

2012-9-20

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

乐视网 (300104)

最后一块屏幕的颠覆

分析师: 陈志坚

 (8627)65799506

 chenzy@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120018

联系人: 肖乐乐

 (8621)65799511

 xiaoll@cjsc.com

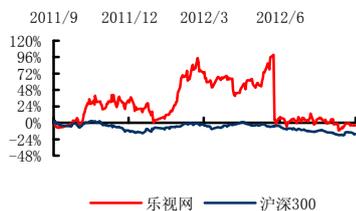
执业证书编号: S0490512020003

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《2012 中报点评: 业绩符合预期, 广告业务强势崛起》2012-8-22

《2012 年广告与终端业务或迎来高增长—调研纪要》2012-2-7

《乐视网: 拓展内容变现机制, 未来成长可期》2011-10-21

报告要点

■ 事件描述

9月19日,乐视网召开新闻发布会宣布进军电视机市场,并将推出乐视TV超级电视。同时,乐视网发布公告,董事会审议通过了关于公司《进军电视机市场,推出自主品牌电视机的议案》,公司将通过控股子公司乐视致新电子科技(天津)有限公司开展乐视TV相关的产品研发、设计、运营及销售等互联网电视业务,12个月内对乐视致新增资不低于1亿元,未来9个月内完成产品推向市场,1-2年内,项目投资额约为5-15亿元。

■ 事件评论

- “平台+内容+终端+应用”的全产业链体系日趋完善,实现对PC、pad、手机、电视屏的多屏覆盖:乐视网将与乐视tv业务相关的资产及部分现金注入乐视致新,乐视致新成为乐视在互联网电视领域的战略执行者,乐视在原有覆盖pc、pad、手机屏的基础上,通过推出互联网电视,完成了在“平台+内容+终端+应用”的全产业链体系下对最后一块屏幕的覆盖,为一云多屏奠定了基础。
- 乐视互联网电视的出现将会使乐视网的版权内容资源优势呈现出放大效应。在内容端,乐视网建立了行业最全的影视剧版权库,拥有90000集电视剧、5000部电影的网络版权,并通过“乐视自制”和乐视影业,为乐视网提供了丰富的内容支持,互联网电视将成为内容资源新的播放窗口,实现内容资源优势的放大效应。
- 互联网电视有望成为新的利润增长点,缓解版权分销业务的压力:版权购买成本的上升、较大的基数、版权费用摊销规模和宽带资源成本的快速上涨限制了公司未来的增长速度,互联网电视拥有“硬件收入+内容收入+应用分成+终端广告”四重收入来源,有望成为新的业绩支撑,缓解版权分销的压力。
- 投资建议:我们预计公司2012年、2013年、2014年的EPS分别为0.54元、0.75元、1.08元,当前股价对应2012年、2013年、2014年PE分别为42倍、30倍、21倍,维持“推荐”评级。

“平台+内容+终端+应用”的全产业链体系日趋完善

乐视网 8 月 22 日发布公告拟以与乐视 TV 相关的资产和 169.38 万元现金作为出资，乐视控股以现金 2828 向控股子公司乐视致新增资，通过乐视致新电子科技有限公司（天津）有限公司开展乐视 TV 相关的产品研发、设计、运营及销售等互联网电视业务。增资完成后，乐视致新股权结构如下：

表 1：网络视频免费服务成本增加（万元）

股东名称	出资额（人民币/万元）	比例（%）
乐视网信息技术（北京）股份有限公司	7272	72
乐视控股（北京）有限公司	2828	28
合计	10100	100

资料来源：公司公告，长江证券研究部

9 月 19 日发布公告称 12 个月内对乐视致新增资不低于 1 亿元，并将于未来 9 个月内完成产品推向市场，包括后台的完善，技术的对接和产品的测试升级，1-2 年内，项目投资额约为 5-15 亿元，前期以乐视致新的自由资金为主，后期将会以乐视致新为主体进行银行融资或引入包括但不限于产业资金及战略投资方，进行深度资本合作等方式，实现后续资金投入。

乐视致新成为乐视在互联网电视领域的执行者，乐视云视频开放平台在规模和技术方面均居于行业领先地位，并在高品质内容服务保障及多屏融合互动等方面拥有多项专利技术，通过构建中国第一的 TV 应用开放平台——Letv store，在原有覆盖的 pc、pad、手机屏的基础上，完成了在“平台+内容+终端+应用”的全产业链体系下对最后一块电视屏幕的覆盖，为一云多屏的奠定了基础。

乐视将携颠覆性的商业模式、盈利模式和营销模式，进军电视产业：

- 颠覆性的商业模式。乐视依托自主建立并不断完善的产业链布局，打破传统电视硬件制造与销售的单一模式，颠覆为由打造开放云平台，提供最全内容、高性能的硬件和智能系统终端，基于大屏的第三方应用商店的全价值链模式，为用户提供高品质的互联网生活方式。
- 颠覆性的盈利模式。传统电视机厂商只能通过硬件销售盈利，而乐视模式下的超级电视，则拥有“硬件收入+内容收入+应用分成+终端广告”四重收入来源。这也为乐视 TV 超级电视在销售价格上实现高性价比，提供了强有力的支撑。
- 颠覆性的营销模式。乐视打破电视机行业的传统家电营销模式，摒弃传统家电“大电视广告+大卖场覆盖+大规模促销”的低效做法，以乐视对互联网的经验与理解，创建全新的互联网营销新模式：社会化营销+视频营销，社会化营销将做到针对性更强，扩散更高效；视频营销更具冲击力与展现力，更生动的影响受众。

版权内容资源优势呈现放大效应

在内容端，乐视网建立了行业最全的影视剧版权库，拥有 90000 集电视剧、5000 部电影的网络版权：

- 半年报中表示“已经分别囊括 2012~2013 年热播影视剧 60%以上和 40%-50%以上的独家网络版权”；
- 自制剧《黑道风云-东北二十年》和《女人帮·妞儿》上线后点击量均已突破 2 亿；
- 乐视影业在未来每年也将通过合拍、自制为乐视网提供 20~30 部电影大片版权；
- 乐视网宣布将于今年下半年发力体育视频

上述一系列版权内容资源的建设措施均为乐视网提供了丰富的内容支持，互联网电视将成为内容资源继 pc、pad、手机之后新的播放窗口，实现内容资源优势的放大效应。

互联网电视有望成为新的利润增长点

公司半年报中披露，上半年版权分销收入尽管仍然取得了 176% 的增长，达到 3.2 亿，但随着 2010、2011 年互联网视频网站对版权资源的非理性购买，版权价格大幅上涨，乐视网版权购买的成本已经出现大幅度的上升，在目前互联网视频网站联合购买版权并且加大自制内容投入等方式降低对热门影视剧依赖程度的情况下，网络视频版权价格将进一步回归理性，版权分销在目前的规模下，未来的增长将趋于平稳。

视频网站在“大剧独播、有限分销”的策略下，用户规模和投放广告客户数量上升较快，增速明显，但版权价格上升、版权费用摊销及网络带宽等成本也出现了明显的上涨。

表 1：网络视频免费服务成本增加（百万元）

构成	2012H1	比例 (%)	2011H1	比例 (%)	较上年增长 (%)
CDN及带宽费	100	31.3	16	19.1	509.6
摊提费用	164	51.1	49	56.7	235.2
广告费用	12	3.8	4	4.1	240.5
播放机	7	2.1	1	1.6	383.5
其他	38	11.8	16	18.5	138.2
合计	321	100	86	100	272.2

资料来源：公司公告，长江证券研究部

云视频超清机目前仅在上海、杭州、长沙三个三网融合支点进行销售，但由于价格较高，目前的销售情况并不理想。

在此情况下，互联网电视“硬件收入+内容收入+应用分成+终端广告”四重收入来源将成为乐视网未来新的利润增长点，有效的缓解版权分销增速下滑和成本快速上升带来的压力。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	599	1310	1890	2693	货币资金	133	131	189	269
营业成本	275	639	930	1328	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	323	671	960	1365	应收账款	183	401	578	824
%营业收入	54.0%	51.2%	50.8%	50.7%	存货	5	13	18	26
营业税金及附加	30	66	95	135	预付账款	301	705	1027	1467
%营业收入	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	其他流动资产	40	87	126	180
销售费用	96	211	304	434	流动资产合计	664	1340	1943	2772
%营业收入	16.1%	16.1%	16.1%	16.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	31	67	96	137	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	长期股权投资	20	40	40	40
财务费用	1	35	64	88	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	0.2%	2.7%	3.4%	3.3%	固定资产合计	141	141	145	155
资产减值损失	4	12	11	9	无形资产	886	1552	2151	2695
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	2	2	2
营业利润	161	280	390	563	其他非流动资产	61	61	61	61
%营业收入	27.0%	21.4%	20.6%	20.9%	资产总计	1774	3137	4343	5726
营业外收支	3	3	3	3	短期贷款	340	1079	1652	2141
利润总额	164	283	393	566	应付款项	237	555	808	1154
%营业收入	27.4%	21.6%	20.8%	21.0%	预收账款	15	33	47	67
所得税费用	33	57	80	115	应付职工薪酬	4	9	13	19
净利润	131	226	313	451	应交税费	41	80	113	163
归属于母公司所有者的净利润	131.1	225.6	312.8	451.1	其他流动负债	15	34	49	71
EPS (元/股)	0.31	0.54	0.75	1.08	流动负债合计	652	1789	2683	3614
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	65	65	65	65
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	147	131	372	510	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益收回现金	8	0	0	0	其他非流动负债	0	0	0	0
长期股权投资	0	-20	0	0	负债合计	717	1854	2748	3679
无形资产投资	0	-799	-799	-799	归属于母公司所有者权益	1056	1282	1595	2046
固定资产投资	-812	-18	-24	-32	少数股东权益	1	1	1	1
其他	-52	0	0	0	股东权益	1057	1283	1596	2047
投资活动现金流净额	-864	-837	-823	-831	负债及股东权益	1774	3137	4343	5726
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.314	0.540	0.748	1.079
银行贷款增加(减少)	335	739	573	489	BVPS	4.80	5.83	7.25	9.30
筹资成本	28	-35	-64	-88	PE	72.30	42.01	30.30	21.02
其他	-55	0	0	0	PEG	1.42	0.82	0.59	0.41
筹资活动现金流净额	307	704	508	401	PB	4.72	3.89	3.13	2.44
现金净流量	-410	-2	58	80	EV/EBITDA	29.84	22.73	16.46	12.30
					ROE	12.4%	17.6%	19.6%	22.0%

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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@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。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，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。