

毛利率将上升的真正原因

天音控股投资逻辑再梳理

报告关键点:

- 运营对消费者的资费补贴将大幅提升中高端手机的市场占比,而中高端手机的毛利率远高于低端手机;
- 中高端手机占比的上升同时将带来渠道商收入的增加和销售费用率的下降;
- 运营商的销售补贴对渠道商而言将是锦上添花。

报告摘要:

- 总的逻辑:** 之前我们对天音控股投资逻辑的分析不够清楚,市场上也存在较多误读。从根本上说,天音控股将受益于三种不同3G制式的竞争。电信重组以后,三大移动运营商三种不同制式网络的竞争会日趋激烈;为了争取用户,运营商一方面会加大对用户的补贴,另一方面会对手机销售渠道更加依赖。因此,天音控股一方面会受益于运营商对消费者的资费补贴,我们把这看作是运营商对渠道商间接的“暗补”;另一方面会受益于运营商给予渠道商的销售补贴,我们把这看作是运营商对渠道商直接的“明补”。
- 中高端手机占比的上升会带来毛利率的提升:** 本来只买得起1500元手机的人,因为有了运营商1500元的资费补贴,就会买得起3000元的3G触摸屏智能手机。这意味着随着3G用户的剧增,中高端手机的市场占比会迅速上升。众所周知,同其它消费品一样,渠道商销售中高端手机的毛利率远远高于销售低端手机的毛利率。因此,中高端手机销售占比的上升将带来天音控股整体毛利率的上升。
- 资费补贴会带来收入的增加和销售费用率的下降:** 中高端手机销售占比的上升还会直接带来渠道商销售收入的上升。而且,上述销售收入的上升是因为手机销售均价的系统性上升,并不是因为手机销售数量的增加;因此,公司并不需要增加更多的促销人员和额外的促销手段。这意味着,新增收入几乎不用增加销售费用,所以整体销售费用率会下降。
- 运营商的销售补贴将是锦上添花:** 在3G时代运营商更多地需要依靠渠道商来争取客户,为了在竞争中胜出必然要给予渠道商一定的利益,或者说叫销售补贴。运营商对渠道商的销售补贴可能有两种形式:一种形式是运营商直接给予渠道商销售补贴,就像从去年开始中国移动一直在做的那样;另一种形式是运营商给予渠道商话费分成,如果运营商的现金流较为紧张的话。
- 敏感性分析:** 由于运营商对渠道商进行销售补贴的力度和可持续性具有很大的不确定性,而其它动态因素又很难测算,因此我们只是就3G智能手机的市场占比和中高端手机跟低端手机的毛利率差异进行较为粗略的敏感性分析。分析显示,运营商资费补贴导致中高端手机销售占比上升而带来的毛利率提升,对天音控股净利润率影响的弹性非常大,因为天音控股本来的净利润率很低。

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	114.2	55.7	29.3	17.1	13.8
市净率	7.5	6.4	4.9	3.6	2.7
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	32.9	24.0	13.9	7.6	5.2
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

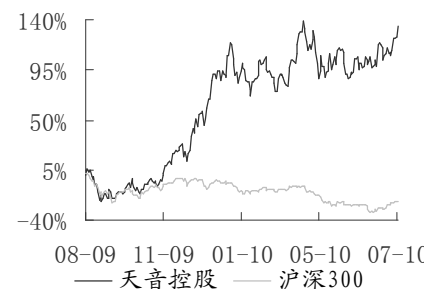
现价: 16.73 元

报告日期: 2010-08-01

市场数据

总市值(百万元)	15,841.66
流通市值(百万元)	15,840.60
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(%)	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	(0.38)	31.79	157.48
绝对收益	13.19	25.32	134.30

研究员

黄文戈
行业分析师

010-66581635

huangwg@essence.com.cn

证书编号

S1450210030004

前期研究成果

天音控股: 业绩的真正爆发将从第三季度开始

2010-07-15

爱施德下周上市对天音控股的影响

2010-05-27

天音控股: 毛利率的提升才刚刚开始

2010-05-10

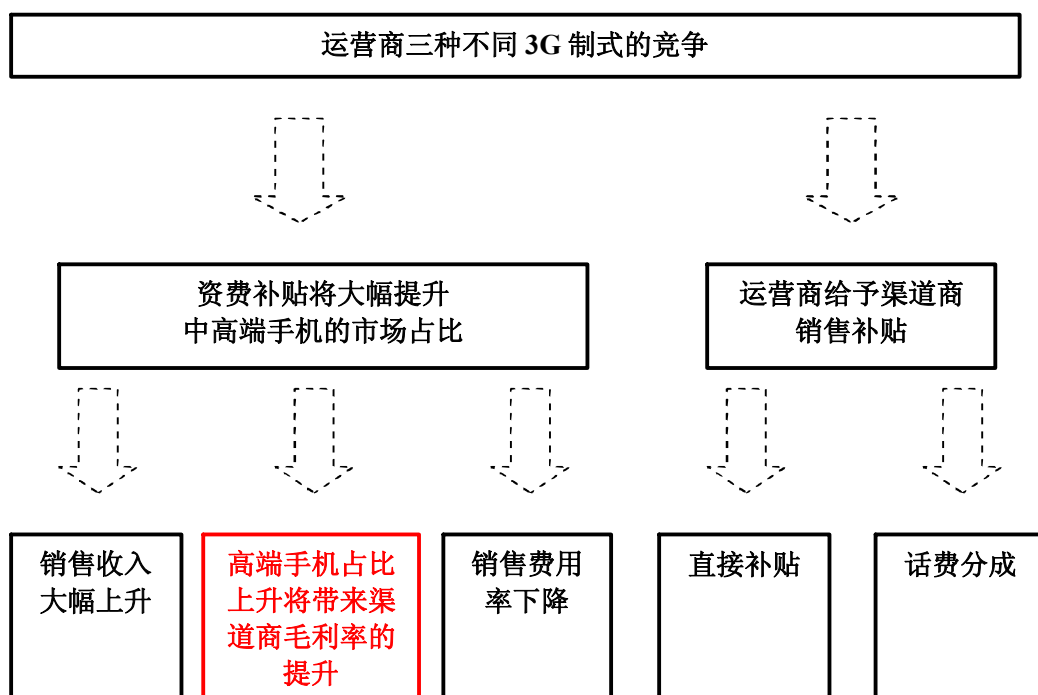
1. 总的逻辑

之前我们对天音控股投资逻辑的分析不够清楚，市场上也存在较多误读。

从根本上说，天音控股将受益于三种不同 3G 制式的竞争。电信重组以后，三大移动运营商三种不同制式网络的竞争会日趋激烈；为了争取用户，运营商一方面会加大对用户的补贴，另一方面会对手机销售渠道更加依赖。这种竞争会长期存在，即使今后过渡到 4G 也是如此；而且从长期来说，可携号转网 MNP 是必然的趋势，竞争还会加剧。

因此，天音控股一方面会受益于运营商对消费者的资费补贴，我们把这看作是运营商对渠道商间接的“暗补”；另一方面会受益于运营商给予渠道商的销售补贴，我们把这看作是运营商对渠道商直接的“明补”。

图 1 天音控股投资逻辑再梳理



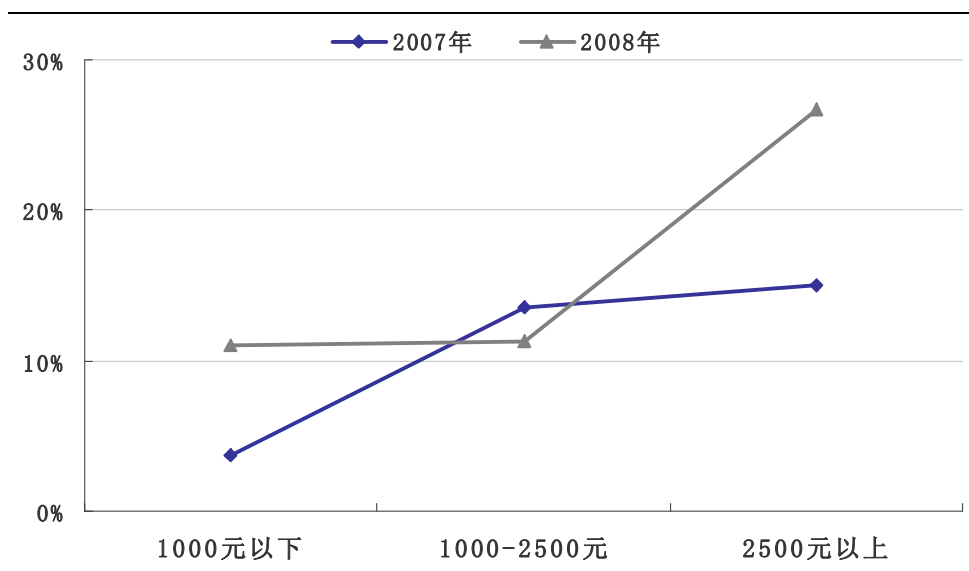
数据来源：安信证券研究中心

2. 中高端手机占比的上升会带来毛利率的提升

本来只买得起 1500 元手机的人，因为有了运营商 1500 元的资费补贴，就会买得起 3000 元的 3G 触摸屏智能手机。这意味着随着 3G 用户的剧增，中高端手机的市场占比会迅速上升。

众所周知，同其它消费品一样，渠道商销售高端手机的毛利率远远高于销售低端手机的毛利率。

图 2 销售中高端手机的毛利率远高于销售低端手机



数据来源：爱施德招股说明书、安信证券研究中心

从上图我们可以看出，排除掉干扰因素，渠道商销售中高端手机的毛利率远高于销售低端手机。因此，中高端手机销售占比的上升将带来天音控股整体毛利率的上升。

3. 资费补贴会带来收入的增加和销售费用率的下降

中高端手机销售占比的上升还会直接带来渠道商销售收入的上升。

而且，上述销售收入的上升是因为手机销售均价的系统性上升，并不是因为手机销售数量的增加。因此，公司并不需要增加更多的促销人员和额外的促销手段。这意味着，新增收入几乎不用增加销售费用，所以整体销售费用率会下降。

4. 运营商的销售补贴将是锦上添花

在 2G 时代，手机销售渠道商跟运营商的关系不大；因为不同的机型都对对应着相同的 GSM 网络，买了一个手机你既可以入中国移动的网也可以入中国联通的网。而在 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。这必将从根本上提升手机销售渠道的地位。因此，在 3G 时代运营商更多地需要依靠渠道商来争取客户，为了在竞争中胜出必然要给予渠道商一定的利益，或者说叫销售补贴。

运营商对渠道商的销售补贴可能有两种形式：一种形式是运营商直接给予渠道商销售补贴，就像从去年开始中国移动一直在做的那样；另一种形式是运营商给予渠道商话费分成，如果运营商的现金流较为紧张的话。

5. 其它动态因素

除了上面的讨论之外，运营商的资费补贴还很可能促使消费者提前更换手机。这将在短期内进一步增加渠道商的销售收入，并通过加快存货周转进一步提升渠道商的毛利率；因为销售时间越长，手机价格下降越厉害。

6. 敏感性分析

由于运营商对渠道商进行销售补贴的力度和可持续性具有很大的不确定性，而其它动态因素又很难测算，因此我们只是就 3G 智能手机的市场占比和中高端手机跟低端手机的毛利率差异进行较为粗略的敏感性分析。

我们先假设运营商的资费补贴会使 3G 智能手机购买者的购机价格上升 70%；在其它条件不变的情况下，再加入收入上升和销售费用率下降这两个因素。

表 1 天音控股净利润率敏感性测试

	毛利率之差	3%	5%	8%
3G 智能手机占比				
0%		1.7%	1.7%	1.7%
10%		2.2%	2.4%	2.7%
20%		2.7%	3.0%	3.6%
30%		3.0%	3.6%	4.3%

数据来源：安信证券研究中心

分析显示，运营商资费补贴导致中高端手机销售占比上升而带来的毛利率提升，对天音控股净利润率影响的弹性非常大，因为天音控股本来的净利润率很低。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-8-1		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16,309.7	17,421.4	20,905.7	23,414.4	25,053.4	成长性					
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%
营业利润	241.4	458.2	935.9	1,599.2	1,978.5	利润率					
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%
利润总额	240.9	460.0	936.9	1,598.2	1,979.5	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	净利率	0.9%	1.6%	2.6%	3.9%	4.6%
净利润	138.7	284.6	541.0	922.9	1,143.2	EBITDA/营业收入	2.8%	3.3%	5.2%	7.4%	8.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	2.7%	3.1%	4.9%	7.1%	8.1%
货币资金	2,272.3	3,243.6	6,495.2	9,239.8	12,452.5	运营效率					
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	-	-	-	-	-	投资回报率					
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	费用率					
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%
资产总额	6,059.2	8,535.3	10,119.0	12,038.2	14,265.3	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	偿债能力					
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
负债总额	3,933.1	6,045.7	6,908.8	7,597.4	8,300.3	利息保障倍数	2.19	6.43	11.72	26.81	48.29
少数股东权益	583.4	662.4	842.8	1,150.4	1,531.5	分红指标					
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%
股东权益	2,126.0	2,489.7	3,210.2	4,440.7	5,965.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
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)	114.2	55.7	29.3	17.1	13.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.5	6.4	4.9	3.6	2.7
财务费用	153.2	182.5	90.8	87.3	62.0	P/FCF	27.0	17.9	11.7	7.1	5.9
投资收益	2.0	-104.3	-	-	-	P/S	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
少数股东损益	49.7	79.0	180.3	307.6	381.1	EV/EBITDA	32.9	24.0	13.9	7.6	5.2
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%
经营活动产生现金流量	546.2	975.2	664.6	2,523.6	2,874.8	PEG	1.3	0.9	0.9	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-157.9	14.8	-100.6	-102.1	-102.1	ROIC/WACC	4.7	5.9	-24.4	9.0	26.8
融资活动产生现金流量	196.8	-652.7	2,656.4	323.1	440.0	REP	3.8	-6.4	-0.4	2.3	-1.0

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	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@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