

# 睿智投資

## TCL 通訊 (2618 HK, HK\$2.45, 目標價HK\$1.54, 賣出) -2013年是艱難的一年

- ❖ **2012財年全年盈利預警。**TCL 通訊在1月8日發佈12財年盈利預警，四季度和2012全年預計將錄得淨虧損。業績令人失望，這可以被歸因為1)功能手機的售價和毛利率受到入門級智能手機的競爭而下滑；2)市場上智能手機產品同質化令價格有下行壓力；3)TCL 通訊的智能手機業務尚未實現規模效應；及4)為保智能手機市場的競爭力而導致的研發和營銷成本上升。
- ❖ **產品同質化是關鍵。**在2G功能手機時代，中國品牌在外觀、硬體及軟件各方面競爭，產品各有特色。然而，在智慧手機時代，中國低端品牌都採用安卓(Android)操作系統以及相似的硬體規格，中低端智慧手機的差異化越來越小。產品同質化使中國品牌的智能手機面臨著巨大的價格壓力。為了降低單位成本，中國的智慧手機廠商採用迅速擴大出貨量的策略以獲得規模效應，這又導致進一步的價格競爭。雖然我們預計TCL 通訊的13財年出貨量將因低端智慧手機的需求加速而溫和增長6.3%，我們仍然認為公司將面臨艱難的一年，因為其手機售價和利潤率都將受到低端廠商過度競爭的擠壓。
- ❖ **13財年的前景取決於智能手機能否達到規模效應。**在12財年的前11個月，TCL 通訊智能手機出貨量達588萬台，佔手機出貨總量的15.3%。公司的智慧手機出貨進度仍慢於我們的預期，也不能達到規模效應。我們相信公司的13財年的前景將很大程度上取決於能否快速擴展其智慧手機業務，從而獲得規模效應，降低單位成本。公司亦指出，將會審慎控制研發和營銷支出。
- ❖ **我們下調13財年的毛利率和盈利預期分別達2.8百分點至17.9%和74.8%至港幣1.41億。**我們預計TCL 通訊的13財年出貨量將溫和增長，但將很難在激烈的競爭中提高利潤率。我們預計利潤率回升將不會在短期內發生，因功能手機和低端智慧手機市場皆面對沉重價格壓力。TCL 通訊面臨的情況與其在09年向功能手機轉型時類似，09年公司平均的市帳率為0.7倍。我們用0.7倍13財年市帳率為TCL 通訊估值，目標價由港幣2.00元下調至港幣1.54元，意味著37.1%的下調空間。評級下調至沽售。

### 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	12,214	13,240	14,742
淨利潤(港幣百萬元)	702	800	-30	141	233
每股收益(港幣)	0.65	0.73	-0.03	0.13	0.21
每股收益變動(%)	2476.5	12.6	NA	NA	65.5
市盈率(x)	3.9	3.4	NA	19.9	12.0
市帳率(x)	1.2	1.0	1.2	1.1	1.1
股息率(%)	10.0	11.7	0.0	1.5	3.3
權益收益率(%)	31.6	29.9	-1.3	5.7	8.8
淨財務槓杆率(%)	淨現金	淨現金	31.3	31.8	32.9

來源:公司及招銀國際研究部

### TCL 通訊 (2618 HK)

評級	賣出
收市價	2.45 港元
目標價	1.54 港元
市值(港幣百萬)	2,764
過去3月平均交易(港幣百萬)	13.1
52週高/低(港幣)	4.47/1.6
發行股數(百萬股)	1,114
主要股東	TCL 控股 (47.8%)

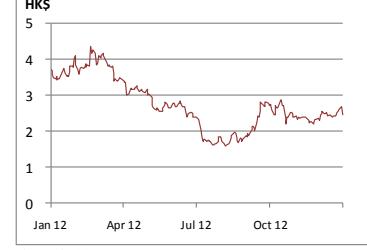
來源:彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1月	4.3%	0.0%
3月	-10.3%	-18.8%
6月	3.8%	-13.2%

來源:彭博

### 過去一年股價



來源:彭博

**利润表**

12月31日 (百万港币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	8,701	10,653	12,214	13,240	14,742
销售成本	(6,752)	(8,325)	(10,095)	(10,870)	(12,059)
毛利	1,948	2,328	2,119	2,370	2,683
研发费用	(357)	(459)	(604)	(636)	(708)
销售费用	(620)	(866)	(1,125)	(1,152)	(1,253)
管理费用	(436)	(558)	(637)	(662)	(737)
其他营运收入/费用	(5)	(28)	(86)	(66)	(59)
<b>息税前收益</b>	<b>530</b>	<b>417</b>	<b>(332)</b>	<b>(146)</b>	<b>(74)</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>586</b>	<b>503</b>	<b>(233)</b>	<b>(38)</b>	<b>42</b>
利息收入	83	196	209	160	144
融资成本	(63)	(140)	(175)	(148)	(137)
其他非营运收入/费用	195	311	255	277	308
<b>税前利润</b>	<b>745</b>	<b>783</b>	<b>(43)</b>	<b>144</b>	<b>242</b>
所得税	(43)	17	1	(9)	(15)
非控制股东权益	0	(1)	11	6	6
<b>净利润</b>	<b>702</b>	<b>800</b>	<b>(30)</b>	<b>141</b>	<b>233</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

**主要比率**

12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	22.4	21.9	17.3	17.9	18.2
息税及折旧摊销前收益率	6.7	4.7	(1.9)	(0.3)	0.3
营业利润率	6.1	3.9	(2.7)	(1.1)	(0.5)
净利润率	8.1	7.5	(0.2)	1.1	1.6
有效税率	5.8	(2.2)	3.0	6.0	6.0
<b>增长 (%)</b>					
收入增长	100	22	15	8	11
毛利增长	105	19	(9)	12	13
息税前收益增长	N.A.	(21)	N.A.	N.A.	N.A.
净利润增长	2,951	14	N.A.	N.A.	65
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
速动比率 (x)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
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)	31	32	33
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	31.6	29.9	(1.3)	5.7	8.8
资产回报率	5.7	5.7	(0.2)	1.1	1.7
<b>每股数据 (港币)</b>					
每股利润	0.65	0.73	(0.03)	0.13	0.21
每股账面值	2.05	2.43	2.07	2.20	2.37
每股股息	0.25	0.29	0.00	0.04	0.08

来源：公司资料，招银国际则预测

**资产负债表**

12月31日 (百万港币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>非流动资产</b>	<b>635</b>	<b>1,773</b>	<b>2,012</b>	<b>2,182</b>	<b>2,406</b>
物业、厂房及设备	309	497	549	596	640
其他	325	1,276	1,463	1,586	1,766
<b>流动资产</b>	<b>11,619</b>	<b>12,254</b>	<b>10,932</b>	<b>10,734</b>	<b>10,981</b>
现金及现金等价物	1,345	1,187	402	346	257
已抵押银行存款	6,201	6,092	4,592	4,092	3,792
存货	780	981	1,245	1,281	1,388
应收贸易款项	2,574	2,585	3,079	3,265	3,595
其他	719	1,409	1,615	1,751	1,949
<b>流动负债</b>	<b>10,014</b>	<b>11,315</b>	<b>10,583</b>	<b>10,414</b>	<b>10,693</b>
借债	6,488	7,222	5,722	5,222	4,922
应付贸易账款	1,843	1,952	2,406	2,531	2,808
其他	1,683	2,141	2,454	2,661	2,962
<b>非流动负债</b>	<b>18</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>	<b>39</b>
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
<b>净资产总值</b>	<b>2,222</b>	<b>2,669</b>	<b>2,317</b>	<b>2,458</b>	<b>2,649</b>
<b>股东权益</b>	<b>2,222</b>	<b>2,669</b>	<b>2,317</b>	<b>2,458</b>	<b>2,649</b>

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
<b>净利润</b>	<b>702</b>	<b>800</b>	<b>(30)</b>	<b>141</b>	<b>233</b>
折旧和摊销	57	86	99	107	116
营运资金变动	(475)	(335)	(196)	(26)	(57)
其他	448	(429)	(209)	(160)	(144)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>731</b>	<b>122</b>	<b>(336)</b>	<b>61</b>	<b>147</b>
购置固定资产	(145)	(274)	(151)	(155)	(160)
其他	(210)	(692)	22	37	(36)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(356)</b>	<b>(966)</b>	<b>(129)</b>	<b>(118)</b>	<b>(195)</b>
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	500	258
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(211)</b>	<b>637</b>	<b>(320)</b>	<b>0</b>	<b>(42)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>164</b>	<b>(207)</b>	<b>(785)</b>	<b>(56)</b>	<b>(89)</b>
年初现金及现金等价物	<b>1,170</b>	<b>1,345</b>	<b>1,187</b>	<b>402</b>	<b>346</b>
外汇差额	11	49	0	0	0
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>1,345</b>	<b>1,187</b>	<b>402</b>	<b>346</b>	<b>257</b>

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) 他們的薪酬在過往、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: 香港中環夏慤道 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。接收本報告之行為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。