

TCL 通讯 (2618 HK, HK\$1.72, 目标价 HK\$2.33, 买入) - 痛苦的转型期

- ❖ **1H12 盈警。** 7 月 15 日, TCL 通讯公布盈警, 预计第二季净利润同比将显著下降, 同时预期第二季净利润将高于第一季。盈利大幅倒退是由于 1) 全球消费者信心下降, 影响功能手机的售价和毛利率; 2) 因公司的智能手机开发时间比预期长, 智能手机毛利率提升缓慢; 和 3) 为打入智能手机市场而导致研发和市场推广成本上升。
- ❖ **六月份出货量增长重回正轨, 惟智能手机出货量增长面临瓶颈。** TCL 通讯 6 月份的手机出货量增长强劲。手机总出货量达到 433 万只, 同比上升 14.3%; 对比五月份时出货量萎缩 1.5%, 动能明显改善。海外市场是出货复苏的关键因素, 公司推出新 CDMA 手机并与海外运营商加强合作都提升海外市场出货量。然而我们发现智能手机市场出货增长放缓。智能手机增长面临瓶颈是由于 1) TCL 通讯新智能手机推出的速度比预期慢; 2) 入门级智能手机市场竞争因参与者增加而加剧。
- ❖ **第三季是公司开发智能手机市场的关键。** 功能手机市场不断受到入门级智能手机的侵蚀, 我们相信 TCL 通讯进军智能手机市场的策略是正确和必需的。第三季将是 TCL 通讯开发智能手机市场的关键, 公司将推出一系列新的智能手机型号, 其中 W989 和 S500 已取得和中国联通 (763 HK) 的合作。TCL 通讯加速扩展其在中国的销售网络, 方法包括 1) 与三家运营商合作推出手机; 2) 与苏宁电器 (002024 CH) 等零售商合作于开放市场销售; 3) 全国 6,000 个销售点 (2012 年底可达 10,000 个)。
- ❖ **我们下调了 12 和 13 财年的营收预测分别达 7.7% 和 7.2%。我们也降低了 12 和 13 财年的盈利预期分别达 50.4% 和 31.2% 至港币 4.26 亿及 6.45 亿。** TCL 通讯正经历一个痛苦但必须的转型期, 研发和市场推广成本的短暂增加是为未来在智能手机市场的长线发展而铺路。在 2009 年, 公司亦曾面临类似的困境, 并在 2010 年因成功捕捉新兴市场的功能手机热潮而反弹。6 月份出货大幅回升也显示了公司的研发和营销投放开始见效。我们将目标价由港币 4.69 调低至港币 2.33, 为 2012 财年每股盈利的 6.0 倍, 有 35.5% 的上升潜力。鉴于中国智能手机市场的前景依然光明, 加上当前的估值不高, 我们认为对长期投资者来说现在是一个很好的切入点。我们维持买入评级。

TCL 通讯 (2618 HK)

评级	买入
收市价	1.72 港元
目标价	2.33 港元
市值 (港币百万)	1,941
过去 3 月平均交易 (港币百万)	5.61
52 周高/低 (港币)	7.31/1.7
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	-38.4%	-37.7%
3 月	-46.4%	-41.5%
6 月	-49.7%	-48.5%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

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	11,801	13,416	15,530
净利润 (港币百万元)	702	800	426	645	847
每股收益 (港币)	0.65	0.73	0.39	0.59	0.77
每股收益变动 (%)	2476.5	12.6	-46.8	51.4	31.3
市盈率 (x)	2.8	2.5	4.7	3.1	2.3
市帐率 (x)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
股息率 (%)	13.8	16.1	4.3	6.5	17.0
权益收益率 (%)	31.6	29.9	15.3	19.3	20.9
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	11.5	6.7	2.4

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

12月31日 (百万港币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	8,701	10,653	11,801	13,416	15,530
销售成本	(6,752)	(8,325)	(9,417)	(10,625)	(12,237)
毛利	1,948	2,328	2,384	2,791	3,292
研发费用	(357)	(459)	(623)	(684)	(745)
销售费用	(620)	(866)	(1,030)	(1,157)	(1,324)
管理费用	(436)	(558)	(629)	(671)	(776)
其他营运收入/费用	(5)	(28)	(63)	(40)	(62)
息税前收益	530	417	39	238	384
息税及折旧摊销前收益	586	503	142	360	529
利息收入	83	196	221	218	234
融资成本	(63)	(140)	(165)	(161)	(170)
其他非营运收入/费用	195	311	345	392	454
税前利润	745	783	440	687	902
所得税	(43)	17	(13)	(41)	(54)
非控制股东权益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	702	800	426	645	847

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	20.2	20.8	21.2
息税及折旧摊销前收益率	6.7	4.7	1.2	2.7	3.4
营业利润率	6.1	3.9	0.3	1.8	2.5
净利润率	8.1	7.5	3.6	4.8	5.5
有效税率	5.8	(2.2)	3.0	6.0	6.0
增长 (%)					
收入增长	100	22	11	14	16
毛利增长	105	19	2	17	18
息税前收益增长	N.A.	(21)	(91)	512	61
净利润增长	2,951	14	(47)	51	31
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率 (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
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)	12	7	2
回报率 (%)					
资本回报率	31.6	29.9	15.3	19.3	20.9
资产回报率	5.7	5.7	2.8	3.8	4.5
每股数据 (港币)					
每股利润	0.65	0.73	0.39	0.59	0.77
每股账面值	2.05	2.43	2.53	3.04	3.69
每股股息	0.25	0.29	0.08	0.12	0.31

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	2,058	2,439	2,918
物业、厂房及设备	309	497	644	832	1,058
其他	325	1,276	1,413	1,607	1,860
流动资产	11,619	12,254	13,130	14,450	15,835
现金及现金等价物	1,345	1,187	809	905	1,031
已抵押银行存款	6,201	6,092	6,624	7,211	7,556
存货	780	981	1,161	1,252	1,408
应收贸易款项	2,574	2,585	2,974	3,308	3,787
其他	719	1,409	1,560	1,774	2,053
流动负债	10,014	11,315	12,370	13,512	14,657
借债	6,488	7,222	7,754	8,341	8,686
应付贸易账款	1,843	1,952	2,245	2,474	2,850
其他	1,683	2,141	2,371	2,696	3,121
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	2,774	3,333	4,051
股东权益	2,222	2,669	2,774	3,333	4,051

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	426	645	847
折旧和摊销	57	86	103	122	145
营运资金变动	(475)	(335)	(198)	(83)	(114)
其他	448	(429)	(221)	(218)	(234)
经营活动所得现金净额	731	122	111	466	643
购置固定资产	(145)	(274)	(251)	(310)	(371)
其他	(210)	(692)	83	24	(19)
投资活动所得现金净额	(356)	(966)	(168)	(285)	(390)
股本的变化	56	44	0	0	0
银行贷款变动	5,030	735	532	587	345
其他	(5,297)	(143)	(852)	(671)	(473)
融资活动所得现金净额	(211)	637	(320)	(84)	(128)
现金增加净额	164	(207)	(377)	96	125
年初现金及现金等价物	1,170	1,345	1,187	809	905
外汇差额	11	49	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,345	1,187	809	905	1,031

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法律责任。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商投资者

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士。