

乐视 TV 云视频超清机或将正式商用

民生精品---点评报告/传媒行业

2012年01月11日

一、事件概述

近期,乐视网公司发布与央视国际战略合作暨重大合同公告,双方就互联网电视业务等相关事宜达成一致。

二、分析与判断

▶ 在181号文要求下,双方合作推动互联网电视业务发展符合市场预期,“乐视TV云视频超清机”或将正式商用

1、2011年10月28日,国家广电总局办公厅制定下发了《持有互联网电视牌照机构运营管理要求》的通知(181号文件),旨在疏导与规范互联网机顶盒产业的发展。181号文规定:“互联网电视集成机构所选择合作的互联网电视终端产品,只能唯一连接互联网电视集成平台,终端产品不得有其他访问互联网的通道,不得与网络运营企业的相关管理系统、数据库进行连接”。这意味着,现有互联网电视机顶盒厂商若要开展业务,必须与央视国际(CNTV)、百视通、华数、湖南广电、南方传媒、中国国际广播电台、中央人民广播电台等七家集成平台商展开合作,对接其内容。

2、此次乐视网与央视合作符合广电总局181号文件精神,同时也意味着公司将拥有“合法”身份正式在国内开展“乐视TV云视频超清机”商用业务。公司在实现与央视国际的合作对接后,其内容将会放到央视国际的集成播控平台;除了将内容交于央视国际播控平台端监管,双方合作的互联网电视机顶盒终端产品将会严格执行端到端可控政策。需要注意的是,公司的“乐视TV云视频超清机”技术实现方式及运营模式或将随之变化,此前“云视频超清机”可与公司后台版权视频库直接连接。

3、根据公告,乐视网将在上海、杭州、长沙三个首批三网融合试点城市开展互联网电视机顶盒业务,并将进一步按照政策指引在其他试点地区进行有计划地投放。我们认为,考虑上海为百视通大本营,公司的互联网机顶盒业务初期将在杭州、长沙两地获得更快推进。此前,公司已经与杭州华数展开合作,且CNTV联手华数成立IPTV运营公司“浙江爱上网络”,因此,杭州地区的业务开展会是公司发力重点。而长沙或“长株潭地区”也将是公司市场开拓的争夺重点,推进情况需视公司、CNTV与湖南广电之间的合作。后期不排除进入其他三网融合试点地区。

4、公司此举是乐视TV端事业的进一步深入。公司由单纯的“网络视频运营商”转型为“影视剧网络视频运营商、TV端智能娱乐方案解决与服务提供商”,且是“互联网电视机顶盒市场的领军者”。10月份,公司宣布成立乐视TV海外部,正式进军海外互联网电视市场,主要目标为7000万海外华人群体。公司通过三种方式为全球用户提供视频服务:一是销售该公司拥有自主知识产权的终端设备“乐视TV云视频超清机”;二是将乐视网TV版植入知名的机顶盒、媒体播放器、智能电视、平板电脑等产品中;三是与海外各运营商合作。我们认为,此次合作将形成国内、海外业务开拓的协同优势,同时规模优势能够有效降低机顶盒的消费门槛。

▶ “乐视TV云视频超清机”将是一种颠覆性创新产品,提供了存量电视机上网解决方案,创新了消费模式

1、国内存量电视机规模约为4.6~5.0亿台,大部分均不能实现直接接入互联网。我们认为,乐视TV云视频超清机是一种颠覆性创新产品,提供了存量电视机上网解决方案,成本更低且简单易行,同时也能够创新用户消费模式。

2、年初,百视通携手联想在上海推出互联网电视机顶盒A30,是181号文后业界首次推出互联网电视机顶盒产品。而此前百视通曾发布计划,2012年将联合迈乐数码、上广电、创维等20多家互联网电视机顶盒厂商,在上海发放100万台互联网电视机顶盒。在三网融合第二批试点名单确定之后,央视国际必然会有相应的推广计划,

强烈推荐

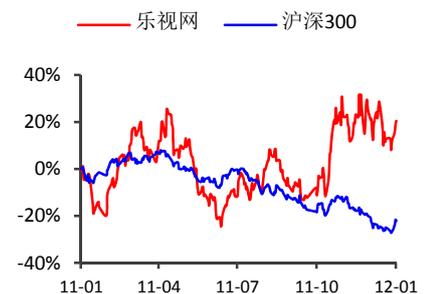
维持评级

合理估值:
40元

交易数据(2012-01-12)

收盘价(元)	30.31
近12个月最高/最低	35.08/18.70
总股本(百万股)	220.00
流通股本(百万股)	55.00
流通股比例%	25.00
总市值(亿元)	66.68
流通市值(亿元)	16.67

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师: 李锋

执业证书编号: S0100511010001

联系人: 郑平

电话: (8610)8512 7645

Email: zhengping@mszq.com

相关研究

- 《“野蛮生长”带来公司业绩高速增长》2011.12.28
- 《开源节流,各取所需,合作双赢》2011.10.19
- 《业绩基本符合预期,发展逻辑愈加清晰》2011.10.11
- 《高行权价格彰显公司经营信心》2011.09.16
- 《收购东阳九天7.5%股权,昂首进入上游内容制作领域》2011.08.08

以抗衡百视通。因此，我们判断，在各方利益博弈推动下，公司的云视频超清机最快会于3月份推向市场。

丰富的网络视频版权仍是公司未来几年的核心竞争能力

1、当前，乐视网拥有的影视剧总数量、热播剧覆盖率远超竞争对手。根据公告，公司预先锁定了2012年热播影视剧独家网络版的50%~60%以及2013年热播影视剧独家网络版的40%~50%。

2、我们认为，丰富的网络视频版权仍是公司未来几年的核心竞争能力。(1)随着版权价格的上涨，公司投资2.45亿元储备的独家网络版权可为公司贡献可观的版权分销收入；(2)公司已采购未上线的独家网络版权影视剧高达209部，超过6000集，在实现“大剧、大片全覆盖”的同时，公司凭借热播影视剧的“大剧独播”营销战略(100部)，可实现充分的差异化竞争，从而从流量中获取广告收入。同时依靠“乐视+土豆”、“土豆+新浪”的联姻关系，公司已经跻身目前“门户+视频”新型竞争前列。实际上，根据艾瑞咨询数据，乐视网2011年日均有效浏览时间位居行业前四，已与优酷、土豆、奇艺等视频网站共列视频行业第一阵营。

三、盈利预测与投资建议

鉴于TV云视频超清机正式商用的时间尚未确定，我们小幅调整公司2012~2013年盈利预测。预计2011~2013年EPS分别为0.61元、1.00元和1.54元，当前股价对应2011~2013年PE为50X、30X、23X。我们对公司维持“强烈推荐”评级，此次上调公司目标价至40元。公司股价近期有望挑战前期35元高点，建议投资者积极关注。

四、风险提示：

1、宏观经济下滑；2、云视频超清机商用时间具有不确定性；3、影视网络盗版行为打击不力；4、其他视频网站、IPTV及有线电视运营商等竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	238	475	754	1,139
增长率(%)	63.49	99.26	58.75	51.08
归属母公司股东净利润(百万元)	70	134	220	339
增长率(%)	57.63	90.68	64.33	54.20
每股收益(元)	0.32	0.61	1.00	1.54
PE	94.72	49.89	30.36	19.69
PB	7.10	5.59	4.72	3.81

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	238	475	754	1,139
减：营业成本	80	185	286	433
营业税金及附加	10	21	32	47
销售费用	58	93	143	211
管理费用	12	22	35	51
财务费用	4	0	(2)	(2)
资产减值损失	2	2	2	2
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	73	151	257	397
加：营业外收支净额	2	6	1	1
三、利润总额	75	157	258	398
减：所得税费用	5	24	39	60
四、净利润	70	134	220	339
归属于母公司的利润	70	134	220	339
五、基本每股收益 (元)	0.32	0.61	1.00	1.54

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	-	33.93	21.22	13.92
成长能力:				
营业收入同比	63.5%	99.3%	58.8%	51.1%
营业利润同比	53.8%	107.4%	70.2%	54.4%
净利润同比	57.6%	90.7%	64.3%	54.2%
营运能力:				
应收账款周转率	5.28	4.47	4.26	4.59
存货周转率	98.35	79.23	71.04	70.38
总资产周转率	0.38	0.44	0.61	0.74
盈利能力与收益质量:				
毛利率	66.3%	61.0%	62.0%	62.0%
净利率	29.4%	28.2%	29.1%	29.7%
总资产净利率 ROA	11.1%	12.5%	17.9%	22.1%
净资产收益率 ROE	12.5%	12.5%	16.9%	21.4%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	7.25	18.17	15.58	15.07
资产负债率	9.0%	3.4%	4.1%	4.7%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.61	1.00	1.54
每股经营现金流量	0.30	0.28	0.65	1.10
每股净资产	4.27	5.42	6.42	7.96

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	543	436	481	675
应收票据	0	0	0	0
应收账款	70	142	211	285
预付账款	54	95	151	228
其他应收款	3	7	11	17
存货	4	8	13	19
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	674	689	867	1,224
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	141	229	312	342
在建工程	0	0	0	0
无形资产	214	193	171	150
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	358	421	483	492
资产总计	1,032	1,110	1,350	1,716
短期借款	70	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	15	28	43	65
预收账款	2	5	7	11
其他应付款	1	1	1	1
应交税费	4	5	5	5
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	93	38	56	81
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	93	38	56	81
股本	100	220	220	220
资本公积	724	724	724	724
留存收益	114	248	468	806
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	939	1,192	1,412	1,751
负债和股东权益合计	1,032	1,230	1,468	1,832

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	65	63	143	242
投资活动现金流量	(263)	(100)	(100)	(50)
筹资活动现金流量	708	(70)	2	2
现金及等价物净增加	510	(107)	45	194

资料来源：民生证券研究所

分析师与行业专家简介

李锋，研究所所长。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	18616023421	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。