

TCL 通訊 (2618 HK, HK\$3.86, 目標價 HK\$3.61, 持有) - 隧道盡頭的曙光

- ❖ **智能手機部門開始實現規模效應。**我們上星期參觀了 TCL 通訊在惠州的生產基地，並相信該公司的智能手機業務已上正軌。公司智能手機在 6 月的出貨量為 132 萬台，同比增長 126%，佔總出貨量的 32.5%。智能手機出貨的顯著增加主要歸因於利用“阿爾卡特”品牌在歐洲區錄得的銷售增長，尤其是在法國、俄羅斯、德國和意大利等國。這是 TCL 通訊連續第二個月智能手機出貨量達到一百萬支，我們相信智能手機生產線終於達到規模效應。
- ❖ **中端智能手機帶動售價上升。**新機型的銷售，包括在海外市場大受歡迎的超薄機型 Onetouch Idol Ultra (TCL S850) 帶動中端智能手機 (150-200 美元) 出貨上升。管理層表示，在 6 月的智能手機總出貨量中，15% 以上屬於中端機型。管理層預計 13 財年將推出約 40 個新的智能手機機型，而中端 Onetouch Idol 系列的中價智能手機將作為旗艦機型繼續主攻歐洲市場。因此，我們預計中端智能手機出貨量增長將繼續超越其他機型，並預測中端機型在 13 財年的出貨將佔智能手機總出貨量的 22.3%。入門級智能手機的平均售價僅為 40-100 美元，中端智能手機銷售上升將顯著推動整體平均售價。我們預計 TCL 通訊第二季及 13 財年的手機整體平均售價將分別達 41.0 美元及 43.1 美元，比第一季的 37.0 美元大幅增長。
- ❖ **第二季將轉虧為盈。**隨著產品結構的大幅改善，TCL 通訊公佈將在 13 財年第二季轉虧為盈。經過連續三個季度的淨虧損，我們預計公司將在第二季錄得 0.42 億港元淨利潤。由於公司成功切入中端智能手機市場，我們預期成長趨勢將在 13 財年下半年持續，並預計第三及第四季的淨利潤分別為 1.02 億及 1.58 億港元。
- ❖ **我們樂見 TCL 通訊的智能手機部門開始獲得規模效應。**我們預計中端智能手機銷售比重的增加將顯著提升公司的整體平均售價。我們上調 13 和 14 財年的盈利預測達 232.1% 和 222.6% 至 0.56 億和 3.69 億港元。TCL 通訊在 09 財年下半年時也曾面對類似的經營業績轉虧為盈的情況，當時的市帳率為 0.5 倍至 1.5 倍之間。我們用 1.5 倍 14 財年市帳率為 TCL 通訊估值，並將目標價由 1.84 港元上調至 3.61 港元，相當於 6.5% 的下行風險。我們將評級從「賣出」上調至「持有」。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (港幣百萬元)	10,653	12,031	15,599	18,875	22,110
淨利潤 (港幣百萬元)	800	-208	56	369	531
每股收益 (港幣)	0.73	-0.18	0.05	0.33	0.47
每股收益變動 (%)	12.6	NA	NA	562.1	43.8
市盈率 (x)	5.3	NA	78.6	11.9	8.3
市帳率 (x)	1.6	1.9	1.9	1.6	1.4
股息率 (%)	7.5	0.8	0.0	2.5	3.6
權益收益率 (%)	29.9	-8.9	2.4	13.6	16.9
淨財務槓杆率 (%)	淨現金	31.4	42.9	44.4	47.8

來源: 公司及招銀國際研究部

TCL 通訊 (2618 HK)

評級	持有
收市價	3.86 港元
目標價	3.61 港元
市值 (港幣百萬)	4,410
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	26.6
52 周高/低 (港幣)	4.51/1.6
發行股數 (百萬股)	1,128
主要股東	TCL 控股 (47.8%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	10.6%	8.9%
3 月	68.6%	71.5%
6 月	55.6%	71.1%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

利潤表

12月31日 (百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	10,653	12,031	15,599	18,875	22,110
销售成本	(8,325)	(9,935)	(12,982)	(15,560)	(18,156)
毛利	2,328	2,097	2,617	3,315	3,954
研发费用	(459)	(740)	(826)	(944)	(1,061)
销售费用	(866)	(1,154)	(1,248)	(1,397)	(1,592)
管理费用	(558)	(658)	(815)	(906)	(1,061)
其他营运收入/费用	(28)	(109)	(43)	(57)	(66)
息税前收益	417	(564)	(315)	12	173
息税及折旧摊销前收益	503	(462)	(203)	132	302
利息收入	196	213	164	139	115
融资成本	(140)	(166)	(143)	(131)	(119)
其他非营运收入/费用	311	328	360	415	456
税前利润	783	(188)	67	435	626
所得税	17	(32)	(10)	(65)	(94)
非控制股东权益	(1)	12	(1)	(1)	(1)
净利润	800	(208)	56	369	531

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
非流动资产	1,773	2,109	2,603	3,057	3,518
物业、厂房及设备	497	597	642	684	739
递延税项资产	106	131	169	205	240
其他	1,170	1,382	1,791	2,168	2,539
流动资产	12,254	11,212	11,739	12,458	13,316
现金及现金等价物	1,187	970	693	493	199
已抵押银行存款	6,092	4,221	3,721	3,221	2,821
存货	981	1,263	1,423	1,705	1,990
应收贸易款项	2,585	2,842	3,419	4,034	4,785
其他	1,409	1,916	2,484	3,005	3,520
流动负债	11,315	10,606	11,698	12,501	13,400
借债	7,222	5,726	5,320	4,820	4,420
应付贸易账款	1,952	2,429	3,201	3,837	4,477
其他	2,141	2,451	3,177	3,845	4,503
非流动负债	39	393	299	299	299
借债	0	194	100	100	100
其他	39	199	199	199	199
少数股东权益	4	2	2	2	3
净资产总值	2,669	2,321	2,343	2,712	3,132
股东权益	2,669	2,321	2,343	2,712	3,132

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
营业利润	417	(564)	(315)	12	173
折旧和摊销	86	101	112	120	129
营运资金变动	(335)	(260)	195	(116)	(252)
利息支出	(140)	(166)	(143)	(131)	(119)
利息收入	196	213	164	139	115
税款支出	(57)	(57)	(49)	(101)	(129)
其他	(45)	956	360	414	455
经营活动所得现金净额	122	224	324	337	372
购置固定资产	(274)	(201)	(157)	(162)	(183)
其他	(692)	(851)	(410)	(376)	(371)
投资活动所得现金净额	(966)	(1,052)	(567)	(538)	(555)
股本的变化	44	53	0	0	0
银行贷款变动	735	(1,302)	(500)	(500)	(400)
其他	(143)	1,890	467	500	290
融资活动所得现金净额	637	640	(33)	0	(110)
现金增加净额	(207)	(187)	(277)	(200)	(293)
年初现金及现金等价物	1,345	1,187	970	693	493
外汇差额	49	(30)	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,187	970	693	493	199

来源：公司资料，招银国际则预测

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	16.8	17.6	17.9
息税及折旧摊销前收益率	4.7	(3.8)	(1.3)	0.7	1.4
营业利润率	3.9	(4.7)	(2.0)	0.1	0.8
净利润率	7.5	(1.7)	0.4	2.0	2.4
有效税率	(2.2)	(16.7)	15.0	15.0	15.0
增长 (%)					
收入增长	22	13	30	21	17
毛利增长	19	(10)	25	27	19
息税前收益增长	(21)	N.A.	N.A.	N.A.	1,312
净利润增长	14	N.A.	N.A.	562	44
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	0.9	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	43	44	48
回报率 (%)					
资本回报率	29.9	(8.9)	2.4	13.6	16.9
资产回报率	5.7	(1.6)	0.4	2.4	3.2
每股数据 (港币)					
每股利润	0.73	(0.18)	0.05	0.33	0.47
每股账面值	2.43	2.07	2.08	2.41	2.78
每股股息	0.29	0.03	0.00	0.10	0.14

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(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，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 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。