

# 睿智投資

## TCL 通訊 (2618 HK, HK\$2.87, 目標價HK\$1.84, 賣出) -毛利率趨穩，但離復蘇仍遠

- ❖ **一季度業績令人失望。** TCL 通訊發佈 13 財年第一季業績。因出貨量及產品售價皆上升，營收同比增長 16.3%至港幣 24.5 億。一季度產品平均售價同比上漲 7.6%至 37.0 美元，因產品結構優化，智能手機銷量比例增加。一季度出貨量為 850 萬隻，同比增長 8.1%。受惠於歐洲、中東和非洲市場的復蘇，一季度出貨量對比去年四季度增長 2.1%，增長勢頭明顯加強。一季度毛利率同比下降了 3.5 百分點至 16.4%，但如果比較去年四季度時的 15.6% 毛利率，可見毛利率轉趨穩定。一季度 TCL 通訊錄得港幣 2.46 億淨虧損，比去年四季度的港幣 2.26 億淨虧損增加。
- ❖ **高經營費用拖累利潤。** 儘管一季度營收增長穩定和毛利率轉趨穩定，TCL 通訊的盈利受經營開支急升的影響極大。經營費用佔收入的百分比從 12 財年一季度的 25.4%增長到 13 財年一季度的 28.8%。主因是受開發新一批智能手機的研發及營銷開支激增的影響。鑑於二季度將推出一系列新的智能手機機型，屆時需要投放大量廣告宣傳費用，我們預計二季度營銷開支將居高不下。
- ❖ **智能手機生產尚未達到規模效應。** TCL 通訊一季度智能手機出貨達 145 萬隻，僅佔手機總出貨量的 17.1%。公司開拓中端智能手機（美元 200-300）市場，將推出一系列新的中端機型，包括雙核超薄（6.45 毫米）機型的 ONETOUCH ULTRA (TCL S850) 及四核機型 ONETOUCH SCRIBE。TCL 通訊要兼顧入門級和中端智能手機市場，我們預計每月智能手機出貨量須達到至少 100 萬隻，才能體現規模效應。13 財年第一季，TCL 通訊的月均智能手機出貨量僅達 48 萬隻。惟第一季為淡季，加上二季度將有主打新機型推出，我們預計智能手機出貨量在二季度顯著上升。然而，管理層承認包括內存芯片在內的幾個關鍵零部件面臨短缺，這將限制智能手機出貨量增長。因此，我們預期 TCL 通訊仍需一段時間才能將智能手機生產達到規模效應。
- ❖ **我們樂看 TCL 通訊的毛利率轉趨穩定。** 不過我們認為在智能手機獲得規模效應前，毛利率和盈利能力皆不會有任何重大好轉。我們下調 13 和 14 財年的盈利預測達 86.4%和 39.5%至港幣 0.17 億和 1.14 億。我們用 0.9 倍 13 財年市帳率為 TCL 通訊估值，並將目標價由港幣 1.54 上調至港幣 1.84 元，意味著 35.9% 的下行風險。我們維持沽售評級。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (港幣百萬元)	10,653	12,031	14,321	16,321	18,492
淨利潤 (港幣百萬元)	800	-208	17	114	450
每股收益 (港幣)	0.73	-0.18	0.01	0.10	0.40
每股收益變動 (%)	12.6	NA	NA	581.6	293.4
市盈率(x)	3.9	NA	193.0	28.3	7.2
市帳率(x)	1.2	1.4	1.4	1.3	1.1
股息率 (%)	10.2	1.0	0.0	1.1	4.2
權益收益率 (%)	29.9	-8.9	0.7	4.7	15.9
淨財務槓杆率 (%)	淨現金	31.4	35.6	43.4	40.4

來源：公司及招銀國際研究部

### TCL 通訊 (2618 HK)

評級	賣出
收市價	2.87 港元
目標價	1.84 港元
市值(港幣百萬)	3,239
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	5.32
52 周高/低(港幣)	3.3/1.6
發行股數(百萬股)	1,128
主要股東	TCL 控股 (47.8%)

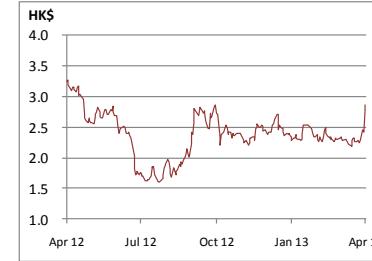
來源：彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	22.1%	21.6%
3 月	25.9%	32.5%
6 月	5.5%	2.7%

來源：彭博

### 過去一年股價



來源：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)
<b>毛利</b>	<b>2,328</b>	<b>2,097</b>	<b>2,505</b>	<b>2,970</b>	<b>3,458</b>
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)
<b>息税前收益</b>	<b>417</b>	<b>(564)</b>	<b>(396)</b>	<b>(262)</b>	<b>55</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>503</b>	<b>(462)</b>	<b>(284)</b>	<b>(142)</b>	<b>184</b>
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
<b>税前利润</b>	<b>783</b>	<b>(188)</b>	<b>19</b>	<b>123</b>	<b>480</b>
所得税	17	(32)	(1)	(7)	(29)
非控制股东权益	(1)	12	(1)	(1)	(1)
<b>净利润</b>	<b>800</b>	<b>(208)</b>	<b>17</b>	<b>114</b>	<b>450</b>

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
<b>非流动资产</b>	<b>1,773</b>	<b>2,109</b>	<b>2,442</b>	<b>2,736</b>	<b>3,060</b>
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
<b>流动资产</b>	<b>12,254</b>	<b>11,212</b>	<b>11,313</b>	<b>11,420</b>	<b>11,969</b>
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
<b>流动负债</b>	<b>11,315</b>	<b>10,606</b>	<b>11,151</b>	<b>11,437</b>	<b>11,894</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>39</b>	<b>393</b>	<b>299</b>	<b>299</b>	<b>299</b>
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
<b>净资产总值</b>	<b>2,669</b>	<b>2,321</b>	<b>2,304</b>	<b>2,418</b>	<b>2,834</b>
<b>股东权益</b>	<b>2,669</b>	<b>2,321</b>	<b>2,304</b>	<b>2,418</b>	<b>2,834</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

**現金流量表**

12月31日(百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>营业利润</b>	<b>417</b>	<b>(564)</b>	<b>(396)</b>	<b>(262)</b>	<b>55</b>
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
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>122</b>	<b>224</b>	<b>362</b>	<b>163</b>	<b>368</b>
购置固定资产	(274)	(201)	(157)	(162)	(179)
其他	(692)	(851)	(263)	(230)	(249)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(966)</b>	<b>(1,052)</b>	<b>(420)</b>	<b>(391)</b>	<b>(429)</b>
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
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>637</b>	<b>640</b>	<b>(34)</b>	<b>0</b>	<b>(34)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(207)</b>	<b>(187)</b>	<b>(92)</b>	<b>(229)</b>	<b>(95)</b>
<b>年初现金及现金等价物</b>	<b>1,345</b>	<b>1,187</b>	<b>970</b>	<b>878</b>	<b>649</b>
<b>外汇差额</b>	<b>49</b>	<b>(30)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>1,187</b>	<b>970</b>	<b>878</b>	<b>649</b>	<b>554</b>

来源：公司资料，招銀國際則預測

**主要比率**

12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
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
<b>增长 (%)</b>					
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
<b>资产负债比率</b>					
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
<b>回报率 (%)</b>					
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
<b>每股数据(港币)</b>					
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，招銀國際則預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的 “主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。