

TCL 通訊 (2618 HK, HK\$1.85, 目標價 HK\$2.00, 持有) - 毛利率壓力仍在，不大可能短期內改善

- ❖ **1H12 毛利率受壓，研發和營銷成本高企。** TCL 通訊發佈 1H12 業績，營收增長 10.7% 至 50.9 億港元，得益於平均售價的成長。平均售價由 1H11 的 30.3 美元同比上升 16% 至 1H12 的 35.1 美元。出貨量則受歐洲經濟衰退的影響同比下降 4.3% 至 1,860 萬台。毛利率受壓大幅下降 2.8 個百分點至 19.3%，由於 1) 功能手機售價和利潤率受到入門級智能手機的競爭而嚴重下滑，2) 公司的智慧手機部門仍未達到規模效應，3) 全球消費者信心疲弱。盈利受研發和營銷成本高企的影響跌至 1.05 億港元，比去年同期下降 73.2%。
- ❖ **毛利率壓力仍在。** TCL 通訊的智能手機生產仍未能達到規模效應。管理層並承認，新一批智慧手機型號可能會由第三季推遲至第四季推出。我們擔心 TCL 通訊的智慧手機部門在 13 年之前都無法達到規模效應，亦無法提升智能手機毛利率。此外，TCL 通訊在很大程度上仍然依賴於功能手機的銷售。隨著功能手機市場不斷被入門級智能手機擠壓，我們擔心 TCL 通訊的毛利會長期受壓。
- ❖ **七月份出貨量令人失望。** TCL 通訊 7 月份的手機出貨量令人失望。手機總出貨量達到 295 萬支，同比下降 18%。主要受到海外市場銷售同比下降 21% 的影響。7 月中國市場的出貨量也同比下跌了 4.3% 至 47.3 萬支。智慧手機出貨量也由六月的 58.4 萬支減至七月的 56.9 萬支，智能手機的增長仍面臨瓶頸，比我們預期的要慢。
- ❖ **我們分別下調了 12 和 13 財年的毛利率預測 1.0 個百分點和 0.7 個百分點至 19.2% 和 20.1%。我們也分別降低了 12 和 13 財年的盈利預期 1.1% 和 13.1% 至港幣 4.21 億及 5.60 億。我們擔心 TCL 通訊能否迅速捕捉入門級智慧手機的熱潮。過去一年，中國智能手機市場發展蓬勃，導致市場充滿新加入者。激烈的競爭導致產品週期縮短和利潤率縮窄。如 TCL 通訊的新產品未能從對手中脫穎而出，則智慧手機出貨增長可能面臨停滯。因智慧手機推出的速度比預期慢加上功能手機面臨價格壓力，我們認為毛利率不大可能短期內改善。我們將目標價由港幣 2.33 調低至港幣 2.00，為 2013 財年每股盈利的 4.0 倍，有 8.1% 的上升潛力。我們調低評級至持有。**

TCL 通訊 (2618 HK)

評級	持有
收市價	1.85 港元
目標價	2.00 港元
市值 (港幣百萬)	2,087
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	4.91
52 週高/低 (港幣)	6.1/1.6
發行股數 (百萬股)	1,114
主要股東	TCL 控股 (47.8%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-21.6%	-24.9%
3 月	-38.9%	-39.9%
6 月	-51.8%	-50.6%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (港幣百萬元)	8,701	10,653	11,702	12,952	14,152
淨利潤 (港幣百萬元)	702	800	421	560	687
每股收益 (港幣)	0.65	0.73	0.38	0.50	0.61
每股收益變動 (%)	2476.5	12.6	-48.4	33.1	22.7
市盈率 (x)	2.9	2.5	4.9	3.7	3.0
市帳率 (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	13.5	15.8	6.1	8.1	13.3
權益收益率 (%)	31.6	29.9	15.2	17.5	18.4
淨財務槓杆率 (%)	淨現金	淨現金	10.5	7.8	3.8

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

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) 他們的新酬在過往、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: 香港中環夏愨道 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。接收本報告之行爲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士。