内公司不断巩固传统彩票系统设备业务优势，同时不断拓展新业务，推出智慧投注站建设方案和社会化渠道终端并在全国进行推广，彩票营销咨询服务在河南福彩的试点取得成功，网点票系统也在四川福彩成功上线。

表 2：掌信彩通近三年的收入利润情况（万元）

项目（合并口径）	2014年	2015年	2016年
主营业务收入	30532.59	31913.27	29356.14
净利润	8992.09	9976.62	12323.87

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图6: 掌信彩通业务覆盖中国25个省市自治区



数据来源: 公司资料、广发证券发展研究中心

2016年6月15日, 公司公告拟以自有资金投资设立全资子公司深圳天联彩投资有限公司, 便于完善在彩票行业的战略布局, 实现彩票产业的孵化及上下游产业链整合。2016年9月, 天联彩对深圳联彩、掌中彩乐游、北京零彩宝、深圳聚享无线和深圳艾尔曼进行投资, 累计投资金额为1.19亿元。

表 3: 天联彩已投资项目概览

项目	简介
深圳联彩	为体育彩票线上线下一体化营销方案
掌中彩乐游	线上线下一体化营销
北京零彩宝	新媒介营销推广新渠道营销和服务
深圳聚享无线	部署智能 Wi-Fi 路由器, 实现第三方业务推广
艾尔曼	自助终端开发设计渠道开发和运营

数据来源: 公司网站、广发证券发展研究中心

### (三) 国有股权转让顺利完成, 大股东易主深圳投资控股

2016年底, 经财政部批复, 深圳市投资控股有限公司受让中新深圳公司所持有的天音控股131,917,569股股份, 并于2017年1月3日完成了登记过户手续, 成为公司的第一大股东。深圳市投资控股有限公司成立于2004年10月, 为国有独资企业, 控股股东及实际控制人为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会, 经营范围包括通过重组整合、资本运作和资产处置等手段, 对全资、控股和参股企业的国有股权进行投资、运营和管理; 在合法取得土地使用权范围内从事房地产开发经营业务; 按照市国资委要求进行政策性和策略性投资; 为市属国有企业提供担保; 市国资委授权开展的

其他业务。

表 4: 天音控股最新股东结构

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	深圳市投资控股有限公司	131,917,569	13.76
2	中国华建投资控股有限公司	90,465,984	9.44
3	北京国际信托有限公司	86,300,019	9.00
4	深圳市鼎鹏投资有限公司	64,671,663	6.74
合计	—	373,355,235	38.94

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

### 三、盈利预测与投资建议

我们认为, 公司未来看点主要包括: 继续推进子公司天音通信的剩余股权收购, 巩固手机分销领域龙头地位, 业绩改善可期, 巩固手机分销领域龙头地位, 业绩改善可期; 移动互联业务变现能力逐渐增强; 与掌信彩通在网络终端、线上平台、产品融合、大数据系统等方面协同效应日益显现。预计2017-2019年归属母公司净利润为**2.55、3.23、4.23亿元**, 分别对应**42、33、26倍PE**, 考虑到公司整体业务的改善力度以及彩票产业的持续布局, 继续给予“买入”评级。

### 四、风险提示

手机分销业务受经济环境影响较大; 彩票业务受政策调整影响较大。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	9949	8807	9686	10352	11594
货币资金	4864	3427	3721	4165	4785
应收及预付	1382	1952	2015	2090	2265
存货	3375	3242	3611	3757	4205
其他流动资产	327	186	340	340	340
<b>非流动资产</b>	1241	2983	2490	2752	3116
长期股权投资	560	312	1252	1406	1610
固定资产	367	321	294	266	232
在建工程	3	4	3	4	4
无形资产	130	1364	620	761	954
其他长期资产	181	982	320	316	316
<b>资产总计</b>	11190	11790	12176	13104	14710
<b>流动负债</b>	8761	7958	8336	8874	9971
短期借款	2970	3521	2121	1938	1997
应付及预收	5790	4282	6215	6936	7974
其他流动负债	1	154	0	0	0
<b>非流动负债</b>	123	1221	923	923	923
长期借款	1	801	801	801	801
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	122	421	122	122	122
<b>负债合计</b>	8884	9179	9259	9797	10894
股本	947	958	958	958	958
资本公积	240	295	295	295	295
留存收益	789	1013	1268	1592	2016
归属母公司股东权	1976	2266	2521	2845	3269
少数股东权益	330	406	457	523	609
<b>负债和股东权益</b>	11190	11790	12176	13104	14710

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1339	-1098	1961	1007	1054
净利润	-374	269	307	389	510
折旧摊销	77	90	72	78	79
营运资金变动	1518	-1522	1321	460	379
其它	118	66	262	80	86
<b>投资活动现金流</b>	-233	-1104	447	-219	-336
资本支出	-71	-413	1304	-188	-235
投资变动	-181	-839	-857	-31	-102
其他	19	149	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-1296	1241	-2114	-344	-98
银行借款	5220	8371	-1401	-183	60
债券融资	-6325	-7021	-505	0	0
股权融资	18	102	0	0	0
其他	-209	-212	-209	-161	-157
<b>现金净增加额</b>	-189	-960	294	444	620
<b>期初现金余额</b>	4452	4864	3427	3721	4165
<b>期末现金余额</b>	4263	3904	3721	4165	4785

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	24.4	-21.3	9.9	11.9	14.9
营业利润增长	-421.0	151.1	80.3	41.0	30.8
归属母公司净利润增长	-1,341.	198.2	14.2	26.8	31.0
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	2.9	4.4	4.5	4.5	4.7
净利率	-0.9	0.8	0.8	0.9	1.1
ROE	-11.5	9.9	10.1	11.4	13.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	79.4	77.5	75.7	74.4	73.7
净负债比率	-0.8	0.4	-0.3	-0.4	-0.5
流动比率	1.14	1.11	1.16	1.17	1.16
速动比率	0.71	0.55	0.69	0.70	0.70
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	3.89	2.95	3.11	3.29	3.44
应收账款周转率	44.36	57.61	31.70	36.25	40.39
存货周转率	14.71	9.56	9.84	10.58	10.85
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.24	0.23	0.27	0.34	0.44
每股经营现金流	1.41	-1.15	2.05	1.05	1.10
每股净资产	2.09	2.36	2.63	2.97	3.41
<b>估值比率</b>					
P/E	-50.9	48.4	42.4	33.4	25.5
P/B	5.9	4.8	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	-706.5	26.9	18.8	15.7	11.7

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	43030	33845	37209	41645	47846
营业成本	41764	32370	35544	39759	45613
营业税金及附加	73	44	56	59	70
销售费用	947	721	806	895	1032
管理费用	337	358	343	412	457
财务费用	265	258	175	120	109
资产减值损失	21	64	26	40	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	161	83	122	103
<b>营业利润</b>	-373	190	343	484	633
营业外收入	16	19	18	19	18
营业外支出	5	20	12	16	14
<b>利润总额</b>	-361	190	349	486	637
所得税	13	-79	42	97	127
<b>净利润</b>	-374	269	307	389	510
少数股东损益	-147	45	52	65	86
<b>归属母公司净利润</b>	-227	223	255	324	424
EBITDA	-14	442	533	599	754
EPS(元)	-0.24	0.23	0.27	0.34	0.44

## 广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平： 分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 申 烨： 分析师，南京大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 任尚伟： 研究助理，北京大学经济学硕士，香港大学金融学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。