

迈向移动互联网的综合服务商

买入 首次

目标价: 15.8 元

投资要点:

- 📖 移动互联网增强入口能力, 人才引进奠定发展基础
- 📖 移动转售打通产业链上下游, 市场有 100 亿的成长空间
- 📖 手机分销加强品牌合作和客户维护, 建立 B2B 平台实现高效运营

报告摘要:

- **移动互联网是前进方向, 公司引进人才给人想象空间。** 随着 HTML5 技术的发展, 移动端浏览器替代大多数非热门 APP 是大势所趋, 公司有望借助欧朋浏览器牢牢锁定用户的上网入口, 先期拓展用户进而实现商业模式多元化, 入口及平台价值将逐步凸显。塔读文学在移动阅读客户端市场份额排名前列, 13 年收入增长迅速, 预期高增速将持续。天音的手机游戏在早期做过一些研发, 现在主要把精力放在分发上, 将享受手游渠道的高分成。公司不断加强移动互联网的团队建设, 引进高水平人才增强实力, 显示出领导层对业务的重视, 给人想象空间。
- **移动转售市场空间大, 打通产业链上下游。** 中国虚拟运营商保守估计可占有 7% 的市场份额, 即国内有 700 亿左右的容量, 试点期间则有 100 亿市场空间。渠道商在转售业务上有望成为排头兵。天音的移动转售业务帮助打通传统的销售和移动互联网的联系, 促使天音转型, 成为综合的服务商。同时整合、盘活手机分销业务, 提升盈利空间。
- **手机分销业务 14 年有望翻身, 电商发展可进一步抓住客户。** 在总结和吸取了过往的经验教训后, 公司的手机分销业务将在品牌合作、客户维护、渠道挖掘等方面有诸多突破, 2014 年会是一个翻身年。公司会加强中小客户的 B2B 电子商务建设, 用网站把中小客户集中放在公司的平台上, 将上下游打穿, 一步到位, 提高效率, 做大做强。
- **盈利预测与估值。** 预计公司 14、15 年 EPS 为 0.53、0.69, 对应当前股价 PE 为 19X、15X。首次给予“买入”评级, 目标价 15.8 元。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	24161.90	32590.38	33242.19	38228.52	42051.37
增长率 (%)	15.73%	34.88%	2%	15%	10%
归母净利润(百万)	50.66	(22.61)	30.07	501.85	656.60
增长率 (%)	-83.69%	-	-	1568.86%	30.84%
每股收益(摊薄)	0.05	(0.02)	0.03	0.53	0.69
市盈率	200.4	-501	334	18.91	14.52

中小市值研究组

首席分析师:

王凤华(S1180511010001)
2013 新财富中小市值最佳分析师

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

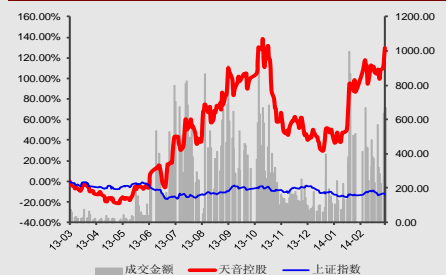
研究助理:

黎泉宏

电话: 010-88085971

Email: liquanhong@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	10.02
总股本(千股)	947,000
总市值(百万)	10400
流通市值(百万)	10400
12 个月最高价	11.29
12 个月最低价	6.37

相关研究

《动力源: 系统合同能源管理业务全面爆发》
2013/09/02

《中小市值周报 20131021: 经济运行稳健, 关注补涨板块》
2013/10/25

目录

一、通过多年布局公司形成三大板块.....	4
二、移动互联网：产品开发和人才投入带来的想象空间.....	5
（一）欧朋浏览器：国内领先的浏览器平台	5
（二）塔读文学：开始盈利，积累大量客户资源	6
（三）手机游戏——从研发到分发的转型	7
三、移动转售：成长空间大，打通产业链上下游.....	8
（一）中国移动转售市场有 100 个亿的空间	8
（二）公司移动转售业务步履稳健，具有渠道优势	9
四、手机分销业务：线下加大投入，电子商务提供平台.....	9
（一）公司分销业务加强与运营商合作	9
（二）B2B 模式为中小客户提供大平台，实现线上线下融合	10
五、盈利预测	10

插图

图 1: 公司组织架构图.....	4
图 2: Opera 手机浏览器发展历程.....	5
图 3: 移动阅读 Android 客户端市场份额塔读排第三.....	6
图 4: 中国移动阅读客户端市场份额塔读排第三.....	6
图 5: 手机游戏产业链.....	7
图 6: 中国手机游戏市场规模增长迅速.....	8
图 7: 中国手机游戏用户规模增长迅速.....	8
图 8: 中国电话用户数增长迅速.....	8
图 9: 中国移动电话普及率高速增长.....	8
图 10: 2002-2013 年互联网宽带接入用户发展情况.....	9

表格

表 1: 手机浏览器市场格局.....	5
表 2: 盈利预测.....	11

一、通过多年布局公司形成三大板块

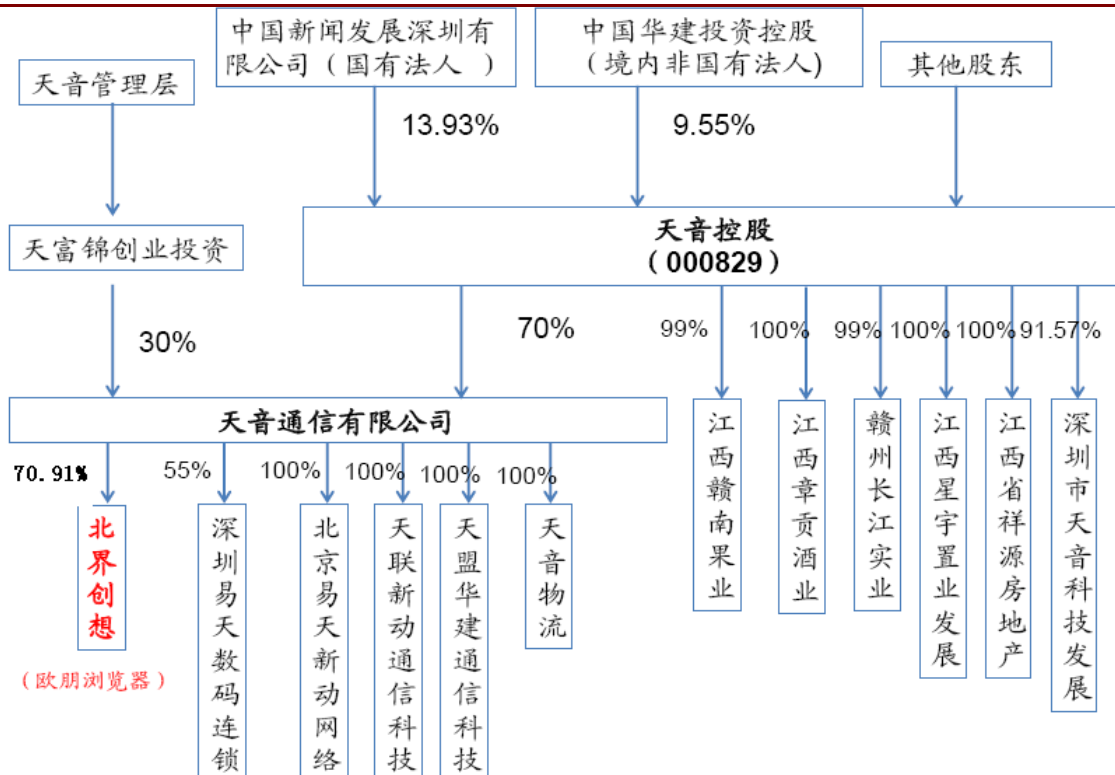
天音的发展战略是以用户为中心，以分销为基础，以虚拟运营商为主导，向移动互联网迈进。通过公司多年布局公司已经形成了3大板块：

第一大板块是基础分销业务。基础分销业务更多是基础，是保障，是现金流，公司要让该业务的规模越来越大，抓住更多的用户。并且在做大规模的同时，还不断为公司增加现金流，增强公司实力。

第二个就是移动转售的通道业务，移动转售业务使公司发展更多的用户，进一步形成上下游协同发展。公司不是简单做运营商，也不是简单地做虚拟运营商。公司做虚拟运营商的思路是依靠创新的方法，创新的思路，创新的产品。最终的目的是解决如何创新的问题，围绕着如何服务和抓住用户，围绕着如何打通到移动互联网，而不是简单的像运营商一样提供简单的电话式服务。最终实现迈向移动互联网的目的。

第三个就是移动互联网，公司要加快平台转化，加快实现忠诚用户规模和营收利润双突破，公司目前有三块业务，一是北界创想子公司做的欧朋浏览器，目前在国内市场份额排到第三位，第二是塔读文学，它在市场的发展也非常好，第三是手机游戏，其发展空间很大。

图 1：公司组织架构图



资料来源：宏源证券

二、移动互联网：产品开发和人才投入带来的想象空间

公司的移动互联网业务肯定是发展的重点，并以浏览器为运营核心。移动互联网业务目前仍处于投入型阶段，互联网用户的数量非常少，推出的产品和品牌地位不高，但欧朋浏览器的地位是领先的，塔读文学也是行业领先。公司希望打造一个一线的移动互联网平台，在平台上扩展业务和服务，这就需要高素质的顶尖的人才。公司在市场大举引进人才，为管理和发展注入了新鲜的血液。

（一）欧朋浏览器：国内领先的浏览器平台

2011年3月，天音通信与Opera宣布成立合资公司北界创想(北京)软件有限公司，并于8月发布了欧朋品牌和针对中国市场的产品欧朋手机浏览器。Opera是全球排名第一的第三方浏览器，活跃用户接近3亿。欧朋浏览器的优势在于Opera在传统互联网上多年的技术沉淀以及其非凡的渠道优势。其自有的独立内核Presto，能够提供对于html5最早以及最好的支持。欧朋作为全球浏览器最主要的几大独立内核之一有着很大的技术优势。此外其在PC端的竞争优势以及在海外发展多年积累的经验也能够带来强大的品牌效应。尽管进入中国市场较晚，但欧朋浏览器仍然获得了较大的市场份额，目前市场排名第三位。

图 2: Opera 手机浏览器发展历程



资料来源：艾瑞咨询，宏源证券

截至13年底，浏览器累计用户数近2亿左右，用户新增主要靠：1) 线上渠道，如应用商店；2) 线下渠道（30%-40%），如和手机厂商、运营商的合作。长远来看，线下渠道会变得更加重要，而线上渠道，公司也会努力寻求突破。

表 1: 手机浏览器市场格局

	UC 浏览器	QQ 浏览器	欧朋浏览器	百度浏览器	360 浏览器
竞争优势	已拥有1亿活跃用户和在行业内的知名度	腾讯丰富的互联网用户基础和微信3亿用户	Opera 在移动浏览器方面的技术储备和天音控股丰富的线下资源	百度搜索丰富的互联网用户基础	360 安全卫士丰富的互联网用户基础和360手机助手的用户导入
现有市场份额	38%	30%	10%	8%	4%

资料来源：宏源证券

虽然过去的三年欧朋浏览器收入的总数不算太大，但增长速度明显，13 年的收入大概是 12 年的四倍以上。浏览器是流量变现比较直接的业务，流量变现方式包括搜索、广告、游戏下载等，增长非常快，2014 年有望继续保持。对于搜索模块而言，这是非常重要的模块，增长迅速，如无线搜索（例如百度，无线收入占总收入的比重增长很快）。浏览器本身作为无线搜索的重要载体，这方面是增长很快的。公司手机搜索 13 年上升一倍左右，潜力很大。另外几个主要的空间包括电商的分成和流量变现，尤其是手机的电商，大家逐渐形成了在手机上购买商品的习惯，这也是一大增长点，包括与淘宝和其他电商的合作。除此之外，传统的游戏、网络运营商的 4G 等几个板块也是未来发展的重点。

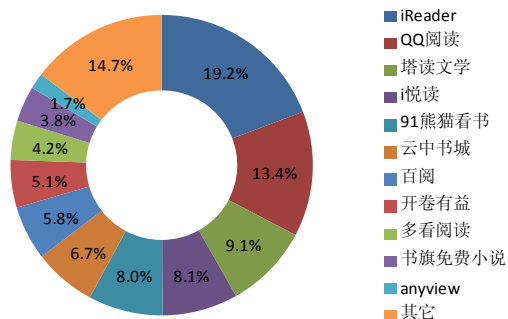
Opera 今年和运营商有很多合作，包括：1)和运营商和基地的合作，开展的比较顺利。2)和移动的各个省公司的合作，今年也进行了很多。3)和移动的集团的合作，尤其是围绕 4G 的展开。

（二）塔读文学：开始盈利，积累大量客户资源

塔读运营已经三年半了，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，隶属于天音控股（间接持股 70%）。塔读文学是一款拥有海量精品图书和强大阅读功能的手机软件，集当前最火的网络小说、出版文学、经典书籍于一体，在功能、界面上追求精美简洁，旨在为读者创造“随身随心，乐享阅读”的完美体验。在塔读文学可以找到时下最热门小说，类别包括：玄幻、言情、穿越、耽美、都市、黑道、官场、情感、异能、网游、武侠、悬疑、军事、科幻、校园等共 34 大分类。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）等，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在三四位左右。

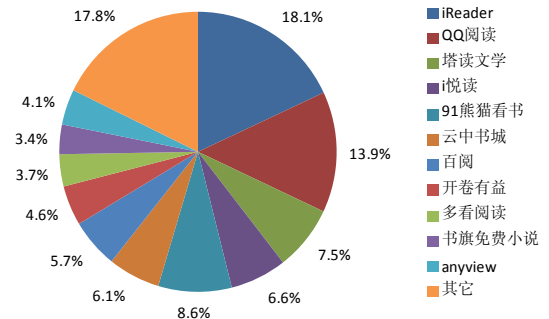
EnfoDesk 易观智库发布了 2013 年第二季度的移动阅读客户端市场份额统计报告。报告显示，二季度移动阅读服务提供商客户端市场，iReader 仍居市场领头羊的地位，市场份额占比约为 18.1%，较上一季度有所提升；QQ 阅读占 13.9% 的市场份额，与上季度基本持平；塔读文学以 7.5% 的市场占有率，连续两个季度位居移动阅读整体市场份额四强之列，并以 9.1% 的市场份额首度跨入移动阅读 Android 客户端市场三甲。

图 3：移动阅读 Android 客户端市场份额塔读排第三



资料来源：易观国际，宏源证券

图 4：中国移动阅读客户端市场份额塔读排第三



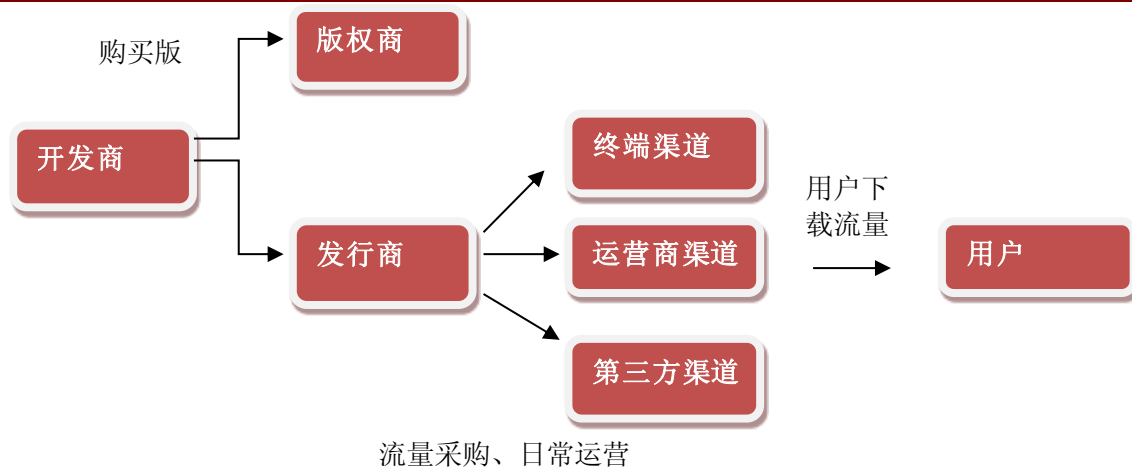
资料来源：易观国际，宏源证券

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。2013 年实现了 2.8 倍的增长，整体收入接近 1.2 个亿，利润约 2600 万，属于互联网业务中刚刚走出盈亏平衡点，正在快速发展的业务，预期 2014 年会有更快的增长。

(三) 手机游戏——从研发到分发的转型

根据扮演的角色和职能，手游产业链自上而下一般可以分为研发、发行和渠道三个环节：研发商向上游版权商购买版权或在自有版权的基础上完成游戏的开发，完成后交与发行商进行代理发行，发行商负责游戏的宣传并与各类渠道进行对接，提供各平台测试结果并要求开发商根据测试结果对游戏进行改进和版本迭代，渠道通过用户下载实现流量的导入，一般由终端渠道（苹果、小米）、运营商渠道（移动、联通、电信）和第三方渠道（360、91）构成。产业链的三个环节中，上游开发商主要职能是游戏的开发，凭借游戏玩法和类型的创新开发出产品；发行商代理游戏需要在游戏运营之前支付代理金，对资金要求较高；下游渠道则需要凭借足够的用户资源持续生存，而目前大量的用户集中在少量的渠道手中，重新开发出新的过亿用户的应用难度较大。近两年产品数量的增速明显超过下游用户的增速，用户成本快速增长和分成比例下降不可避免。2013 年初行业内的分成比例为研发 70%、渠道 30%，目前比较普遍的分成比例在 5: 5 和 3: 7 之间，渠道占大头。

图 5：手机游戏产业链

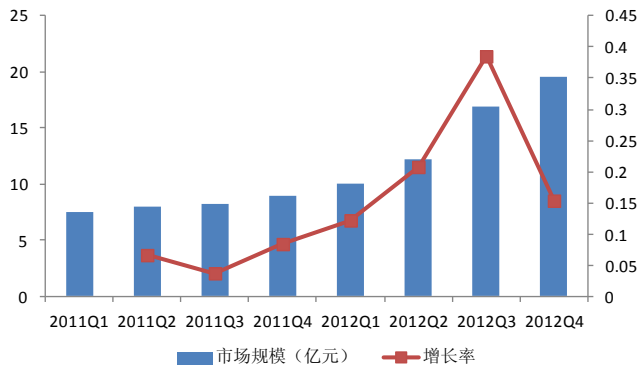


资料来源：公开资料，宏源证券

天音控股的子公司北京九九乐游科技有限公司（持股 70%）是一家手机游戏开发商，目前已经开发的手机游戏有两款，《烙印》与《神州》，均为手机网络游戏（端游），而且主要是在安卓平台上进行推广。游戏可以免费下载进行体验，收费主要通过玩家购买游戏道具来实现。从收费模式来讲，与传统的 PC 端网络游戏比较接近。天音的手机游戏在早期做过一些研发，现在主要把精力放在分发上，这要与浏览器结合，因为浏览器本身也是游戏的一个分发平台和发放载体。14 年公司会加强和游戏公司的合作，希望把游戏的发行和分发业务做大，游戏是 14 年增长很快的一个点，公司希望把它发展成变现的一个方式。同时加深和手机厂商的合作，让手机游戏走向国外，增加其在国际上的影响力。

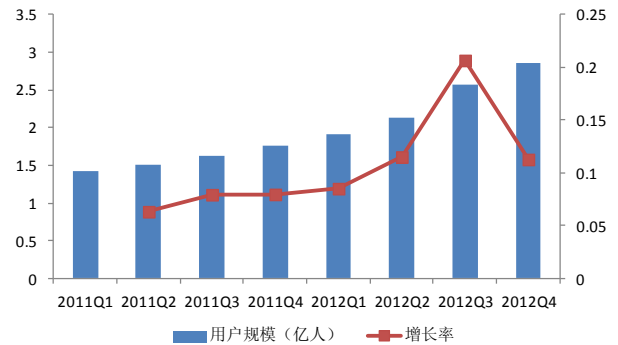
根据全球领先的移动互联网第三方数据挖掘和整合营销机构艾媒咨询(iiMedia Research)发布的《2012 中国手机游戏市场年度报告》显示，2012 年中国手机游戏市场规模达到 58.7 亿元，较 2011 年增长 79.0%。其中，2012 年中国手机网络游戏市场规模达到 21.77 亿元。截止 2012 年年底，中国手机游戏用户累计规模已达 2.86 亿，手机游戏用户规模较上一年度增长 62.5%。其中，2012 年中国手机网络游戏用户规模达到了 4,790 万，较去年同期增长 65.7%。智能手机性能的不不断提升与迅速普及，以及各种优秀手机游戏的出现为市场发展奠定了基础，手机游戏将会是中国游戏产业新的增长引擎。公司将受益这一发展的东风。

图 6: 中国手机游戏市场规模增长迅速



资料来源: 艾媒咨询, 宏源证券

图 7: 中国手机游戏用户规模增长迅速



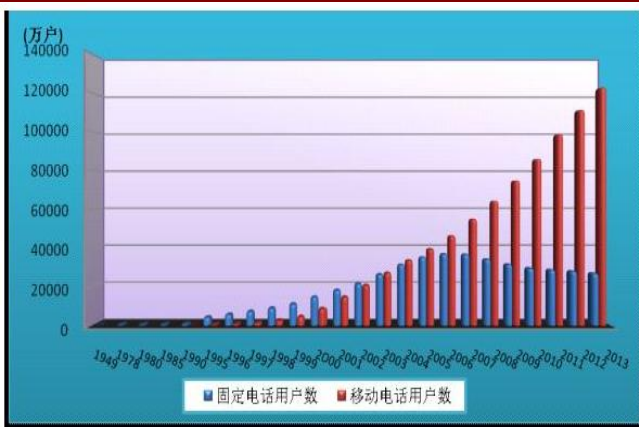
资料来源: 艾媒咨询, 宏源证券

三、移动转售: 成长空间大, 打通产业链上下游

(一) 中国移动转售市场有 100 个亿的空间

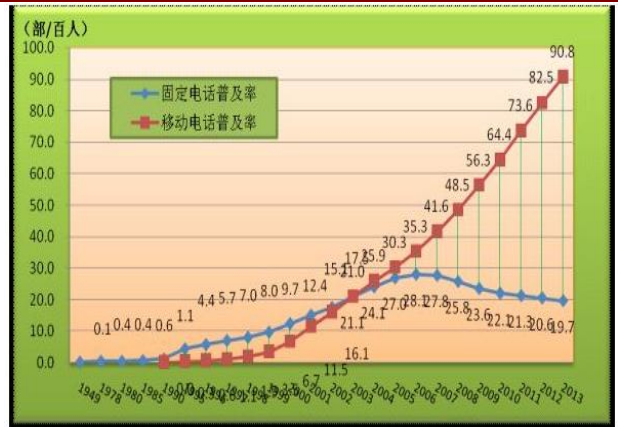
2013 年, 全国电话用户净增 10579 万户, 总数达到 14.96 亿户, 增长 7.6%, 电话普及率达 110 部/百人。其中, 移动电话用户净增 11695.8 万户, 总数达 12.29 亿户, 移动电话用户普及率达 90.8 部/百人, 比上年提高 8.3 部/百人。全国共有 8 省市的移动电话普及率超过 100 部/百人, 分别为北京、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、广东、内蒙古, 其中辽宁、江苏首次突破 100 部/百人。固定电话用户总数 2.67 亿户, 比上年减少 1116.8 万户, 普及率降低至 19.7 部/百人。

图 8: 中国电话用户数增长迅速



资料来源: 工信部, 宏源证券

图 9: 中国移动电话普及率高速增长



资料来源: 工信部, 宏源证券

宽带接入市场仍然蕴藏着巨大的商机, 接入网规模庞大、分布广泛, 普遍估计接入网的投资规模在信息网中占 50% 左右, 是信息技术产业化极其重要的部分。接入网行业带动性大, 不仅涉及系统设备、光纤/光缆/电缆、信息终端的生产制造和网络的工程施工建设, 还涉及信息服务业的发展, 它关系信息网的长远发展, 是在信息领域中需要重点发展的部分。工业和信息化部已经出台了包括《住宅区和住宅建筑内光纤到户通信设施工程设计规范》等强制性国家标准, 其中规定, “住宅区和住宅建筑内光纤到户通信设施工程设计必须满足多家电信业务经营者平等接入、用户可自由选择电信业务经营者的要求”,

已为此奠定了基础。2013年，基础电信企业固定互联网宽带接入用户净增1905.6万户，比上年净增减少612.6万户，总数达1.89亿户。其中，2M以上、4M以上和8M以上宽带接入用户占宽带用户总数的比重分别达到96.2%、78.8%、22.6%，比上年分别提高1.9、14.3、9.5个百分点。

图 10: 2002-2013 年互联网宽带接入用户发展情况



资料来源: 工信部, 宏源证券

按照国外成熟的市场，虚拟运营商平均的市场份额，5%-20%，中国保守估计有7%的市场份额，则有700个亿左右的容量，试点期间则有100个亿的市场空间，这里面的运营商包括互联网商，集团客户，渠道商。渠道商在转售业务上有望成为排头兵。

(二) 公司移动转售业务步履稳健，具有渠道优势

天音的移动转售业务帮助打通传统的销售和移动互联网的联系，促使天音进行转型，成为综合的服务商。发展包括三个阶段：一、**准备阶段**：完成自有业务支撑系统的建设，完成产品渠道品牌组织流程的建设。二、**试点阶段**：保证转售的成功，实现领先。在网络方面覆盖重点城市。三、**正式上市阶段**：建立强大的品牌认知度，确立领导品牌。

天音移动转售业务的投入和目前的进展情况是：一、已经布局和建设在金融服务和安全方面，构成了公司的一个基础的转售业务。二、**试点区域**：中国电信和中国联通，天音拿下了50个和34个试点区域，占50%的人口。三、**产品渠道的规划**：设计规划三种产品，包括传统的语音短信流量包的设计、互联网运用交叉补贴运营产品、国际漫入漫出的产品。天音已经拿到两个资源：抢注了170.com，提供全网络覆盖；同时拿下了10033。公司在渠道方面已经布局了一个互联网的入口，同时一直在专注和运营商的合作。在渠道方面的优势明显。

四、手机分销业务：线下加大投入，电子商务提供平台

(一) 公司分销业务加强与运营商合作

公司现在不是简单地做手机运营商的分销商，虽然很多产品还是和过去模式一样，从厂商到零售商，但现在分化出另一种渠道——从代理商到运营商，到营业厅，到终端客户，这样形成两个渠道，一部分进入运营商的营业厅，一部分进入社会的零售渠道。另一个变化是，运营商介入进来后，它拿出一部分补贴对自有渠道进行补贴，社会渠道也会有补贴，

所以顾客买的产品很多都带有套餐，不过这是模式发生了变化，但不是内容的变化。从结构来看，渠道商和代理商发挥影响极大，帮助厂商进行分销的责任，还要做培训、做售后服务、做供应链所有的服务，所以代理商在这种模式下，地位并没有发生变化。运营商的终端公司也是起着代理商的作用，拿到货以后一部分进入自有渠道，一部分进入社会渠道，只不过社会渠道能力不是很强，所以运营商会找一些分销商将他的社会渠道覆盖。从数据来看，几大国代商和运营商的份额是非常高的，真正厂家直供的份额非常低。代理商的核心价值在于管好自己客户和渠道。运营商的自有渠道，对于代理商是非常大的竞争，对运营商的突破，对运营商集团客户的争取都是代理商必争之地。所以代理商的核心价值在于客户服务渠道。

在运营商合作方面，天音和联通等公司都有紧密的合作。公司会加强和运营商自有渠道的合作，特别是地市运营商的合作，公司增加了 80% 的力量投入到运营商的各个地市，在人员的投资上，天音电信多投了 60%，移动多投了 100%。公司在 12 年底和 13 年初对组织进行了调整，应对运营商市场的变化将组织结构调整成 3 个业务部（移动、联通、电信），一线做整合、将电子商务布局起来、加强平台建设，通过半年的运营，到第 3 季度开始，整个效应发挥出来。

13 年公司手机分销 2900 多万台，分销业绩受影响，失在移动，失在三星。14 年公司全力以赴抓三星的合作。现在三星带了很多产品给公司代理。同时，移动给公司带来了翻天覆地的变化。今年的移动会做全面的改观。华为荣耀平台，把线下的所有荣耀、移动的销售，全部独家交给天音代理。4G 时代公司作为分销商受到的冲击较小。公司介入 4G 的产品非常早。苹果发布的 4G 产品，交给天音代理，现在的销售也非常的迅猛。

（二）B2B 模式为中小客户提供大平台，实现线上线下融合

公司会加强中小客户的 B2B 的电子商务建设，用网站把中小客户集中放在公司的平台上。13 年 7 月份，公司在安徽开通了第一个电子商务平台，现在是通过几个城市试点。网站上做促销是 24 小时经营，客户可以 24 小时下订单，可以提高效率。物流和支付模式也得到了很好的解决。此外公司积极开展电商的人才建设，加大力度外聘人才。

公司在能够通讯价值链上，做好全产业链的服务，把上下游联通起来，为上下游提供价值，降低产业链成本，提高产业链效率。B2B 的模式就是把上下游打穿，一步到位，提高效率，做大做强。公司立志做厂商平台，运营商服务平台，运营商要服务大量的末梢终端，面对几十万的终端，需要建立起强大的体系来运作，这是代理商的强项。B2B 和平台结合，可以给整个产业链一站式服务，抓住电商渠道的提升，实现线上线下结合。

五、盈利预测

预计公司 14、15 年 EPS 为 0.53、0.69，对应当前股价 PE 为 21X、16X。首次给予“买入”评级，目标价 15.8 元。

表 2: 盈利预测

单位:百万元									
利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	32590	33242	38229	42051	经营活动现金流				
YoY	35%	2%	15%	10%	净利润	-92	55	527	682
营业成本	30545	31035	35113	38498	折旧与摊销	58	35	32	29
营业税金及附加	139	142	164	180	财务费用	259	316	363	399
销售费用	1405	1433	1649	1813	非经常性/非经营性损益	30	14	14	14
管理费用	241	233	268	294	营运资金的减少	-503	-39	-302	-237
EBITDA	318	434	1068	1295	长期经营性负债的增加	0	-420	0	0
YoY	-49%	36%	146%	21%	经营活动现金流净额	-247	-39	634	888
EBIT	260	399	1036	1266	投资活动现金流				
财务费用	309	316	363	399	固定资产购建	-58	0	0	0
非经营性/经常性损益	(14)	(14)	(14)	(14)	无形资产购建	0	0	0	0
利润总和	(63)	69	659	852	非经常性或非经营性损益	-9	-14	-14	-14
所得税费用	28	14	132	170	非核心资产的减少	0	0	0	0
净利润	(92)	55	527	682	投资活动现金流量净额	-67	-14	-14	-14
YoY	-	-	854%	29%	筹资活动现金流				
少数股东损益	(69)	25	25	25	短期借款增加	-282	-758	-343	-142
归属母公司所有者净利润	(23)	30	502	657	长期借款增加	698	0	0	0
YoY	-	-	1569%	31%	股本及资本公积增加	30	0	0	0
					财务费用及红利等	-259	-316	-363	-399
					筹资活动现金流量净额	187	-1074	-707	-541
					现金及现金等价物净增加额	-127	-1128	-86	332
					现金及现金等价物期末余额	3298	2171	2084	2417
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
资产					盈利能力				
货币资金	3493	3563	4098	4507	ROE	-3.1%	1.8%	14.9%	16.2%
应收款项	1636	1669	1919	2111	净利率	-0.3%	0.2%	1.4%	1.6%
预付款项	993	1009	1142	1253	毛利率	6.3%	6.6%	8.2%	8.5%
存货	2438	2479	2806	3077	营业费用率	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
其他流动资产	259	259	259	259	管理费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
流动资产合计	8819	8979	10223	11206	财务费用率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
固定资产	349	316	286	258	资本结构				
在建工程	16	14	13	12	资产负债率	68.3%	55.4%	49.7%	47.3%
无形资产	35	34	32	30	权益乘数	3.15	3.13	3.01	2.75
非核心资产	64	64	64	64	流动资产/总资产	95.0%	95.4%	96.3%	96.9%
非流动资产合计	465	428	395	364	流动负债/总负债	93.3%	100.0%	100.0%	100.0%
资产总计	9284	9407	10618	11571	偿债能力				
负债					流动比率	1.49	1.72	1.94	2.05
短期借款	2062	2696	2974	2909	速动比率	1.08	1.25	1.41	1.49
应付款项	2802	2849	3224	3535	产权比率	2.15	1.73	1.49	1.30
预收款项	215	219	252	277	归属母公司股东权益/负债	0.34	0.42	0.51	0.61
其他应付款	138	138	138	138	营运能力				
其他流动负债	700	700	700	700	存货周转率	11.67	12.62	13.29	13.09
流动负债合计	5916	5210	5274	5469	应收账款周转率	16.33	20.12	21.31	20.87
长期借款	2	1	1	1	流动资产周转率	3.49	3.74	3.98	3.92
长期经营性负债	10	0	0	0	固定资产周转率	93.67	99.95	127.10	154.69
其他非流动负债	410	0	0	0	总资产周转率	3.33	3.56	3.82	3.79
非流动负债合计	422	1	1	1	每股和估值指标				
负债合计	6338	5211	5275	5470	EPS(元)	(0.02)	0.03	0.53	0.69
股本	947	947	947	947	BPS(元)	2.29	2.32	2.85	3.54
资本公积金	246	246	246	246	P/E(x)	-460.63	346.37	20.76	15.86
留存收益	971	1001	1503	2160	P/B(x)	4.81	4.75	3.86	3.11
归属母公司股东权益	2164	2194	2696	3352					
少数股东权益	785	810	835	860					
股东权益合计	2948	3004	3531	4212					
负债和股东权益合计	9287	9215	9806	9682					

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、有色、医药、机械、旅游、农业等行业研究组, 《新财富》2013年最佳中小市值研究机构第三名, 得分7197分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 10年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 天音控股、天马精化、天玑科技、天通股份、嘉应制药、美盛文化、科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、佳都科技、双塔食品、利亚德等。

机构销售团队

类别	姓名	电话	手机	邮箱	
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	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
机构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	北京保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。