

# 对投入产出的明确预测可以到摩尔定律失效那天为止——乐视网 300104 ( 买入 )

## 投资要点：

- 因为有摩尔定律始终在起作用，不能快，也不能慢，连幂律定律也要受到摩尔定律的最终制约，因此，如果网络摩尔定律、使用方维持网络性能不变、网络传输技术不变这 3 个假设条件满足，未来很多年的每年的用户数和成本都可以清楚计算出来；
- 由摩尔定律决定的成本测算：服务器和网络成本每年下降 40%——因为摩尔定律足够快，或者说不能更慢，因此给了早期进入者后续较大的成本下降空间，令“烧钱现象”迅速缓解；
- 由摩尔定律决定的用户增长速度测算：用户数每年增长 60%——因为摩尔定律不能更快，而互联网世界是有一个“幂律定律”的，如果没有摩尔定律的限速，用户数增长理论上是以幂律定律的速度增长的。早期的 eBay 正确运用了幂律定律，但是却忽视了摩尔定律的制约，导致后期用户数突然上升时，网络不能承载。所以，互联网领域里，早期花钱越多、亏损越久、网络建设基础越扎实的企业，后劲越大。所以，用户数的增长上限受到摩尔定律的约束，而非幂律定律的约束；
- 对用户收费的解释：行业规范和商业模式的确立，往往取决于早期行业龙头公司的示范。下一个 50 年，国内的互联网电视将由谁确立行业规范？这将是一个里程碑式的互联网事件，它主要取决于领军者的意志，其次是立法；在互联网宽带发展到有线电视网带宽之前，智能电视还类似于有线电视，但是当互联网超越有线电视网带宽之后，新付费模式将快速的培养出来；
- Wind 预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.34 元、0.52 元、0.69 元。根据公司三季报预告测算，2013 年 EPS 为 0.46-0.49 元，市场预测适中。2013-2015 年 P/E 分别为 82X、72X、54X。维持乐视网“买入”评级。

## 乐视网 (300104)

分析师：栾雪飞

Tel：010-59355511

Email：luanxf@chinans.com.cn

执业证书编号：S0050512100001

联系人：

Tel：

Email：

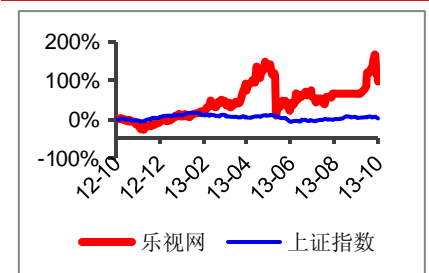
### 投资评级

本次评级：买入  
跟踪评级：维持  
目标价格：目标/估值/询价

### 市场数据

市价(元)	37.73
上市的流通 A 股(亿股)	4.39
总股本(亿股)	7.98
52 周股价最高最低(元)	10.72-52.05
上证指数深证成指	2133/ 8380
2012 年股息率	-

### 52 周相对市场改变



### 相关研究

到灯塔去，不仅仅是重走美国有线电视 60 年——乐视网 300104 ( 买入 )

## 正文目录

引子.....	3
一、对上篇报告摩尔定律的数学测算.....	3
二、对用户收费的两点解释 .....	4
行业规范和商业模式的确立，往往取决于早期行业龙头公司的示范 .....	4
在互联网宽带发展到有线电视网带宽之前，智能电视还类似于有线电视；互联网超越有线电视网带宽之后，新付费模式将快速的培养出来 .....	4

## 引子

认识定律，正确应用定律。

### 一、对上篇报告摩尔定律的数学测算

假设 1：网络的摩尔定律也使用 18 个月（事实上说法不一，有 12 个月之说，15 个月之说）；

假设 2：使用网络的平台方不扩充服务器，同时使用原有性能的网络；

假设 3：计算机网络的传输技术不发生改变。如果从 CDN 到 SDN 的话，技术进步会带来较大的成本下降。

推论：

服务器和网络成本每年下降 40%——因为摩尔定律足够快，或者说不能更慢，因此给了早期进入者后续较大的成本下降空间，令“烧钱现象”迅速缓解；

用户数每年增长 60%——因为摩尔定律不能更快，而互联网世界是有一个“幂律定律”的，如果没有摩尔定律的限速，用户数增长理论上是以幂律定律的速度增长的。早期的 eBay 正确运用了幂律定律，但是却忽视了摩尔定律的制约，导致后期用户数突然上升时，网络不能承载。所以，互联网领域里，早期花钱越多、亏损越久、网络建设基础越扎实的企业，后劲越大。所以，用户数的增长上限受到摩尔定律的约束，而非幂律定律的约束。

所以，我们可以看出来，因为有摩尔定律始终在起作用，不能快，也不能慢，连幂律定律也要受到摩尔定律的最终制约，因此，如果 3 个假设条件满足，未来很多年的每年的用户数和成本都可以清楚计算出来。

表 1：假设之下的收入-成本理论测算

	2013Y	2014Y	2062Y（50年后）
用户数	n	1.6n	1.6 的 50 次方*n=160 亿*n
收入	用户数*ARPU		
成本	c	0.6c	0.6 的 50 次方*n=一个可忽略不计的小数
利润	加速扩大		

资料来源：民族证券

## 二、对用户收费的两点解释

行业规范和商业模式的确立，往往取决于早期行业龙头公司的示范

表 2：行业规范的确立取决于行业早期龙头公司的示范

公司	规则形成
雅虎	网络内容免费的行业规范形成
家庭影院	70 年代，家庭影院和服务电气公司签署“网络联营协议”，奠定行业收费规范：成本共担，收入分成
乐视网 VS ?	下一个 50 年，国内的互联网电视将由谁确立行业规范？这将是一个里程碑式的互联网事件，它主要取决于领军者的意志，其次是立法

资料来源：民族证券

在互联网宽带发展到有线电视网带宽之前，智能电视还类似于有线电视；互联网超越有线电视网带宽之后，新付费模式将快速的培养出来

一种技术对应一种商业模式，克里斯·安德森的想法也是如此，他给这种现象取了一个名字叫“堆叠”。我们认为这是在真实的商业世界中普遍存在的规律。如果我们把网络的宽窄度也作为一种技术的话，有线电视传输网的带宽可以作为一个技术门槛的分界线。

## 分析师简介

栾雪飞，中央财经大学财政系理财专业本科，金融学院金融学硕士，通过 CFA 二级；  
2005-2007 年北汽福田企业股份有限公司 金融服务部；  
2007-2012 年国海证券 消费研究；  
2012-民族证券 传媒研究。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。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或征价。本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。

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、价值及投资收入可能会波动，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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)