

家用电器业/可选消费品

TCL 集团 (000100)

“家庭院线”打开新局面，互联网转型加速

——掘金“客厅经济”系列报告之四

	范杨 (分析师)	曾婵 (分析师)
	021-38675923	0755-23976520
	fanyang@gtjas.com	zengchan@gtjas.com
证书编号	S0880513070007	S0880515030002

本报告导读:

TCL 旗下“全球播”获广电总局发放的“家庭院线”试验牌照，成为这一模式的唯一试点主体。预计“家庭院线”将创造数百亿级新市场。

投资要点:

维持盈利预测及目标价 (8.5 元)，重申“增持”评级

预计公司 2015-17 年收入 1227/1488/1710 亿，ESP 0.34/0.44/0.53 元，维持 8.5 元目标价。我们认为“全球播”获广电总局新牌照将推动公司垂直类业务大发展，亦展现了公司转型后的创新力。TCL 将成为客厅经济大发展时期最关键的受益者之一，重申“增持”评级。

TCL 获“家庭院线”试验牌照，成为客厅“第四通道”

5 月 8 日 TCL 集团旗下“全球播”平台获在电视平台运营电影院线的资质，家庭院线模式创新得到监管层的肯定，成为这一模式 5 年内的唯一试点主体。新牌照的发放意味着家庭院线发展不再受限于原来的 OTT 牌照，而是真正意义上受总局支持的全新模式，形成广电有线网络、IPTV、OTT 之后的“第四通道”。“全球播”与电视厂商展开全面合作，打造依托智能电视的院线平台，成为“客厅经济”生态的一个里程碑事件。

“全球播”主导的“家庭院线”将创造数百亿新市场

我们认为“家庭院线”模式将有效地挖掘电影市场的“长尾”价值。对片方而言，上亿智能电视屏幕构成全新发放渠道，摆脱了传统电影院的时空（排期和地理位置）和数量约束。对消费者而言，以更低的成本获得更为丰富的影视资源，且随时都可以观看的特性极具吸引力。我们测算“家庭院线”将创造千亿价值，平台与终端都将明显受益。

风险：广电政策进一步收紧，阻碍基于电视的增值服务业务发展。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	85,504	101,297	122,669	148,843	171,011
(+/-)%	23%	18%	21%	21%	15%
经营利润 (EBIT)	1,565	2,546	3,320	5,132	6,484
(+/-)%	132%	63%	30%	55%	26%
净利润	2,109	3,183	4,095	5,381	6,478
(+/-)%	165%	51%	29%	31%	20%
每股净收益 (元)	0.17	0.26	0.34	0.44	0.53
每股股利 (元)	0.04	0.08	0.08	0.11	0.13
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	1.8%	2.5%	2.7%	3.4%	3.8%
净资产收益率 (%)	14.9%	17.5%	15.1%	17.1%	17.7%
投入资本回报率 (%)	4.9%	6.9%	7.1%	7.9%	9.7%
EV/EBITDA	19.2	16.3	14.3	11.6	8.9
市盈率	35.8	23.7	18.4	14.0	11.6
股息率 (%)	0.5%	0.4%	1.0%	1.4%	1.8%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 8.50

上次预测: 8.50

当前价格: 5.97

2015.05.15

交易数据

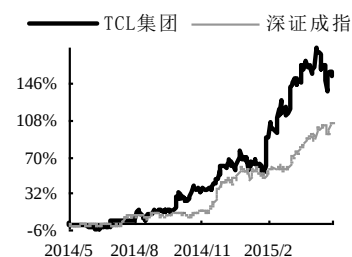
52 周内股价区间 (元)	2.23-6.76
总市值 (百万元)	72,850
总股本/流通 A 股 (百万股)	12,203/8,978
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	74%
日均成交量 (百万股)	48206.47
日均成交值 (百万元)	2824.26

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	23,525
每股净资产	1.93
市净率	3.1
净负债率	45.08%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.06	0.07
Q2	0.06	0.07
Q3	0.06	0.10
Q4	0.08	0.10
全年	0.26	0.34

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	34%	153%
相对指数	-12%	2%	46%

相关报告

《转型加速，牵手腾讯完善 TV+生态圈》
2015.04.09

《参股上海银行，探索产业链金融》
2015.04.06

《垂直类业务发展彰显公司创新力》
2015.03.28

《电视业务复苏增长，智能终端活跃度大幅提升》
2015.03.09

《转型踏上新征程，千亿市值是开始》
2015.03.04

模型更新时间: 2015.05.15

股票研究

可选消费品

家用电器业

TCL 集团 (000100)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 8.50

上次预测: 8.50

当前价格: 5.97

公司网址

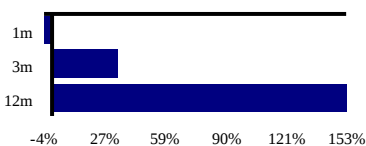
www.tcl.com

公司简介

公司是中国最大的、全球性规模经营的消费类电子企业集团之一。

公司已形成多媒体、通讯、华星光电和 TCL 家电、通力电子五大产业集团, 及产品业务领域, 服务业务领域和创投及投资业务三大业务领域。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

2.23-6.76

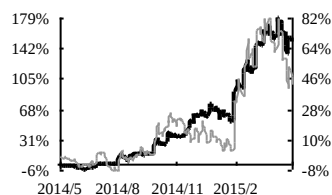
市值 (百万)

72,850

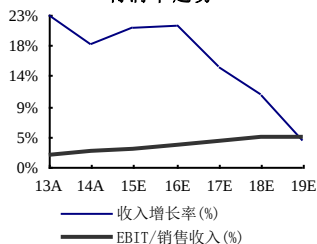
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
营业总收入	85,504	101,297	122,669	148,843	171,011	189,622	196,849
营业成本	70,395	83,328	100,716	121,548	139,406	153,465	159,362
税金及附加	467	518	628	762	875	970	1,007
销售费用	8,081	8,815	10,644	12,470	13,985	15,125	15,695
管理费用	4,997	6,089	7,360	8,931	10,261	11,377	11,811
EBIT	1,565	2,546	3,320	5,132	6,484	8,684	8,975
公允价值变动收益	36	86	0	0	0	0	0
投资收益	326	773	928	1,114	1,337	1,604	1,925
财务费用	178	951	732	852	948	743	511
营业利润	1,275	2,113	3,423	5,280	6,776	9,465	10,358
所得税	744	826	1,324	1,745	2,094	2,492	2,531
少数股东损益	776	1,050	1,200	1,600	1,900	2,400	2,400
净利润	2,109	3,183	4,095	5,381	6,478	7,568	7,723
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	12,503	17,960	17,730	15,577	17,561	26,446	39,195
其他流动资产	3,631	5,547	5,257	5,257	5,257	5,257	5,257
长期投资	4,474	6,121	6,121	6,121	6,121	6,121	6,121
固定资产合计	21,284	24,165	28,152	40,946	40,184	35,331	30,383
无形资产及其他资产	4,394	7,110	6,901	6,701	6,509	6,323	6,143
资产合计	78,081	92,877	102,191	119,995	127,281	136,263	145,914
流动负债	37,150	47,976	47,139	58,986	59,239	59,872	61,292
非流动负债	20,972	18,040	18,040	18,040	18,040	18,040	18,040
股东权益	14,168	18,194	27,146	31,503	36,636	42,585	48,416
投入资本(IC)	25,181	30,986	37,364	52,291	53,282	49,986	45,468
现金流量表							
NOPLAT	1,244	2,130	2,656	4,105	5,187	6,947	7,180
折旧与摊销	3,473	3,571	3,442	4,136	5,076	5,448	5,539
流动资金增量	-7,191	331	-2,601	-2,333	-1,946	-1,742	-611
资本支出	-3,414	-7,547	-7,220	-16,730	-4,121	-410	-410
自由现金流	-5,888	-1,515	-3,722	-10,821	4,196	10,243	11,698
经营现金流	5,182	5,412	6,082	8,522	11,119	12,813	13,637
投资现金流	-4,512	-10,863	-8,275	-17,600	-4,768	-790	-469
融资现金流	-1,049	6,549	-20	4,942	-6,351	-5,121	-2,403
现金流净增加额	-380	1,099	-2,213	-4,136	0	6,902	10,765
财务指标							
成长性							
收入增长率	22.8%	18.5%	21.1%	21.3%	14.9%	10.9%	3.8%
EBIT 增长率	131.8%	62.7%	30.4%	54.6%	26.4%	33.9%	3.4%
净利润增长率	164.9%	50.9%	28.7%	31.4%	20.4%	16.8%	2.0%
利润率							
毛利率	17.7%	17.7%	17.9%	18.3%	18.5%	19.1%	19.0%
EBIT 率	1.8%	2.5%	2.7%	3.4%	3.8%	4.6%	4.6%
净利润率	2.5%	3.1%	3.3%	3.6%	3.8%	4.0%	3.9%
收益率							
净资产收益率(ROE)	14.9%	17.5%	15.1%	17.1%	17.7%	17.8%	16.0%
总资产收益率(ROA)	2.7%	3.4%	4.0%	4.5%	5.1%	5.6%	5.3%
投入资本回报率(ROIC)	4.9%	6.9%	7.1%	7.9%	9.7%	13.9%	15.8%
运营能力							
存货周转天数	66.0	43.9	43.9	43.9	43.9	43.9	43.9
应收账款周转天数	45.6	49.7	49.7	49.7	49.7	49.7	49.7
总资产周转天数	334	336	305	295	272	263	271
净利润现金含量	1.80	1.28	1.15	1.22	1.33	1.29	1.35
资本支出/收入	4%	7%	6%	11%	2%	0%	0%
偿债能力							
资产负债率	74.4%	71.1%	63.8%	64.2%	60.7%	57.2%	54.4%
净负债率	66.5%	53.2%	21.7%	47.2%	24.1%	-6.6%	-32.1%
估值比率							
PE	35.8	23.7	18.4	14.0	11.6	10.0	9.8
PB	5.3	4.1	2.8	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	19.2	16.3	14.3	11.6	8.9	6.7	5.8
P/S	0.9	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
股息率	0.5%	0.4%	1.0%	1.4%	1.8%	2.1%	2.5%

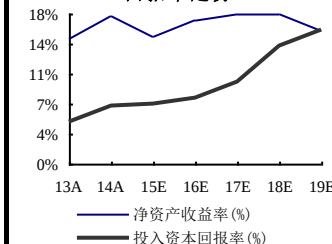
股票绝对涨幅和相对涨幅



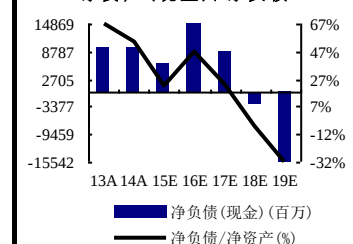
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



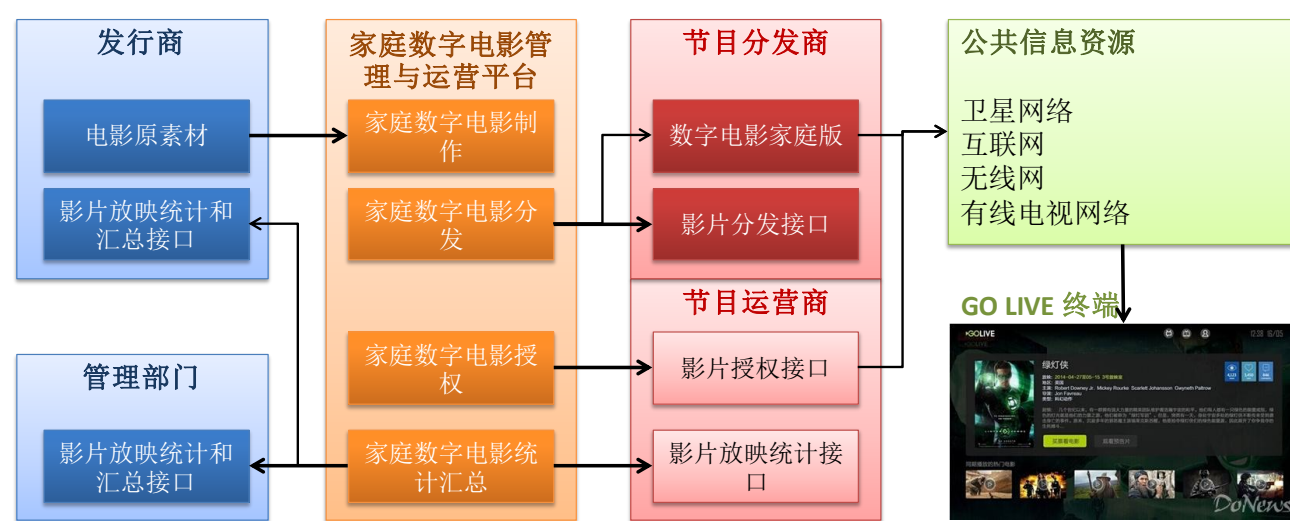
目 录

1. TCL 子公司“全球播”与电影科研所牵手共同打造中国“电影智能家庭影院”	4
2. 全球播的独特性：监管部门独家支持的准同步院线	4
3. 全球播“获牌”的三大重要意义	5
3.1. 监管并不绝对“护子”，给全球播“发牌”意味着总局鼓励创新发展	6
3.2. “客厅经济”价值具备巨大的挖掘空间	6
3.3. 传统制造商转型发展思路日益清晰，互联网思维不断加强	6
4. “家庭院线”模式解析：新模式、新渠道、新市场	6
4.1. 定位：让所有人都能看上电影，让所有电影都有机会被关注，让中国电影走向世界	6
4.2. 业务系统：分成模式为主，版权模式为辅	7
4.3. 现金流结构：先收款，再结算分成	8
4.4. 价值测算：数百亿市场，上千亿价值	9
5. 盈利预测及估值：维持盈利预测及目标价，重申“增持”评级	10
6. 风险：政策再变；资源投入不及预期：	12

1. TCL 子公司“全球播”与电影科研所牵手共同打造中国“电影智能家庭影院”

5月13日，广电总局下属中国电影科学技术研究所与TCL集团子公司全球播科技(北京)有限公司在深签订家庭院线试点协议，授予全球播在电视平台运营电影院线的资质，共同致力打造中国“电影智能家庭影院”。预计该项目将在未来5年内为全球播用户提供“准同步”电影服务，消费者将得以足不出户看院线大片。

图 1. “电影智能家庭影院”平台架构



数据来源：国泰君安证券研究

作为全球首个在电视终端上实现电影院线运营模式的平台，全球播可适用于所有安卓系统的智能电视，终端电视厂商只需配合全球播做一定的适配，便可达到“电影智能家庭影院”的终端要求。同时，这个服务不仅仅在中国大陆运营，全球播将有计划的借助TCL智能电视进军海外市场。

2. 全球播的独特性: 监管部门独家支持的准同步院线

全球播是唯一能够提供准同步电影放映服务的具有电影院线运营试验资质的服务平台

我们从以下几个角度理解全球播“电影智能家庭影院”的独特性——全球播是唯一能够提供准同步电影放映服务的具有电影院线运营试验资质的服务平台：

表 1. 全球播与其他播放平台的特性比较

	全球播	其他平台
与线下院线准同步*提供电影放映服务 (电影院线运营资质)	是	否
中国电影科学技术研究所认可的版权保护技术	是	否
收入统计入全国电影总票房	是	否

与总局所属单位共同推进的家庭院线平台	是	否
无损品质的电影片源	是	否
收费/广告双票房模式	是	否
为未能在线下院线排期的电影提供新的发行平台	是	是
收入分成模式*	是	是
基于智能电视的家庭院线平台	是	是

数据来源：国泰君安证券研究

注：准同步是指相对线下院线晚几天上线，也可能晚几天下线，但一定在电影版权被出售之前；

注：票房分成模式是指产业链各环节按照最终收入分成，而非固定金额。

准同步院线能力使全球播平台具备其他所有平台都不具备的吸引力，这个优势又能进一步为全球播的首播影院导流，也可以为即将上线的电影提供导流服务（预告片），从而形成明显的竞争优势

中国电影科学技术研究所、中影、华夏均为广电总局下属的兄弟事业单位，将共同与全球播一起推动“电影智能家庭影院”的发展，本次试点协议规定在 5 年内全球播为这一模式的唯一试点平台，且将为全球播的电影片源提供保障。

准同步院线能力使全球播平台具备其他所有平台都不具备的吸引力，这个优势又能进一步为全球播的首播影院导流，也可以为即将上线的电影提供导流服务（预告片），从而形成明显的竞争优势。

在获得电视端电影院线资质（试验）之后，全球播形成了四个主要业务子平台，构成全球最完整的电影服务体系。

图 2. 全球播业务框架一览



数据来源：国泰君安证券研究

3. 全球播“获牌”的三大重要意义

我们认为，全球播获得监管部门认可，其意义深远，应被市场高度重视。

3.1. 监管并不绝对“护子”，给全球播“发证”意味着总局鼓励创新发展

市场一直认为监管层会表现出持续的“护子”行为，对于非体制内的企事业单位会保持警惕。全球播获得监管部门认可，并获得唯一的基于电视平台运营电影院线的资质，表明监管机构在意识形态底线之上是鼓励创新发展的，非体制内企业也有机会获得监管层的直接支持。

3.2. “客厅经济”价值具备巨大的挖掘空间

全球播模式获得监管层认可的同时，也获得了诸多产业资本和产业链玩家的关注和认同，我们预计未来全球播将引入数个战略投资者，包含重要的产业资本和实业。“家庭院线”模式只会是“客厅经济”的一部分，其新模式背后隐含着智能电视终端巨大的价值挖掘潜力。

3.3. 传统制造商转型发展思路日益清晰，互联网思维不断加强

市场一直担心传统制造业缺乏互联网思维，难以快速转型，且面临新兴互联网企业冲击，价值将持续减少。全球播“家庭院线”业务新模式的推进，表明传统制造商转型发展思路日益清晰，互联网思维不断加强，且一旦出现成功的案例，这一转型将持续加速。

4. “家庭院线”模式解析：新模式、新渠道、新市场

4.1. 定位：让所有人都能看上电影，让所有电影都有机会被关注，让中国电影走向世界

尽管中国电影行业近年来取得了飞速发展，但是仍存在三个重要局限：

- 1) 荧幕仍主要集中于一二线城市，且由于电影院的有效覆盖距离只有 3-4 公里，大多数中国消费者并不能很便利地获得观影服务；
- 2) 中国每年大约有 600 部电影获得公映许可，但是实际只有 30-40% 的电影能在线下院线获得档期，大部分电影无缘院线市场，即便有档期的电影也很多无法获得好地时段；
- 3) 中国电影在海外影响力甚低。

与实体影院不同，虚拟影院借助互联网，依托家家户户都（将）有的智能电视终端，能够完美地解决上述问题。“虚拟影院”相当于在每个家庭中布放荧幕，且没有了时间约束，同时“上映”的电影可以无限增加，且消费者观看电影的时间也可以更加自由。未来，依托于互联网技术和多屏互动技术，家庭院线还可以引入弹幕一类的互联网社交属性，为在客厅里观看院线大片提供全新的观影体验。

表 2. 虚拟院线与实体院线的优劣势比较

	实体院线	虚拟院线
物理约束	必须到指定地点观看，电影院有效覆盖距离仅 3-4 公里，且座位数量有限	智能电视即荧幕，家家户户都具备条件
时间约束	每一个时段只能固定安排一部影片	消费者可以随时在片库中选择观看
数量约束	受限于时空约束，仅能为 30% 左右的电影安排档期	没有时空约束，同时“上映”的影片数量没有上限

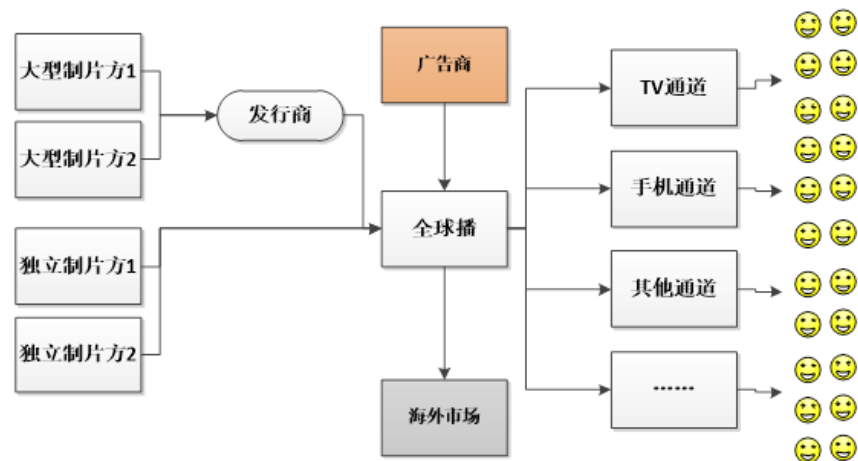
类型约束	基本只提供大众喜闻乐见的影片，无法满足小众需求	可以涵盖所有类型的电影，充分挖掘“长尾”市场价值
体验	视听效果最佳，提供震撼的 3D 和环绕立体声甚至 4D 观影体验	视听效果明显好于移动端，但无法达到电影院水准
其他	具备明显的社交属性	社交属性较弱，更偏休闲需求
目标人群	年轻人，有明确社交诉求的人群	儿童、中老年人，无明确社交属性的人群；未来也可能因为新特性引入吸引越来越多的年轻人群

数据来源：国泰君安证券研究

4.2. 业务系统：分成模式为主，版权模式为辅

全球播上游结构有两种形态，一种与是发行方（类似于中影、华夏）合作，另一类是直接独立制片方对接。下游目前主要依托智能电视通道，但未来在部分业务领域里也有可能与移动互联网通道及其他通道结合。

图 3. 全球播业务系统模型



数据来源：国泰君安证券研究

注*图中手机通道、其他通道是未来针对部分业务可能开发的

在这个业务体系中，主要以“票房”分成为主，全球播可能会为部分优质电影提供“保底”票房保障。

表 3. 国内院线市场的票房分成比例示意

		国内影片
票房		100.00
税	8.20%	8.20
剩余		91.80
电影院分成	60%	55.08
剩余		36.72
发行方发行成本（广告等）	假设	12.00
剩余		24.72
发行方分成（扣除发行成本后）	12%	2.97
剩余（发行方收入）		21.75
发行方自行进行后续版权分销，获得收入		

数据来源：国泰君安证券研究

表 4. 全球播业务的票房分成比例示意

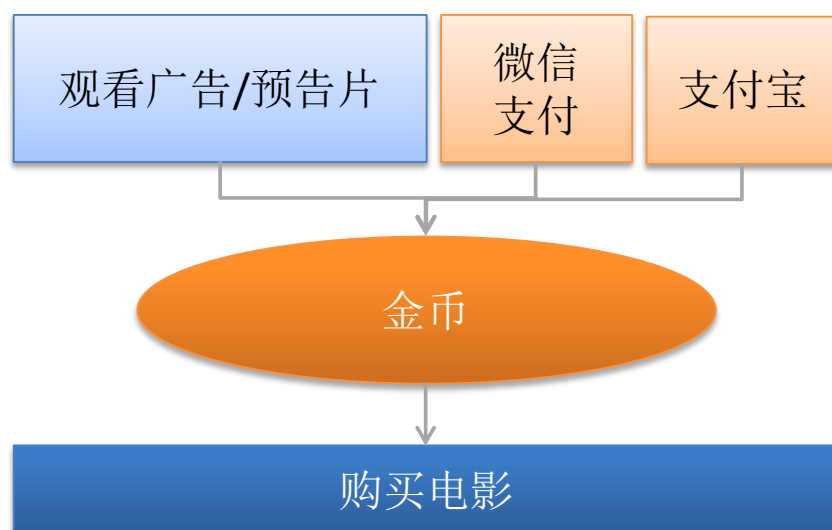
如果以全球播形式播放				
海外市场直接对接 6 大电影公司，直接分成				
	发行方渠道		独立电影	
票房	100		100	
税	8.20%	8.2	8.20%	8.2
剩余	91.8		91.8	
全球播	30-50%	27.54-45.9	40-70%	36.72-64.26
剩余	45.9-55.08			
发行方	20.9	制片方	27.54-55.08	

数据来源：国泰君安证券研究

4.3. 现金流结构：先收款，再结算分成

全球播为消费者提供了两种购买“电影票”的方式，一是直接付费，二是看广告兑换金币付费。

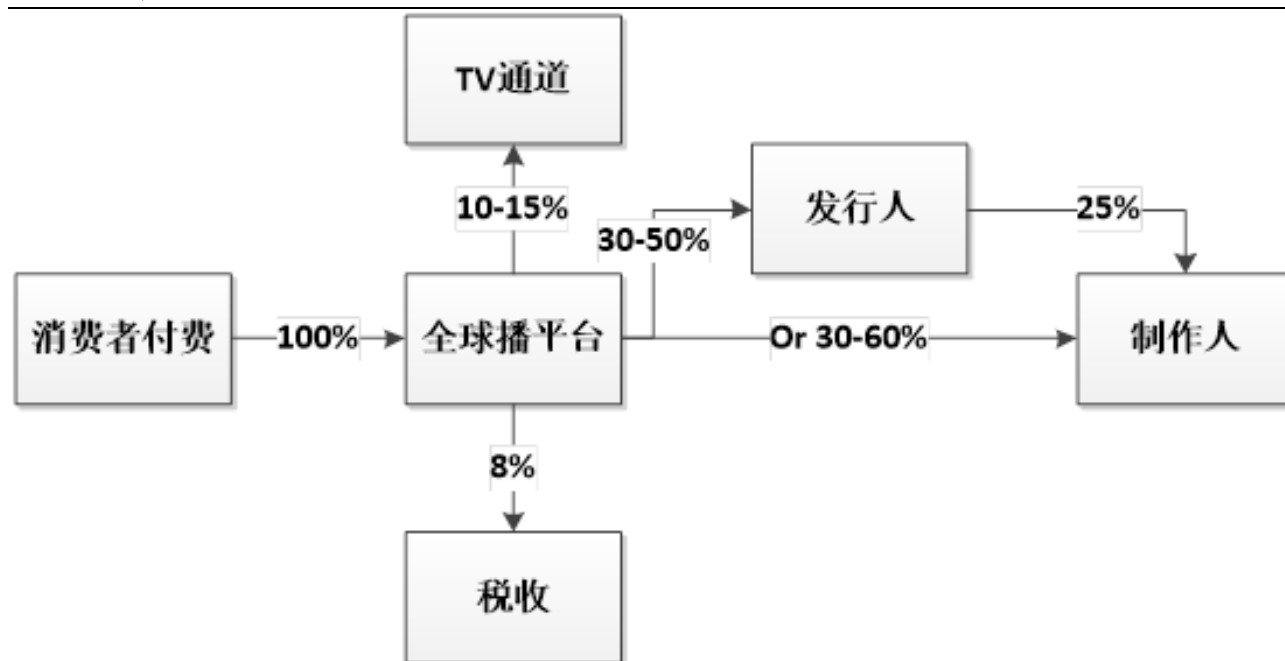
图 4. 全球播提供直接付费和广告兑换两种购买模式



数据来源：国泰君安证券研究

点播模式：消费者点击付费后，资金进入全球播平台，全球播纳税后按照协议比例与上下游利益相关方进行结算。结算周期很短。发行投入几乎为 0。

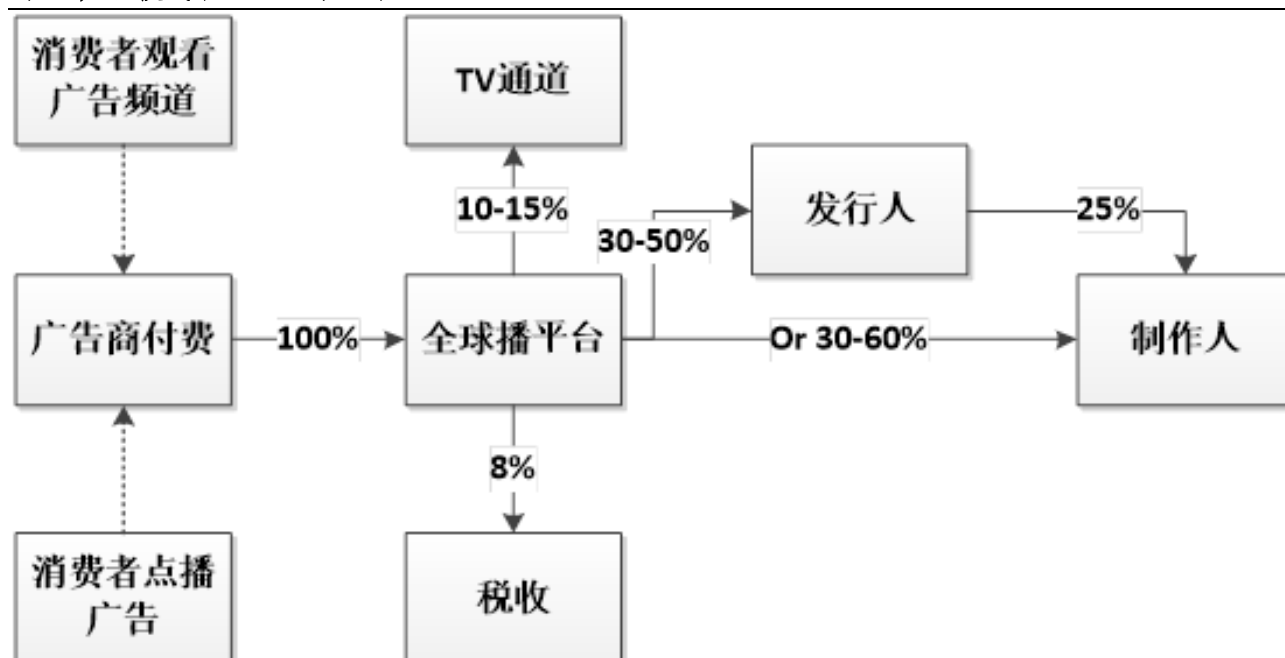
图 5. 点播模式下现金流的结构



数据来源：国泰君安证券研究

广告模式：消费者观看广告，广告商按照 CPM 付费给全球播，全球播按照消费者观看广告数量和类型支付“金币”，消费者进一步使用“金币”购买电影。全球播将对应广告收入在缴税后按照协议比例与利益相关人分成。

图 6. 广告模式下现金流的结构



数据来源：国泰君安证券研究

4.4. 价值测算：数百亿市场，上千亿价值

2014 年内地票房近 300 亿，较 2013 年增长了 33%。其中，进口片 67 部（包括 20 部普通分账片、14 部特种分账片、33 部买断片），票房约 132.64 亿，占总票房的 46%。国产片总计约 157 亿，占比 54%。

以平均票价 35 元计算, 相当于 2014 年有 8.6 亿人次进入电影院看电影, 或相当于每 1.5 个中国人就有一个看了一场电影。

我们预计虚拟院线 (家庭院线) 是一个每年数百亿的市场, 我们做了如下的情景分析:

表 5. 家庭院线市场规模情景分析: 潜在市场空间每年 100 亿元以上

单位: 万人/户							
城镇人口	农村人口	流动人口	城镇户均人口数	农村户均人口数	城镇户数	农村户数	流动人口等价户数
73,111	62,961	24,500	2.86	3.88	25,563	16,227	12250
城镇家庭每年观看影片数	1	2	4	6	8	10	12
农村家庭每年观看影片数	0	0	1	1	1.5	2	2
流动人口每年观看影片数	0.5	0.5	1	2	3	3.5	4
总票房(亿元)							
单价	2	6	11	26	39	53	66
(元/次)	4	13	23	52	78	106	132
	6	19	34	78	116	159	199
	8	25	46	105	155	212	265
	10	32	57	131	194	266	331
	12	38	69	157	233	319	397

数据来源: 国泰君安证券研究

我们认为, 家庭院线未来的发展空间应该会落在上述测算的右下角, 我们进一步测算四个不同情景下的市场规模及对应市场价值如下:

表 6. 家庭院线市场带来的潜在价值估算: 平台及终端的潜在价值超过 1500 亿元

总票房 (亿元)	116	212	311	466
终端分成比例	15%	15%	15%	15%
平台分成比例	35%	35%	35%	35%
终端分成 (亿元)	17	32	47	70
平台分成 (亿元)	41	74	109	163
利润率	70%	70%	70%	70%
终端利润 (亿元)	12	22	33	49
平台利润 (亿元)	29	52	76	114
PE 估值 (x)	20	20	20	20
终端价值 (亿元)	245	446	652	978
平台价值 (亿元)	571	1,041	1,522	2,283
总价值 (亿元)	815	1,487	2,174	3,261

数据来源: 国泰君安证券研究

按照 200 亿元票房测算, 全球播平台如果能够在未来这个市场中占据 50% 市场份额, 将形成约 500 亿元的市场价值, 同时形成 450 亿左右的终端入口价值。

5. 盈利预测及估值: 维持盈利预测及目标价, 重申“增

持” 评级

我们维持公司 2015-2017 年 1227/1488/1710 亿元收入预测及 40.9/53.8/64.8 亿元净利润预测，对应 ESP 0.34/0.44/0.53 元。

我们预计公司移动通信业务将在智能机占比不断提升，国内市场开拓的环境下保持较快增长，华星光电业务因为新产能建设与投放在 2016 年出现较大增长，新兴业务将在未来三年中保持 100%增长。

表 7. TCL 集团收入拆分

	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	85,324	101,029	122,347	148,457
多媒体电子产业	31,457	26,566	32,438	34,426
物流与服务	12,425	17,166	16,202	17,889
移动通信产业	15,295	24,524	32,933	42,404
家电产业	9,323	10,038	11,094	12,086
通力电子	3,626	4,248	9,664	10,709
华星光电	15,531	17,964	18,920	28,653
新兴业务(服务)			49	199
其他及合并抵销	-6,557	523	1,045	2,091
收入增速	22.9%	18.4%	21.1%	21.3%
多媒体电子产业	-2.6%	-15.5%	22.1%	6.1%
物流与服务	-4.1%	38.2%	-5.6%	10.4%
移动通信产业	56.5%	60.3%	34.3%	28.8%
家电产业	21.5%	7.7%	10.5%	8.9%
通力电子		17.2%	127.5%	10.8%
华星光电	114.6%	15.7%	5.3%	51.4%
新兴业务(服务)				306.4%
收入占比				
多媒体电子产业	36.9%	26.3%	26.5%	23.2%
物流与服务	14.6%	17.0%	13.2%	12.0%
移动通信产业	17.9%	24.3%	26.9%	28.6%
家电产业	10.9%	9.9%	9.1%	8.1%
通力电子	4.2%	4.2%	7.9%	7.2%
华星光电	18.2%	17.8%	15.5%	19.3%
新兴业务(服务)			0.0%	0.1%
其他及合并抵销	-7.7%	0.5%	0.9%	1.4%
营业成本	70,359	83,281	100,660	121,480
多媒体电子产业	26,829	22,069	26,924	28,573
物流与服务	11,933	16,427	15,506	17,102
移动通信产业	11,367	18,334	24,371	31,379
家电产业	7,543	7,988	8,875	9,632
通力电子	3,224	3,725	8,795	9,745
华星光电	13,454	15,333	16,444	24,257
新兴业务(服务)				
其他及合并抵销	-8,745	-594	-255	791

毛利率(%)	17.5%	17.6%	17.7%	18.2%
多媒体电子产业	14.7%	16.9%	17.0%	17.0%
物流与服务	4.0%	4.3%	4.3%	4.4%
移动通讯产业	25.7%	25.2%	26.0%	26.0%
家电产业	19.1%	20.4%	20.0%	20.3%
通力电子	11.1%	12.3%	9.0%	9.0%
华星光电	13.4%	14.6%	13.1%	15.3%
新兴业务(服务)			80.0%	90.0%

数据来源：国泰君安证券研究

TCL 集团是目前 A 股可比上市公司中 PE/PB 估值最低的标的，我们认为随着公司互联网化转型日益深入，其整体价值将不断重估。

维持公司 8.5 元目标价（对应 2015 年 25x PE 估值）不变。我们认为 TCL 在新商业模式布局上具有领先优势，将成为客厅经济大发展时期最关键的受益者之一。“全球播”获广电总局新牌照将推动公司垂直类业务大发展，亦展现了公司转型后的创新力。重申“增持”评级。

表 8. A 股可比上市公司估值比较

公司	PE			PB		收盘价*
简称	2014	2015E	2016E	2014	2015E	
海信电器	28	25	24	3.6	3.3	30.17
兆驰股份	31	26	22	4.6	5.0	12.82
深康佳 A	461	n.a.	n.a.	5.9	n.a.	20.16
四川长虹	624	133	65	2.6	2.6	7.99
平均	286	62	37	4	4	
TCL 集团	17	18	14	2	2	5.97

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

收盘价为 5 月 13 日收盘价。

6. 风险：政策再变；资源投入不及预期：

尽管广电总局在视频方面的政策导向已经明朗，新的游戏规则也已确立。但是在游戏、购物、教育等新领域中，如果广电总局再度出手管制，亦有可能再次对家庭互联网价值实现的进程造成重大影响。

另一方面，我们看好黑电行业是基于其盈利模式转型的判断，但是如果互联网巨头未能带来足够有吸引力的资源，家庭互联网的发展就难以为继，黑电行业的价值重估也无法完成。对 TCL 而言，转型发展是巨大的挑战，且在多点开花的局面下，资源投入不足会导致最终难以形成明星级产品和业务。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会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，也可能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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明
1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		