

# 一款手机 1.5 个亿

## 天音控股 2010 年中报点评

### 报告关键点:

- 2季度毛利率下降很大主要源于会计因素,也跟销售淡季和移动补贴下降有关;
- 情景分析显示,天音每多包销一款好的3G智能手机,就能多创造约1.5亿元的利润;
- 明年增长可能超100%、再加上移动互联网概念,公司估值还有很大的提升空间。

### 报告摘要:

- 上半年业绩回顾:** 2010年上半年,公司实现营业收入105.9亿元,同比增长50.49%;实现净利润1.66亿元,同比增长337.5%;EPS为0.18元。公司收入的增长主要源于国内经济的持续复苏和手机消费的升级;公司利润的高增长主要源于销售毛利率的上升,系公司加大高端产品结构的调整力度所致。
- 2季度业绩分析:** 由于会计政策的调整,使得公司2季度毛利率看起来比1季度低了很多;但如果我们排除掉会计因素的影响,2季度的毛利率实际上只比1季度下降了1.5-2个百分点。这—是因为2季度是传统的手机销售淡季,二是因为中移动的补贴在2季度有所下降(由于缺乏好的TD手机终端)。
- 一款手机1.5个亿:** 为了简化分析,我们先来看看包销一款好的3G智能手机对天音利润的影响。假设天音每月销售该款手机5万部,那么—年就是60万部。假设手机的价格是3000元,如果运营商补贴1500元话费,那么本来买2000元手机的人就会买得起3000元的3G智能手机;这就会带来6亿元的新增收入。假设2000元手机的毛利率为15%,3000元手机的毛利率为18%,那么新增毛利就有1.44亿元。再假设运营商为获得每个用户平均支付100元的销售佣金,那么60万用户就对应着6000万元。也就是说如果不考虑销售成本,天音包销—款好的3G智能手机就能获得约2亿元的新增营业利润、约1.5亿元的净利润。由于三大运营商在2011年每家拿出两款3G智能手机让天音包销是一个并不激进的估计,因此按前面的假设,六款手机就能给天音带来约9亿元的净利润。而2010年天音的净利润只有5.5亿元左右,那么天音2011年实现100%的业绩增长可预期。
- 移动互联网即将启动:** 关于天音参股新华社和中移动的合资移动搜索公司,我们判断是一个大概率事件。除了因为新华社是天音的大股东之外,由于手机终端内置是移动增值服务商(SP)主要的营销手段和运营成本,而天音可以直接在定制手机时内置自己的增值服务平台,并且每年都可以直接面对3000多万新的手机用户,这使得天音在移动增值业务上具有天生的成本和渠道优势。虽然该业务在短期内还很难为公司贡献较大的利润,但却可以提升公司的估值水平。
- 盈利预测和估值:** 3、4季度是手机的销售旺季;我们预计天音2010年的EPS约为0.57元。由于公司2011年很可能会有超过100%的增长,再加上移动互联网概念带来的估值溢价,我们之前给予公司40倍的动态市盈率现在看来明显是偏低了,但我们暂不上调公司的目标价。

### 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	0.97	1.21
每股净资产(元)	2.25	2.63	3.39	4.69	6.30
市盈率	127.1	61.9	32.6	19.1	15.4
市净率	8.3	7.1	5.5	4.0	3.0
净资产收益率(%)	8.9%	14.6%	22.5%	27.7%	25.5%
ROIC(%)	42.1%	52.9%	-219.3%	81.2%	240.6%
EV/EBITDA	36.7	27.2	15.5	8.6	6.1
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:

3 个月 上次预测: 22.80 元

现价: 18.62 元

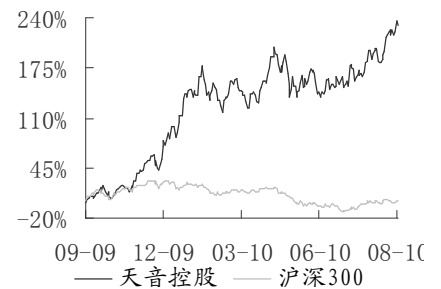
报告日期:

2010-09-01

### 市场数据

总市值(百万元)	17,631.30
流通市值(百万元)	17,630.10
总股本(百万股)	946.90
流通股本(百万股)	946.84
12 个月最高/最低	5.51/19.29 元
十大流通股东(%)	52.41%
股东户数	60,624

### 12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.10	31.11	228.63
绝对收益	11.30	36.91	230.72

### 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

天音控股: 一叶知秋

2010-08-12

天音控股: 毛利率将上升的真正原因

2010-08-02

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

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-8-31

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%	29.0%	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	6,496.1	9,240.7	12,453.4	<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%	25.5%
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>10,119.9</b>	<b>12,039.1</b>	<b>14,266.2</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%	171.0%	139.1%
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	48.31
<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	946.9	946.9	946.9	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>3,211.1</b>	<b>4,441.7</b>	<b>5,965.9</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	0.97	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	6.30
资产减值准备	12.2	128.7	1,255.5	1,347.6	1,374.4	PE(X)	127.1	61.9	32.6	19.1	15.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.3	7.1	5.5	4.0	3.0
财务费用	153.2	182.5	90.8	87.3	62.0	P/FCF	30.1	19.9	13.1	7.9	6.5
投资收益	2.0	-104.3	-	-	-	P/S	1.1	1.0	0.8	0.8	0.7
少数股东损益	49.7	79.0	180.3	307.6	381.1	EV/EBITDA	36.7	27.2	15.5	8.6	6.1
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	1.5	1.0	1.0	-0.2	-0.2
<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	4.6	5.8	-24.2	9.0	26.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>196.8</b>	<b>-652.7</b>	<b>2,657.3</b>	<b>323.1</b>	<b>440.0</b>	REP	4.3	-7.4	-0.4	2.6	-1.1

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

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@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
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@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
律焯	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@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

## 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