



互联网业务提升公司业绩和估值——智能电视的三桶金

2015. 03. 26

强烈推荐 (首次)

王亮 (分析师)

电话: 010-83226009-813

邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

现价: 5.83

目标价: 7.81

股价空间: 34%

投资要点:

●2014 年末公司对产业结构进行了重新调整,建立了“7+3+1”的模式,原业务中互联网业务、销售与物流业务、金融业务作为集团服务产业,公司还单独披露了其收入、净利润数据。我们认为,结合公司在 2014 年上半年的“双+战略”,此举意在加大服务业务的布局,提升服务业务的收入和盈利。同时,结合公司智能电视的优势和已具规模的激活用户量,我们认为互联网业务在三类服务业务中增长最快,而且最先有三大业务的有力支撑——影视、电视游戏和广告,即智能电视的三桶金。

●公司通过与影视产业链各方合作,积极布局视频点播业务和全球播业务。视频点播业务可参考用户 ARPU 值 200 元,预计到 2018 年公司 will 撬动 50 亿元的产业链收入;全球播业务可参考人次 ARPU 值 10 元,预计到 2018 年将撬动 36 亿元的产业链收入。

●公司通过与电子游戏产业链各方合作,积极布局电视游戏业务。我们可参考 200 元的用户 ARPU 值,预计到 2018 年公司 will 撬动 40 亿元的产业链收入。

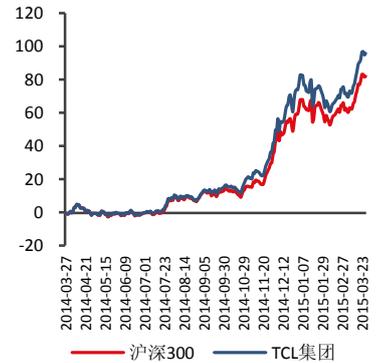
●公司通过影视内容可产生庞大的广告收入,按照视频点播广告业务用户 ARPU 值 340 元计算,预计到 2018 年可撬动 85 亿的产业链收入;按照全球播广告业务人次 ARPU 值 3.4 元计算,预计到 2018 年可撬动 12 亿元的产业链收入。

●盈利预测:上述三项互联网业务将直接增厚公司 EPS,预计 2015 至 2017 年每年增厚公司业绩 0.02 元、0.05 元、0.11 元。预计 2015 至 2017 年公司整体 EPS 分别为 0.34 元、0.46 元、0.57 元。

●估值:对于互联网业务我们采用绝对估值法。假定 2014 年末市场尚未对互联网业务的价值有所反应,基于 2014 年 12 月 31 日,每股可增加 4.01 元价值。2014 年 12 月 31 日前复权股价为 3.8 元,因此目标价为 7.81 元,相对于 2015 年 3 月 26 日 5.83 元股价,还有 34% 的空间。对应 2015-2017 的 EPS, PE 分别为 23 倍、17 倍、14 倍。

●风险提示:1、互联网业务中,影视和游戏业务有政策限制的风险。2、在影视产业链和游戏产业链中,新厂商进入者会分流 TCL 的互联网用户。3、液晶面板在 2016 年以后有需求和价格回落的风险。4、电视机和家电等传统业务的消费需求,受宏观经济和房地产市场的影响较大。

股价走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
TCL 集团	21.2	52.6	118.4
家用电器	11.0	29.2	51.0
沪深 300	12.1	22.3	64.6

基本资料

总市值 (亿元)	711.42
总股本 (亿股)	122.03
流通股比例	67.01%
资产负债率	73.22%
大股东	惠州市投资控股有限公司
大股东持股比例	7.20%

相关报告

家电行业周报 (20141102): 诸多因素利于彩电板块,景气度持续增长

家电行业周报 (20141109): “摩尔定律”或首先在彩电行业中起作用

2015 年度家电行业投资策略报告 (20141128): 整体厨房成高端厨电新引擎,家庭娱乐促智能电视产业高增长

家电行业周报 (20141207): 坚定看好智能电视和高端厨电两个子板块

单位: 百万元

主要财务指标	2014	2015B	2016E	2017E
营业收入	101,029	120,400	143,386	170,543
同比 (%)	18.41%	19.17%	19.09%	18.94%
归属母公司净利润	3,183	4,168	5,635	6,963
同比 (%)	50.93%	30.92%	35.21%	23.58%
毛利率 (%)	17.57%	18.38%	18.94%	19.38%
ROE (%)	13.60%	14.36%	16.54%	17.22%
每股收益 (元)	0.26	0.34	0.46	0.57
P/E	9.51	17.25	12.76	10.32
P/B	1.66	3.33	2.72	2.22



目录

1. 互联网应用服务成为公司增长点	5
1.1 产业结构调整意在提升服务业务	5
1.2 互联网业务在三类服务业务中增长最快	7
1.2.1 智能电视将成为家庭娱乐的中心	8
1.2.2 激活用户已具备规模效应	8
1.3 业务增长的有力支撑——智能电视的三桶金	9
2. 第一桶金——影视内容	10
2.1 TCL 与影视服务领域跨界已经深度合作	10
2.2 视频点播业务的收入估算	11
2.3 全球播将撬动巨大市场空间	12
2.3.1 全球播业务介绍	12
2.3.2 全球播家庭院线相比较传统院线具有以下三方面优势	14
2.3.3 TCL 全球播的进入壁垒	15
2.3.4 TCL 全球播业务的估算	16
2.3.5 TCL 全球播用户价值估算	16
3. 第二桶金——电视游戏	16
3.1 我国电视游戏需求被撬动	16
3.2 我国电视游戏将快速成长	17
3.2.1 全球电视游戏稳占全球游戏销量总数的 30%以上	18
3.2.2 我国电视游戏基数小成长快	18
3.3 我国当前电视游戏潜在市场预计有 400 亿元	19
3.5 智能电视在各类电视游戏终端中占据优势	20
3.6 TCL 电视游戏估算	21
3.6.1 TCL 在智能电视游戏领域具有优势	21
3.6.2 TCL 电视游戏用户数和用户 ARPU 值估计	23
4. 第三桶金——电视广告	24
4.1 我国电视广告份额大、网络视频广告增长快	24
4.2 广告价值估算	25
4.2.1 视频广告收入	25
4.2.2 全球播广告收入	25
5. 盈利预测	26
5.1 互联网业务的盈利预测	26
5.2 产品业务盈利预测假设	27
5.3 公司整体盈利预测	27
6. 估值	28
6.1 互联网业务的估值和公司整体估值	28
6.2 主营电视机业务的上市公司对照	29
6.3 风险提示	30



图表目录

图表 1 公司调整产业结构意欲提升服务业务.....	5
图表 2 各产业收入比例	6
图表 3 各产业营业收入占比（2014 年末）	6
图表 4 各产业净利润占比	6
图表 5 公司收入及增速	6
图表 6 归属上市公司股东净利润及增速	6
图表 7 五个主要业务的收入增速	7
图表 8 多媒体业务净利润同比大幅增长.....	7
图表 9 公司互联网业务结构（2014 年末）	7
图表 10 公司 LCD 电视销量增速在零增长附近.....	8
图表 11 公司 LCD 电视中的智能电视存量增长显著.....	8
图表 12 通过 TCL 智能网络电视终端运营的激活用户	9
图表 13 通过欢网运营的智能网络电视终端的激活用户	9
图表 14 智能电视内容与应用分类	9
图表 15 智能电视盈利模式分类	9
图表 16 TCL 爱奇艺三个不同版本	10
图表 17 TCL 芒果 TV+	11
图表 18 全国有线电视用户数增速放缓	12
图表 19 网络视频用户数增长放缓	12
图表 20 各网络视频收费标准	12
图表 21 传统电影产业链即全球播产业链的对照.....	13
图表 22 首发影院播放器	13
图表 23 Golive 院线已上映的部分影片	13
图表 24 多年来 70-80% 的电影无法公映	14
图表 25 2004 年-2014 年中国城市院线数量（单位：条）	15
图表 26 2005 年-2013 年中国电影全年总票房（单位：亿元）	15
图表 27 电影观看人次增幅较大基本都在 30% 以上.....	15
图表 28 电影单位人次电影支出平均 33 元（单位：元）	15
图表 29 全球播市场空间估算假设	16
图表 30 电影行业概况：价值链——电影票房的分账.....	16
图表 31 国家游戏机政策逐步放宽	17
图表 32 电子游戏及电视游戏结构图	17
图表 33 全球游戏市场销售收入在四类终端占比.....	18
图表 34 视频游戏营收在四类终端的占比趋势.....	18
图表 35 2013 年上半年我国游戏消费者在各个平台上的花费.....	19
图表 36 2014 年我国各类网民占比和各类网游用户占比.....	19
图表 37 2014 年我国各类游戏用户数、销售收入及占比.....	19
图表 38 2014 年我国各类游戏销售收入	19
图表 39 网页、客户端和移动三类游戏销售收入增长率.....	19



图表 40 我国电子游戏用户规模和增速	20
图表 41 我国电子游戏市场销售收入和增速.....	20
图表 42 各类电视游戏终端的特点及典型产品.....	21
图表 43 TCL 游戏电视生态圈	22
图表 44 电视游戏产业链的定位	22
图表 45 我国游戏用户 ARPU 值先降后升.....	23
图表 46 2009—2014 年中国广告行业营业收入	24
图表 47 我国电视广告、互联网广告占比居前（2013H1）	24
图表 48 电视广告营业收入增速出现负数	24
图表 49 网络视频广告收入增速有所下降但仍有 40%.....	24
图表 50 影院广告收入增速下滑但仍有 30%.....	25
图表 51 三类影院广告占比（2013 年）	25
图表 52 对照：电视广告用户 ARPU 值与网络视频广告用户 ARPU 值.....	25
图表 53 院线广告人次 ARPU 平均值（以及和网络视频广告比较）	25
图表 54 TCL 互联网业务三桶金假设（2018 年稳态）	26
图表 55 互联网应用业务盈利预测	27
图表 56 原业务关键指标预测	27
图表 57 公司整体盈利预测（包含互联网业务）单位：百万元.....	27
图表 58 与 TCL 业务相关的上市公司分析	28
图表 59 百事通业务分析	28
图表 60 TCL 互联网业务估计（预计 2018 年）	29
图表 61 百事通、乐视网估值情况	29
图表 62 LCD 电视机厂商状况	29
图表 63 盈利预测表（单位：百万元）	31



1. 互联网应用服务成为公司增长点

1.1 产业结构调整意在提升服务业务

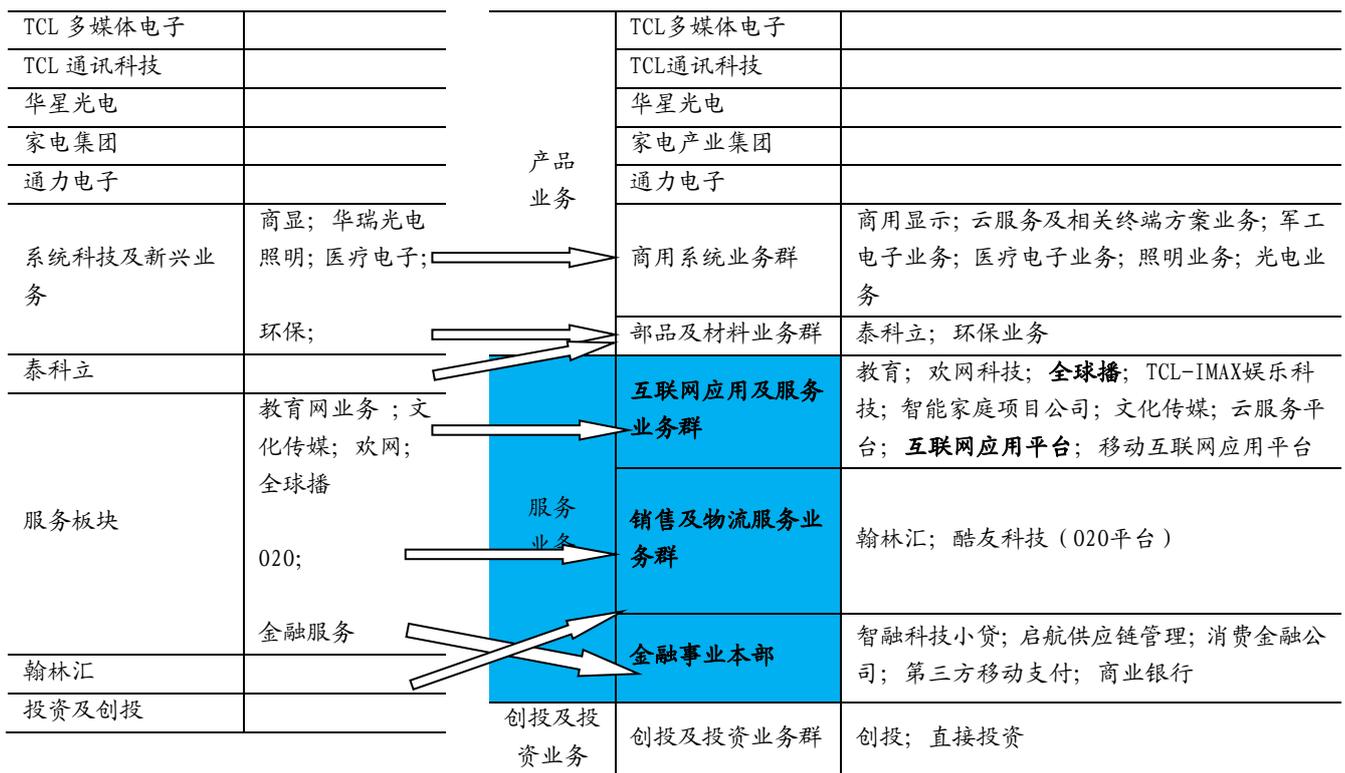
2014年4月9日在TCL春季发布会上，公司提出“双+战略”的转型目标，计划用5年时间实现以下四项：

- 一、成为全球智能终端产品主流厂商，其中智能电视和智能手机销量达到全球前3名；
 - 二、通过产品+服务，发展有ARPU值贡献的1亿家庭用户+1亿移动用户；
 - 三、通过各种服务能力的建设，实现来自产品和服务的收益贡献各占50%；
 - 四、构建新的核心能力，使得公司价值增长超越销售收入增长，未来5年TCL集团的市值超过千亿元。
- 整个2014年公司围绕“双+战略”从各个方面进行调整。根据公司2014年报，2014年末公司建立了“7+3+1”的产业模式（图表1）。

基于我们对智能电视的判断，电视机在完成大屏、高清、智能化的根本性提升后，电视机的内容和应用服务将成为实实在在的消费需求。如果电视厂商不在内容和应用服务进行布局，将会丢掉服务与应用很大的市场，而且会变得被动。因此，电视厂商和内容与应用商从2014年下半年开始进行跨界合作和磨合。

我们认为，公司加大和突出服务业务尤其是互联网业务，意在提升该产业的收入和盈利。

图表1 公司调整产业结构意欲提升服务业务



资料来源：公司公告，广证恒生整理

公司2014年的营业收入为1010.3亿元，同比增长18%；主营业务收入975.6亿元，同比增长16.5%；营业利润21.1亿，同比增长65.7%；归属母公司股东净利润31.8亿元，同比增长50.9%。公司按“7+3+1”的分类，对服务业务列举了收入和净利润数据。其中，互联网应用及服务业务群（以下简称“互联网业务”）的数据单列出来——收入为10.92亿，因前期研发及资本性投入较大，净利润为-0.02亿。

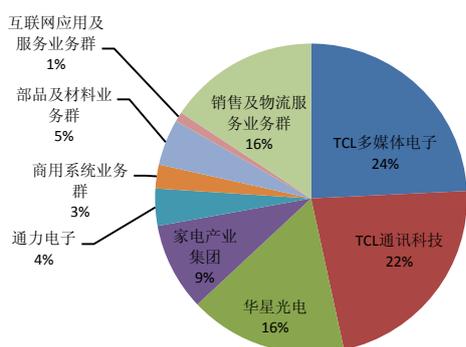


图表 2 各产业收入比例

7+3+1	产业板块	营业收入 (2014年)	净利润 (2014年)	备注
产品业务	TCL多媒体电子	265.66	1.9	产品类收入 913.6 亿 产品类净利润 38.49 亿
	TCL通讯科技	245.24	8.64	
	华星光电	179.64	24.34	
	家电产业集团	100.38	0.57	
	通力电子	42.48	1.28	
	商用系统业务群	27.31	0.39	
	部品及材料业务群	52.89	1.37	
服务业务	互联网应用及服务业务群	10.92	-0.02	服务类收入 182.58 亿 服务类净利润 5.17 亿
	销售及物流服务业务群	171.66	1.72	
	金融事业本部	-	3.47	
创投及投资业务	创投及投资业务群	—	4.45	投资类净利润 4.45 亿
上述合计		1096.18	48.11	—
集团合并		975.6	42.3 (净利润)	—

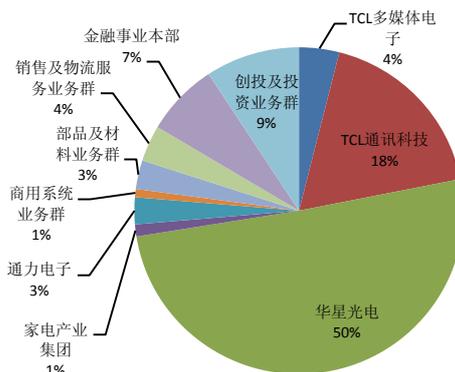
资料来源：2014 年报，广证恒生整理

图表 3 各产业营业收入占比 (2014 年末)



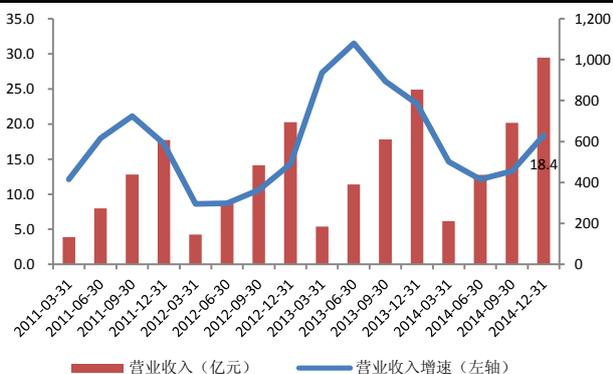
资料来源：WIND，广证恒生

图表 4 各产业净利润占比



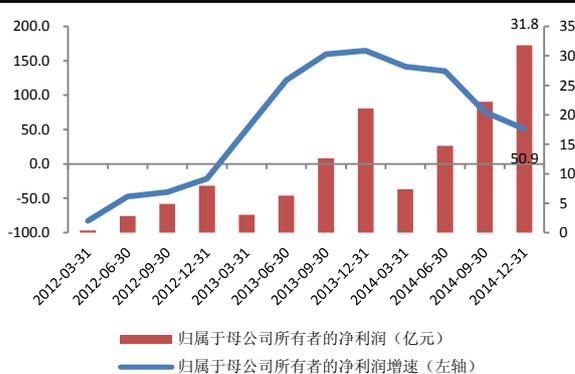
资料来源：WIND，广证恒生。注：互联网应用及服务业务群净利润为负值且绝对值小，剔除。

图表 5 公司收入及增速



资料来源：WIND，广证恒生

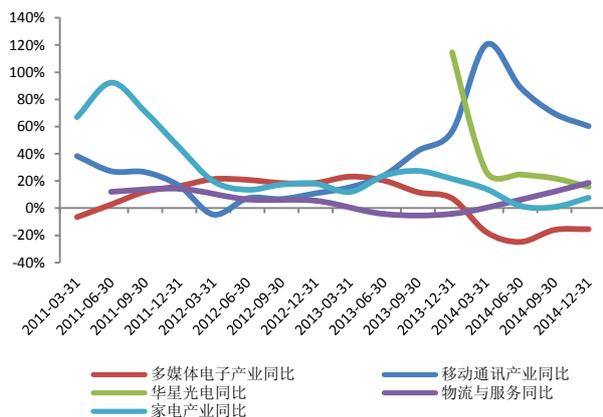
图表 6 归属上市公司股东净利润及增速



资料来源：WIND，广证恒生

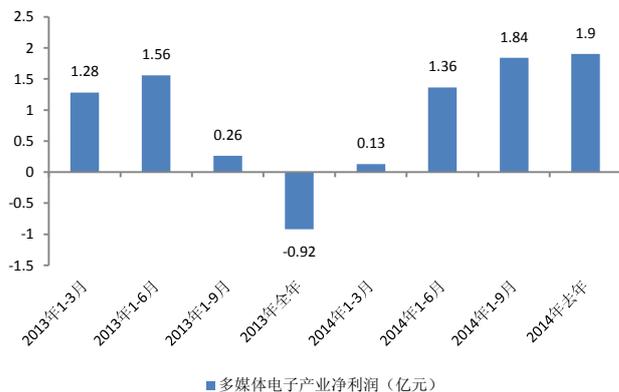


图表 7 五个主要业务的收入增速



资料来源: WIND, 广证恒生

图表 8 多媒体业务净利润同比大幅增长



资料来源: WIND, 广证恒生

1.2 互联网业务在三类服务业务中增长最快

公司服务业务包括: 互联网业务、销售与物流业务、以及金融服务业务。我们认为互联网业务在提升公司盈利方面最显著。

对于智能电视互联网业务和移动终端互联网业务, 我们认为智能电视互联网业务提升公司盈利最显著。

图表 9 公司互联网业务结构 (2014 年末)

具体业务	简要介绍	业务进度	本研究报告重点研究对象
全球播	包括向海外地区提供卫星直播电视服务, 及在全球 (先以中国地区为主) 提供院线同步电影点播的服务。	一、海外卫星直播电视服务已上线一年多, 频道数量约 400 个, 覆盖 18 万用户终端。 二、院线服务业务已完成技术、产品、运营体系建设, 产业生态圈合作进展顺利。在中国区, 在上游已与中影达成战略合作, 下游已使用全球播品牌与多家主流智能电视品牌厂商签约。 (全球播科技 (北京), 100% 子公司)	✓
互联网应用平台	运营 TV+智能电视平台, 通过构建多方共赢的生态圈整合视频、游戏、教育、生活等内容资源, 为用户提供家庭娱乐方案。	公司智能网络电视的累计激活用户数为 674.7 万, 12 月日均活跃用户数为 226.9 万, 其中游戏平台月活跃用户人数突破 6.9 万, 绑定微信电视的用户数达 15.6 万。	✓
TCL 文化传媒公司	文化投资、影视投资、媒体运营、特许商品销售等	拟整合内外部专业资源, 建立上下游一体化的屏媒体运营平台, 在影视内容领域进行数字广告资源开发和增值服务。	✓
欢网科技	提供智能电视及 OTT 的整体业务解决方案 (不含视频业务) 以及相关的运营服务, 重点发展电视应用商店、智能 EPG 和教育综合性门户业务。	预装欢网增值服务的智能电视的激活总数已达到 1,155.6 万, 安卓机型激活率提升至 71%, 日均活跃用户数 396.5 万。 (广州欢网科技) 2014 年营业收入 0.61 亿, 净利润 0.02 亿。	



教育网业务	中国最大的大学网络学历教育服务运营机构，在大学网络学历教育服务、汉语言考试服务方面居领先地位。	一、在大学网络学历教育服务、汉语言考试服务方面居领先地位。 二、职业教育业务取得实质进展。 三、慕课网、同学、奥鹏学吧等互联网和移动互联网项目的研发及推广工作取得阶段性成果。 已产生收入:2014年10.1亿,净利润0.55亿。(电大在线远程教育;合营) (TCL教育网络有限公司)
TCL-IMAX 娱乐科技	向高端用户提供私人影院的集成产品和服务方案。	2014年1月正式成立,研发及试产车间已完成建设。预计今年第二季度开始向市场投放产品和服务。
智能家庭项目公司	对平台内的终端和内容的统一管理,建立具备人机交互、互联互通、智能管家及云服务的平台化生态系统	已初步完成产品服务的规划,核心团队搭建完成。
云服务平台	与思科合资成立了广州科天智慧云信息科技有限公司	双方将共同投资建设公有商用云服务平台。
移动互联网应用平台	运营 T-Cloud 个人云及移动互联网应用服务业务,构建 TCL/Alcatel 移动互联网生态圈。	累计用户为 668.9 万,累计应用下载量为 3,961 万。

资料来源:公司年报,广证恒生整理

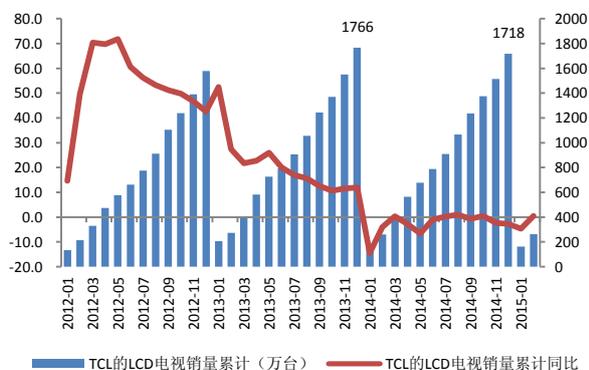
1.2.1 智能电视将成为家庭娱乐的中心

LCD 电视机的三个主要特征——大屏、高清和智能越来越受消费者青睐而成为消费主流,这三项特征使得彩电成为家庭娱乐中心和“大屏幕挤占小屏幕”的重要硬件支撑。

1.2.2 激活用户已具备规模效应

为加速战略转型,公司传统主业 TCL 多媒体电子成立了董事会策略执行委员会。围绕“双+”转型战略,TCL 多媒体电子积极推进 TV+智能电视平台建设。在互联网生态系统建设方面,TCL 多媒体电子成立互联网业务中心,依托 TV+智能电视、七 V 智能机顶盒、游戏主机、IMAX 顶级私人影院系统等智能终端入口构建用户运营平台。经过 2014 年一年的努力,公司在智能电视和激活用户方面取得显著成效。

图表 10 公司 LCD 电视销量增速在零增长附近



资料来源:公司公告,广证恒生

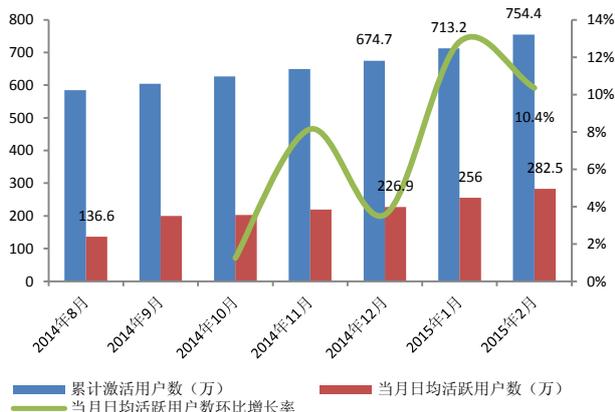
图表 11 公司 LCD 电视中的智能电视存量增长显著



资料来源:公司公告,广证恒生



图表 12 通过 TCL 智能网络电视终端运营的激活用户



资料来源：公司公告，广证恒生

图表 13 通过欢网运营的智能网络电视终端的激活用户



资料来源：公司公告，广证恒生

1.3 业务增长的有力支撑——智能电视的三桶金

智能电视是具有全开放式平台，搭载了操作系统，用户在欣赏普通电视内容的同时，可自行安装和卸载各类应用软件，持续对功能进行扩充和升级的新电视产品。

根据奥维咨询 (AVC) 定义，智能电视是指具备完整独立的操作系统，拥有开放式应用平台，可通过网络自主安装卸载应用程序来增加或删除相应的功能或服务，以满足用户多样化和个性化需求的电视产品。智能电视是建立在开放平台和智能人机交互基础上的能提供这三种服务 (电视直播服务、视频点播服务、应用软件服务) 的产品。

图表 14 智能电视内容与应用分类

服务分类	简介	具体内容
电视直播服务 (TV Live)	智能电视可接收、播放如电视直播信号，如有线电视信号；	——
视频点播服务 (VoD)	智能电视可播放拥有互联网电视运营牌照的运营商提供的视频内容	各类影视节目； 教育节目
应用软件服务 (APP)	智能电视生产企业不仅能够与合作伙伴开发智能电视的功能和服务，而且可以通过提供 SDK (软件开发工具包) 和开放的应用平台，使第三方或个人开发者参与进来，为用户提供更加多样化、个性化的功能或服务。	游戏；互动交流； 教育软件，等等

资料来源：奥维咨询，广证恒生整理

基于电视的娱乐功能，我们认为影视、游戏和广告最先成为智能电视的主要收入来源，往后则是教育、生活和大数据服务。

图表 15 智能电视盈利模式分类

收入来源分类	收入来源
从用户中获取收入	影视
	游戏
	教育
	生活
从非用户中获取收入	广告
	大数据服务

资料来源：TCL 公司资料，广证恒生整理



2. 第一桶金——影视内容

2.1 TCL 与影视服务领域跨界已经深入合作

一、TCL 与爱奇艺跨界合作 TV+

2013 年 9 月 3 日，中国彩电第一品牌 TCL 与中国视频行业领导品牌爱奇艺，在京隆重举行“TV+，玩真的——TCL 爱奇艺电视”发布会，共同发布了具有行业前瞻性的跨界新作“TCL 爱奇艺电视——TV+”，一举开创了家电业与互联网业跨界合作的全新模式和产品形态。

截止目前，TCL 爱奇艺电视——TV+家族已有 11 名成员，形成了互联网电视行业最豪华阵容的产品家族。

图表 16 TCL 爱奇艺三个不同版本

	<p>UD 版: 作为家族中最高端的版本，UD 版 TV+采用了顶级的专业 4K 屏体，3840*2160 分辨率，较其他版本的显示精度提高 4 倍之多，还搭载了双核和四核 GPU，以及独创的 4K UI，定制 4K 壁纸，专属 4K 浏览器，四窗口快捷操作方式，带来 4K 超高清的真实细腻体验。</p>
	<p>S 版: 采用了中框墨绿色拉铝材质、整机线条纤薄的 S 版 TV+，充满着时尚、潮流气息，在家族产品中显得尤为夺目。S 版 TV+的内存空间上一举扩展到了 16G，以及带来全面升级的操控方式，是尊爵版的全新升级版</p>
	<p>C 版: 拥有最多尺寸的 C 版 TV+全面涵盖了 32~55 共 5 个尺寸，并带来周末影院、云赏 K 歌等核心功能，充分满足不同人群的多样化需求。并且，C 版采用了全新的工艺设计，并带来了亮银色四方玻璃底座以及白色呼吸灯独特设计，尽显精工之美。</p>

资料来源：京东商城，广证恒生整理

TCL 主导 TV+的研发、制造和售后服务，拥有内容优势的百度爱奇艺提供互联网技术和影音内容支持，双方实现了软硬件的优势互补。在智能电视领域，互联网企业拥有海量网络视频、丰富云端应用等优势，家电厂商具有用户、销售渠道、品牌影响力及售后服务优势。

二、TCL 与湖南广电推出互联网电视机芒果 TV+

2014 年 8 月 30 日，TCL 在长沙举办的“娱乐玩咖，无乐不 zuo”新闻发布会上，联合湖南广电推出互联网电视机芒果 TV+，这是国内互联网电视牌照方与电视机厂商合作推出的第一款联名电视机。TCL 互联网业务极大地增强了娱乐基因和互联网思维的运作。

图表 17 TCL 芒果 TV+

<p>硬件配置</p>		<p>硬件方面拥有 TV+家庭娱乐电视独有的全程 4K 技术，采用 3M 4K 溢彩增亮膜，4K 显示效果提升到 138%。同时采用双核 A9 处理器，主频为 1.4GHZ，是目前行业最高，GPU 则采用四核 SGX544 图像处理器。</p>
<p>娱乐和影视资源</p>		<p>(1) TCL 芒果 TV+具有湖南广电有名的节目《快乐大本营》、《爸爸去哪儿》、《我是歌手》等综艺节目的独家互联网信息网络版权； (2) 其在其他视频资源上也较为丰富，如电视剧，综艺，动漫，音乐，纪实不同类型的节目都可选择； (3) 还购买了大量的港台热门综艺的网络播放权、日韩港台内地超人气明星正版高清 MV 和演唱会的网络独播权、海量海外大片、海量海外电视剧（泰、韩、日）的引进权和播放权。</p>
<p>互动功能</p>		<p>芒果 TV+集成了粉丝互动板块。通过参与投票、互动问答等形式，观看 TCL 芒果 TV+可以赢得明星专属奖品甚至是热门节目的门票！这是其他渠道很难获得的独家大礼，对粉丝而言具有强大的吸引力，这也是这款 TCL 芒果 TV+最独门的竞争力之一。</p>
<p>社交功能</p>		<p>TCL 芒果 TV+内置了一个强大的社交 K 歌平台——天籁 K 歌，为 TCL 芒果 TV+安装 USB 摄像头后还能录制属于自己的 MV，录制好的视频可以上传到网络、发送到朋友圈、腾讯微博或是发送给朋友，这是其社交 K 歌平台的强大之处，以后异地和朋友分享 MV 不仅仅是手机才能完成了。</p>

资料来源：eNet 硅谷动力，广证恒生整理

2.2 视频点播业务的收入估算

由于电视机的硬件优势、操作的智能化以及丰富的内容，极大提升了观看体验，因此智能电视的视频点播将会吸引原来的有线电视和网络视频用户。因此我们可参考后两者的用户数和用户 ARPU 值来估计智能电视的视频点播业务。

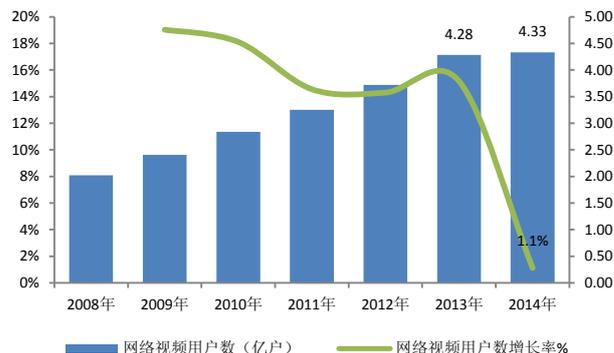
根据广电总局和国家统计局披露数据，截止 2014 年底我国有线电视用户数达到 2.31 亿，增速放缓至 0.9%；同时，网络视频用户数达到 4.33 亿，增速也放缓至 1.1%。



图表 18 全国有线电视用户数增速放缓



图表 19 网络视频用户数增长放缓



资料来源: 国家广电总局, 广证恒生

资料来源: 《中国互联网络发展状况统计报告》, 广证恒生

根据对全国大部分省市数据的统计, 我国有线电视资费平均为 22.65 元/月, 即全年为 271.8 元。图表 20 汇总了目前常见网络视频收费标准, 网络视频用户每年的资费平均是 153 元。

图表 20 各网络视频收费标准

网络视频	月标准资费	12 个月优惠价
腾讯视频	20 元	150 元, 折合 12.5 元/月
搜狐视频	15 元	119 元, 折合 10 元/月
优酷视频	20 元	169 元, 折合 14.1 元/月
爱奇艺	19.8 元	198 元, 折合 13.2 元/月
乐视	24 元	168 元, 折合 8.25 元/月
PPTV	10 元	114 元, 折合 9.5 元/月
均价	18.13 元	153 元

资料来源: 各公司网站, 广证恒生整理

根据上述电视用户和网络视频资费标准, 我们估算智能电视来自视频点播业务收入的 ARPU 值在该业务进入稳态 (我们预计 2018 年) 后达到全年 200 元。

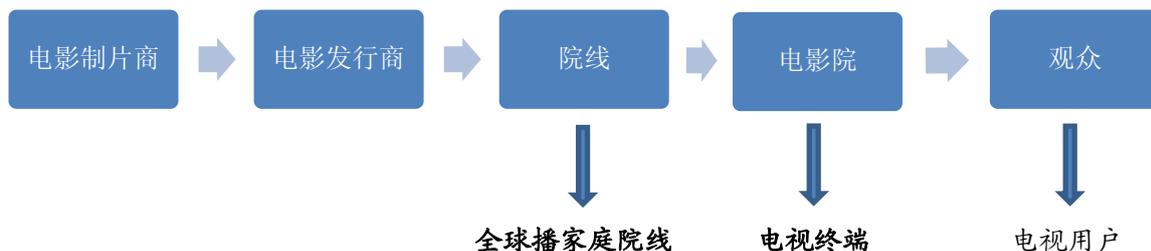
有线电视用户数和网络视频用户数都具有这样的特征: 当以高速增长达到一定规模后, 将以中速增长持续若干年, 再之后以较低增速增长。我们认为, 智能电视的用户数也具有该特征。我们假定, TCL 智能电视视频点播用户数到 2018 年达到稳态, 用户数为 2000 万。

2.3 全球播将撬动巨大市场空间

2.3.1 全球播业务介绍

2014 年 11 月 13 日, TCL 集团旗下 TCL 多媒体和 TCL 通讯推出“全球播”服务, 打造家庭电影院线。全球播电视院线是全球首家实现电影播放的电视平台, 本质上是一个家庭电影院线。它以云服务平台为基础, 通过与终端厂商的内置合作, 形成庞大电视终端数量, 与电影发行商、制片商按照院线票房分成的模式合作。未来庞大的智能电视终端用户和移动终端用户有望给全球播带来巨大的收入和流量。

图表 21 传统电影产业链即全球播产业链的对照



资料来源：广证恒生整理

图表 22 首发影院播放器



资料来源：天极网，广证恒生整理

目前全球播已与中影、好莱坞等重要机构进行了深度合作，在内容端（制片厂）、发行端（中影集团）和政策端（广电总局质检所）都有很紧密的沟通。中影集团是中国大陆唯一拥有影片进口权的公司，而且是中国产量最大的电影公司。全球播已经获得了 KDM（Key Delivery Message，密钥传送消息）电影安全播放标准认证。KDM 是负责传送密钥的文件，主要包含以下三类信息：内容解密密钥；密钥参数，主要是密钥的时间窗（有效时间段），即电影放映档期；受信任设备列表（TDL，Trusted Device List），即经授权的合法设备的列表信息，发行方可通过这些信息来实现对影片放映档期与放映设备的控制。全球播获得了中国电影质检所的相关认证和合作资质，实现了电影版权保护和分账平台建设，实现了票房的第三方监管，具有推出同档期电影的能力。

全球播首先在 TCL 产出的智能电视中进行预装，之前已售出的智能电视通过升级或者下载相关软件也能获得该服务。同时，全球播是一种开放平台，其他品牌的智能电视也可以使用全球播这项服务。

全球播家庭院线自 2014 年 12 月开始上映第一部影片以来，到 2014 年末一共上映影片 12 部。我们可以看出，全球播上映时间要比网络视频要早。按照全球播的最初意图，同档期电影在全球播上线时间比传统院线迟 7 天，我们预计随着该业务的推进，全球播上映时间将会大大提前，从而其用户会极大的增加。

图表 23 Golive 院线已上映的部分影片

Golive 上线影片	Golive 上线时间	传统院线 上线时间	网络视频（收费）上线时间	华数（天猫魔盒、海尔电视）	央视国际（小米盒子）
超体	2014-12-8	2014-10-24	2014-11-21	仅有预告片	付费点播（15 元包月）



心花路放	2014-12-8	2014-9-30	2014-12-28	仅有预告片	仅有预告片
亲爱的	2014-12-8	2014-9-25	---	仅有预告片	仅有预告片 (15 元包月)
换爱七日	2014-12-17	2014-11-21	2014-12-16	无	无
黄金时代	2014-12-18	2014-10-1	2014-12-1	无	付费点播 (15 元包月)
黄飞鸿之英雄有梦	2014-12-22	2014-11-21	2014-12-22	仅有预告片	仅有预告片
拆散专家	2014-12-22	2014-11-7	2014-12-23	无	仅有插曲 MV
老男孩之猛龙过江	2014-12-23	2014-7-10	---	仅有预告片	付费点播 (15 元包月)
麦兜我和我妈妈	2014-12-24	2014-10-1	---	无	付费点播 (15 元包月)
分歧者：异类觉醒	2014-12-25	2014-9-8	2014-12-25	付费点播 (15 元包月)	仅有预告片
我的早更女友	2015 年 1 月	2014-12-12	2015 年 3 月	---	---

资料来源：爱财经，广证恒生整理

目前全球播已与国内相关的电影制片商、发行商就 2015 年的影片发行进行合作，预计片方每月平均提供 8~10 部电影。

2.3.2 全球播家庭院线相比较传统院线具有以下三方面优势

一、没有进入影院的 2/3 电影也能进入“全球播”的影片库

中国每年 500-600 部电影，只有三分之一进入了线下电影院线，其它电影无法进入线下电影院线。“全球播”将为这些影片提供通畅的途径。海量的影视资源既能吸引广大的用户需求，同时也能带动电影产业发展，从而得到政策方与电影提供方等的支持。

图表 24 多年来 70-80% 的电影无法公映

年份	产量	公映数量	公映比例
2013 年	824	326	39.56%
2012 年	745	231	31%
2011 年	558	154	27.60%
2010 年	526	91	17.30%
2009 年	456	88	19.30%
2008 年	406	80	19.70%
2007 年	402	74	18.40%
2006 年	300	74	24.70%
2005 年	260	43	16.50%

资料来源：中国产业信息网，广证恒生整理

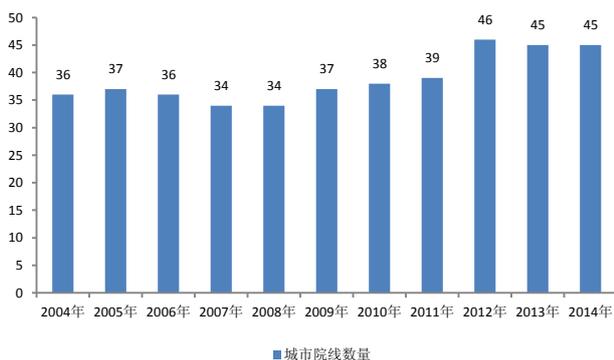


比如 1999 年出品由姜文执导的《鬼子来了》，2000 年由周迅、李滨、高媛媛等为主演的《十七岁的单车》等优秀作品都没有在电影院公映过，只能通过网络或者 DVD 观看。

二、现有院线和电影屏幕过少，全球播可满足市场需求

近年来中国电影产业快速增长。根据前瞻产业研究院发布的《2015-2020 年中国文化产业发展前景预测与产业链投资机会分析报告》，截至 2014 年底，中国城市院线数为 45 条，与 2013 年情况持平。全国影院仅有 2 万多片屏幕，人均屏幕数极低，而且集中在一二线城市，无法满足市场需求。全球播电视平台将会极大地弥补我国院线屏幕数量的不足，为中国广大的三到六线市场用户提供院线服务。

图表 25 2004 年-2014 年中国城市院线数量（单位：条）



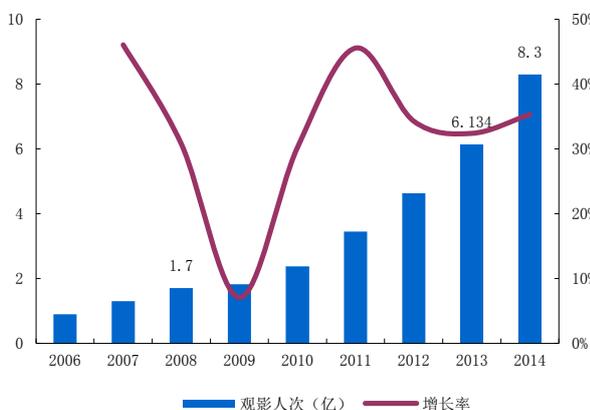
图表 26 2005 年-2013 年中国电影全年总票房（单位：亿元）



资料来源：《2015-2020 年中国文化产业发展前景预测与产业链投资机会分析报告》 广证恒生整理

资料来源：国家新闻出版广电总局电影局，广证恒生整理

图表 27 电影观看人次增幅较大基本都在 30%以上



图表 28 电影单位人次电影支出平均 33 元（单位：元）

年份	票房收入	人次 (亿)	人次 ARPU
2006 年	21	0.89	23.6
2007 年	27.88	1.3	21.4
2008 年	38.84	1.7	22.8
2009 年	60.19	1.82	33.1
2010 年	101.72	2.37	42.9
2011 年	131.15	3.45	38.0
2012 年	170.73	4.633	36.9
2013 年	217.69	6.134	35.5
2014 年	296	8.3	35.7
平均值			33.3

资料来源：广证恒生整理

资料来源：国家新闻出版广电总局电影局，广证恒生整理

三、“全球播”的受众范围更广

《2014 中国电影市场影响力研究报告》的数据显示，现在看电影的观众 81%以上有大学本科及大专以上学历，19-40 岁观众贡献了 87%票房，而全球播的主要目标人群为 15 岁以下以及 35 岁以上人群。基于价格优势，全球播能够吸引现有传统影院观众，更重要的是还能激活 15 岁以下和 35 岁以上的大量用户。

2.3.3 TCL 全球播的进入壁垒

一、TCL 在电视终端硬件具有优势。



二、全球播家庭院线所有影片都是通过首发影院进行观看，而首发影院目前是国内唯一通过国家广播电影电视总局电影技术质量检测所权威认证的电影播放器。

三、TCL 作为在线院线的发起人，实质上的市场引导者，具备先发优势。根据年报数据，全球播自 12 月 10 日上线至年末，全球播院线服务已上线影片 12 部，累计激活用户数为 7,162。

2.3.4 TCL 全球播业务的估算

假定到 2018 年进入稳态，估算假设：

图表 29 全球播市场空间估算假设

全球播用户 (亿)	每年观看次数
通过全球播观看影片价格	平均 10 元/部
2018 年使用家庭用户数	0.3 亿户
观看频率	12 次/年，即每个用户每月观看一部付费电影。

资料来源：广证恒生预计

按照上面假设，2018 年将有 3.6 亿人次使用全球播，是 2014 年传统电影院线观看人次的 43%。由此可带动 36 亿元的票房收入，相当于 2014 年电影票房收入的 12%。

2.3.5 TCL 全球播用户价值估算

一、直接付费。根据网上报道，TCL 多媒体 CEO 郝义介绍，“全球播”服务与电影院线同档期的电影，普通影片 5-10 元一部，大片 15 元一部。目前传统院线的产业链分账情况如图表 30。因为用户只需在自家智能电视观看影片，所以该收入不涉及影院，根据下表，TCL 全球播家庭院线能够分到约 50%，我们保守按 40%的分账比例，即有 14.4 亿的收入。我们可以预计，全球播家庭院线的用户人次以及价格都有进一步上升的空间。

图表 30 电影行业概况：价值链——电影票房的分账

专项基金	5%
税金及附加	3.33%
院线	6.42%
影院	45.84%
发行商	4.58%
制片商	34.83%

资料来源：国家新闻出版广电总局电影局，艺恩咨询，广证恒生整理

二、作为补充，或者吸引用户的手段，用户可以通过兑换金币获得收看权限。看广告可获得金币，看广告同时点击回答问题能获得较多金币，金币可用来支付电影费。

3. 第二桶金——电视游戏

3.1 我国电视游戏需求被撬动

2000 年 6 月我国出台《关于开展电子游戏经营场所专项治理的意见》，严重遏制了后来电视游戏的发展，使得中国电视游戏市场几乎空白。2013 年下半年，我国游戏设备的生产和销售逐步放宽。

图表 31 国家游戏机政策逐步放宽

时间	文件	主要内容
2000 年 6 月	《关于开展电子游戏经营场所专项治理的意见》	面向国内的电子游戏设备及其零、附件生产、销售即行停止；任何企业、个人不得再从事面向国内的电子游戏设备及其零、附件的生产、销售活动。该禁令出台后，严重遏制了后来电视游戏的发展，使得中国电视游戏市场几乎空白。
2013 年 9 月 27 日	《国务院关于印发中国（上海）自由贸易试验区总体方案的通知》	允许外资企业从事游戏游艺设备的生产和销售，通过文化主管部门内容审查的游戏游艺设备可面向国内市场销售。
2014 年 4 月 10 日	《上海市人民政府办公厅关于印发市文广影视局等五部门制订的〈中国（上海）自由贸易试验区文化市场开放项目实施细则〉的通知》	允许外资企业从事游戏游艺设备的生产和销售，通过文化主管部门内容审查的游戏游艺设备可面向国内市场销售。
2015 年 1 月 29 日	《国务院关于推广中国（上海）自由贸易试验区可复制改革试点经验的通知》	在全国范围内复制推广的改革事项中包括“允许内外资企业从事游戏游艺设备生产和销售”。这标志着游戏机禁令的全面解除。这将对国内电视游戏市场产生重大利好。

资料来源：广证恒生整理

随着智能电视销量的不断增加，拥有智能电视的家庭越来越多，电视游戏能够发展的平台也会越来越广，为更多人所认识、接受，并将成为家庭娱乐的一个重大组成。我们预计电视游戏将迎来井喷式的发展：

一、2013 年 9 月，国务院办公厅发文提出在上海自贸区内“允许外资企业从事游戏设备的生产和销售，通过文化主管部门内容审查的游戏游艺设备可面向国内市场销售”。这意味着中国从 2000 年开始的长达 13 年的游戏主机禁令解禁。

二、社会对于游戏从抵制到接受的转变。

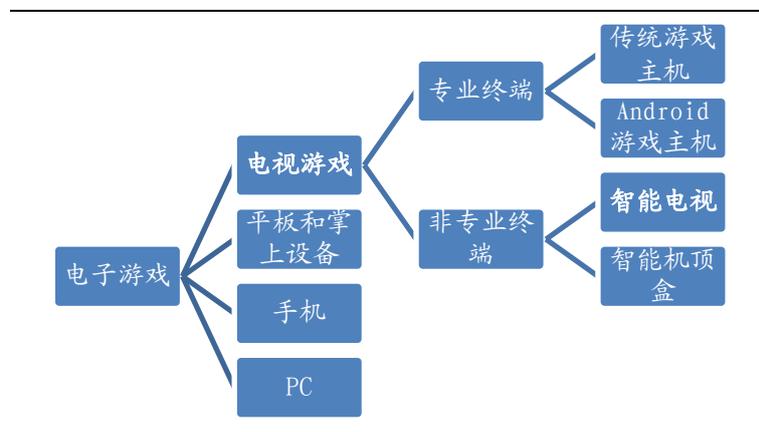
三、盒子、智能电视等一系列硬件设备的陆续推出为游戏提供了全新的发展环境。电视游戏平台的大屏幕、高清晰度、优质的音效都会带来很好的体验，而且电视游戏的操作感最佳。因此，电视游戏必将引入原有的 PC 游戏用户和手机游戏用户。

四、电视游戏具有家庭游戏功能，其它屏幕的游戏则偏向于个人游戏以及个人社交圈。

3.2 我国电视游戏将快速成长

从全球来看，电视游戏作为电子游戏中的一类，一直占据很大比例。电子游戏按照屏幕通常被分为：电脑游戏、电视游戏、手机游戏以及平板游戏四大类。

图表 32 电子游戏及电视游戏结构图



资料来源：广证恒生



3.2.1 全球电视游戏稳占全球游戏销量总数的 30%以上

根据 Newzoo 统计,在中国市场缺失的情况下,2013 年之前数年电视游戏稳占全球游戏销量总数的 30%以上,略低于电脑游戏的占比(40%左右)。Newzoo 还给出了全球四类游戏的理论比例。

图表 33 全球游戏市场销售收入在四类终端占比

2013 年全球实际值	电视	平板电脑和掌上设备	手机	PC	全部
用户数(亿)	7.0	6.3	11.1	14.5	16.0
收入占比	31%	12%	17%	40%	100%
收入(亿美元)	236	91	128	300	755
每个用户每年创造的收入(美元)**	33.71	14.44	11.53	20.69	47.19
2014 年全球预测值	电视	平板电脑和掌上设备	手机	PC	全部
用户数(亿)	7.27	5.88*	12.68	15.50 *	17.47
收入占比	29%	12%	19%	40%	100%
收入(亿美元)	234	100	152	328	815
每个用户每年创造的收入(美元)**	32.19	17.01	11.99	21.16	46.65

数据来源: 视频游戏研究公司 Newzoo, 广证恒生整理

*为根据《Newzoo: 2014 年全球游戏市场调查报告》中数据估算。在该报告中没有 2014 年的 PC 和手机的用户数,无法和 13 年相比。报告中将平板电脑和掌上设备细分为平板电脑、掌上设备两块;将 PC 分为休闲游戏、大型多人对战游戏、社交游戏三块。在 13 年掌上设备有 3 亿用户,平板电脑和掌上设备合计有 6.3 亿用户(有些用户会同时在多个平台游戏),如果假设掌上设备用户数与平板电脑和掌上设备合计用户数的比例不变的话,根据 2014 年掌上设备有 2.8 亿用户可大致推断 2014 年平板电脑和掌上设备合计用户数为 5.88 亿。2013 年和 2014 年休闲游戏用户分别有 12 亿和 12.89 亿推断 2014 年 PC 游戏用户数为 15.5 亿。

**该数据在 Newzoo 的报告中无法直接得到,但可以根据销售收入和用户数得到。

图表 34 视频游戏营收在四类终端的占比趋势

	电视	平板电脑和掌上设备	手机	PC
美国现状	44%	15%	15%	26%
目前的趋势	25%	25%	25%	25%
全球理论值	28%	13%	20%	39%

数据来源: 视频游戏研究公司 Newzoo, 广证恒生整理

3.2.2 我国电视游戏基数小成长快

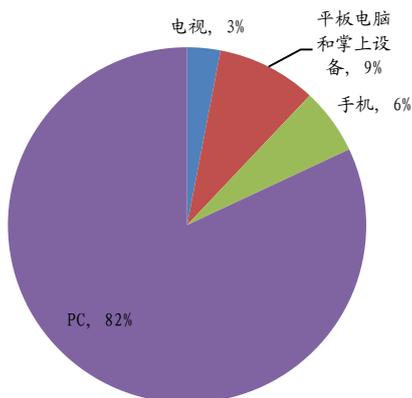
2013 年初 Newzoo 在我国对 2000 个游戏消费者开展调查。结果显示,我国游戏消费者在 PC 端消费的最多达到 82%,全球的平均水平是 39%;在电视端消费的最少只有 3%,全球平均水平是 36%。

据 CNNIC 中国互联网发展状况统计调查数据,2014 年底我国电视网游用户和网民占全部网游用户和全部网民的比例都处在很低的水平。

我们认为,我国游戏消费者在电视端消费远低于全球水平的原因是 2013 年之前的十几年我国一直禁止游戏机销售。随着 2015 年国家在全国解除游戏机禁令,未来我国电视游戏会呈现井喷式发展。

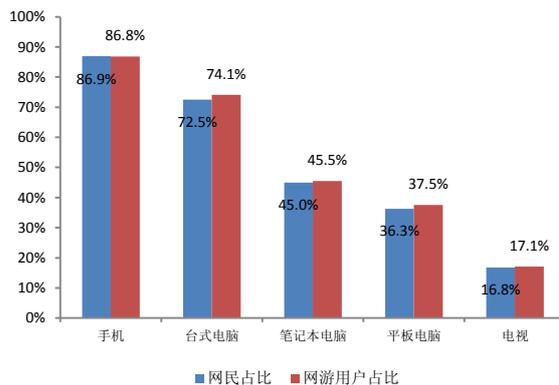


图表 35 2013 年上半年我国游戏消费者在各个平台上的花费



资料来源: Newzoo, 广征恒生

图表 36 2014 年我国各类网民占比和各类网游用户占比



资料来源: CNNIC, 广征恒生

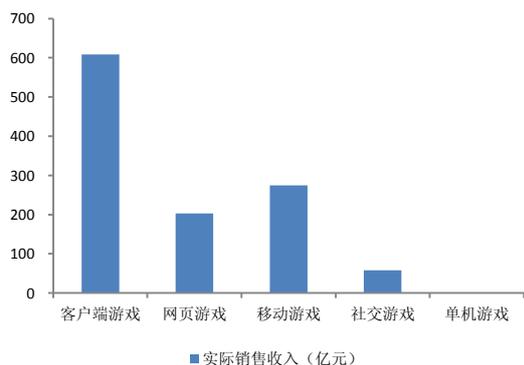
根据《2014 年中国游戏产业报告》，2014 年我国电子游戏分为客户端游戏、网页游戏、移动游戏、社交游戏、单机游戏。家庭游戏刚刚兴起，报告中单独分出一章介绍，但没有列出统计数据。

图表 37 2014 年我国各类游戏用户数、销售收入及占比

	客户端游戏	网页游戏	移动游戏	社交游戏	单机游戏	家庭游戏	全部游戏
用户数 (亿)	1.58	3.07	3.58	---	---	---	5.17
销售收入 (亿元)	608.9	202.7	274.9	57.8	0.5	---	1144.8
销售收入占比	53.191%	17.706%	24.014%	5.045%	0.044%	---	100%

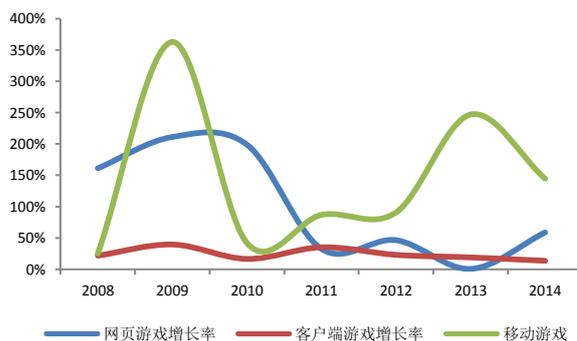
资料来源: GPC、IDC and CNG, 广征恒生

图表 38 2014 年我国各类游戏销售收入



资料来源: GPC、IDC and CNG, 广征恒生

图表 39 网页、客户端和移动三类游戏销售收入增长率

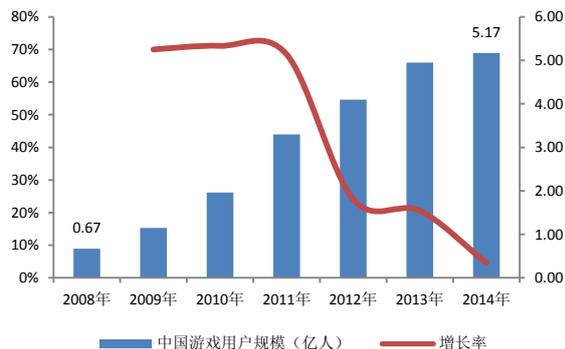


资料来源: GPC、IDC and CNG, 广征恒生

3.3 我国当前电视游戏潜在市场预计有 400 亿元



图表 40 我国电子游戏用户规模和增速



资料来源: GPC、IDC and CNG 广征恒生

图表 41 我国电子游戏市场销售收入和增速



资料来源: GPC、IDC and CNG 广征恒生

估算一:

2013 年上半年 Newzoo 调查显示我国消费者在电视游戏仅消费 3%, 2014 年我国电视网游用户占总网游用户的比重达到 17.1%, 但远低于手机网游用户占比。因此, 我们预计 2014 年我国电视游戏实际销售收入占总销售收入的 5%。

2014 年我国游戏市场实际销售收入达到 1144.8 亿元, 因此我们预计 2014 年我国电视游戏实际销售收入达到 57.24 亿元, 则其它游戏实际销售收入达到 1087.5 亿元。

Newzoo 预计 2014 年全球电视游戏销售收入占比为 29%, 由此可以推算 2014 年我国电视游戏潜在销售收入为 444 亿元。电视游戏潜在销售收入将在未来几年迅速实现。

估算二:

2014 年我国游戏用户达到 5.17 亿人, 同时我国游戏市场实际销售收入达到 1144.8 亿元, 则在 2014 年我国每个游戏用户贡献的销售收入为 221.43 元。这个数字是在电视游戏在我国刚刚起步的情况下实现的。Newzoo 预计 2014 年在全球每个游戏用户贡献的销售收入为 46.65 美元, 折合人民币 289.23 元。Newzoo 的全球数据与我国的数据接近, 说明可以用 Newzoo 的全球数据来估计我国游戏市场。

Newzoo 预计 2014 年全球每个电视游戏用户创造的收入为 32.19 美元, 按照 6.2 的汇率计算则为人民币 200 元。

根据 Newzoo 数据, 2014 年全球电视端游戏用户数预计为 7.27 亿, 总的游戏用户数为 17.47 亿, 全球电视端游戏用户数占比 42%。2014 年我国游戏用户数为 5.17 亿, 则我国 2014 年潜在的电视端游戏潜在用户数为 2.15 亿。5.17 亿的用户是在电视游戏在我国刚起步状态下的用户总数, 如果我国没有游戏机禁令的话游戏用户总数会更多, 相应的电视端游戏用户数也不会只有 2.15 亿。于是我们保守估计我国电视端游戏有 2 亿用户。

假设我国有潜在 2 亿的电视游戏用户, 每个电视游戏用户每年创造 200 元的销售收入, 则我国潜在的电视游戏市场规模为 400 亿。

结论: 我们选用的数据是我国潜在的电视游戏市场规模为 400 亿。

3.5 智能电视在各类电视游戏终端中占据优势

电视游戏终端主要分为专业终端和非专业终端, 专业终端又分为传统游戏主机和 Android 游戏机; 非专业终端又由智能电视和智能机顶盒。各类终端有各自的特点。



图表 42 各类电视游戏终端的特点及典型产品

电视游戏终端	细分终端	特点	典型产品	搭载游戏
专业终端	传统游戏主机	非开源，封闭生态；优势强大，游戏体验最佳，多有大制作游戏，但价格最贵；下载游戏收费	微软 Xbox 索尼 PS3 任天堂 Wii	《泰坦陨落》 《无冬 0L》 《光荣使命 2》
	Android 游戏机	开源，开放生态；刚起步，游戏体验中等，价格中等；	TCL T-Game 华为 Tron 中九 Funbox	《现代战争 4》 《死亡之屋》 《狂野之血》
非专业终端	智能电视	价格较高，多为家电厂商制造，销售渠道广，售后有保障	乐视 TV S50 TCL D49A561U	《TOUCH》 《天天风之旅》 《铠甲勇士拿瓦》
	智能机顶盒	价格低，渠道资源少，互联网基因	七 V 机顶盒 泰捷 WEBOX 百度 B-203 小米盒子	

资料来源：广征恒生整理

我们认为，智能电视在各类终端中占据优势。

一、智能电视和机顶盒在我国电视游戏市场占主流。根据《2014 年中国游戏产业报告》，综合各因素来看，短期内智能电视游戏（包括智能电视和机顶盒）有较大的发展空间。国外三大传统游戏主机厂商由于价格较高、盈利模式与我国游戏用户消费习惯不太一致等因素，其增速不会太快。Android 游戏机若在游戏体验和游戏内容方面有较大提升，则会具有较大的市场空间。

二、与机顶盒相比智能电视在电视游戏领域有优势。智能电视和互联网盒子同属于非专业终端，智能电视多由传统家电厂商如海信、TCL、长虹等推出，智能机顶盒主要由互联网公司如百度、小米、乐视等推出。由于智能机顶盒是由互联网公司推出的，天生具有互联网基因，对用户需求的把握更好，而且价格更低。海信、TCL 等传统家电企业也在向互联网转型，同时具有庞大的分销渠道和客户群，有强大的售后服务网络，在占领市场方面优势明显。

《第 35 次中国互联网络发展状况统计报告》数据显示，2014 年我国互联网电视/盒子的用户已经超过 1 亿，使用互联网电视/盒子玩过游戏的用户超过 1000 万，并且互联网电视/盒子的普及率在迅速增长；而游戏主机用户目前只有 4000 多。

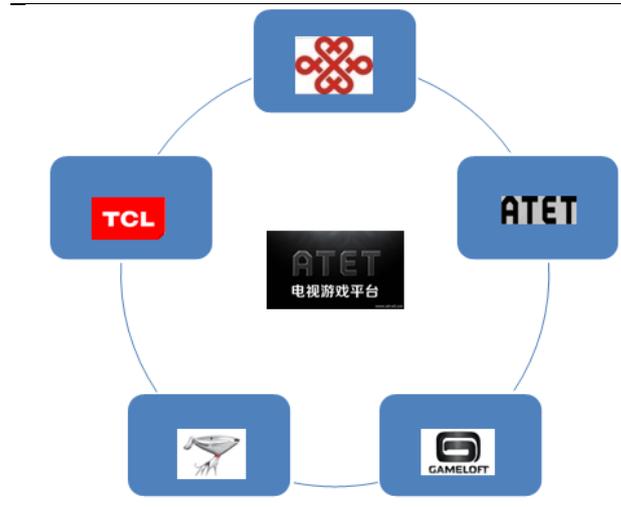
因此，我们预计智能电视在电视游戏市场的份额为 40%。按照我们对 2014 年我国电视平台游戏 400 亿的潜在销售收入计算，2014 年智能电视平台潜在的游戏销售收入为 160 亿。

3.6 TCL 电视游戏估算

3.6.1 TCL 在智能电视游戏领域具有优势

虽然我国电视游戏市场潜力巨大，但目前电视游戏也面临很多问题，即内容同质化、缺乏精品、体验不佳等。这在很大程度上与终端制造商、游戏平台运营商、游戏内容商缺乏合作有关。电视游戏在硬件、内容、操控、支付等多个方面缺乏统一的开发标准，这对游戏内容商非常不利，因为游戏内容商须针对不同终端厂商的软硬件条件进行游戏适配。2014 年，公司互联网业务中电视游戏业务取得了较大进展。

图表 43 TCL 游戏电视生态圈



资料来源：广证恒生整理

据 TCL 集团公司公告，2014 年一季度 TCL 在硬件、内容、操控、功能和服务等方面实现创新和升级。在 3 月 24 日，TCL 多媒体电子与联通宽带、ATET 启动 TCL、联通宽带、ATET 双屏融合战略；同时 TCL 多媒体电子与联通宽带、ATET、京东商城及 Gameloft 公司跨界启动“TCL 游戏电视生态圈战略联盟”，搭建了全球首个基于 Andriod 系统的双屏融合游戏平台——ATET 游戏平台，并已完成游戏业务收益分成模式。该平台凭借其强大的生态圈模式，一举解决了内容整合、操控适配、跨平台对战三大游戏行业难题。这个生态圈的成员都是在各自领域处于领先地位的厂商。

图表 44 电视游戏产业链的定位

厂商	定位
TCL	是智能电视领域的领军者。
联通	是国内主要的宽带运营商。
ATET	是一家专注于 TV、OTT、DVB、手机游戏系统解决方案开发的公司，拥有领先的游戏操控硬件设计方案，成熟的 ATET 双屏融合平台，专属的游戏系统 KUNGFU OS，首家手机、电视融合的安全快捷支付系统，以及专业游戏运营团队。
Gameloft	一家世界著名的开发和发行基于移动设备的视频游戏的跨国公司，其开发的大型游戏多次获得国际性大奖，旗下有多款知名游戏如都市赛车、小黄人快跑、狂野飙车、GT 赛车、现代战争等。

资料来源：广证恒生整理

在这个生态圈中 TCL 将作为终端提供商，整体负责硬件制造和运营；ATET 及联通宽带将作为平台运营商，与 TCL 一起共同打造双屏融合游戏平台；而 Gameloft 将作为首席内容供应商，持续提供大型、高品质游戏在 TCL 游戏产品上独家首发；京东则会成为独家首销渠道。

在游戏内容方面，ATET 作为生态圈重要的游戏平台及游戏内容提供商宣布 Gameloft、JJ International Company、Rovio、动视 (Marmalade)、Cyberfront Korea、J-FLOW 等知名游戏厂商也将加入 TCL 游戏电视生态圈联盟中，进一步推动生态圈的发展完善。TCL 游戏平台已经全球首发了 10 款大型游



戏，例如 Gameloft 的《现代战争 4》，完美世界的《神鬼幻想》，蓝港在线的《王者之剑》，掌趣科技的《黑暗光年》，以后每月将至少全球首发 10 款大型游戏。

在操控适配方面，针对目前安卓游戏多平台之间的兼容和操控问题，TCL 游戏平台配置的游戏手柄独有国家专利技术的一键适配功能，只要简单按一个键，所有安卓游戏均可完美适配到电视上，让用户免却繁琐复杂的适配难题。

在跨平台对战方面，TCL 游戏平台重点实现电视与手机之间的跨屏对战，以及互联网远程多人多设备跨屏对战，让用户能够随时随地联机对战。

在商业模式选择上，TCL 游戏平台的利润获取从硬件向后台转移，通过用户的下载、道具购买、点卡购买收费，实现后向收费模式。事实上在 ATET 游戏平台绝大多数的游戏都是免费下载的，用户使用遥控器、手柄或者手机客户端即可操作。这说明 ATET 游戏平台的商业模式是游戏免费，道具、服务收费。这符合我国消费者的消费习惯。而且这种模式已经在手游等领域被证明是正确有效的。

3.6.2 TCL 电视游戏用户数和用户 ARPU 值估计

根据我国游戏用户数和游戏收入的增速，我们认为我国电视游戏前四年，即 2015 至 2018 年每年的用户数绝对值激增，之后以 70% 的增速递增，再之后按照较低的增速增长。

2014 年我国游戏用户数达到 5.17 亿，由于电视游戏刚刚解禁，其中包含的电视游戏用户必然很少。据 Newzoo 报告，全球 2014 年电视游戏用户预计有 7.27 亿，而全部游戏的用户有 17.47 亿，二者之比为 1:2.4。5.17 亿的中国游戏用户数是在电视游戏被禁的情况下实现的用户数，未来随着游戏机解禁电视游戏用户数会迅猛增长，相应地会带动整个游戏的用户数的增长。

我们保守假定在没有禁令下我国游戏潜在用户数就为 5.17 亿，若按照全球的电视游戏用户数与整个游戏用户数 1:2.4 的比例，我国电视游戏潜在用户数为 2.15 亿。

由于在中国智能电视在电视游戏领域中占优势，假定 2.15 亿中有 40% 来自智能电视端，这样智能电视的电视游戏潜在用户为 0.86 亿。TCL 智能电视在我国的市场份额为约为 15%，则 TCL 智能电视的电视游戏潜在用户数为 0.13 亿。

TCL 不仅在智能电视领域发力，同时也在游戏主机和机顶盒领域推出游戏产品。因此，假定游戏主机和机顶盒带来的电视游戏用户数为 0.07 亿，则 TCL 全部游戏端口带来的游戏用户数在 2018 年进入稳态，达到 0.2 亿。

图表 45 列举了我国游戏用户 ARPU 值先降后升。结合视频游戏研究公司 Newzoo 对全球数据的分析，我们在报告中假定电视游戏的用户 ARPU 可参照 200 元。

图表 45 我国游戏用户 ARPU 值先降后升

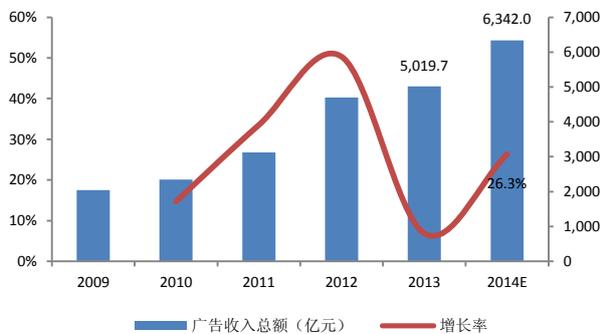
时间	用户数	收入	ARPU
2008 年	0.67	185.6	277
2009 年	1.15	262.6	228
2010 年	1.96	333.0	170
2011 年	3.30	446.1	135
2012 年	4.10	602.8	147
2013 年	4.95	831.7	168
2014 年	5.17	1,144.8	221
平均			192

资料来源：广证恒生整理

4. 第三桶金——电视广告

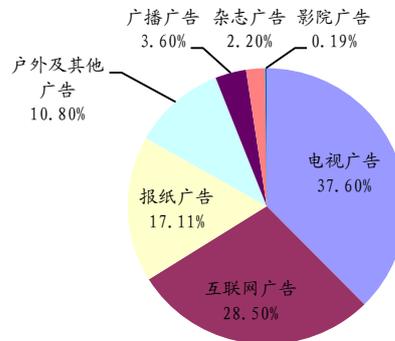
4.1 我国电视广告份额大、网络视频广告增长快

图表 46 2009—2014 年中国广告行业营业收入



资料来源:《现代广告》, 广证恒生整理

图表 47 我国电视广告、互联网广告占比居前 (2013H1)



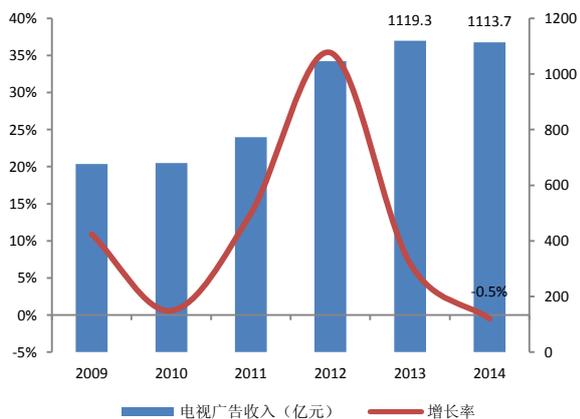
资料来源:《中国传媒产业发展报告》

2014 年广告行业营业收入尚未公布, 因此我们采用 2009 至 2013 年中国广告营业收入的平均增长率测算 2014 年中国广告行业的营业收入为 6,342 亿元。根据上图, 我们可以发现, 在近 5 年中, 我国广告行业的营业收入实现了较大幅度的增长, 从 2009 年的 2,041 亿元增长到了 2014 年预测的 6,342 亿元增长了 2 倍。

广告收入中, 电视、互联网和报纸份额最大。电视广告增速从 2012 年快速下降, 互联网广告中的网络视频广告增速非常大, 虽有下降, 但目前仍有 40% 增长。

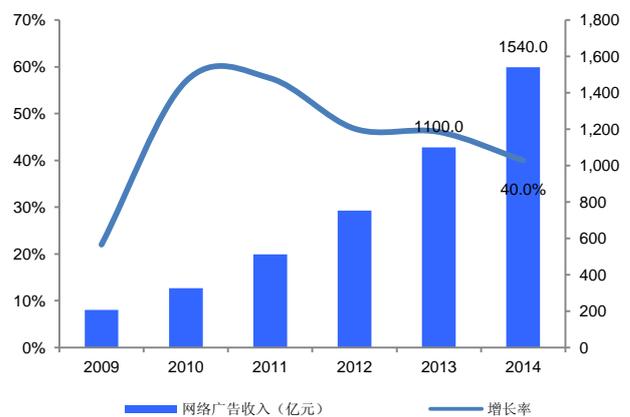
2014 年, 网络广告收入已超越电视广告收入。我们认为, 电视媒体的权威性是网络等新媒体暂时不可取代的, 传统的电视媒体可以充分发挥这一优势。因此, 我们认为 TCL 互联网业务中, 电视广告具有很大空间, 其电视广告收入来自视频点播业务和全球播业务。

图表 48 电视广告营业收入增速出现负数



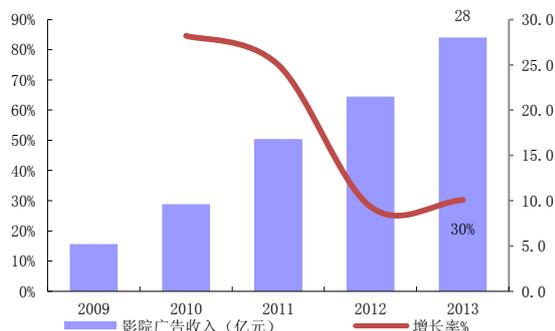
资料来源:《现代广告》, 广证恒生整理

图表 49 网络视频广告收入增速有所下降但仍有 40%



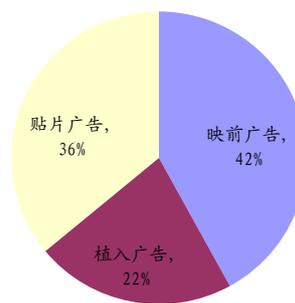
资料来源:《现代广告》, 广证恒生整理

图表 50 影院广告收入增速下滑但仍有 30%



资料来源：艺恩咨询，广证恒生整理

图表 51 三类影院广告占比 (2013 年)



资料来源：艺恩咨询，广证恒生整理

4.2 广告价值估算

4.2.1 视频广告收入

根据每年电视广告收入和电视用户数，我们可以粗略估算电视广告的用户 ARPU 值，智能电视广告的用户 ARPU 值与此相当。我们保守选取 340 元作为智能电视点播业务的广告用户 ARPU 值。

图表 52 对照：电视广告用户 ARPU 值与网络视频广告用户 ARPU 值

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	近三年平均值
电视广告收入 (亿元)	675.8	679.8	772.9	1046.3	1119.3	1113.7	---
电视用户数 (亿)	1.75	1.89	2.02	2.14	2.29	2.31	---
电视广告用户 ARPU 值	386	360	383	489	489	482	487
网络视频广告收入 (亿元)	207.4	325.5	512.9	752.9	1100.0	1540.0	---
网络视频用户数 (亿)	2.40	2.84	3.25	3.72	4.28	4.33	---
网络视频广告用户 ARPU 值	86	115	158	202	257	356	272

数据来源：广证恒生

4.2.2 全球播广告收入

电视视频的另一个重要来源是全球播业务。我们可参考传统院线广告人次 ARPU 值。传统院线广告人次 ARPU 近三年平均值为 3.5 元，我们在估算中保守选取 3.4 元。

图表 53 院线广告人次 ARPU 平均值 (以及和网络视频广告比较)

	2010	2011	2012	2013	2014	近三年平均值
院线广告收入 (亿元)	5.2	9.6	16.8	21.5	28	
院线观看人次 (亿)			4.63	6.13	8.30	
院线广告人次 ARPU 值			3.63	3.51	3.37	3.50

数据来源：广证恒生



5. 盈利预测

5.1 互联网业务的盈利预测

按照上述分析，我们假设如下：

1、假定 2014 年市场尚未对互联网业务的价值有所反应，因此以 2014 年为基础年，4 年后即 2018 年达到稳态，则互联网应用服务的预测假设如下：

图表 54 TCL 互联网业务三桶金假设（2018 年稳态）

大类	分类	TCL 互联网三桶金产业链价值				TCL 分账假定		
		稳态下（2018 年）TCL 互联网用户数（或人次）假设（亿人；亿人次）	可参考每年的 <u>人次</u> <u>ARPU</u> （元）	可参考每年的 <u>用户 ARPU</u> 值（元）	TCL 互联网业务生态链价值预计（亿元）	TCL 分账比例假设	TCL 分账后用户 ARPU 值（元）	TCL 分账后人次 ARPU 值（元）
第一桶金：影视内容	新增：全球播家庭院线分账	0.3*12=3.6	10	120	60	40%	---	4
	分流：视频点播业务分账	0.2	---	200	60	15%	30	---
第二桶金：电视游戏（以及游戏机）	新增：智能电视游戏分账	0.12	---	200	24	20%	40	---
	新增：游戏机分账	0.08	---		16	20%	40	---
第三桶金：广告收入	新增：全球播业务带来的广告分账	0.3*12=3.6	3.4	---	20.4	20%	---	0.68
	新增：视频点播业务带来的广告分账	0.2	---	340	102	20%	68	---
合计		---	---	860	223	---	178	---

数据来源：广证恒生

二、销售净利率的假设

1、公司互联网业务采用分账模式，不需要投入巨额的版权费等。公司主要投入在于前期互联网业务基础设施的建立，如全球播软件的开发，TCL 电视游戏生态圈的构建等。因此可假定没有销售成本；

2、销售费用率沿用公司过去三年的平均数 15.55%；

3、互联网业务没有投资损益和营业外收支；

4、所得税税率沿用公司过去三年的平均数 19.78%；

5、归属于母公司的净利润占净利润比例沿用 2014 年数据 75%。

我们计算得到互联网业务销售净利率为 67.75%。



三、互联网应用业务盈利预测

图表 55 互联网应用业务盈利预测

	2015E	2016E	2017E	2018E
销售收入 (亿元)	4.86	12.61	25.38	44.45
(+/-%)	—	159%	101%	75%
销售净利率	67.75%	67.75%	67.75%	67.75%
净利润	3.29	8.54	17.19	30.11
归属于母公司的净利润 (亿元)	2.47	6.41	12.90	22.59
(+/-%)	—	159%	101%	75%
增厚 BPS/元 (现总股本)	0.02	0.05	0.11	0.19

资料来源: 广证恒生

5.2 产品业务盈利预测假设

盈利预测假设:

- 1、暂不考虑创投及投资业务的影响。
- 2、暂不考虑金融事业本部的影响。
- 3、产品业务关键指标假设:

图表 56 原业务关键指标预测

大类	分类	收入增速	2014 年收入占比	毛利率
产品业务	多媒体电子	-2.5%	24%	17%
	移动通讯产业	35%	22%	25%
	华星光电	16%	16%	15%
	家电产业	8%	9%	20%
	部品产业	10%	5%	10%
	通力电子	17%	4%	12%
	商用系统	10%	3%	13%
	销售及物流业务	30%	16%	4%

数据来源: 广证恒生

5.3 公司整体盈利预测

图表 57 公司整体盈利预测 (包含互联网业务) 单位: 百万元

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	101,029	120,400	143,386	170,543
同比 (%)	18.41%	19.17%	19.09%	18.94%
归属母公司净利润	3,183	4,168	5,635	6,963
同比 (%)	50.93%	30.92%	35.21%	23.58%
毛利率 (%)	17.57%	18.38%	18.94%	19.38%
ROE (%)	13.60%	14.36%	16.54%	17.22%
每股收益 (元)	0.26	0.34	0.46	0.57
P/E	9.51	17.25	12.76	10.32
P/B	1.66	3.33	2.72	2.22

资料来源: 广证恒生



6. 估值

6.1 互联网业务的估值和公司整体估值

我们采用三阶段贴现模型进行估值。假定：

一、2014 年市场尚未对互联网业务的价值有所反应，2018 年进入稳态。第一阶段为 2015-2018 年，盈利预测如图表 54。第二阶段 2019 年-2023 年，假设增长率为 8%。第三阶段永续增长率 $g=2\%$ ，

二、未来 WACC 采用 2014 年公司的实际值 $WACC=7.33\%$ 。则：

2014 年末价值为 489.1 亿元。对应当前股本 122.03 亿股，每股价值为 4.01 元。2014 年 12 月 31 日前复权股价为 3.8 元，在此基础上公司的股票价值为 7.81 元。

2015 年 3 月 26 日公司股价为 5.83 元，已经增长 2.03 元，还有 1.98 元的空间，即较 2015 年 3 月 20 日股价，还有 34%空间，目标价为 7.81 元。对应公司整体 2015-2017 年的 EPS，PE 分别为 23 倍、17 倍、14 倍。

我们进一步判断互联网业务估值的合理性。

按照 TCL 互联网应用业务的分类寻找 A 股相关上市公司，列举如下：

图表 58 与 TCL 业务相关的上市公司分析

证券代码	证券简称	上市日	上市板	主营业务及占比	市盈率 (TTM)	市销率 (TTM)
002174.SZ	游族网络	2007-9-25	中小企业板	游戏 100%	32.7	20.5
002354.SZ	科冕木业	2010-2-9	中小企业板	游戏 100%	55.3	27.0
300052.SZ	中青宝	2010-2-11	创业板	游戏 100%	9680.3	18.8
300104.SZ	乐视网	2010-8-12	创业板	终端 29%；广告 35%；会员及发行 35%	234.1	13.2
300315.SZ	掌趣科技	2012-5-11	创业板	各类游戏 100%	114.3	53.9
300392.SZ	腾信股份	2014-9-10	创业板	互联网广告 100%	107.1	11.9
300418.SZ	昆仑万维	2015-1-21	创业板	各类游戏 100%	68.1	11.4
600637.SH	百视通	1993-3-16	主板	IPIV 和互联网电视 67%；主机游戏 2.7%；广告 4%	68.5	18.1
603000.SH	人民网	2012-4-27	主板	广告业务 52%	112.1	23.1

资料来源：WIND, 广证恒生

通过以下分析，我们认为百事通和乐视网业务与 TCL 互联网业务比较接近。百事通业务分析如下：

图表 59 百事通业务分析

	IPTV	互联网电视	在线视频 (风行和移动)	主机游戏	手机电视	广告收入
用户数 (万)	2250 收费 1500	机顶盒 220 激活的智能电视 3500 万台	日均活跃用户数 3500		收费用户 2000	



收入 (亿)	IPTV 及 OTT 收入 20.08	0.8	1.74	4.18
收入占比	67.4%	2.7%	5.9%	14%
成本 (亿元)	9.95	0.61	1.22	2.67
毛利 (亿元)	10.13	0.19	0.52	1.51
毛利率%	50%	23%	30%	36%

资料来源: WIND, 广证恒生

图表 60 TCL 互联网业务估计 (预计 2018 年)

三大类	预计收入 (2018 年)	收入占比	用户数
影视内容	20.4	45.9%	视频点播: 2000 万; 全球播: 3.6 亿人次/年
电视游戏	8	18.0%	2000 万 (智能电视+游戏机)
广告收入	16.05	36.1%	视频点播: 2000 万; 全球播: 3.6 亿人次/年
收入合计	44.45	100.0%	—

资料来源: 广证恒生

图表 61 百事通、乐视网估值情况

		20150326	2014	2013	2012	2011	2010
百事通	市盈率 (P/E, ttm) 平均值	70.7	55.99	53.41	67.23	78.43	84.28
乐视网	市盈率 (P/E, ttm) 平均值	225	123.24	94.39	56.97	67.30	71.51

资料来源: WIND, 广证恒生

我们对互联网业务的估值 4.01 元, 相对于其互联网业务的 EPS, PE 分别为 201 倍、80.2 倍、36.5 倍、21.1 倍。随着其 EPS 增长而快速降低, 具有合理性。

因此, 我们认为相比较 2015 年 3 月 26 日股价, 还有 34% 空间, 目标价为 7.81 元。

6.2 主营电视机业务的上市公司对照

图表 62 LCD 电视机厂商状况

上市公司	电视业务收入 (人民币亿元)	电视收入占 公司收入比 (%)	公司总市值 (人民币亿元)	PE 3 月 26 日	PB 3 月 26 日
TCL 集团 (000100)	265.67 (2014 年)	26.3	711.42	22.35	2.98
创维数码 (0751.HK)	233.44 (2013 年)	74.68	129.34	12.03	1.42
海信电器 (600060)	258.98 (2013 年)	90.93	299.64	21.79	2.90
深康佳 (000016)	159.05 (2013 年)	79.5	116.79	228.24	2.87
四川长虹 (600839)	196.66 (2013 年)	33.4	284.36	-253.25	2.09

数据来源: wind, 广证恒生整理



6.3 风险提示

- 一、互联网业务中，影视和游戏业务如遇到政策限制，则该业务受到的影响非常大。
- 二、在影视产业链和游戏产业链中，互联网企业和电视厂商新进入者会分流 TCL 的互联网用户。
- 三、液晶面板在 2016 年以后如果需求下降，价格回落，对公司整体业绩影响较大。
- 四、传统的业务——电视机和家电的消费需求受宏观经济和房地产市场的影响较大。



图表 63 盈利预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	55480.30	70230.67	75637.53	90683.73
现金	15790.99	22318.27	21983.59	26071.54
应收账款	13599.19	15616.29	18949.21	22329.02
其它应收款	3757.65	5042.14	5097.67	7161.42
预付账款	569.22	901.15	767.73	1264.93
存货	9423.15	14067.31	14894.25	18649.78
其他	12340.10	12285.52	13945.08	15207.03
非流动资产	37396.59	36523.53	38749.12	40946.14
长期投资	3214.99	3829.37	4794.63	5584.46
固定资产	20251.18	19932.74	20281.09	21540.52
无形资产	3291.81	3591.68	3964.96	4394.34
其他	10638.61	9169.74	9708.43	9426.82
资产总计	92876.89	106754.19	114386.65	131629.87
流动负债	47976.28	60501.09	64439.32	76662.30
短期借款	11711.33	9025.66	15342.59	9697.07
应付账款	11775.11	17916.51	15469.61	25021.09
其他	24489.85	33558.92	33627.12	41944.13
非流动负债	18040.11	9427.73	7360.34	5385.68
长期借款	12213.01	9242.78	7174.80	5200.43
其他	5827.10	184.96	185.54	185.25
负债合计	66016.39	69928.82	71799.66	82047.98
少数股东权益	8666.15	9578.72	10559.76	11506.57
归属母公司股东权	18194.35	21605.67	26386.24	32434.34
负债和股东权益	92876.89	101113.21	108745.66	125988.89
利润表	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	101028.68	120400.16	143385.98	170542.71
营业成本	83281.10	98268.33	116224.81	137483.39
营业税金及附加	518.46	638.25	747.97	896.84
营业费用	8814.89	10954.02	12777.95	15357.02
管理费用	6088.90	7153.64	8580.54	10169.27
财务费用	950.61	-118.63	18.31	-316.89
资产减值损失	340.68	538.27	562.28	715.60
公允价值变动收益	85.90	61.12	73.51	67.31
投资净收益	773.49	549.87	661.68	605.78
营业利润	2113.25	3577.27	5209.32	6910.55
营业外收入	2994.86	2735.95	2865.40	2800.67
营业外支出	49.08	86.42	67.75	77.09
利润总额	5059.02	6226.80	8006.97	9634.14
所得税	826.29	1146.71	1391.16	1724.03
净利润	4232.73	5080.09	6615.81	7910.11
少数股东损益	1049.52	912.57	981.05	946.81
归属母公司净利润	3183.21	4167.52	5634.76	6963.30
EBITDA	9658.19	12643.23	14375.65	15959.46
EPS (摊薄)	0.26	0.34	0.46	0.57

数据来源: 港澳资讯, 公司公告, 广证恒生

现金流量表	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	5412.24	18086.37	4017.67	19490.49
净利润	4232.73	5080.09	6615.81	7910.11
折旧摊销	3570.69	5954.22	5949.25	5992.28
财务费用	950.61	-118.63	18.31	-316.89
投资损失	-773.49	-549.87	-661.68	-605.78
营运资金变动	421.90	7693.35	-7786.34	6555.99
其它	-2990.19	27.22	-117.67	-45.23
投资活动现金流	-10862.75	-3576.70	-7886.38	-7292.85
资本支出	4276.67	5382.47	645.86	1714.43
长期投资	1646.93	306.32	1119.30	712.81
其他	-4939.15	2112.09	-6121.23	-4865.61
筹资活动现金流	6549.48	-7982.39	-1440.06	-3135.59
短期借款	5371.34	-2685.67	1342.84	-671.42
长期借款	-2413.64	-2970.23	-2067.98	-1974.37
其他	3591.78	-2326.49	-714.92	-489.81
现金净增加额	1098.97	6527.27	-5308.78	9062.05

主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入增长率	0.18	0.19	0.19	0.19
营业利润增长率	0.66	0.69	0.46	0.33
归属于母公司净利润增长	0.51	0.31	0.35	0.24
获利能力				
毛利率	0.18	0.18	0.19	0.19
净利率	0.04	0.04	0.05	0.05
ROE	0.14	0.14	0.17	0.17
ROIC	0.11	0.13	0.13	0.16
偿债能力				
资产负债率	0.71	0.66	0.63	0.62
净负债比率	1.04	0.66	0.68	0.40
流动比率	1.16	1.16	1.17	1.18
速动比率	0.96	0.93	0.94	0.94
营运能力				
总资产周转率	1.18	1.21	1.30	1.39
应收账款周转率	0.13	0.13	0.13	0.13
应付账款周转率	7.31	6.62	6.96	6.79
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.26	0.34	0.46	0.57
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.44	1.48	0.33	1.60
每股净资产 (最新摊薄)	2.20	2.56	3.03	3.60
估值比率				
P/E	9.51	17.25	12.76	10.32
P/B	1.66	3.33	2.72	2.22
EV/EBITDA	5.11	6.24	5.86	4.62



机构销售团队:

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北区域 机构销售	金子娟	(86) 13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
	陈璐	(86) 18618493777	chenlu_a@gzgzhs.com.cn
北京机构 销售	王微娜	(86) 18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86) 18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
广深机构 销售	杨箭	(86) 18988978715	yangy@gzgzhs.com.cn
	徐辅军	(86) 13813871632	xufj@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86) 15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
	步娜娜	(86) 18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	黄诚	(86) 18616267711	huangc_c@gzgzhs.com.cn
海外业务 拓展部	梁振山	(86) 13928899038	liangzs@gzgzhs.com.cn
	李文晖	(86) 13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn

广证恒生:

地址: 广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼
电话: 020-88836132, 020-88836133
邮编: 510623

股票评级标准:

强烈推荐: 6 个月内相对强于市场表现 15%以上;
谨慎推荐: 6 个月内相对强于市场表现 5%—15%;
中性: 6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动;
回避: 6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺:

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内, 公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示:

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东(广州证券股份有限公司)各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度, 有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下, 投资者阅读本报告时, 我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下, 我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险, 投资需谨慎。