证券研究报告—动态报告/公司快评

家用电器

视听器材

TCL 集团（000100）

重大事项点评

推荐

（维持评级）

2014 年 04 月 09 日

游戏快速适配、多屏融合突破超越同类公司

证券分析师：王念春 0755-82130407 wangnc@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027
联系人：曾婵 0755-82130646 zengchan@guosen.com.cn

事项：

近期，公司携手联通宽带、ATET、Gameloft 和京东等企业联合打造“游戏电视生态圈”，推出游戏电视 E5700 和 E6700、游戏主机 T2，于 4 月 9 日在京东预售。

内容：

■ **基于 Android 平台打造游戏电视生态圈**

基于 Android 系统，建立开放式游戏平台。近期，公司推出游戏电视 E5700 和 E6700、游戏主机 T2、游戏手柄，适用于所有 Android 游戏。携手联通宽带、ATET、Gameloft 和京东等顶级企业联合打造“游戏电视生态圈”：

- ✓ 公司：负责硬件制造和运营；
- ✓ ATET 及联通宽带：平台合作方，ATET 是国内一线专业 Android 智能游戏手机软件开发的公司，与联通形成电视和手机的双屏融合平台，同时实现了计费平台；
- ✓ Gameloft：全球顶级手游公司，负责提供游戏内容；目前游戏平台上提供的《现代战争 4》、《GT2 赛车》等精品游戏带给消费者很好的体验感受，达到 X-BOX 的体验水准，总体将电视游戏由体感、轻度游戏引向重度游戏；
- ✓ 京东：作为首销渠道，公司的翰林汇（IT 分销渠道）、传统多媒体电视渠道、游戏专业渠道等多种渠道也将参与分销。

ATET、Gameloft、联通、京东是公司的核心合作方，除此之外，公司也在与完美世界、EA、触控科技、掌趣等开发商进行合作。

图 1：游戏电视界面示意图

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 2：游戏主机和游戏手柄示意图

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

■ **一键云适配技术领先，游戏来源得到明显改善**

游戏生态圈在目前主要是三类:

✓ 基于 windows 之下开发的 PC 微软游戏生态圈

✓ 基于 IOS 操作系统下的游戏生态圈

✓ 基于 Android 操作系统下的游戏生态圈

此外还有类似 X-BOX 的封闭独立游戏生态圈。

基于 Windows 系统下开发的游戏生态圈基本上为微软所独占，苹果则是独占 IOS 系统下的游戏生态圈，基于 Android 操作系统下的游戏生态圈最为开放，这也就是其近期发展最为快速的原因。

但由于基于 Android 操作系统下开发的游戏都是适用于手机和 PAD 屏，是通过触摸来操控的，但是电视屏却不是触控屏，不能通过触摸来操控，这就使得过去 Android 操作系统下开发的游戏移植到电视上都要进行操控上的适配开发，以往每款游戏都需要大概 1-2 个月时间进行适配，这样的适配开发给游戏开发商、电视厂商带来了相当多的繁琐工作，是导致电视游戏来源不够丰富的重大障碍，游戏开发商也因此而不愿意开发适合电视的游戏。

此次 TCL 多媒体与 ATET 合作在 Android 游戏移植到电视上的最大突破是实现了快速操控适配，我们在公司研发实际体验感受到可以在几秒钟内实现操控适配，新下载的游戏适配时间也不超过 1 分钟，这一点使得电视游戏来源得到明显的改善。同时 TCL 多媒体表示在该技术上 ATET 与公司有排他性合作协议，认为至少两年内其他电视厂商无法实现快速的游戏操控适配。对这一点我们也同时调研询问了同类电视公司，的确目前都存在需要进行 1-2 个月游戏操控适配的问题，但未来是否能两年内保持这样的领先优势，需要进一步的观察。从目前时点来看，TCL 多媒体与 ATET 实现的 Android 游戏快速操控适配到电视上，比起其他品牌上的游戏来源和体验感受而言，是相当大的提升和改善。**该技术目前是公司独家拥有，可实现所有 Android 游戏的一键云适配。**

自 2012 年开始，公司开始研发自动适配技术，将手机、PAD 端的游戏快速适配到电视上，无需针对每个游戏进行适配，从而实现 Android 游戏的无缝转移；同时，支持联网、局域网游戏跨屏（手机、PAD、电视）多人对战。就我们了解，现有的 Android 游戏预计有一半或以上适合在电视大屏幕上玩，因此在该技术的支持下，公司能快速扩充游戏内容。未来随着电视游戏市场的扩大，Android 游戏开发商也将更加注重游戏在电视屏幕的适用性，从而提供更好的游戏内容，形成行业的良性循环。

图 3：游戏平台规划

资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

■ **支持联网、局域网游戏跨屏（手机、PAD、电视）融合**

在实现了 Android 游戏快速适配的基础上，用户可以在碎片时间在手机、PAD 上玩游戏，保存进度后回到家中在电视上继续玩，仍然是同一账号，实现了游戏跨屏融合。

跨屏融合与游戏快速适配是公司的游戏平台超越其他电视同行的最大突破点。

用户可以购买新购置公司的游戏电视，配合购买游戏手柄进行使用，或者购买公司的游戏主机和游戏手柄进行使用。

公司认为 2014 年公司将通过 IT 分销平台翰林汇进行销售、通过 TV 销售渠道和专业游戏销售渠道这三类方式进行销售，初步公司估算认为 2014 年至少能够销售 100 万套游戏手柄。

■ **后期的服务收入值得期待**

公司搭建的游戏平台，可通过多种方式置入公司的各类产品中：

✓ 游戏电视：游戏电视和手柄可享受极致的游戏体验；

✓ 内置游戏平台的智能电视：公司现在大部分的智能电视将内置游戏平台，配上手柄后可享受游戏体验；

✓ 游戏主机：对原有电视、其他品牌的电视，可通过连接游戏主机实现平台内所有游戏体验。

通过多种方式可提高游戏平台的覆盖面，未来的服务收入值得期待，如部分游戏下载收费、道具等收入。与手机、PAD 不同的是，电视系统是一个半封闭的系统，是基于 Android 底层的开发，因此“刷机”的难度很高，从而更能保障在游戏电视、游戏主机销售后游戏的付费等将在公司的平台上进行、参与后期收入分成。目前推广期间如《现代战争 4》游戏是免费的，公司将在 2014 年 6 月份开始收费，预计每户实现一年 100 元游戏消费开支值得期待。参考 91 平台是约 30%收入来自于游戏下载收费。公司未来计划按三步进行发展：

✓ 一键云适配使得游戏平台上有尽可能多的游戏

✓ 在游戏大厅里挑选适合电视的游戏

✓ 针对电视用户进行游戏开发，与 CP 进行联合开发

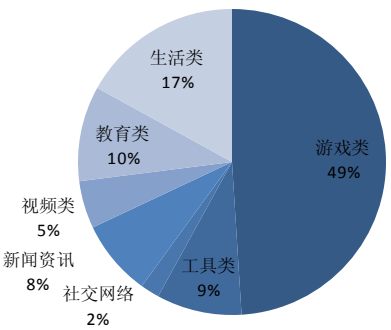
■ **电视游戏市场潜力巨大，手柄游戏将成为智能电视游戏的重要方向**

我国电视游戏市场潜力巨大。国外的电视游戏市场规模庞大，2006 年美国电视游戏市场规模就达到 125 亿美元、日本达 2770 亿日元。国内电视游戏市场非常小，但网游、手游已初具规模、且保持快速增长，据艾瑞咨询发布的数据，2012 年我国网络游戏付费市场规模 518 亿元、同比增长 19.4%，移动游戏付费市场规模 52.1 亿元、同比增长 40.8%。由此可见，我国电视游戏实际上不缺乏消费者，日益发达的网游、手游体现出了国人对于游戏的热爱。若未来通过增加内容供应、出现一两款火爆的游戏带动消费热情、逐渐培养电视上玩游戏的习惯、提高电视主机性能来满足游戏的硬件要求等方式，电视游戏市场发展空间值得期待。目前，电视上玩游戏有三种实现方式：XBOX/PS/Wii 等专业游戏机针对发烧友用户、基于机顶盒和智能电视等非专业终端的电视游戏针对大众市场，Android 游戏机介于两者之间，针对有一定购买力的普通玩家。

手柄游戏将成为智能电视游戏的重点发展方向。截至 2013 年 12 月，中智盟会员厂商（海信、TCL、长虹）智能电视应用商店中游戏类应用占 49%，游戏总量已达 13200 款，排名第一；智能电视应用商店用户应用下载量排行榜中，游戏类应用占比 32.36%，排名第二。这表明在智能电视的运用中，游戏是非常重要的一部分，内容最丰富，下载量也高。从游戏种类来看，益智类游戏占比最多 55.1%，其次是棋牌类游戏 12.1%，角色策略类游戏排名第三占比 10.5%，体感类游戏占比 1.6%排名最末。智能电视游戏很大一部分是通过原移动互联网（手机、PAD 等）游戏移植过来的，而最适宜智能电视操作的体感类和射击类游戏的内容比重占排行最末。由此可见，随着智能电视普及度的提升、厂商支付体系的成熟、盈利模式的逐渐清晰，专门适配于智能电视的优质游戏存在巨大市场潜力，手柄游戏将成为智能电视游戏类应用的一个重点发展方向。

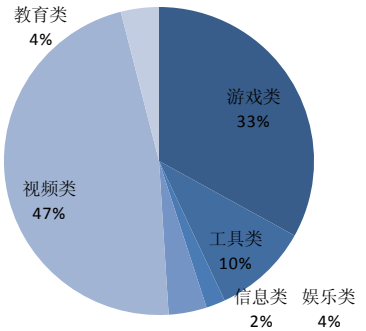
目前，已有华为、中兴九城、金亚科技等正式发布 Android 游戏机或高端机顶盒，**由于主机游戏经历了 13年的禁令，电视游戏在国内的普及第一步是提高终端的普及度。**

图 4：2013 年，智能电视应用商店分布（%）



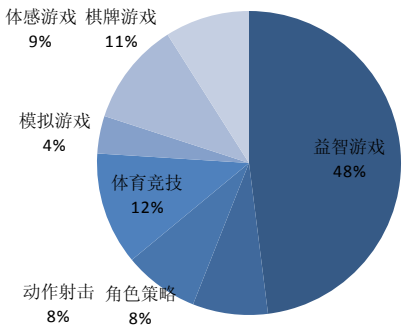
资料来源：欢网、海信、长虹、TCL数据统计平台，国信证券经济研究所整理

图 5：2013 年，智能电视应用下载分布（%）



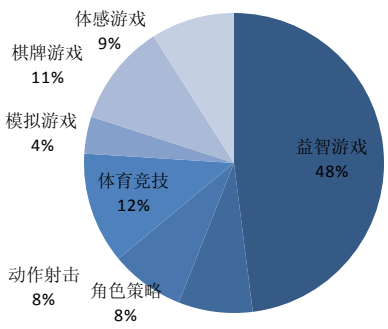
资料来源：欢网、海信、长虹、TCL 数据统计平台，国信证券经济研究所整理

图 6：2013 年，智能电视游戏上线内容分布（%）



资料来源：欢网、海信、长虹、TCL数据统计平台，国信证券经济研究所整理

图 7：2013 年，智能电视游戏下载分布（%）



资料来源：欢网、海信、长虹、TCL 数据统计平台，国信证券经济研究所整理

■ 维持“推荐”评级

此次公司推出的游戏电视、游戏主机，打造开放式 Android 游戏平台，可为用户提供丰富的游戏内容；一键云适配技术领先，可实现手机、PAD 游戏向电视游戏的无缝转移、多屏互动；通过多种方式和渠道提高游戏平台的覆盖面，未来的服务收入值得期待。

公司的战略转型方向正确，积极的人员及各项资源投入实施有效，新的产品结合服务的商业模式显现预计很快会呈现端倪，我们期待较好的成效显现。预计 14/15/16 年 EPS0.28/0.31/0.41 元，维持“推荐”评级。

我们建议应同时考虑 TCL 多媒体（1070 HK）的投资机会，目前 TCL 多媒体只有 43 亿市值，游戏电视、游戏平台的突破最为直接利好于多媒体业务板块。

在 2014 年 3 月底公司对游戏平台进行了公测，但市场并没有引起充分的重视，股价没有得到有效反映，是由于对公司在游戏适配、多屏融合、支付体系解决上的理解不充分。我们需要提示的是虽然公司的电视游戏平台因此获得了相当多的游戏来源，但我们需要观察是否能否有一些明星款的游戏将用户吸引到使用电视屏来玩一些特定的新游戏，公司计划每个月推送一款明星款游戏。

表 1：2013 年公司各产业的收入、净利润及增速（亿元，%）

产业	2013 年收入	收入同比	2013 年净利润	利润同比	净利率
多媒体	315	7.20%	-0.92	亏损	-
华星	155	115%	22.62	617%	14.59%
通讯	153	56%	2.54	改善 4.23 亿	1.66%
翰林汇	124	-4%	2.22	-5%	1.79%
家电	93	22%	1.18	20%	1.27%
通力电子	36	23%	1.07	42%	2.97%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	12318	20000	20000	20000
应收款项	18928	24925	28664	32963
存货净额	12183	15490	17814	20336
其他流动资产	4315	3831	4405	5066
流动资产合计	**47929**	**64431**	**71068**	**78551**
固定资产	21284	23019	26553	29845
无形资产及其他	1873	1748	1624	1499
投资性房地产	2648	2648	2648	2648
长期股权投资	3185	3191	3197	3203
资产总计	**78081**	**95038**	**105090**	**115746**
短期借款及交易性金融负债	7298	12211	14231	15687
应付款项	16113	21514	24741	28244
其他流动负债	13739	18502	21277	24317
流动负债合计	**37150**	**52227**	**60250**	**68249**
长期借款及应付债券	14627	14627	14627	14627
其他长期负债	6346	6546	6746	6946
长期负债合计	**20972**	**21172**	**21372**	**21572**
负债合计	**58123**	**73399**	**81622**	**89821**
少数股东权益	5790	5790	5789	5787
股东权益	14168	15849	17679	20138
负债和股东权益总计	**78081**	**95038**	**105090**	**115746**

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.25	0.28	0.31	0.41
每股红利	0.17	0.08	0.09	0.12
每股净资产	1.66	1.86	2.07	2.36
ROIC	3%	5%	5%	7%
ROE	15%	15%	15%	17%
毛利率	18%	18%	18%	19%
EBIT Margin	2%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	6%	4%	4%	5%
收入增长	23%	12%	15%	15%
净利润增长率	165%	14%	9%	34%
资产负债率	82%	83%	83%	83%
息率	6%	3%	3%	4%
P/E	11.1	9.8	9.0	6.7
P/B	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	17.3	25.6	24.0	19.4

利润表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**85504**	**95765**	**110130**	**126649**
营业成本	70359	78527	90306	103092
营业税金及附加	467	575	661	760
销售费用	8081	8715	10132	11652
管理费用	5262	5392	6072	6964
财务费用	178	1002	1078	1173
投资收益	326	310	350	350
资产减值及公允价值变动	(439)	(164)	(164)	(164)
其他收入	230	1	1	1
营业利润	1275	1701	2068	3195
营业外净收支	2353	1300	1200	1200
利润总额	**3628**	**3001**	**3268**	**4395**
所得税费用	744	600	654	879
少数股东损益	776	0	1	2
归属于母公司净利润	**2109**	**2401**	**2614**	**3514**

现金流量表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	2109	2401	2614	3514
折旧摊销	3380	1226	1427	1669
公允价值变动损失	439	164	164	164
应付账款	(1346)	5401	3227	3503
财务费用	178	1002	1078	1173
营运资本变动	(3737)	2705	(434)	(740)
其他	1578	(5401)	(3227)	(3506)
经营活动现金流	**2422**	**6496**	**3770**	**4604**
资本开支	(1664)	(3000)	(5000)	(5000)
其它投资现金流	346	0	0	0
投资活动现金流	**(2550)**	**(3006)**	**(5006)**	**(5006)**
权益性融资	(145)	0	0	0
负债净变化	1770	0	0	0
支付股利、利息	(1480)	(720)	(784)	(1054)
其它融资现金流	**(5788)**	**4913**	**2020**	**1456**
融资活动现金流	(5352)	4192	1236	402
现金净变动	(5480)	7682	0	0
货币资金的期初余额	17798	12318	20000	20000
货币资金的期末余额	12318	20000	20000	20000
企业自由现金流	(959)	2976	(1640)	(726)
权益自由现金流	(4977)	8691	1242	1669

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

《TCL 集团-000100-“双+”战略转型，双轮驱动》 ——2014-02-27
《TCL 集团-000100-2013 年一季报点评：新品销售将进一步助力业绩提升》 ——2013-04-25
《TCL 集团：盈利扭转趋势显现》 ——2009-12-23
《TCL 集团：政府强力支持下介入液晶面板行业》 ——2009-11-17
《TCL 集团：初步摆脱 4 年前的激进国际化战略危机》 ——2009-09-21

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。