

爱施德下周上市对天音控股的影响

将大幅提高天音控股的 PE

报告关键点:

- 面临相同的成长机会，由于天音控股的毛利率远低于爱施德，因此盈利增长的弹性远大于爱施德；我们认为应该给予天音控股更高的PE。
- 爱施德45元的发行价对应的动态市盈率仅为34倍，远低于中小板的其它公司，还有较大上升空间；而天音控股的动态PE只有25倍，被严重低估。

报告摘要:

- 面临相同的成长机会:** 我们在前面的报告中指出，三大运营商对用户的争夺将从三方面给手机销售渠道带来毛利率的上升。首先，运营商给予用户资费补贴，可以看作是运营商在帮渠道商做促销；渠道商可以大大加快存货周转速度并减少折扣，尤其是在电信和联通的资费补贴社会渠道化后。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，弱势运营商将因此而给予渠道商销售补贴。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。
- 天音控股盈利增长的弹性更大:** 不过，上述毛利率的提升，对天音控股和爱施德盈利增长的影响是不同的。我们知道，欧美手机厂商一般会给予渠道商价保返利政策（即对调价造成的存货跌价损失进行补贴）。而韩国手机厂商一般不会对渠道商实行价保政策；这样一来，渠道商的风险加大了，手机厂商自然要给予它较高的利润空间；当然，高风险、高收益要求渠道商具备更强的营销和渠道管控能力。天音控股主要是分销欧美手机，而爱施德则专注于三星手机的分销；这导致天音控股的毛利率和净利润率远低于爱施德，比如2009年天音控股的毛利率和净利润率分别为11.2%和1.6%，而爱施德则分别为15.1%和5.5%。因此，在其它条件不变的情况下，天音控股盈利增长的弹性会远远大于爱施德。虽然天音控股的经营效率也许不如爱施德，但我们认为应该给予天音控股更高的PE，因为它的盈利增长会更快。
- 盈利预测、估值和投资评级:** 爱施德的发行价为45元，按市场对爱施德的平均盈利预测，该价格对应2010年的动态市盈率仅为34倍；考虑到爱施德的高成长性，这一动态市盈率在中小板远远不算高，至少还有30%的上升空间。而目前天音控股的股价对应的动态市盈率只有25倍；再加上我们本来就认为应该给予天音控股相比爱施德更高的PE，因此我们维持6个月目标价22.8元不变，并重申“买入-A”的投资评级。

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	104.8	51.1	26.9	15.7	12.7
市净率	6.8	5.8	4.5	3.3	2.4
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	30.0	21.7	12.7	6.9	4.6
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

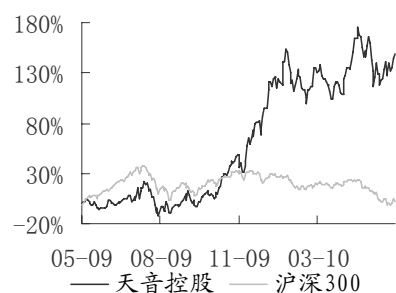
现价: 15.36 元

报告日期:
2010-05-25

市场数据

总市值(百万元)	14,544.40
流通市值(百万元)	14,543.43
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	8.94	20.24	146.73
绝对收益	(2.85)	5.71	148.95

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: 毛利率的提升才刚开始

2010-05-10

天音控股: 3G的发展将会锦上添花

2010-04-06

天音控股: 四季度业绩超过公司预期 100%

2010-01-29

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-25

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	1,143.2	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)	104.8	51.1	26.9	15.7	12.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.8	5.8	4.5	3.3	2.4
财务费用	153.2	182.5	90.8	87.3	62.0	P/FCF	24.8	16.5	10.8	6.5	5.4
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	30.0	21.7	12.7	6.9	4.6
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	1.2	0.8	0.8	-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	-24.6	9.1	27.0
融资活动产生现金流量	196.8	-652.7	2,656.4	323.1	440.0	REP	3.5	-5.8	-0.4	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

梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	朱贤	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
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
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@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