

TCL 通讯 (2618 HK, HK\$2.87, 目标价 HK\$1.84, 卖出) - 毛利率趋稳, 但离复苏仍远

- ❖ **一季度业绩令人失望。** TCL 通讯发布 13 财年第一季业绩。因出货量及产品售价皆上升, 营收同比增长 16.3% 至港币 24.5 亿。一季度产品平均售价同比上涨 7.6% 至 37.0 美元, 因产品结构优化, 智能手机销量比例增加。一季度出货量为 850 万只, 同比增长 8.1%。受惠于欧洲、中东和非洲市场的复苏, 一季度出货量对比去年四季度增长 2.1%, 增长势头明显加强。一季度毛利率同比下降了 3.5 百分点至 16.4%, 但如果比较去年四季度时的 15.6% 毛利率, 可见毛利率转趋稳定。一季度 TCL 通讯簿得港币 2.46 亿净亏损, 比去年四季度的港币 2.26 亿净亏损增加。
- ❖ **高经营费用拖累利润。** 尽管一季度营收增长稳定和毛利率转趋稳定, TCL 通讯的盈利受经营开支急升的影响极大。经营费用占收入的百分比从 12 财年一季度的 25.4% 增长到 13 财年一季度的 28.8%。主因是受开发新一批智能手机的研发及营销开支激增的影响。鉴于二季度将推出一系列新的智能手机机型, 届时需要投放大量广告宣传费用, 我们预计二季度营销开支将居高不下。
- ❖ **智能手机生产尚未达到规模效应。** TCL 通讯一季度智能手机出货达 145 万只, 仅占手机总出货量的 17.1%。公司开拓中端智能手机 (美元 200-300) 市场, 将推出一系列新的中端机型, 包括双核超薄 (6.45 毫米) 机型的 ONETOUCH ULTRA (TCL S850) 及四核机型 ONETOUCH SCRIBE。TCL 通讯要兼顾入门级和中端智能手机市场, 我们预计每月智能手机出货量须达到至少 100 万只, 才能体现规模效应。13 财年第一季度, TCL 通讯的月均智能手机出货量仅达 48 万只。惟第一季为淡季, 加上二季度将有主打新机型推出, 我们预计智能手机出货量在二季度显著上升。然而, 管理层承认包括内存芯片在内的几个关键零部件面临短缺, 这将限制智能手机出货量增长。因此, 我们预期 TCL 通讯仍需一段时间才能将智能手机生产达到规模效应。
- ❖ **我们乐看 TCL 通讯的毛利率转趋稳定。** 不过我们认为在智能手机获得规模效应前, 毛利率和盈利能力皆不会有任何重大好转。我们下调 13 和 14 财年的盈利预测达 86.4% 和 39.5% 至港币 0.17 亿和 1.14 亿。我们用 0.9 倍 13 财年市帐率为 TCL 通讯估值, 并将目标价由港币 1.54 上调至港币 1.84 元, 意味着 35.9% 的下行风险。我们维持沽售评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额 (港币百万元)	10,653	12,031	14,321	16,321	18,492
净利润 (港币百万元)	800	-208	17	114	450
每股收益 (港币)	0.73	-0.18	0.01	0.10	0.40
每股收益变动 (%)	12.6	NA	NA	581.6	293.4
市盈率 (x)	3.9	NA	193.0	28.3	7.2
市帐率 (x)	1.2	1.4	1.4	1.3	1.1
股息率 (%)	10.2	1.0	0.0	1.1	4.2
权益收益率 (%)	29.9	-8.9	0.7	4.7	15.9
净财务杠杆率 (%)	净现金	31.4	35.6	43.4	40.4

来源: 公司及招銀国际研究部

TCL 通讯 (2618 HK)

评级	卖出
收市价	2.87 港元
目标价	1.84 港元
市值 (港币百万)	3,239
过去 3 月平均交易 (港币百万)	5.32
52 周高/低 (港币)	3.3/1.6
发行股数 (百万股)	1,128
主要股东	TCL 控股 (47.8%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	22.1%	21.6%
3 月	25.9%	32.5%
6 月	5.5%	2.7%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

12月31日 (百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	10,653	12,031	14,321	16,321	18,492
销售成本	(8,325)	(9,935)	(11,816)	(13,351)	(15,034)
毛利	2,328	2,097	2,505	2,970	3,458
研发费用	(459)	(740)	(831)	(865)	(888)
销售费用	(866)	(1,154)	(1,227)	(1,387)	(1,535)
管理费用	(558)	(658)	(803)	(915)	(906)
其他营运收入/费用	(28)	(109)	(40)	(65)	(74)
息税前收益	417	(564)	(396)	(262)	55
息税及折旧摊销前收益	503	(462)	(284)	(142)	184
利息收入	196	213	168	145	124
融资成本	(140)	(166)	(143)	(131)	(119)
其他非营运收入/费用	311	328	390	371	420
税前利润	783	(188)	19	123	480
所得税	17	(32)	(1)	(7)	(29)
非控制股东权益	(1)	12	(1)	(1)	(1)
净利润	800	(208)	17	114	450

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

12月31日 (百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	1,773	2,109	2,442	2,736	3,060
物业、厂房及设备	497	597	642	684	735
递延税项资产	106	131	156	177	201
其他	1,170	1,382	1,645	1,874	2,124
流动资产	12,254	11,212	11,313	11,420	11,969
现金及现金等价物	1,187	970	878	649	554
已抵押银行存款	6,092	4,221	3,721	3,221	2,821
存货	981	1,263	1,295	1,463	1,648
应收贸易款项	2,585	2,842	3,139	3,488	4,002
其他	1,409	1,916	2,280	2,599	2,944
流动负债	11,315	10,606	11,151	11,437	11,894
借债	7,222	5,726	5,320	4,820	4,420
应付贸易账款	1,952	2,429	2,914	3,292	3,707
其他	2,141	2,451	2,917	3,324	3,766
非流动负债	39	393	299	299	299
借债	0	194	100	100	100
其他	39	199	199	199	199
少数股东权益	4	2	2	2	2
净资产总值	2,669	2,321	2,304	2,418	2,834
股东权益	2,669	2,321	2,304	2,418	2,834

来源：公司资料，招银国际则预测

现金流量表

12月31日 (百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	417	(564)	(396)	(262)	55
折旧和摊销	86	101	112	120	129
营运资金变动	(335)	(260)	259	(50)	(187)
利息支出	(140)	(166)	(143)	(131)	(119)
利息收入	196	213	168	145	124
税款支出	(57)	(57)	(26)	(29)	(52)
其他	(45)	956	389	370	419
经营活动所得现金净额	122	224	362	163	368
购置固定资产	(274)	(201)	(157)	(162)	(179)
其他	(692)	(851)	(263)	(230)	(249)
投资活动所得现金净额	(966)	(1,052)	(420)	(391)	(429)
股本的变化	44	53	0	0	0
银行贷款变动	735	(1,302)	(500)	(500)	(400)
其他	(143)	1,890	466	500	366
融资活动所得现金净额	637	640	(34)	0	(34)
现金增加净额	(207)	(187)	(92)	(229)	(95)
年初现金及现金等价物	1,345	1,187	970	878	649
外汇差额	49	(30)	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,187	970	878	649	554

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
盈利能力比率 (%)					
毛利率	21.9	17.4	17.5	18.2	18.7
息税及折旧摊销前收益率	4.7	(3.8)	(2.0)	(0.9)	1.0
营业利润率	3.9	(4.7)	(2.8)	(1.6)	0.3
净利润率	7.5	(1.7)	0.1	0.7	2.4
有效税率	(2.2)	(16.7)	6.0	6.0	6.0
增长 (%)					
收入增长	22	13	19	14	13
毛利增长	19	(10)	19	19	16
息税前收益增长	(21)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
净利润增长	14	N.A.	N.A.	582	293
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
速动比率 (x)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
平均应收账款周转天数	89	86	80	78	79
平均存货周转天数	43	46	40	40	40
平均应付账款周转天数	86	89	90	90	90
现金周期	46	43	30	28	29
净负债/权益比率 (%)	(2)	31	36	43	40
回报率 (%)					
资本回报率	29.9	(8.9)	0.7	4.7	15.9
资产回报率	5.7	(1.6)	0.1	0.8	3.0
每股数据 (港币)					
每股利润	0.73	(0.18)	0.01	0.10	0.40
每股账面值	2.43	2.07	2.04	2.15	2.51
每股股息	0.29	0.03	0.00	0.03	0.12

来源：公司资料，招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。