

# 中移动的“纠结”和可能的选择

## 天音控股 2010 年 3 季报点评

### 报告关键点:

- 公司3季报业绩大幅低于预期,源于移动减少补贴导致降价抛售TD手机存货;
- 移动当前非常“纠结”,移动未来的策略将影响天音的盈利预期;
- 公司未来几个月在移动互联网上的进展,将可能带来交易性机会。

### 报告摘要:

- 3 季报业绩回顾:** 今年第3季度,公司实现营业收入58.38亿元,同比增长6.7%;实现净利润6006万元,同比下降61.56%;EPS为0.06元,大幅低于市场预期。业绩大幅低于预期的主要原因是毛利率下降很大,只有8.3%,创历史新低。据了解,原因是中移动在第三季度大大降低了TD手机的补贴力度,使得公司不得不降价抛售TD手机存货;由于TD手机存货多为三星手机,而韩系手机实行的是不保价的策略,从而给公司带来较大亏损。
- 移动减少补贴的原因:** 中移动在3G发展上的犹豫导致了补贴力度的下降。由于TD-SCDMA无论是网络建设还是手机终端都远远落后于联通的WCDMA,虽然中移动肩负着发展TD的国家重任,但巧妇难为无米之炊,不是增加补贴就能解决的问题。因此,中移动唯一的策略就是尽快上TD-LTE,使得大家站在同一条起跑线上;而在上TD-LTE之前,那是能拖就拖,尽量减少中高端用户的流失。
- 移动最终可能的选择:** 但TD-LTE的网络、尤其是手机终端距离真正的规模商用还差得很远,无论中移动再快推进,这之前都至少还有2-3年的“真空期”。而在这真空期内,人总还是要换手机的。明年1000元以上的手机几乎将全都是3G智能手机,2G手机会越来越来。虽然有很大比例的用户购买了WCDMA手机,仍然会使用中移动的GSM网络;但今年3G智能手机的市场占比仅为10%左右,明年会到30%,2012年会达到50%。如果我们假设购买WCDMA手机但继续使用中移动GSM网络的用户比例是相对固定的,那么随着购买WCDMA手机的用户成倍地增长,联通的3G用户数在明后年必将大幅增长,这会给移动带来很大的压力。另一方面,智能手机使得人们有了更大的下载各类应用和移动上网的需求,智能手机的日渐普及导致了中移动数据流量在今年大幅上升;而数据业务流量的增加占据了2G网络大部分资源,导致中移动原本领先的2G网络出现问题。随着明年成倍增长的智能手机用户,移动2G网络的压力会越来越大,从而可能引发网络质量的大幅下降,导致更多的用户因选择优质的网络而转投联通。因此,综合以上两个因素,移动面对联通对用户的争夺,最终的选择很可能是不得不加快TD终端的发展、并加大补贴的力度。因此从中长期看,天音无疑将受益于运营商的竞争。不过转折点出现的时间,还有待进一步跟踪观察。
- 移动互联网:** 未来几个月,公司在朝移动互联网转型方面很可能会有较大的动作,从而带来交易性机会。

### 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	103.1	50.2	26.4	15.5	12.5
市净率	6.7	5.7	4.5	3.2	2.4
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	29.5	21.3	12.5	6.7	4.5
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

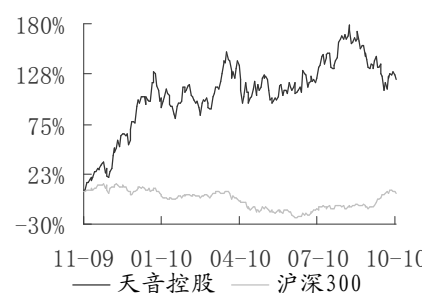
现价: 15.10 元

**报告日期:**
**2010-10-30**

### 市场数据

总市值(百万元)	14,298.21
流通市值(百万元)	14,297.23
总股本(百万股)	946.90
流通股本(百万股)	946.84
12 个月最高/最低	6.65/19.49 元
十大流通股东(%)	53.34%
股东户数	66,714

### 12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(23.18)	(27.56)	119.03
绝对收益	(8.04)	(9.74)	122.07

### 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: 一款手机 1.5 个亿  
2010-09-02
- 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

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-30

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)	103.1	50.2	26.4	15.5	12.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.7	5.7	4.5	3.2	2.4
财务费用	153.2	182.5	90.8	87.3	62.0	P/FCF	24.4	16.2	10.6	6.4	5.3
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	29.5	21.3	12.5	6.7	4.5
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	6.0	-24.7	9.1	27.1
<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	3.4	-5.7	-0.3	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

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