

TCL 通讯 (2618 HK, HK\$7.26, 目标价 HK\$7.84, 持有) - 竞争加剧毛利受压

- ❖ **3Q14 营收增长稳定，毛利率受压。** TCL 通讯公布 3Q14 业绩。因手机销售量及平均售价均显著提高，营业额按年增长 42.6% 至 77.8 亿港元。因智能手机占销售比大幅上升，产品平均售价由 3Q13 的 45.4 美元升至 3Q14 的 53.4 美元，按年上升 17.6%。智能手机市场的放量令 3Q14 的总出货量同比增长 21.3% 至 1,870 万支。3Q14 的毛利率同比下滑 0.4 个百分点至 19.0%，主要是由于低毛利的入门级智能手机的销售比上升。3Q14 净利润达到 2.9 亿港元，对比 3Q13 净利润 2.3 亿港元上升 30.3%。
- ❖ **美洲和中国市场带动了第三季度出货量的增长。** 因高基数效应，三季度出货量同比增长 21.3%，对比一季度和二季度的 60.4% 和 34.5% 增速进一步放缓。三季度出货量增长的动力来自于美洲（尤其是美国和哥伦比亚）和中国市场的销售上升。三季度 TCL 通讯在美洲的手机总出货达到 940 万，同比增长 22%。而中国市场的出货量更同比大增 54%。预期四季度 TCL 通讯将集中在美国和中国市场推出新机型，并整合美国市场的销售渠道。
- ❖ **智能手机和功能手机的售价皆面临压力。** 受智能手机出货比例显著增加带动，三季度整体产品平均售价按年增长 17.6% 至 53.4 美元。然而，三季度智能手机和功能手机的平均售价分别下跌 6.0% 及 34.1%，至 79.6 美元与 16.8 美元。智能手机的平均售价下降因销售组合更偏向低中端手机。功能型手机的售价大跌，惟不会对公司有显著影响，因功能手机只占公司三季度收入的 13%。TCL 通讯将继续专注于在新兴市场推出低中端智能手机以带动销量成长，我们相信公司的智能手机平均售价将进一步受压。
- ❖ **预计竞争加剧。** 我们维持我们的观点，即市场的竞争将在下半年将加剧并持续到 2015 年。在 3 季度 TCL 通讯的产品结构更加偏向低中端智能手机。然而三星计划将重点放在低中端智能手机将加剧市场竞争，并压迫 TCL 通讯的毛利率。我们也预计联想（992 HK）收购摩托罗拉的交易将进一步改变北美市场的竞争格局。
- ❖ **我们预期毛利率将受竞争加剧的影响而受压，并下调 14 及 15 财年的盈利预测 6.0% 及 10.4% 至 9.10 亿及 9.30 亿港元。** 因增长前景转淡和毛利率收窄的风险转高，我们用 10 倍（此前 11 倍）15 年市盈率为公司估值，并将目标价从 9.73 港元降至 7.84 港元，相当于 8.0 % 的上涨空间。我们相信公司现在的估值合理，并维持「持有」评级。

TCL 通讯 (2618 HK)

评级	持有
收市价	7.26 港元
目标价	7.84 港元
市值 (港币百万)	8,827
过去 3 月平均交易 (港币百万)	45.9
52 周高/低 (港币)	10.96/6.12
发行股数 (百万股)	1,163
主要股东	TCL 控股 (47.8%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-24.2%	-23.7%
3 月	-29.3%	-25.6%
6 月	-13.9%	-17.8%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

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	29,179	32,432	34,847
净利润 (港币百万元)	-208	313	910	930	1,039
每股收益 (港币)	-0.18	0.28	0.77	0.78	0.88
每股收益变动 (%)	NA	NA	178.9	2.2	11.6
市盈率 (x)	NA	26.4	9.5	9.3	8.3
市帐率 (x)	3.5	2.8	2.3	2.0	1.7
股息率 (%)	0.4	1.4	3.7	3.8	4.2
权益收益率 (%)	-8.9	10.8	24.5	21.5	22.2
净财务杠杆率 (%)	31.4	19.3	36.2	26.2	31.1

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

12月31日 (百万港币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	12,031	19,362	29,179	32,432	34,847
销售成本	(9,935)	(15,690)	(23,637)	(26,432)	(28,435)
毛利	2,097	3,672	5,543	6,000	6,412
研发费用	(740)	(1,064)	(1,266)	(1,395)	(1,464)
销售费用	(1,154)	(1,611)	(2,381)	(2,627)	(2,788)
管理费用	(658)	(946)	(1,211)	(1,297)	(1,359)
其他营运收入/费用	(109)	(158)	(254)	(259)	(314)
息税前收益	(564)	(108)	431	422	488
息税及折旧摊销前收益	(443)	51	639	672	770
利息收入	213	113	68	69	65
融资成本	(166)	(105)	(80)	(88)	(77)
其他非营运收入/费用	328	398	575	661	710
税前利润	(188)	298	994	1,063	1,186
所得税	(32)	18	(60)	(106)	(119)
非控制股东权益	12	(3)	(24)	(27)	(29)
净利润	(208)	313	910	930	1,039

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	3,719	4,078	4,355
物业、厂房及设备	597	941	1,284	1,370	1,446
递延税项资产	131	195	294	327	352
其他	1,381	1,421	2,141	2,380	2,557
流动资产	11,212	11,866	16,929	18,249	19,092
现金及现金等价物	970	142	460	673	1,037
已抵押银行存款	4,221	1,698	1,598	1,198	798
存货	1,263	2,649	3,885	4,345	4,519
应收贸易款项	2,842	5,551	8,234	8,974	9,452
其他	1,916	1,826	2,752	3,059	3,286
流动负债	10,606	11,221	16,652	17,717	18,124
借债	5,726	2,205	3,205	2,805	2,405
应付贸易账款	2,429	3,875	5,699	6,300	6,466
其他	2,451	5,141	7,748	8,612	9,253
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	6	6	7
净资产总值	2,321	2,909	3,702	4,314	5,027
股东权益	2,321	2,909	3,702	4,314	5,027

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	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业利润	(564)	(108)	431	422	488
折旧和摊销	121	159	208	250	282
营运资金变动	(260)	132	(415)	(41)	(71)
利息支出	(166)	(105)	(80)	(88)	(77)
利息收入	213	113	68	69	65
税款支出	(57)	(47)	(159)	(139)	(143)
其他	936	395	550	634	681
经营活动所得现金净额	224	540	605	1,106	1,225
投资活动所得现金净额	(1,052)	(543)	(1,272)	(575)	(535)
购置固定资产	(221)	(502)	(551)	(337)	(358)
其他	(831)	(40)	(720)	(239)	(177)
融资活动所得现金净额	640	(825)	985	(318)	(325)
股本的变化	149	34	0	0	0
银行贷款变动	(1,302)	(3,519)	1,000	(400)	(400)
其他	1,794	2,660	(15)	82	75
现金增加净额	(187)	(828)	318	213	365
年初现金及现金等价物	1,187	970	142	460	673
外汇差额	(30)	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	970	142	460	673	1,037

来源：公司资料，招銀国际预测

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	19.0	18.5	18.4
息税及折旧摊销前收益率	(3.7)	0.3	2.2	2.1	2.2
营业利润率	(4.7)	(0.6)	1.5	1.3	1.4
净利润率	(1.7)	1.6	3.1	2.9	3.0
有效税率	(16.7)	(6.0)	6.0	10.0	10.0
增长 (%)					
收入增长	13	61	51	11	7
毛利增长	(10)	75	51	8	7
息税前收益增长	N.A.	N.A.	N.A.	(2)	16
净利润增长	N.A.	N.A.	190	2	12
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.1	1.1	1.0	1.0	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	103	101	99
平均存货周转天数	46	62	60	60	58
平均应付账款周转天数	89	90	88	87	83
现金周期	43	76	75	74	74
净负债/权益比率 (%)	31	19	36	26	31
回报率 (%)					
资本回报率	(8.9)	10.8	24.5	21.5	22.2
资产回报率	(1.6)	2.2	4.4	4.2	4.5

每股数据 (港币)

每股利润	(0.18)	0.28	0.77	0.78	0.88
每股账面值	2.07	2.56	3.13	3.64	4.24
每股股息	0.03	0.10	0.27	0.27	0.31

来源：公司资料，招銀国际预测

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。