

团队补强，迎接移动转售大机遇

买入 首次

目标价格：15.80元

投资要点：

- 📖 4G时代虚拟运营商投资第一股，一年涨幅空间50%
- 📖 基础实力强大，战略和执行方案清晰，14年开局大好
- 📖 从Dell、腾讯引入高级管理人才，团队执行力大幅补强

报告摘要：

- **主业回升，团队补强，14年开局大好。**公司作为国内最优质的手机分销商正处于行业触底回升期，反思了去年在移动渠道、三星和小米等产品之上投入的不足，通过从Dell、腾讯高薪引入高级经理人补强团队，渠道反馈14年前2月销售增速喜人。
- **终端分销为基础，虚拟运营商为通道，转型移动互联网。**国外虚拟运营商发展多年的经验表明，企业若想在移动转售领域有所作为，必须利用自身雄厚的线下渠道优势。天音控股目前已与中国联通和中国电信签订相关协议，获得了170.com域名，且公司拥有中国最广泛手机分销渠道，具有覆盖电信全网的服务能力。
- **公司已经全面布局移动互联网业务，实施效果逐渐显现。**目前公司的移动互联网业务包括入口（欧朋浏览器、开奇商店）、内容（塔读文学、九九乐游）等。欧朋排第六，塔读文学国内排第三，其它互联网业务预计将随着二季度移动转售业务上线得到加速发展。
- **盈利预测。**我们预测2014/15/16年公司营业收入分别为386.65亿/443.71亿/588.38亿元，净利润分别为3.6亿/5.5亿/7.8亿，EPS分别为0.38元、0.58元和0.82元。目标价为15.8元。
- **风险：**分销业务不达预期；移动转售市场竞争过于激烈。

主要经营	2012	2013E	2014	2015	2016
营业收入(百)	32,590.38	27,318.35	35,686.12	41,304.60	45,824.11
增长率(%)	34.88	-16.18	30.63	15.74	10.94
归母净利润	-22.61	30.20	362.78	550.03	780.25
增长率(%)	-144.63	-233.57	1101.16	51.61	41.86
每股收益	-0.02	0.03	0.38	0.58	0.82
市盈率	-661.64	495.36	41.24	27.20	19.17

通信研究组

分析师：

赵国栋(S1180513050002)

电话：010-88085901

Email: zhaoguodong@hysec.com

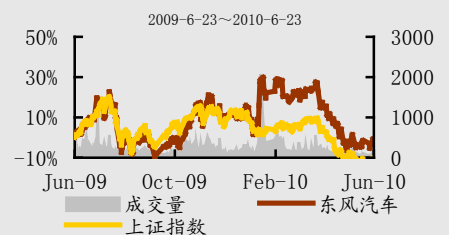
研究助理：

顾海波

电话：010-88013569

Email: guhaibo@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《移动转售首批牌照发放》
2013/12/26
- 《移动转售进展，获得灵活定价权力》
2013/8/19
- 《移动转售进展，获得灵活定价权力》
2013/8/19
- 《行业深度报告：移动互联网建立通信行业新规则》
2013/8/19

目录

一、投资概述	4
(一) 天音控股: 弹性最大的虚拟运营商投资股.....	4
(二) 投资亮点: 业绩快速提升的虚拟运营商股.....	5
(三) 盈利预测: 一年目标价 15.8 元, 目标市值 150 亿.....	5
(四) 风险提示	6
二、公司简介	7
三、手机分销业务是转型基础	8
(一) 运营商服务	9
(二) 售后服务	10
(三) 行业结构	10
四、虚拟运营商是通道	13
(一) 三大运营商设立独立部门支持移动转售.....	14
(二) 网运分离有助于提升产业结构和行业整体发展水平.....	14
(三) 公司试图成为第一批上线的移动转售商.....	16
五、移动互联是战略目标	16
(一) 欧朋浏览器	17
(二) 塔读阅读	18
六、未来业务发展亮点	18
(一) 分销渠道价值重获倚重, 通过绑定运营商渠道, 分销量有望持续增长.....	18
(二) 移动转售通道促进互联网转型.....	19

插图

图 1 财务三张表预测.....	6
图 2 主营业务利润触底回升.....	7
图 3 大供应商和大客户的依赖度保持平稳.....	8
图 4 天音通信控股的分销网络.....	8
图 5 天音控股合作的手机品牌.....	9
图 6 智能手机产业链.....	11
图 7 三种手机销售渠道比较.....	11
图 8 分销渠道价值重新回归.....	13
图 9 基础通信用户渗透率基本饱和.....	15
图 10 公司欧朋浏览器在 2013 第四季度和 2013 年第一季度的市场份额.....	17
图 11 塔读文学客户端界面 1.....	18
图 12 塔读文学客户端界面 2.....	18
图 13 塔读文学客户端界面 3.....	18

表格

表 1 虚拟运营商清单.....	4
表 2 天音控股近三年来的主营业务收入来源.....	7
表 3 天音通信提供的运营商服务.....	9
表 4 分销商渠道零售店覆盖度优势显著.....	13

一、投资概述

(一) 天音控股：弹性最大的虚拟运营商投资股

天音控股是中国最大的移动电话综合服务商，具有中国规模最大的集分销、零售、售后服务、移动互联网为一体的移动电话营销服务网络。公司业务目前包含四块：手机分销业务，移动互联网业务，酒类销售以及农产品加工销售业务，其中手机分销业务收入占到总收入的 97.6%。

移动转售是电信行业改革的重要试点，将为行业带来重大影响，获牌企业将迎来重大发展机遇。2013 年 12 月 26 日，工业和信息化部向 11 家企业发放首批移动通信转售业务试点批文。随后 2014 年 1 月 29 日，工业和信息化部向 8 家民营企业发放了第二批移动通信转售业务试点批文。在已经获得牌照的 19 家企业中，包含上市公司 7 家，其中天音控股和爱施德是同时和电信和联通签约移动转售的 2 家上市公司，但是公司的营业额更大同时市值更小。

公司将成为最有可能成功的虚拟运营商。从国外经验看，具有丰富线下资源和用户基础的转售企业最容易获得成功。公司目前拥有员工七千余名，在国内设立了 27 个分公司、171 个办事处、349 个营销服务片区，直接覆盖并服务中国大陆 84,000 多家零售店，累计服务客户数亿。虚拟运营商业务属于电信业务类型，天音在此行业耕耘多年，具有丰富的终端和号码销售及服务经验。另外，公司还获得了 170.com 域名，将可能和三大运营商合作从而提供对基础网络全面覆盖的虚拟运营服务。这些都将成为公司在虚拟运营商业务开展过程中的重要优势。

表 1 虚拟运营商清单

获牌批次	中国联通	中国电信	中国移动	企业类型
1	迪信通	迪信通	迪信通	手机专业连锁
1	乐语	乐语	乐语	专业通讯连锁
1	天音	天音	天音	通信产品分销
1	京东	京东	京东	网购专业平台
1	阿里(万网在线)	阿里(万网在线)	阿里(万网在线)	电商平台
1	话机世界	话机世界	话机世界	手机专业连锁
1	华翔联信		华翔联信	移动转售
1	巴士在线			移动互联新媒体
1		浙江连连科技		话费充值
1		北纬通信	北纬通信	移动数据增值
1		分享在线		移动互联新媒体
2	苏宁	苏宁	苏宁	综合连锁零售
2	国美	国美	国美	综合连锁零售
2	爱施德	爱施德	爱施德	通信产品分销
2		三五互联		企业邮箱，网站服务
2		长江时代		航运信息化
2	苏州蜗牛			专业手游厂商
2	中期集团			金融服务及信息化

3 (预测)	二六三	企业电话会议/邮箱
3 (预测)	鹏博士	宽带接入
3 (预测)	拓维信息	无线增值服务

数据来源：宏源证券

(二) 投资亮点： 业绩快速提升的虚拟运营商股

投资核心观点：

1) 手机分销业务今年将大幅提升业绩：公司认真反省到 2013 年业绩不达预期的原因主要是 2 点：1) 中国移动运营商渠道的合作效果大幅下降；2) 明显终端产品代理权获取不达预期，例如三星和小米。另外，新型渠道——运营商渠道和电商渠道——的兴起对传统国代产生较强的替代，以及终端产品生命周期的缩短对公司库存管理能力也造成较大挑战。基于公司 2014 年前两月的销售情况分析，我们认为公司 14 年业绩将会大幅提升。虽然从利润率来讲基本上没有改善，手机价格向下空间仍然存在，但三星等新产品下半年要上市，以及公司管理层调整组织结构和运营方式，将会推动公司实现业绩大幅提升。

2) 公司提前布局了移动互联产业中的入口和内容两端：手机浏览器是入口，在线阅读以及手机游戏是内容。(1) 公司运营的欧朋浏览器进入行业前 5，渠道、产品优势显著，12 年激活用户 1 亿，预计 13 年底将超过 2 亿人，收入翻 2 倍。(2) 塔读在线阅读进入行业前 3，付费用户超过 1000 万，收入增速快速，12 年收入 3000 万，预计 13 年收入将超过 1 亿元。(3) 手机游戏业务完成多款产品开发，今后将重点放在手机游戏推广和运营方面，减少开发投入，降低公司风险，增强手游板块的盈利能力。

3) 移动转售空间很大：基于国外虚拟运营商在电信市场的渗透率大约为 5%~20%，国内电信市场 2013 年大约 1 万亿营收，则虚拟运营商市场空间将最大可能达到 2000 亿元。前两批获牌企业共计 19 家，假设第三批增加 4 家新企业，则获牌企业共计 23 家。我们假设公司分享 10% 的市场空间，则对应 200 亿市场。

(三) 盈利预测： 一年目标价 15.8 元，目标市值 150 亿

1) 我们预测 2014/15/16 年公司营业收入分别为 356.86 亿/413.04 亿/458.24 亿元，同比增长 30.6%、15.7% 和 10.9%，净利润分别为 3.6 亿/5.5 亿/7.8 亿元，同比增长 1101%、51.61% 和 41.86%，EPS 分别为 0.38 元、0.58 元和 0.82 元。给予目标价 15.8 元。

2) 我们建议给予 2014 年 40 倍估值，一年目标价为 15.8 元，对应 150 亿市值

图 1 财务三张表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	24,162	32,590	27,318	35,686	41,305	45,824	货币资金	3,687	3,493	2,059	1,000	1,000	3,000
增长率	34.9%	-16.2%	30.6%	15.7%	10.9%		应收账款	2,357	1,836	1,715	2,191	2,536	2,814
主营业务成本	-21,912	-30,545	-25,470	-33,142	-38,175	-42,119	存货	2,797	2,438	2,442	2,724	3,138	3,462
% 销售收入	90.7%	93.7%	93.2%	92.9%	92.4%	91.9%	其他流动资产	1,032	1,251	766	831	956	1,055
毛利	2,250	2,048	1,849	2,544	3,130	3,705	流动资产	9,852	8,819	6,983	6,746	7,630	10,331
% 销售收入	9.3%	6.3%	6.8%	7.1%	7.6%	8.1%	% 总资产	95.5%	95.0%	93.1%	92.5%	92.9%	94.3%
营业税金及附加	-117	-139	-96	-153	-178	-197	长期投资	18	28	73	91	110	128
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	358	385	398	413	429	445
营业费用	-1,366	-1,405	-1,336	-1,535	-1,776	-1,970	% 总资产	3.5%	3.9%	5.3%	5.7%	5.2%	4.1%
% 销售收入	5.7%	4.3%	4.9%	4.3%	4.3%	4.3%	无形资产	47	43	40	42	45	47
管理费用	-187	-241	-301	-378	-454	-504	非流动资产	467	465	514	548	588	622
% 销售收入	0.8%	0.7%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	% 总资产	4.5%	5.0%	6.9%	7.5%	7.1%	5.7%
息税前利润 (EBIT)	580	260	117	478	722	1,034	资产总计	10,319	9,284	7,496	7,294	8,216	10,933
% 销售收入	2.4%	0.8%	0.4%	1.3%	1.7%	2.3%	短期借款	2,307	2,062	2,480	810	470	1,916
财务费用	-352	-309	-155	-83	-5	-3	应付账款	4,730	3,064	4,454	5,787	6,667	7,358
% 销售收入	1.5%	0.9%	0.6%	0.2%	0.0%	0.0%	其他流动负债	-174	794	169	178	183	188
资产减值损失	-96	-20	4	4	4	4	流动负债	6,883	5,921	7,103	6,774	7,320	9,461
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	39	2	2	2	2	4
投资收益	-1	5	3	3	3	3	其他长期负债	421	420	32	32	32	0
% 税前利润	n.a	-7.4%	-8.3%	0.7%	0.4%	0.3%	负债	7,323	6,343	7,137	6,808	7,354	9,465
营业利润	132	-65	-31	422	724	1,038	普通股股东权益	2,187	2,164	2,141	2,302	2,680	3,308
营业利润率	0.5%	n.a	n.a	1.2%	1.8%	2.3%	少数股东权益	824	785	710	680	682	684
营业外收支	-15	1	1	2	2	2	负债股东权益合计	10,333	9,291	9,987	9,789	10,715	13,457
税前利润	117	-63	-30	424	726	1,040							
利润率	0.5%	n.a	n.a	1.2%	1.8%	2.3%							
所得税	-51	-28	-15	-91	-174	-257							
所得税率	43.9%	n.a	n.a	21.5%	24.0%	24.6%							
净利润	66	-92	-45	333	552	782							
少数股东损益	15	-89	-75	-30	2	2							
归属于母公司的净利润	51	-23	30	363	550	780							
净利润率	0.2%	n.a	0.1%	1.0%	1.3%	1.7%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
净利润	66	-92	44	273	522	772
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	97	73	6	4	2	3
经营收益	132	102	162	161	51	29
营运资金变动	-1,133	-1,101	1,026	518	1	-5
经营活动现金流净额	-838	-1,018	1,239	957	577	799
资本开支	-21	-22	-42	-23	-24	-24
投资	2	0	-45	-19	-19	-19
其他	0	-3	3	3	3	3
投资活动现金流净额	-19	-25	-85	-39	-40	-40
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	581	-89	-2,450	-1,689	-339	1,416
其他	-299	-148	-138	-308	-198	-176
筹资活动现金流净额	282	-218	-2,588	-1,977	-537	1,240
现金净流量	-575	-1,260	-1,434	-1,059	0	2,000

比率分析						
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.054	-0.024	0.032	0.383	0.581	0.824
每股净资产	2.309	2.285	2.261	2.431	2.830	3.493
每股经营现金流	-0.071	-0.261	1.309	1.010	0.610	0.844
每股股利	0.000	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	2.32%	-1.04%	5.57%	13.15%	19.40%	23.29%
总资产收益率	0.49%	-0.24%	1.19%	3.09%	4.85%	5.72%
投入资本收益率	6.07%	7.51%	1.64%	9.45%	14.13%	13.12%
增长率						
主营业务收入增长率	15.73%	34.88%	-16.18%	30.63%	15.74%	10.94%
EBIT增长率	-39.01%	-55.16%	-55.12%	309.28%	51.12%	43.17%
净利润增长率	-83.69%	-144.63%	-827.64%	153.77%	71.68%	48.19%
总资产增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.7	15.6	20.0	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	46.6	29.1	35.0	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	7.0	2.7	4.2	4.1	4.1	4.1
固定资产周转天数	5.2	3.9	4.8	3.8	3.4	3.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.87%	-48.47%	14.80%	-6.32%	-15.71%	-27.07%
EBIT利息保障倍数	1.6	0.8	1.8	3.9	20.5	79.6
资产负债率	70.87%	68.27%	71.46%	69.54%	68.63%	70.34%

资料来源: 宏源证券

(四) 风险提示

- 1) 基本面风险: 明星产品的代理权难以获得, 库存管理成本和效率改进困难, 分别将从外部和内部挤压公司的利润空间。
- 2) 政策风险: 移动转售政策执行力度低于预期; 运营商支持力度不足或者竞争策略无法开展, 可能限制公司的业务增长空间。
- 3) 竞争风险: 移动转售业务逐渐被市场接受, 将吸引互联网巨头涌入, 导致竞争加剧。

二、公司简介

天音控股成立于1996年12月，主要为移动通讯设备分销商。目前拥有员工七千余名，在国内设立了27个分公司、171个办事处、349个营销服务片区，直接覆盖并服务中国大陆84,000多家零售店。近年来随着行业竞争格局和产品更新换代均发生较大变化，产品毛利率有所下降，公司正处于转型移动互联网的投入和培育期。公司目前布局了手机浏览器（欧朋）、无线阅读平台（塔读）、手机应用商店（开奇）和手机游戏业务，致力于为合作伙伴发现和创造价值，为消费者带来移动互联网的良好体验和乐趣。

天音控股根据产品可分为通信产品销售、通信产品维修、酒类销售和其他。2011年、2012年和2013年通信产品销售在主营业务收入中一直占据高达97%-98%的收入比例，因此手机分销板块一直是天音控股的业务重心。

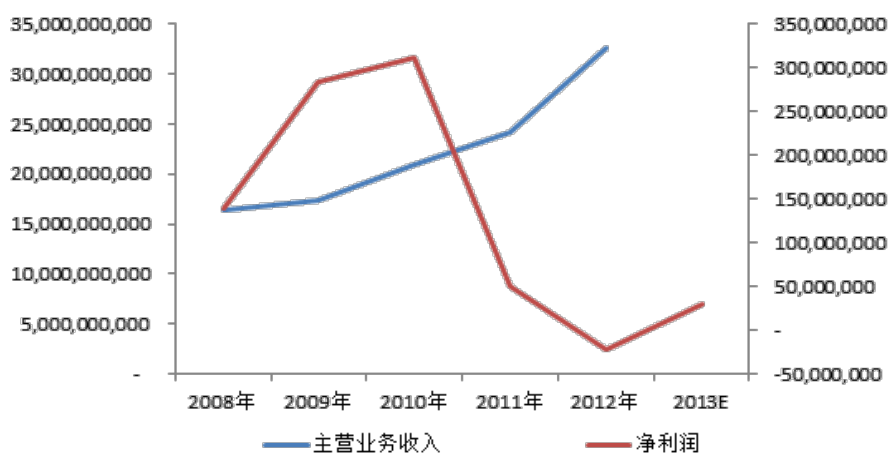
表 2 天音控股近三年来的主营业务收入来源

主营收入（百万）	2011年		2012年		2013H	
	主营收入	比例（%）	主营收入	比例（%）	主营收入	比例（%）
通信产品销售	23,256.98	97.45	31,489.08	97.59	12,781.18	98.17
通信产品维修	239.34	1.00	237.88	0.74	122.44	0.94
酒类销售	342.58	1.44	475.39	1.47	106.53	0.82
农产品加工销售	0.38	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	27.33	0.11	63.30	0.20	9.80	0.08
合计	23,866.61	100	32,265.64	100	13,019.94	100

数据来源：天音控股年报，宏源证券

2012年，在手机PC化的大环境下，传统分销业务的毛利率下降较为明显；产品生命周期的缩短，使得公司在选择代理机型和库存管理方面的风险在不断加大，天音通信的业务利润从2011年盈利5.07亿元下降到2012年亏损2.2亿元。在2013年业绩预告中，天音通信披露公司将在2013年扭亏为盈，大致盈利金额为3000万元

图 2 主营业务利润触底回升



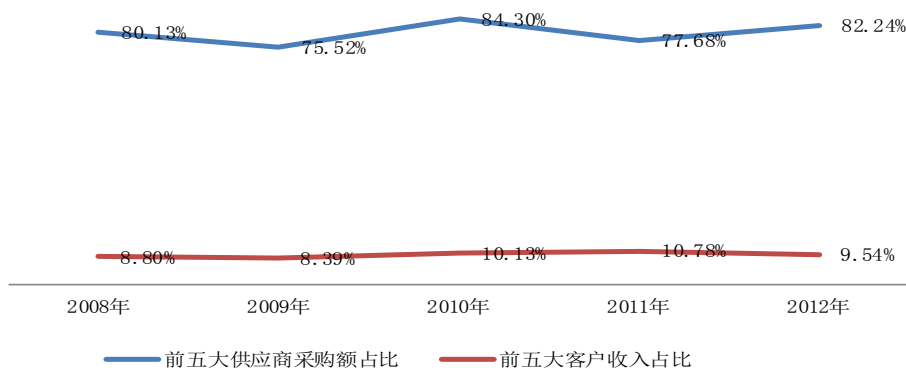
资料来源：公司公告，宏源证券

2012年公司重视新产品开发，尝试向移动互联网转型，开发欧朋浏览器，将此产品作为

今后公司的一项主要业务，持续发展，开发出更适合大众消费的快捷浏览器产品及网游产品。2012年开发费用4349万元，较2011年研发投入306万增加了4088万元，表明转型的决心，也是2012年天音控股出现亏损的一部分原因。

在2008年至2012年期间，公司对上游供应商的依赖程度有一定的提高，但是总体上保持稳定，从下游客户来看，其依赖度在2010年和2011年有提高，但是在2012年下降了1个百分点，表示随着市场格局的变化和公司未来发展方向的变化，天音控股仍然有能力在未来通过挑选毛利较高、在三四线城市销售较好的产品，不断提高公司的毛利率。

图 3 大供应商和大客户的依赖度保持平稳



资料来源：公司公告、宏源证券

三、手机分销业务是转型基础

在社会化分校领域，天音通信拥有庞大的网络，在中国大陆地区设立有27个分公司、171个办事处、349多个营销服务片区，服务全国84,000多家零售店。除了多年成熟的T1-T3地区，近年来公司又向T4-T6地区下沉，打造了中国规模最大的移动电话综合服务网络。

图 4 天音通信控股的分销网络



资料来源：公开资料，宏源证券

目前，天音控股公司合作的手机品牌包括苹果、三星、HTC、诺基亚、摩托罗拉、索尼、黑莓、联想、华为、中兴、酷派、天语和海信，随着中国本土手机品牌的不断壮大，天音控股与本土品牌的协商更加流畅和具有竞争力，有利于拓展业务。

图 5 天音控股合作的手机品牌



资料来源：公开资料，宏源证券

在分销服务方面，天音通信同时提供运营商服务和售后服务。

（一）运营商服务

随着通信行业的发展，天音通信不但创新业务模式，为运营商发展提供各类服务，主要包括资金流平台、社会化分销、卡号合约的销售、门店零售合作、手机售后服务和产品定制服务。

表 3 天音通信提供的运营商服务

资金流平台	主要为运营商提供便捷的资金垫付，通过自有物流渠道和社会化物流渠道，高效而低成本的完成运营商产品配送。
社会化分销	帮助完善运营商在偏远地区的覆盖不足，使其能够集中资源于核心渠道。
卡号合约的销售	将运营商卡号和合约间接销售给消费者，帮助其扩大用户规模。
门店零售合作	通过公司旗下的全资子公司易天数码，积极参与运营商的自建他营、引商入柜、驻厅销售、业务外包等业务，运作方式高效灵活。
手机售后服务	为运营商提供完整终端售后服务解决方案，根据需求提供多种套餐式解决方案，已与中国移动、中国联通、中国电信多家省分公司建立起战略合作关系。

产品定制服务 在自主产品定制中心的基础上，根据消费者需求而组织资源，为运营商提供有竞争力的定制化产品及咨询服务。

资料来源：公开资料、宏源证券

（二）售后服务

在售后服务方面，天音通信在全国范围内自建了 24 家分公司，拥有 96 家自营店，107 家下辖店和 321 家 Telling 360 店，1 家高端维修工厂，服务网络覆盖全国一二类地市及部分三四类城市；天音通信已成为数十个知名手机品牌指定专业维修机构，提供售后整体服务解决方案，节省厂商整体运营成本。在 16 年从业经验，员工超过 1,500 人，年维修量超过 100 万台，年营业收入超过 2 亿元。

（三）行业结构

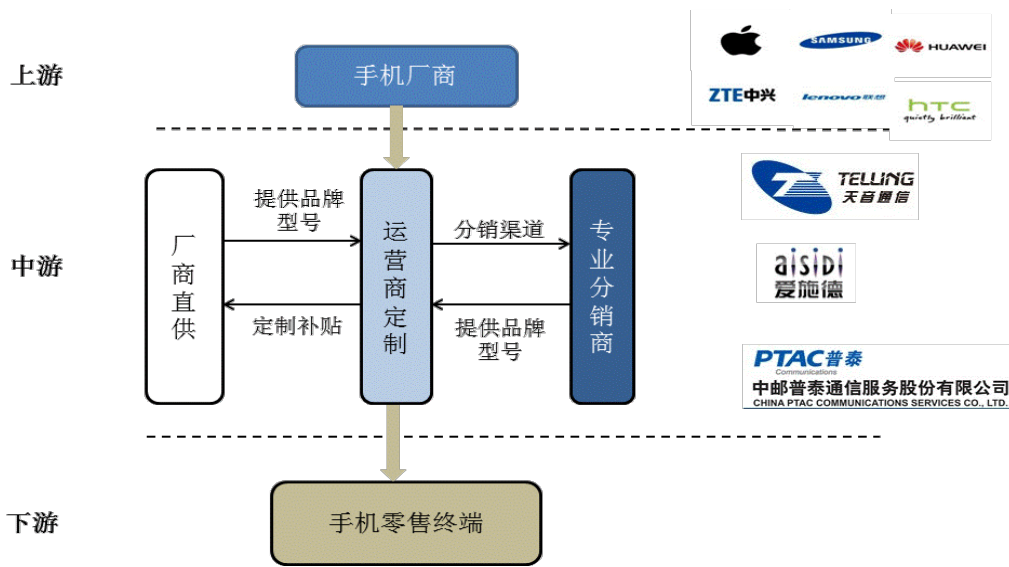
由于进入智能机时代，公司手机分销业务受到手机更新换代速度加快、运营商渠道和电商渠道挤压、以及手机品牌商绕过国代商直供的影响，12 年净利由盈转亏。下面将具体分析天音控股在手机产业链中的具体地位。

手机产业链中主要包括生产、分销、零售、消费使用等几个环节，电信运营商提供的无线通信网络服务系本行业赖以发展的基础。其中，手机生产位于产业链上游，手机品牌厂商主要依据消费者需求变化及无线通信的发展不断研发、生产新产品，满足市场需求，主要参与者包括诺基亚、三星、摩托罗拉、索尼爱立信、LG、苹果等全球知名企业及联想、中兴、华为等众多国内手机品牌厂商。

手机分销行业作为连接手机品牌厂商与手机零售终端的中间环节，有效消除手机品牌厂商与国内数万家零售终端之间的信息不对称，提升手机从品牌厂商向最终消费者流转的效率，实现社会化专业分工。主要手机分销企业包括中邮普泰、天音通信、爱施德等全国性分销商。与专业分销商并列的出货方式包括厂商直供模式和运营商定制模式。

手机零售行业系实现手机产品向消费者最终销售的重要环节，包括专业手机连锁零售、家电连锁零售、电信运营商营业厅、IT 零售店等多种业态，市场参与者众多。产业链最下游主要是消费者通过手机使用电信运营商提供的无线通信网络服务，是本产业存在的最根本原因以及推动产业发展的原动力。

图 6 智能手机产业链



资料来源：宏源证券

从手机品牌厂商出货方式划分为全国性分销模式、厂商直供模式、运营商定制模式三种。三种运营方式各有优劣，随着市场环境的变化相对强弱关系不断转变。

图 7 三种手机销售渠道比较

	全国性分销模式	厂商直销模式	运营商定制模式
图示			
出现原因	中国地域辽阔、市场层次复杂，专业化分工需求下应运而生	最大限度节约销售成本	推广网络制式 争取 3G 用户资源
格局	上下游挤压威胁	直供渠道覆盖范围	运营商终端补贴成

限	有限	本高
	对厂商价格、存活 管理要求高	自身终端推广能力 有限

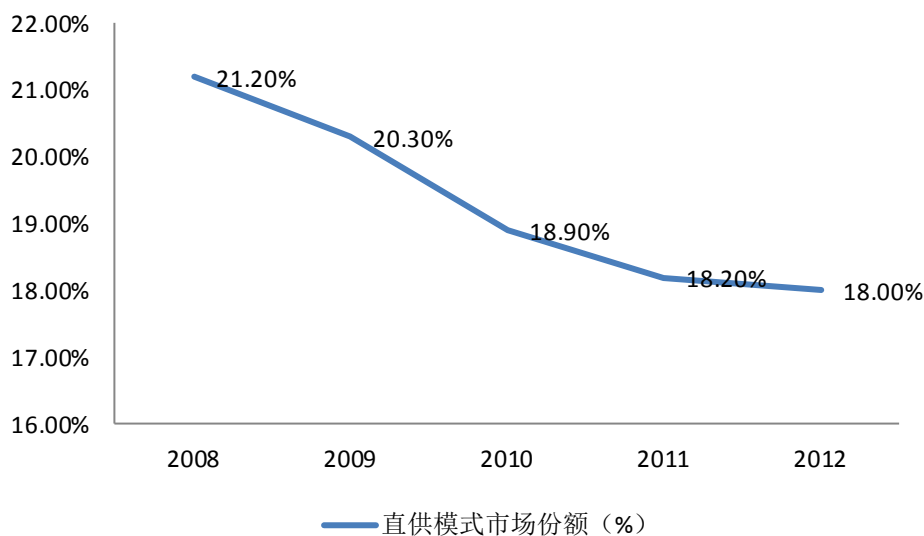
资料来源：宏源证券

目前手机分销业务三大巨头：天音控股、爱施德、中邮普泰在渠道竞争日益激烈的情况下，三家公司的占有率由 2009 年的 70% 下降至 25%。其中造成国代商下降的原因主要有三方面：一是运营商渠道的兴起，这对国代商冲击最大，2011-2012 年三大运营商手机补贴均超过 600 亿，依靠强势的终端补贴，三大运营商逐渐占领了渠道资源，大量营业厅全面高向手机渠道转型，截止到 2012 年底中国移动终端公司、联通华盛、电信天翼终端公司三大运营商目前的市场份额占比达到 11.5%、6.3%、7.5%。二是电商渠道的迅猛发展。近两年在电商的冲击下，国代商的市场份额和销售价格都有较大幅度的下滑。三是手机品牌直供零售商，以期保证自己产品价格的竞争力。

但是随着终端补贴需求的下降以及消费者对智能手机更高的品牌和性能要求，运营商的补贴力度近年来呈现出逐年下降的趋势。以中国联通为例，在早期 3G 业务的市场推广中，其终端补贴力度达到 20%，而在市场逐渐成熟后，单台补贴力度和补贴收入占比都在快速下降，单台补贴金额已跌破百元，补贴收入占比降至 8%。（具体的数据见联通公司公告，并画图）

在智能手机增量增速放缓、国产品牌逐渐兴起、手机厂商竞争加剧的情况下，各大手机厂商销量增长都面临较大的压力。对于大多数手机品牌特别是国产品牌而言，自建直供渠道投入极大且效果有限，转向直供可能性较小；但对于直供起步较早的手机厂商而言，利润空间的压缩也迫使他们进一步下沉至复杂分散的县镇市场可能性也很小。

图表 1 直供模式市场份额下滑



数据来源：赛迪顾问、宏源证券

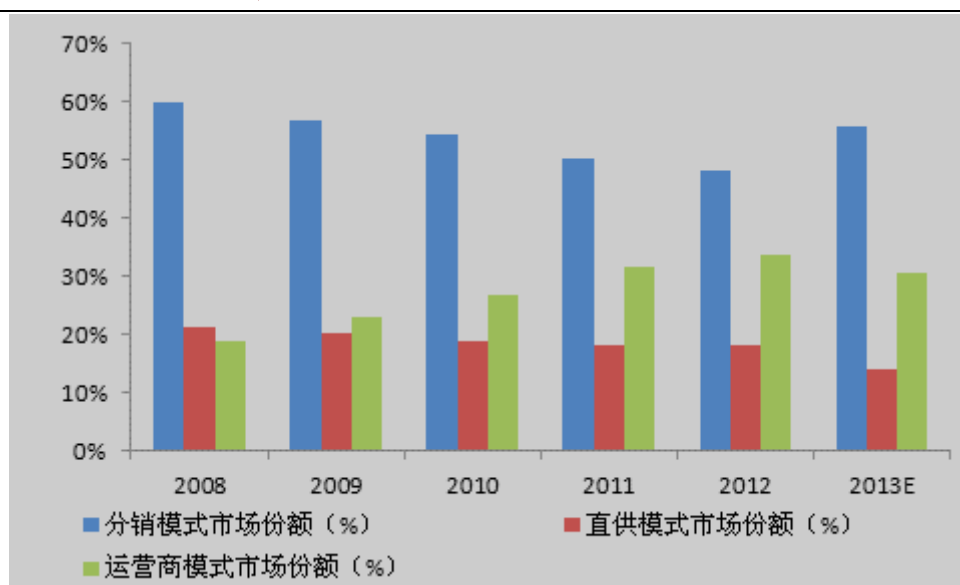
同时当下智能手机渗透率接近 50%，一二线城市基本完全实现渗透，激烈的市场竞争迫使手机厂商向四六线甚至农村拓展市场，而对于手机厂商而言，独立建设覆盖全国的渠道成本和难度都相当大，目前低毛利高周转的分销行业生态也加大了手机分销的经营管理难度，因此，具备全国渠道深度覆盖、长期手机分销经验的专业分销商的渠道价值将在行业价值中重新显现。在行业结构转变的契机下，在渠道零售店覆盖优势的基础上，分销渠道上的价值将得到回归。

表 4 分销商渠道零售店覆盖度优势显著

公司	中国移动	电信天翼	联通华盛	天音控股	中邮泰普	爱施德
零售店覆盖	省平台覆盖	省平台覆盖	2000 家	84000 家	50000 家	40000 家

资料来源：公开资料、宏源证券

图 8 分销渠道价值重新回归



资料来源：赛迪顾问、宏源证券

四、虚拟运营商是通道

移动通信转售业务，是指从拥有移动网络的基础电信业务经营者购买移动通信服务，重新包装成自有品牌并销售给最终用户的移动通信服务。移动通信转售企业不自建无线网、核心网、传输网等移动通信网络基础设施，必须建立客服系统，可依需建立业务管理平台，计费、营账等业务支撑系统。移动通信转售业务不包括卫星移动通信业务的转售。

虚拟运营商的出现可能会拉低基础运营商的原有资费，但根据国外经验，对于本身在基

础运营商市场中的弱势运营商而言，虚拟运营商的出现可以提高其网络利用率，帮助其开拓新的细分市场，弥补原来运营中的不足。例如，中国联通的 3G 网络利用率不足 30%，与虚拟运营商合作争夺中移动存量市场有利于自身发展。

虚拟运营商，核心硬件和技术均在三大运营商手中，所以真正考验企业的还是内容提供能力和服务能力。虚拟运营商要能为电信市场提供针对细分人群的服务。比如美国的维珍移动，利用自身在交通、经济、音乐等领域的市场影响力，与电信运营商、终端供应商、内容提供商合作，为消费者提供低价、时尚的资费及内容服务。

（一）三大运营商设立独立部门支持移动转售

2014 年 2 月 19 日消息，从虚拟运营商发展研究中心秘书长邹学勇处了解到：工信部颁发 19 张虚拟运营商牌照后，三大运营商全力支持民营企业进入虚拟运营商大发展，分别设立了独立机构服务虚拟运营商的移动转售业务。

其中，中国联通成立虚拟运营商合作处，由监管事务部总经理周仁杰负责，将全面支撑虚拟运营商繁荣发展；中国电信成立转售业务部，由销售部副总经理傅光明主导，将通过“集团一点对接，需求一点收集，业务集中管理，收入统一结算”方式来大力服务虚拟运营商；中国移动由市场部统一负责转售业务，市场部总经理高念书牵头组织，全面支持虚拟运营商，并在 2 月份内完成转售商协议签署。

从中国三大运营商设立独立部门来看，未来三大基础运营商将大力支持推进虚拟运营商发展，对此，邹学勇表示：“虚拟运营商是运营商的二次创业，运营商全面支撑转售业务的发展，从而证明双方业务竞合关系将更快速启动 170 手机号码上市。同时，运营商成为基础网络及通信能力全面支撑方，从独立设立机构来看，运营商将毫无保留的支持虚拟运营商的发展。”

对于虚拟运营商前期入市后在电信市场经营流程上的陌生感，邹学勇表示在虚拟运营商从牌照申请和平台建设上，运营商将组织虚拟运营商在制卡、码号、计费系统等方面的培训。

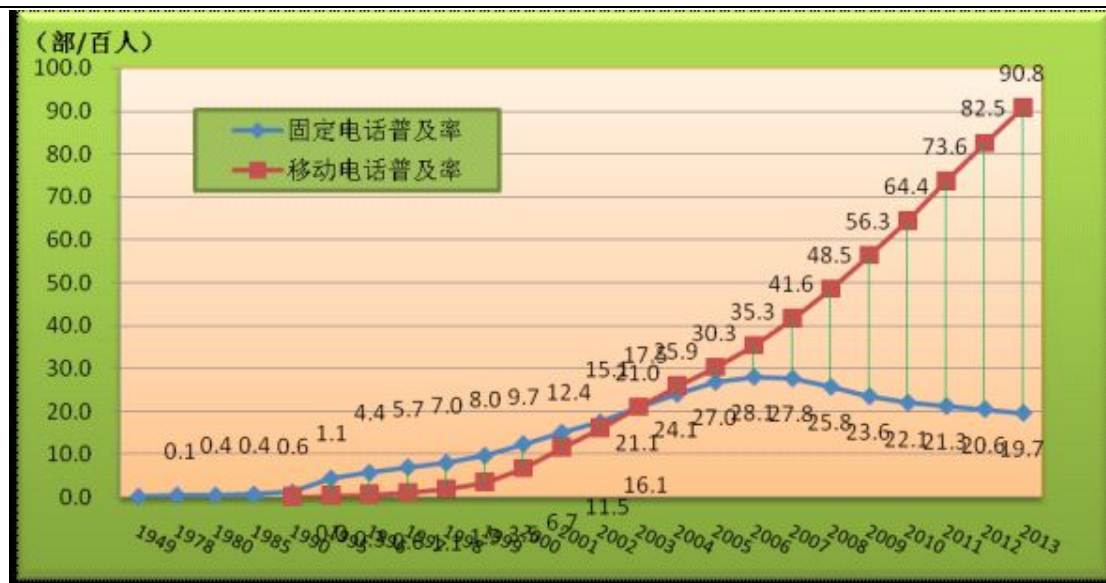
（二）网运分离有助于提升产业结构和行业整体发展水平

1) 基础通信的用户渗透率基本饱和，提升 ARPU 是唯一发展方向

在通信行业发展初期，主要由运营商向大众提供基本的通信服务，行业增长由新增入网用户数推动。随着行业渗透率达到一个饱和水平（大约 90%），就需要行业价值链各环节进行裂变细化分工，发挥各自优势，来满足客户个性需求，以深化对用户需求的满足提升 ARPU 值。

截至 2013 年 12 月，2013 年，全国电话用户净增 10579 万户，总数达到 14.96 亿户，增长 7.6%，电话普及率达 110 部/百人。其中，移动电话用户净增 11695.8 万户，总数达 12.29 亿户，移动电话用户普及率达 90.8 部/百人，比上年提高 8.3 部/百人。用户数的增长的速度逐年下降。

图 9 基础通信用户渗透率基本饱和



资料来源：工信部网站、宏源证券

预计到“十二五”期末，固定和移动电话总计达到 15 亿左右，按照国民经济和社会“十二五”规划纲要，2015 年人口控制在 13.5 亿以内，普及率已经超过了 100%。行业用户的渗透率将很快达到饱和的水平。

2) 引入虚拟运营商有助于基础网络资源得到充分应用，提升回报率

由于无线频率资源租用费较为昂贵，如果移动频率资源和网络资源不能充分利用，将会加重基础运营商的成本负担。为此欧洲基础运营商广泛通过与 MVNO 合作进行业务拓展。

由于各地区市场需求阶段化深入的特点以及业务推广的进程不同，很多网络资源并未得到充分应用，但由于技术的演进速度快于网络资源的利用率提升进程，因而存在资源价值没有被充分利用的情况下被迫升级换代，造成总体资源投入的重大浪费。

电信业引入虚拟运营商带有强烈的目的性，希望借此有效提高基础网络利用率并带来可观利润，帮助自己发展并巩固用户。多数基础运营商，特别是在其区域的弱势基础运营商的 3G 网络出现大量过剩网络容量，为了提高自身的资本回报率，这类基础运营商也愿意向虚拟运营商提供网络租用服务，一方面可以更高效的利用自身网络，另一方面也能够帮助自身获得更大的市场份额，扭转竞争格局。

3) 引入虚拟运营商提升电信市场竞争层次和服务水平

当基础语音服务的用户渗透率达到饱和阶段，只拥有与用户直接接触的网络已经不够推广和提升数据服务，还需要对用户特点和用户需求有更深入详细的理解，这是传统运营商的劣势。现有的众多服务企业掌握大量的客户资源，同时能够不断跟踪客户需求，特别是那些有完善的客户数据库的企业。这些企业具有很多运营商所没有的特殊资源，如品牌、客户资源、营销渠道等，通过与移动通信技术的结合，能够实现传统资源的重新利用并提升现有网络资源的利用水平。通过引入虚拟运营商有助于充分发挥民间资本灵活、创新的优势，鼓励服务和业务创新，满足移动用户个性化、差异化的应用需求。例如，虚拟运营商可以推动特

色数据业务拓展：MVNO 擅长针对特定用户群开发特色移动数据内容和应用业务，有利于基础运营商推广移动数据业务，扩宽收入和利润增长空间。例如，Virgin Mobile、Disney Mobile、Mobile ESPN 等在时尚、娱乐、体育等领域的特色数据业务提供能力是基础运营商与其合作的主要价值诉求点。

为了通信产业整体的良性发展以及通信产业结构的优化，国家对虚拟运营商的管理由原来的严格管制到允许进入到现在的鼓励发展，不断地降低通信行业的壁垒，为虚拟运营商进入通信市场竞争创造良好的条件。引入虚拟运营商，可以使基础运营商可对不同类型的客户进行分类管理，在优势部分集中营销力量，促进管理效率提高，从而提高业绩水平。

纯粹竞争对于虚拟运营商来讲是非常不利的，传统运营商的规模，资源，管理和运作经验都不是虚拟运营商所能比拟的，因而虚拟运营商与传统运营商之间的关系主要体现为合作关系。移动虚拟运营商与传统运营商的合作可使网络商专注于网络建设，加快网络建设速度，扩大网络规模，提高网络质量，从而在提高网络使用率中增加利润，而虚拟运营商则可以利用其强大的市场营销、推广力度，提供更优质的专业化、个性化服务，两者协同配合才能推动电信市场的发展。

（三）公司试图成为第一批上线的移动转售商

公司拥有庞大的手机分销渠道，将拥有移动转售业务经营的关键优势。分销商最大的优势在于已经有了非常完备的渠道网络，特别是已经进入电信领域之后，完全可以凭借自身的渠道资源和品牌度，拓展相关联的新客户，并且可以将营销和服务成本降到最低。大部分海外 MVNO 都拥有自己的渠道体系，充分利用渠道资源的比较优势发展模式。2003 年年底，英国零售业巨头 Tesco（乐购）与英国移动运营商 O2 成立合资公司 Tesco Mobile，发展移动虚拟运营业务。截至 2012 年年底，Tesco 在英国拥有 2900 多个零售网点，其中包含大型超市、超市、连锁店和便利店等多种零售业态。Tesco Mobile 利用这些网点，为自己的目标用户提供手机商店、店内专柜、网上商店和呼叫中心等多种形式的电信销售业务。截至 2013 年 1 月，Tesco Mobile 在英国的移动用户已超过 300 万。

除了传统上的实体渠道 MVNO 以外，还有一些主打电子渠道的 MVNO。如全球首家社区模式的电信运营商 Giffgaff，隶属于西班牙电信旗下英国 O2 公司，Giffgaff 的广告语为“您的移动网络您做主”，核心资源就是在线社区网络，用户可以在社区里实现购卡、充值等自助式服务，同时还可以参与到企业的运营中，出谋划策，实现在线互助式服务。在线社区还实现了网上营销，老用户可以推荐新用户。

公司已经从战略规划、组织结构和人员配备多方面进行了精心准备，后台 IT 系统和客服系统已经开始联测，预计将可能成为第一批上线的移动转售服务商。

总体而言，公司战略明确，就是把移动转售看作通道，向移动互联进行转型。

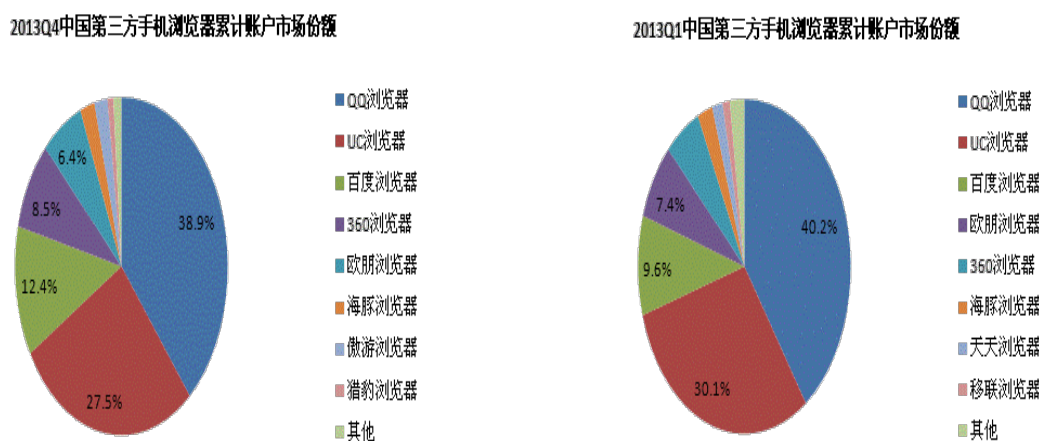
五、移动互联是战略目标

在移动互联网方面，天音控股的主推产品是欧朋浏览器、塔读文学、九九乐游和开奇商店。其中，欧朋浏览器天音通信携手欧洲 Opera 公司推出的中文手机浏览器品牌。她体积小而功能强大，以简洁的界面设计和贴近中国用户的社会化应用为主要特色。欧朋的目标是不断丰富完善用户体验，打造一站式内容服务平台，为亿万用户更好的开启移动互联网生活。开奇商店则是基于 Android 平台的，集找应用、玩应用、管理应用为一体的平台型手机软件。是北京易天新动网络科技有限公司在无线互联网领域发力的重要平台。

（一）欧朋浏览器

2011 年，子公司天音通信与挪威欧普拉软件公司成立合资公司，在该年的 8 月份就退出主打产品欧朋浏览器，欧朋浏览器凭借 Opera 的技术和天音通信的渠道预装，以及快速、小巧、省流量带来的良好用户体验和口碑，在截止到 2013 年第四季度，欧朋浏览器以 6.4% 的市场份额位居浏览器市场第五位，相较于 2013 年第一季度 7.4% 的市场份额有较大幅度的下降。

图 10 公司欧朋浏览器在 2013 第四季度和 2013 年第一季度的市场份额



资料来源：易观国际、宏源证券

欧朋的主要收入来源是其浏览器中的网址导航、应用、游戏下载分成等，12 年欧朋总收入仅 360 万，13 年一季度收入就增长至 270 万，今年欧朋收入一直保持高速增长。公司于 2011 年和 2013 年先后为欧朋注资 1.95 亿元，完成增资手续后公司将占合资公司 70.29% 股份，目前欧朋仍处于资本投入期，预计 14 年将开始带来利润。

随着 HTML5 的逐渐成熟，手机版网页游戏快速流行起来。作为 HTML5 编译的微信小游戏“打飞机”仅仅是一次 HTML5 游戏预热，其无需下载、简单易上手的特点引起了微信 5.0 推出当天用户最多的讨论。在微信游戏平台的推动下，基于 HTML5 开发的手机版页游将受到越来越多开发团队的重视，行业正在迎来爆发增长机遇。在此带动下，欧朋浏览器由于背靠挪威 Opera（HTML5 标准制定者之一），是 HTML5 游戏最佳的运行平台。

同时，在 2013 年下半年中移动公布的《比选结果通知书》中，欧朋浏览器作为中标产品将被应用在将被应用于产品线五和产品线六的中国移动定制机中，作为第三方应用客户端

预装项目，预计销量为 1300 万台。在 QQ 浏览器属于腾讯系，UC 浏览器归属于阿里系的情况下这次合作也进一步标志着中移动和天音通信有更进一步的合作可能性。

(二) 塔读阅读

塔读正式上线于 2010 年 7 月 12 日，是北京易天新动网络科技有限公司在无线阅读领域发力的基础平台，隶属于天音（持股 70%）。

2012 年公司阅读业务的用户规模较 2011 年有较大提升，规模增长近 10 倍。现已展开全平台运营，电脑读书、手机读书、客户端应用（Android、IOS、WP7、Symbian、Java），服务已覆盖 7000 多款终端，累计激活用户数量达到 4800 万，其中付费用户人数接近 1000 万（在在线阅读行业排名第四。在中国移动统计口径排第 5，电信口径排第 2。）。是国内最受手机阅读用户喜爱的无线阅读服务商之一。

塔读是付费业务，2012 年塔读实现销售收入约 3000 万元。13 年，塔读每月收入目前约 500 多万元，全年预计超过 1 亿元。阅读市场相对来说以内容特色区分，以男频为主的定位。独特性和差异化体现在版权的壁垒上，签约了 1000 个作者，都是独家版权，签约作者收入最高年收入也可以达到 100 万，在阅读行业版权差异非常巨大。从数量上应该在第二梯队。

图 11 塔读文学客户端界面 1



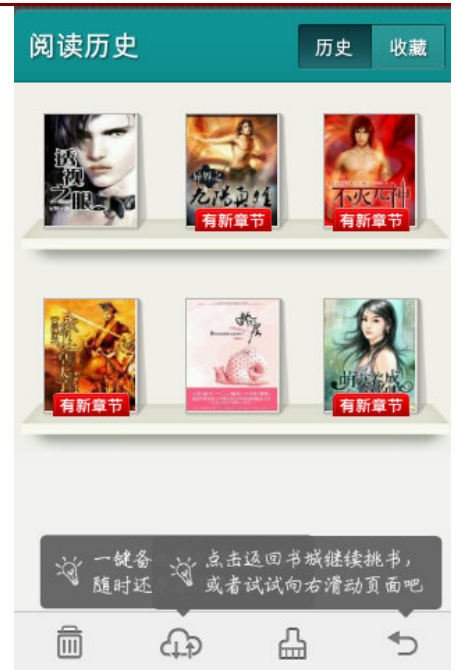
资料来源：公开资料，宏源证券

图 12 塔读文学客户端界面 2



资料来源：公开资料，宏源证券

图 13 塔读文学客户端界面 3



资料来源：公开资料，宏源证券

六、未来业务发展亮点

(一) 分销渠道价值重获倚重，通过绑定运营商渠道，分销量有望持续增长

智能手机市场的激烈竞争和国产手机的不断渗透使得知名手机品牌厂商重新倚重天音

控股、爱施德等国代商的成熟渠道进行市场推广，国产厂商也希望通过天音控股覆盖极广的分销渠道向三四线城市大批量输送产品。

运营商渠道具有终端补贴优势将逐渐占据市场主导地位，但规模庞大的 4G 终端升级和生命周期不断缩短的创新产品演进，为终端管理带来了更多复杂性。公司分销战略中明确强调积极建立和运营商渠道的绑定模式，充分服务运营商并分享 4G 换机的庞大市场。

（二）移动转售通道促进互联网转型

公司的移动互联网产品覆盖手机浏览器、阅读软件、手游和产品开发品牌，在移动互联网产业链中较大的优势，结合线下强势分销渠道，未来业绩将呈现较快的增长。

获得移动转售牌照后，天音控股将在 2 年内加大投入，结合欧朋浏览器，对其他增值产品采取定制话费流量套餐，通过减免流量费用、返还话费等营销手段将能快速推广期移动互联网产品。

作者简介:

赵国栋: 中国计算机学会会员、广东省应急产业协会专家会员、宏源证券研究所高级分析师、拥有 15 年的信息产业工作背景, 曾获工信部颁发的计算机信息系统集成高级项目经理资质、国际信息系统审计协会 (ISACA) 会员。在移动互联网、云计算、大数据等新兴领域拥有深刻、独到的见解。代表作:《大数据时代的历史机遇》一书。

顾海波: 宏源证券研究所通信行业分析师, 毕业于华中科技大学, 计算机软件与理论博士学位; 在国内 IT 领军企业神州数码工作多年, 任职技术总监兼售前总监, 为国内金融、电信行业客户提供 IT 系统规划、设计、项目管理咨询、系统开发等工作。中科院计算机工程类高级工程师, 中科院研究生院计算与通信学院外聘导师。

机构销售团队

公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。