

乐视致新吸收富士康 1.3 亿战略融资，打破扩张资本瓶颈

投资要点:

1. 事件

乐视网昨晚发布公告，宣布旗下乐视致新(超级电视与机顶盒业务子公司)获 3.37 亿元增资。出资方为：乐视网，乐视控股，深圳市冠鼎建筑工程有限公司(富士康旗下)。增资后，乐视致新股东持股比例为乐视网持股 51.5%，乐视控股持股 27.44%，冠鼎建筑工程持股 20%，北京贝眉鸿科技持股 1.02%。乐视致新估值对价，在 6.5 亿元左右。

2. 我们的分析与判断

(一)、子公司股权融资，开启了公司资本扩张的新途径

近几年，公司主营在版权分销，视频广告等主营业务的高速成长，都让市场见证了公司以及这个市场的高成长性。然而，公司在版权支出上每年较高的资本投入，虽然公司在版权分销和广告营收又让市场对公司的现金流有或多或少的担心。

此次乐视致新，通过引入战略投资人的形式，引入 1.3 亿外部资金，加上乐视网与乐视控股的 1.8 亿内部资金，解除了乐视致新短期内加速发展的资金瓶颈，并为后续的财务扩张指出了一条明确的方向。

本次融资，乐视致新交易估值为 6.5 亿。我们预计，按照一级市场融资节奏，明年一季度末，公司会进行进一步融资，引入财务投资人，机顶盒业务扩张的**资本瓶颈已经被彻底打破**。

(二)、OTT 市场增长迅猛，公司 TV 业务增长可期

今年 OTT 市场发展迅猛，公司依托国内最大的正版热门影视库(9 万集正版电视剧，5000 部正版电影)，以 290 元的全网最低价进入 OTT 市场。先后发售 2 两批机顶盒各 5 万，均引来超 10 万参与抢购，1 小时被抢光。公司称，将联合富士康提高产能，3-4 周后启动第二轮 5 万台 C1S 的购买。

公司以销定产的经营模式，加快了经营周转率，也降低了资金占用率。在 OTT 这个快速增长的行业，公司 TV 业务的快速增长可期。

(三)、集团产业链经营，为公司经营提供有效支撑

2011 年乐视影业招来光线张昭出任 CEO，迅速搭建覆盖全国八大区、八十个城市、一千家电影院的国内最密集地面发行网络。2013-2014 年，乐视影业计划发行 30 部影片，制作加发行覆盖 30 亿票房。影业为乐视网获取内容提供了有效支撑，同时乐视网又为影业提供了更多的变现渠道，不排除**影业等优质资产在合适时机注入上市公司的可能**。

3. 估值、投资建议与主要风险

我们预计公司 2013-2014EPS 0.70 元和 1.04 元，同比分别增长 51% 和 48%，对应 PE37.4 倍和 25.2 倍。

考虑到电视业务年中爆发的可能，不排除在 3 季度上调 EPS 的可能性。我们重申“推荐”评级，可逢低积极介入。

主要风险：OTT 业务政策管制风险；视频广告业务竞争格局加剧。

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 2013.04.01

A 股收盘价 (元)	27.39
A 股一年内最高价 (元)	29.10
A 股一年内最低价 (元)	13.91
上证指数	2234.39
市净率	8.85
总股本 (亿股)	4.18
实际流通 A 股 (万股)	1.62
A 股总市值 (亿元)	110
A 股流通市值 (亿元)	42.73

相关历史报告

乐视网点评: 乐视“颠覆”的逻辑: 摩尔效应的时间差(2013.3.7)

乐视网点评: 视频广告拉动二次高增长, 盒子业务估值市场有折价(2013.2.27)

乐视网点评: 股权激励再出发, 承诺新起点, 股价新高度(2013.2.23)乐视网点评: 长视频广告问鼎江湖, OTT 战略软硬通吃 (2013.01.31)

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)						利润表 (百万元)					
	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E		2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	543.4	153.2	233.0	360.1	504.1	营业收入	238.3	598.6	1167.3	1800.3	2520.4
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	80.2	275.1	684.2	1006.7	1424.2
应收账款	69.8	156.7	285.1	396.3	557.6	营业税金及附加	10.2	30.0	45.1	90.0	126.0
预付款项	54.2	239.4	595.4	876.0	1239.2	销售费用	57.9	96.3	133.6	198.0	226.8
其他应收款	2.6	6.7	13.0	20.0	28.0	管理费用	11.6	30.5	57.8	89.1	124.8
存货	3.7	26.5	48.5	61.8	94.2	财务费用	3.7	1.4	42.2	63.4	95.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.7	3.9	6.9	10.6	14.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	140.6	165.6	202.8	235.1	282.3	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	72.9	161.4	197.4	342.4	508.6
无形资产	214.4	921.7	1259.4	1302.5	1132.3	营业外收支净额	1.9	2.9	30.6	3.0	3.0
长期待摊费用	0.0	3.0	6.0	9.0	11.0	税前利润	74.8	164.2	228.0	345.4	511.6
资产总计	1031.6	1672.7	2643.1	3260.8	3848.8	减: 所得税	4.7	33.4	38.0	51.8	76.7
短期借款	70.0	506.3	1222.9	1498.0	1595.8	净利润	70.1	130.9	190.0	293.6	434.9
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	70.1	131.1	194.2	294.1	435.6
应付账款	15.1	52.8	131.2	193.1	273.1	少数股东损益	0.0	-0.2	-0.3	-0.5	-0.7
预收款项	2.1	15.6	30.5	47.0	65.8	基本每股收益	0.17	0.31	0.46	0.70	1.04
应付职工薪酬	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	稀释每股收益	0.70	0.60	0.46	0.70	1.04
应交税费	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	财务指标	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
其他应付款	0.6	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	0.0	营收增长率	63.5%	151.2%	95.0%	54.2%	40.0%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	50.6%	112.7%	47.9%	68.9%	48.6%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	57.6%	87.0%	48.1%	51.4%	48.1%
负债合计	93.0	580.5	1390.3	1743.8	1940.5	盈利性					
股东权益合计	938.7	1056.1	1220.6	1484.8	1876.1	销售毛利率	66.3%	54.0%	41.4%	44.1%	43.5%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	销售净利率	29.4%	21.9%	16.6%	16.3%	17.3%
净利润	70	131	190	294	435	ROE	12.5%	13.1%	17.1%	21.7%	25.9%
折旧与摊销	52	133	339	489	607	ROIC	22.28%	14.17%	11.35%	14.65%	18.81%
经营活动现金流	65	19	152	512	671	估值倍数					
投资活动现金流	-263	-864	-717	-567	-486	PE	127.9	68.4	46.2	30.5	20.6
融资活动现金流	708	422	645	182	-41	P/S	9.0	7.9	7.7	5.0	3.6
现金净变动	510	-424	80	127	144	P/B	2.3	4.5	7.3	6.0	4.8
期初现金余额	34	543	153	233	360	股息收益率	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%
期末现金余额	543	120	233	360	504	EV/EBITDA	12.8	16.9	17.0	11.2	8.2

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