

TCL 通讯 (2618 HK, HK\$2.45, 目标价 HK\$1.54, 卖出) - 2013 年是艰难的一年

- ❖ **2012 财年全年盈利预警。**TCL 通讯在 1 月 8 日发布 12 财年盈利预警，四季度和 2012 全年预计将录得净亏损。业绩令人失望，这可以被归因为 1) 功能手机的售价和毛利率受到入门级智能手机的竞争而下滑；2) 市场上智能手机产品同质化令价格有下行压力；3) TCL 通讯的智能手机业务尚未实现规模效应；及 4) 为保智能手机市场的竞争力而导致的研发和营销成本上升。
- ❖ **产品同质化是关键。**在 2G 功能手机时代，中国品牌在外观、硬件及软件各方面竞争，产品各有特色。然而，在智能手机时代，中国低端品牌都采用安卓(Android)操作系统以及相似的硬件规格，中低端智能手机的差异化越来越小。产品同质化使中国品牌的智能手机面临着巨大的价格压力。为了降低单位成本，中国的智慧手机厂商采用迅速扩大出货量的策略以获得规模效应，这又导致进一步的价格竞争。虽然我们预计 TCL 通讯的 13 财年出货量将因低端智能手机的需求加速而温和增长 6.3%，我们仍然认为公司将面临艰难的一年，因为其手机售价和利润率都将受到低端厂商过度竞争的挤压。
- ❖ **13 财年的前景取决于智能手机能否达到规模效应。**在 12 财年的前 11 个月，TCL 通讯智能手机出货量达 588 万台，占手机出货总量的 15.3%。公司的智能手机出货进度仍慢于我们的预期，也不能达到规模效应。我们相信公司的 13 财年的前景将很大程度上取决于能否快速扩展其智能手机业务，从而获得规模效应，降低单位成本。公司亦指出，将会审慎控制研发和营销支出。
- ❖ **我们下调 13 财年的毛利率和盈利预期分别达 2.8 百分点至 17.9% 和 74.8% 至港币 1.41 亿。**我们预计 TCL 通讯的 13 财年出货量将温和增长，但将很难在激烈的竞争中提高利润率。我们预计利润率回升将不会在短期内发生，因功能手机和低端智能手机市场皆面对沉重价格压力。TCL 通讯面临的情况与其在 09 年向功能手机转型时类似，09 年公司平均的市帐率为 0.7 倍。我们用 0.7 倍 13 财年市帐率为 TCL 通讯估值，目标价由港币 2.00 元下调至港币 1.54 元，意味着 37.1% 的下调空间。评级下调至沽售。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (港币百万元)	8,701	10,653	12,214	13,240	14,742
净利润 (港币百万元)	702	800	-30	141	233
每股收益 (港币)	0.65	0.73	-0.03	0.13	0.21
每股收益变动 (%)	2476.5	12.6	NA	NA	65.5
市盈率(x)	3.9	3.4	NA	19.9	12.0
市帐率(x)	1.2	1.0	1.2	1.1	1.1
股息率 (%)	10.0	11.7	0.0	1.5	3.3
权益收益率 (%)	31.6	29.9	-1.3	5.7	8.8
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	31.3	31.8	32.9

来源: 公司及招银国际研究部

TCL 通讯 (2618 HK)

评级	卖出
收市价	2.45 港元
目标价	1.54 港元
市值 (港币百万)	2,764
过去 3 月平均交易 (港币百万)	13.1
52 周高/低 (港币)	4.47/1.6
发行股数 (百万股)	1,114
主要股东	TCL 控股 (47.8%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	4.3%	0.0%
3 月	-10.3%	-18.8%
6 月	3.8%	-13.2%

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)	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)
息税前收益	530	417	(332)	(146)	(74)
息税及折旧摊销前收益	586	503	(233)	(38)	42
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
税前利润	745	783	(43)	144	242
所得税	(43)	17	1	(9)	(15)
非控制股东权益	0	(1)	11	6	6
净利润	702	800	(30)	141	233

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	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
增长 (%)					
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
资产负债比率					
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
回报率 (%)					
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

每股数据 (港币)

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	2,012	2,182	2,406
物业、厂房及设备	309	497	549	596	640
其他	325	1,276	1,463	1,586	1,766
流动资产	11,619	12,254	10,932	10,734	10,981
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
流动负债	10,014	11,315	10,583	10,414	10,693
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
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	2,317	2,458	2,649
股东权益	2,222	2,669	2,317	2,458	2,649

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	(30)	141	233
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)
经营活动所得现金净额	731	122	(336)	61	147
购置固定资产	(145)	(274)	(151)	(155)	(160)
其他	(210)	(692)	22	37	(36)
投资活动所得现金净额	(356)	(966)	(129)	(118)	(195)
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
融资活动所得现金净额	(211)	637	(320)	0	(42)
现金增加净额	164	(207)	(785)	(56)	(89)
年初现金及现金等价物	1,170	1,345	1,187	402	346
外汇差额	11	49	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,345	1,187	402	346	257

来源：公司资料，招银国际则预测

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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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上责任。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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国投资者

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。