

睿智投資

TCL 通訊 (2618 HK, HK\$7.74, 目標價HK\$8.22, 持有) -惠州新廠房參觀摘要

- ❖ **惠州新廠一期投產。**我們參觀了TCL 通訊位於惠州的新廠房(一期)，新廠房樓高3層，比起以前6層高的舊廠房，新廠的佈局顯得更有效率。目前，新生產基地只有一期投產，年產量達6500萬支手機。至於二期工廠將於14年6月開始運行，總產能將擴大到1.1億支。
- ❖ **中端智能手機機型受市場歡迎。**TCL 通訊在第三季度推出ONETOUCH IDOL系列的中端(150-300美元)智能手機廣受市場歡迎。除了IDOL X和HERO等旗艦機型，公司也將推出一些較為時尚的機型，包括機身邊緣半透明的四核機型IDOL Alpha。我們相信IDOL Alpha將對推廣品牌起正面作用。公司推出ONETOUCH IDOL系列中端智能手機有效提高產品售價和毛利率。我們預計14財年中端智能手機部門的毛利率可達21%。目前中高端智能手機機型佔整體智能手機出貨量的15%左右。我們預計中端智能手機(包括IDOL X, HERO和IDOL Alpha)在14財年將佔整體智能手機出貨量的25%。
- ❖ **平板產品將是14年的成長動力。**TCL 通訊將於14財年推出一系列的平板電腦產品，豐富其產品線。公司將同時推出入門級(出廠價約100美元)和高端(出廠價約150美元)平板產品，以滿足不同客戶群的需要。公司14財年的平板銷售目標為400至500萬台。我們不認為短期內平板電腦的銷量可達規模效應，並預期平板電腦業務14財年的毛利率為19%。
- ❖ **10月份出貨量增長穩定。**10月TCL 通訊手機出貨總量達572萬支，同比增長33.1%，歸因於歐洲、中東和非洲地區的強勁表現。10月份智能手機出貨量達到了創紀錄的214萬支，同比增長181%，占總出貨量的37.5%。因功能手機的主要競爭對手從市場撤退，TCL 通訊功能手機業務的毛利率於三季度恢復到約17%，另一方面，入門級智能機的毛利率則因競爭激烈而下降至約14%。因此，我們認為僅僅是智能手機的出貨比例增加未必會提高整體毛利率，而中端智能手機銷量的增長才是推高毛利率的關鍵。
- ❖ **公司成功在三季度扭虧為盈，我們將13和14財年的盈利預測從0.57億港元和3.81億港元分別上調至2.36億港元及8.49億港元。**我們用11倍14年市盈率為公司估值，並將目標價從3.61港元升至8.22港元，相當於6.2%的上升潛力。我們相信，公司現在的估值合理，並維持「持有」評級。

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	18,511	27,203	30,748
淨利潤(港幣百萬元)	800	-208	236	849	1,100
每股收益(港幣)	0.73	-0.18	0.21	0.75	0.97
每股收益變動(%)	12.6	NA	NA	259.5	29.6
市盈率(x)	10.6	NA	37.2	10.4	8.0
市帳率(x)	3.2	3.7	3.5	2.6	2.1
股息率(%)	3.8	0.4	0.0	2.9	3.8
權益收益率(%)	29.9	-8.9	9.4	25.2	26.1
淨財務槓杆率(%)	淨現金	31.4	56.7	64.4	50.1

來源：公司及招銀國際研究部

TCL 通訊(2618 HK)

評級	持有
收市價	7.74 港元
目標價	8.22 港元
市值(港幣百萬)	8,913
過去3月平均交易(港幣百萬)	35.9
52周高/低(港幣)	7.99/2.18
發行股數(百萬股)	1,128
主要股東	TCL 控股 (47.8%)

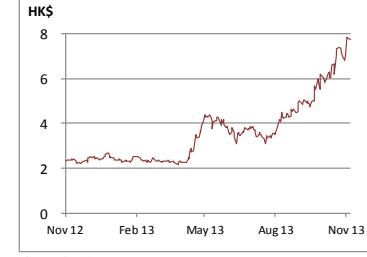
來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	30.1%	28.3%
3月	88.8%	75.3%
6月	77.1%	75.9%

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	10,653	12,031	18,511	27,203	30,748
销售成本	(8,325)	(9,935)	(14,981)	(21,663)	(24,533)
毛利	2,328	2,097	3,529	5,540	6,214
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)
息税前收益	417	(564)	(56)	644	895
息税及折旧摊销前收益	503	(462)	56	763	1,023
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
税前利润	783	(188)	271	990	1,286
所得税	17	(32)	(41)	(149)	(193)
非控制股东权益	(1)	12	6	7	7
净利润	800	(208)	236	849	1,100

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	2,969	4,104	4,600
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
流动资产	12,254	11,212	11,537	14,168	15,547
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
流动负债	11,315	10,606	11,385	14,302	15,332
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
非流动负债	39	393	599	599	599
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)
净资产总值	2,669	2,321	2,523	3,372	4,217
股东权益	2,669	2,321	2,523	3,372	4,217

来源：公司资料，招银国际预测

現金流量表

12月31日(百万港币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	417	(564)	(56)	644	895
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
经营活动所得现金净额	122	224	237	420	899
购置固定资产	(274)	(201)	(157)	(162)	(179)
其他	(692)	(851)	(744)	(998)	(407)
投资活动所得现金净额	(966)	(1,052)	(902)	(1,160)	(586)
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
融资活动所得现金净额	637	640	1,164	200	(55)
现金增加净额	(207)	(187)	500	(540)	258
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
年末现金及现金等价物	1,187	970	1,469	929	1,187

来源：公司资料，招銀國際則預測

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，招銀國際則預測

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。