国联证券 GUOLIAN SECURITIES

公告点评

股权激励尘埃落定，现金流问题不必过分担心

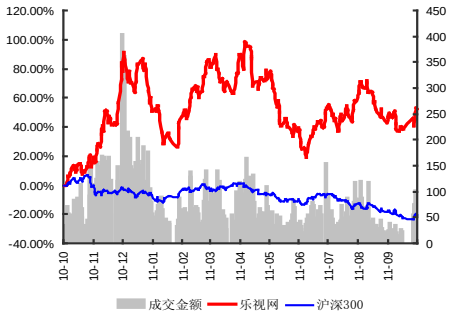
传媒行业

2011 年 10 月 18 日

评级：推荐（维持）

乐视网（300104）临时公告点评

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《大视频时代来临，乐视网先行》——2010.9.28

《付费模式成就大视频时代王者》——2010.10.19

报告作者：

国联证券传媒娱乐组

组长：卫婵娟

执业证书编号：S0590210100002

联系人：

顾 佳

电话： 0510-82833337

Email: gujia@glsc.con.cn

李 青 周 冕

独立性声明：

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，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件： 公司于 2011 年 10 月 14 日发布公告，董事会同意授予 246 名激励对象 649.3 万份股票期权，首次股票期权的授予日为 2011 年 10 月 14 日。

点评：

- **现金流问题不必过分担心。**此前有市场关注乐视网的现金流问题，认为其账上只有 1 亿多的现金，不足以支撑公司未来的发展。**我们并不认同此种说法，首先，公司财务报表上有很大的一笔预付现金，**主要是由于购买网络独家版权，从而使得公司可以覆盖 2011 年 70%的热门版权，2012 年 50%的独家网络版权，2013 年 40%的独家网络版权（**这也使得未来购买版权的压力减小），作为支撑其三大业务的根本，公司重金购买独家网络版权，我们认为符合预期；**其次，正如上文所说，公司由于购买了不少 2012 年和 2013 年的独家网络版权，**其分销收入将在未来一段时间逐步显现，并且随着近年来版权价格的逐步升高，所以后续公司将有持续的现金入账；**最后，**公司未来的融资手段多样化，并且在银行也有着较高的授信额度，**所以现金流的问题并不值得过分担心。
- **投资建议：我们预测公司 2011 年、2012 年和 2013 年的 EPS 分别为 0.60、0.93 和 1.38，**对应市盈率分别为 40、26、18 倍，**我们提示投资者，近期乐视网的竞争对手，除了优酷一枝独秀外，包括酷 6 被迫转型，56 网被人人网收购，土豆网艰难上市，迅雷暂时放弃 IPO，显示其竞争对手都遇到了不少困难，而乐视网之前的依赖付费用户和版权分销的模式也越来越被市场所认可，所以我们仍然建议投资者用发展的眼光看待公司。继续维持对公司长期“推荐”评级，短期目标价为 29～32 元。**但提示投资者公司竞争环境日趋激烈和公司的超清播放机仍然存在很多不确定性因素。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	673.66	818.70	1043.37	1373.68
现金	543.35	563.65	603.10	645.32
应收账款	69.80	127.29	225.95	380.22
其它应收款	2.65	5.15	7.58	11.84
预付账款	54.21	112.79	189.19	303.40
存货	3.65	9.82	17.55	32.91
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	357.96	359.42	352.05	342.05
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	140.60	130.21	110.91	90.34
无形资产	214.36	225.33	234.31	240.11
其他	3.00	3.88	6.83	11.60
资产总计	1031.62	1178.12	1395.42	1715.73
流动负债	92.96	145.17	198.41	275.47
短期借款	70.00	70.00	70.00	70.00
应付账款	15.10	33.73	59.19	96.12
其他	7.86	41.44	69.22	109.35
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	92.96	136.27	176.71	275.47
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	724.38	724.38	724.38	724.38
留存收益	114.28	188.07	372.63	615.89
归属母公司股东权益	938.66	1041.85	1218.71	1440.27
负债和股东权益	1031.62	1178.12	1395.42	1715.73

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	65.49	203.58	224.07	240.60
净利润	70.10	132.44	205.08	304.07
折旧摊销	52.12	149.62	149.62	149.62
财务费用	4.58	-1.23	-3.21	-4.11
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-62.81	-102.61	-153.91	-240.15
其它	1.50	25.36	26.49	31.17
投资活动现金流	-263.48	0.00	0.00	0.00
资本支出	-265.38	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.90	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	707.79	-17.26	-29.43	-45.29
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	707.79	-17.26	-29.43	-45.29
现金净增加额	509.79	186.32	194.64	195.31

利润表 单位：百万元

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	238.26	467.81	750.17	1183.75
营业成本	80.21	162.61	267.53	423.15
营业税金及附加	10.16	20.23	32.21	52.27
营业费用	57.92	110.07	177.21	300.94
管理费用	11.60	22.85	37.44	58.19
财务费用	3.71	-1.23	-3.21	-4.11
资产减值损失	1.72	1.00	1.00	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	72.93	152.28	237.99	351.31
营业外收入	2.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	74.84	152.28	237.99	351.31
所得税	4.74	19.84	32.91	47.24
净利润	70.10	132.44	205.08	304.07
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	70.10	132.44	205.08	304.07
EBITDA	130.67	306.17	391.88	505.20
EPS（元）	0.32	0.60	0.93	1.38

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	63.49%	96.34%	60.36%	57.80%
营业利润	53.80%	108.80%	56.28%	47.62%
归属于母公司净利润	57.63%	88.93%	54.85%	48.27%
获利能力				
毛利率	66.34%	65.24%	64.34%	64.25%
净利率	29.42%	28.31%	27.34%	25.69%
ROE	7.47%	12.71%	16.83%	21.11%
偿债能力				
资产负债率	9.01%	11.57%	12.66%	16.06%
净负债比率	-50.43%	-47.79%	-44.54%	-39.95%
流动比率	7.25	5.64	5.26	4.99
速动比率	7.21	5.57	5.17	4.87
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.42	0.58	0.76
应收账款周转率	5.28	4.75	4.25	3.91
应付账款周转率	24.03	19.16	16.15	15.24
每股指标（元）				
每股收益（最新摊薄）	0.32	0.60	0.93	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.93	1.02	1.09
每股净资产(最新摊薄)	4.27	4.74	5.54	6.55
估值比率				
P/E	72.65	38.46	24.83	16.75
P/B	5.43	4.89	4.18	3.54
EV/EBITDA	37.31	15.79	12.23	10.63

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话：010-68790997

传真：010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话：0755-82878221

传真：0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。