

分析师： 刘俊 (8627)65799532 liujun@cjsc.com.cn
联系人： 邓颖 (8627) 65799814 dengying1@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120002

对外投资点评：向上游延伸，降低内容成本

事件描述

乐视网 8 月 6 日晚发布对外投资公告，主要内容为：

- 公司拟以现金 2,000 万元对东阳九天影视传播有限公司进行投资，其中 81.08 万元作为注册资本投入，以取得公司 7.5% 的股权，剩余 1918.92 万元作为资本公积金投入标的公司。
- 东阳九天 2011 至 2013 年净利润预期为 2500 万元、5500 万元、7800 万元，预计 2011 至 2013 年将分别增厚公司 EPS 0.0085 元、0.0188 元、0.0266 元。

投资东阳九天有助于降低公司的内容采购成本，扩大版权分销业务，为进一步发展自制剧、独播剧等上游延伸创造条件。今年 2 月公司曾以每部 1000 万元的价格参投东阳狂欢者影视文化有限公司的 4 部电视剧。此次直接投资制作企业有助于强化项目风险控制，提高投资效率。预计公司 2011 至 2013 年 EPS 分别为 0.58 元、0.84 元、1.09 元，具有良好成长性，维持推荐评级。

事件评论

一、整合上游产业链，控制版权支出

近年公司版权采购支出持续扩大，导致今年以来现金大量净流出；截至 6 月 30 日，公司现金余额为 3.14 亿元，未来或难延续现有版权采购规模。由于内容采购是公司主营业务发展的刚性需求，因此通过参投制作整合上游产业链、控制采购成本成为公司的必然选择。

表 1：乐视近 5 年版权采购数量与金额

版权采购指标	2007	2008	2009	2010	2011H1
电影（部）	72	55	2109	6	42
电影采购金额（万）	126	327	2925	940	680
电视剧（部）	114	219	1154	31	62
电视剧采购金额（万）	198	407	1868	6560	18477
独家版权（部）	35	42	60	37	104
独家版权采购金额（万）	49	444	2864	7500	19157
合计版权采购支出（万）	324	734	4793	7500	24157
网络视频版权分销收入（万）	5	341	1269	5302	11754
当年内分销比重（%）	2%	46%	26%	71%	70%（预测值）
版权支出/营收	9%	10%	33%	31%	55%（预测值）

版权摊销/营收

0%

0%

7%

10%

10% (预测值)

资料来源：公司公告，长江证券研究部

此次投资直接以上游制作公司为标的，相对于公司今年 2 月以每部 1000 万元参投 4 部电视剧的单一项目模式更利于强化风险控制，提高投资效率。

由表 2 可见，公司片库中 2009 年以后出品的内容占比高于优酷，新片占比较高。相对于电影，公司在电视剧资源领域具有比较优势，2010 年国产热门剧集覆盖率达到 70%。此次投资有助于强化公司在国产电视剧领域的资源优势，预计公司未来或以最大最全的国产电视剧网上平台为差异化竞争特色。

表 2：乐视与优酷内容资源构成对比

出品 时间	乐视电视剧		优酷电视剧		乐视电影		优酷电影	
	部数	占比	部数	占比	部数	占比	部数	占比
2011	182	10%	161	6%	50	4%	38	2%
2010	295	17%	321	11%	96	8%	131	6%
2009	285	16%	363	13%	75	6%	98	5%
2008	243	14%	376	13%	—	—	121	6%
2007	135	8%	310	11%	53	4%	157	7%
2006	119	7%	247	9%	72	6%	139	6%
2005	108	6%	174	6%	42	3%	119	6%
2004	94	5%	189	7%	46	4%	135	6%
2003	74	4%	159	6%	12	1%	119	6%
2002	50	3%	79	3%	18	1%	82	4%
更早	153	9%	457	16%	766	62%	1024	47%
合计	1738	100%	2836	100%	1230	100%	2163	100%

资料来源：公司主页，长江证券研究部

二、上游延伸有助于深化广告业务

公司现有广告业务形式相对单一，品牌特质有待强化。上游延伸对公司广告业务的提振作用表现在：

- 发展以公司为主导的定制剧、自制剧，提升播出剧目与公司品牌特点的契合度，强化公司的品牌特色和品牌价值；
- 通过企业定制剧开拓植入广告等深度广告形式，提高广告利润率。由于企业在广告投放时追求自身品牌内涵与剧集内容的有机契合，全方位广告植入的企业定制剧近年来大行其道，如科鲁兹与优酷合作的《十一度青春》系列剧、三星手机与新浪网合作的《四夜奇谈》系列剧。公司 2010 年 8 月曾联合优酷组合影视传媒推出自制短剧《两个女孩的那些事》（每集 9 分钟，共 30 集），深度植入 CC&DD 平价时装品牌。投资东阳九天使公司未来有条件进一步探索企业定制剧。
- 借定制剧、自制剧吸引用户访问，通过提升 PV，独立访问用户数等指标提升网站整体广告价值。

三、投资评级与风险提示

综合上述分析及我们对公司的跟踪研究，预计公司未来版权采购成本将趋于下降，广告发布收入保持较快增长，2011 至 2013 年 EPS 分别 0.58 元、0.84 元、1.09 元。公司具有良好成长性，维持推荐评级。

公司盈利未来的风险点主要在于平均采购成本没有如期下降，而是持续上升，而观众兴趣点的转变可能导致分销收入低于预期。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	238	526	745	1007	货币资金	543	312	372	579
营业成本	80	205	298	403	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	158	321	447	604	应收账款	72	123	147	181
% 营业收入	66.3%	61.0%	60.0%	60.0%	存货	4	10	14	19
营业税金及附加	10	22	32	43	预付账款	54	141	206	279
% 营业收入	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	58	121	171	232	流动资产合计	674	586	740	1057
% 营业收入	24.3%	23.0%	23.0%	23.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	12	26	37	50	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	0	20	20	20
财务费用	4	0	-1	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.6%	0.0%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	730	772	746	661
资产减值损失	2	2	1	1	无形资产	214	326	369	355
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	2	4	6	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	73	151	211	286	其他非流动资产	-587	-587	-587	-587
% 营业收入	30.6%	28.7%	28.3%	28.4%	资产总计	1032	1118	1288	1506
营业外收支	2	4	14	7	短期贷款	70	0	0	0
利润总额	75	155	226	293	应付款项	15	29	35	42
% 营业收入	31.4%	29.4%	30.3%	29.1%	预收账款	2	5	7	10
所得税费用	5	28	41	53	应付职工薪酬	1	2	4	5
净利润	70	127	185	240	应交税费	4	14	20	27
归属于母公司所有者的	70.1	127.1	185.0	240.2	其他流动负债	1	1	2	3
净利润					流动负债合计	93	53	68	87
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	19	16	11
EPS (元/股)	0.32	0.58	0.84	1.09	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	65	143	251	298	负债合计	93	71	84	98
取得投资收益收回现金	0	2	4	6	归属于母公司所有者权	939	1047	1204	1408
长期股权投资	0	-20	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	-140	-79	-24	股东权益	939	1047	1204	1408
固定资产投资	-263	-145	-87	-34	负债及股东权益	1032	1118	1288	1506
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-263	-304	-162	-53		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.319	0.578	0.841	1.092
股权融资	685	0	0	0	BVPS	4.27	4.76	5.47	6.40
银行贷款增加(减少)	30	-51	-3	-4	PE	14.78	8.16	5.60	4.31
筹资成本	4	-19	-27	-34	PEG	0.29	0.16	0.11	0.09
其他	-12	0	0	0	PB	1.10	0.99	0.86	0.74
筹资活动现金流净额	708	-70	-30	-38	EV/EBITDA	4.37	2.63	1.89	1.06
现金净流量	510	-231	60	207	ROE	7.5%	12.1%	15.4%	17.1%

分析师介绍

刘俊，武汉大学经济学硕士，2004 年加入长江证券研究部，具有 7 年研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。