

TCL 通讯 (2618 HK, HK\$2.30, 目标价 HK\$1.54, 卖出) - 2012 年业绩令人失望

- ❖ **2012 年业绩大倒退。**TCL 通讯公布 12 财年的业绩，营业额上升 12.9% 至港币 120.3 亿元。产品平均售价按年增长 15.6%，从 11 财年的 31.3 美元升至 36.2 美元。然而，出货量下降 2.3% 到 4,260 万只，因欧洲、中东、非洲和亚太（非中国）地区销售下跌。毛利率下滑严重，同比下降 4.4 个百分点至 17.4%，因为：1) 功能手机受入门级智能手机竞争，售价及毛利率受压严重；2) 公司的智能手机出货量还没有达到规模效应；和 3) 中国入门级智能手机产品同质化，价格竞争激烈。TCL 通讯在 12 财年的净亏损达港币 2.1 亿元，除毛利率受压外，也受研发和营销开支大幅上涨的影响。公司宣布不派发 12 财年末期股息。
- ❖ **即将推出数部中端智能手机机型。**TCL 通讯将推出数款新的中端智能手机。ONETOUCH ULTRA (TCL S850) 双核智能机，机身全球最薄（仅 6.45 毫米），将是 TCL 通讯的主打机型。此外，ONETOUCH SCRIBE 四核智能机拥有 5 寸高清显示屏，将专攻高性能市场。这两款机型将专注于中端市场，售价约为人民币 2,500 元。两款机型已于一月在中国推出，3 月将有全球规模销售。
- ❖ **在智能手机生产达到规模效应前，盈利能力不会好转。**TCL 通讯 12 年智能手机出货达 650 万只，仅占手机总出货量的 15.3%。全球入门级智能手机的售价大幅下降，挤压功能手机的需求。目前，功能手机仍占 TCL 通讯出货的绝大多数。如果公司不能大幅提升智能手机的销售量并实现规模效应，功能手机市场的萎缩将不断削弱其盈利能力。12 年第四季，TCL 通讯的月均智能手机出货量达 78 万只。我们预计公司必须达到每月智能手机出货量至少 100 万只，才能体现规模效应。由于新一批智能手机机型将迟至三月才推出全球市场，我们预期 13 年第一季的业绩将不会显著改善。
- ❖ **TCL 通讯的盈利能力何时好转很大程度上取决于新的智能手机机型能否从剧烈的竞争中脱颖而出。**TCL 通讯的业绩可见度仍然很低，但是我们相信利润率回升将不会在短期内发生。我们分别下调 13 和 14 财年的盈利预测达 12.7% 和 18.7% 至港币 1.23 亿和 1.89 亿。我们维持用 0.7 倍 13 财年市帐率为 TCL 通讯估值，并维持目标价为 1.54 港元，意味着 33.0% 的下调空间。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	13,683	14,847	16,185
净利润 (港币百万元)	800	-208	123	189	401
每股收益 (港币)	0.73	-0.18	0.11	0.17	0.36
每股收益变动 (%)	12.6	NA	NA	54.1	111.8
市盈率 (x)	3.2	NA	21.0	13.7	6.4
市帐率 (x)	0.9	1.1	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	12.7	1.3	0.0	2.2	4.7
权益收益率 (%)	29.9	NA	5.1	7.3	13.6
净财务杠杆率 (%)	净现金	31.4	32.6	32.4	28.0

来源: 公司及招銀国际研究部

TCL 通讯 (2618 HK)

评级	卖出
收市价	2.30 港元
目标价	1.54 港元
市值 (港币百万)	2,595
过去 3 月平均交易 (港币百万)	8.12
52 周高/低 (港币)	4.47/1.6
发行股数 (百万股)	1,114
主要股东	TCL 控股 (47.8%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-0.9%	4.2%
3 月	1.8%	-0.9%
6 月	27.1%	11.7%

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	13,683	14,847	16,185
销售成本	(8,325)	(9,935)	(11,269)	(12,145)	(13,158)
毛利	2,328	2,097	2,414	2,702	3,027
研发费用	(459)	(740)	(773)	(787)	(777)
销售费用	(866)	(1,154)	(1,158)	(1,262)	(1,343)
管理费用	(558)	(658)	(687)	(745)	(793)
其他营运收入/费用	(28)	(109)	(62)	(59)	(65)
息税前收益	417	(564)	(266)	(151)	49
息税及折旧摊销前收益	503	(462)	(154)	(32)	177
利息收入	196	213	168	149	133
融资成本	(140)	(166)	(143)	(131)	(119)
其他非营运收入/费用	311	328	373	335	366
税前利润	783	(188)	132	203	428
所得税	17	(32)	(8)	(12)	(26)
非控制股东权益	(1)	12	(1)	(1)	(1)
净利润	800	(208)	123	189	401

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	2,362	2,551	2,766
物业、厂房及设备	497	597	642	684	731
递延税项资产	106	131	149	161	176
其他	1,170	1,382	1,571	1,705	1,859
流动资产	12,254	11,212	11,234	11,189	11,440
现金及现金等价物	1,187	970	913	856	876
已抵押银行存款	6,092	4,221	3,721	3,221	2,821
存货	981	1,263	1,235	1,331	1,442
应收贸易款项	2,585	2,842	3,186	3,417	3,725
其他	1,409	1,916	2,179	2,364	2,577
流动负债	11,315	10,606	10,886	10,839	10,961
借债	7,222	5,726	5,320	4,820	4,420
应付贸易账款	1,952	2,429	2,779	2,995	3,245
其他	2,141	2,451	2,787	3,024	3,297
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	2,410	2,600	2,944
股东权益	2,669	2,321	2,410	2,600	2,944

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
净利润	800	(208)	123	189	401
折旧和摊销	86	101	112	120	128
营运资金变动	(335)	(260)	108	(59)	(110)
其他	(429)	(238)	(186)	(162)	(148)
经营活动所得现金净额	122	(605)	156	89	272
购置固定资产	(274)	(201)	(157)	(162)	(175)
其他	(692)	2	(22)	15	(21)
投资活动所得现金净额	(966)	(199)	(179)	(146)	(196)
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)	1,836	466	500	343
融资活动所得现金净额	637	587	(34)	0	(57)
现金增加净额	(207)	(217)	(57)	(57)	20
年初现金及现金等价物	1,345	1,187	970	913	856
外汇差额	49	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,187	970	913	856	876

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	17.6	18.2	18.7
息税及折旧摊销前收益率	4.7	(3.8)	(1.1)	(0.2)	1.1
营业利润率	3.9	(4.7)	(1.9)	(1.0)	0.3
净利润率	7.5	(1.7)	0.9	1.3	2.5
有效税率	(2.2)	(16.7)	6.0	6.0	6.0
增长 (%)					
收入增长	22	13	14	9	9
毛利增长	19	(10)	15	12	12
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.	54	112
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	85	84	84
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	35	34	34
净负债/权益比率 (%)	(2)	31	33	32	28
回报率 (%)					
资本回报率	29.9	(8.9)	5.1	7.3	13.6
资产回报率	5.7	(1.6)	0.9	1.4	2.8
每股数据 (港币)					
每股股利	0.73	(0.18)	0.11	0.17	0.36
每股账面值	2.43	2.07	2.15	2.31	2.62
每股股息	0.29	0.03	0.00	0.05	0.11

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关于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責任。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。