

香港：手機

2015年04月24日

投資建議：
持有-超越同業 (調降評級)

 目標價隱含漲/跌幅：**(9.3)%**

 日期 **2015/04/23**

收盤價	HK\$9.38
十二個月目標價	HK\$8.50
前次目標價	HK\$10.00
香港恆生指數	27,827.7

資訊更新：

- ▶ 由於營業費用攀升，1 季度每股收益為 0.15 港元，較本中心/市場預期低 22%/20%，但毛利率符合預期，達 19.1%。
- ▶ 考慮到該股估值合理且缺少利好因素，我們將 TCL 通訊評級從買入下調至“持有-超越同業”，並建議投資者獲利了結。

本中心觀點：

- ▶ 鑒於公司致力於擴大市場份額（包括中國市場），其平均售價增速放緩，使毛利率承受更大壓力。
- ▶ 展望 2015 年後，缺乏自有的生態系統和品牌價值或將抑制 TCL 通訊盈利增長的可持續性。

公司簡介：TCL 設計、製造移動設備，以 TCL 品牌及 Alcatel 品牌分別在中國/海外市場銷售。公司還提供手機 ODM 服務。

股價相對香港恆生指數表現


市值	HK\$11,669.0 百萬元
六個月平均日成交量	HK\$31.4 百萬元
流通在外股數(百萬股)	1,244.0
自由流通股數比例	39.5%
大股東；持股比率	TCL 集團, 58.1%
淨負債比率	69.3%
每股淨值 (2015F)	HK\$3.87
市淨率 (2015F)	2.42 倍

簡明損益表(HK\$百萬元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
營業收入	30,691	36,018	42,064	46,170
營業利潤	772	877	995	973
稅後淨利潤*	1,093	1,156	1,190	1,169
每股收益(元)	0.89	0.92	0.95	0.93
每股收益年增長率 (%)	236.1	3.2	3.0	(1.8)
每股股利(元)	0.39	0.39	0.40	0.39
市盈率 (倍)	10.5	10.2	9.9	10.1
股利收益率(%)	4.1	4.1	4.2	4.2
淨資產收益率 (%)	26.7	23.8	21.4	18.7

* 歸屬股東稅後淨利潤

報告分析師：
蒲得宇 CFA

+886 2 3518 7913

jeff.pu@yuanta.com

以下研究人員對本報告有重大貢獻：

周綺恩

+886 2 3518 7915

shelly.chou@yuanta.com

TCL 通訊科技控股有限公司 (2618 HK)

估值合理，面臨挑戰

評級調降至“持有-超越同業”：我們將 TCL 通訊評級從買入下調至“持有-超越同業”，目標價（從 10 港元）調低至 8.5 港元，仍基於 2015 年預期市盈率 9 倍。另外，我們將 2015/16 年每股收益預估調低 19%/22%，以反映平均售價下滑趨勢和營業費用攀升。過去 1/3 個月，該股股價跑贏大盤 25%/7%。目前其股價對應循環中期市盈率 9-10 倍，但 2015/16 年每股收益僅呈中低個位數增長，表明該股上漲空間有限。鑒於公司估值合理且盈利缺乏進一步增長題材，我們將該股評級調降至持有。

2015 年 1 季度業績低於預期：由於營業費用攀升，1 季度每股收益為 0.15 港元，較本中心/市場預期低 22%/20%，毛利率符合預期，達 19.1%，而營業利潤率（1.4%）低於預期。這表明市場對公司的利潤率預估過於樂觀，我們認為 1 季度業績將導致該股盈利預估大幅下調，或將拖累估值下行。

平均售價走低，利潤率可能下滑：鑒於公司致力於擴大市場份額和中國市場，平均售價的上升趨勢可能告一段落（請見圖 2），使毛利率承受更大壓力。另外，中國市場是世界上競爭最激烈的地區，尤其是“零利潤率”的業務模式出現後（請見[中國智慧手機報告](#)）。加上 Palm 品牌行銷/研發支出增加和公司重組，我們認為 TCL 通訊難以實現市場預期。本中心 2015/16 年每股收益預估較市場預期低 15%/22%。

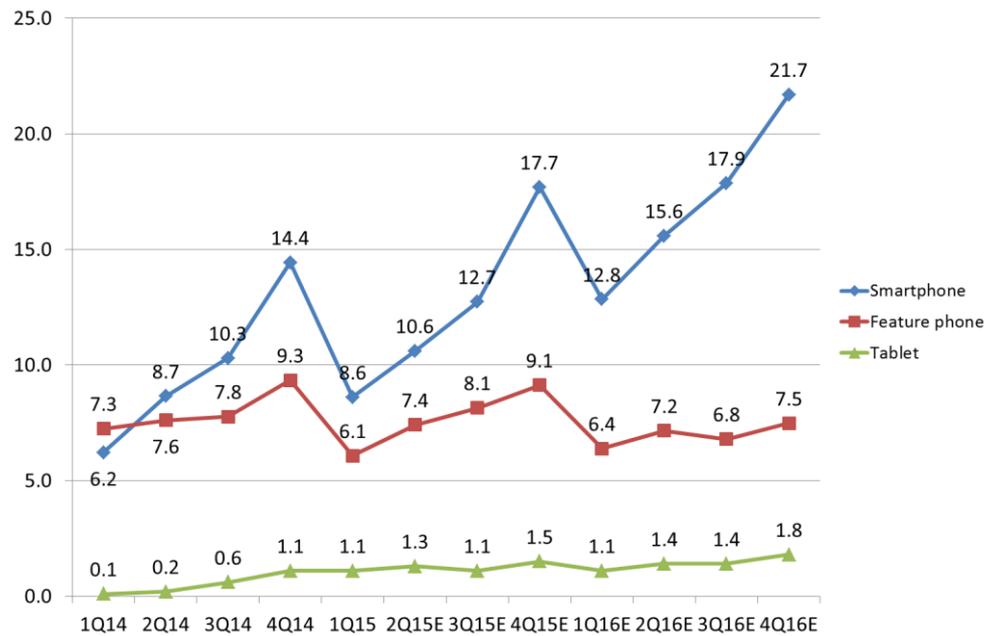
2016 年形勢更具挑戰性：考慮到新興市場智慧手機更新換代和 3G/4G 網路升級的利好趨勢，市場依然對該股持正面看法。但我們認為，2015 年後隨著智慧手機更新和 4G 升級趨於飽和，缺乏自有的生態系統和/或品牌價值可能抑制 TCL 通訊盈利長期增長的可持續性。TCL 通訊能否實現長期增長的下一個關注點為公司如何推進智慧家庭和非手機項目。

分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考慮因素。本報告原係以英文做成，並翻譯為中文。若投資人對於中文譯文之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。

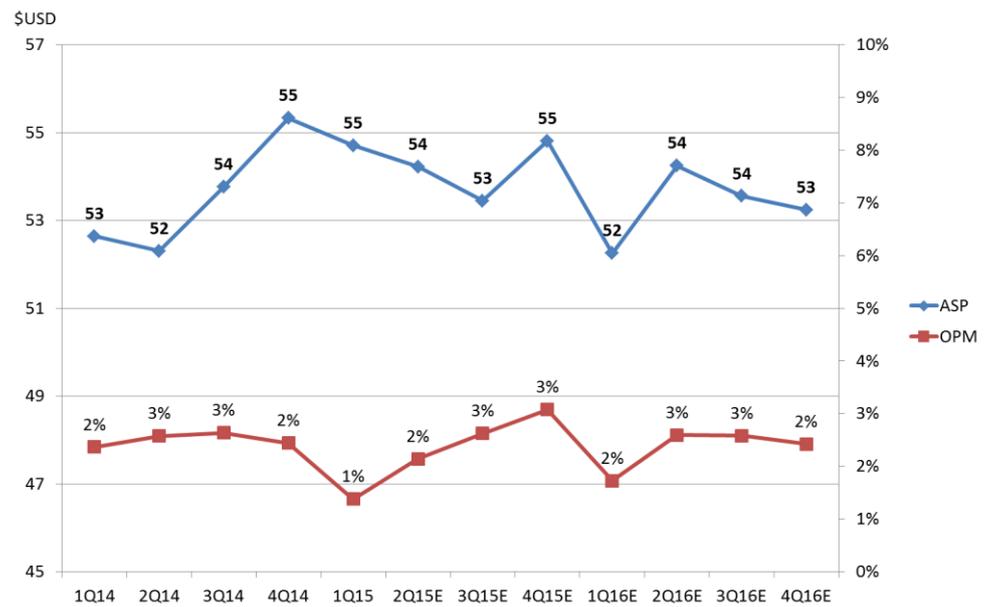
盈利預估

圖 1：智慧手機、平板電腦和功能機出貨量（單位：百萬）



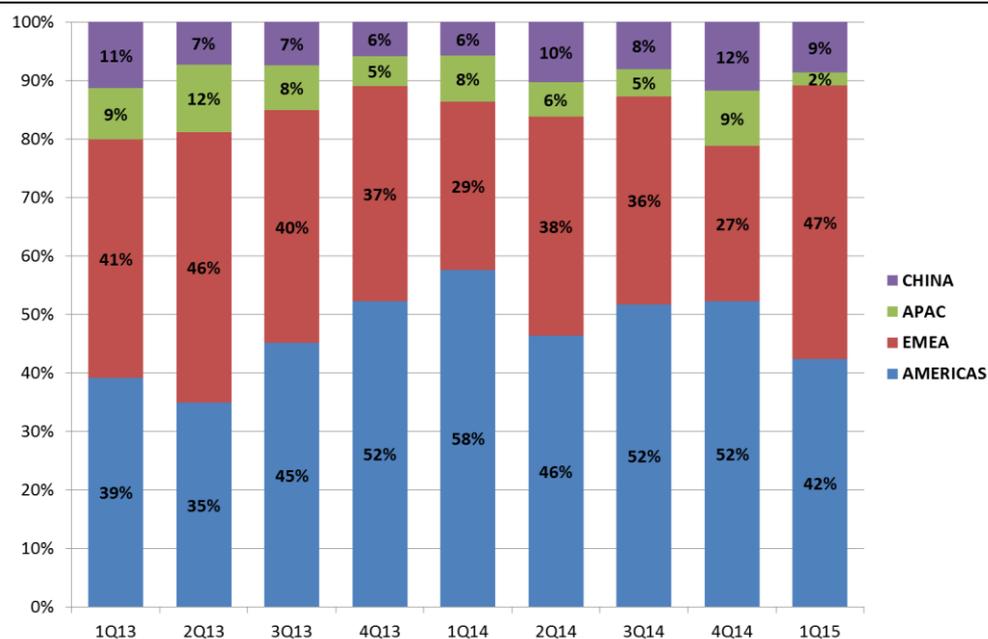
資料來源：公司資料，元大

圖 2：平均售價和營業利潤率走勢



資料來源：公司資料，元大

圖 3：區域營收分佈



資料來源：公司資料，元大

圖 4：2015 年 1 季度業績一覽

百萬港元	1Q15	4Q14	環比	1Q14	同比	元大預估	差異	市場預估	差異
截至	2015 年 3 月	2014 年 12 月		2014 年 3 月		2015 年 3 月		2015 年 3 月	
營收	6,690	10,695	-37%	5,541	21%	7,291	-8%	7,102	-6%
毛利潤	1,278	2,055	-38%	1,087	18%	1,392	-8%	1,344	-5%
運營支出	1,186	1,794	-34%	956	24%	1,190	0%	1,130	5%
營業利潤	92	261	-65%	131	-30%	202	-54%	215	-57%
稅前利潤	188	381	-51%	188	0%	256	-26%	238	-21%
稅後利潤	185	368	-50%	177	5%	233	-20%	225	-18%
每股收益	0.15	0.30	-51%	0.14	2%	0.19	-22%	0.18	-20%
利潤率									
毛利率	19.1%	19.2%	0%	19.6%	-1%	19.1%	0%	18.9%	0%
營業利潤率	1.4%	2.4%	-1%	2.4%	-1%	2.8%	-1%	3.0%	-2%
稅前利潤率	2.8%	3.6%	-1%	3.4%	-1%	3.5%	-1%	3.4%	-1%
稅後利潤率	2.8%	3.4%	-1%	3.2%	0%	3.2%	0%	3.2%	0%

資料來源：公司資料，Bloomberg，元大預估

盈利預估調整

我們將 2015/16 年每股收益預估調低 19%/22%，以反映平均售價下滑趨勢和營業費用攀升。本中心 2015/16 年每股收益預估較市場預期低 15%/22%。

圖 5：本中心 2014/15 年損益預估調整

(百萬港元)	2014	2015F		2016F		差異 (%)	
		調整前	調整後	調整前	調整後	2015F	2016F
淨營收	30,691	38,564	36,018	45,019	42,064	-7%	-7%
毛利潤	5,918	7,333	6,813	8,383	7,855	-7%	-6%
營業利潤	772	1,303	877	1,403	995	-33%	-29%
稅前利潤	1,149	1,547	1,215	1,646	1,263	-22%	-23%
淨利潤	1,093	1,412	1,156	1,502	1,190	-18%	-21%
每股收益	0.89	1.14	0.92	1.21	0.95	-19%	-22%
主要比率(%)							
毛利率		19.0%	18.9%	18.6%	18.7%		
營業利潤率		3.4%	2.4%	3.1%	2.4%		
稅前利潤率		4.0%	3.4%	3.7%	3.0%		
淨利率		3.7%	3.2%	3.3%	2.8%		

資料來源：公司資料，元大

圖 6：季度財務一覽（合併）

(百萬港元)	1Q2015F	2Q2015F	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
營收	6,699	8,130	9,129	12,060	36,018	8,242	10,164	10,844	12,813	42,064
銷貨成本	(5,420)	(6,586)	(7,400)	(9,799)	(29,205)	(6,700)	(8,251)	(8,814)	(10,443)	(34,208)
毛利潤	1,278	1,544	1,729	2,261	6,813	1,542	1,914	2,030	2,370	7,855
運營支出	(1,186)	(1,370)	(1,490)	(1,890)	(5,936)	(1,400)	(1,650)	(1,750)	(2,060)	(6,860)
營業利潤	92	174	239	371	877	142	264	280	310	995
業外利潤	96	81	81	81	338	67	67	67	67	268
稅前利潤	188	255	320	452	1,215	209	330	347	377	1,263
少數股東權益	0	1	1	2	4	2	2	3	3	10
所得稅	(3)	(13)	(16)	(23)	(54)	(10)	(17)	(17)	(19)	(63)
歸屬於母公司淨利潤	185	241	303	427	1,156	197	312	327	355	1,190
攤薄加權平均每股收益（港元）	0.15	0.19	0.24	0.34	0.92	0.16	0.25	0.26	0.28	0.95
加權平均股數	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
利潤率分析										
毛利潤	19.1%	19.0%	18.9%	18.7%	18.9%	18.7%	18.8%	18.7%	18.5%	18.7%
營業利潤率	1.4%	2.1%	2.6%	3.1%	2.4%	1.7%	2.6%	2.6%	2.4%	2.4%
稅前利潤率	2.8%	3.1%	3.5%	3.7%	3.4%	2.5%	3.3%	3.2%	2.9%	3.0%
有效稅率	1.5%	5.0%	5.0%	5.0%	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
增長率(環比變動%)										
營收	(37.4%)	21.4%	12.3%	32.1%	17.4%	(31.7%)	23.3%	6.7%	18.2%	16.8%
營業利潤	(64.6%)	88.7%	37.4%	55.0%	13.6%	(61.7%)	85.6%	6.2%	10.7%	13.5%
淨利潤	(49.8%)	30.3%	25.7%	40.9%	5.8%	(54.0%)	58.7%	4.7%	8.7%	2.9%
每股收益	(50.99%)	30.33%	25.69%	40.93%	3.22%	(53.98%)	58.74%	4.68%	8.73%	2.95%

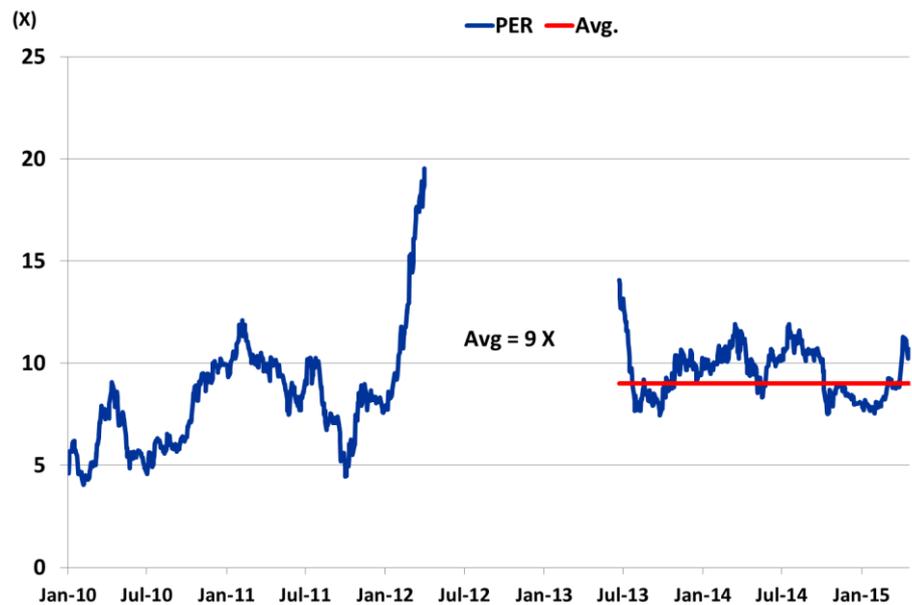
資料來源：公司資料，元大預估

註：A * 表示由元大彙編的歷史數據

股票估值

我們將 TCL 通訊評級從買入下調至“持有-超越同業”，目標價為 8.5 港元（前次為 10 港元）。本中心目標價係基於 2015 年預估每股收益 9 倍，或 2015 年預估每股淨值 2.2 倍（淨資產收益率為 24%）。本中心目標市盈率 9 倍與 2013 年 2 季度以來該股的平均市盈率一致，基本與二線智慧手機製造商（酷派、LGE）的市盈率相符。我們採用市盈率估值法，原因是我們認為市場將更關注公司的盈利前景。我們採用市盈率估值來推估大部分下游製造商的價值。我們認為該股目前市盈率（2015/16 年每股收益預估的 10 倍/10 倍）與其 2015/16 年盈利同比增速 6%/3% 相比，處於合理估值區間。

圖 7：12 個月預期市盈率區間圖



資料來源：公司資料，元大

圖 8：12 個月預期市淨率區間圖



資料來源：公司資料，元大

資產負債表

年初至 12 月 (HK\$ 百萬元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
現金與短期投資	235	893	801	789	847
存貨	2,649	3,293	3,882	4,548	5,025
應收帳款及票據	6,118	8,402	9,860	11,515	12,640
其他流動資產	2,863	3,418	4,011	4,684	5,141
流動資產	11,866	16,006	18,554	21,536	23,653
長期投資	82	281	280	280	280
固定資產	941	1,439	1,384	1,313	1,231
什項資產	1,534	1,971	1,971	1,971	1,971
其他資產	2,557	3,691	3,635	3,564	3,481
資產總額	14,423	19,696	22,189	25,100	27,134
應付帳款及票據	4,208	5,583	6,582	7,709	8,518
短期借款	3,453	4,312	3,960	3,953	3,781
什項負債	3,560	5,513	6,470	7,556	8,294
流動負債	11,221	15,408	17,011	19,218	20,592
長期借款	196	0	208	208	199
其他負債及準備	93	109	109	109	109
長期負債	289	109	317	317	308
負債總額	11,510	15,517	17,329	19,535	20,900
股本	1,162	1,221	1,221	1,221	1,221
資本公積	720	1,029	1,119	1,119	1,119
保留盈餘	1,026	1,839	2,520	3,225	3,894
換算調整數	0	0	0	0	0
股東權益	2,909	4,089	4,860	5,565	6,234

資料來源：公司資料、元大

現金流量表

年初至 12 月 (HK\$ 百萬元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期淨利潤	316	1,108	1,160	1,200	1,182
折舊及攤提	1,138	1,355	1,423	1,438	1,451
本期營運資金變動	1,787	(154)	(685)	(780)	(512)
其他營業資產	0	(9)	1	0	0
營運活動之現金流量	3,241	2,299	1,899	1,858	2,120
資本支出	(491)	(685)	(200)	(200)	(200)
本期長期投資變動	(52)	(189)	0	0	0
其他資產變動	(1,043)	(1,605)	(1,168)	(1,168)	(1,168)
投資活動之現金流量	(1,586)	(2,479)	(1,368)	(1,368)	(1,368)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	(2,809)	679	(144)	(7)	(181)
其他調整數	277	174	(475)	(486)	(500)
融資活動之現金流量	(2,532)	853	(619)	(493)	(681)
本期產生現金流量	(878)	672	(87)	(2)	71
自由現金流量	2,502	1,245	1,360	1,391	1,650

資料來源：公司資料、元大

損益表

年初至 12 月 (HK\$ 百萬元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
營業收入	19,362	30,691	36,018	42,064	46,170
銷貨成本	(15,690)	(24,774)	(29,205)	(34,208)	(37,797)
營業毛利	3,672	5,918	6,813	7,855	8,373
營業費用	(3,622)	(5,146)	(5,936)	(6,860)	(7,400)
營業利潤	50	772	877	995	973
利息收入	113	69	13	12	12
利息費用	(105)	(100)	(106)	(104)	(102)
利息收入淨額	8	(31)	(93)	(92)	(89)
投資利益(損失)淨額	0	9	(1)	0	0
其他業外收入(支出)淨額	240	399	432	360	360
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前淨利潤	298	1,149	1,215	1,263	1,244
所得稅費用	18	(41)	(54)	(63)	(62)
稅後淨利潤	313	1,093	1,156	1,190	1,169
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,189	2,126	2,300	2,434	2,424
每股收益 (HK\$)	0.27	0.89	0.92	0.95	0.93
每股收益 - 調整員工分紅 (HK\$)	0.27	0.89	0.92	0.95	0.93

資料來源：公司資料、元大

主要財務報表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
年成長率 (%)					
營業收入	60.9	58.5	17.4	16.8	9.8
營業利潤	(111.1)	1,430.5	13.6	13.5	(2.2)
稅前息前折舊攤銷前淨	251.3	78.9	8.1	5.8	(0.4)
稅後淨利潤	(250.8)	248.6	5.8	2.9	(1.8)
每股收益	(246.95)	236.05	3.22	2.95	(1.79)
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	19.0	19.3	18.9	18.7	18.1
營業利潤率	0.3	2.5	2.4	2.4	2.1
稅前息前折舊攤銷前淨利率	6.1	6.9	6.4	5.8	5.3
稅後淨利潤率	1.6	3.6	3.2	2.8	2.5
資產報酬率	2.2	6.5	5.5	5.1	4.5
淨資產收益率	10.8	26.7	23.8	21.4	18.7
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	125.3	103.2	85.8	74.8	63.8
淨現金(負債)權益比 (%)	(117.2)	(81.8)	(69.3)	(60.6)	(50.2)
利息保障倍數 (倍)	3.8	12.5	12.5	13.1	13.2
利息及短期債	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
現金流量對利息保障倍數 (倍)	30.9	23.1	17.9	17.8	20.8
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
流動比率 (倍)	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
速動比率 (倍)	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
淨負債 (HK\$ 百萬元)	3,414	3,420	3,367	3,372	3,132
每股淨值 (HK\$)	2.47	3.34	3.87	4.43	4.97
評價指標 (倍)					
市盈率	35.3	10.5	10.2	9.9	10.1
股價自由現金流量比	4.4	9.2	8.7	8.5	7.1
市淨率	3.8	2.8	2.4	2.1	1.9
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	9.3	5.4	5.1	4.8	4.9
股價營收比	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3

資料來源：公司資料、元大

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

TCL 通訊科技控股有限公司 (2618 HK) – 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評級	分析師
1	2012/04/26	3.26	3.40	3.40	持有	張文慧
2	2012/09/04	1.77	3.40	3.40	持有-落後同業	張文慧
3	2014/11/14	8.02	10.50	10.50	買入	蒲得宇
4	2014/12/17	7.13	10.00	10.00	買入	蒲得宇
5	2015/04/24	9.38	8.50	8.50	持有-超越同業	蒲得宇

資料來源：Bloomberg，元大

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

目前元大研究分析個股評級分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	194	47%
持有-超越同業	109	26%
持有-落後同業	53	13%
賣出	9	2%
評估中	45	11%
限制評等	5	1%
總計：	415	100%

資料來源：元大

投資評級說明

買入：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評級、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評級及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2015 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀請。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資目標之要約或要約之引誘。報告數據之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資目標，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對數據之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大寶來證券(香港)有限公司發佈。元大寶來證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大寶來證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細數據之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣台北市 104 南京東路三段
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細數據之香港人士，應透過下列方式聯絡元大寶來證券(香港)有限公司：

致：研究部
元大寶來證券(香港)有限公司
香港夏愨道 18 號
海富中心 1 座 23 樓