

TCL 通讯 (2618 HK, HK\$3.86, 目标价 HK\$3.61, 持有) - 隧道尽头的曙光

- ❖ **智能手机部门开始实现规模效应。**我们上星期参观了 TCL 通讯在惠州的生产基地，并相信该公司的智能手机业务已上正轨。公司智能手机在 6 月的出货量为 132 万台，同比增长 126%，占总出货量的 32.5%。智能手机出货的显著增加主要归因于利用“阿尔卡特”品牌在欧洲区录得的销售增长，尤其是在法国、俄罗斯、德国和意大利等国。这是 TCL 通讯连续第二个月智能手机出货量达到一百万支，我们相信智能手机生产线终于达到规模效应。
- ❖ **中端智能手机带动售价上升。**新机型的销售，包括在海外市场大受欢迎的超薄机型 Onetouch Idol Ultra (TCL S850) 带动中端智能手机 (150-200 美元) 出货上升。管理层表示，在 6 月的智能手机总出货量中，15% 以上属于中端机型。管理层预计 13 财年将推出约 40 个新的智能手机机型，而中端 Onetouch Idol 系列的中价智能手机将作为旗舰机型继续主攻欧洲市场。因此，我们预计中端智能手机出货量增长将继续超越其他机型，并预测中端机型在 13 财年的出货将占智能手机总出货量的 22.3%。入门级智能手机的平均售价仅为 40-100 美元，中端智能手机销售上升将显著推动整体平均售价。我们预计 TCL 通讯第二季及 13 财年的手机整体平均售价将分别达 41.0 美元及 43.1 美元，比第一季的 37.0 美元大幅增长。
- ❖ **第二季将转亏为盈。**随着产品结构的大幅改善，TCL 通讯公布将在 13 财年第二季转亏为盈。经过连续三个季度的净亏损，我们预计公司将在第二季录得 0.42 亿港元净利润。由于公司成功切入中端智能手机市场，我们预期成长趋势将在 13 财年下半年持续，并预计第三及第四季的净利润分别为 1.02 亿及 1.58 亿港元。
- ❖ **我们乐见 TCL 通讯的智能手机部门开始获得规模效应。**我们预计中端智能手机销售比重的增加将显著提升公司的整体平均售价。我们上调 13 和 14 财年的盈利预测达 232.1% 和 222.6% 至 0.56 亿和 3.69 亿港元。TCL 通讯在 09 财年下半年时也曾面对类似的经营业绩转亏为盈的情况，当时的市帐率为 0.5 倍至 1.5 倍之间。我们用 1.5 倍 14 财年市帐率为 TCL 通讯估值，并将目标价由 1.84 港元上调至 3.61 港元，相当于 6.5% 的下行风险。我们将评级从「卖出」上调至「持有」。

TCL 通讯 (2618 HK)

评级	持有
收市价	3.86 港元
目标价	3.61 港元
市值 (港币百万)	4,410
过去 3 月平均交易 (港币百万)	26.6
52 周高/低 (港币)	4.51/1.6
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	10.6%	8.9%
3 月	68.6%	71.5%
6 月	55.6%	71.1%

来源: 彭博

过去一年股价

来源: 彭博

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	15,599	18,875	22,110
净利润 (港币百万元)	800	-208	56	369	531
每股收益 (港币)	0.73	-0.18	0.05	0.33	0.47
每股收益变动 (%)	12.6	NA	NA	562.1	43.8
市盈率 (x)	5.3	NA	78.6	11.9	8.3
市帐率 (x)	1.6	1.9	1.9	1.6	1.4
股息率 (%)	7.5	0.8	0.0	2.5	3.6
权益收益率 (%)	29.9	-8.9	2.4	13.6	16.9
净财务杠杆率 (%)	净现金	31.4	42.9	44.4	47.8

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

12月31日 (百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	10,653	12,031	15,599	18,875	22,110
销售成本	(8,325)	(9,935)	(12,982)	(15,560)	(18,156)
毛利	2,328	2,097	2,617	3,315	3,954
研发费用	(459)	(740)	(826)	(944)	(1,061)
销售费用	(866)	(1,154)	(1,248)	(1,397)	(1,592)
管理费用	(558)	(658)	(815)	(906)	(1,061)
其他营运收入/费用	(28)	(109)	(43)	(57)	(66)
息税前收益	417	(564)	(315)	12	173
息税及折旧摊销前收益	503	(462)	(203)	132	302
利息收入	196	213	164	139	115
融资成本	(140)	(166)	(143)	(131)	(119)
其他非营运收入/费用	311	328	360	415	456
税前利润	783	(188)	67	435	626
所得税	17	(32)	(10)	(65)	(94)
非控制股东权益	(1)	12	(1)	(1)	(1)
净利润	800	(208)	56	369	531

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	2,603	3,057	3,518
物业、厂房及设备	497	597	642	684	739
递延税项资产	106	131	169	205	240
其他	1,170	1,382	1,791	2,168	2,539
流动资产	12,254	11,212	11,739	12,458	13,316
现金及现金等价物	1,187	970	693	493	199
已抵押银行存款	6,092	4,221	3,721	3,221	2,821
存货	981	1,263	1,423	1,705	1,990
应收贸易款项	2,585	2,842	3,419	4,034	4,785
其他	1,409	1,916	2,484	3,005	3,520
流动负债	11,315	10,606	11,698	12,501	13,400
借债	7,222	5,726	5,320	4,820	4,420
应付贸易账款	1,952	2,429	3,201	3,837	4,477
其他	2,141	2,451	3,177	3,845	4,503
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	3
净资产总值	2,669	2,321	2,343	2,712	3,132
股东权益	2,669	2,321	2,343	2,712	3,132

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)	(315)	12	173
折旧和摊销	86	101	112	120	129
营运资金变动	(335)	(260)	195	(116)	(252)
利息支出	(140)	(166)	(143)	(131)	(119)
利息收入	196	213	164	139	115
税款支出	(57)	(57)	(49)	(101)	(129)
其他	(45)	956	360	414	455
经营活动所得现金净额	122	224	324	337	372
购置固定资产	(274)	(201)	(157)	(162)	(183)
其他	(692)	(851)	(410)	(376)	(371)
投资活动所得现金净额	(966)	(1,052)	(567)	(538)	(555)
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	467	500	290
融资活动所得现金净额	637	640	(33)	0	(110)
现金增加净额	(207)	(187)	(277)	(200)	(293)
年初现金及现金等价物	1,345	1,187	970	693	493
外汇差额	49	(30)	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,187	970	693	493	199

来源：公司资料，招银国际则预测

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	16.8	17.6	17.9
息税及折旧摊销前收益率	4.7	(3.8)	(1.3)	0.7	1.4
营业利润率	3.9	(4.7)	(2.0)	0.1	0.8
净利润率	7.5	(1.7)	0.4	2.0	2.4
有效税率	(2.2)	(16.7)	15.0	15.0	15.0
增长 (%)					
收入增长	22	13	30	21	17
毛利增长	19	(10)	25	27	19
息税前收益增长	(21)	N.A.	N.A.	N.A.	1,312
净利润增长	14	N.A.	N.A.	562	44
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	0.8
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	43	44	48
回报率 (%)					
资本回报率	29.9	(8.9)	2.4	13.6	16.9
资产回报率	5.7	(1.6)	0.4	2.4	3.2
每股数据 (港币)					
每股利润	0.73	(0.18)	0.05	0.33	0.47
每股账面值	2.43	2.07	2.08	2.41	2.78
每股股息	0.29	0.03	0.00	0.10	0.14

来源：公司资料，招银国际则预测

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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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商投资者

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。