

视频广告拉动二次高增长，盒子业务估值市场有折价

投资要点:

1. 事件

乐视网今日发布年报业绩快报，2012年实现营业收入116,836.48万元，较去年同期增长95.20%；利润总额为22,863.08万元，较去年同期增长39.20%；净利润为19,494.50万元，较去年同期增长48.68%。同时，公司拟以4.18亿总股本为基数，每10股派发现金股利0.5元(含税)，同时公积金转增股本每10股转增9股。

2. 我们的分析与判断

(一)、视频广告拉动二次高增长，今年增速可能过100%

乐视网12年归属于上市公司股东的净利润为19,494.50万元，较去年同期增长48.68%，连续第三个年头保持高速增长。在2012年公司在行业内的核心竞争力越来越强，公司网站的流量、覆盖人数等各项关键指标继续稳健提升，已经稳居行业第一阵营。

公司紧紧抓住行业发展的有利时机，推动各主营业务快速发展，广告营收持续取得了大幅度增长，2012年第三、四季度，连续实现单季度收入过亿元，第四季度广告收入实现超过1.5亿元，且再次在各主营业务收入中占比超过40%。品牌广告主的数量由年初的60余家快速提升至近300家。

而今年春节期间视频网站流量反常上涨，外埠用户增长拐点出现的信号。这说明：1 网络视频改变了大量用户过年的视频观看习惯；2 二三线城市甚至农村的网络带宽环境已经逐步成熟。

2013年网络视频无论从用户渗透率，还是广告投放增长来看，都会是丰收的一年。我们预期乐视作为国内长视频网站领头羊，广告营收倍增可能性较大。

(二)、盒子业务未得到市场充分认同，存在估值折价

公司月中发布新型C1机顶盒，定价399。首批5万个，预定火爆，超过13万人参与了抢购。公司携内容与牌照授权，快速拓展到家庭娱乐中心电视上，通过盒子打通全视频产业链的战略，也被其他互联网巨头的反应所佐证。但是市场对乐视网机顶盒与超级电视业务看法褒贬不一，未有充分认同，同时政策管制风险的存在，使得市场对其该业务存在估值折价。

3. 估值、投资建议与主要风险

视频广告的快速增长，为公司业务奠定快速增长的基础。机顶盒与后续超级电视的推出则为公司业绩与估值带来更多弹性。

我们预计公司2012-2013EPS 0.47元和0.72元，同比分别增长54%和52%，对应PE50倍和32倍。

公司过去股权激励的表现，以及未来业绩增长的趋势，都使我们对公司股权激励的效果保有较大信心，我们重申长期“推荐”评级。

主要风险：OTT面临新的政策管制风险

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

鸣谢:

黄 驰

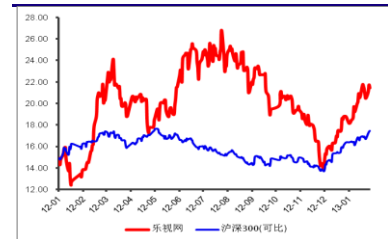
☎: (8610) 6656 8865

✉: huangchi@chinastock.com.cn

市场数据 时间 2013.02.25

A股收盘价(元)	23.77
A股一年内最高价(元)	27.30
A股一年内最低价(元)	11.74
上证指数	2313.22
市净率	8.59
总股本(亿股)	4.18
实际流通A股(万股)	1.62
A股总市值(亿元)	99.36
A股流通市值(亿元)	38.50

乐视网与沪深300指数股价走势图



乐视网点评：布局智能电视具有长期战略意义(2012.09.23)

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”(2012.01.08)

乐视网深度研究报告：三屏合一，抢占先机(2010.10.06)

表 1: 三大报表预测

资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E
货币资金	543.4	153.2	224.3	352.5	营业收入	238.3	598.6	1121.4	1762.6
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	80.2	275.1	692.5	1061.7
应收账款	69.8	156.7	267.7	399.4	营业税金及附加	10.2	30.0	56.1	88.1
预付款项	54.2	239.4	602.6	923.8	销售费用	57.9	96.3	100.9	158.6
其他应收款	2.6	6.7	12.5	19.6	管理费用	11.6	30.5	57.2	89.9
存货	3.7	26.5	49.4	67.0	财务费用	3.7	1.4	0.0	0.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.7	3.9	7.4	11.6
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	165.6	202.8	235.1	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	161.4	207.3	352.7
无形资产	214.4	921.7	1259.4	1302.5	营业外收支净额	1.9	2.9	24.7	3.0
长期待摊费用	0.0	3.0	6.0	9.0	税前利润	74.8	164.2	232.1	355.7
资产总计	1031.6	1672.7	2624.6	3308.9	减: 所得税	4.7	33.4	34.8	53.4
短期借款	70.0	506.4	1187.0	1511.6	净利润	70.1	130.9	197.3	302.3
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司的净利润	70.1	131.1	197.3	302.3
应付账款	15.1	52.8	132.8	203.6	少数股东损益	0.0	-0.2	0.0	0.0
预收款项	2.1	15.6	29.3	46.0	基本每股收益	0.17	0.31	0.47	0.72
应付职工薪酬	1.0	1.0	1.0	1.0	稀释每股收益	0.70	0.60	0.47	0.72
应交税费	4.2	4.2	4.2	4.2	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E
其他应付款	0.6	0.6	0.6	0.6	成长性				
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	63.5%	151.2%	87.4%	57.2%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	50.6%	112.7%	28.8%	69.7%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	57.6%	87.0%	50.5%	53.3%
负债合计	93.0	580.5	1354.8	1767.0	盈利性				
股东权益合计	938.7	1056.1	1233.7	1505.8	销售毛利率	66.3%	54.0%	38.2%	39.8%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	销售净利率	29.4%	21.9%	17.6%	17.2%
净利润	70	131	197	302	ROE	12.5%	13.1%	17.2%	22.1%
折旧与摊销	52	133	339	489	ROIC	22.28%	14.17%	10.12%	12.74%
经营活动现金流	65	19	127	401	估值倍数				
投资活动现金流	-263	-864	-717	-567	PE	127.9	68.4	45.4	29.7
融资活动现金流	708	422	661	294	P/S	9.0	7.9	8.0	5.1
现金净变动	510	-424	71	128	P/B	2.3	4.5	7.3	6.0
期初现金余额	34	543	153	224	股息收益率	0.6%	0.3%	0.2%	0.3%
期末现金余额	543	120	224	353	EV/EBITDA	12.8	16.9	17.9	11.9

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，传媒文化行业证券分析师。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。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。

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

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn