

2013-8-4

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

分析师: 肖乐乐

☎ (8627)65799511

✉ liujiang@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512020003

联系人: 刘疆

☎ (8627)65799511

✉ liujiang@cjsc.com.cn

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

《2013 半年度业绩预告点评: 成本压力致 Q2 放缓, 布局终端收益下半年体现》2013-7-8

《超级电视发布 “平台+内容+终端+应用” 模式完成重要拼图》2013-5-8

乐视网 (300104)

修订第二期期权激励计划 TV 运营子公司乐视致新成激励重点

报告要点

■ 事件描述

公司发布第二期股权激励计划修订方案, 相比 2 月份发布的草案, 主要有三方面调整: 第一, 由于公司年报之后进行了股本转增, 因而对股份数量、行权价格进行了相应调整, 但占总股本 2% 的比例未变; 第二, 行权条件略有变化, 之前以 2011 年的净利润为基数, 后续 4 年每年的同比增长率需达到约 37%, 而新方案以 2012 年的净利润为基数, 后续 4 年每年的同比增长率需达到 30%; 第三, 特别强调了对旗下超级电视运营子公司乐视致新的激励计划, 乐视致新得到期权激励的人数达 106 人, 得到期权份数为 346.5 万, 占比达 21.81%。

■ 事件评论

- **股权激励方案有助于公司核心团队的稳定。**此次股权激励方案授予对象达 400 人, 均为公司的中高层管理人员和核心技术人员, 授予份数为 1588.4 万份, 占总股本达 2%; 而行权价格仅为 12.27 元, 相比目前 29.48 的价格有巨大的激励空间。在量、价的双重激励下, 对于公司核心团队的具备良好的锁定效果。
- **行权条件较高, 对业绩增长形成正面预期。**首次授予的 90% 期权行权分四期执行, 预留的 10% 分三期执行, 30% 的复合增长条件和较长的执行期一方面对核心员工形成持续动力, 另一方面也给市场带来对公司业绩增长的正面预期。
- **旗下超级电视运营子公司乐视致新成为激励重点。**乐视致新共有 106 人获得期权激励, 份数达 346.5 万, 占比达 21.81%。对于乐视致新的重点激励, 彰显了公司大力发展超级电视的决心, 而目前超级电视的销量情况良好, 为公司前景注入信心。
- **大非即将解禁, 但抛压短期暂没有看上去大, 股权激励有助于稳定市场情绪。**公司占总股本超过 50% 的限售股将于 8 月 12 日解禁上市, 市场对于抛压存在一定忧虑, 但实际上董事长贾跃亭所持股票 77.61% 已经质押, 而其余在任的董监高每年减持的股份不能超过所持的 25%, 因而短期实质抛压并没有看上去大, 而股权激励则有助于稳定市场情绪。
- **投资建议:** 在尚难准确预测全年的硬件销量及对业绩的影响情况下, 暂保持公司股本摊薄后 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.37 元、0.48 元、0.63 元的预测, 对应当前股价 PE 分别为 81 倍、61 倍、47 倍, 考虑到终端放量带动的巨大业绩弹性, 维持 “推荐” 评级。

修订第二期股权激励计划 乐视致新成激励重点

公司发布第二期股权激励计划修订方案，相比 2 月份发布的草案，主要有三方面调整：

第一，由于公司年报之后进行了股本转增，因而对股份数量、行权价格进行了相应调整，但占总股本 2% 的比例未变。

表 1：本次修订总的期权份额不变，主要针对股本摊薄进行修正

	二月份草案	此次修订	备注
首次授予份数/万份	752.4	1429.6	主要由于年报后公司每10股转增9股，进行相应调整，占总股本比例不变
预留/万份	83.6	158.8	
首次授予期权行权价格/元	23.37	12.27	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，行权条件略有变化，之前以 2011 年的净利润为基数，后续 4 年每年的同比增长率需达到约 37%，而新方案以 2012 年的净利润为基数，后续 4 年每年的同比增长率需达到 30%。尽管看起来增速要求略有下降，但因为 2012 年的净利润增长高于 37%，因而新的计划的基数高于原方案，后续每年的净利润要求与之前的方案相差不大。

表 2：调整后的行权条件

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
二月份草案（以 净利润/万元	13112.11	17963.59	24650.77	33698.12	46154.63	
2011年为基数）同比增幅		37%	37%	37%	37%	
此次修订（以 净利润/万元		19419.41	25245.23	32818.8	42722.7	55539.51
2012为基数）同比增幅			30%	30%	30%	30%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

同时，首期授予期权和预留期权的每年的行权份额保持不变。

表 3：行权期安排及可行权份额

	第一个行权期	第二个行权期	第三个行权期	第四个行权期
行权期限	自授权日起12个月 后首个交易日起至 授权日起24个月后 最后一个交易日止	自授权日起24个月 后首个交易日起至 授权日起36个月后 最后一个交易日止	自授权日起36个月 后首个交易日起至 授权日起48个月后 最后一个交易日止	自授权日起48个月 后首个交易日起至 授权日起60个月后 最后一个交易日止
首次授予期权 可行权比例	20%	20%	30%	30%
预留期权可行 权比例	30%	30%	40%	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，特别强调了对旗下超级电视运营子公司乐视致新的激励计划，乐视致新得到期权激励的人数达 106 人，得到期权份数为 346.5 万，占比达 21.81%。

股权激励计划影响分析

其一，股权激励方案有助于公司核心团队的稳定。此次股权激励方案授予对象达 400 人，均为公司的中高层管理人员和核心技术人员，授予份数 1588.4 万份，占总股本达 2%；而行权价格仅为 12.27 元，相比目前 29.48 的价格有巨大的激励空间。结合公司第一期计划已经授予了 191 人占公司股份达 2.686% 的期权，两期合计授予股份接近 5%，受益人涵盖几乎所有的中高管和核心员工，在量、价的双重激励下，对于公司核心团队的具备良好的锁定效果。

第二，行权条件较高，对业绩增长形成正面预期。本次期权激励计划对于业绩 30% 的复合增长条件和较长的执行期一方面对核心员工形成持续动力，另一方面也给市场带来对公司业绩增长的正面预期。

第三，旗下超级电视运营子公司乐视致新成为激励重点。乐视致新共有 106 人获得期权激励，份数达 346.5 万，占比达 21.81%。公司此次特意强调对于子公司乐视致新的激励方案，彰显了公司大力发展超级电视的决心，而目前超级电视的销量情况良好，为公司前景注入信心。

从超级电视的定价来看，我们判断利润水平为彩电行业平均的微利水平，考虑研发及运营费用，短期内不会带来明显盈利。但其好处在于可以迅速扩张粘性用户数量，而众筹营销、以需定产（CP to C）的方式使得现金流有保障。当盒子和电视的销量达到一定量级后，乐视“平台+内容+终端+应用”的商业模式的收益会得到明显体现。

第四，大非即将解禁，但抛压短期暂没有看上去大，股权激励有助于稳定市场情绪。公司占总股本超过 50% 的限售股将于 8 月 12 日解禁上市，市场对于抛压存在一定忧虑，但实际上董事长贾跃亭所持股票 77.61% 已经质押，而其余在任的董监高每年减持的股份不能超过所持的 25%，因而短期实质抛压并没有看上去大，而股权激励则有助于稳定市场情绪。

投资建议：暂保持公司股本摊薄后 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.37 元、0.48 元、0.63 元的预测，对应当前股价 PE 分别为 81 倍、61 倍、47 倍，考虑到终端放量带动的巨大业绩弹性，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1167	1763	2415	3019	货币资金	194	88	7	3
营业成本	684	1022	1425	1781	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	483	740	990	1238	应收账款	380	577	790	988
%营业收入	41.4%	42.0%	41.0%	41.0%	存货	27	39	55	68
营业税金及附加	45	68	93	117	预付账款	247	368	514	642
%营业收入	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	其他流动资产	39	61	84	103
销售费用	134	203	280	341	流动资产合计	891	1140	1460	1816
%营业收入	11.4%	11.5%	11.6%	11.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	58	86	120	148	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	5.0%	4.9%	5.0%	4.9%	长期股权投资	20	40	40	40
财务费用	42	32	34	31	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3.6%	1.8%	1.4%	1.0%	固定资产合计	141	133	127	125
资产减值损失	7	12	12	7	无形资产	1751	2109	2431	2725
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	1
营业利润	197	340	451	594	其他非流动资产	95	95	95	95
%营业收入	16.9%	19.3%	18.7%	19.7%	资产总计	2901	3519	4155	4803
营业外收支	31	9	8	8	短期贷款	636	727	705	600
利润总额	228	349	459	602	应付款项	327	489	682	853
%营业收入	19.5%	19.8%	19.0%	19.9%	预收账款	7	11	14	18
所得税费用	38	58	77	100	应付职工薪酬	5	8	11	13
净利润	190	290	382	501	应交税费	86	130	175	224
归属于母公司所有者的净利润	194.2	290.4	382.4	501.2	其他流动负债	52	77	107	133
少数股东损益	-4	0	0	0	流动负债合计	1114	1441	1695	1841
EPS (元/股)	0.24	0.37	0.48	0.63	长期借款	34	34	34	34
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2012A	2013E	2014E	2015E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	106	431	553	714	其他非流动负债	480	480	480	480
取得投资收益	2	0	0	0	负债合计	1628	1955	2209	2356
长期股权投资	0	-20	0	0	归属于母公司	1245	1535	1917	2419
无形资产投资	0	-566	-566	-566	少数股东权益	29	29	29	29
固定资产投资	-775	-9	-13	-16	股东权益	1273	1564	1946	2447
其他	11	0	0	0	负债及股东权益	2901	3519	4155	4803
投资活动现金流净额	-764	-595	-578	-581	基本指标				
债券融资	394	0	0	0		2012A	2013E	2014E	2015E
股权融资	35	0	0	0	EPS	0.24	0.37	0.48	0.63
银行贷款增加 (减少)	345	91	-21	-105	BVPS	1.57	1.93	2.42	3.05
筹资成本	51	-32	-34	-31	PE	120.73	80.75	61.33	46.78
其他	-108	0	0	0	PEG	3.26	2.18	1.64	1.25
筹资活动现金流净额	718	59	-55	-137	PB	18.84	15.28	12.22	9.68
现金净流量	60	-105	-81	-4	EV/EBITDA	22.28	25.49	20.43	16.46
					ROE	15.60%	18.90%	19.90%	20.70%

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
鲍 丽	上海私募总经理	(8621) 68751860	13701828281	baoli@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。