

## TCL 通讯 (2618 HK, HK\$7.74, 目标价 HK\$8.22, 持有) - 惠州新厂房参观摘要

- ❖ **惠州新厂一期投产。**我们参观了 TCL 通讯位于惠州的新厂房(一期)，新厂房楼高 3 层，比起以前 6 层高的旧厂房，新厂的布局显得更有效率。目前，新生产基地只有一期投产，年产量达 6500 万支手机。至于二期工厂将于 14 年 6 月开始运行，总产能将扩大到 1.1 亿支。
- ❖ **中端智能手机机型受市场欢迎。**TCL 通讯在第三季度推出 ONETOUCH IDOL 系列的中端(150-300 美元)智能手机广受市场欢迎。除了 IDOL X 和 HERO 等旗舰机型，公司也将推出一些较为时尚的机型，包括机身边缘半透明的四核机型 IDOL Alpha。我们相信 IDOL Alpha 将对推广品牌起正面作用。公司推出 ONETOUCH IDOL 系列中端智能手机有效提高产品售价和毛利率。我们预计 14 财年中端智能手机部门的毛利率可达 21 %。目前中高端智能手机机型占整体智能手机出货量的 15% 左右。我们预计中端智能手机(包括 IDOL X, HERO 和 IDOL Alpha) 在 14 财年将占整体智能手机出货量的 25%。
- ❖ **平板产品将是 14 年的成长动力。**TCL 通讯将于 14 财年推出一系列的平板电脑产品，丰富其产品线。公司将同时推出入门级(出厂价约 100 美元)和高端(出厂价约 150 美元)平板产品，以满足不同客户群的需要。公司 14 财年的平板销售目标为 400 至 500 万台。我们不认为短期内平板电脑的销量可达规模效应，并预期平板电脑业务 14 财年的毛利率为 19 %。
- ❖ **10 月份出货量增长稳定。**10 月 TCL 通讯手机出货总量达 572 万支，同比增长 33.1 %，归因于欧洲、中东和非洲地区的强劲表现。10 月份智能手机出货量达到了创纪录的 214 万支，同比增长 181%，占总出货量的 37.5 %。因功能手机的主要竞争对手从市场撤退，TCL 通讯功能手机业务的毛利率于三季度恢复到约 17%，另一方面，入门级智能机的毛利率则因竞争激烈而下降至约 14%。因此，我们认为仅仅是智能手机的出货比例增加未必会提高整体毛利率，而中端智能手机销量的增长才是推高毛利率的关键。
- ❖ **公司成功在三季度扭亏为盈，**我们将 13 和 14 财年的盈利预测从 0.57 亿港元和 3.81 亿港元分别上调至 2.36 亿港元及 8.49 亿港元。我们用 11 倍 14 年市盈率为公司估值，并将目标价从 3.61 港元升至 8.22 港元，相当于 6.2 % 的上升潜力。我们相信，公司现在的估值合理，并维持「持有」评级。

### 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 | 18,511 | 27,203 | 30,748 |
| 净利润 (港币百万元)    | 800    | -208   | 236    | 849    | 1,100  |
| 每股收益 (港币)      | 0.73   | -0.18  | 0.21   | 0.75   | 0.97   |
| 每股收益变动 (%)     | 12.6   | NA     | NA     | 259.5  | 29.6   |
| 市盈率(x)         | 10.6   | NA     | 37.2   | 10.4   | 8.0    |
| 市帐率(x)         | 3.2    | 3.7    | 3.5    | 2.6    | 2.1    |
| 股息率 (%)        | 3.8    | 0.4    | 0.0    | 2.9    | 3.8    |
| 权益收益率 (%)      | 29.9   | -8.9   | 9.4    | 25.2   | 26.1   |
| 净财务杠杆率 (%)     | 净现金    | 31.4   | 56.7   | 64.4   | 50.1   |

来源: 公司及招銀国际研究部

### TCL 通讯 (2618 HK)

|                   |                |
|-------------------|----------------|
| 评级                | 持有             |
| 收市价               | 7.74 港元        |
| 目标价               | 8.22 港元        |
| 市值 (港币百万)         | 8,913          |
| 过去 3 月平均交易 (港币百万) | 35.9           |
| 52 周高/低 (港币)      | 7.99/2.18      |
| 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 | 30.1% | 28.3% |
| 3 月 | 88.8% | 75.3% |
| 6 月 | 77.1% | 75.9% |

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)     | FY11A         | FY12A         | FY13E         | FY14E         | FY15E         |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>收入</b>         | <b>10,653</b> | <b>12,031</b> | <b>18,511</b> | <b>27,203</b> | <b>30,748</b> |
| 销售成本              | (8,325)       | (9,935)       | (14,981)      | (21,663)      | (24,533)      |
| <b>毛利</b>         | <b>2,328</b>  | <b>2,097</b>  | <b>3,529</b>  | <b>5,540</b>  | <b>6,214</b>  |
| 研发费用              | (459)         | (740)         | (1,030)       | (1,415)       | (1,537)       |
| 销售费用              | (866)         | (1,154)       | (1,520)       | (2,067)       | (2,214)       |
| 管理费用              | (558)         | (658)         | (896)         | (1,170)       | (1,291)       |
| 其他营运收入/费用         | (28)          | (109)         | (140)         | (245)         | (277)         |
| <b>息税前收益</b>      | <b>417</b>    | <b>(564)</b>  | <b>(56)</b>   | <b>644</b>    | <b>895</b>    |
| <b>息税及折旧摊销前收益</b> | <b>503</b>    | <b>(462)</b>  | <b>56</b>     | <b>763</b>    | <b>1,023</b>  |
| 利息收入              | 196           | 213           | 105           | 59            | 39            |
| 融资成本              | (140)         | (166)         | (100)         | (81)          | (72)          |
| 其他非营运收入/费用        | 311           | 328           | 321           | 369           | 425           |
| <b>税前利润</b>       | <b>783</b>    | <b>(188)</b>  | <b>271</b>    | <b>990</b>    | <b>1,286</b>  |
| 所得税               | 17            | (32)          | (41)          | (149)         | (193)         |
| 非控制股东权益           | (1)           | 12            | 6             | 7             | 7             |
| <b>净利润</b>        | <b>800</b>    | <b>(208)</b>  | <b>236</b>    | <b>849</b>    | <b>1,100</b>  |

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) | FY11A         | FY12A         | FY13E         | FY14E         | FY15E         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>非流动资产</b>  | <b>1,773</b>  | <b>2,109</b>  | <b>2,969</b>  | <b>4,104</b>  | <b>4,600</b>  |
| 物业、厂房及设备      | 497           | 597           | 642           | 684           | 735           |
| 递延税项资产        | 106           | 131           | 201           | 295           | 334           |
| 其他            | 1,170         | 1,382         | 2,126         | 3,124         | 3,531         |
| <b>流动资产</b>   | <b>12,254</b> | <b>11,212</b> | <b>11,537</b> | <b>14,168</b> | <b>15,547</b> |
| 现金及现金等价物      | 1,187         | 970           | 1,469         | 929           | 1,187         |
| 已抵押银行存款       | 6,092         | 4,221         | 1,421         | 721           | 121           |
| 存货            | 981           | 1,263         | 1,642         | 2,374         | 2,689         |
| 应收贸易款项        | 2,585         | 2,842         | 4,057         | 5,813         | 6,655         |
| 其他            | 1,409         | 1,916         | 2,947         | 4,331         | 4,895         |
| <b>流动负债</b>   | <b>11,315</b> | <b>10,606</b> | <b>11,385</b> | <b>14,302</b> | <b>15,332</b> |
| 借债            | 7,222         | 5,726         | 3,920         | 3,420         | 3,020         |
| 应付贸易账款        | 1,952         | 2,429         | 3,694         | 5,341         | 6,049         |
| 其他            | 2,141         | 2,451         | 3,770         | 5,541         | 6,263         |
| <b>非流动负债</b>  | <b>39</b>     | <b>393</b>    | <b>599</b>    | <b>599</b>    | <b>599</b>    |
| 借债            | 0             | 194           | 400           | 400           | 400           |
| 其他            | 39            | 199           | 199           | 199           | 199           |
| 少数股东权益        | 4             | 2             | (1)           | (1)           | (1)           |
| <b>净资产总值</b>  | <b>2,669</b>  | <b>2,321</b>  | <b>2,523</b>  | <b>3,372</b>  | <b>4,217</b>  |
| <b>股东权益</b>   | <b>2,669</b>  | <b>2,321</b>  | <b>2,523</b>  | <b>3,372</b>  | <b>4,217</b>  |

来源：公司资料，招银国际预测

**现金流量表**

| 12月31日 (百万港币)     | FY11A      | FY12A        | FY13E       | FY14E      | FY15E      |
|-------------------|------------|--------------|-------------|------------|------------|
| <b>营业利润</b>       | <b>417</b> | <b>(564)</b> | <b>(56)</b> | <b>644</b> | <b>895</b> |
| 折旧和摊销             | 86         | 101          | 112         | 120        | 129        |
| 营运资金变动            | (335)      | (260)        | (40)        | (454)      | (291)      |
| 利息支出              | (140)      | (166)        | (100)       | (81)       | (72)       |
| 利息收入              | 196        | 213          | 105         | 59         | 39         |
| 税款支出              | (57)       | (57)         | (111)       | (243)      | (231)      |
| 其他                | (45)       | 956          | 327         | 376        | 432        |
| <b>经营活动所得现金净额</b> | <b>122</b> | <b>224</b>   | <b>237</b>  | <b>420</b> | <b>899</b> |

|                   |              |                |              |                |              |
|-------------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|
| 购置固定资产            | (274)        | (201)          | (157)        | (162)          | (179)        |
| 其他                | (692)        | (851)          | (744)        | (998)          | (407)        |
| <b>投资活动所得现金净额</b> | <b>(966)</b> | <b>(1,052)</b> | <b>(902)</b> | <b>(1,160)</b> | <b>(586)</b> |

|                   |            |            |              |            |             |
|-------------------|------------|------------|--------------|------------|-------------|
| 股本的变化             | 44         | 53         | (0)          | 0          | 0           |
| 银行贷款变动            | 735        | (1,302)    | (1,600)      | (500)      | (400)       |
| 其他                | (143)      | 1,890      | 2,764        | 700        | 345         |
| <b>融资活动所得现金净额</b> | <b>637</b> | <b>640</b> | <b>1,164</b> | <b>200</b> | <b>(55)</b> |

|                   |              |              |              |              |              |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>现金增加净额</b>     | <b>(207)</b> | <b>(187)</b> | <b>500</b>   | <b>(540)</b> | <b>258</b>   |
| 年初现金及现金等价物        | 1,345        | 1,187        | 970          | 1,469        | 929          |
| 外汇差额              | 49           | (30)         | 0            | 0            | 0            |
| <b>年末现金及现金等价物</b> | <b>1,187</b> | <b>970</b>   | <b>1,469</b> | <b>929</b>   | <b>1,187</b> |

来源：公司资料，招银国际预测

**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   | 19.1  | 20.4 | 20.2 |
| 息税及折旧摊销前收益率 | 4.7   | (3.8)  | 0.3   | 2.8  | 3.3  |
| 营业利润率       | 3.9   | (4.7)  | (0.3) | 2.4  | 2.9  |
| 净利润率        | 7.5   | (1.7)  | 1.3   | 3.1  | 3.6  |
| 有效税率        | (2.2) | (16.7) | 15.0  | 15.0 | 15.0 |

**增长 (%)**

|         |      |      |      |      |    |
|---------|------|------|------|------|----|
| 收入增长    | 22   | 13   | 54   | 47   | 13 |
| 毛利增长    | 19   | (10) | 68   | 57   | 12 |
| 息税前收益增长 | (21) | N.A. | N.A. | N.A. | 39 |
| 净利润增长   | 14   | N.A. | N.A. | 259  | 30 |

**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 | 0.8 | 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  | 57  | 64  | 50  |

**回报率 (%)**

|       |      |       |     |      |      |
|-------|------|-------|-----|------|------|
| 资本回报率 | 29.9 | (8.9) | 9.4 | 25.2 | 26.1 |
| 资产回报率 | 5.7  | (1.6) | 1.6 | 4.6  | 5.5  |

**每股数据 (港币)**

|       |      |        |      |      |      |
|-------|------|--------|------|------|------|
| 每股利润  | 0.73 | (0.18) | 0.21 | 0.75 | 0.97 |
| 每股账面值 | 2.43 | 2.07   | 2.22 | 2.97 | 3.71 |
| 每股股息  | 0.29 | 0.03   | 0.00 | 0.22 | 0.29 |

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。