



移动互联网生态系统雏形初具

2014. 5. 28

王聪(TMT 首席分析师)

电话: 020-88836109
邮箱: wangc_a@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310512110004

事件:

公司发布公告:子公司天音通信将于2014年5月28日召开虚拟运营品牌“天音移动”的新闻发布会,将推出其虚拟运营企业品牌“天音移动”,同期推出产品“170一起来套餐”、开通170.com业务服务网站并宣布开业放号计划。

点评:

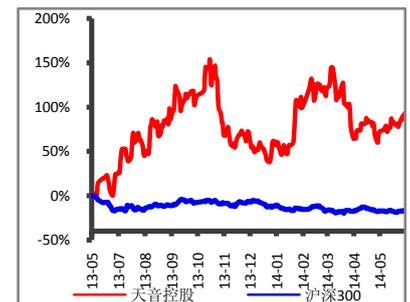
- **政策、渠道、产品、客户等生态环节齐改观,虚拟运营商或迎大发展。**在全球范围内,虚拟运营商过去的发展并不顺利;但在当前形势下,在政策、渠道、产品、终端客户等环节,均出现有利于虚拟运营商发展的趋势。**政策:**13年12月26日,工信部颁发首批移动通信转售业务运营试点资格虚拟运营商牌照,3大运营商亦公布了首批移动转售业务合作方。**渠道:**移动互联网的广泛普及,以及线下合作渠道、网点的拓展,使客户拓展/服务渠道不再成为瓶颈。**产品:**手机可承载业务已远超语音、短信,各家虚拟运营商可推出具备差异化的产品/服务。**终端客户:**客户需求的多样性、对新产品的接纳包容性增强。因此,虚拟运营商有望迎来大发展。
- **公司具备渠道、产品优势,移动互联网生态系统雏形初具。**
覆盖 84000 家手机零售门店,渠道深入乡镇一级,移动转售业务基础坚实。公司是我国最大手机分销商,在国内有 27 个分公司、171 个办事处、349 个营销服务片区,覆盖终端零售店超 84000 家;覆盖全面、深入的营销服务渠道/网点,是公司移动转售业务的坚实基础、深厚优势。
2C 客户串联/价值最大化公司资源,移动互联网生态系统雏形初具。公司已在移动互联网的入口(Opera 浏览器)、内容(塔读文学等)、应用(九九乐游、开奇商店等)布局,而移动转售用户使公司在入口、内容、应用上的布局能落地。因此,**2C 的移动转售业务与公司原有的线下渠道网点、线上布局(入口内容应用)良性互动,移动互联网生态系统雏形初具。**
- **盈利预测与估值:**预计 2014-2016 年归属母公司的净利润为 4.70 亿元、4.21 亿元和 6.61 亿元, EPS 为 0.50 元、0.44 元和 0.70 元,对应 PE 为 18、20 和 12。虚拟运营商面临长期向好发展环境,公司移动互联网生态系统雏形初具。首次覆盖,给予“谨慎推荐”评级,目标价 13.2 元。
- **风险提示:**移动转售业务推进不顺;业务协同效应不明显。

谨慎推荐(首次)

现价: 8.47
目标价: 13.2
股价空间: 56%

通信行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
天音控股	12.55	-12.5	24.82
通信	4.23	-2.27	4.45
沪深 300	-0.10	-1.03	-10.9

基本资料

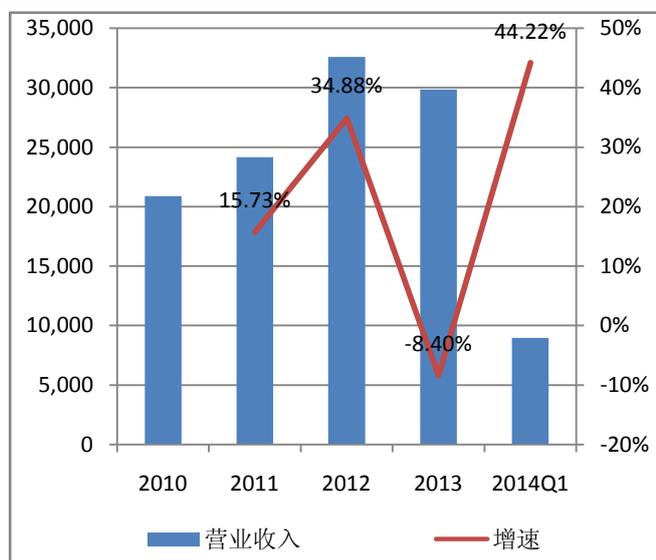
总市值(亿元)	80.2
总股本(亿股)	9.47
流通股比例	100%
资产负债率	74.85%
大股东	中国新闻发展 深圳有限公司
大股东持股比例	13.93%

相关报告



主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	29852.34	34430.25	38838.92	43275.46
同比(%)	-8.40%	15.34%	12.80%	11.42%
归属母公司净利润	27.48	469.56	420.83	661.22
同比(%)	-	1608.42%	-10.38%	57.12%
ROE(%)	0.93%	13.77%	10.33%	14.32%
每股收益(元)	0.03	0.50	0.44	0.70
P/E	217.90	17.54	19.58	12.46
P/B	2.74	2.66	2.34	1.97
EV/EBITDA	51.39	13.95	10.67	10.09

图表 1 公司近年收入 (百万元) 及增长率情况



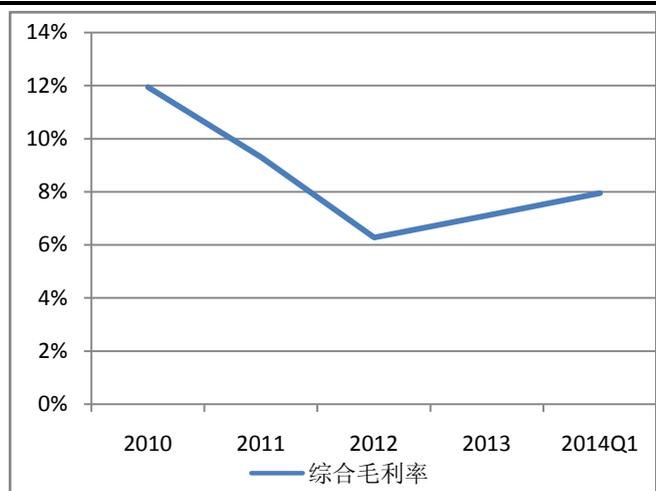
资料来源: WIND, 广证恒生

图表 2 公司近年归母净利 (百万元) 及增长率情况



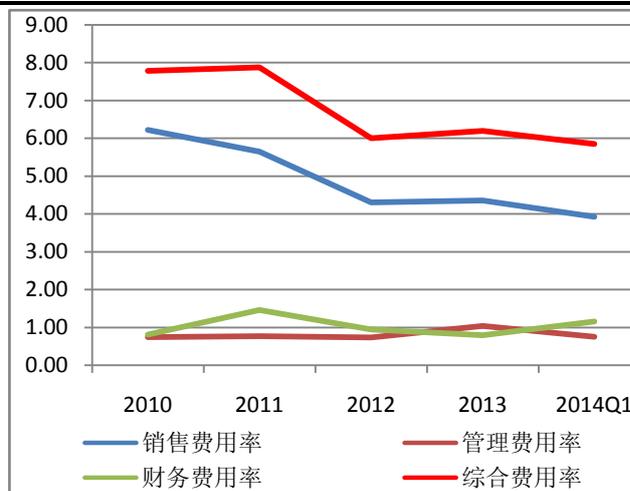
资料来源: WIND, 广证恒生

图表 3 公司综合毛利率变化情况



资料来源: WIND, 广证恒生

图表 4 公司近年三项期间费用率情况 (%)



资料来源: WIND, 广证恒生



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	11009.37	13192.42	13120.41	15515.65	经营活动现金流	522.87	-3564.22	4026.67	-2128.97
现金	3551.32	3477.46	3883.89	4327.55	净利润	-27.97	469.56	420.83	661.22
应收账款	1441.21	1662.22	1875.06	2089.25	折旧摊销	50.07	90.78	75.16	74.00
其它应收款	148.82	233.74	197.80	283.03	财务费用	238.57	344.74	400.61	457.38
预付账款	267.90	1462.77	319.86	1756.62	投资损失	-1.77	-477.00	0.00	0.00
存货	4766.04	5678.90	6043.10	6275.58	营运资金变动	-75.44	-3992.29	3130.06	-3321.58
其他	834.09	677.33	800.70	783.62	其它	339.42	0.00	0.00	0.00
非流动资产	535.82	997.42	992.82	991.52	投资活动现金流	116.64	-75.37	-70.57	-72.71
长期投资	19.76	502.70	511.26	519.00	资本支出	435.88	-289.54	31.82	50.38
固定资产	367.27	365.93	359.62	356.30	长期投资	7.62	484.10	8.15	7.62
无形资产	46.18	42.11	36.15	29.33	其他	560.13	119.19	-30.60	-14.70
其他	102.61	86.68	85.79	86.89	筹资活动现金流	-670.08	-95.78	-445.66	-517.14
资产总计	11545.19	14189.84	14113.23	16507.17	短期借款	195.00	-57.00	0.00	0.00
流动负债	8568.20	10037.38	9584.99	11377.46	长期借款	-0.25	-1.07	-0.48	-0.46
短期借款	2257.00	5861.51	2757.50	5919.98	其他	-864.83	-37.71	-445.18	-516.68
应付账款	1373.27	0.00	1078.20	313.27	现金净增加额	-30.57	-3735.37	3510.44	-2718.82
其他	4937.93	4175.87	5749.29	5144.21					
非流动负债	21.45	287.41	242.36	182.61	主要财务比率				
长期借款	1.51	0.44	-0.04	-0.50	成长能力				
其他	19.94	286.97	242.40	183.10	营业收入增长率	-8.40%	15.34%	12.80%	11.42%
负债合计	8589.66	10324.79	9827.36	11560.07	营业利润增长率	133.35%	2734.28%	-10.61%	58.59%
少数股东权益	770.84	770.84	770.84	770.84	归属于母公司净利润	-1608.42%	-10.38%	57.12%	
归属母公司股东权益	2184.70	3094.21	3515.04	4176.26	获利能力				
负债和股东权益	11545.19	14189.84	14113.23	16507.17	毛利率	7.11%	7.34%	8.47%	9.37%
					净利率	-0.09%	1.36%	1.08%	1.53%
					ROE	0.93%	13.77%	10.33%	14.32%
					ROIC	-1.05%	6.21%	8.18%	7.44%
利润表	2013	2014E	2015E	2016E	偿债能力				
营业收入	29852.34	34430.25	38838.92	43275.46	资产负债率	74.40%	72.76%	69.63%	70.03%
营业成本	27729.94	31903.94	35547.64	39222.36	净负债比率	89.96%	151.67%	64.35%	119.66%
营业税金及附加	102.74	118.49	133.66	148.93	流动比率	1.28	1.31	1.37	1.36
营业费用	1302.28	1480.50	1677.84	1895.47	速动比率	0.73	0.75	0.74	0.81
管理费用	310.51	344.30	396.16	467.37	营运能力				
财务费用	238.57	344.74	400.61	457.38	总资产周转率	2.87	2.68	2.74	2.83
资产减值损失	148.49	103.29	135.94	216.38	应收账款周转率	0.05	0.05	0.05	0.05
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	34.67	68.52	65.94	56.38
投资净收益	1.77	477.00	0.00	0.00	每股指标 (元)				
营业利润	21.59	611.99	547.07	867.57	每股收益(最新摊薄)	0.03	0.50	0.44	0.70
营业外收入	17.74	18.00	18.00	18.00	每股经营现金流(最新)	0.55	-3.76	4.25	-2.25
营业外支出	4.00	3.91	3.96	3.94	每股净资产(最新摊)	3.12	4.08	4.53	5.22
利润总额	35.33	626.08	561.11	881.63	估值比率				
所得税	63.30	156.52	140.28	220.41	P/E	217.90	17.54	19.58	12.46
净利润	-27.97	469.56	420.83	661.22	P/B	2.74	2.66	2.34	1.97
少数股东损益	-55.45	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	51.39	13.95	10.67	10.09
归属母公司净利润	27.48	469.56	420.83	661.22					
EBITDA	114.38	855.01	784.43	1092.78					
EPS (摊薄)	0.03	0.50	0.44	0.70					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



王聪 TMT 行业，首席分析师

西安交通大学网络与体系结构方向硕士。4 年中国电信工作经验，4 年证券研究经验，对通信行业有着较为丰富的实务经历及深刻见解。2013、2011 年中国证券报“金牛分析师”第一名，主要研究方向通信服务、互联网等。

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券研究所执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券研究所业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。