

## TCL 通讯(2618 HK, HK\$9.38, 目标价 HK\$11.13, 买入)-一季度增长稳定, 转型正在进行

- ❖ **一季度营收增长稳定, 研发费用激增。**TCL 通讯公布 15 财年一季度业绩。因手机销售量及平均售价均有所提升, 营业额按年增长 20.7%至 66.9 亿港元。因产品结构改善, 产品平均售价由 1Q14 的 52.2 美元升至 1Q15 的 54.7 美元, 按年上升 4.8%。因入门级智能手机需求强劲, 1Q15 的总出货量同比增长 16.0%至 1,580 万支。1Q15 的毛利率同比下滑 0.5 个百分点至 19.1%。研发费用从 1Q14 的 2.55 亿港元飙升至 1Q15 的 4.20 亿港元, 同比增长 64.7%。研发费用的上升是由于加大开发各种智能产品的投入, 包括智能手机, 平板计算机和可穿戴设备。1Q15 净利润达到 1.85 亿港元, 比 1Q14 的 1.77 亿港元提升 4.7%。
- ❖ **管理层维持 15 财年营收增长 30%的目标。**1Q15 总出货量同比增长 16.0%, 比起 3Q14 和 4Q14 分别 21.3%和 29.7%的同比增速进一步放缓。1Q15 增长动力来自于北美和中国市场。1Q15 北美市场的手机总出货量同比增长 87%至 350 万支, 而中国市场的手机总出货量则同比上升 118%至 230 万支。我们预计 TCL 通讯将在 2Q15 重拾出货增长动力, 因公司将推出大量智能手机新机型, 包括旗舰智慧手机机型 - OneTouch Idol 3。TCL 通讯将进一步强化北美和欧洲市场的销售管道。在中国市场, TCL 通讯将重点放在建立网上商城“mmd.cn”, 并与运营商充分合作。管理层对维持 15 财年营收增长 30%的目标充满信心。
- ❖ **“双+”战略。**为了从产品导向型的生产制造商转型为用户中心型的服务提供商, TCL 通讯于 2014 年开始发起“双+”战略。TCL 通讯已与 TCL 集团(000100 CH)及 TCL 多媒体(1070 HK)成立合资公司, 合作开发智能家居项目, 参与物联网的发展。“双+”战略还包括开发移动医疗手机应用程序, 建立企业云服务平台。虽然“双+”战略将不会在短期内贡献可观营收, 惟它标志着 TCL 通讯将加入快速增长的“互联网+”战略, 并建立属于自己的生态系统平台。
- ❖ **我们维持 15 及 16 财年的盈利预测不变。**因市场气氛的改善, 我们用 11 倍 15 年市盈率为公司估值(之前为 10 倍 15 年市盈率)并将目标价由 10.12 港元上调至 11.13 港元, 相当于 18.6%的上涨空间, 重申买入评级。

### TCL 通讯 (2618 HK)

评级	买入
收市价	9.38 港元
目标价	11.13 港元
市值(港币百万)	11,669
过去 3 月平均交易(港币百万)	60.82
52 周高/低(港币)	10.96/6.6
发行股数(百万股)	1,220
主要股东	TCL 控股 (47.8%)
来源: 彭博	

### 股价表现

	绝对	相对
1 月	22.5%	7.4%
3 月	38.5%	21.6%
6 月	21.5%	1.8%

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
营业额(港币百万元)	12,031	19,362	30,691	38,539	45,018
净利润(港币百万元)	-208	313	1,093	1,207	1,296
每股收益(港币)	-0.18	0.28	0.92	1.01	1.09
每股收益变动(%)	NA	NA	233.0	10.5	7.4
市盈率(x)	NA	34.1	10.2	9.3	8.6
市帐率(x)	4.5	3.7	2.7	2.3	1.9
股息率(%)	0.3	1.1	4.1	3.1	3.3
权益收益率(%)	-8.9	10.8	26.1	24.5	23.9
净财务杠杆率(%)	31.4	19.3	37.2	30.8	41.4

来源: 公司及招銀国际研究部

**利潤表**

12月31日(百万港币)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>12,031</b>	<b>19,362</b>	<b>30,691</b>	<b>38,539</b>	<b>45,018</b>
智能设备	5,191	12,251	25,991	35,127	41,949
功能电话及其他	6,840	7,111	4,700	3,411	3,069
<b>销售成本</b>	<b>(9,935)</b>	<b>(15,690)</b>	<b>(24,774)</b>	<b>(31,293)</b>	<b>(36,735)</b>
<b>毛利</b>	<b>2,097</b>	<b>3,672</b>	<b>5,918</b>	<b>7,245</b>	<b>8,283</b>
研发费用	(740)	(1,064)	(1,479)	(1,696)	(1,936)
销售费用	(1,154)	(1,611)	(2,420)	(3,006)	(3,466)
管理费用	(658)	(946)	(1,246)	(1,542)	(1,756)
其他营运收入/费用	(109)	(158)	(105)	(116)	(180)
<b>息税前收益</b>	<b>(564)</b>	<b>(108)</b>	<b>667</b>	<b>886</b>	<b>945</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>(443)</b>	<b>51</b>	<b>875</b>	<b>1,136</b>	<b>1,230</b>
利息收入	213	113	69	72	62
融资成本	(166)	(105)	(100)	(117)	(105)
其他非营运收入/费用	328	398	513	519	559
<b>税前利润</b>	<b>(188)</b>	<b>298</b>	<b>1,149</b>	<b>1,359</b>	<b>1,462</b>
所得税	(32)	18	(41)	(136)	(146)
非控制股东权益	12	(3)	(15)	(17)	(19)
<b>净利润</b>	<b>(208)</b>	<b>313</b>	<b>1,093</b>	<b>1,207</b>	<b>1,296</b>

来源：公司资料·招銀國際預測

**资产负债表**

12月31日(百万港币)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>非流动资产</b>	<b>2,109</b>	<b>2,557</b>	<b>3,691</b>	<b>4,197</b>	<b>4,784</b>
物业、厂房及设备	597	941	1,439	1,370	1,481
递延税项资产	131	195	298	374	437
其他	1,381	1,421	1,954	2,454	2,866
<b>流动资产</b>	<b>11,212</b>	<b>11,866</b>	<b>16,006</b>	<b>19,587</b>	<b>22,654</b>
现金及现金等价物	970	142	473	505	701
已抵押银行存款	4,221	1,698	1,914	1,514	1,114
存货	1,263	2,649	3,293	4,458	5,032
应收贸易款项	2,842	5,551	7,873	10,031	12,210
其他	1,916	1,826	2,452	3,079	3,596
<b>流动负债</b>	<b>10,606</b>	<b>11,221</b>	<b>15,408</b>	<b>18,740</b>	<b>21,244</b>
借债	5,726	2,205	3,941	3,541	2,945
应付贸易账款	2,429	3,875	5,167	7,288	9,058
其他	2,451	5,141	6,300	7,912	9,242
<b>非流动负债</b>	<b>393</b>	<b>289</b>	<b>109</b>	<b>109</b>	<b>305</b>
借债	194	196	0	0	196
其他	199	93	109	109	109
少数股东权益	2	4	90	113	132
<b>净资产总值</b>	<b>2,321</b>	<b>2,909</b>	<b>4,089</b>	<b>4,822</b>	<b>5,756</b>
<b>股东权益</b>	<b>2,321</b>	<b>2,909</b>	<b>4,089</b>	<b>4,822</b>	<b>5,756</b>

来源：公司资料·招銀國際預測

**现金流量表**

12月31日 (百万港币)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>营业利润</b>	<b>(564)</b>	<b>(108)</b>	<b>667</b>	<b>886</b>	<b>945</b>
折旧和摊销	121	159	208	250	284
营运资金变动	(260)	132	(1,140)	(218)	(171)
利息支出	(166)	(105)	(100)	(117)	(105)
利息收入	213	113	69	72	62
税款支出	(57)	(47)	(144)	(212)	(209)
其他	936	395	758	502	539
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>224</b>	<b>540</b>	<b>319</b>	<b>1,163</b>	<b>1,347</b>
购置固定资产	(221)	(502)	(707)	(181)	(395)
其他	(831)	(40)	(533)	(500)	(412)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(1,052)</b>	<b>(543)</b>	<b>(1,240)</b>	<b>(681)</b>	<b>(808)</b>
股本的变化	149	34	58	0	0
银行贷款变动	(1,302)	(3,519)	1,540	(400)	(400)
其他	1,794	2,660	(346)	(50)	57
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>640</b>	<b>(825)</b>	<b>1,253</b>	<b>(450)</b>	<b>(343)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(187)</b>	<b>(828)</b>	<b>331</b>	<b>32</b>	<b>196</b>
年初现金及现金等价物	1,187	970	142	473	505
外汇差额	(30)	0	0	0	0
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>970</b>	<b>142</b>	<b>473</b>	<b>505</b>	<b>701</b>

来源：公司资料，招银国际预测

**主要比率**

12月31日	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
<b>销售组合 (%)</b>					
智能设备	43.1	63.3	84.7	91.1	93.2
功能电话及其他	56.9	36.7	15.3	8.9	6.8
<b>总和</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	17.4	19.0	19.3	18.8	18.4
息税及折旧摊销前收益率	(3.7)	0.3	2.9	2.9	2.7
营业利润率	(4.7)	(0.6)	2.2	2.3	2.1
净利润率	(1.7)	1.6	3.6	3.1	2.9
有效税率	(16.7)	(6.0)	3.6	10.0	10.0

**增长 (%)**

收入增长	13	61	59	26	17
毛利增长	(10)	75	61	22	14
息税前收益增长	N.A.	N.A.	N.A.	33	7
净利润增长	N.A.	N.A.	249	10	7

**资产负债比率**

流动比率(x)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1
速动比率(x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
平均应收账款周转天数	86	105	94	95	99
平均存货周转天数	46	62	49	52	50
平均应付账款周转天数	89	90	76	85	90
现金周期	43	76	66	62	59
净负债/权益比率(%)	31	19	37	31	41

**回报率 (%)**

资本回报率	(8.9)	10.8	26.1	24.5	23.9
资产回报率	(1.6)	2.2	5.5	5.1	5.1

**每股数据 (港币)**

每股利润	(0.18)	0.28	0.92	1.01	1.09
每股账面值	2.07	2.56	3.50	4.14	4.94
每股股息	0.03	0.10	0.38	0.29	0.31

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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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(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。