

TCL 通讯 (2618 HK, HK\$8.53, 目标价 HK\$8.55, 持有) - 机会伴随风险

- ❖ **4Q13 业绩强劲。** TCL 通讯公布 4Q13 业绩。营业额按年大幅增长 93.1% 至 75.0 亿港元，归因于销售量及平均售价均显著提高。产品平均售价由 4Q12 的 37.0 美元升至 4Q13 的 50.2 美元，按年上升 35.3%。海外销售的复苏及智能手机市场的爆发令 4Q13 的总出货量同比增长 42.7% 至 1,920 万支。4Q13 的毛利率同比大幅上升 4.1 个百分点至 19.6%，主要是由于 1) 中端智能手机的销售比例增加，2) 智能手机业务实现规模效应。然而 4Q13 毛利率环比则无变化。4Q13 净利润达到 2.9 亿港元，对比 4Q12 净亏损 2.2 亿港元。全年股息为每股 0.10 港元。
- ❖ **智能手机产品差异化。** TCL 通讯在 13 年的智能手机销售比重达到 31.8%，比 12 年的 15.3% 大幅成长。Gartner 报告指出，13 年全球智能手机出货占总手机出货量的 53.6%。我们预计 TCL 通讯仍有空间去提升智能手机销售比重。公司将差异化其智能手机产品，以迎合不同的客户：1) HERO 系列将专注于高端客户群，2) IDOL 系列将针对中至高端客户，而 3) POP 系列将针对入门级智能手机用户。因公司有了一个更明确的营销策略，我们预计 14 年智能手机的出货比重将达总出货量的 43.1%。
- ❖ **平板产品可能成为双刃剑。** TCL 通讯将在 14 年推出一系列的平板产品以丰富其产品线。公司将生产 7-8 寸的平板，分为入门级和高端级以满足不同的客户群体需要。惟目前平板产品线仍处于初始阶段，近期不会有显著的规模效应。平板产品的推出可能是一把双刃剑，因为它既可能是一个新的增长引擎，也可能因缺乏规模效应而拖低整体毛利率。
- ❖ **联想-摩托罗拉交易将加剧市场竞争。** 我们预计联想 (992 HK) 收购摩托罗拉的交易将在 3Q14 完成。TCL 通讯和摩托罗拉在北美和拉丁美洲都有很强的市场占有率。我们预计中端智能手机市场的竞争将在 14 年下半年加剧，这将可能压低 TCL 通讯的毛利率。
- ❖ **我们上调 14 和 15 财年的盈利预测从 8.49 亿港元和 11.00 亿港元分别上调 4.4% 及 5.8% 至 8.86 亿港元及 11.64 亿港元。我们维持用 11 倍 14 年市盈率为公司估值，并将目标价从 8.22 港元升至 8.55 港元，相当于 0.2% 的上升潜力。我们相信，公司现在的估值合理，并维持「持有」评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (港币百万元)	12,031	19,362	25,869	31,216	37,764
净利润 (港币百万元)	-208	313	886	1,164	1,291
每股收益 (港币)	-0.18	0.28	0.78	1.02	1.13
每股收益变动 (%)	NA	NA	182.6	31.4	0.0
市盈率 (x)	NA	31.0	11.0	8.4	7.5
市帐率 (x)	4.1	3.3	2.6	2.1	1.8
股息率 (%)	0.4	1.2	2.7	3.6	4.0
权益收益率 (%)	-8.9	10.8	24.0	25.4	25.5
净财务杠杆率 (%)	31.4	19.3	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

TCL 通讯 (2618 HK)

评级	持有
收市价	8.53 港元
目标价	8.55 港元
市值 (港币百万)	10,011
过去 3 月平均交易 (港币百万)	44.04
52 周高/低 (港币)	9.2/2.18
发行股数 (百万股)	1,162
主要股东	TCL 控股 (47.8%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	2.8%	3.4%
3 月	16.2%	24.0%
6 月	98.8%	94.9%

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)	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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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法律责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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。