

香港: 手机

2015 年 03 月 03 日

投资建议:

买入 (维持评级)

目标价隐含涨/跌幅: **31.4%**

日期 **2015/03/02**

收盘价 **HK\$7.61**
 十二个月目标价 **HK\$10.00**
 前次目标价 **HK\$10.00**
 香港恒生指数 **24,887.4**

信息更新:

- ▶ 2014 年 4 季度公司业绩喜忧参半。盈利符合预期, 销售额及毛利率超出预期, 但由于研发成本攀升, 营业利润率下滑。
- ▶ 管理层预计 2015 年公司销售额将同比增长 30%, 高于市场预期的同比增幅 20-27%。

本中心观点:

- ▶ TCL 通讯是后智能手机时代的最佳业者之一, 将受益于中国以外的新兴市场及低成本 4G 业务增长的趋势。
- ▶ 在中国以外的新兴市场, TCL 通讯比大多数中国 OEM 厂更具优势, 并逐步从 Samsung 手中夺取市场份额。

公司简介: TCL 设计、制造移动设备, 以 TCL 品牌及 Alcatel 品牌分别在中国/海外市场销售。公司还提供手机 ODM 服务。

股价相对香港恒生指数表现



市值	HK\$9,315.9 百万元
六个月平均日成交量	HK\$30.2 百万元
流通在外股数(百万股)	1,224.2
自由流通股数比例	39.5%
大股东: 持股比率	TCL 集团, 58.1%
净负债比率	65.4%
每股净值 (2015F)	HK\$4.02 元
市净率 (2015F)	1.89 倍

简明损益表(HK\$百万元)

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	19,362	30,691	38,564	45,019
营业利润	50	769	1,303	1,403
税后净利润 *	313	1,093	1,412	1,502
每股收益(元)	0.27	0.88	1.14	1.21
每股收益年增长率 (%)	(246.4)	227.3	29.2	6.4
每股股利(元)	0.10	0.39	0.40	0.36
市盈率 (倍)	28.2	8.6	6.7	6.3
股利收益率(%)	1.3	5.1	5.3	4.8
净资产收益率 (%)	10.8	27.0	28.4	25.1

* 归属股东税后净利润

报告分析师:

蒲得宇 CFA

+886 2 3518 7913

jeff.pu@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献:

周绮恩

+886 2 3518 7915

shelly.chou@yuanta.com

TCL 通讯科技控股有限公司 (2618 HK)

2015 年财测及发展前景乐观, 估值具有吸引力

因发展前景和估值具有吸引力, 重申买入评级: 我们基本维持 2015 年盈利预估不变, 同时强调 TCL 通讯处于有利地位, 将受益于非中国新兴市场的智能手机增长以及低成本 4G 需求的爆发。继公司股价从 2 月初的近期低点反弹 13% 后, 我们预计其股价表现在中短期内将继续领先大盘, 主要因 5 月份开始公司将迎接新产品周期、2015 年财测强劲以及估值具有吸引力。我们维持 2015 年每股收益预估, 重申买入评级, 目标价为 10 港元。

2014 年 4 季度业绩喜忧参半 – 盈利符合预期, 销售额及毛利率超出预期, 但由于研发成本短期上升, 营业利润率下滑: 由于智能手机销售火爆 (销量达 1,440 万台, 环比/同比增长 39%/94%), 销售额同比/环比增长 43%/37% 至 107 亿港元, 高于本中心预期的 96 亿港元。毛利率环比提高, 表明来自竞争对手的压力小于预期。然而, 研发费用因新项目推出而环比大增 59%, 导致营业利润率比预期低 1.1 个百分点。得益于汇兑收益, 2014 年 4 季度净利润符合预期, 并创新高。

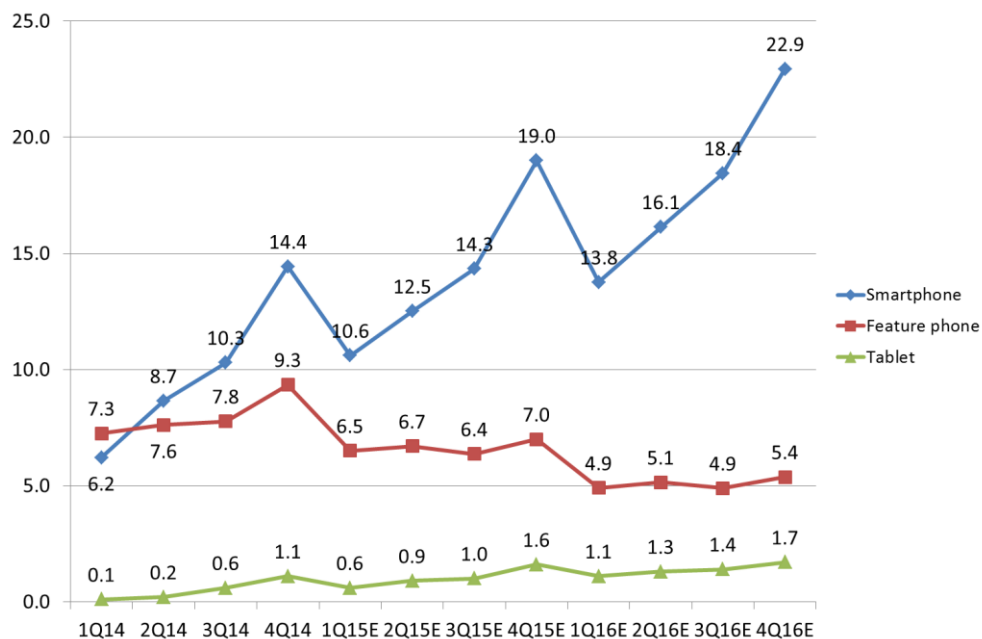
管理层预计 2015 年营收将同比增长 30%: 管理层预计 2015 年将有出色表现, 销售额将同比增长 30%, 高于市场预期的 20-27%, 原因是在北美和巴西的市场份额提高、低成本 4G 需求增长 (拉丁美洲、中东及非洲、北美) 以及切入东南亚新市场。随着规模扩张, 我们预计公司营业利润率将自 2014 年 4 季度的水平回升。由于 Samsung 成本结构不佳, 我们依然认为 Samsung 在 TCL 通讯所处的市场中 (即售价在 200 美元以下、中国以外地区、运营商渠道) 不具竞争力。与中国品牌相比, TCL 通讯在海外更具优势, 因其专利储备充足且与运营商关系密切。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来, 投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时, 应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成, 并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问, 请参考原始英文版。

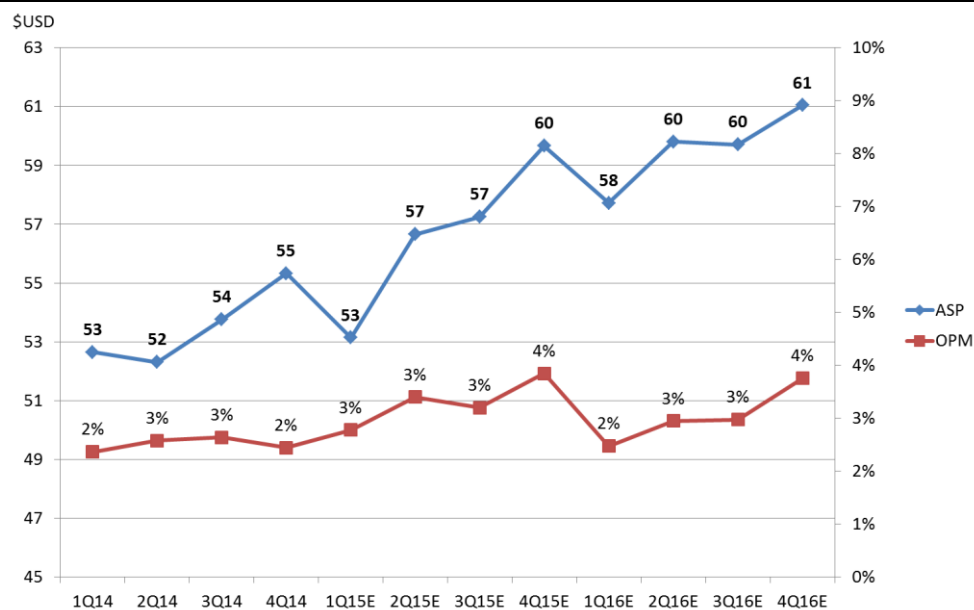
盈利预估

图 1：智能手机、平板电脑和功能机出货量（单位：百万）



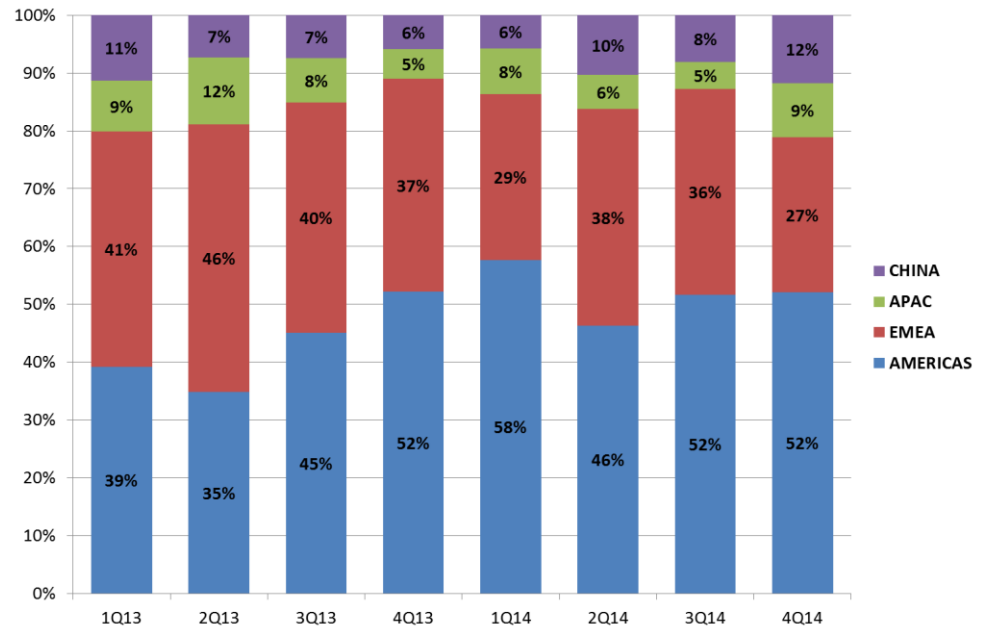
资料来源：公司资料，元大

图 2：平均售价和营业利润率走势



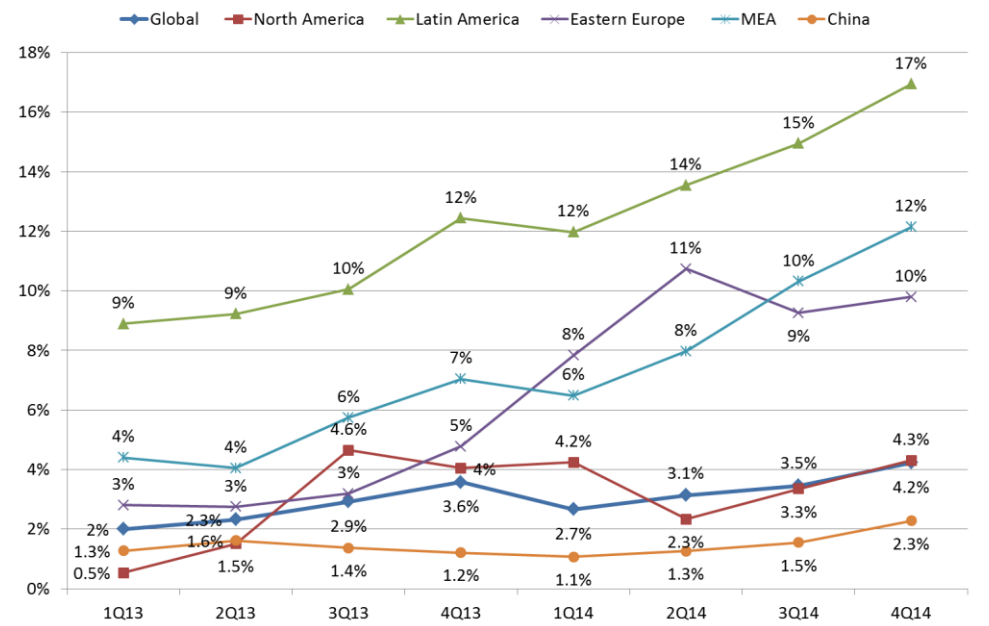
资料来源：公司资料，元大

图 3：区域营收分布



资料来源：公司资料，元大

图 4：TCL 在主要区域的市场份额



资料来源：Gartner，公司资料，元大

图 5：2014 年 4 季度业绩一览

百万港元 截至	FY4Q14 2014 年 12 月	FY3Q14 2014 年 9 月	环比	FY4Q13 2013 年 12 月	同比	本中心预估 值 2014 年 12 月	实际/ 预估	市场预期 2014 年 12 月	实际/ 市场预期
营收	10,695	7,779	37%	7,501	43%	9,632	11%	9,866	8%
毛利润	2,055	1,481	39%	1,473	40%	1,839	12%	1,884	9%
运营支出	1,794	1,275	41%	1,226	46%	1,500	20%	1,532	17%
营业利润	261	206	27%	247	6%	339	-23%	352	-26%
税前利润	381	308	23%	306	24%	414	-8%	416	-8%
税后利润	368	295	25%	294	25%	378	-3%	362	2%
每股收益	0.30	0.24	25%	0.26	17%	0.31	-3%	0.29	3%
利润率									
毛利率	19.2%	19.0%	0%	19.6%	0%	19.1%	0%	19.1%	0%
营业利润率	2.4%	2.7%	0%	3.3%	-1%	3.5%	-1%	3.6%	-1%
税前利润率	3.6%	4.0%	0%	4.1%	-1%	4.3%	-1%	4.2%	-1%
税后利润率	3.4%	3.8%	0%	3.9%	0%	3.9%	0%	3.7%	0%

资料来源：公司资料，Bloomberg，元大预估

预估调整

综合考虑营收财测与增长前景乐观，以及经营支出和股数增加，我们将 2014 年每股收益预估下调 2%，但维持 2015 年每股收益预估基本不变。

图 6：本中心 2014/15 年损益预估调整

(百万港元)	2013	2014		2015F		变动 (%)	
		调整前	调整后	调整前	调整后	2014F	2015F
净营收	19,362	29,629	30,691	36,589	38,564	4%	5%
毛利润	3,672	5,701	5,918	6,962	7,333	4%	5%
营业利润	50	848	769	1,272	1,303	-9%	2%
税前利润	298	1,183	1,149	1,520	1,547	-3%	2%
净利润	313	1,103	1,093	1,386	1,412	-1%	2%
每股收益	0.3	0.90	0.88	1.14	1.14	-2%	0%
主要比率(%)							
毛利率	19.0%	19.2%	19.3%	19.0%	19.0%		
营业利润率	0.3%	2.9%	2.5%	3.5%	3.4%		
税前利润率	1.5%	4.0%	3.7%	4.2%	4.0%		
净利率	1.6%	3.7%	3.6%	3.8%	3.7%		

资料来源：公司资料，元大

图 7：季度财务一览（合并）

（百万港元）	1Q2014A	2Q2014A	3Q2014A	4Q2014A	FY2014A	1Q2015F	2Q2015F	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F
营收	5,541	6,677	7,779	10,695	30,691	7,291	8,830	9,649	12,793	38,564
销货成本	(4,454)	(5,383)	(6,297)	(8,640)	(24,774)	(5,899)	(7,140)	(7,821)	(10,371)	(31,231)
毛利润	1,087	1,294	1,482	2,055	5,918	1,392	1,690	1,829	2,422	7,333
运营支出	(956)	(1,122)	(1,277)	(1,794)	(5,149)	(1,190)	(1,390)	(1,520)	(1,930)	(6,030)
营业利润	131	172	205	261	769	202	300	309	492	1,303
业外利润	57	101	102	120	380	54	64	64	64	244
税前利润	188	273	307	381	1,149	256	364	372	556	1,547
少数股东权益	4	6	7	(1)	15	3	3	3	3	12
所得税	(7)	(13)	(7)	(14)	(41)	(20)	(29)	(30)	(44)	(124)
归属于母公司净利润	177	254	294	368	1,093	233	331	339	508	1,412
摊薄加权平均每股收益（港元）	0.14	0.21	0.24	0.30	0.88	0.19	0.27	0.27	0.41	1.14
加权平均股数	1,238	1,238	1,238	1,238	1,238	1,238	1,238	1,238	1,238	1,238
利润率分析										
毛利润	19.6%	19.4%	19.0%	19.2%	19.3%	19.1%	19.1%	19.0%	18.9%	19.0%
营业利润率	2.4%	2.6%	2.6%	2.4%	2.5%	2.8%	3.4%	3.2%	3.8%	3.4%
税前利润率	3.4%	4.1%	3.9%	3.6%	3.7%	3.5%	4.1%	3.9%	4.3%	4.0%
有效税率	4.0%	4.7%	2.2%	3.8%	3.6%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
增长率(环比变动%)										
营收	(26.1%)	20.5%	16.5%	37.5%	58.5%	(31.8%)	21.1%	9.3%	32.6%	25.6%
营业利润	(46.9%)	31.3%	19.2%	27.3%	1,424.8%	(22.4%)	48.2%	2.9%	59.5%	69.5%
净利润	(39.9%)	43.5%	15.6%	25.4%	248.6%	(36.8%)	42.5%	2.4%	49.8%	29.2%
每股收益	(41.38%)	47.03%	15.43%	22.15%	227.32%	(35.77%)	42.01%	1.46%	50.63%	29.21%

资料来源：公司资料，元大预估

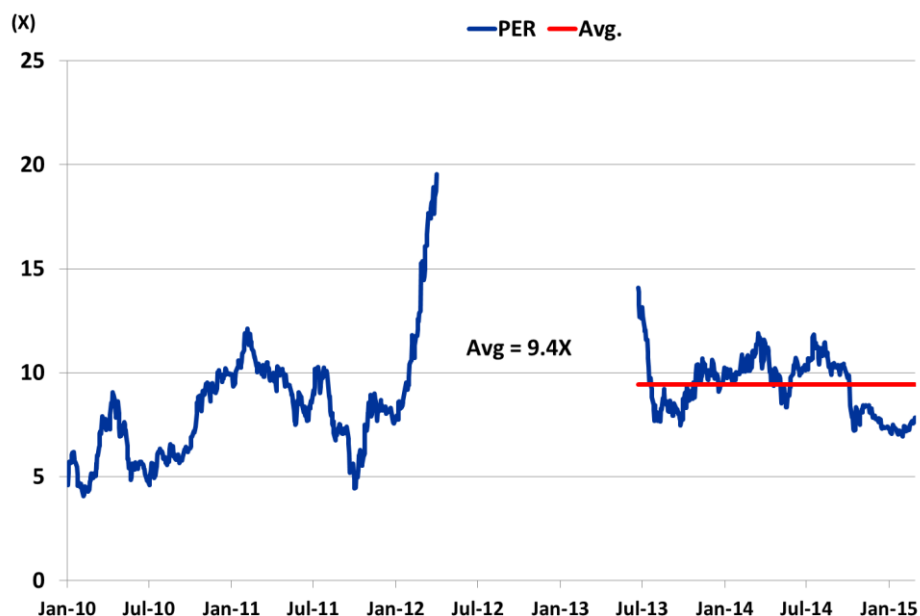
注：A * 表示由元大汇编的历史数据

股票估值

我们维持 TCL 通讯买入评级，目标价 10 港元。本中心目标价系基于 2015 年预估每股收益 9 倍，或 2015 年预估每股净值 2.5 倍（净资产收益率为 28%）。本中心目标市盈率 9 倍与 2013 年 2 季度以来该股的平均市盈率一致，基本与二线智能手机制造商（酷派、LGE）的市盈率相符。我们采用市盈率估值法，原因是考虑到智能手机行业发展趋势（侧重低价手机、非中国新兴市场及 3G 向 4G 升级等）利好 TCL 通讯，我们认为市场将更关注公司的盈利前景。我们采用市盈率估值来推估大部分下游制造商的价值。

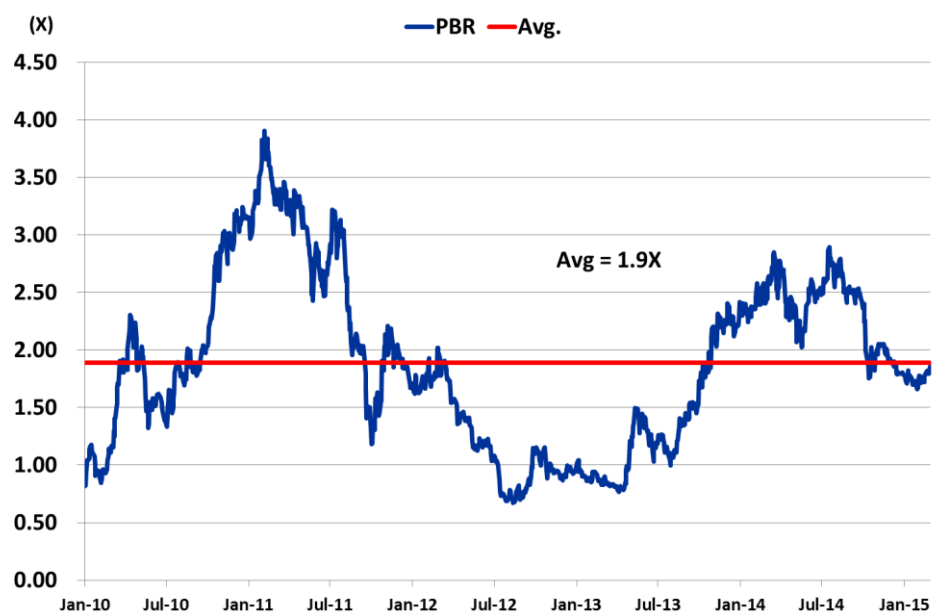
鉴于目前该股对应 2015 年预期每股收益 6.7 倍，与 2015 年盈利同比增长 29% 的预期相比，我们认为该股估值具有吸引力。据本中心估算，以市净率和净资产收益率衡量，TCL 通讯与国内/全球手机同业相比有被低估之嫌。

图 8：12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料，元大

图 9：12 个月预期市净率区间图



资料来源：公司资料，元大

资产负债表					
年初至 12 月 (HK\$ 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
现金与短期投资	1,116	235	1,122	1,156	1,182
存货	1,263	2,649	3,290	4,147	4,865
应收帐款及票据	3,344	6,118	8,072	10,143	11,841
其他流动资产	5,490	2,863	4,538	5,702	6,657
流动资产	11,212	11,866	17,022	21,149	24,545
长期投资	30	82	82	82	82
固定资产	597	941	1,067	1,071	1,055
什项资产	1,482	1,534	1,534	1,534	1,534
其他资产	2,109	2,557	2,683	2,687	2,671
资产总额	13,321	14,423	19,705	23,836	27,216
应付帐款及票据	2,541	4,208	5,769	7,273	8,532
短期借款	6,159	3,453	3,951	4,187	4,119
什项负债	1,905	3,560	5,643	7,090	8,277
流动负债	10,606	11,221	15,364	18,551	20,928
长期借款	310	196	208	220	217
其他负债及准备	83	93	93	93	93
长期负债	393	289	301	313	310
负债总额	10,998	11,510	15,665	18,864	21,238
股本	1,128	1,162	1,238	1,238	1,238
资本公积	480	720	724	724	724
保留盈余	713	1,026	2,078	3,010	4,016
换算调整数	0	0	0	0	0
股东权益	2,321	2,909	4,040	4,972	5,978
资料来源：公司资料、元大					

现金流量表					
年初至 12 月 (HK\$ 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
本期净利润	(220)	316	1,108	1,424	1,514
折旧及摊提	793	1,138	1,165	1,187	1,207
本期营运资金变动	1,486	1,787	(626)	(1,141)	(925)
其他营业资产	(4)	0	0	0	0
营运活动之现金流量	2,055	3,241	1,647	1,469	1,796
资本支出	(221)	(491)	(300)	(200)	(200)
本期长期投资变动	3	(52)	0	0	0
其他资产变动	(907)	(1,043)	(991)	(991)	(991)
投资活动之现金流量	(1,124)	(1,586)	(1,291)	(1,191)	(1,191)
股本变动	(143)	277	35	(480)	(495)
本期负债变动	(1,020)	(2,809)	510	249	(72)
其他调整数	0	0	0	0	0
融资活动之现金流量	(1,162)	(2,532)	545	(232)	(567)
本期产生现金流量	(232)	(878)	901	46	38
自由现金流量	1,572	2,502	967	1,025	1,353
资料来源：公司资料、元大					

损益表					
年初至 12 月 (HK\$ 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
营业收入	12,031	19,362	30,691	38,564	45,019
销货成本	(9,935)	(15,690)	(24,774)	(31,231)	(36,637)
营业毛利	2,097	3,672	5,918	7,333	8,383
营业费用	(2,551)	(3,622)	(5,149)	(6,030)	(6,980)
营业利润	(454)	50	769	1,303	1,403
利息收入	213	113	0	0	0
利息费用	(166)	(105)	(100)	(86)	(87)
利息收入净额	47	8	(100)	(86)	(87)
投资利益(损失)净额	4	0	0	0	0
其他业外收入(支出)净额	214	240	480	330	330
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	(188)	298	1,149	1,547	1,646
所得税费用	(32)	18	(41)	(124)	(132)
税后净利润	(208)	313	1,093	1,412	1,502
税前息前折旧摊销前净利	338	1,189	1,934	2,490	2,609
每股收益 (HK\$)	(0.18)	0.27	0.88	1.14	1.21
每股收益 - 调整员工分 红 (HK\$)	(0.18)	0.27	0.88	1.14	1.21
资料来源：公司资料、元大					

主要财务报表分析					
年初至 12 月	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
年成长率 (%)					
营业收入	12.9	60.9	58.5	25.6	16.7
营业利润	(202.2)	(111.1)	1,424.8	69.5	7.7
税前息前折旧摊销前净	(53.1)	251.3	62.7	28.7	4.8
税后净利润	(126.0)	(250.8)	248.6	29.2	6.4
每股收益	(125.66)	(246.37)	227.32	29.21	6.39
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	17.4	19.0	19.3	19.0	18.6
营业利润率	(3.8)	0.3	2.5	3.4	3.1
税前息前 折旧摊销前净利率	2.8	6.1	6.3	6.5	5.8
税后净利润率	(1.7)	1.6	3.6	3.7	3.3
资产报酬率	(1.6)	2.2	6.5	6.5	5.9
净资产收益率	(9.0)	10.8	27.0	28.4	25.1
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	278.5	125.3	102.9	88.7	72.5
净现金(负债)权益比(%)	(230.5)	(117.2)	(75.2)	(65.4)	(52.8)
利息保障倍数 (倍)	N.A.	3.8	12.5	19.1	19.8
利息及短期债	N.A.	0.1	0.3	0.4	0.4
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	12.4	30.9	16.6	17.1	20.5
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.3	0.9	0.4	0.3	0.4
流动比率 (倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率 (倍)	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
净负债 (HK\$ 百万元)	5,353	3,414	3,038	3,252	3,154
每股净值 (HK\$)	2.06	2.50	3.26	4.02	4.83
评价指标 (倍)					
市盈率	(41.3)	28.2	8.6	6.7	6.3
股价自由现金流量比	5.5	3.5	9.7	9.2	7.0
市净率	3.7	3.0	2.3	1.9	1.6
股价税前息前折旧摊销 前净利比	25.4	7.4	4.9	3.8	3.6
股价营收比	0.7	0.5	0.3	0.2	0.2
资料来源：公司资料、元大					

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

TCL 通讯科技控股有限公司 (2618 HK) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2012/04/26	3.26	3.40	3.40	持有	张文慧
2	2012/09/04	1.77	3.40	3.40	持有-落后同业	张文慧
3	2014/11/14	8.02	10.50	10.50	买入	蒲得宇
4	2014/12/17	7.13	10.00	10.00	买入	蒲得宇

资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	200	48%
持有-超越同业	107	26%
持有-落后同业	42	10%
卖出	9	2%
评估中	47	11%
限制评级	8	2%
总计：	413	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼