

## 嫁接 CNTV 平台，超清播放机将成为公司新的业绩增长点

### 投资要点:

#### 1、事件

乐视网发布公告，与 CNTV 签署战略合作协议，利用各自政策、内容、产品、技术及资源优势，合作推广互联网电视业务，合作期限 1 年。

#### 2. 我们的分析与判断

##### ■ 与 CNTV 合作，拿到超清播放机销售“通行证”

- 根据广电总局 181 号文的规定，互联网电视产业链上的厂商都必须与 7 家牌照商合作。通过与 CNTV 的合作，乐视网相当于获得销售“乐视云视频超清播放机”的通行证，公司将开始在上海、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（2010 年试商用），并将进一步按照政策指引在其他试点城市进行有计划投放；与此同时，公司持有的大量版权内容可以放入 CNTV 互联网电视平台，参与未来付费内容收益分成。

- CNTV 拥有中国最大的正版网络视频数据库，公司超清播放机嫁接 CNTV 的内容平台，无疑为随后的热销奠定基础。

##### ■ 公司“一云多屏”战略领先其它视频网站

- 先发优势：乐视网已经有成型的 TV 机顶盒和手机端产品，其它视频网站基本还没有开始，公司的超清播放机一旦投放三网融合试点地区，将具有独占市场的先发优势。

- 内容优势：根据 181 号文，互联网电视只能播放电视版权，乐视网所购买版权基本都包含互联网电视和手机电视版权，而其它视频网站购买的网络视频版权则无法在互联网电视播出。

##### ■ 互联网电视将成为公司新的业绩增长点

- 三网融合第二批试点开放 42 个城市，相比第一批 12 个城市进度已经明显加快，政策层面阻力不再，而电信光纤到户和宽带提速的战略为互联网电视的开展提供网络基础，从这两个因素看，互联网电视存在爆发的潜力（百事通计划 3 年做到 1000 万互联网电视用户）。

- 公司的收益来源主要包括超清播放机销售收入和 1 年免费期满后的月度内容服务费。相比之前 2000 元和 3000 元的价位，预计公司未来将会采用更加灵活的价格策略。

- 2010H1 公司试商用期间已经销售机顶盒 2788 台，在嫁接 CNTV 平台并获准在试点地区销售之后，我们预计 2012 年高清播放机销售规模有望达到 10-15 万台，2013 年达到 30-50 万台规模。

#### 3、估值、投资建议与主要风险

我们预计公司 11-12 年 EPS 分别为 0.59、0.97 元，对应 PE 分别为 48、29 倍，重申“推荐”评级。

主要风险：版权均价下跌。

## 乐视网 (300104.SZ)

**推荐** 维持评级

### 分析师

许耀文, CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020007

田洪港

☎: (8621) 2025 2607

✉: tianhonggang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511100003

孙津

☎: (8610) 6656 8846

✉: sunjin@chinastock.com.cn

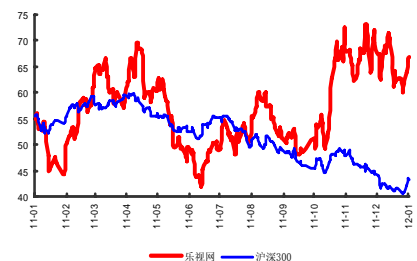
执业证书编号: S0130511120001

### 市场数据

时间 2011.01.12

A 股收盘价 (元)	30.31
A 股一年内最高价 (元)	54.29
A 股一年内最低价 (元)	17.10
上证指数	2276
市净率	4.6
总股本 (亿股)	2.2
实际流通 A 股 (万股)	8546
A 股总市值 (亿元)	66.68
A 股流通市值 (亿元)	25.9

### 近一年相对上证综指表现图



乐视网深度研究报告：三屏合一，抢占先机（2010.12）

乐视网深度研究报告：版权战略见成效，版权分销和网站流量“双丰收”（2012.01）

表 1: 主要财务指标

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	73.6	145.7	238.3	478.2	903.6	1350.0
EBITDA(百万元)	41.6	78.2	130.5	265.2	507.7	747.3
净利润(百万元)	30.3	44.5	70.1	129.5	212.4	350.1
摊薄 EPS(元)	0.51	0.59	0.70	0.59	0.97	1.59
PE(X)	59.6	51.1	43.2	51.5	31.4	19.0
EV/EBITDA(X)	42.4	29.1	19.6	25.4	13.9	9.3
PB(X)	12.6	12.2	3.2	6.3	5.4	4.3
ROIC	37.6%	32.7%	22.3%	16.9%	17.5%	21.9%
总资产周转率	0.69	0.76	0.38	0.41	0.57	0.65

资料来源: 中国银河证券研究部

图 1: 乐视云 TV



资料来源: 中国银河证券研究部

## 1、央视国际介绍

央视国际网络有限公司成立于2006年4月28日,是中央电视台网络新媒体业务的平台,是对中央电视台以电视节目为主的各类信息进行网络传播和推广的独家授权机构,拥有国家主管部门颁发的信息网络转播全业务资质,包括网络电视、手机电视、IP电视、公交移动电视等。

央视国际是国家网络广播电视播出机构,拥有覆盖全球的视频分发网络。作为国家级新媒体传播平台,CNTV拥有中国最大的正版网络视频数据库,拥有累计时长37万小时的视频以及75万集影视剧;是中国产量最大的网络视频生产机构,每天可制作总长1000小时,总量超过9000条的视频;也是中国最大的网络电视直播及电视节目点播平台,提供141路电视频道的网上直播,1472个电视栏目的点播节目,通过互联网电视机顶盒用户可以收看到央视各类电视节目、体育赛事、影视剧、纪录片、动画片等50多个大类的节目内容,并享有2012年伦敦奥运会的所有赛事的独家视频直播和点播权利。

## 2、合作的主要内容

(1) 双方利用各自政策、内容、产品、技术及资源优势，合作推广互联网电视业务。

(2) 甲方作为互联网电视牌照的拥有方，负责互联网电视业务的整体运营和管理。甲方提供符合广电总局政策要求的内容分发平台和播出控制平台，将甲方自有提供的和组织集成第三方的节目内容以音视频点播、回放及其他互动应用、增值服务等方式向用户提供服务。

(3) 乙方作为互联网电视及相关产品视听内容及平台的责任方，作为乐视TV云视频超清机的终端研发、生产、运营和服务方，负责向甲方提供互联网电视视听内容及相关产品，由甲方进行播控审核，由乙方提供项目合作中的CDN分发资源。

表 2: 乐视网报表预测

资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	543.4	129.1	180.7	270.0	营业收入	238.3	478.2	903.6	1350.0
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	80.2	170.6	352.1	500.5
应收账款	69.8	111.2	230.8	280.1	营业税金及附加	10.2	20.1	38.0	56.7
预付款项	54.2	148.5	306.4	435.5	销售费用	57.9	95.6	180.7	270.0
其他应收款	2.6	5.3	10.0	15.0	管理费用	11.6	23.9	45.2	67.5
存货	3.7	15.0	23.5	31.3	财务费用	3.7	5.5	28.1	26.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.7	3.5	6.5	9.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	140.6	134.3	148.2	150.1	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	72.9	159.0	253.0	418.9
无形资产	214.4	755.3	985.3	1055.4	营业外收支净额	1.9	3.0	3.0	3.0
长期待摊费用	0.0	3.0	6.0	9.0	税前利润	74.8	162.0	256.0	421.9
资产总计	1031.6	1301.7	1891.0	2246.5	减: 所得税	4.7	32.4	43.5	71.7
短期借款	70.0	196.6	548.7	548.9	净利润	70.1	129.6	212.5	350.2
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	70.1	129.5	212.4	350.1
应付账款	15.1	32.7	67.5	96.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.1
预收款项	2.1	12.5	23.6	35.3	基本每股收益	0.70	0.59	0.97	1.59
应付职工薪酬	1.0	1.0	1.0	1.0	稀释每股收益	0.70	0.59	0.97	1.59
应交税费	4.2	4.2	4.2	4.2	财务指标	2010E	2011E	2012E	2013E
其他应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长性				
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	63.5%	100.7%	89.0%	49.4%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	50.6%	114.4%	71.3%	58.3%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	57.6%	84.8%	64.0%	64.8%
负债合计	93.0	246.9	645.0	685.2	盈利性				
股东权益合计	938.7	1054.8	1246.0	1561.2	销售毛利率	66.3%	64.3%	61.0%	62.9%
现金流量表 (百万元)	2010E	2011E	2012E	2013E	销售净利率	29.4%	27.1%	23.5%	25.9%
净利润	70	130	212	350	ROE	12.5%	13.0%	18.5%	24.9%
折旧与摊销	52	97	220	292	ROIC	22.28%	16.93%	17.45%	21.88%
经营活动现金流	65	112	216	518	估值倍数				
投资活动现金流	-263	-667	-467	-367	PE	40.2	47.9	29.2	17.7
融资活动现金流	708	108	303	-62	P/S	11.8	13.0	6.9	4.6
现金净变动	510	-448	52	89	P/B	3.0	5.9	5.0	4.0
期初现金余额	34	543	129	181	股息收益率	0.5%	0.2%	0.3%	0.6%
期末现金余额	543	96	181	270	EV/EBITDA	18.0	23.6	12.9	8.7

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**许耀文，CFA、田洪港，传媒行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司 研究部**

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

**机构请致电：**

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao\_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn