

TCL 通訊 (2618 HK, HK\$8.53, 目標價 HK\$8.55, 持有) - 機會伴隨風險

- ❖ **4Q13 業績強勁。** TCL 通訊公佈 4Q13 業績。營業額按年大幅增長 93.1% 至 75.0 億港元，歸因於銷售量及平均售價均顯著提高。產品平均售價由 4Q12 的 37.0 美元升至 4Q13 的 50.2 美元，按年上升 35.3%。海外銷售的復甦及智能手機市場的爆發令 4Q13 的總出貨量同比增長 42.7% 至 1,920 萬支。4Q13 的毛利率同比大幅上升 4.1 個百分點至 19.6%，主要是由於 1) 中端智能手機的銷售比例增加，2) 智能手機業務實現規模效應。然而 4Q13 毛利率環比則無變化。4Q13 淨利潤達到 2.9 億港元，對比 4Q12 淨虧損 2.2 億港元。全年股息為每股 0.10 港元。
- ❖ **智能手機產品差異化。** TCL 通訊在 13 年的智能手機銷售比重達到 31.8%，比 12 年的 15.3% 大幅成長。Gartner 報告指出，13 年全球智能手機出貨佔總手機出貨量的 53.6%。我們預計 TCL 通訊仍有空間去提升智能手機銷售比重。公司將差異化其智能手機產品，以迎合不同的客戶：1) HERO 系列將專注於高端客戶群，2) IDOL 系列將針對中至高端客戶，而 3) POP 系列將針對入門級智能手機用家。因公司有了一個更明確的營銷策略，我們預計 14 年智能手機的出貨比重將達總出貨量的 43.1%。
- ❖ **平板產品可能成為雙刀劍。** TCL 通訊將在 14 年推出一系列的平板產品以豐富其產品線。公司將生產 7-8 寸的平板，分為入門級和高端級以滿足不同的客戶群體需要。惟目前平板產品線仍處於初始階段，近期不會有顯著的規模效應。平板產品的推出可能是一把雙刀劍，因為它既可能是一個新的增長引擎，也可能因缺乏規模效應而拖低整體毛利率。
- ❖ **聯想-摩托羅拉交易將加劇市場競爭。** 我們預計聯想 (992 HK) 收購摩托羅拉的交易將在 3Q14 完成。TCL 通訊和摩托羅拉在北美和拉丁美洲都有很強的市場佔有率。我們預計中端智能手機市場的競爭將在 14 年下半年加劇，這將可能壓低 TCL 通訊的毛利率。
- ❖ **我們上調 14 和 15 財年的盈利預測從 8.49 億港元和 11.00 億港元分別上調 4.4% 及 5.8% 至 8.86 億港元及 11.64 億港元。** 我們維持用 11 倍 14 年市盈率為公司估值，並將目標價從 8.22 港元升至 8.55 港元，相當於 0.2% 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。

TCL 通訊 (2618 HK)

評級	持有
收市價	8.53 港元
目標價	8.55 港元
市值 (港幣百萬)	10,011
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	44.04
52 周高/低 (港幣)	9.2/2.18
發行股數 (百萬股)	1,162
主要股東	TCL 控股 (47.8%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	2.8%	3.4%
3 月	16.2%	24.0%
6 月	98.8%	94.9%

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 (港幣百萬元)	12,031	19,362	25,869	31,216	37,764
淨利潤 (港幣百萬元)	-208	313	886	1,164	1,291
每股收益 (港幣)	-0.18	0.28	0.78	1.02	1.13
每股收益變動 (%)	NA	NA	182.6	31.4	0.0
市盈率 (x)	NA	31.0	11.0	8.4	7.5
市帳率 (x)	4.1	3.3	2.6	2.1	1.8
股息率 (%)	0.4	1.2	2.7	3.6	4.0
權益收益率 (%)	-8.9	10.8	24.0	25.4	25.5
淨財務槓杆率 (%)	31.4	19.3	淨現金	淨現金	淨現金

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	25,869	31,216	37,764
销售成本	(9,935)	(15,690)	(20,747)	(25,160)	(30,589)
毛利	2,097	3,672	5,122	6,056	7,175
研发费用	(740)	(1,064)	(1,293)	(1,530)	(1,850)
销售费用	(1,154)	(1,611)	(1,966)	(2,248)	(2,681)
管理费用	(658)	(946)	(1,061)	(1,217)	(1,435)
其他营运收入/费用	(109)	(158)	(233)	(250)	(340)
息税前收益	(564)	(108)	569	812	869
息税及折旧摊销前收益	(443)	51	768	1,047	1,148
利息收入	213	113	65	70	41
融资成本	(166)	(105)	(54)	(43)	(33)
其他非营运收入/费用	328	398	458	527	637
税前利润	(188)	298	1,038	1,365	1,514
所得税	(32)	18	(156)	(205)	(227)
非控制股东权益	12	(3)	3	3	4
净利润	(208)	313	886	1,164	1,291

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	3,252	3,888	4,670
物业、厂房及设备	597	941	1,093	1,282	1,518
递延税项资产	131	195	261	315	381
其他	1,381	1,421	1,899	2,291	2,772
流动资产	11,212	11,866	14,125	16,367	18,114
现金及现金等价物	970	142	1,011	1,327	1,233
已抵押银行存款	4,221	1,698	1,198	798	398
存货	1,263	2,649	2,956	3,515	4,023
应收贸易款项	2,842	5,551	6,520	7,783	8,898
其他	1,916	1,826	2,440	2,944	3,562
流动负债	10,606	11,221	13,405	15,384	16,970
借债	5,726	2,205	1,705	1,305	905
应付贸易账款	2,429	3,875	4,831	5,790	6,872
其他	2,451	5,141	6,869	8,289	9,192
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	5	6	7
净资产总值	2,321	2,909	3,678	4,576	5,518
股东权益	2,321	2,909	3,678	4,576	5,518

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	FY13E	FY14E	FY15E	FY16E
营业利润	(564)	(108)	569	812	869
折旧和摊销	121	159	199	235	279
营运资金变动	(260)	132	795	52	(255)
利息支出	(166)	(105)	(54)	(43)	(33)
利息收入	213	113	65	70	41
税款支出	(57)	(47)	(221)	(259)	(293)
其他	936	395	461	530	641
经营活动所得现金净额	224	540	1,814	1,398	1,250
购置固定资产	(221)	(502)	(351)	(424)	(515)
其他	(831)	(40)	(478)	(392)	(481)
投资活动所得现金净额	(1,052)	(543)	(829)	(817)	(995)
股本的变化	149	34	0	0	0
银行贷款变动	(1,302)	(3,519)	(500)	(400)	(400)
其他	1,794	2,660	384	135	52
融资活动所得现金净额	640	(825)	(116)	(265)	(348)
现金增加净额	(187)	(828)	869	316	(94)
年初现金及现金等价物	1,187	970	142	1,011	1,327
外汇差额	(30)	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	970	142	1,011	1,327	1,233

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	19.8	19.4	19.0
息税及折旧摊销前收益率	(3.7)	0.3	3.0	3.4	3.0
营业利润率	(4.7)	(0.6)	2.2	2.6	2.3
净利润率	(1.7)	1.6	3.4	3.7	3.4
有效税率	(16.7)	(6.0)	15.0	15.0	15.0
增长 (%)					
收入增长	13	61	34	21	21
毛利增长	(10)	75	39	18	18
息税前收益增长	N.A.	N.A.	N.A.	43	7
净利润增长	N.A.	N.A.	183	31	11
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.1	1.1	1.1	1.1	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	92	91	86
平均存货周转天数	46	62	52	51	48
平均应付账款周转天数	89	90	85	84	82
现金周期	43	76	59	58	52
净负债/权益比率 (%)	31	19	(8)	(14)	(2)
回报率 (%)					
资本回报率	(8.9)	10.8	24.0	25.4	25.5
资产回报率	(1.6)	2.2	5.1	5.7	6.0
每股数据 (港币)					
每股利润	(0.18)	0.28	0.78	1.02	1.13
每股账面值	2.07	2.56	3.23	4.02	4.85
每股股息	0.03	0.10	0.23	0.31	0.34

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。