

毛利率的提升才刚开始

天音控股调研报告

报告关键点:

- 前两季毛利率的上升主要源于会计政策的调整, 毛利率提升的空间还很大;
- 运营商竞争带来的资费补贴和销售补贴将进一步提升毛利率;
- 1季度因存货增加导致跌价计提上升而“隐藏”的5分钱利润将很快释放出来;
- 即便毛利率不进一步上升2010年已能完成0.57元的EPS, 上调评级为“买入-A”。

报告摘要:

- 对前两季毛利率上升的解读:** 毛利率由10%上升到16%, 其中约4%是源于会计政策的调整, 约2%源于经营业绩的好转。以前, 在存货出售后, 是把原计提的存货跌价准备转回当期; 而从2009年第四季度开始, 该金额不再转回, 而是直接冲减营业成本, 从而带来了毛利率的上升。1季度3.1亿的存货跌价计提主要是因为存货的上升, 并非刻意隐藏利润。前两季主要由于手机消费升级使得公司的实际毛利率上升到12%, 毛利率提升的空间还很大。
- 运营商的竞争将带来毛利率的进一步上升:** 三大运营商之间的用户争夺大战在下半年将真正开始, 这将进一步提高天音控股的毛利率。首先, 随着电信和联通资费补贴的社会渠道化, 再加上移动TD手机种类和销售数量的增加, 天音控股的毛利率将会上升; 因为运营商给用户资费补贴, 可以看作是运营商在帮渠道商做促销, 渠道商可以大大降低销售折扣并加快存货周转速度。其次, 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。这从根本上提升了手机销售渠道的地位, 渠道商因此将会从中移动获得手机销售补贴。再有, 三种不同3G制式的竞争还将提升渠道商相对手机厂商的议价能力, 从而进一步提升渠道商的毛利率。
- 风险分析:** 一是运营商资费补贴的社会渠道化晚于我们的预期; 二是中移动对TD手机的推动力度和对渠道的补贴力度低于预期; 三是经济复苏出现反复。
- “隐藏”的利润将很快释放:** 由于存货增加37%, 2010年1季度多计提了约8400万, “隐藏”了近5分钱的利润。多计提的部分, 早晚会上“还”回来, 回补冲减营业成本的金额总有一天会上升。假如存货不再继续增加的话, 第2季度的毛利率还将上升, 并释放出5分钱的利润, 而且以后每个季度都是如此。
- 盈利预测、估值和投资评级:** 即便不考虑因运营商竞争而带来的毛利率上升, 假设毛利率就这样不变, 我们看到天音控股也能完成我们之前预期的2010年0.57元的EPS。毛利率每提升1个百分点, 2010年EPS将上升0.14元。考虑到运营商竞争态势的不确定性, 我们暂不调整公司的盈利预测和估值, 只是把公司的投资评级从“买入-B”上调到“买入-A”。

评级: **买入-A**

上次评级: 买入-B

目标价格: **22.80 元**

期限: 6个月 上次预测: 22.80 元

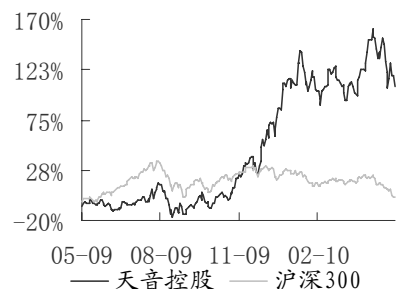
现价: 13.41 元

报告日期: **2010-05-10**

市场数据

总市值(百万元)	12,697.94
流通市值(百万元)	12,697.10
总股本(百万股)	946.90
流通股(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	(2.21)	12.97	103.85
绝对收益	(17.63)	1.90	106.32

研究员

黄文戈 行业分析师
010-66581635 huangwg@essence.com.cn

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	1,143.6
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	91.5	44.6	23.4	13.7	11.1
市净率	6.0	5.1	4.0	2.9	2.1
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	26.0	18.5	11.0	5.8	3.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

- 天音控股: 赢利的增长即将提速
2010-04-30
- 天音控股: 3G的发展将会锦上添花
2010-04-09
- 天音控股: 四季度业绩超过公司预期100%
2010-01-31

1. 对前两季毛利率上升的解读

1.1. 毛利率的提升主要源于会计政策的调整

天音控股在过去两个季度，利润均大幅增加、远高于收入的增长，这主要是因为毛利率的大幅提升。天音控股的毛利率这些年一直在 10% 左右；但从 2009 年第 4 季度开始，毛利率一下提升到 15.5%；2010 年 1 季度更是进一步提升到 16.2%。那么，这就引发出两个问题：一是毛利率大幅上升的原因是什么，二是毛利率继续提升的空间还有多大。

其实，公司毛利率的大幅提升是跟公司资产减值损失（主要是存货跌价准备）的大幅增加密切相关的。市场上有的投资者观察到天音控股在 1 季度计提了 3.1 亿的资产减值损失，远远超出以往，于是认为公司出于某些原因隐藏了非常多的利润。其实公司并没有刻意隐藏利润，毛利率的大幅提升在很大程度上是源于公司从 2009 年第 4 季度开始的会计政策的调整。此前，公司每个季度按照存货的数量以一定的比例计提存货跌价准备；在存货出售之后，会在下一季度把未损失的存货跌价准备转回资产减值损失项进行冲抵。在新的会计政策下，这部分结转的金额不会再转回资产减值损失项，而是直接冲减营业成本（这自然会造成毛利率的上升）；并只是把当期发生的存货跌价准备计入资产减值损失项。据我们粗略测算，1 季度因会计政策调整对毛利率提升的贡献大约在 4% 左右，也就是说天音控股因经营业绩而提升的毛利率只有 2% 左右。

公司存货跌价计提上升很大的原因除去因为少了上期转回的冲抵，还因为为了配合销售增长、大幅增加了存货；如果公司存货一直保持这样一个高的水平，那么以后每个季度公司的资产减值损失都会保持在 3 亿多的水平。而且，天音控股以前是按存货的 7 个多百分点计提跌价损失，而这两个季度由于担心 2G 手机的销售会受 3G 手机的影响是按存货的 9 个多百分点进行计提。

1.2. 前两季毛利率的提升还源于消费结构的升级

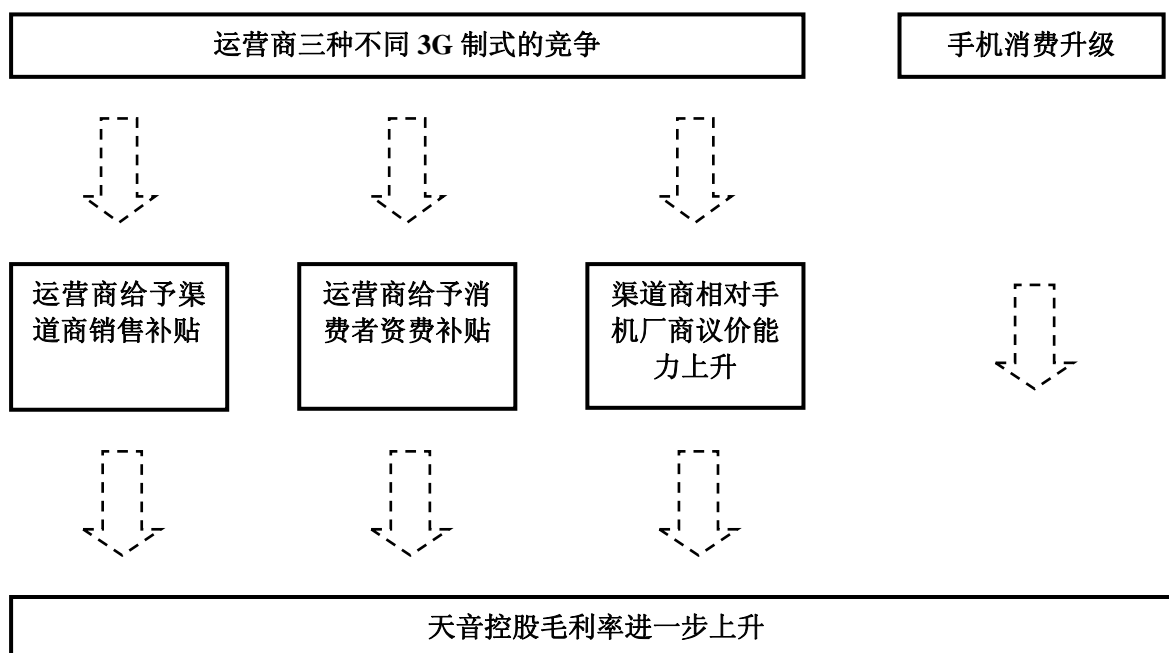
从上面的分析我们知道，1 季度公司真正因经营业绩改善而带来的毛利率的上升约为 2 个多点。我们知道 1 季度公司的手机销售呈现出量价齐升的局面。应该说，1 季度影响实际毛利率上升的主要因素是消费升级和经济回暖带来的手机销售价格的上升，运营商的资费补贴和销售补贴是相对次要的，因为运营商真正的竞争还没有展开。由于 3G 手机和智能手机的兴起，引发了手机消费升级的热潮。以前手机最初只是用来通话，后来可以用来收发短信、拍照，现在还可以用来上网、娱乐、导航、支付；随着手机功能的增加，手机的消费升级也势在必行。中高端手机销售占比的上升，必然会提升手机销售的毛利率。

1.3. 毛利率提升的空间还很大

本来看到天音控股的毛利率已经一下从 10% 上升到 16%，市场会怀疑它毛利率继续上升的空间还有多大。但当我们排除掉因为会计政策调整带来的约 4% 的毛利率的上升，天音控股实际的毛利率只是从 10% 上升到了 12%，进一步上升的空间还非常大。而且，由于天音控股的利润率非常低，2008 年才只有 0.9%，所以天音控股利润增长的弹性非常大。毛利率的些微变化，就将带来盈利的大幅增长。

2. 运营商的竞争将带来毛利率的进一步上升

图 1 天音控股的毛利率将大幅上升的逻辑



数据来源：安信证券研究中心

首先，运营商三种不同 3G 制式的激烈竞争，使得它们都不得不对消费者给予大量的资费补贴；之前以移动和电信为主，现在联通也明确表示要加大补贴力度。不过，现在除了移动以外，电信和联通的资费补贴主要都是在自有营业厅进行，并未向社会渠道开放。但越来越激烈的竞争必然会迫使电信和联通通过社会渠道来进行资费补贴、争取用户，因为社会渠道远比自有营业厅多得多，是手机销售的主战场。而且，移动现有的 TD 手机款式还不够多，整个促销力度也还不够大。但我们认为，从下半年开始，三大运营商都将全面通过社会渠道进行资费补贴销售，这是竞争的必然结果。而这必将提升天音控股的毛利率，因为运营商对用户的资费补贴，可以看作是运营商在帮渠道商做促销，渠道商可以大大降低销售折扣并加快存货周转速度（存货时间越长，降价越多）。另一方面，运营商因为激烈竞争而对用户进行的高额资费补贴会系统性地抬升用户购买手机的整体价位。因为有了资费补贴，消费者会感觉手机相对便宜了很多，从而会有购买更高价位手机的倾向。而高端手机往往有着更高的毛利。

其次，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，从而为其带来新的盈利模式。在 2G 时代，运营商基本是靠自己争取用户，渠道商能做的就是卖手机，靠销售产品挣钱。但在 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；因此，渠道商在靠销售产品挣钱的同时，还能靠运营商的销售补贴来挣钱。而且，电信重组以后，三个移动运营商三种不同制式网络的竞争态势将会长期存在，即使今后过渡到 4G 也是如此。所以我们认为手机分销渠道会从运营商三张网络的竞争中长期获益。由于中移动的 TD-SCDMA 在终端和网络上都远远不如联通的 WCDMA 和电信的 CDMA2000，这导致一方面移动的 3G 用户增长缓慢，另一方面联通和电信也正从移动抢到不少中高端

用户。为了实现今年新增 1000 万 TD 用户这一目标，也为了保住自己的用户，中移动在对用户进行高额资费补贴的同时，也将不得不对手机销售渠道进行销售补贴。

再有，一般来说手机厂商跟渠道商的关系往往是此强彼弱的。以诺基亚跟天音控股的关系为例，诺基亚在 2G 时代是相对强势的，天音控股的话语权较弱，这就影响了天音控股销售诺基亚手机的毛利率。但在 3G 时代，由于诺基亚的主要强项是 WCDMA 手机，而在 CDMA2000、尤其是 TD-SCDMA 手机终端上是很弱的；由于移动和电信不断加大补贴和促销力度，这必将吸引很多消费者购买非 WCDMA 手机、并促使渠道商大力销售后两种制式的手机，所以 3G 时代诺基亚手机在中国的销量和市场份额必然会大幅下降。诺基亚为了保住在中国手机市场的份额，对渠道商不可能再像过去那么强势，渠道商的议价能力将得到提高，这必然会提升渠道商的毛利率。

综上所述，三大运营商之间的竞争必将进一步提升天音控股的毛利率。到目前为止，毛利率的上升主要还是因为手机的消费升级带来的。我们预计，最晚从第 3 季度开始，运营商资费补贴的社会渠道化将成为提升天音控股毛利率的主要因素。

3. 风险分析

我们认为，天音控股面临的风险主要有三点：

- 一是运营商资费补贴的社会渠道化晚于我们的预期；
- 二是中移动对 TD 手机的推动力度和对渠道的补贴力度低于预期；
- 三是经济复苏出现反复。

4. “隐藏”的利润将会很快释放

由于存货增加了 27% 并且计提比例上升了约 2%，2009 年第 4 季度天音控股多计提了约 8400 万元，“隐藏”了近 5 分钱的利润。同样，由于存货增加了 37%，2010 年 1 季度也多计提了约 8400 万元，“隐藏”了近 5 分钱的利润；也就是说，1 季度的实际业绩应该是 0.15 元，比 0.1 元多了 50%。

当然，多计提的部分，早晚会“还”回来；回补冲减营业成本的金额总有一天会上升。假如存货不再继续增加的话，第 2 季度的毛利率还将上升，并释放出 5 分钱的利润，并且以后每个季度都是如此。其实 2010 年 1 季度的毛利率比 2009 年第 4 季度的毛利率上升了 0.7%，就是因为这个原因。

这样一来，虽然 2 季度是传统上手机销售的最淡季，但 2 季度的业绩很可能会比 1 季度还好。而 3、4 季度是传统的旺季，再加上释放出的那 5 分钱，业绩会很可观。

5. 盈利预测、估值和投资评级

即便不考虑因运营商竞争而带来的毛利率上升，假设毛利率就这样不变，我们看到天音控股也能完成我们之前预期的 2010 年 0.57 元的 EPS。毛利率每提升 1 个百分点，2010 年盈利将上升 0.14 元。考虑到运营商竞争态势的不确定性，我们暂不调整公司的盈利预测和估值，只是把公司的投资评级从“买入-B”上调到“买入-A”。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-10

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%	23.8%
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	41.2	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%	-179.7%
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	1,979.2	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	1,980.2	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	455.4	净利润率	0.9%	1.6%	2.6%	3.9%	4.6%
净利润	138.7	284.6	541.0	922.9	1,143.6	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	12,539.7	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	182
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	190
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	20	5	10	17	1
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%	10.6%
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	14,352.5	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	3,938.0	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%	139.1%
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	1.69
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	1.36
负债总额	3,933.1	6,045.7	6,908.8	7,597.4	8,299.8	利息保障倍数	2.19	6.43	11.72	26.81	49.07
少数股东权益	583.4	662.4	842.8	1,150.4	1,531.6	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	3,487.9	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	5,965.5	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	1,143.6	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)	91.5	44.6	23.4	13.7	11.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.0	5.1	4.0	2.9	2.1
财务费用	153.2	182.5	90.8	87.3	62.0	P/FCF	21.7	14.4	9.4	5.7	4.7
投资收益	2.0	-104.3	-	-	-	P/S	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
少数股东损益	49.7	79.0	180.3	307.6	381.2	EV/EBITDA	26.0	18.5	11.0	5.8	3.7
营运资金的变动	129.0	1,117.8	-1,460.2	-189.1	-150.2	CAGR(%)	86.9%	61.3%	32.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	546.2	975.2	664.6	2,523.6	2,874.7	PEG	1.1	0.7	0.7	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-157.9	14.8	-100.6	-102.1	-102.1	ROIC/WACC	4.8	6.0	-25.0	9.3	27.4
融资活动产生现金流量	196.8	-652.7	2,656.4	323.1	440.2	REP	3.0	-4.8	-0.3	1.7	-0.5

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

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@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
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@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