

TCL 通訊 (2618 HK, HK\$1.72, 目標價 HK\$2.33, 買入) - 痛苦的轉型期

- ❖ **1H12 盈警。** 7 月 15 日, TCL 通訊公佈盈警, 預計第二季淨利潤同比將顯著下降, 同時預期第二季淨利潤將高於第一季。盈利大幅倒退是由於 1) 全球消費者信心下降, 影響功能手機的售價和毛利率; 2) 因公司的智能手機開發時間比預期長, 智能手機毛利率提升緩慢; 和 3) 為打入智能手機市場而導致研發和市場推廣成本上升。
- ❖ **六月份出貨量增長重回正軌, 惟智能手機出貨量增長面臨瓶頸。** TCL 通訊 6 月份的手機出貨量增長強勁。手機總出貨量達到 433 萬隻, 同比上升 14.3%; 對比五月份時出貨量萎縮 1.5%, 動能明顯改善。海外市場是出貨復蘇的關鍵因素, 公司推出新 CDMA 手機並與海外運營商加強合作都提升海外市場出貨量。然而我們發現智能手機市場出貨增長放緩。智能手機增長面臨瓶頸是由於 1) TCL 通訊新智能手機推出的速度比預期慢; 2) 入門級智能手機市場競爭因參與者增加而加劇。
- ❖ **第三季是公司開發智能手機市場的關鍵。** 功能手機市場不斷受到入門級智能手機的侵蝕, 我們相信 TCL 通訊進軍智能手機市場的策略是正確和必需的。第三季將是 TCL 通訊開發智能手機市場的關鍵, 公司將推出一系列新的智能手機型號, 其中 W989 和 S500 已取得和中國聯通 (763 HK) 的合作。TCL 通訊加速擴展其在中國的銷售網絡, 方法包括 1) 與三家運營商合作推出手機; 2) 與蘇寧電器 (002024 CH) 等零售商合作於開放市場銷售; 3) 全國 6,000 個銷售點 (2012 年底可達 10,000 個)。
- ❖ **我們下修了 12 和 13 財年的營收預測分別達 7.7% 和 7.2%。我們也降低了 12 和 13 財年的盈利預期分別達 50.4% 和 31.2% 至港幣 4.26 億及 6.45 億。** TCL 通訊正經歷一個痛苦但必須的轉型期, 研發和市場推廣成本的短暫增加是為未來在智能手機市場的長線發展而鋪路。在 2009 年, 公司亦曾面臨類似的困境, 並在 2010 年因成功捕捉新興市場的功能手機熱潮而反彈。6 月份出貨大幅回升也顯示了公司的研發和營銷投放開始見效。我們將目標價由港幣 4.69 調低至港幣 2.33, 為 2012 財年每股盈利的 6.0 倍, 有 35.5% 的上升潛力。鑑於中國智能手機市場的前景依然光明, 加上當前的估值不高, 我們認為對長期投資者來說現在是一個很好的切入點。我們維持買入評級。

TCL 通訊 (2618 HK)

評級	買入
收市價	1.72 港元
目標價	2.33 港元
市值 (港幣百萬)	1,941
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	5.61
52 週高/低 (港幣)	7.31/1.7
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	-38.4%	-37.7%
3 月	-46.4%	-41.5%
6 月	-49.7%	-48.5%

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	11,801	13,416	15,530
淨利潤 (港幣百萬元)	702	800	426	645	847
每股收益 (港幣)	0.65	0.73	0.39	0.59	0.77
每股收益變動 (%)	2476.5	12.6	-46.8	51.4	31.3
市盈率 (x)	2.8	2.5	4.7	3.1	2.3
市帳率 (x)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
股息率 (%)	13.8	16.1	4.3	6.5	17.0
權益收益率 (%)	31.6	29.9	15.3	19.3	20.9
淨財務槓杆率 (%)	淨現金	淨現金	11.5	6.7	2.4

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	11,801	13,416	15,530
销售成本	(6,752)	(8,325)	(9,417)	(10,625)	(12,237)
毛利	1,948	2,328	2,384	2,791	3,292
研发费用	(357)	(459)	(623)	(684)	(745)
销售费用	(620)	(866)	(1,030)	(1,157)	(1,324)
管理费用	(436)	(558)	(629)	(671)	(776)
其他营运收入/费用	(5)	(28)	(63)	(40)	(62)
息税前收益	530	417	39	238	384
息税及折旧摊销前收益	586	503	142	360	529
利息收入	83	196	221	218	234
融资成本	(63)	(140)	(165)	(161)	(170)
其他非营运收入/费用	195	311	345	392	454
税前利润	745	783	440	687	902
所得税	(43)	17	(13)	(41)	(54)
非控制股东权益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	702	800	426	645	847

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	20.2	20.8	21.2
息税及折旧摊销前收益率	6.7	4.7	1.2	2.7	3.4
营业利润率	6.1	3.9	0.3	1.8	2.5
净利润率	8.1	7.5	3.6	4.8	5.5
有效税率	5.8	(2.2)	3.0	6.0	6.0
增长 (%)					
收入增长	100	22	11	14	16
毛利增长	105	19	2	17	18
息税前收益增长	N.A.	(21)	(91)	512	61
净利润增长	2,951	14	(47)	51	31
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)	12	7	2
回报率 (%)					
资本回报率	31.6	29.9	15.3	19.3	20.9
资产回报率	5.7	5.7	2.8	3.8	4.5
每股数据 (港币)					
每股利润	0.65	0.73	0.39	0.59	0.77
每股账面值	2.05	2.43	2.53	3.04	3.69
每股股息	0.25	0.29	0.08	0.12	0.31

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	2,058	2,439	2,918
物业、厂房及设备	309	497	644	832	1,058
其他	325	1,276	1,413	1,607	1,860
流动资产	11,619	12,254	13,130	14,450	15,835
现金及现金等价物	1,345	1,187	809	905	1,031
已抵押银行存款	6,201	6,092	6,624	7,211	7,556
存货	780	981	1,161	1,252	1,408
应收贸易款项	2,574	2,585	2,974	3,308	3,787
其他	719	1,409	1,560	1,774	2,053
流动负债	10,014	11,315	12,370	13,512	14,657
借债	6,488	7,222	7,754	8,341	8,686
应付贸易账款	1,843	1,952	2,245	2,474	2,850
其他	1,683	2,141	2,371	2,696	3,121
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	6	6
净资产总值	2,222	2,669	2,774	3,333	4,051
股东权益	2,222	2,669	2,774	3,333	4,051

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	426	645	847
折旧和摊销	57	86	103	122	145
营运资金变动	(475)	(335)	(198)	(83)	(114)
其他	448	(429)	(221)	(218)	(234)
经营活动所得现金净额	731	122	111	466	643
购置固定资产	(145)	(274)	(251)	(310)	(371)
其他	(210)	(692)	83	24	(19)
投资活动所得现金净额	(356)	(966)	(168)	(285)	(390)
股本的变化	56	44	0	0	0
银行贷款变动	5,030	735	532	587	345
其他	(5,297)	(143)	(852)	(671)	(473)
融资活动所得现金净额	(211)	637	(320)	(84)	(128)
现金增加净额	164	(207)	(377)	96	125
年初现金及现金等价物	1,170	1,345	1,187	809	905
外汇差额	11	49	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,345	1,187	809	905	1,031

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。