

虚拟运营上线，三大业务互相促进

买入 维持

目标价格：暂无

事件：

公司发布2013年年报，报告期内实现营业收入298.52亿元，同比下降8.4%；实现归属于上市公司股东的净利润2748.49万元，扭亏为盈。

报告摘要：

打照职业管理团队，重点聚焦明星终端产品。公司从Dell、腾讯等高薪引入高级职业经理人，强化管理水平；同时加强对明星终端产品的代理权获取。尽管面临电商和运营商渠道的压力，但我们预计，公司2014年主业将得到强化，推动公司业绩提升。

获得虚拟运营资格，取得客户获取能力，将成为“推+拉”双向的移动互联入口平台。移动互联网入口普遍采用“推”的方式，以杀手级应用吸引用户，成为入口。公司目前拥有内容和入口等移动互联业务，未来虚拟运营商上线后，还可以利用号码资源和资费套餐等手段，主动绑定用户，实现“拉”的方式，以此获得更加稳固的用户资源。我们预计，未来公司将打造并拥有高价值的移动互联入口资源。

虚拟运营商业、终端分销、移动互联将相互加强和融合。强大的线下渠道将非常有利于发展虚拟运营商业，而虚拟运营商业也将利用资费套餐等手段对公司的终端分销业务有极大强化。结合虚拟运营商+移动互联网的“推+拉”的入口模式，公司三大业务将相互加强。

盈利预测。我们预测2014/15/16年公司营业收入分别为314.06亿/334.06亿/355.63亿元，修正之前对2014Q1业绩预测的偏差后，净利润分别为4.57亿/5.35亿/6.88亿元，EPS分别为0.48/0.56/0.73元。维持买入评级。

风险：分销业务不达预期；移动转售市场竞争过于激烈；移动互联业务发展缓慢。

通信研究组

分析师：

赵国栋(S1180513050002)

电话：010-88085901

Email: zhaoguodong@hysec.com

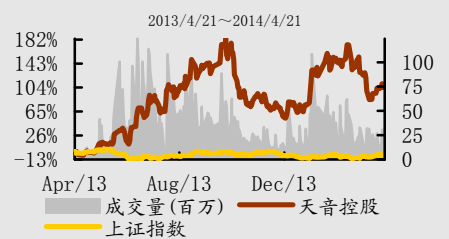
研究助理：

顾海波

电话：010-88085223

Email: guhaibo@hysec.com

市场表现



相关研究

《天音控股：一季报大幅增长，主业表现强劲》

2014/4/14

《天音控股：团队补强，迎接移动转售大机遇》

2014/3/6

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	32,590.38	29,852.34	31,405.93	33,406.40	35,562.68
增长率(%)	34.88	-8.40	5.20	6.37	6.45
归母净利润(百万)	-22.61	30.00	457.02	534.62	688.48
增长率(%)	89.59	232.67	1423.39	16.98	28.78
每股收益	-0.02	0.03	0.48	0.56	0.73
市盈率	-340.03	279.75	16.82	14.38	11.17

图 1: 财务三张表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	24,162	32,590	29,852	31,405.93	33,406.40	35,562.68
增长率		34.9%	-8.4%	5.2%	6.4%	6.5%
主营业务成本	-21,912	-30,545	-27,730	-29,237	-30,881	-32,863
% 销售收入	90.7%	93.7%	92.9%	93.1%	92.4%	91.8%
毛利	2,250	2,046	2,122	2,169	2,545	2,899
% 销售收入	9.3%	6.3%	7.1%	6.9%	7.6%	8.2%
营业税金及附加	-117	-139	-103	-109	-116	-124
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-1,368	-1,405	-1,302	-1,413	-1,403	-1,494
% 销售收入	5.7%	4.3%	4.4%	4.5%	4.2%	4.2%
管理费用	-187	-241	-311	-330	-351	-373
% 销售收入	0.8%	0.7%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
息税前利润 (EBIT)	580	280	407	317	675	909
% 销售收入	2.4%	0.8%	1.4%	1.0%	2.0%	2.6%
财务费用	-352	-309	-239	-81	-35	-52
% 销售收入	1.5%	0.9%	0.8%	0.3%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-98	-20	-148	-129	-8	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	5	2	480	0	0
% 税前利润	n.a	-7.4%	5.0%	79.8%	0.0%	0.0%
营业利润	132	-85	22	587	632	848
营业利润率	0.5%	n.a	0.1%	1.9%	1.9%	2.4%
营业外收支	-15	1	14	15	15	15
税前利润	117	-83	35	602	647	863
利润率	0.5%	n.a	0.1%	1.9%	1.9%	2.4%
所得税	-51	-28	-83	-25	-19	-30
所得税率	43.9%	n.a	179.2%	4.1%	3.0%	3.4%
净利润	66	-92	-28	577	628	833
少数股东损益	15	-69	-55	120	94	145
归属于母公司的净利润	51	-23	27	457	535	688
净利率	0.2%	n.a	0.1%	1.5%	1.6%	1.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	66	-92	-28	577	628	833
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	137	78	199	165	45	46
非经营收益	191	289	183	-344	89	109
营运资金变动	-461	-503	189	-45	-760	-153
经营活动现金流净额	-67	-247	523	352	2	836
资本开支	-10	-57	-80	-14	-1	-1
投资	0	-10	223	0	-52	0
其他	0	0	-22	480	0	0
投资活动现金流净额	-10	-67	121	466	-52	-1
股权募资	15	30	35	0	0	0
债权募资	1,241	416	195	-718	308	-557
其他	97	-259	-900	-151	-104	-124
筹资活动现金流净额	1,353	187	-670	-869	204	-681
现金净流量	1,276	-127	-26	-51	154	154

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	3,687	3,493	3,551	3,348	3,500	3,654
应收账款	2,357	1,636	1,791	2,895	3,080	3,279
存货	2,797	2,438	4,768	4,005	4,228	4,474
其他流动资产	1,032	1,251	901	587	1,238	1,309
流动资产	9,882	8,819	11,009	10,833	12,044	12,715
% 总资产	95.5%	95.0%	95.4%	96.2%	96.3%	96.7%
长期投资	18	28	36	0	52	52
固定资产	358	365	368	349	325	301
% 总资产	3.5%	3.9%	3.2%	3.1%	2.6%	2.3%
无形资产	47	43	75	79	82	85
非流动资产	467	465	533	431	461	440
% 总资产	4.5%	5.0%	4.6%	3.8%	3.7%	3.3%
资产总计	10,319	9,284	11,542	11,264	12,505	13,155
短期借款	2,307	2,082	2,857	1,538	1,845	1,318
应付账款	4,730	3,064	5,781	5,972	6,305	6,675
其他流动负债	-174	794	134	92	64	191
流动负债	6,863	5,921	8,573	7,603	8,215	8,184
长期贷款	39	2	2	2	3	5
其他长期负债	421	420	20	32	32	0
负债	7,323	6,343	8,594	7,636	8,249	8,189
普通股股东权益	2,187	2,164	2,185	3,590	4,124	4,690
少数股东权益	824	785	771	0	94	238
负债股东权益合计	10,333	9,291	11,549	11,226	12,467	13,117

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.054	-0.024	0.029	0.483	0.565	0.727
每股净资产	2.309	2.285	2.307	3.791	4.358	4.953
每股经营现金净流	-0.071	-0.261	0.552	0.372	0.002	0.883
每股股利	0.000	0.150	0.000	0.000	0.000	0.130
回报率						
净资产收益率	2.32%	-1.04%	1.26%	12.73%	12.96%	14.68%
总资产收益率	0.49%	-0.24%	0.24%	4.07%	4.29%	5.25%
投入资本收益率	6.07%	7.51%	-5.74%	5.92%	10.80%	14.04%
增长率						
主营业务收入增长率	15.73%	34.88%	-8.40%	43.98%	6.37%	6.45%
EBIT增长率	-39.01%	-55.16%	56.42%	59.34%	113.20%	34.58%
净利润增长率	-83.69%	-144.63%	-221.55%	0.86%	16.98%	28.78%
总资产增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.7	15.6	17.6	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	46.6	29.1	62.7	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	7.0	2.7	18.1	13.0	13.0	13.0
固定资产周转天数	5.2	3.9	4.5	4.0	3.4	3.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.87%	-48.47%	-30.20%	-50.31%	-39.17%	-47.31%
EBIT利息保障倍数	1.6	0.8	1.7	3.9	19.5	17.6
资产负债率	70.87%	68.27%	74.41%	68.02%	66.17%	62.43%

资料来源: 宏源证券

作者简介:

赵国栋: 中国计算机学会会员、广东省应急产业协会专家会员、宏源证券研究所高级分析师、拥有 15 年的信息产业工作背景，曾获工信部颁发的计算机信息系统集成高级项目经理资质、国际信息系统审计协会 (ISACA) 会员。在移动互联网、云计算、大数据等新兴领域拥有深刻、独到的见解。代表作:《大数据时代的历史机遇》一书。

顾海波: 宏源证券研究所通信行业分析师，毕业于华中科技大学，计算机软件与理论博士学位；在国内 IT 领军企业神州数码工作多年，任职技术总监兼售前总监，为国内金融、电信行业客户提供 IT 系统规划、设计、项目管理咨询、系统开发等工作。中科院计算机工程类高级工程师，中科院研究生院计算与通信学院外聘导师。

机构销售团队

		姓名	手机号	手机号	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
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@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
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@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。