

TCL 通讯 (2618 HK, HK\$1.85, 目标价 HK\$2.00, 持有) - 毛利率压力仍在, 不大可能短期内改善

- ❖ **1H12 毛利率受压, 研发和营销成本高企。** TCL 通讯发布 1H12 业绩, 营收增长 10.7% 至 50.9 亿港元, 得益于平均售价的成长。平均售价由 1H11 的 30.3 美元同比上升 16% 至 1H12 的 35.1 美元。出货量则受欧洲经济衰退的影响同比下降 4.3% 至 1,860 万台。毛利率受压大幅下降 2.8 个百分点至 19.3%, 由于 1) 功能手机售价和利润率受到入门级智能手机的竞争而严重下滑, 2) 公司的智慧手机部门仍未达到规模效应, 3) 全球消费者信心疲弱。盈利受研发和营销成本高企的影响跌至 1.05 亿港元, 比去年同期下降 73.2%。
- ❖ **毛利率压力仍在。** TCL 通讯的智能手机生产仍未能达到规模效应。管理层并承认, 新一批智慧手机型号可能会由第三季推迟至第四季推出。我们担心 TCL 通讯的智能手机部门在 13 年之前都无法达到规模效应, 亦无法提升智能手机毛利率。此外, TCL 通讯在很大程度上仍然依赖于功能手机的销售。随着功能手机市场不断被入门级智能手机挤压, 我们担心 TCL 通讯的毛利会长期受压。
- ❖ **七月份出货量令人失望。** TCL 通讯 7 月份的手机出货量令人失望。手机总出货量达到 295 万支, 同比下降 18%。主要受到海外市场销售同比下降 21% 的影响。7 月中国市场的出货量也同比下跌了 4.3% 至 47.3 万支。智慧手机出货量也由六月的 58.4 万支减至七月的 56.9 万支, 智能手机的增长仍面临瓶颈, 比我们预期的要慢。
- ❖ **我们分别下调了 12 和 13 财年的毛利率预测 1.0 个百分点和 0.7 个百分点至 19.2% 和 20.1%。我们也分别降低了 12 和 13 财年的盈利预期 1.1% 和 13.1% 至港币 4.21 亿及 5.60 亿。我们担心 TCL 通讯能否迅速捕捉入门级智慧手机的热潮。过去一年, 中国智能手机市场发展蓬勃, 导致市场充满新加入者。激烈的竞争导致产品周期缩短和利润率缩窄。如 TCL 通讯的新产品未能从对手中脱颖而出, 则智慧手机出货增长可能面临停滞。因智能手机推出的速度比预期慢加上功能手机面临价格压力, 我们认为毛利率不大可能短期内改善。我们将目标价由港币 2.33 调低至港币 2.00, 为 2013 财年每股盈利的 4.0 倍, 有 8.1% 的上升潜力。我们调低评级至持有。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (港币百万元)	8,701	10,653	11,702	12,952	14,152
净利润 (港币百万元)	702	800	421	560	687
每股收益 (港币)	0.65	0.73	0.38	0.50	0.61
每股收益变动 (%)	2476.5	12.6	-48.4	33.1	22.7
市盈率 (x)	2.9	2.5	4.9	3.7	3.0
市帐率 (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	13.5	15.8	6.1	8.1	13.3
权益收益率 (%)	31.6	29.9	15.2	17.5	18.4
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	10.5	7.8	3.8

来源: 公司及招銀国际研究部

TCL 通讯 (2618 HK)

评级	持有
收市价	1.85 港元
目标价	2.00 港元
市值 (港币百万)	2,087
过去 3 月平均交易 (港币百万)	4.91
52 周高/低 (港币)	6.1/1.6
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	-21.6%	-24.9%
3 月	-38.9%	-39.9%
6 月	-51.8%	-50.6%

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	8,701	10,653	11,702	12,952	14,152
销售成本	(6,752)	(8,325)	(9,459)	(10,349)	(11,223)
毛利	1,948	2,328	2,244	2,603	2,930
研发费用	(357)	(459)	(514)	(596)	(679)
销售费用	(620)	(866)	(968)	(1,036)	(1,118)
管理费用	(436)	(558)	(578)	(635)	(693)
其他营运收入/费用	(5)	(28)	(64)	(65)	(57)
息税前收益	530	417	120	272	382
息税及折旧摊销前收益	586	503	224	394	527
利息收入	83	196	191	146	137
融资成本	(63)	(140)	(142)	(109)	(101)
其他非营运收入/费用	195	311	255	283	309
税前利润	745	783	424	591	726
所得税	(43)	17	(13)	(35)	(44)
非控制股东权益	0	(1)	10	5	5
净利润	702	800	421	560	687

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
盈利能力比率 (%)					
毛利率	22.4	21.9	19.2	20.1	20.7
息税及折旧摊销前收益率	6.7	4.7	1.9	3.0	3.7
营业利润率	6.1	3.9	1.0	2.1	2.7
净利润率	8.1	7.5	3.6	4.3	4.9
有效税率	5.8	(2.2)	3.0	6.0	6.0
增长 (%)					
收入增长	100	22	10	11	9
毛利增长	105	19	(4)	16	13
息税前收益增长	N.A.	(21)	(71)	126	40
净利润增长	2,951	14	(47)	33	23
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率 (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
平均应收账款周转天数	108	89	92	90	89
平均应付账款周转天数	42	43	45	43	42
平均存货周转天数	100	86	87	85	85
现金周期	50	46	50	48	46
净负债/权益比率 (%)	(48)	(2)	10	8	4
回报率 (%)					
资本回报率	31.6	29.9	15.2	17.5	18.4
资产回报率	5.7	5.7	3.2	4.2	4.9
每股数据 (港币)					
每股利润	0.65	0.73	0.38	0.50	0.61
每股账面值	2.05	2.43	2.48	2.86	3.33
每股股息	0.25	0.29	0.11	0.15	0.25

来源：公司资料，招银国际预测

资产负债表

12月31日 (百万港币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	635	1,773	2,046	2,383	2,753
物业、厂房及设备	309	497	644	832	1,058
其他	325	1,276	1,402	1,551	1,695
流动资产	11,619	12,254	11,095	11,098	11,393
现金及现金等价物	1,345	1,187	839	881	988
已抵押银行存款	6,201	6,092	4,592	4,092	3,792
存货	780	981	1,166	1,219	1,291
应收贸易款项	2,574	2,585	2,950	3,194	3,451
其他	719	1,409	1,547	1,713	1,871
流动负债	10,014	11,315	10,328	10,235	10,380
借债	6,488	7,222	5,722	5,222	4,922
应付贸易账款	1,843	1,952	2,255	2,410	2,614
其他	1,683	2,141	2,352	2,603	2,844
非流动负债	18	39	39	39	39
借债	0	0	0	0	0
其他	18	39	39	39	39
少数股东权益	0	4	5	5	6
净资产总值	2,222	2,669	2,769	3,203	3,722
股东权益	2,222	2,669	2,769	3,203	3,722

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
净利润	702	800	421	560	687
折旧和摊销	57	86	103	122	145
营运资金变动	(475)	(335)	(175)	(56)	(43)
其他	448	(429)	(191)	(146)	(137)
经营活动所得现金净额	731	122	159	481	652
购置固定资产	(145)	(274)	(251)	(310)	(371)
其他	(210)	(692)	65	(4)	(7)
投资活动所得现金净额	(356)	(966)	(186)	(314)	(378)
股本的变化	56	44	0	0	0
银行贷款变动	5,030	735	(1,500)	(500)	(300)
其他	(5,297)	(143)	1,180	374	132
融资活动所得现金净额	(211)	637	(320)	(126)	(168)
现金增加净额	164	(207)	(347)	42	107
年初现金及现金等价物	1,170	1,345	1,187	839	881
外汇差额	11	49	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,345	1,187	839	881	988

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上责任。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，请与我们联络。

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士。