

# 业绩的真正爆发将从第三季度开始

## 天音控股 2010 年中报预增点评

### 报告关键点:

- 中报业绩预增300%-350%，预计EPS在0.17元到0.18元；
- 二季度是传统的销售淡季，所以净利润环比有所下降；
- 随着销售旺季的到来和运营商竞争的加剧，天音的业绩在三、四季度将会爆发；
- 虽然3G智能手机今年占比还很小，但对利润影响大。

### 报告摘要:

- 业绩预增:** 今天晚间天音控股发布2010年中报业绩预增公告，净利润预增300%-350%，达到15160万元-17055万元。我们预计EPS在0.17元到0.18元。由于天音控股一季度EPS为0.10元，所以二季度EPS为0.07-0.08元；第二季度是手机销售传统的淡季，所以净利润的环比下降在预料之中，但同比却增加了600%多。
- 运营商的3G竞争从7月开始已日趋激烈化:** (1) 随着诺基亚5235近日上市，联通首批千元3G智能手机已全部上市。为配合此次千元智能手机上市，联通推出了“预存话费送手机”和“购手机入网送话费”两种合约计划。其中，“预存话费送手机”合约计划只在联通自有营业厅销售，“购手机入网送话费”在联通的自有营业厅和社会渠道同时销售。补贴力度最高达40%。与此同时，针对普通定制终端用户和自备机入网用户的补贴计划也已于7月推出。(2) 6月底中国电信也表示其补贴成本资源将向3G销售倾斜，3G补贴标准将高于2G补贴标准10个百分点；并将采用终端补贴券和话费补贴券两种优惠方式，解决自有渠道和社会渠道补贴政策一致性的问题。(3) 中国移动2009年在3G方面的补贴金额是120亿元，今年将达到150亿元。而除了用户补贴外，中国移动同时还将实施话费优惠政策。截止到5月底，中国移动已推出405款TD终端。
- 天音的业绩在三、四季度将会爆发:** 首先，三、四季度历来就是天音的销售旺季，业绩本来就远远超过上半年。其次，由于竞争的日趋激烈，运营商加大手机补贴范围和力度，并增加手机补贴的渠道；这等于是运营商对3G手机进行促销，将大大加快手机渠道商的存货周转速度并降低渠道商的销售折扣，势必提高渠道销售商的毛利率。再加上，在3G时代，不同的机型对应的是三种不同制式的网络；卖出一个手机的同时，渠道商就为一个运营商争取到了一个客户，弱势运营商将因此而给予渠道商销售补贴。市场上存在一种疑虑：3G需求在今年还不会爆发，所以3G智能手机的销量也许只能占到手机总销量的10%左右，对天音整体盈利的影响会有那么大吗？答案是肯定的。因为销售一部低端手机经销商也许只能挣20元，而销售一部高端3G智能手机经销商却能挣100-200元。因此，虽然智能手机的销售占比还不高，但对天音盈利的影响却很大。

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16,309.7	17,421.4	20,905.7	23,414.4	25,053.4
Growth(%)	6.0%	6.8%	20.0%	12.0%	7.0%
净利润	138.7	284.6	541.0	922.9	1,143.2
Growth(%)	-43.5%	105.2%	90.1%	70.6%	23.9%
毛利率(%)	9.8%	11.2%	17.5%	19.0%	19.5%
净利润率(%)	0.9%	1.6%	2.6%	3.9%	4.6%
每股收益(元)	0.15	0.30	0.57	0.98	1.21
每股净资产(元)	2.25	2.63	3.39	4.69	6.31
市盈率	104.8	51.1	26.9	15.7	12.7
市净率	6.8	5.8	4.5	3.3	2.4
净资产收益率(%)	8.9%	14.6%	22.5%	27.7%	25.6%
ROIC(%)	42.1%	52.9%	-219.3%	81.2%	240.6%
EV/EBITDA	30.0	21.7	12.7	6.9	4.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

22.80 元

期限:

6 个月 上次预测: 22.80 元

现价: 15.36 元

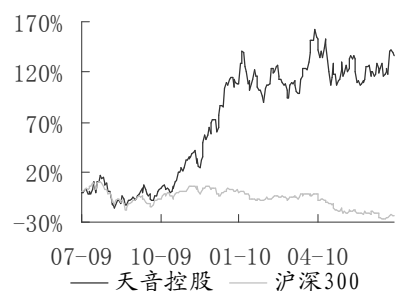
报告日期:

2010-07-14

### 市场数据

总市值(百万元)	14,544.40
流通市值(百万元)	14,543.43
总股本(百万股)	946.90
流通股本(百万股)	946.84
12 个月最高/最低	5.37/17.53 元
十大流通股东(%)	53.68%
股东户数	56,056

### 12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.67	12.34	159.85
绝对收益	4.85	(9.70)	136.66

### 研究员

黄文戈

行业分析师

010-66581635  
证书编号

huangwg@essence.com.cn  
S1450210030004

### 前期研究成果

- 爱施德下周上市对天音控股的影响  
2010-05-27
- 天音控股: 毛利率的提升才刚开始  
2010-05-10
- 天音控股价值发现的内在逻辑  
2010-01-02

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-14

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>16,309.7</b>	<b>17,421.4</b>	<b>20,905.7</b>	<b>23,414.4</b>	<b>25,053.4</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	14,711.3	15,462.2	17,247.2	18,965.7	20,168.0	营业收入增长率	6.0%	6.8%	20.0%	12.0%	7.0%
营业税费	69.1	71.0	83.6	93.7	100.2	营业利润增长率	-42.7%	89.9%	104.2%	70.9%	23.7%
销售费用	928.1	1,024.2	1,128.9	1,170.7	1,202.6	净利润增长率	-43.5%	105.2%	90.1%	70.6%	23.9%
管理费用	142.4	158.4	167.2	175.6	187.9	EBITDA 增长率	-21.2%	22.8%	90.7%	60.0%	21.4%
财务费用	203.3	84.4	87.3	62.0	41.8	EBIT 增长率	-22.8%	22.1%	88.5%	62.3%	21.6%
资产减值损失	12.2	267.3	1,255.5	1,347.6	1,374.4	NOPLAT 增长率	-21.8%	14.4%	76.0%	62.1%	21.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-8.9%	-142.4%	-538.0%	-58.9%	-166.3%
投资和汇兑收益	-2.0	104.3	-	-	-	净资产增长率	8.8%	17.1%	28.9%	38.3%	34.3%
<b>营业利润</b>	<b>241.4</b>	<b>458.2</b>	<b>935.9</b>	<b>1,599.2</b>	<b>1,978.5</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-0.4	1.8	1.0	-1.0	1.0	毛利率	9.8%	11.2%	17.5%	19.0%	19.5%
<b>利润总额</b>	<b>240.9</b>	<b>460.0</b>	<b>936.9</b>	<b>1,598.2</b>	<b>1,979.5</b>	营业利润率	1.5%	2.6%	4.5%	6.8%	7.9%
减: 所得税	52.5	96.4	215.5	367.6	455.3	净利润率	0.9%	1.6%	2.6%	3.9%	4.6%
<b>净利润</b>	<b>138.7</b>	<b>284.6</b>	<b>541.0</b>	<b>922.9</b>	<b>1,143.2</b>	EBITDA/营业收入	2.8%	3.3%	5.2%	7.4%	8.4%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.1%</b>	<b>4.9%</b>	<b>7.1%</b>	<b>8.1%</b>
货币资金	2,272.3	3,243.6	6,495.2	9,239.8	12,452.5	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	3	6	7	7	7
应收帐款	911.8	1,346.0	1,099.7	1,231.7	1,317.9	流动营业资本周转天数	11	-5	2	10	-6
应收票据	152.3	253.4	286.4	320.7	343.2	流动资产周转天数	122	139	152	163	181
预付帐款	367.4	788.9	875.2	970.0	1,070.8	应收帐款周转天数	20	20	19	16	16
存货	1,796.3	2,305.8	816.5	-299.3	-1,511.8	存货周转天数	40	46	41	37	37
其他流动资产	0.0	52.0	52.0	52.0	52.0	总资产周转天数	132	151	161	170	189
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	20	5	10	17	2
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	105.9	1.0	-	-	-	ROE	8.9%	14.6%	22.5%	27.7%	25.6%
投资性房地产	3.7	3.5	-	-	-	ROA	3.1%	4.3%	7.1%	10.2%	10.7%
固定资产	214.7	385.7	422.7	454.3	473.7	ROIC	42.1%	52.9%	-219.3%	81.2%	240.6%
在建工程	112.7	3.9	2.9	2.4	2.0	<b>费用率</b>					
无形资产	34.1	35.0	32.8	30.7	28.7	销售费用率	5.7%	5.9%	5.4%	5.0%	4.8%
其他非流动资产	88.0	112.8	35.6	36.0	36.2	管理费用率	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>资产总额</b>	<b>6,059.2</b>	<b>8,535.3</b>	<b>10,119.0</b>	<b>12,038.2</b>	<b>14,265.3</b>	财务费用率	1.2%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%
短期债务	961.0	320.0	3,071.6	3,456.6	3,938.5	三费/营业收入	7.8%	7.3%	6.6%	6.0%	5.7%
应付帐款	434.1	393.1	448.9	493.6	524.9	<b>偿债能力</b>					
应付票据	2,265.1	4,348.4	2,362.6	2,598.0	2,762.7	资产负债率	64.9%	70.8%	68.3%	63.1%	58.2%
其他流动负债	160.6	127.9	186.4	209.8	234.8	负债权益比	185.0%	242.8%	215.2%	171.1%	139.2%
长期借款	74.8	101.1	101.1	101.1	101.1	流动比率	1.43	1.35	1.42	1.54	1.68
其他非流动负债	22.6	21.4	21.4	21.4	21.4	速动比率	0.93	0.92	1.08	1.21	1.35
<b>负债总额</b>	<b>3,933.1</b>	<b>6,045.7</b>	<b>6,908.8</b>	<b>7,597.4</b>	<b>8,300.3</b>	利息保障倍数	2.19	6.43	11.72	26.81	48.29
<b>少数股东权益</b>	<b>583.4</b>	<b>662.4</b>	<b>842.8</b>	<b>1,150.4</b>	<b>1,531.5</b>	<b>分红指标</b>					
股本	950.5	946.9	946.0	946.0	946.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	604.6	880.4	1,421.4	2,344.3	3,487.5	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>2,126.0</b>	<b>2,489.7</b>	<b>3,210.2</b>	<b>4,440.7</b>	<b>5,965.0</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	188.4	363.6	541.0	922.9	1,143.2	EPS(元)	0.15	0.30	0.57	0.98	1.21
加: 折旧和摊销	26.4	37.0	60.6	72.5	84.5	BVPS(元)	2.25	2.63	3.39	4.69	6.31
资产减值准备	12.2	128.7	1,255.5	1,347.6	1,374.4	PE(X)	104.8	51.1	26.9	15.7	12.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.8	5.8	4.5	3.3	2.4
财务费用	153.2	182.5	90.8	87.3	62.0	P/FCF	24.8	16.5	10.8	6.5	5.4
投资收益	2.0	-104.3	-	-	-	P/S	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
少数股东损益	49.7	79.0	180.3	307.6	381.1	EV/EBITDA	30.0	21.7	12.7	6.9	4.6
营运资金的变动	129.0	1,117.8	-1,460.2	-189.1	-150.2	CAGR(%)	86.9%	61.2%	32.6%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>546.2</b>	<b>975.2</b>	<b>664.6</b>	<b>2,523.6</b>	<b>2,874.8</b>	PEG	1.2	0.8	0.8	-0.2	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-157.9</b>	<b>14.8</b>	<b>-100.6</b>	<b>-102.1</b>	<b>-102.1</b>	ROIC/WACC	4.7	5.9	-24.6	9.1	27.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>196.8</b>	<b>-652.7</b>	<b>2,656.4</b>	<b>323.1</b>	<b>440.0</b>	REP	3.5	-5.8	-0.4	2.0	-0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

黄文戈，电信和互联网行业分析师，中欧国际工商学院 MBA。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyve@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034