

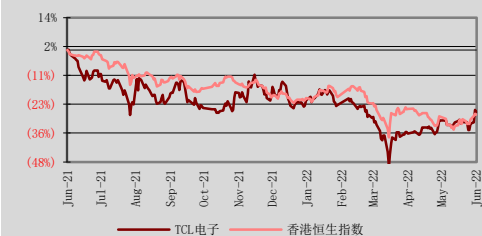
01070.HK

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 港币 4.03

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(2.4)	10.4	17.5	(6.9)
相对香港恒生指数	8.2	11.6	20.7	18.2

发行股数(百万)	2,496
流通股(%)	100
总市值(港币 百万)	10,057
3个月日均交易额(港币 百万)	10
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
T.C.L.实业控股(香港)有限公司	50.82%
Zeal Limited	14.07%

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2022年7月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

家用电器

证券分析师: 张译文

yiwen.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090004

TCL 电子

品牌引领价值, 深化智屏业务全球领先优势, 智能家居全品类布局持续突破

TCL 电子三大业务架构, 智屏业务全球前三; 互联网业务高速增长; 研发实力驱动多业务扩容与协同。首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **稳筑三大业务架构, 消费电子领域全球领先。**TCL 电子主要从事研发、生产及销售智屏、移动通讯设备等消费电子产品, 自主开发家庭互联网服务。拥有三大业务架构: 显示、创新及互联网业务, 已成为全球领先的消费电子企业。2021 年公司智屏销量全球前三, 安卓平板市占率全球第四, 手机市占率在加拿大、美国分别位居第三、四位, 创新业务中移动路由器全球前三, 欧洲第一。
- **智屏业务全球前三, 看好公司海外市场长期竞争力。**1) 产品研发为基, 品牌定位清晰, 内容引流硬件, 由 2014 年的 7 亿港元升至 2021 年的 223 亿港元, CAGR 65%。2) 全球供应链助力欧洲与新兴市场成为海外新增长点, 2021 年欧洲销售额同比+52%, 新兴市场销售额同比+39%。3) 公司寻求产品升级, 2021 年国内市占明显提升。4) 原材料价格回落, 增厚业绩弹性。
- **中小屏业务主要与欧美一线运营商长期深度合作, 规模实现稳定增长, 产品结构持续优化, 并借力智屏全球公开渠道优势在全球扩张。**公司 2021 业务总销量达 2531 万台, 同比增长 8%; 收入 144 亿港元, 同比增长 30%。
- **互联网业务高速增长, 增厚盈利空间。**1) 控股雷鸟, 国内家庭互联网业务迅猛发展, 2021 年公司国内互联网业务收入达 15 亿港元, 同比增长 64%; 毛利率 46%, 利润占比近 1/3, 已成为公司重要利润来源。2) 与海外巨头联合, 开展海外互联网业务, 未来深化与内容服务商合作, 加速平台收益分成。
- **研发实力驱动多业务扩容与协同。**1) 借助显示业务积累下的海外市场渠道, 智能产品销售迅速铺开。2) 下沉渠道优势, 配合中环股份的技术优势, 迅速打开光伏市场。3) 着力开发对场景的探索, 建设智能家电生态。

估值

- 硬件业务参考海信视像、创维集团、美的集团; 互联网业务参考小米集团。预计公司 2022-2024 年归母净利润为 12、15、17 亿港元, 截至 7 月 19 日, 公司市值 100 亿港元, 对应 2022-2024 年 PE 为 8.2x/6.9x/5.9x, 首次覆盖给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 全球需求下滑; 面板显示技术迭代超预期; 互联网电视发展不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(港币 百万)	51996	74371	86060	100308	117269
变动(%)	-	43	16	17	17
归母净利润(港币 百万)	1,847	1,184	1,232	1,467	1,709
全面摊薄每股收益(港币)	0.74	0.47	0.49	0.59	0.68
变动(%)	58%	(67%)	4%	19%	17%
全面摊薄市盈率(倍)	5.2	8.5	8.2	6.9	5.9
价格/每股账面价值(倍)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
每股现金流量(港币)	0.88	0.45	(1.39)	0.57	0.68
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.4	3.8	5.8	5.6	5.3
每股股息(港币)	0.19	0.11	0.09	0.11	0.13
股息率(%)	5	3	2	3	3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

一、TCL 电子：全球领先的消费电子企业	5
1.1 公司介绍	5
1.2 公司股权结构长期稳定，换新高管接力创新发展.....	5
二、智屏销量全球前三，看好公司在海外市场的长期竞争力	7
2.1 北美市场：清晰定位扎稳根基，内容引流拓展硬件市场.....	7
2.2 欧洲市场与新兴市场：全球供应链助力，成为海外业务新增长点	9
2.3 中国市场：市场竞争激烈，公司寻求产品升级突破	10
2.4 原材料价格回落，增厚业绩弹性	12
三、中小尺寸及商显业务规模稳步增长.....	13
四、互联网业务高速增长，增厚盈利空间	14
4.1 控股雷鸟科技，国内家庭互联网业务快速发展	14
4.2 国外互联网业务：与海外巨头强强联合	16
五、研发实力驱动多业务扩容与协同	17
六、盈利预测.....	18
七、风险提示.....	20
7.1 全球需求下滑导致销售不如预期	20
7.2 电视面板显示技术迭代超预期.....	20
7.3 互联网电视服务行业发展不及预期	20

图表目录

股价表现.....1

投资摘要.....1

图表 1. TCL 电子业务架构图5

图表 2. 2017-2021 年 TCL 电子业务结构5

图表 3. 公司股权结构图（截至 2022 年 5 月 6 日）5

图表 4. 公司管理团队.....6

图表 5. 2021 年 TCL 全球智屏出货量排名全球第三7

图表 6. 2021 年 TCL 智屏在各市场销量排名7

图表 7. TCL 电子智屏业务分市场营收情况7

图表 8. TCL 电子海外营收占比结构7

图表 9. TCL、三星、LG 类似性能产品价格对比.....8

图表 10. Roku 业务规模持续增长9

图表 11. Roku 拥有全球最高的智屏观看时长（2022Q1）9

图表 12. 2021 年 TCL 电子智屏产品及价位.....9

图表 13. 销售额表明公司近几年欧洲与新兴市场增长强劲10

图表 14. 国内居民家庭彩电保有量及增长情况.....10

图表 15. 1996 年价格战期间彩电价格波动.....11

图表 16. 2001 年价格战期间彩电价格11

图表 17. 彩电终端零售均价变化11

图表 18. 近两年来 TCL 智屏在国内彩电市场市占率提升.....12

图表 19. 液晶电视面板价格走势12

图表 20. 中国出口集装箱运价指数走势12

图表 21. 2010-2021 年全球智能手机出货量13

图表 22. 2013-2021 年全球平板电脑用户数量13

图表 23. 2021 年 TCL 中小屏在各市场销量排名.....13

图表 24. 互联网业务规模逐年提升.....14

图表 25. 雷鸟科技业务收入结构14

图表 26. 雷鸟科技月活用户过去 5 年复合增速 11.0%.....14

图表 27. 雷鸟科技 ARPU 过去 5 年复合增速 43.4%.....14

图表 28. 互联网电视广告行业规模不断扩大15

图表 29. 雷鸟科技用户日均开机时长维持高位.....15

图表 30. 2020 年底智能电视终端激活规模超 2.5 亿.....15

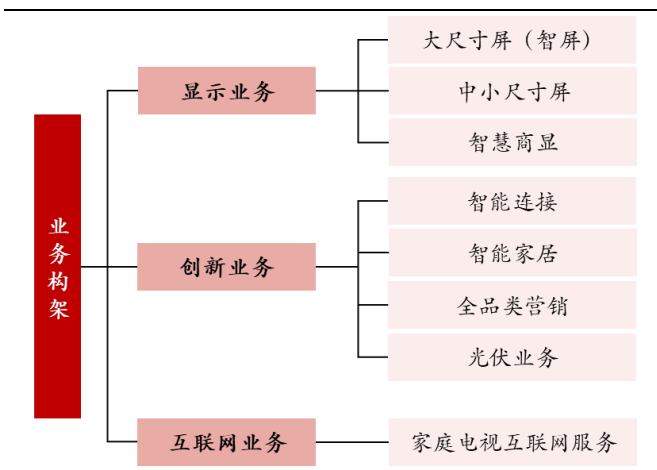
图表 31. 雷鸟科技主要垂直类应用布局	15
图表 32. 搭载第三方 OTT 系统, 运营 TCL Channel 内容集成应用平台	16
图表 33. Roku 平台收入增速连续四年超过 70%.....	16
图表 34. Roku 平台收入毛利率长年维持在 60%以上	16
图表 35. 2016-2020 年全球智能家居市场规模.....	17
图表 36. TCL 电子的全屋智能生态.....	17
图表 37. TCL 电子营业收入预测 (百万港元)	18
图表 38. TCL 电子可比公司估值表.....	19

一、TCL 电子：全球领先的消费电子企业

1.1 公司介绍

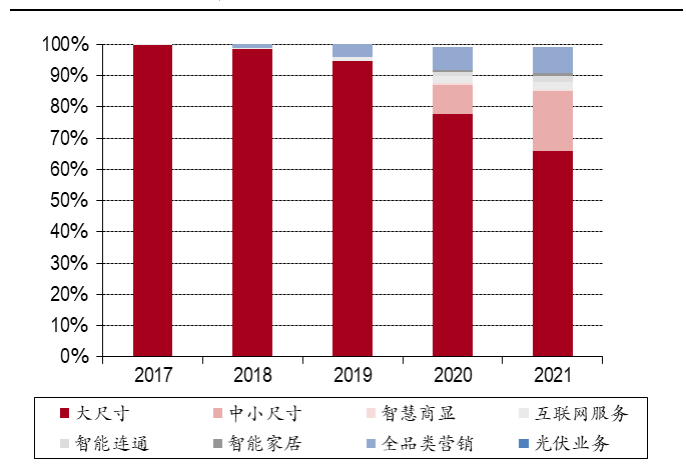
TCL 电子为全球领先的消费电子企业，主要从事研发、生产及销售智屏、移动通讯设备等消费电子产品，并自主开发家庭互联网服务。公司拥有三大业务架构：显示业务、创新业务及互联网业务，其中显示业务包括大尺寸屏（智屏业务）、中小尺寸屏和智慧商显三条业务线，创新业务包括智能连接、智能家居、全品类营销以及光伏业务，互联网业务主要为家庭电视互联网服务，即智能电视搭载的 OTT 系统的开发和利用。2021 年显示/创新/互联网业务营收占比分别为 85.5%/11.4%/2.5%。根据公司年报，2021 年公司智屏销量稳居全球前三，安卓平板市占率全球第四，手机市占率在加拿大及美国分别位居第三位及第四位，创新业务中移动路由器全球前三，欧洲第一。

图表1. TCL 电子业务架构图



资料来源：公司公告，中银证券

图表2. 2017-2021 年 TCL 电子业务结构

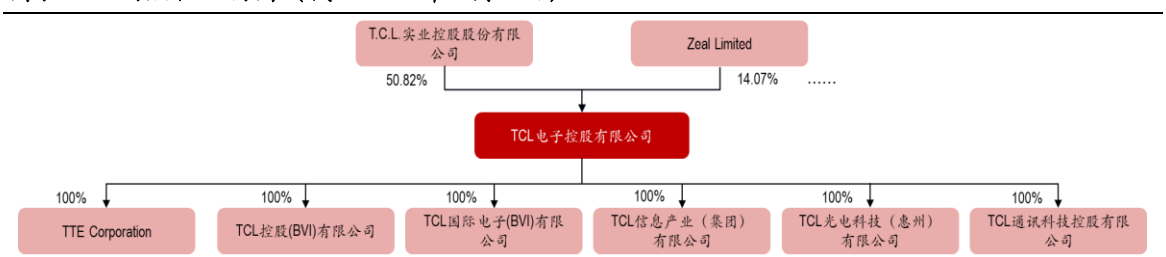


资料来源：公司年报，万得，中银证券

1.2 公司股权结构长期稳定，换新高管接力创新发展

公司股权结构长期稳定。公司大股东 TCL 实业控股(香港)有限公司长期持有公司超过 50%的股份，实际控制人李东生。公司股权结构长期稳定，未发生重大变化。公司与 A 股上市公司 TCL 科技是兄弟公司，后者主营半导体显示业务和新能源光伏及半导体材料业务。公司通过参控股产业链主要公司，不断完善产业版图：公司控股 TCL 光电科技(惠州)有限公司，制造及销售大尺寸屏幕产品；控股 TCL 通讯，增加智能手机、智慧平板、智能穿戴和智能连接业务板块；控股 TCL 商用信息科技(惠州)有限责任公司，开发商用显示器市场；控股 TCL 智能科技(宁波)有限公司、雷鸟创新技术(深圳)有限公司等，以制造和销售智能连接及智能家居产品；控股深圳市雷鸟网络科技有限公司，研究开发智能 TV 终端软件产品及互联网平台运营。

图表3. 公司股权结构图（截至 2022 年 5 月 6 日）



资料来源：公司年报，万得，中银证券

公司积极变革创新，换新管理团队。2021年8月，李东生先生辞任执行董事、董事会主席及战略委员会主任，获委任为公司战略发展顾问，专注于公司的前瞻性规划；杜娟女士获委任为执行董事、董事会主席及战略委员会主任。杜娟女士毕业于中南财经政法大学投资系，1999年加入TCL科技，历任TCL科技结算中心总经理、TCL财务公司总经理、TCL金服控股集团（广州）有限公司总裁及董事长、TCL科技副总裁、TCL科技执行董事兼首席运营官、TCL科技首席财务官。

图表4. 公司管理团队

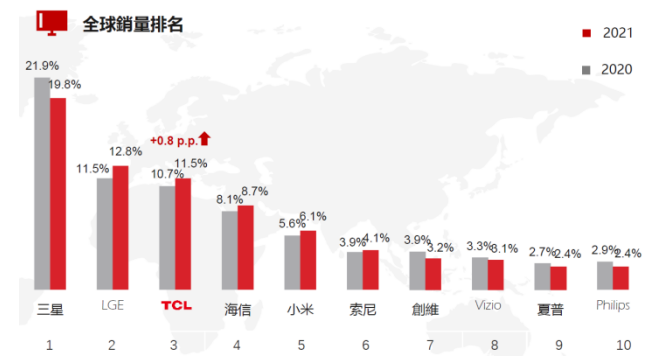
姓名	职务	主要经历
杜娟	主席兼执行董事	<ul style="list-style-type: none"> 中南财经政法大学投资系学士，长江商学院EMBA； 2021年8月任公司董事会主席及执行董事； 加入公司前在TCL集团担任要职超过20年，其中历任TCL科技副总裁、COO及CFO。
张少勇	CEO	<ul style="list-style-type: none"> 西北工业大学管理系学士，中国人民大学EMBA； 2000年加入TCL，历任TCL电子产品中心总经理、TCL电子副总裁及中国区总经理； 担任人民大学校友会副会长等社会职务。
胡殿谦	执行董事兼CFO	<ul style="list-style-type: none"> 国立台湾大学工商管理学士，美国纽约大学MBA； 2020年底加入TCL担任执行董事兼CFO； 15年金融行业从业经验，曾在高盛集团担任执行董事；并曾任多家上市公司董事及CFO等重要职位。
孙力	非执行董事兼CTO	<ul style="list-style-type: none"> 上海交通大学工学硕士； 2004年加入TCL，超过20年电子和通讯行业研发经验，之前在Alcatel从事研发工作； 曾任中科创达副总裁，负责人工智能和电脑视觉。
李宏伟	雷鸟科技总经理兼创新业务群总经理	<ul style="list-style-type: none"> 北京大学计算机理学硕士； 2018年加入TCL，拥有10多年互联网、科技行业创业经验； 《财富》中国40 under 40商业精英； 曾任职于思科系统（中国）研发中心和爱奇艺。
张欣	通讯事业部总经理	<ul style="list-style-type: none"> 同济大学通信工程专业学士，长江商学院MBA； 2002年加入TCL通讯，历任TCL通讯副总裁及全球销售与市场中心总经理，2020年任TCL通讯总经理； 曾在上海贝尔公司和戴尔公司任职高级工程师。
罗滨	战投部总经理	<ul style="list-style-type: none"> 南京大学计算机科学与技术硕士； 2018年加入TCL，历任TCL科技副总裁，TCL科技及TCL实业战略投资部总经理； 曾在麦肯锡（上海）公司担任TMT行业研究分析师，创业加盟久谦咨询董事合伙人，阿里巴巴集团菜鸟网络CEO助理、战略合作及新业务孵化负责人等要职。

资料来源：公司公告，中银证券

二、智屏销量全球前三，看好公司在海外市场的长期竞争力

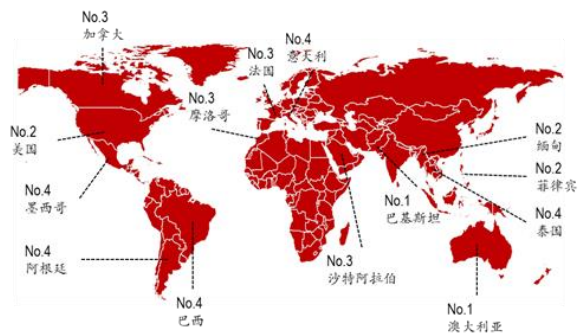
根据公司年报，2021年TCL智屏出货量2358万台，市占率11.5%，同比提升0.8pct，全球排名稳居第三，仅次于三星、LG。从TCL电子智屏业务结构来看，近年来，公司海外市场业务占比不断提高，从2012年的40%增长到2021年底的74%，面对国内互联网产业冲击，2016年公司战略转移，果断将工作重心移至海外市场，执行国际化战略，品牌定位清晰，借力本土电视服务提供商，逐步提高品牌影响力。经过数年发展，公司智屏海外业务营收持续增长，2021年达360亿港元，五年复合增速20.96%。根据公司年报，2021年公司智屏销售量市场份额在海外20个国家及地区居前五，其中在澳大利亚及巴基斯坦位居第一，美国、菲律宾和缅甸位居第二、在加拿大、法国、沙特阿拉伯和摩洛哥位居第三、在意大利、捷克、墨西哥、泰国、巴西、越南、阿根廷位居第四，在波兰蝉联第五。

图表5. 2021年TCL全球智屏出货量排名全球第三



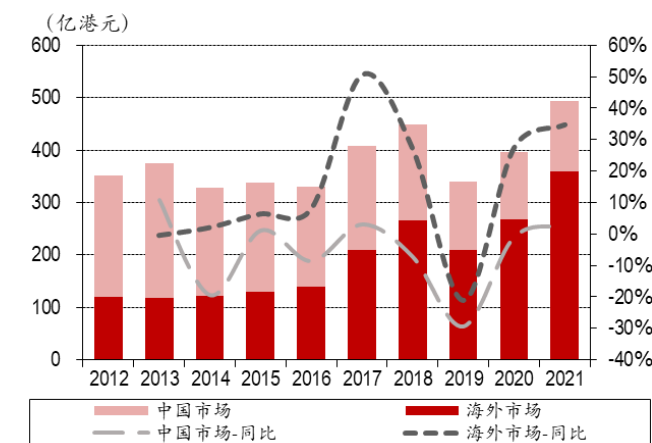
资料来源：公司公告，中银证券

图表6. 2021年TCL智屏在各市场销量排名



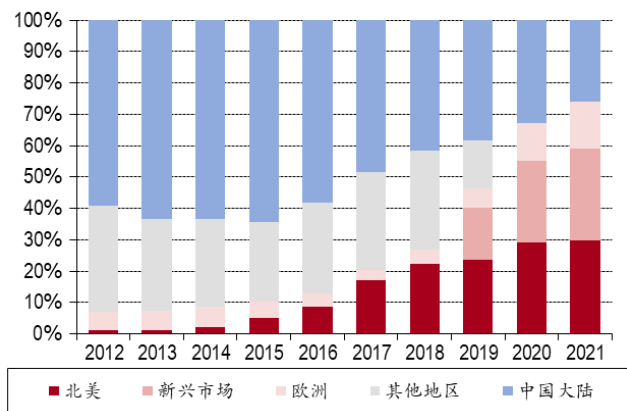
资料来源：公司公告，中银证券

图表7. TCL电子智屏业务分市场营收情况



资料来源：万得，公司年报，中银证券

图表8. TCL电子海外营收占比结构



资料来源：万得，公司年报，中银证券

2.1 北美市场：清晰定位扎稳根基，内容引流拓展硬件市场

公司在北美市场业务规模不断提升，由2014年的6.75亿港元提高到2021年的223.73亿港元，复合增长率为64.89%，是公司海外市场业务中重要的增长引擎，通过复盘公司的成长历程，产品实力过硬、品牌定位清晰、战略性成功借势，成为品牌影响力提升的关键因素。根据公司年报披露数据，受2020年“宅经济”影响当年北美市场智屏需求超预期增长，2021年需求有所回落，销售量同比下降6.2%，但较2019年仍有17.6%的增长。

1) 产品研发为基，品牌定位清晰，切入北美市场

2014 年公司刚刚进入美国市场不久，市场影响力相对有限，而彼时三星、LG 电子等日韩厂商在北美电视业务布局相对更加完善，且着眼于高端市场。公司果断明确市场定位，着眼于热衷尝试新事物，预算又相对有限的年轻人群和年轻家庭，面向中端用户，推出高性价比产品。公司作为老牌的大屏显示领域企业，除产品质量过硬外，研发实力突出，坚持产品创新，在美国、欧洲、日本、中国香港以及内地多个城市建立了研发中心。

技术竞争实力配合高性价比的品牌战略，助力公司成功切入北美市场，不仅受消费者热捧，还受到业内高度评价。致力于电视机评测审查的国外权威机构 RTINGS，于 2021 年 10 月，对 TCL 品牌 R64 8K 系列性能综合评分 8.1，为 RTINGS 2020 和 2021 年所有 8K 产品测评最高分；高端 R64 4K 系列综合评分 8.3，超越三星索尼同档产品；中端 S54 系列综合评分 7.7，超越三星同档 0.5 分。R63 系列获得美国权威媒体 CNET 测评“Editor's Choice”奖和国际著名网站 Reviewed.com 测评“Editor's Choice”奖；Q8 系列获得美国权威论坛 AVS FORUM 测评的“TOP CHOICE”奖；北美全系列产品获得极具含金量的美国著名的 IT 杂志 PC Magazine 评选的“Reader's Choice Winner”奖。

图表9. TCL、三星、LG 类似性能产品价格对比

品牌	TCL		SUMSUNG	SUMSUNG	LG
机型	4 Series	6 Series	KS9000 Series	JS7000 Series	UHD TV
产品图					
尺寸	50"	55"	65"	55"	75"
分辨率	4K HDR	4K Ultra HD	4K Ultra HD	4K Ultra HD	4K Ultra HD
显示技术	LED	QLED	LED	LED	LED
刷新率	60Hz	120Hz	240Hz	120Hz	60Hz
价格	\$320	\$880	\$3,300	\$1,000	\$2,800

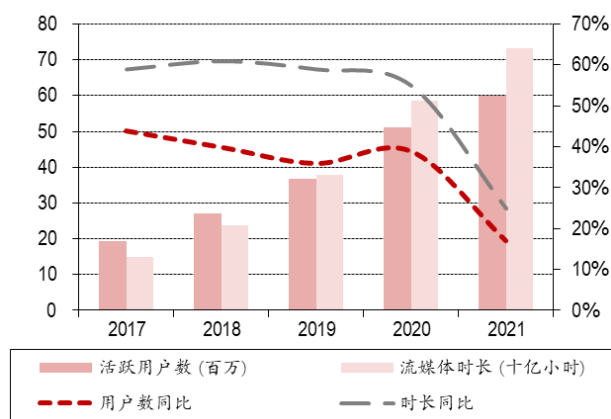
资料来源：Amazon，中银证券

2) 绑定北美第一媒体商 Roku，“内容引流硬件”策略大获成功

Roku 以电视机顶盒起家，是美国的流媒体巨头。根据 Roku 公司公告，截至 2021 年底，公司年度新增活跃用户数近 900 万，在全球拥有超过 6000 万活跃用户；用户季度流媒体传输时间达 195 亿小时，全年时长达到 732 亿小时，是北美三大市场（美国、加拿大、墨西哥）排名第一的流媒体平台，其用户规模突破 1 亿，占美国人口的三分之一。据 Conviva 统计，2022Q1 Roku 依然保持在全球市场的高渗透率，在大尺寸显示屏中总观看时长占 30.8%，远超排在第二位的 Amazon Fire TV，在北美市场中的渗透率更是高达 40%。

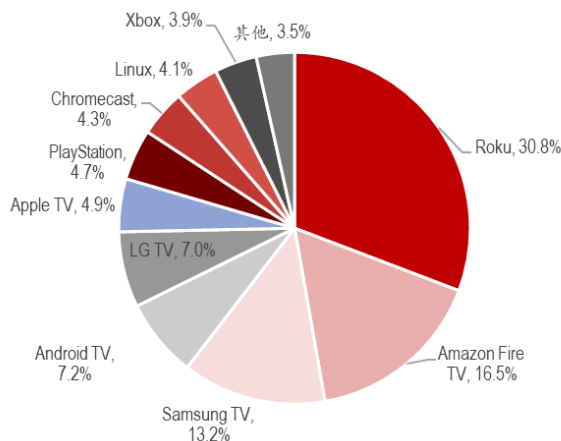
2014 年公司展开与 Roku 的合作，TCL 智能电视搭载 Roku 的内容和操作系统，合力开拓美国智能电视市场。凭借 Roku 在内容和用户上的积累，以及在北美市场的知名度，公司获得了大量硬件端的市场份额，同时也有力提升了产品的知名度和集团整体的品牌力，为后续北美电视业务的蓬勃发展奠定基础。

图表10. Roku 业务规模持续增长



资料来源: Roku 公司年报, 中银证券

图表11. Roku 拥有全球最高的智屏观看时长 (2022Q1)



资料来源: Conviva, 中银证券

3) 依托品牌影响力, 持续推进产品升级

在占据中端市场后, 公司持续发力高端市场, 公司在业内率先推出 miniled 电视, 同时 2019 年率先量产。2018 年 10 月公司推出了搭载行业领先的 4K HDR 和 QLED 技术的 X8 系列, 而后在 2020 年 1 月发布了 X9 8K QLED 电视, 向消费者提供一体化全程 8K 解决方案。Mini-LED 技术和量子点技术能够提供更纯色彩、更好亮度和更广色谱, 因此画面的动态观感更好。此外由于量子点是无机晶体, 稳定性高。2021 年 3 月正式发布旗下高端新品——TCL C12 量子点 Mini LED 智屏, 并对旗舰 X 系列重磅升级, 首发 TCL X12 8K Mini LED 星曜智屏, 也是首款搭载 TCL OD Zero Mini LED 技术的新品。

图表12. 2021 年 TCL 电子智屏产品及价位

机型	3-SERIES SIMPLY SMART STELLER	4-SERIES STUNNING PICTURE	5-SERIES PREMIUM PICTURE	6-SERIES POWERFUL PERFORMANCE	8-SERIES ALWAYS BRILLIANT
产品图					
尺寸	32" - 43"	43" - 85"	50" - 75"	55" - 75"	65" - 75"
分辨率	720P HD	4K Ultra HD/HDR	4K HDR	8K	4K HDR PRO
显示技术	LED	LED	QUANTUM LED	QUANTUM DOT/MINI-LED	QUANTUM DOT/MINI-LED
视听技术			DOLBY VISION DOLBY ATMOS	DOLBY VISION DOLBY ATMOS	DOLBY VISION DOLBY ATMOS
价格	\$200 - \$350	\$350 - \$1800	\$600 - \$1300	\$2200 - \$3000	\$2000 - \$3000

资料来源: 公司官网, Amazon, 中银证券

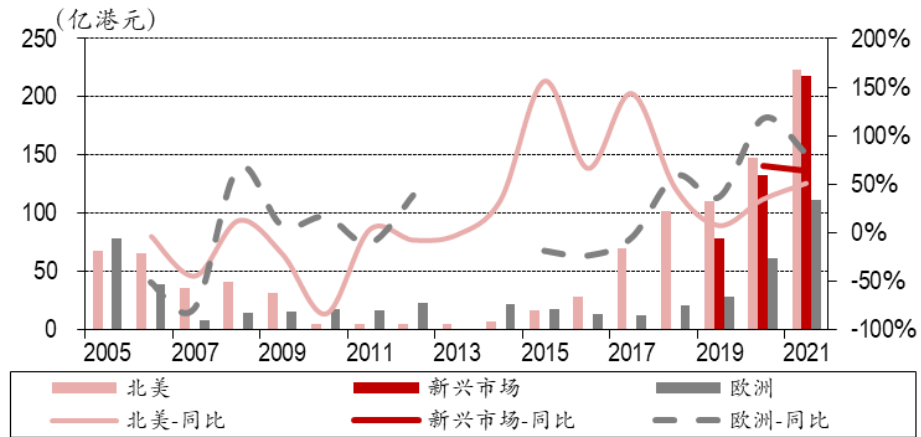
2.2 欧洲市场与新兴市场: 全球供应链助力, 成为海外业务新增长点

TCL 在北美市场的品牌地位趋于稳定, 而欧洲市场以及东南亚、中南美洲新兴市场的人口大国有望成为下一阶段的增长引擎。公司过去三年在欧洲市场增长势头强劲, 根据公司年报, 2021 年欧洲市场电视机销售量同比增长 47.6%, 销售额同比增长 52.2%; 在新兴市场全年销售量同比增长 10.5%, 销售额同比增长 38.7%。从市占率角度看, 根据公司公告, 2021 年公司在巴西、巴基斯坦等新兴市场市占率为 1-5 名, 在法国、意大利等欧洲国家的市占率也稳居前五。

依托公司在全球供应链和营销渠道布局优势, 品牌影响力在全球范围内稳步提升。公司与 Roku 在北美市场的合作模式取得成功, 在 2019 年启动了与谷歌的合作, 而同时在欧洲以及新兴市场地区复制北美的成功经验。依靠谷歌庞大的用户基数, 有望助力公司快速取得市场份额。TCL 在波兰设置欧洲研发中心, 为加强协同、配合波兰方面, TCL 成都工厂也被纳入海外战略业务中心。公司也借助在北美地区第三方测评中的亮眼表现、消费者的高度认可和名列前茅的销量排名, 提升品牌影响力, 克服了欧洲市场中的国别和语言差异、主流渠道复杂等重重难题。

在拉美地区以点带面持续拓宽营销渠道。公司在 2020 年 6 月公告披露，已经增持巴西公司 SEMP TCL 股份至 80%，双方合作在“研供产销”各方面创造协同效益，加上公司的全产业垂直整合能力，产销量和市占率在巴西逐年提升，并辐射到南美其他国家。另外，TCL 签约巴西足球巨星内马尔作为品牌代言人，其在欧洲、亚洲和南美地区有超高人气和商业价值，契合了公司海外市场的拓展目标。

图表13. 销售额表明公司近几年欧洲与新兴市场增长强劲

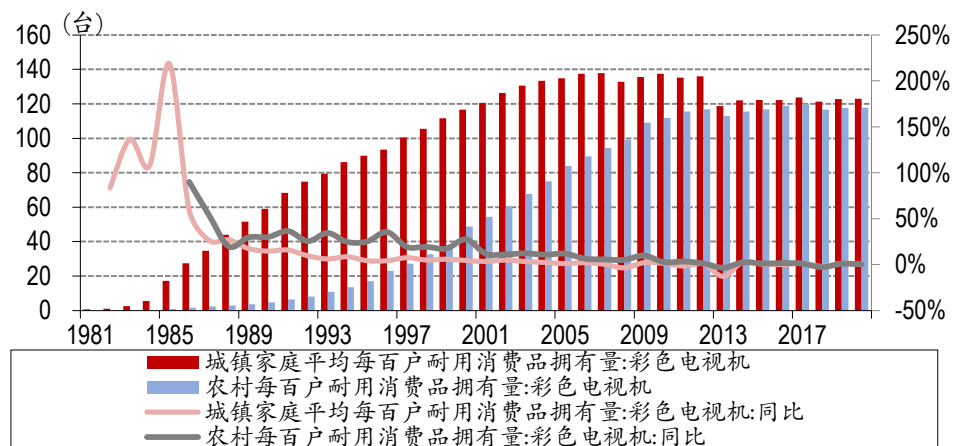


资料来源：万得，中银证券

2.3 中国市场：市场竞争激烈，公司寻求产品升级突破

在经历上一轮家电补贴、家电下乡等政策影响下，我国居民家庭中彩电保有量已经处于高位，根据国家统计局最新数据，2020 年我国城镇/农村地区彩电保有量分别为每百户 123.0 台/117.8 台，近年来处于低位增长的态势，市场竞争日趋激烈，行业价格战频发。最典型的是 1996-1998 年、2001 年以及 2013-2016 年三次。

图表14. 国内居民家庭彩电保有量及增长情况

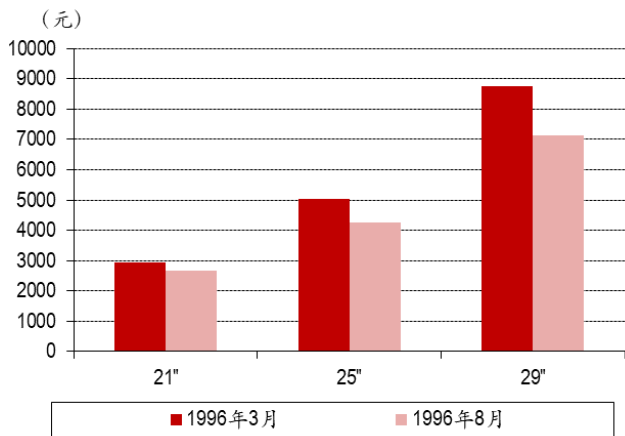


资料来源：万得，中银证券

- 1) 欧盟分别于 1991 年和 1995 年对中国小屏幕和大屏幕彩电征收反倾销税，税率分别为 15.3%和 25.6%。出口欧盟受阻后，中国彩电企业转向对国内市场份额的争夺。为提高市占率，长虹率先发起大规模价格战，TCL、熊猫、康佳等品牌纷纷加入，市场迅速出清。

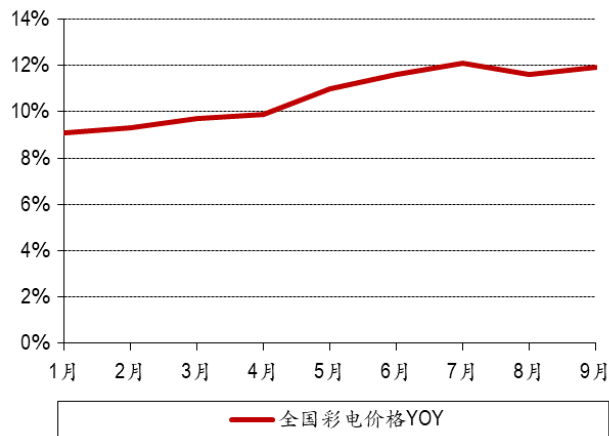
- 2) 2000年后彩电商品经历由奢侈品到生活必需品的转变，需求弹性的缩减促使企业瞄准过渡期福利，彩电市场进入成长后期，各品牌转向低价渗透策略。另外，国内企业面临加入WTO后与国外同行的竞争，此轮价格战既是业内利益格局的优化，又为稳固民族品牌的国内市场地位做铺垫。
- 3) 2010年，国务院常务会议决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合，这一实质性举措，促进了互联网电视的发展。2011年乐视TV推出第一代互联网机顶盒，拉开互联网厂商入局家用电视领域的序幕。2013年智能电视概念正式进入公众视线，小米、百度、华为等互联网企业纷纷入局，以内容收益弥补硬件的低价，彩电均价从4045元下降至3089元，降幅达24%。

图表15. 1996年价格战期间彩电价格波动



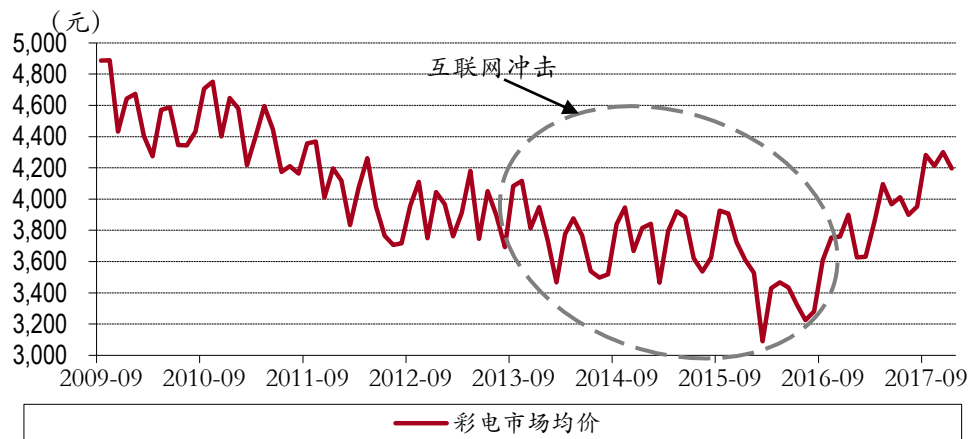
资料来源：赛诺市场研究公司，中银证券

图表16. 2001年价格战期间彩电价格



数据来源：国家统计局，中银证券

图表17. 彩电终端零售均价变化



资料来源：中怡康，中银证券

市场竞争环境激烈，公司产品力驱动结构升级。在需求相对稳定，更新换代需求为主的行情之下，产品结构升级成为行业增长的主旋律。TCL电子作为行业的领先者，持续引领全球范围内家用电视高科技化的趋势变革。公司背靠TCL科技，享受集团电视机面板开发、生产的产业链协同优势；同时与华星协同研发，持续发力下一代智能电视的设计、研发与先进制造，尤其重视显示技术、AI与智能交互领域的突破，不断提升产品力，保持行业领先地位。目前公司在全球拥有1000名以上的画质专家团队，11个研究机构，参与50项以上画质标准（国内、行业、协会）的制定，量子点累计5年专项投入超过1亿，四大量子点显示技术标准的制定，700多个量子点专利的申请位居全球第二，同时拥有国际一流电致发光量子点实验室。借助研发优势，公司高端产品占比不断扩大。根据公司公告，2021年海外市场，公司70寸及以上大屏销量同比增长61%，Mini LED销量同比增长22%。预计公司未来将延续研发形成的上升动能，进一步提高高端产品渗透率。根据奥维云网数据，2021年TCL智屏在国内市占率有明显提升，达到近13%。

图表18. 近两年来 TCL 智屏在国内彩电市场市占率提升



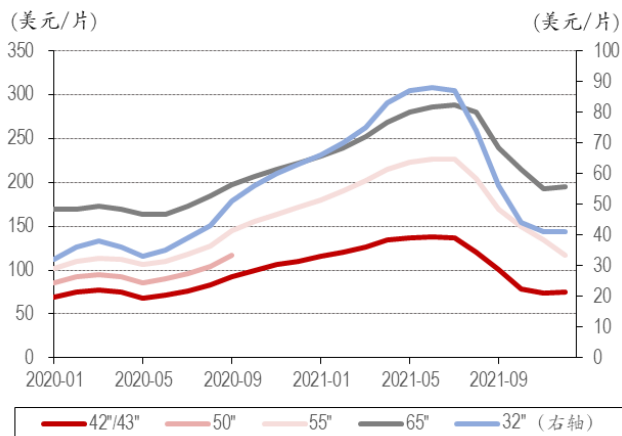
资料来源：奥维云网，中银证券

2.4 原材料价格回落，增厚业绩弹性

2021 年由于疫情导致的上游面板供需错配，液晶电视面板价格上涨，尤其 2021 年上半年，各尺寸面板涨幅价格均在 30%左右，面板价格上涨对公司显示产品毛利率带来较大的压力；2021 年智能电视海外销售额占比高达 73.13%，海运成本上升对公司盈利水平形成一定压力。在此背景下，公司积极优化产品结构，加快布局大屏化和高端化战略，保持毛利率相对稳定。2021 年平均销售尺寸为 52.4 寸，同比+2.5 寸，65 寸及以上大屏占比 27%，同比提升 8pct。

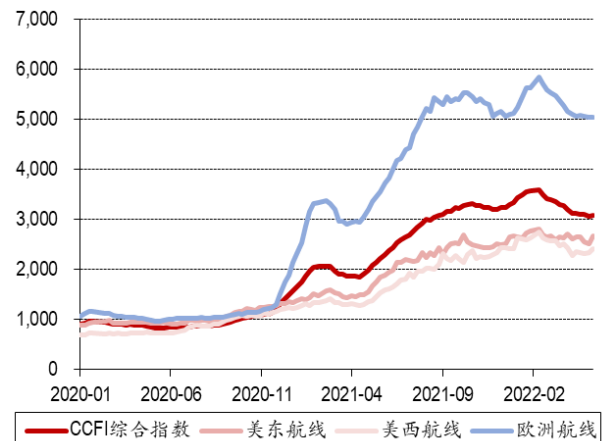
2021 年 7 月以来，面板价格持续回落，海运成本也进入高位企稳阶段，公司产品结构升级趋势不变，产品的均价提升将有望增厚公司盈利弹性。

图表19. 液晶电视面板价格走势



资料来源：万得，中银证券

图表20. 中国出口集装箱运价指数走势



资料来源：万得，中银证券

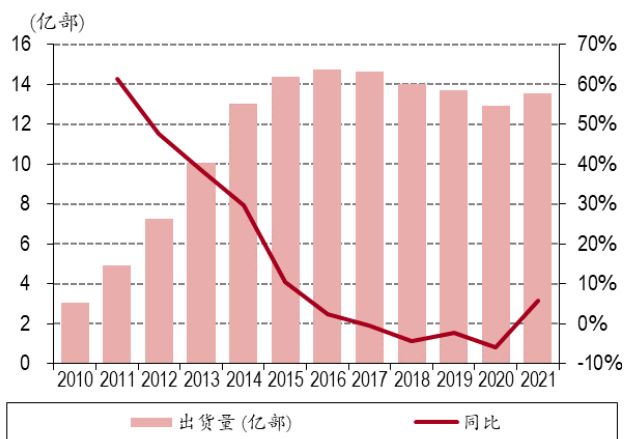
三、中小尺寸及商显业务规模稳步增长

全球智能手机出货量逐年上升，据 IDC 数据，2010 至 2016 年从 3.05 亿部高速增长至 14.73 亿部，年复合增长率高达 130%；在 2016 年达峰值后，出货量趋于稳定，维持在 14 亿部左右。安卓电脑全球用户数量逐年增加，据艾媒咨询，在 2021 年达到近 13 亿。

中小屏业务主要与欧美一线运营商长期深度合作，规模实现稳定增长，产品结构持续优化，并借力智屏全球公开渠道优势在全球扩张。公司 2021 业务总销量达 2531 万台，同比增长 8%；收入 144 亿港元，同比增长 30%。公司的手机及安卓平板产品主要通过运营商渠道销售，依托 TCL 通讯已建立了以六大销售区域为核心的营销网络，分别是北美洲、拉丁美洲、欧洲、中东及非洲、亚太及中国，与主流运营商 ORANGE、中国移动等，以及零售巨头沃尔玛建立了长期稳固的战略合作伙伴关系。根据公司公告，2021 年 TCL 手机销量在加拿大排名第三、美国第四，安卓平板产品在美国排名第三、全球第四。凭借强大的国际品牌力和广泛的全球渠道资源，预计未来市场占有率将逐步提升。

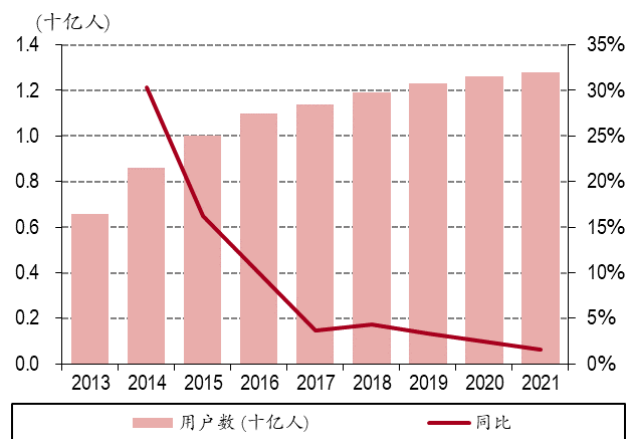
与既有供应链整合，商显业务形成成本优势。根据洛图科技数据，2021 年我国商用交互平板的出货量达到 66.4 万台，同比增长 53.6%。疫情常态化加速了企业用户对于线上会议的习惯养成；同时，随着产品触写体验的打磨和会议软件等配套生态的不断成熟，交互平板走出传统的会议场景，走进各大商务会所、共享办公空间，进而推动整个商用交互平板市场快速增长。作为老牌家电企业，公司凭借原有的电视、显示产业的一体化供应链优势，可以通过不同业务链条间的研发协同、信息共享、带量采购等手段，降低综合成本，并以较短的产品开发周期加速赶超。公司携手钉钉、腾讯会议，不断提升软硬件配合度，打磨用户体验，打造良好的虚拟会议生态。未来随着渠道能力的进一步强化，公司有望成为商显赛道的主力军。2021 年公司智慧商显业务规模持续扩大，总收入同比增长 18.3% 至 3.1 亿港元。

图表21. 2010-2021 年全球智能手机出货量



资料来源: IDC 前瞻产业研究院, 中银证券

图表22. 2013-2021 年全球平板电脑用户数量



资料来源: 艾媒咨询, 中银证券

图表23. 2021 年 TCL 中小屏在各市场销量排名



资料来源: 公司公告, 中银证券

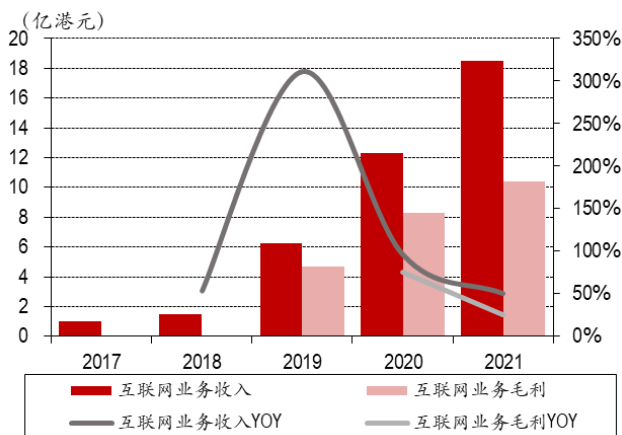
四、互联网业务高速增长，增厚盈利空间

过去十年中，受到移动端中小屏内容生态的冲击，客厅大屏对消费者注意力的支配日益减弱。这一趋势有望随着智能电视渗透率的提高而逐渐改变：随着海量的多媒体内容涌入，结合互联网精准推送和个性化定制，再加上大屏幕带来的更丰富细致的视听体验，家用智能大屏与消费者的连接正在重塑。

4.1 控股雷鸟科技，国内家庭互联网业务快速发展

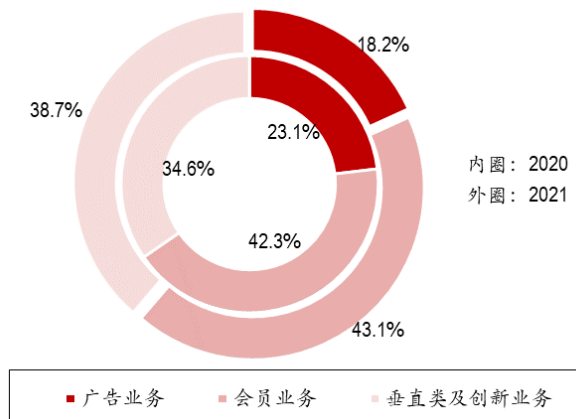
雷鸟科技是 TCL 电子在国内的互联网业务的运营平台，截至 2021 年底，公司持有雷鸟科技 82.22% 的股权。2021 年公司国内互联网业务收入达 14.9 亿港元，同比大幅增长 64%，占公司全部互联网业务收入的 81%。其中，雷鸟三项业务的会员业务收入、垂直类及创新业务收入、广告业务收入同比分别增长 62%、78% 和 25%。由于互联网业务边际成本低，规模效应明显，2021 年雷鸟毛利率 46%，远高于公司业务平均毛利率，利润占比近 1/3，已成为公司重要利润来源。2021 年雷鸟网络的 ARPU 值达到 76 港元，同比增长 43%。截至 2021 年 12 月底，雷鸟月度活跃用户数达 1988 万，同比增长 11%。

图表24. 互联网业务规模逐年提升



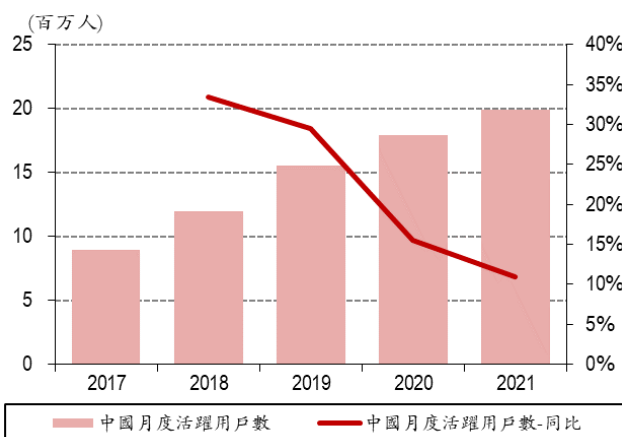
资料来源：公司公告，中银证券

图表25. 雷鸟科技业务收入结构



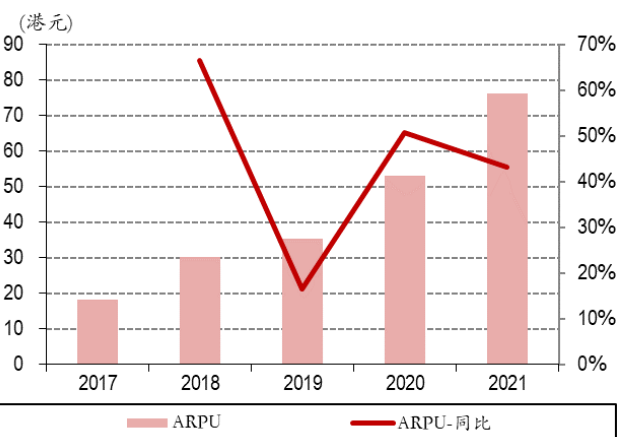
资料来源：公司公告，中银证券

图表26. 雷鸟科技月活用户过去 5 年复合增速 11.0%



资料来源：公司公告，中银证券

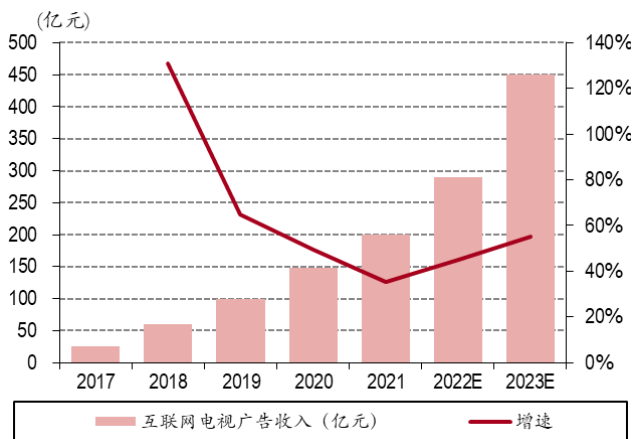
图表27. 雷鸟科技 ARPU 过去 5 年复合增速 43.4%



资料来源：公司公告，中银证券

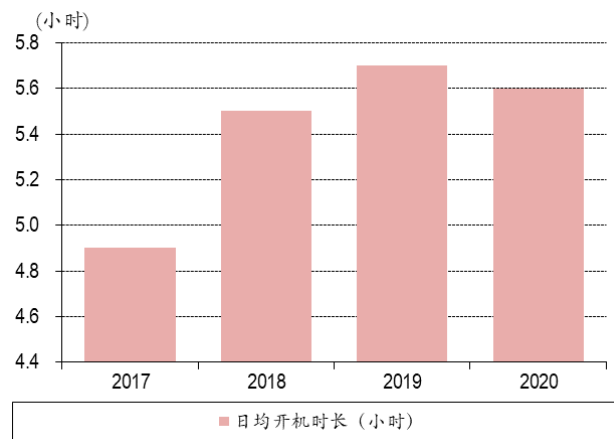
- 1) 广告业务:** 随着 OTT 大屏认可度不断提升, 越来越多行业开始增投 OTT 广告。根据奥维互娱数据显示, 2020 年中国互联网电视广告收入约 148 亿元, 预期 2023 年将达到 450 亿, 2021-2023 年复合增长率为 74.4%。
- 2) 会员业务:** 雷鸟与腾讯合作, 不断增强内容的丰度和广度, 以提高用户粘性, 为大屏用户提供线上服务、家庭服务、消费实物及线下服务的整体解决方案。据奥维互娱数据, 2020 年 OTT 日开机 4.8 小时, 雷鸟则达到 5.6 小时, 其用户粘性多年来在同行业中一直保持较高水平。
- 3) 垂直类及创新业务:** 2021 年雷鸟垂直类及创新业务收入占比从 34.6% 提升至 38.7%。公司将智屏的使用场景由收看视频内容转换为家庭的“调度中心”, 同腾讯、爱奇艺、Keep 等近百家合作方共建内容平台, 为用户提供家庭场景下的内容服务。根据奥维互娱数据, 2020 年底智能电视保有量超过 2.5 亿台, 家庭渗透率 59%。另据国家广播电视总局统计, 2021 年全国互联网电视 (OTT) 用户数达 10.83 亿户, 互联网视频年度付费用户 7.1 亿。

图表28. 互联网电视广告行业规模不断扩大



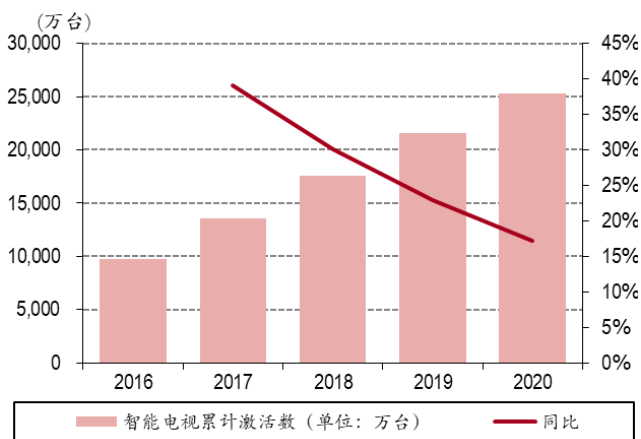
资料来源: 奥维互娱, 中银证券

图表29. 雷鸟科技用户日均开机时长维持高位



资料来源: 公司年报, 中银证券

图表30. 2020 年底智能电视终端激活规模超 2.5 亿



资料来源: 奥维互娱, 中银证券

图表31. 雷鸟科技主要垂直类应用布局



资料来源: 公司官网, 中银证券

4.2 国外互联网业务：与海外巨头强强联合

2021 年公司国外市场的互联网业务收入为 3.6 亿港元，同比增长 11.2%，市场推广费+平台收入分成，形成持续的现金流量。公司在 2014 年开始与 Roku 合作，由 TCL 电子提供智能电视硬件，Roku 提供后台操作系统与互联网服务支持，联合推出智能电视产品 Roku TV，由此产生新增用户台费。新增用户台费是渠道卖给用户后，用户进入 ROKU 操作界面，变成了 ROKU 的会员，为激活会员后的一次性收入。平台收入分成主要是公司和谷歌合作产生的广告收入。在欧洲及新兴市场 TCL 则主要与 Google、Netflix 合作，方式与 Roku 相似。截至 2021 年底，TCL Channel 已在北美、欧洲、中南美洲、亚太地区等 58 个国家上线，较 2020 年大幅增加 46 个；全球累计用户数量达到 705 万人。

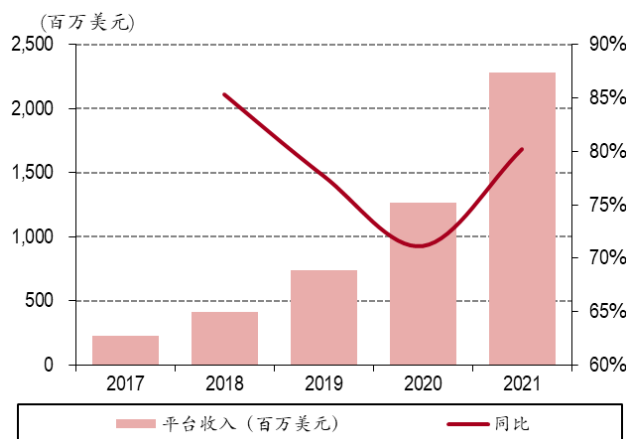
图表32. 搭载第三方 OTT 系统，运营 TCL Channel 内容集成应用平台



资料来源：公司公告，中银证券

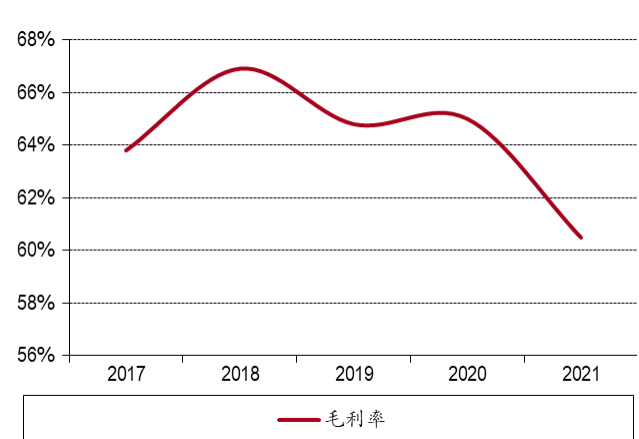
互联网收入分成增加，海外利润结构改善。过去两年互联网业务尚处于推广期，公司与 Roku 等软件平台本着互惠共赢的原则合作，主要收取市场推广费，并不截留其互联网收入分成，以达到激励合作厂商开发内容供应、改善服务体验的目的，但随着与 Google 等公司达成收入分成协议，公司海外营收中的互联网收入分成占比有望提高，海外收入增速预期将有所加快。以 Roku 为例，根据公司年报，其平台收入增速连续四年超过 70%，平台收入毛利率长年维持在 60%以上。能够参与这部分高质量收入的分成，再考虑到收入分成主要依赖公司的硬件市占率，运营成本较低，净利率较高，预期公司的利润结构有望改善。

图表33. Roku 平台收入增速连续四年超过 70%



资料来源：Roku 年报，中银证券

图表34. Roku 平台收入毛利率长年维持在 60%以上



资料来源：Roku 年报，中银证券

五、研发实力驱动多业务扩容与协同

依靠智屏业务，公司建立起了面向终端消费者的海外家电销售网络；依托中小尺寸屏业务，又建立了广泛的运营商渠道；凭借强大的国际品牌力和广泛的全球渠道资源，公司在智能连接、智能家居和全品类营销等多条业务线，打造多品类 IoT 产品，完善智能物联全品类布局，发挥品牌、渠道的协同作用。

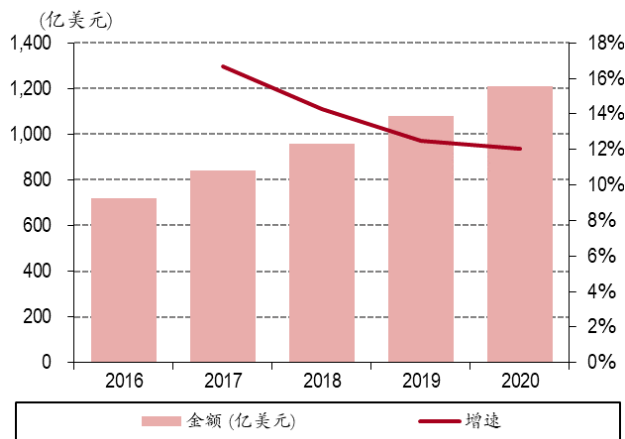
1) 智能连接业务方面，公司深入推进全品类智能物联生态布局，发力包括智能眼镜、路由器、智能穿戴在内的智能连接产品。公司在年内发布了 TCL NXTWEAR Air 及雷鸟智能眼镜先锋版，正式进入 AR/VR 赛道。同时，公司聚焦带 SIM 路由产品，年内突破了 5G CPE 及 5G MiFi 等四个新品类产品，同时成功上市两款智能穿戴新品，整体智能连接销售规模大幅增长。2021 年公司智能连接业务整体销售量达 525 万台，同比显著增长 33.5%；收入达 15.6 亿港元，同比大幅增长 34.2%。

从全球重点市场及国家来看，根据 TSR 报告最新的 2021 年全球出货量数据，TCL 移动路由器在全球位居第三，其中在欧洲市场位居第一；TCL CPE 在全球销量位居第六。

2) 智能家居业务方面，公司凭借强大的国际品牌力和广泛的全球渠道资源，开拓多品类 IoT 产品，积极进军国际市场。年内，公司在“全球领先品牌”评选活动中获选“2021-2022 年度全球智能互联设备领先品牌 TOP15”。2021 年，公司智能家居业务收入达 6.1 亿港元，同比增长 78.9%。

3) 全品类营销方面。公司国际化业务发展已逾二十年，全球市场渠道布局完善，TCL 品牌知名度逐年提升。为进一步完善智能物联生态及全品类布局，最大化发挥协同效益，公司借助现有全球市场品牌及渠道优势，分销 TCL 空冰洗产品。2021 年公司全品类营销业务的分销收入达 63.7 亿港元，同比增长达 70.7%。TCL 空冰洗产品屡获国际奖项认可，其中，TCL C12 冰箱于年内获得德国“红点奖”以及德国“iF 设计奖 2021”，TCL C12 洗衣机亦荣获德国“iF 设计奖 2021”奖项。未来公司将进一步利用品牌及渠道优势，带动全品类营销业务全球发展。

图表35. 2016-2020 年全球智能家居市场规模



资料来源: Strategy Analytics, 中银证券

图表36. TCL 电子的全屋智能生态



资料来源: 公司公告, 中银证券

公司的下沉渠道优势，配合中环股份的技术优势，迅速打开光伏市场。TCL 集团下中环股份具备光伏供应链一体化优势。公司既是上游硅片环节的双寡头之一，又能供应各类优质硅片、电池片、组件等光伏产品，是业内唯一实现 G12 大尺寸与高密度迭瓦技术完美结合的光伏企业，还具备丰富的各类光伏电站项目运营经验。TCL 电子在二三四五线城市的传统及 O2O 渠道有超 4.7 万家门店，借助已有的家电供应链，可以为光伏业务提供销售、仓储、物流、售后等各项协助。公司计划优先发展个人及中小规模商用客户，发力下沉市场开拓。

六、盈利预测

显示业务：公司与 Roku、Google 等在北美、欧洲、新兴市场联合开拓市场，凭借自身深厚的技术积累迅速响应终端需求，不断提升市场份额。国内市场近两年受到的疫情冲击较大，而疫情结束后终端需求回补，我们预期公司将依托品牌影响力，持续推进产品结构升级，市占率不断提升，2022-2024 年显示业务收入分别为 718 亿、815 亿、933 亿港元，未来三年复合增速为 13%。

创新业务：公司业务布局广泛，凭借强大的国际品牌力和广泛的全球渠道资源，在智能连接、智能家居和全品类营销等多条业务线，打造多品类 IoT 产品，完善智能物联全品类布局，发挥品牌、渠道的协同作用。光伏业务方面，依托公司的下沉渠道优势，配合中环股份技术优势，迅速打开市场。预期公司 2022-2024 年创新业务收入分别为 120 亿、155 亿、194 亿港元，未来三年复合增速为 32%。

互联网业务：随着海量的多媒体内容涌入，结合互联网精准推送和个性化定制，叠加大屏幕带来的更丰富细致的视听体验，家用智能大屏与消费者的连接更加紧密，增值服务的场景不断得到深度开发。公司通过控股雷鸟科技，在国内家庭互联网业务快速发展；与海外流媒体巨头深度绑定，实现海外互联网业务规模与结构的持续增长与优化。我们预期 2022-2024 年互联网业务收入分别为 23 亿、33 亿、46 亿港元，未来三年复合增速为 35%。

综上，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 861 亿港元、1003 亿港元和 1173 亿港元，分别同比增长 16%、17%和 17%；归母净利润分别为 12 亿港元、15 亿港元、17 亿港元，同比+4%、+19%、+17%。毛利率方面，相比去年而言，今年上游原材料价格回落、海运费下降，预计 2022 年毛利率能回升至 2020 年水平，预计未来三年毛利率分别为 17.3%、17.5%、18.0%。

图表37. TCL 电子营业收入预测（百万港元）

百万港元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
显示业务	50,723	63,960	71,815	81,450	93,276
增长率(%)	-	26	12	13	15
创新业务	-	8,540	11,956	15,542	19,427
增长率(%)	-	-	40	30	25
互联网业务	1,273	1,871	2,289	3,316	4,566
增长率(%)	-	47	22	45	38
营业收入	51,996	74,371	86,060	100,308	117,269
增长率(%)	-	43	16	17	17
毛利率(%)	-	16.2	17.3	17.5	18.0

资料来源：万得，中银证券

估值：硬件部分的各项业务，参考可比公司黑电企业海信视像、创维集团，以及业务布局完备的白电龙头美的集团；互联网业务参考小米集团。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 12、15、17 亿港元，截至 7 月 19 日，公司市值 100 亿港元，对应 2022-2024 年 PE 为 8.2x/6.9x/5.9x，首次覆盖给予买入评级

图表38. TCL 电子可比公司估值表

证券简称	证券代码	最新股价	总市值	每股收益			市盈率 (倍)		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
智屏部分&创新业务									
海信视像	600060.SH	12.76	164.5	0.87	1.15	1.41	15.47	11.10	9.05
创维集团	0751.HK	3.72	97.8	0.62	0.63	0.72	7.29	5.00	4.39
美的集团	000333.SZ	55.03	3851	4.09	4.55	5.17	18.05	12.09	10.64
平均							13.60	9.40	8.03
互联网业务									
小米集团-W	1810.HK	12.16	3,041.89	3,224.2	0.76	0.69	0.86	19.97	16.05

资料来源：万得，中银证券

注：可比公司 EPS 及 PE 为 Wind 一致预期，数据截至 2022 年 7 月 19 日；上表中创维集团、小米集团是港股上市公司，则股价/市值/每股收益相应为港元，海信视像、美的集团的股价/市值/每股收益相应为人民币元。

七、风险提示

7.1 全球需求下滑导致销售不如预期

新冠疫情叠加俄乌冲突，影响全球经济增长，居民需求端下滑。“宅经济”降温，影响产品出货，可能加剧行业竞争，价格战持续升级。

7.2 电视面板显示技术迭代超预期

当前的主流的屏幕技术有 OLED、Mini LED、激光投影等，在体验、价格、和寿命等方面各有千秋。TCL 将研发重心布局在 Mini LED 技术，产品在短期内受到消费者追捧。但 OLED 等其他技术如出现意料之外的技术突破（类似当年液晶电视取代电子显像管技术），有可能颠覆行业的现有格局。

7.3 互联网电视服务行业发展不及预期

互联网电视服务行业未来发力重心在增值服务上，而增值服务的核心是第三方开发和运营，其中的变数较多，如场景开发不足、厂商激烈竞争，甚至监管因素，都有可能导致行业整体增长趋缓。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371