

TCL 通訊 (2618 HK, HK\$7.26, 目標價 HK\$7.84, 持有) - 競爭加劇毛利受壓

- ❖ **3Q14 營收增長穩定，毛利率受壓。** TCL 通訊公佈 3Q14 業績。因手機銷售量及平均售價均顯著提高，營業額按年增長 42.6% 至 77.8 億港元。因智能手機佔銷售比大幅上升，產品平均售價由 3Q13 的 45.4 美元升至 3Q14 的 53.4 美元，按年上升 17.6%。智能手機市場的放量令 3Q14 的總出貨量同比增長 21.3% 至 1,870 萬支。3Q14 的毛利率同比下滑 0.4 個百分點至 19.0%，主要是由於低毛利的入門級智能手機的銷售比上升。3Q14 淨利潤達到 2.9 億港元，對比 3Q13 淨利潤 2.3 億港元上升 30.3%。
- ❖ **美洲和中國市場帶動了第三季度出貨量的增長。** 因高基數效應，三季度出貨量同比增長 21.3%，對比一季度和二季度的 60.4% 和 34.5% 增速進一步放緩。三季度出貨量增長的動力來自於美洲（尤其是美國和哥倫比亞）和中國市場的銷售上升。三季度 TCL 通訊在美洲的手機總出貨達到 940 萬，同比增長 22%。而中國市場的出貨量更同比大增 54%。預期四季度 TCL 通訊將集中在美國和中國市場推出新機型，並整合美國市場的銷售渠道。
- ❖ **智能手機和功能手機的售價皆面臨壓力。** 受智能手機出貨比例顯著增加帶動，三季度整體產品平均售價按年增長 17.6% 至 53.4 美元。然而，三季度智能手機和功能手機的平均售價分別下跌 6.0% 及 34.1%，至 79.6 美元與 16.8 美元。智能手機的平均售價下降因銷售組合更偏向低中端手機。功能型手機的售價大跌，惟不會對公司有顯著影響，因功能手機只佔公司三季度收入的 13%。TCL 通訊將繼續專注於在新興市場推出低中端智能手機以帶動銷量成長，我們相信公司的智能手機平均售價將進一步受壓。
- ❖ **預計競爭加劇。** 我們維持我們的觀點，即市場的競爭將在下半年將加劇並持續到 2015 年。在 3 季度 TCL 通訊的產品結構更加偏向低中端智能手機。然而三星計劃將重點放在低中端智能手機將加劇市場競爭，並壓迫 TCL 通訊的毛利率。我們也預計聯想（992 HK）收購摩托羅拉的交易將進一步改變北美市場的競爭格局。
- ❖ **我們預期毛利率將受競爭加劇的影響而受壓，並下調 14 及 15 財年的盈利預測 6.0% 及 10.4% 至 9.10 億及 9.30 億港元。** 因增長前景轉淡和毛利率收窄的風險轉高，我們用 10 倍（此前 11 倍）15 年市盈率為公司估值，並將目標價從 9.73 港元降至 7.84 港元，相當於 8.0 % 的上漲空間。我們相信公司現在的估值合理，並維持「持有」評級。

TCL 通訊 (2618 HK)

評級	持有
收市價	7.26 港元
目標價	7.84 港元
市值 (港幣百萬)	8,827
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	45.9
52 周高/低 (港幣)	10.96/6.12
發行股數 (百萬股)	1,163
主要股東	TCL 控股 (47.8%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-24.2%	-23.7%
3 月	-29.3%	-25.6%
6 月	-13.9%	-17.8%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (港幣百萬)	12,031	19,362	29,179	32,432	34,847
淨利潤 (港幣百萬)	-208	313	910	930	1,039
每股收益 (港幣)	-0.18	0.28	0.77	0.78	0.88
每股收益變動 (%)	NA	NA	178.9	2.2	11.6
市盈率 (x)	NA	26.4	9.5	9.3	8.3
市帳率 (x)	3.5	2.8	2.3	2.0	1.7
股息率 (%)	0.4	1.4	3.7	3.8	4.2
權益收益率 (%)	-8.9	10.8	24.5	21.5	22.2
淨財務槓杆率 (%)	31.4	19.3	36.2	26.2	31.1

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

12月31日 (百万港币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	12,031	19,362	29,179	32,432	34,847
销售成本	(9,935)	(15,690)	(23,637)	(26,432)	(28,435)
毛利	2,097	3,672	5,543	6,000	6,412
研发费用	(740)	(1,064)	(1,266)	(1,395)	(1,464)
销售费用	(1,154)	(1,611)	(2,381)	(2,627)	(2,788)
管理费用	(658)	(946)	(1,211)	(1,297)	(1,359)
其他营运收入/费用	(109)	(158)	(254)	(259)	(314)
息税前收益	(564)	(108)	431	422	488
息税及折旧摊销前收益	(443)	51	639	672	770
利息收入	213	113	68	69	65
融资成本	(166)	(105)	(80)	(88)	(77)
其他非营运收入/费用	328	398	575	661	710
税前利润	(188)	298	994	1,063	1,186
所得税	(32)	18	(60)	(106)	(119)
非控制股东权益	12	(3)	(24)	(27)	(29)
净利润	(208)	313	910	930	1,039

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	2,109	2,557	3,719	4,078	4,355
物业、厂房及设备	597	941	1,284	1,370	1,446
递延税项资产	131	195	294	327	352
其他	1,381	1,421	2,141	2,380	2,557
流动资产	11,212	11,866	16,929	18,249	19,092
现金及现金等价物	970	142	460	673	1,037
已抵押银行存款	4,221	1,698	1,598	1,198	798
存货	1,263	2,649	3,885	4,345	4,519
应收贸易款项	2,842	5,551	8,234	8,974	9,452
其他	1,916	1,826	2,752	3,059	3,286
流动负债	10,606	11,221	16,652	17,717	18,124
借债	5,726	2,205	3,205	2,805	2,405
应付贸易账款	2,429	3,875	5,699	6,300	6,466
其他	2,451	5,141	7,748	8,612	9,253
非流动负债	393	289	289	289	289
借债	194	196	196	196	196
其他	199	93	93	93	93
少数股东权益	2	4	6	6	7
净资产总值	2,321	2,909	3,702	4,314	5,027
股东权益	2,321	2,909	3,702	4,314	5,027

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业利润	(564)	(108)	431	422	488
折旧和摊销	121	159	208	250	282
营运资金变动	(260)	132	(415)	(41)	(71)
利息支出	(166)	(105)	(80)	(88)	(77)
利息收入	213	113	68	69	65
税款支出	(57)	(47)	(159)	(139)	(143)
其他	936	395	550	634	681
经营活动所得现金净额	224	540	605	1,106	1,225
投资活动所得现金净额	(1,052)	(543)	(1,272)	(575)	(535)
购置固定资产	(221)	(502)	(551)	(337)	(358)
其他	(831)	(40)	(720)	(239)	(177)
融资活动所得现金净额	640	(825)	985	(318)	(325)
股本的变化	149	34	0	0	0
银行贷款变动	(1,302)	(3,519)	1,000	(400)	(400)
其他	1,794	2,660	(15)	82	75
现金增加净额	(187)	(828)	318	213	365
年初现金及现金等价物	1,187	970	142	460	673
外汇差额	(30)	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	970	142	460	673	1,037

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
盈利能力比率 (%)					
毛利率	17.4	19.0	19.0	18.5	18.4
息税及折旧摊销前收益率	(3.7)	0.3	2.2	2.1	2.2
营业利润率	(4.7)	(0.6)	1.5	1.3	1.4
净利润率	(1.7)	1.6	3.1	2.9	3.0
有效税率	(16.7)	(6.0)	6.0	10.0	10.0
增长 (%)					
收入增长	13	61	51	11	7
毛利增长	(10)	75	51	8	7
息税前收益增长	N.A.	N.A.	N.A.	(2)	16
净利润增长	N.A.	N.A.	190	2	12
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1
速动比率 (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
平均应收账款周转天数	86	105	103	101	99
平均存货周转天数	46	62	60	60	58
平均应付账款周转天数	89	90	88	87	83
现金周期	43	76	75	74	74
净负债/权益比率 (%)	31	19	36	26	31
回报率 (%)					
资本回报率	(8.9)	10.8	24.5	21.5	22.2
资产回报率	(1.6)	2.2	4.4	4.2	4.5

每股数据 (港币)

每股利润	(0.18)	0.28	0.77	0.78	0.88
每股账面值	2.07	2.56	3.13	3.64	4.24
每股股息	0.03	0.10	0.27	0.27	0.31

来源：公司资料，招银国际预测

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-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
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(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。