

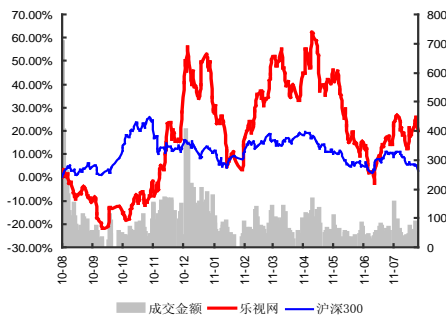
公告点评

传媒行业

2011年8月8日

评级：推荐（维持）

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：何冰冰

执业证书编号：S0590210040004

联系人：

顾佳

电话：0510-82833337

Email: gujia@glsc.com.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。

参股东阳九天，分摊版权价格快速上涨风险

乐视网（300104）对外投资公告点评

事件：公司于2011年8月5日发布公告，公司2011年8月4日与游建鸣等签订《增资协议书》，拟以现金2000万对东阳九天影视公司进行增资，其中81.08万元作为注册资本投入，取得公司7.5%的股权，余下1918.92万元作为资本公积金投入公司。

点评：

- **收购 PE 比较合理。**此次公司收购的东阳九天，主要从事影视剧的制作与发行，制作发行了连续剧《敌营十八年》、《虎胆雄心》、《喋血边城》、《白狼》、《密杀名单》，电影《倩女幽魂》等。如果按照收购公司承诺的2011年税后净利润为2500万计算，此次收购的PE约为10.7倍，按照我们的统计，A股市场上华谊兄弟2011年的估值为49倍，华策影视为34倍，光线传媒为49倍，所以此次收购价格比较合理。
- **投资收益，版权购买相得益彰。**公司此次收购东阳九天，一方面是由于近一年来影视剧网络版权价格持续升高，其中搜狐视频已经花了3000万购买了《新还珠格格》网络独家版权，而《新水浒传》则是被盛世骄阳高价取得，在网络独家版权价格日益高涨的今天，通过参股获得一些热门影视的版权，也成了公司的必然之举；另一方面，随着影视类公司上市热潮渐盛，一旦东阳九天未来上市，也会获得不菲的投资收益。
- **建议评级：**我们上调公司盈利预测，预测公司2011年、2012年和2013年的EPS分别为0.60、0.93和1.38，对应现在市盈率为39倍、25倍和17倍，仍然处于传媒行业的中高位，但公司作为A股市场唯一的网络视频标的，我们继续维持对公司长期“推荐”评级。但提示投资者公司八月份小非解禁和近期网络版权价格日益高涨对公司的不利影响。

图表 1: 2011 ~ 2013 年东阳九天盈利预测

2011 年 ~ 2013 年东阳九天盈利预测			
	2011 年	2012 年	2013 年
营业收入 (万元)	11000	22000	35000
净利润 (万元)	2500	5500	7800

数据来源: 国联证券研究所 公司公告

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	673.66	818.70	1043.37	1373.68	营业收入	238.26	467.81	750.17	1183.75
现金	543.35	563.65	603.10	645.32	营业成本	80.21	162.61	267.53	423.15
应收账款	69.80	127.29	225.95	380.22	营业税金及附加	10.16	20.23	32.21	52.27
其它应收款	2.65	5.15	7.58	11.84	营业费用	57.92	110.07	177.21	300.94
预付账款	54.21	112.79	189.19	303.40	管理费用	11.60	22.85	37.44	58.19
存货	3.65	9.82	17.55	32.91	财务费用	3.71	-1.23	-3.21	-4.11
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	1.72	1.00	1.00	2.00
非流动资产	357.96	359.42	352.05	342.05	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	140.60	130.21	110.91	90.34	营业利润	72.93	152.28	237.99	351.31
无形资产	214.36	225.33	234.31	240.11	营业外收入	2.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.00	3.88	6.83	11.60	营业外支出	0.09	0.00	0.00	0.00
资产总计	1031.62	1178.12	1395.42	1715.73	利润总额	74.84	152.28	237.99	351.31
流动负债	92.96	145.17	198.41	275.47	所得税	4.74	19.84	32.91	47.24
短期借款	70.00	70.00	70.00	70.00	净利润	70.10	132.44	205.08	304.07
应付账款	15.10	33.73	59.19	96.12	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.86	41.44	69.22	109.35	归属母公司净利润	70.10	132.44	205.08	304.07
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	130.67	306.17	391.88	505.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.32	0.60	0.93	1.38
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债合计	92.96	136.27	176.71	275.47	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	成长能力				
资本公积	724.38	724.38	724.38	724.38	营业收入	63.49%	96.34%	60.36%	57.80%
留存收益	114.28	188.07	372.63	615.89	营业利润	53.80%	108.80%	56.28%	47.62%
归属母公司股东权益	938.66	1041.85	1218.71	1440.27	归属于母公司净利润	57.63%	88.93%	54.85%	48.27%
负债和股东权益	1031.62	1178.12	1395.42	1715.73	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%
现金流量表					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	73.44	38.87	25.10	16.93
					P/B	5.48	4.94	4.22	3.57
					EV/EBITDA	37.31	15.79	12.23	10.63
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					

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

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。