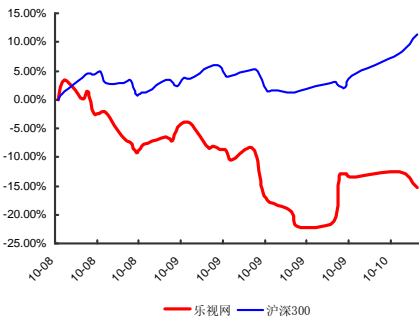


2010年10月19日

投资评级: 推荐

——乐视网 (300104) 深度研究报告

所在行业最近52周走势:



相关研究报告

《大视频时代来临, 乐视网先行》——2010.9.28

报告作者:

国联证券研究所传媒娱乐组

何冰冰

执业证书编号: S0590210040004

联系人:

顾佳 李斌

电话: 0510-82833337

Email: gujia@glsc.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

摘要:

- 单一免费模式的困境。网络视频行业的单一免费模式由于受到成本的无限扩张, 目标用户的无法完全覆盖和用户的过于分散, 以及风投的逐步谨慎, 已经进入到发展的瓶颈期。
- 付费模式异军突起, 开辟网络视频新天地。乐视网凭什么收费: 为热门影视版权, 为高清高流畅, 为零广告, 为多屏观看付费。
- 三屏合一, 付费模式的必然选择。由于电视和手机具有覆盖目标群体更多, 付费习惯更容易接受, 更容易吸引广告客户等显而易见的优势, 所以三屏合一势在必行。
- 付费模式成就大视频时代王者。由于中国的网络视频行业已经进入到整合时代, 所以凭借付费模式的优越性和上市的先发优势, 乐视网必将在未来的网络视频发展中成为王者。
- 投资建议。随着公司三屏合一的速度加快, 以及公司利用上市的先发优势和品牌优势, 我们相信乐视网必将在未来网络视频行业的快速发展和整合中成为中国视频行业的王者, 我们上调评级至“推荐”, 我们预测公司2010年, 2011年和2012年的EPS分别为0.76元、1.08元和1.68元, 目标价为43.2~54元。

目录

总论:	4
一、单一免费模式的困境	4
1、成本的无限制扩张	7
1.1 带宽的包袱越背越重	7
1.2 版权购买的成本不断加大	8
2、无法覆盖更多的目标群体	9
3、广告目标群体的分散性	10
4、风投的逐步谨慎	10
二、付费模式异军突起，开辟网络视频新天地	11
1、为影视版权付费	13
2、为高清高流畅付费	15
3、为零广告付费	18
4、为多屏观看付费	18
三、三屏合一，付费模式的必然选择	20
1、为什么要推广三屏合一	20
2、3G手机视频发展空间巨大	21
3、网络超清播放机引爆家庭娱乐新风暴	22
3.1 借助网络超清播放机参与合作IPTV，空间无限	24
3.2 推出网络超清播放机，正逢其时	24
3.3 挺进企业应用的蓝海	25
四、付费模式成就大视频整合时代王者	25
1、网络视频行业进入整合时代	25
2、付费模式为基础，多点齐发，欲做大视频时代王者	27
2.1 版权分销是亮点	27
2.2 广告收入奋勇直追	28
五、投资建议和潜在风险	30

图表目录

图表 1: 网络视频三种商业模式.....	5
图表 2: 网络视频投放广告形式.....	5
图表 3: 乐视网与优酷网和土豆网的流量对比.....	6
图表 4: 乐视网与优酷网和土豆网的人均访问量对比.....	6
图表 5: Hulu与Youtube的对比.....	6
图表 6: Youtube与Hulu的流量对比.....	7
图表 7: Youtube与Hulu的人均访问量对比.....	7
图表 8: 用户选择视频服务最为看重的因素.....	8
图表 9: 维权产业链与版权出售产业链关系.....	8
图表 10: 2010 年热门影视版权价格.....	9
图表 11: 网络视频用户收入分布.....	9
图表 12: 中国付费网络视频网站排名.....	11
图表 13: 乐视网的收费模式.....	11
图表 14: 中国网络视频个人付费市场规模逐步增大.....	12
图表 15: 乐视网收费为主的商业模式.....	12
图表 16: 网络高清视频服务业务收入.....	13
图表 17: 网络广告发布业务收入.....	13
图表 18: 用户对网络视频的选择.....	14
图表 19: 乐视网近三年采购影视作品情况.....	14
图表 20: 2001~2009 年国内电影票房情况.....	15
图表 21: 2005~2009 年制作电视剧国内销售额.....	15
图表 22: 不同收入群体对网络视频的满意度.....	16
图表 23: 宽带网络视频介入的速率构成.....	16
图表 24: 用户使用高清视频的满意度.....	17
图表 25: 公司高清付费业务用户数和ARPU.....	17
图表 26: 网络视频用户对广告的态度.....	18
图表 27: 韩国网络游戏快速发展的三大因素.....	19
图表 28: 网络视频用户对其他视频的消费选择.....	21
图表 29: 只观看网络视频的用户比例.....	21
图表 30: 手机用户规模不断增加.....	22
图表 31: 公司主推的 3G 手机视频服务方式.....	22
图表 32: 手机电视的节目类型.....	22
图表 33: 每月在手机电视上的花费.....	22
图表 34: 公司主推的网络高清播放机.....	23
图表 35: 乐视网网络超清播放机和盛大盒子对比分析.....	25
图表 36: 中国网络视频用户规模及增长情况.....	26
图表 37: 中国在线视频市场规模不断扩张.....	26
图表 38: 网络视频行业的三个发展阶段.....	27
图表 39: 乐视网版权购买情况综述.....	27

图表 40: 乐视网影视购买的评估体系	28
图表 41: 网络视频广告收入快速增长	29
图表 42: 不同媒体 2009 年广告花费趋势对比	29
图表 43: 分业务收入预测表 (单位: 百万元)	30

总论:

中国的网络视频行业在经历了前几年的高速发展后，优酷网、土豆网、乐视网等一批视频网站脱颖而出，随着酷6网在美国纳斯达克上市，乐视网在创业板上市，网络视频行业也已经进入到投资回报期和整合阶段，但问题随之而来，当乐视网凭借收费为主的商业模式宣告早已盈利并且在中国网络视频行业中第一个登上创业板后，随即便遭到市场和舆论的一片质疑，认为其流量远远低于优酷和土豆，并且认为乐视网的收费为主的模式在中国的网络视频行业根本是行不通的。

但另一方面，优酷网和土豆网作为中国网络视频行业的两个老大哥，流量屡创新高，但却一直饱受带宽成本和盈利模式单一的煎熬，所以一直无法高声宣称自己已经盈利。

乐视网所倡导的网络视频收费模式和优酷以及土豆代表的免费分享型模式，孰优孰劣，那么究竟谁又能在未来中国网络视频行业走的更远？

一、单一免费模式的困境

网络视频行业的单一免费模式由于受到成本的无限扩张，目标用户的无法完全覆盖和用户的过于分散，以及风投的逐步谨慎，已经进入到发展的瓶颈期。

在中国的网络视频行业，主要存在着三种盈利方式，以土豆网和优酷网为代表的免费型商业模式，以普乐网和九州梦网为代表的收费模式，以及乐视网和激动网主推的免费+收费模式：

图表 1: 网络视频的三种商业模式

模式	模式特征	代表企业
免费型	用户量提高快、内容积累速度快、用户免费观看下载	优酷网、土豆网
付费型	提供正版内容、用户通过注册并付费后观看或下载	普乐网、九州梦网
免费+付费型	提供差异化内容服务, 部分内容采取付费观看、部分内容采取免费观看; 向广告主提供付费广告发布	乐视网、激动网、PPStream

数据来源: 国联证券研究所

而现在在中国占据主流位置的毫无疑问是以优酷网和土豆网为代表的免费分享型商业模式, 这种模式的主要运营方式还是依靠免费视频获得高流量, 从而来获得广告收入的商业模式。

图表 2: 网络视频投放广告形式

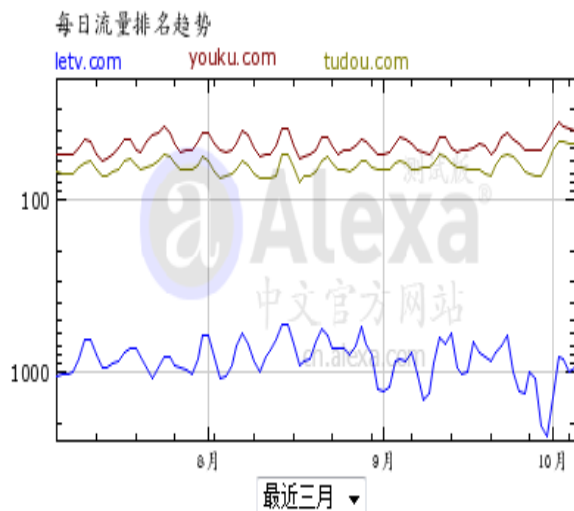
广告投放形式	
贴片广告	主要是在视频开始之前插播的一小段广告, 通常在 5 秒到 30 秒之间
水印广告	以透明的水印界面出现在视频播放窗口旁边的广告形式, 并不会影响用户对视频节目的观看
首页广告	这是一个比较常见的网络广告投放形式, 主要是把广告放在视频网站的登陆页的首页, 通常这类广告的价格比较高
广告视频直接播放	主要指类似于在土豆网上专门开辟了一个广告频道, 供一些明星广告和非常有特色的广告播出, 广告效果非常好

数据来源: 国联证券研究所 公开资料

尽管优酷网、土豆网已经是家喻户晓, 但另一方面, 颇令人尴尬的是, 与中国互联网三巨头腾讯、百度和阿里巴巴比起来, 其营业收入仍然维持在较低的位置, 而即使与新浪、网易和搜狐这些老牌互联网企业相比, 虽然流量跟上述有的企业相差不大, 甚至有的还远远超过, 但是论起营业收入, 也是差了很多, 而如果比起净利润, 则优酷网和土豆网甚至还是不敢高声宣称自己已经盈利。

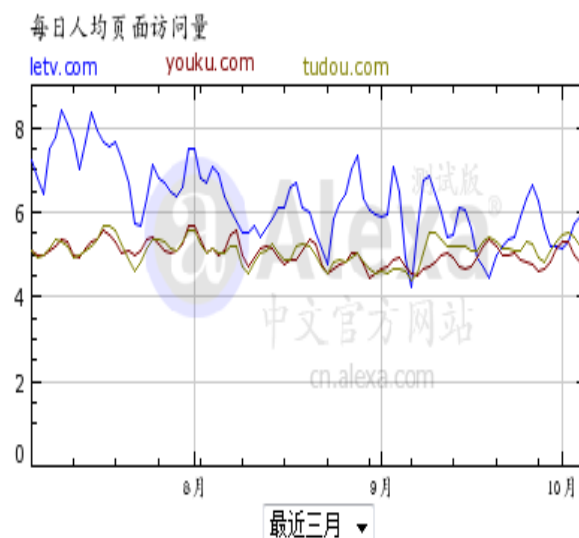
而与之形成鲜明对比的是网络视频后起之秀——乐视网, 虽然没有两位老大哥惊人的流量, 但却凭借高清正版+付费+广告的商业模式早已实现盈利。

图表 3: 乐视网与优酷网和土豆网的流量对比



数据来源: 国联证券研究所 Alexa 网站

图表 4: 乐视网与优酷网和土豆网的人均访问量对比



数据来源: 国联证券研究所 Alexa 网站

Youtube 和 Hulu 的对比分析:

如果我们再看一看全球视频网站老大哥 Youtube, 在被 Google 以 25 亿美元收购以后, 但现在也一样陷入了无法盈利的困境。

虽然 Youtube 的流量远远高于其在美国的主要竞争对手 Hulu, youtube 全球排名第 3, Hulu 全球排名第 218 (截止到 2010 年 10 月 8 日), 但在盈利上, Hulu 早已实现盈利, 而 Youtube 却迟迟无法盈利, 并且由于 Youtube 分享式视频网站由于上传视频过多, 审查不时出现问题, 经常会遭遇版权诉讼问题和其他法律风险。

图表 5: Hulu 与 Youtube 的对比

	流量 (最近三个月占全球互联网用户百分比)	Alexa 全球排名 (最近三个月)	广告收入 (2009 年)
Hulu	0.44%	218	1 亿美元
Youtube	24.30%	3	2.3 亿美元

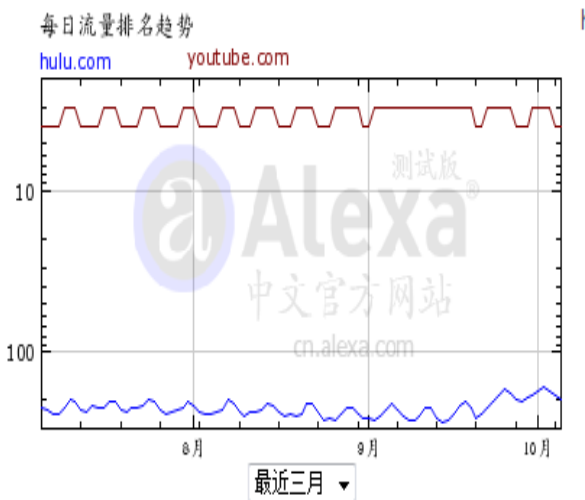
数据来源: 国联证券研究所

另外, 虽然 Youtube 的流量比较高, 但根据美国市场调研机构 comScore 公布的数据: 6 月份美国用户共观看 43 亿条视频广告。其中 Hulu 视频广告观看数为 5.66 亿, 排名最高, 而 YouTube 视频广告观看数为 2 亿, 不及 Hulu

的一半。

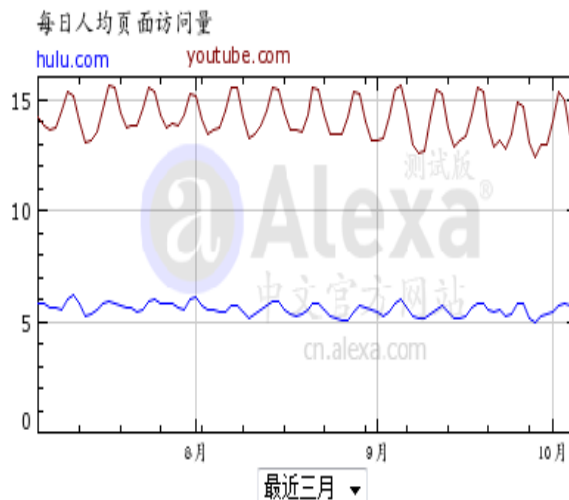
显然，上述数据对于 Youtube 提倡的免费分享型模式又是一个比较大的打击，因为这个数据将对于未来广告主选择网络视频网站的投放平台起到关键的作用，而这也解释了为何 Youtube 的流量那么高，但广告收入却只领先 Hulu2 倍多的原因所在。

图表 6: Youtube 与 Hulu 的流量对比



数据来源：国联证券研究所 Alexa 网站

图表 7: Youtube 与 Hulu 的人均访问量对比



数据来源：国联证券研究所 Alexa 网站

为何如此高的流量却换不得营业收入的大幅提高和盈利的快速实现，我们不得不承认网络视频行业现这种主要依赖于免费分享型模式获得高流量，从而获得广告收入的单一免费商业模式已经陷入了发展的瓶颈，而这种瓶颈主要体现在以下三个方面：

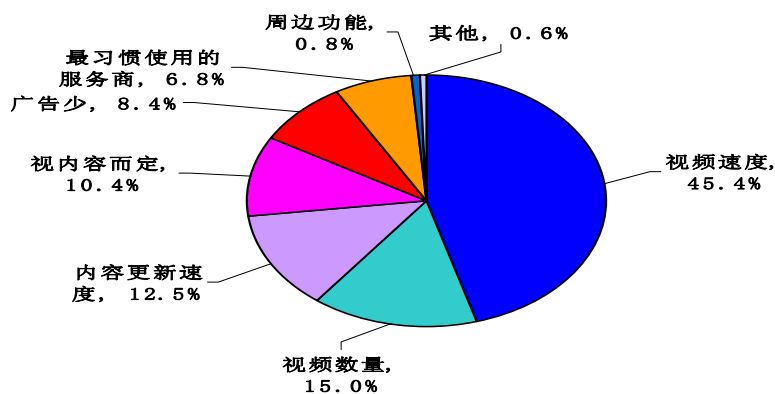
1、成本的无限制扩张

1.1 带宽的包袱越背越重

带宽一直是网络视频公司不得不面对的难题之一，由于大多数视频用户热衷于消费长视频，而非短视频，这也导致带宽成本居高不下，另外由于免费型视频网站对网站流量的不断追求，但同时为了保证流量过大而又不会造成网站运行堵塞，从而影响视频播放效果，必然要花重金在带宽上（较低的带宽水平下，网络视频服务商只能提供码率低、容量小的影视剧内容，使用户无法获取较高的体验效果），而带宽的成本又很快抵消了网站在广告上的增加收入，而这对于免费型视频网站来说，增加宽带提高视频速度又是不得不

为之，所以到最后，流量就变成了双刃剑，一方面可以增加广告收入，但另一方面却也增加了公司的带宽成本，也就造成了一种恶性循环。

图表 8: 用户选择视频服务最为看重的因素

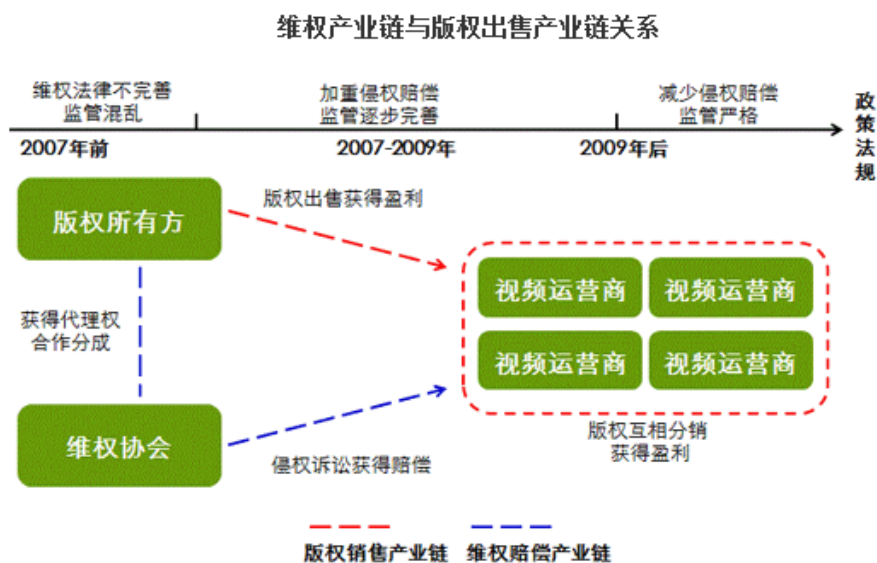


数据来源：国联证券研究所、CNNIC

1.2 版权购买的成本不断加大

近几年，随着政府进一步加大对盗版的打击（2010年9月15日起，包括乐视网、百度、土豆和优酷等15家行业内主要网络视频公司被纳入监管名单，要求实行行业自律，在21日前进行自查自纠），一些之前随意使用盗版影视版权的网站为了继续维持这种高流量，不得不花重金购买一些热门影视版权。

图表 9: 维权产业链与版权出售产业链关系



数据来源：国联证券研究所 艾瑞咨询

正是在这种趋势下网络影视版权的价格也水涨船高，甚至最近《红楼梦》的一集网络影视版权售价高达 20 万，这也直接造成了网络视频行业的成本再一次提高。

图表 10: 2010 年热门影视版权价格

影视剧	网络播放版权价格
新《红楼梦》	单集 20 万，总计 1000 万
新《三国》	总计 3000 万
《唐山大地震》	80 万元左右（非独家）

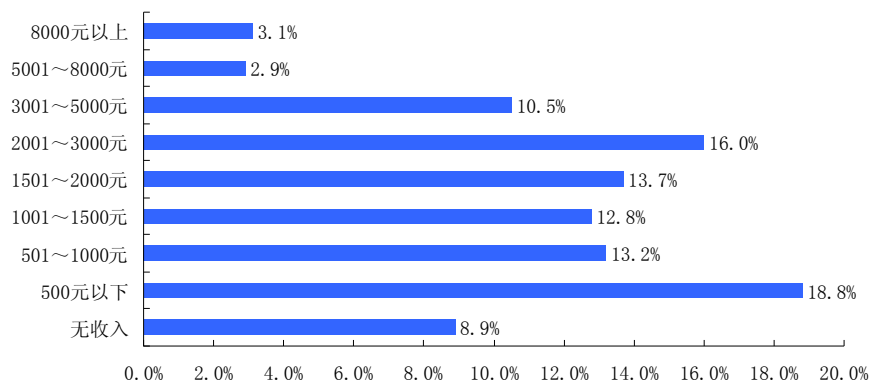
数据来源：国联证券研究所

另一方面，由于网络视频网站的用户黏性过低，一旦失去了热门影视版权的播放权，将很快失去高流量，所以为了保持这种高流量，视频网站公司也不得不花重金买热门影视的版权。而视频网站之间的彼此竞争，特别是对网络独家播放权的争夺也直接促成了网络影视版权的价格日趋增高，从而造成了免费分享型视频网站的成本进一步增高。

2、无法覆盖更多的目标群体

通过 CNNIC 的报告显示，现在网络视频的主要使用用户还是以中低收入为主，报告显示。网络视频用户中，收入在 1500 元以下的用户群体占到所有网络视频用户的 53.8%，其中，月均收入在 500 元以下的用户比例为 18.8%，是网络视频用户中所占比例最高的群体。

图表 11: 网络视频用户收入分布



数据来源：国联证券研究所 CNNIC

正是由于网络视频用户的收入结构比较低，而这直接的影响主要是 1、由于用户大多是中低收入用户，广告主对网络视频的平台不会特别重视，特别是汽车，金融和奢侈品一类的广告主很少会考虑把更多的广告预算往网络视频平台上投放；2、由于大多数属于中低收入用户，所以这也就限制了网络视频网站以后会走像新浪这样的增值服务道路。

3、广告目标群体的分散性

对于依赖网络广告生存的免费型视频网站来说，由于网络视频行业对用户的粘性过低，视频网站包括一些一线视频网站的大多数用户都是不固定的，而这也直接造成了广告主对于投放广告的迷惑，由于用户的不确定，这也造成了广告主无法评估广告效果，在网络广告竞争如此激烈的今天，以开心网为代表的社交网站，以新浪网为代表的传统新闻网站，以东方财富网和和讯网为代表的专业性网站，无不是向细分市场和用户粘性高的方向靠拢，而这样也方便了广告主针对目标群体进行精确性营销，从而大大增加广告的投放效果，也就更加受到广告主的欢迎和提高广告主的满意度。

相反，如果免费型视频网站无法意识到这一点，仍然陷入追求高流量的怪圈，致使其用户群体分散性和流动性过大，这必然导致更多的网络视频网站逐步被广告主所抛弃，从而进一步陷入困境。

4、风投的逐步谨慎

对于网络视频行业来说，2005 年之前是网络视频行业的投资初期，随着视频网站的纷纷创立，并且用户规模的显著提高，这极大地吸引了一批投资者对于这个行业的关注。而到了 2006 年和 2007 年，视频网站进入了高速发展期，投资者明显对网络视频行业信心十足，所以投资额也屡创新高。而从 2008 年开始，视频行业的格局已经初步形成，优酷网，土豆网的优势已经极其明显，所以对于风投来说，也更愿意把资金投向这些在中国处于领先的视频网站，而对于那些刚刚进入的网络视频公司，几乎很难再得到风投的青睐。而到了 2009 年以后，由于受到金融危机的影响，以及网络视频行业大多数公司仍然无法获得盈利的现状，投资者对于网络视频行业的投资变得日趋谨慎，很多都是不得已的追加投资，而这也直接造成了很多免费型视频网站包括很多处于领先位置的网站融资渠道日渐狭窄，网络视频行业也就告别了“烧钱”的时代，正式进入了“紧衣缩食，自力更生”的时代。

二、付费模式异军突起，开辟网络视频新天地

与上述主流的视频网站的单一免费型商业模式正在逐渐进入发展的瓶颈期相比，乐视网所坚持的收费型为主的商业模式在中国却是闯出了一片新的天空，值得我们关注。

图表 12: 中国付费网络视频网站排名

国内排名	网站名	PV 值占有率 (最近一月平均)	Alexa 月度全球排名
1	乐视网	0.116%	1252
2	东方宽屏	0.0538%	2335
3	九州岛梦网	0.0316%	6360
4	中录宽屏	0.0116%	19824
5	网尚影视	0.0033%	48323
6	优度网	0.0028%	70315
7	普乐网	0.002%	93625
8	炎黄互动	0.0015%	119387
9	鸿波网	0.0015%	128173
10	捷波在线	0.00013%	1188086

数据来源: 国联证券研究所 公司招股说明书

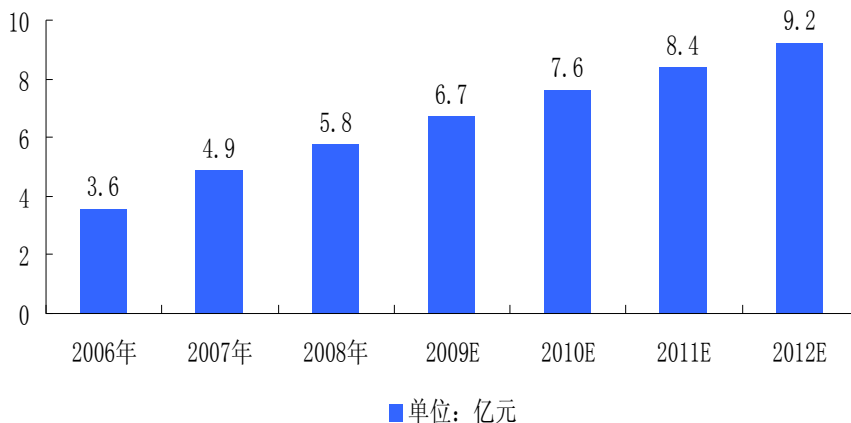
乐视网早在 2007 年就开始盈利，并且也于今年在深圳创业板上上市，成为中国第一家在国内上市的视频网站（酷 6 网是在纳斯达克上市），虽然在其上市期间遭受了种种质疑，但毫无疑问，这种以收费为主的商业模式却给中国的视频网站注入了一股新的力量，也带来了一些新的启发和思考。

图表 13: 乐视网的付费模式

	业务	客户群	盈利模式
付费服务	网络高清视频服务	付费用户	收取包月服务费
	网络超清视频服务	付费用户	收取服务费
	网络视频版权分销	合作方	收取版权许可使用费
	视频平台广告发布	广告主	收取广告发布费
	视频平台用户分流	具有相关用户群体的网站	收取用户分流服务费
	手机电视技术及内容服务	电信运营商、内容集成商及手机用户	收取技术服务费和内容服务费

数据来源：国联证券研究所

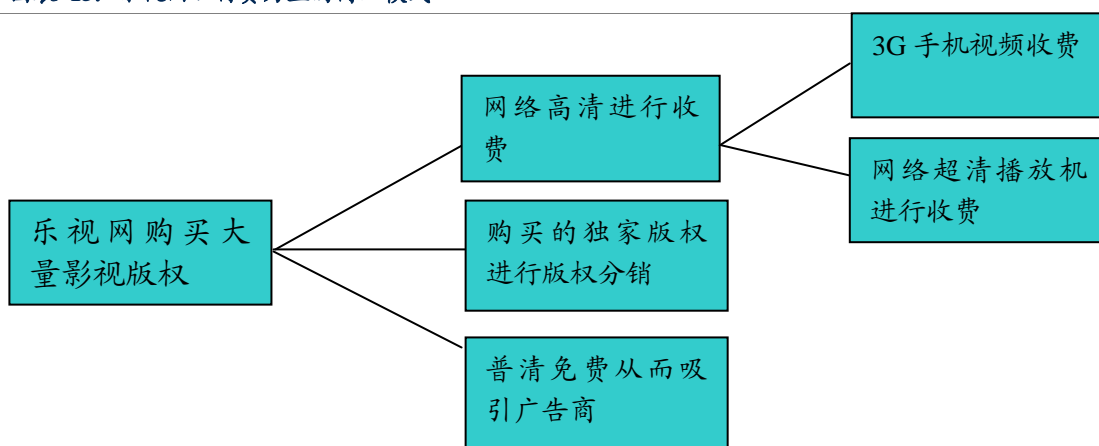
图表 14：中国网络视频个人付费市场规模逐步增大



数据来源：国联证券研究所 艾瑞咨询

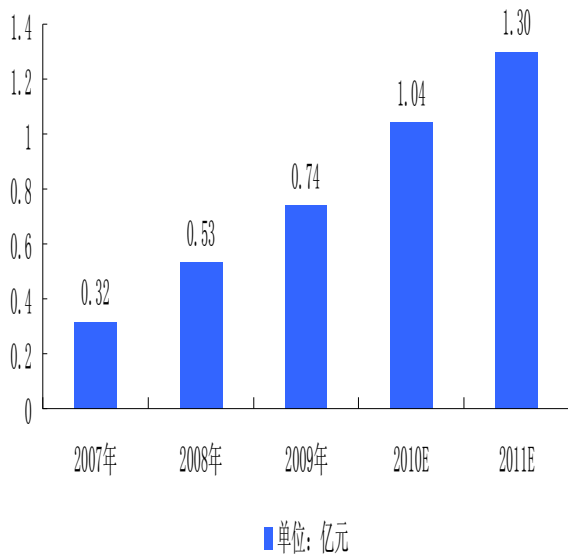
乐视网的网络视频收费模式主要是只做影视版权，依靠购买大量正版影视版权，然后依靠提供高清高流畅无广告的影视视频来收费（每月付费 30 元，全年付费 360 元），另外购买的很多独家影视版权也会进一步进行分销从而获得收入，而凭借免费的普清影视视频中，则进一步获得广告收入，随着公司四季度推出的网络超清播放机和 3G 手机视频的收费模式进一步完善，公司凭借这种以收费为主的商业模式有望在中国的网络视频行业继续高速发展。

图表 15：乐视网以付费为主的商业模式



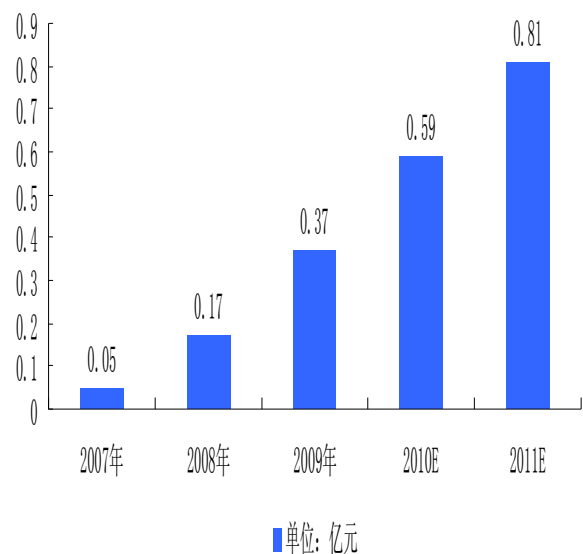
数据来源：国联证券研究所 艾瑞咨询

图表 16: 网络高清视频服务业务收入



数据来源: 国联证券研究所

图表 17: 网络广告发布业务收入



数据来源: 国联证券研究所

但另一方面, 对于习惯了免费的网络视频行业来说, 收费模式无疑是一个很多视频网站现在都非常想尝试的商业模式, 毕竟很多视频网站都已经发现现在这种主要依靠流量来获得广告收入的免费商业模式, 在版权价格越来越高等诸多不利因素的影响下已经无法在继续, 那么, 接下来我们需要思考的就是乐视网凭什么收费, 而这就是乐视网的付费商业模式中最为关键的因素:

1、为影视版权付费

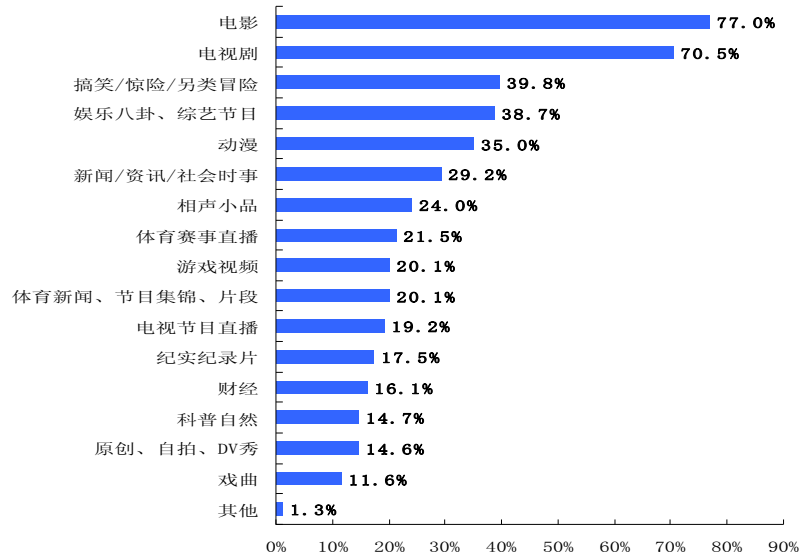
乐视网从成立之初即始终坚持“合法版权”的经营思路, 公司与合法版权拥有者签署了《影视剧网络版权授权合同》, 使乐视网自身发布的电影电视剧内容达到完全正版化。而坚持“合法版权”也将是向付费用户进行网络影视剧视频观看收费的重要前提, 同时也是收费类网络视频服务提供商持续运营的保障。

在过去盗版为王的时代, 拥有正版版权意味着就会给公司增加额外的成本, 所以很多视频网站的发展之初都是靠盗版一步步发展起来的, 但乐视网从成立之初, 就一直坚持正版版权的策略, 尽管这让乐视网的成本增加了不少, 同时, 由于坚持正版, 也使其错失了很多热门影视, 造成了流量的增加远远不如其他视频网站, 但随着国家加大对盗版的打击, 以及拥有盗版的视频网站几乎不可能上市融资, 所以现在看来, 坚持正版, 一方面坚定了乐视网

网的收费模式，另一个重大的帮助则是在现在版权为王的今天，凭借之前坚持正版的良好口碑可以更为方便的和相关影视公司合作，从而更方便其采购大量热门及非热门影视版权。

对于很多视频网站来说，是否拥有近期的热门影视版权，以及网站上的影视版权是否足够多，而这也是吸引付费用户的最为关键的因素。

图表 18: 用户对网络视频的选择



数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

截止到 2010 年 4 月，公司拥有电影版权 2324 部，电视剧版权 43097 集，在网络视频行业中其数量稳居前三；同时公司也积极参与竞购热映的大型商业影片和热播连续剧，并力图获取长期的独家网络版权，而这将极大地有利于公司未来的收费能力。

图表 19: 乐视网近三年采购影视作品情况

影视剧类型	相关项目	2007 年	2008 年	2009 年
电影	数量 (部)	72	55	2109
	占影视剧总量的比例	38.71%	20.07%	63.43%
	金额 (万元)	125.80	327.00	2924.58
电视剧	数量 (部)	114	219	1154
	占影视剧总量的比例	61.29%	79.93%	36.57%
	金额 (万元)	198.14	407.14	1868.35
合计	数量 (部)	186	274	3263
	金额 (万元)	323.94	734.14	4792.23

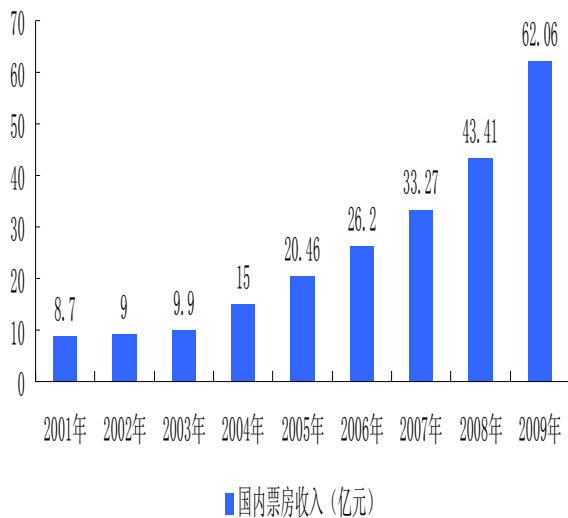
数据来源: 国联证券研究所 公司招股说明书

根据统计，在 2008-2009 年国内出品的票房收入排名前 20 部影片中，公司获得独家网络版权的影片共 7 部，非独家网络版权的影片共 6 部，合计占 20 部热门影片总量的 65%；同时公司获得《苏菲的供词》、《小姨多鹤》、《一起来看流星雨》、《闯关东》、《十三省》、《金婚》、《战北平》、《再过把瘾》、《鲜花朵朵》、《生死线》、《铁齿铜牙纪晓岚 4》、《风云 2》、《走西口》、《丐侠传奇》、《幽灵计划》、《突发事件》、《潜伏》、《蜗居》、《沧海》和《马文的战争》等热播电视剧的网络版权。

另外，公司 2010 年也已经获得了《敢死队》，张艺谋新片《山楂树之恋》的独家播映权，并且获得了华谊兄弟的《唐山大地震》和《狄仁杰之通天帝国》的非独家播映权。

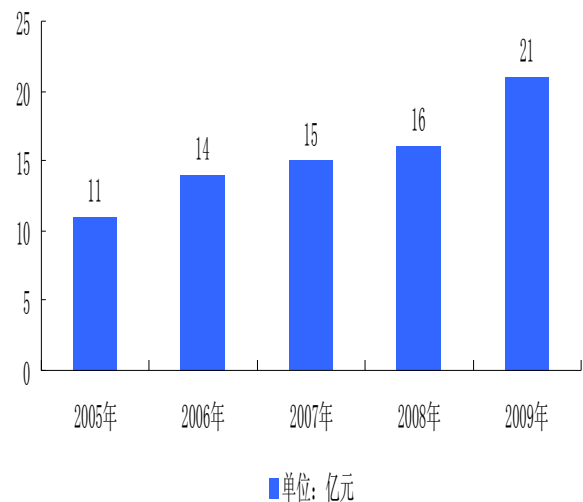
随着中国经济的迅速发展，中国民众对影视的需求也快速增长，但由于现在一张电影票的价格动辄 70、80，所以对于很多人来说，只花 30 元就可以享受近期的一系列高清大片，这将是一个较为划算的付费，所以拥有大量的影视版权无疑是乐视网吸引用户付费的最重要条件。

图表 20: 2001~2009 年国内电影票房情况



数据来源：国联证券研究所 国家广电总局电影局

图表 21: 2005~2009 年制作电视剧国内销售额



数据来源：国联证券研究所 2010 年中国广播电影电视发展报告

2、为高清高流畅付费

当人们今年还在被《阿凡达》、《诸神之战》、《爱丽丝梦游仙境》等美轮美奂的画面所吸引，而纷纷选择走进电影院时，而这同时也意味着中国的观众也正在逐步抛弃过去那种对于近期热门电影只要看个盗版知道了情节，从

而让自己显得不是那么落伍的“盗版看片思维”，从而开始真正享受和逐渐认同电影是一门艺术，观赏的不仅是它的情节，更是它精彩的画面，而从这点来看，中国观众对于高清和高流畅的追求正逐渐强烈，所以也就心甘情愿的为高清高流畅付费。

图表 22: 不同收入群体对网络视频的满意度

	500元以下	501~1000元	1001~1500元	1501~2000元	2001~3000元	3001~5000元	5001~8000元	8000元以上
非常不满意	1.1%	1.3%	0.8%	1.5%	1.1%	1.2%	1.1%	1.8%
比较不满意	6.0%	3.8%	2.8%	3.3%	2.9%	3.5%	8.5%	7.0%
一般	12.7%	16.0%	16.5%	14.0%	15.2%	14.3%	17.0%	24.6%
比较满意	50.9%	51.5%	53.8%	49.8%	54.0%	51.8%	43.6%	40.4%
非常满意	29.2%	27.5%	26.1%	31.4%	26.8%	29.2%	29.8%	26.3%

数据来源：国联证券研究所 CNNIC

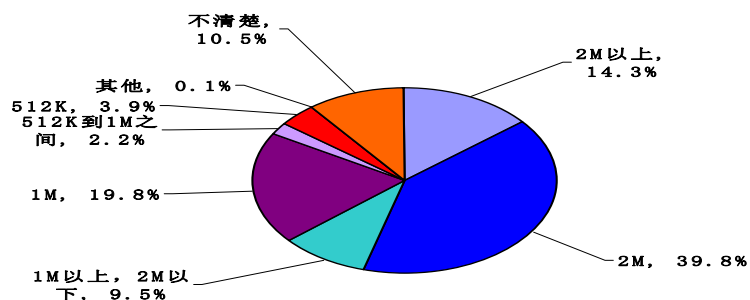
高清晰度

公司已向付费用户提供的网络高清视频服务累计达900万人次以上，2009年度公司在互联网视频个人付费领域占有11%以上的市场份额。

乐视网的免费视频为350K码流，而其他免费视频分享网站的码流则大多为200K至300K，在普清视频上具有一定的优势，但不明显，但在高清视频市场上公司则具有绝对的优势：

另外近几年来中国宽带用户的增加也为乐视网高清的推广奠定了坚实的技术基础。乐视网主推的800k码流以及1.8M码流（720P）。如果用户家庭带宽在1M左右，可以选择800K码流流畅播放；如果用户家庭带宽在2M及以上，则可选择1.8M码流（720P）流畅播放。而对于电视机终端的用户，随着四季度网络超清播放机的推出，则可以提供高达1080P清晰度（数字蓝光超清）的流畅播放。

图表 23: 宽带网络视频介入的速率构成

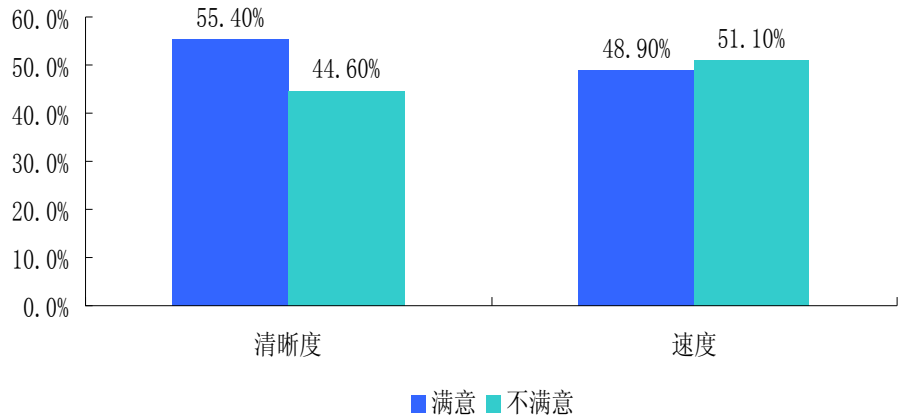


数据来源：国联证券研究所、CNNIC

高流畅度

乐视网为付费用户提供了专用通道，配置专用的服务器及带宽及技术维护人员及客服人员，付费用户享有免费用户所没有的特殊优待，这种VIP式的服务也将有助于未来进一步争取到高端客户。

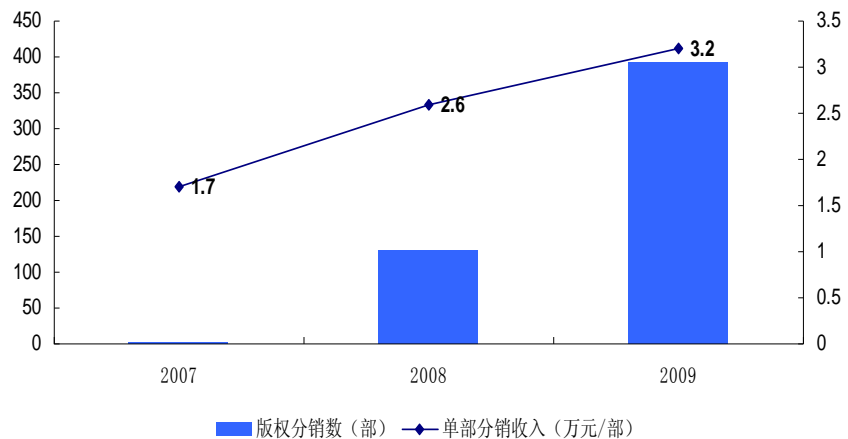
图表 24: 用户使用高清视频的满意度



数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

另外，其他分享式视频网站如果要提高现有的清晰度及流畅度，则意味着其必须再增加两到三倍以上的服务器及带宽资金投入才能保证清晰度及流畅度，但正如我们前文所说，对于经历过金融危机后的网络视频行业，现在大规模的融资几乎不可能，所以在几年之内，乐视网在清晰度和流畅度的优势将会在行业中持续领先。

图表 25: 公司高清付费业务用户数和 ARPU



数据来源: 国联证券研究所 公司招股说明书

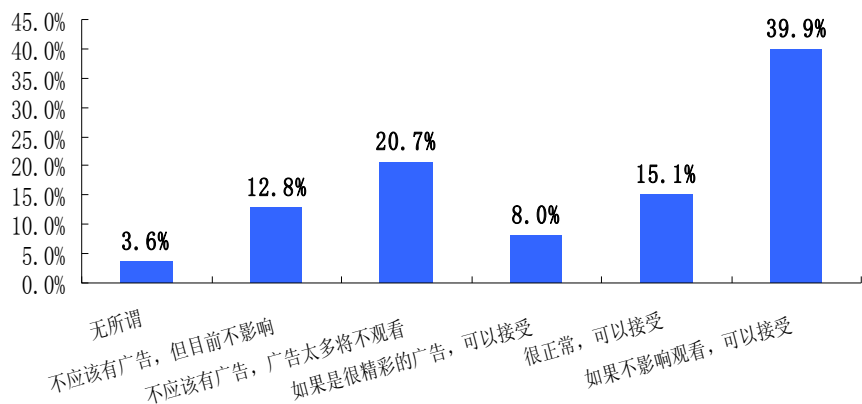
3、为零广告付费

对于免费型的视频网站来说，网络广告的收入至关重要，但对于付费模式来说，零广告则是吸引付费用户的必然之举。

为何越来越多的人选择网络视频，而不是更多的看电视，比较关键的一个原因就是电视的广告太多，但现在令人担忧的是，网络视频的广告也开始倍增，这对于普通用户来说，并不是不可以接受的，但如果对于高端用户，零广告则是其一直期盼的。

乐视网的付费频道没有设置任何广告，无论是播放页面还是欣赏影片过程中，用户在任何地方、任何时间都无广告干扰，可以专心地享受精彩影视剧所带来的欢乐，尽管大多数用户对于“免费观看+广告播放”的模式已经习惯，但未来纯净的、不受干扰的享受影视剧的背景和环境对于吸引高端付费客户还是极具吸引力的，而这种模式也是借鉴了国外的付费电视（比如HBO）的经营模式，所不同的是，公司更加注重吸引的是高端客户。

图表 26：网络视频用户对广告的态度



数据来源：国联证券研究所 CNNIC

4、为多屏观看付费

一旦成为乐视网的付费用户，不仅可以在电脑上观看精彩影视视频，还可以凭借乐视网的网络超清播放机在电视上观看乐视网的高清视频，另一方面，随着3G上网的快速应用，人们还可以在路和车上利用手机观看影视视频，只要付一个屏的费用，却可以享受三个屏的高清视频，这个对于高端用户确实具有一定的吸引力。

另一方面，对于很多高端用户来说，下载一部电影特别是高清电影少说

也要40分钟~1小时,所以对于直接付费在视频网站上观看最近上映的热门电影,免去下载的麻烦,也就成了自然而然的事情。

当然,除了上述四点外,乐视网的营销方式和付费方式也确保了付费模式的可行。

1、支付手段简易、视频行业中唯一

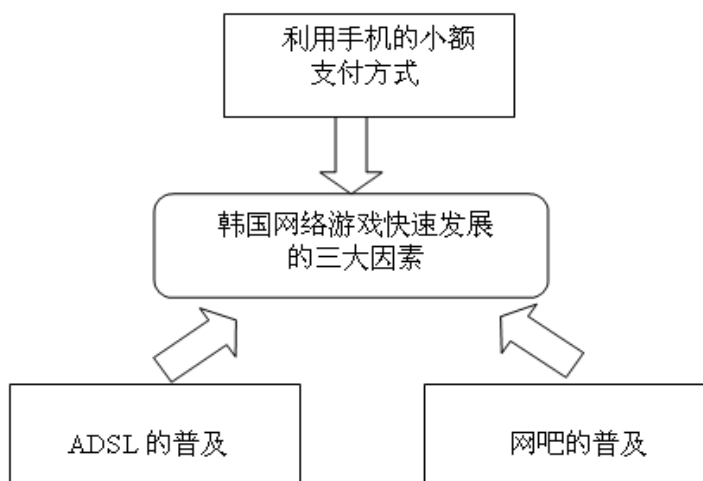
对于付费视频行业来说,首先需要解决的一个技术难题就是收费方式或收费通道问题,公司一开始也为付费用户提供手机话费支付、网银、固话支付等多种付费方式,但实践证明,手机话费小额支付始终是客户最愿意接受的方式。

由于中国联通及中国移动对稀缺资质授予条件非常严格,国内其他竞争对手由于包含盗版在内的一系列问题等原因尚不具备申请资格。

所以公司同时拥有的中国联通手机话费小额支付商资质及中国移动手机话费小额支付商视频业务唯一商户等稀缺资质,在目前国内视频行业还属于唯一一家。

同样值得借鉴的是,在韩国游戏学会担任副会长的魏晶泫所著的《网络游戏产业发展报告》中同样也把韩国付费网络游戏的快速发展就主要归结于手机小额支付的推广,可见小额支付在互联网的支付方式上潜力巨大。

图表 27: 韩国网络游戏快速发展的三大因素



数据来源: 国联证券研究所 网络游戏产业发展报告

2、精确式营销显威力

公司的营销方式主要是采用了“网络整合”的方式进行营销推广，主要是以目标群体的需求为出发点，整合自身和各种网络资源，针对性的开展网络精确式营销，从而达到低成本和高回报的商业目的，**同时这也解释了为何市场上很多人不明白乐视网的付费用户从哪里来的疑问。**

而具体来说，公司的营销方式主要分为五种：（1）搜索引擎营销，包括网站登录、固定排名、竞价排名、优化排名等等；（2）资源合作推广营销，通过网站交互链接、交换广告、内容合作、用户资源合作等方式，在具有类似目标网站之间实现互相推广的目的，像公司今年4月与开心网的合作就是最为典型的一例（3）快捷网址推广营销，即合理利用网络实名、通用网址以及其他类似的关键词网站快捷访问方式来实现推广网站；（4）网络广告推广营销，包括通过网络媒体宣传公司品牌、宣传公司产品或服务。（5）网络联盟营销。

三、三屏合一，付费模式的必然选择

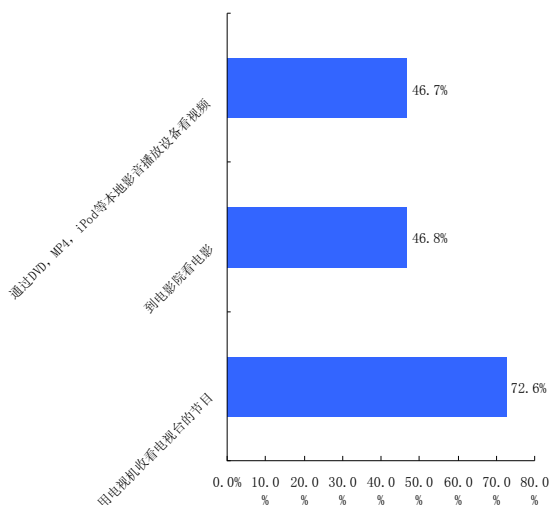
乐视网正在努力实施其一直强调的三屏合一，由于电视和手机具有覆盖目标群体更多，付费习惯更容易接受，更容易吸引广告客户等显而易见的优势，加上政府对三网融合的有力支持，所以三屏合一势在必行。

1、为什么要推广三屏合一

（1）目标客户的全覆盖

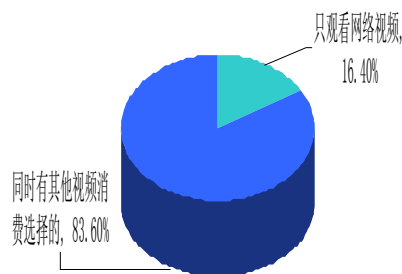
正如我们上文所说，网络视频的用户群体还是过于集中在中低收入和青年群体，而对于高端收入群体和中年群体，以及农村市场网络视频暂时都是无法覆盖的，而随着3G手机的发展，以及乐视网网络超清播放机的推出，将更加有利于对于这一类群体的覆盖，而只有覆盖了这一类群体，才能更加有效地推广付费模式。

图表 28: 网络视频用户对其他视频的消费选择



数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

图表 29: 只观看网络视频的用户比例



数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

(2) 手机付费和电视付费的习惯更为成熟

在免费是王道的互联网世界, 网络视频的付费模式所受到的阻力非常之大, 但对于手机和电视来说, 特别是3G手机和IPTV的推出, 手机和电视增值付费的观念已经得到普遍的认同, 而这正是在互联网上所难以想象的, 所以乐视网积极推动三屏合一, 一方面是希望把在网络视频的收费模式推广到手机和电视上, 毕竟手机和电视上推行收费模式更加容易; 同时也是希望最后反过来由手机和电视的收费模式进一步来增强用户对网络视频付费模式的肯定, 从而通过全媒体的覆盖来推广自己在网络视频行业的付费模式。

(3) 更加有利于广告传播效果

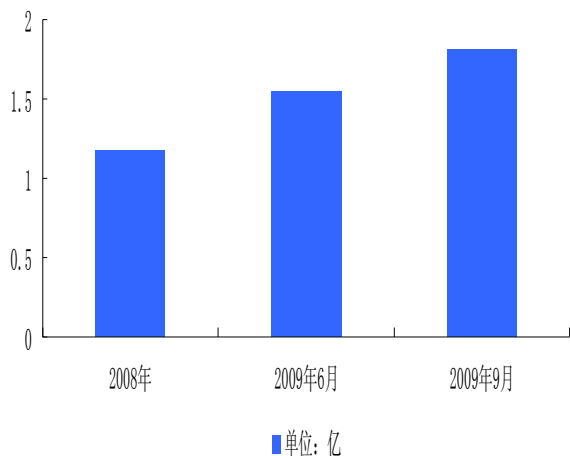
当一个人上网的时候可以看到公司的广告, 而当他上网累的时候, 坐在沙发上打开电视和网络超清播放机的时候, 他仍然可以看到公司的广告, 而当他走出家门, 打开手机欣赏精彩影视视频的时候, 他也一样可以看到公司的广告, 毫无疑问, 这也是广告主所最为乐意看到的结果, 而这种全媒体覆盖的效果也必然带来大量的广告收入从而增加公司的版权购买和技术水平, 从而让这些免费用户向付费用户进行转化。

2、3G手机视频发展空间巨大

公司从成立之初, 就进行了3G手机电视业务筹备, 而在三网融合的大趋

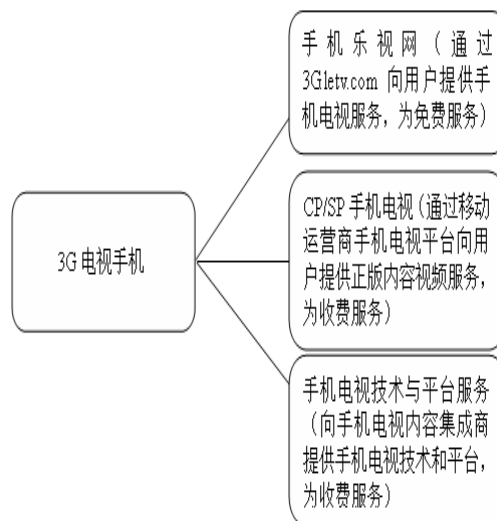
势下，公司将进一步加大对3G手机视频的增值服务。

图表 30: 手机用户规模不断增加



数据来源: 国联证券研究所 CNNIC CR-Nielsen

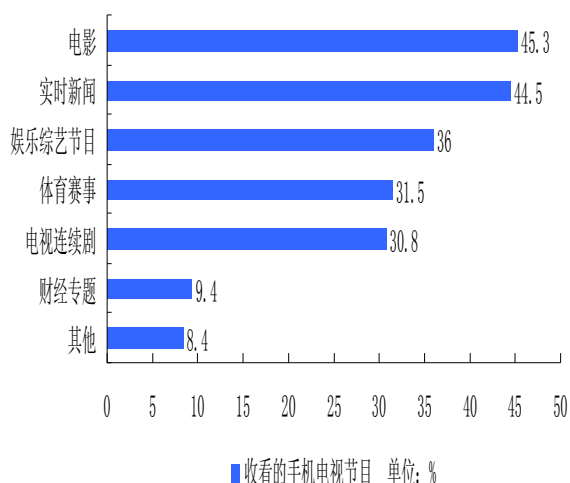
图表 31: 公司主推的 3G 手机视频服务方式



数据来源: 国联证券研究所

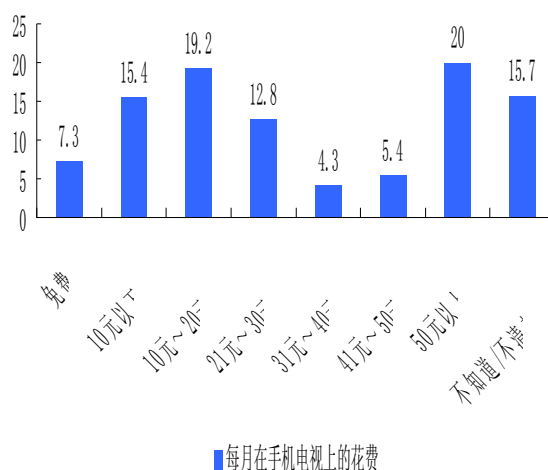
公司主推的3G手机视频主要包括三种服务方式: 手机电视平台合作运营; 3G手机电视WAP网; 手机电视内容集成制作与销售。

图表 32: 手机电视的节目类型



数据来源: 国联证券研究所 CNNIC CR-Nielsen

图表 33: 每月在手机电视上的花费



数据来源: 国联证券研究所 CNNIC CR-Nielsen

3、网络超清播放机引爆家庭娱乐新风暴

“硬件+内容+服务”是公司网络超清机的盈利模式，也是国内前所未有的创新模式。通过网络超清播放机与乐视网 P2P+CDN 视频存储及分发平台连

接，将乐视网的海量正版 720P 及 1080P 超清正版影视剧传输给用户，而用户则可以通过在线观看、下载观看、预存观看等多种方式来享受乐视网上的影视内容。

另一方面，公司推出的超清播放机也是继 DVD，蓝光 DVD 的又一个开创性产品，DVD 曾经在中国风靡一时，后来升级的蓝光 DVD 尽管画面清晰度极高，但由于其价格极其昂贵，且不易盗版，所以并没有在中国普及，公司的网络超清播放机采用最顶级解码芯片 Sigma Designs8655，本地 1080P 主流超清片源无缝播放，在线 720P 高清点播，网际浏览、用电视机畅游网络，7.1 声道顶级发烧装置、支持杜比及 DTS 音频制式，所以观看效果已经达到甚至超越了蓝光 DVD 的画面效果，另外客户还可以到公司各地服务点购买和置换蓝光影视剧，相信未来随着网络超清播放机的口碑效应，将会迎来爆发性的增长。

图表 34: 公司主推的网络高清播放机



数据来源：国联证券研究所 乐视网网站

而公司推广网络超清播放机的营销方式主要是分为五种：

- (1) 将该服务以零售的方式销售，通过传统渠道，例如苏宁、国美等商场进行代理销售
- (2) 通过与中国联通、中国电信及中国移动三大运营商的合作，将播放机产品和服务打包销售给用户
- (3) 与电视机厂商合作，将乐视网超清播放机的软件嵌入电视机内，并提供后续网络超清视频服务
- (4) 在全国设经销商的方式由经销商销售

(5) 电子商务网络销售

3.1 借助网络超清播放机参与合作IPTV，空间无限

乐视网与华为、中兴、青牛、思华、爱立信、贝尔等一共七家成为中国联通 IPTV 平台承担商，共同分享中国联通各试点城市的 IPTV 平台建设。而乐视网也是唯一一家入选的网络视频网站，此次合作主要承担湖北联通的 IPTV 平台建设。

由于乐视网兼具公网和专网技术，并且之前跟中国联通的合作也非常顺利，所以入选中国联通的 IPTV 合作伙伴并不意外，此次与湖北联通的 IPTV 平台建设预计在 12 月完成，到时联通公司将与乐视网展开具体的两方面合作：一是将大规模采购乐视网的网络超清播放机；二是将购买乐视网的影视版权。

一旦公司与湖北联通的合作顺利，随着未来三网融合试点城市的逐步增多，乐视网的 IPTV 合作模式有望推广到全国，从而凭借网络超清播放机和影视版权给公司带来巨大的收益，市场空间巨大。

3.2 推出网络超清播放机，正逢其时

乐视网推出的网络超清播放机的目标是引领家庭娱乐新风暴，这跟几年前盛大隆重推出盛大盒子的情形是极其相似的，但众所周知，盛大盒子最终以失败告终，而归结其因，外因就是主要是“生不逢时”，当时三网融合尚未展开，盛大盒子无形中就成为了广电系和电信系利益斗争的牺牲品，而内因则主要是因为盛大盒子不具备丰富的内容版权，无法吸引更多的人使用盛大盒子，以至于处处牵制于人，所以在那种环境下，盛大盒子的失败是必然的，但现在，随着三网融合的节奏加快，乐视网推出网络超清播放机正是最好的机会。

图表 35: 乐视网网络超清播放机和盛大盒子的对比分析

	乐视网网络超清播放机	盛大盒子
政策环境	三网融合已经开始试点	电信运营商和广电系正处于利益博弈中
价格	超清播放机价格为 2000~3000 元左右, 单月付费 30 元左右	盛大盒子接近当时一台电脑的价格, 单月付费 100 元左右
功能	主要是方便看高清影视	试图可以上网, 玩游戏, 看影视, 意图用盒子代替电脑
与 IPTV 的关系	乐视网入选联通 IPTV 合作伙伴, 是 IPTV 的合作伙伴	存在竞争关系
内容版权	积累了大量影视版权	无
进入门槛	播放机技术短时间内领先, 版权门槛较高	技术门槛较低, 无版权门槛

数据来源: 国联证券研究所

3.3 挺进企业应用的蓝海

未来公司计划进一步拓展企业视频应用这片蓝海, 这包括几个方面: 一方面包括一些具有定向传播需求的企业将会定制视频通道, 同时也用于很多内部的沟通工作包括公司培训讲座的视频点播应用, 这对于在其他地区有很多分公司的企业来说是特别有帮助的。另外, 在礼品市场, 这对于很多金融类企业来说, 可以用作对于客户的礼品馈赠, 应用极其广泛。

四、付费模式成就大视频整合时代王者

经过前几年中国网络视频行业的高速发展, 根数我们上文所述, 现在的中国的网络视频行业已经进入到整合时代, 所以凭借付费模式的优越性和上市的先发优势, 乐视网必将在未来的中国这一波网络视频整合中成为王者。

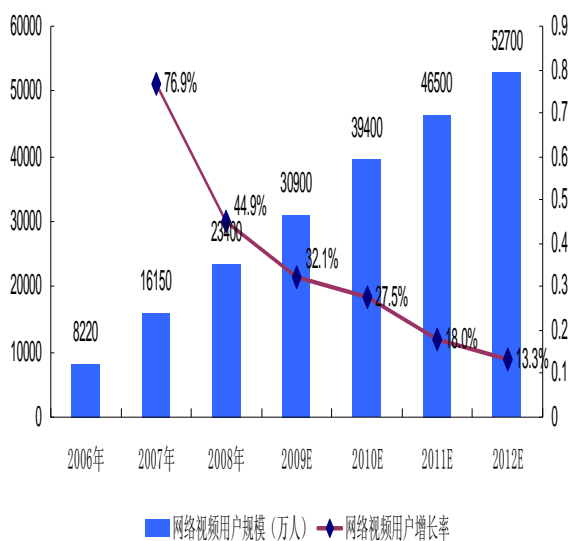
1、网络视频行业进入整合时代

由于网络视频相比于其他传统媒体具备可任意点播, 可回放, 广告少,

互动性强等显著优势，并且由于相关政策的支持，所以近几年，网络视频行业发展极其迅速。

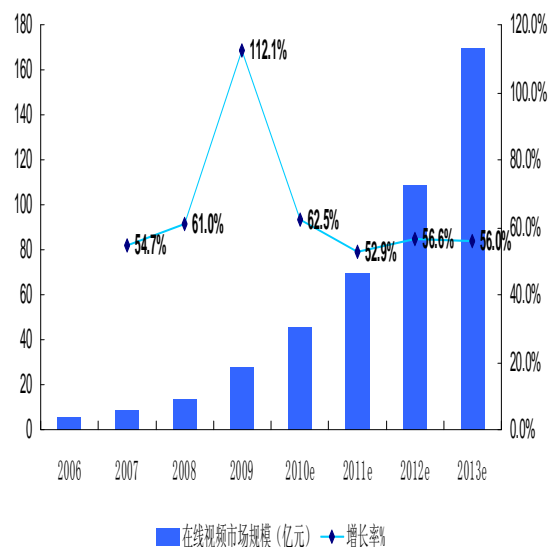
而随着网络视频用户数的不断增加，以及经过金融危机后，广告主对于新媒体的接受程度的进一步提高，所以整个中国的在线视频市场规模也在不断扩张。

图表 36: 中国网络视频用户规模及增长情况



数据来源: 国联证券研究所 艾瑞咨询

图表 37: 中国在线视频市场规模不断扩张



数据来源: 国联证券研究所 艾瑞咨询

但正如我们上文所说，网络视频行业在经历了 2005 年的投资初期，2006 年和 2007 年的高速发展期，2008 年的追加投资，2009 年以后的资金则主要投向了那些可能上市的网络视频公司，另外一方面，随着版权价格的逐步提高以及政府加大对盗版视频打击力度，小的视频网站的生存环境愈发艰难，不得不寻求被收购或者直接宣告关闭网站或转型，中国的网络视频行业迎来了新一轮新的整合风暴，而这一轮整合后中国的网络视频行业也有望迎来像美国的 Youtube 和 Hulu 这样的大型视频网站。

图表 38: 网络视频行业的三个发展阶段



数据来源: 国联证券研究所 艾瑞咨询

2、付费模式为基础, 多点齐发, 欲做大视频时代王者

2.1 版权分销是亮点

随着政府对盗版的打击力度加大, 对于一些盗版视频网站的严厉查处, 同时由于各家视频网站都急于上市 (如果存在盗版情况, 上市后会在一系列的版权诉讼), 所以各个视频网站为了保持其领先地位, 对于一些热门影视都展开了激烈的争夺, 无形中就推动了最近影视版权的价格。

由于乐视网这几年加大对于独家播放权的采购 (只有购买了独家播放权的资格才可以进行版权分销, 非独家播放权不具有版权分销的资格), 包括最近乐视网购买的众多好莱坞男星加盟的《敢死队》和张艺谋的新作《山楂树之恋》便是具有网络独家播放权, 可以进行版权分销。

图表 39: 乐视网版权购买情况综述

授权方式	相关项目	2007年	2008年	2009年
独家信息网络传播权	数量 (部)	35	42	60
	占影视剧总量的比例	18.82%	15.33%	1.80%
	金额 (万元)	48.94	443.5	2863.75
非独家信息网络传播权	数量 (部)	151	232	3203
	占影视剧总量的比例	81.18%	84.67%	98.20%
	金额 (万元)	275	290.64	1929.18
合计	数量 (部)	186	274	3263
	金额 (万元)	323.94	734.14	4792.93

数据来源: 国联证券研究所 公司招股说明书

尽管现在独家网络播放版权价格昂贵，但由于乐视网之前一直坚持的正版权策略和对于影视购买的一套详尽的评估体系，加上其严密的防盗版措施，赢得了众多影视公司的信任，所以乐视网与很多影视公司包括新画面公司，华谊兄弟，保利博纳都保持了一个比较好的合作关系，这为以后购买相关的影视版权奠定了比较好的基础。

图表 40: 乐视网影视购买的评估体系

影视剧类型	电影	电视剧
	首要影响因素	播出电视台的影响力，播出档期
独家信息网络传播权	主创人员的知名度； 电影的宣传、发行力度 影片类型（喜剧、爱情、动、科幻等）的受欢迎程度； 票房情况； 其他重要因素（排名不分先后） 授权期限和权利范围； 制片投资成本； 播出档期； 网络可上线时间； 付款条件；	主创人员的知名度； 电视剧题材； 网民关注度； 授权期限和权利范围； 制片投资成本； 剧集数量； 网络可上线时间； 付款条件；
非独家信息网络传播权	票房收入	收视率

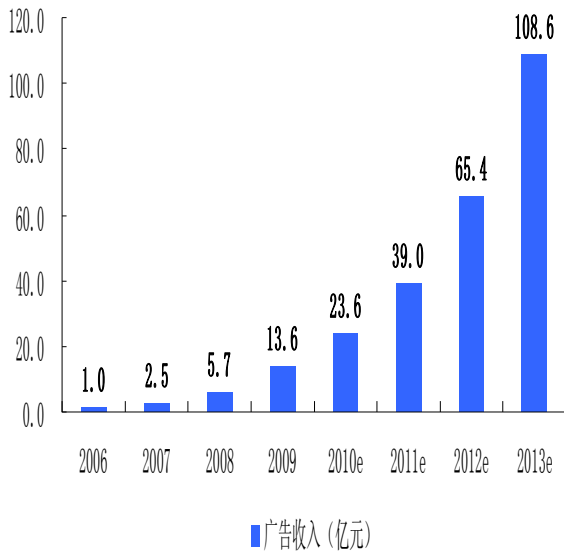
数据来源：国联证券研究所 公司招股说明书

2.2 广告收入奋勇直追

根据艾瑞咨询的报告，从2006年起，网络视频行业的广告收入一直保持着良好的增长势头，短短4年间，网络视频市场规模已经从当初的1亿增长至13.6亿，复合增长率高达92%，预计在未来几年中，网络视频行业还将继续保持年增长60%以上的速度，而到2013年，广告收入将突破100亿大关，达到108.6亿。

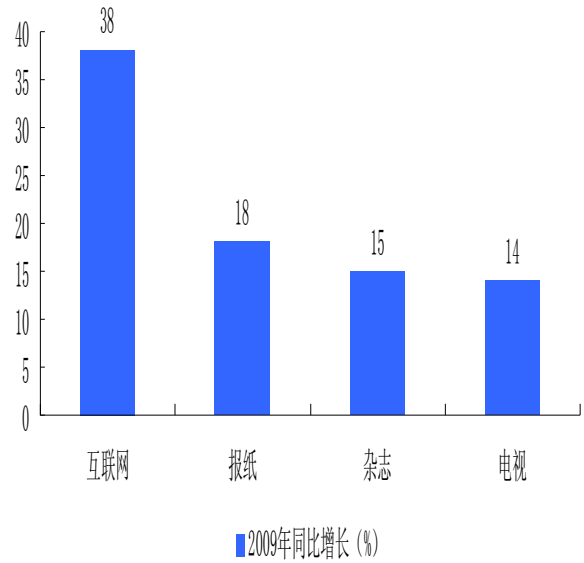
更为重要的是，与之前网络视频广告无法吸引到高端广告客户不一样，由于现在网络视频日渐成为主流群体的上网选择，所以更多广告客户的包括一些高端客户已经考虑在网络视频上投放广告，另一方面，传统媒体的价格也远高于新媒体，因此未来作为传统媒体的很好补充，视频行业的媒体价值也将逐步被市场认可，成为广告主又一个性价比很高的投放渠道。

图表 41: 网络视频广告收入快速增长



数据来源: 国联证券研究所 艾瑞咨询

图表 42: 不同媒体 2009 年广告花费趋势对比



数据来源: 国联证券研究所 尼尔森

乐视网2009年广告收入只有3000多万, 远远低于中国网络视频巨头优酷网几亿的广告收入, 凭借其高端的用户, 以及三屏合一的全媒体覆盖, 同时加上公司近来加大的热门影视版权的购买, 公司的广告收入有望迎来爆发性增长。

未来公司以付费模式为基础, 积极推进三屏合一, 从而努力使付费用户达到稳步增长, 另外公司的版权分销收入和广告收入由于之前基数过低, 在国家进一步打击盗版和公司推动三屏合一的积极影响下, 公司版权分销收入和广告收入有望在未来几年迎来爆发性的增长, 而付费用户+版权分销+网络广告的三位一体经营模式以及上市后品牌的提升和资金的扩充将极其有助于公司在未来几年内网络视频行业整合的浪潮中拔得先机, 从而为未来成为即将来临的大视频王者奠定下坚实的基础。

五、投资建议和潜在风险

投资建议:

我们非常看好中国网络视频行业的发展前景，未来随着三网融合的加快，不仅中国网络视频用户会继续快速增加，同时广告主对于网络视频的投放平台也会更加看重。

乐视网作为国内第一家上市的视频网站，虽然市场和媒体对其质疑很多，但我们仍然坚信其一直倡导的收费为主的模式必将在未来成为网络视频行业必然的选择，同时，随着公司三屏合一的速度加快，以及公司利用上市的首发优势和品牌优势，我们相信乐视网必将在未来网络视频行业的快速发展和整合中成为中国视频行业的王者，我们上调评级至“推荐”。

图表 43: 分业务收入预测表 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	36.91	73.61	133.82	237.27	380.17	667.51
网络视频基础服务	31.63	56.24	86.41	161.87	273.53	473.66
网络高清视频服务	31.58	52.84	73.55	104.44	130.21	182.21
网络视频版权分销	0.05	3.41	12.69	28.43	45.32	85.76
网络超清播放服务	-	-	0.18	29.00	98	205.69
视频平台增值服务	5.28	17.36	47.40	75.4	106.64	193.85
视频平台广告发布	5.28	17.36	36.93	58.62	81.43	161.94
视频平台用户分流	-	-	10.47	16.78	25.21	31.91
其他产品或业务收入	0.004	-	11.92	12.10	12.91	13.30
营业收入合计	36.92	73.61	145.73	254.14	393.08	680.81
主营业务成本	11.82	14.82	44.02	86.75	135.65	258.49
其他产品或业务成本	0.00	0.03	5.53	6.21	6.64	6.82
营业成本合计	11.82	14.85	49.55	92.96	142.29	265.31

数据来源: 国联证券研究所 公司招股说明书

我们预测公司 2010 年, 2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 0.76 元、1.08 元和 1.68 元, 对应 2010 年 10 月 12 日股价的市盈率为 47.88 倍、33.68 倍和 21.65 倍, 我们保守的给予公司明年 40~50 倍的市盈率, 目标价为 43.2~54 元。

潜在风险:

1、行业的政策规定

尽管网络视频服务行业是国家鼓励和扶持的新兴媒体行业。国家出台了包括《2006-2020 年国家信息化发展战略》、《国民经济和社会信息化“十一五”规划》和《文化产业振兴规划》在内的一系列产业政策，支持和鼓励该行业的发展。但另一方面，国家于2007年颁布了《互联网视听节目服务管理规定》，进一步提高了网络视频行业的进入门槛，未来存在政府对视频网站管理、影视内容版权监管以及电信资源等领域进一步规范和管理，这将会对公司的一些业务产生影响，同时，国家加大对中央级媒体的视频网站，例如CNTV的支持，也会对公司的业务带来一定的影响。

2、支付方式依赖性过强

由于公司的支付方式主要通过中国联通的“手机小额支付业务”平台和中国移动的“手机钱包”（名称后改为‘中国移动通信账户支付’）系统进行操作，因此公司提供的支付方式对中国联通、中国移动等电信运营商存在一定依赖性。

3、公司广告客户代理商过于集中

公司的主要广告客户代理商在2007年、2008年、2009年分别占广告收入的比重为100%、54.53%、50.74%，虽然占比呈不断下降的趋势，但仍然占据了超过50% 的份额，一旦未来与主要广告代理商无法合作，将会对公司的广告收入带来一定的影响。

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	66.70	134.56	231.41	394.33	营业收入	145.73	254.14	393.08	680.81
现金	33.56	74.30	138.92	220.79	营业成本	49.55	92.96	142.29	265.31
应收账款	20.38	31.08	44.77	71.48	营业税金及附加	6.47	11.32	17.21	30.21
其它应收款	2.16	6.51	10.93	21.99	营业费用	28.92	50.55	82.94	147.12
预付账款	9.40	20.28	32.35	71.62	管理费用	8.75	17.51	24.10	44.93
存货	1.19	2.39	4.44	8.44	财务费用	0.51	0.12	-1.79	-3.68
其他	0.01	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	4.10	0.00	0.00	0.00
非流动资产	169.81	169.76	168.76	169.72	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	80.50	78.53	74.32	72.11	营业利润	47.42	81.67	128.33	196.91
无形资产	88.50	91.23	94.44	97.61	营业外收入	0.34	0.00	0.00	0.00
其他	0.81	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.07	0.00	0.00	0.00
资产总计	236.51	304.32	400.17	564.05	利润总额	47.70	81.67	128.33	196.91
流动负债	49.50	57.41	74.48	119.68	所得税	3.22	6.12	20.31	29.32
短期借款	40.00	15.00	10.00	5.00	净利润	44.48	75.55	108.02	167.59
应付账款	4.73	9.23	13.44	23.90	少数股东损益	0.01	0.00	0.00	0.00
其他	4.77	33.19	51.04	90.79	归属母公司净利润	44.47	75.55	108.02	167.59
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	74.39	232.63	278.56	346.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.44	0.76	1.08	1.68
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债合计	49.50	57.41	74.48	119.68	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
股本	75.00	75.00	75.00	75.00	成长能力				
资本公积	67.82	67.82	67.82	67.82	营业收入	97.98%	74.39%	54.67%	73.20%
留存收益	44.18	84.08	159.69	277.01	营业利润	49.64%	72.23%	57.12%	53.44%
归属母公司股东权益	187.01	226.90	302.51	419.83	归属于母公司净利润	47.01%	69.90%	42.97%	55.15%
负债和股东权益	236.51	284.31	376.99	539.51	获利能力				
					毛利率	66.00%	63.42%	63.80%	61.03%
					净利率	30.52%	29.73%	27.48%	24.62%
					ROE	23.78%	33.30%	35.71%	39.92%
					偿债能力				
					资产负债率	20.93%	18.87%	18.61%	21.22%
					净负债比率	3.44%	-26.14%	-42.62%	-51.40%
					流动比率	1.35	2.34	3.11	3.29
					速动比率	1.32	2.30	3.05	3.22
					营运能力				
					总资产周转率	0.76	0.94	1.12	1.41
					应收账款周转率	6.36	9.88	10.36	11.71
					应付账款周转率	57.49	36.42	34.68	36.47
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.44	0.76	1.08	1.68
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.83	2.10	2.38	2.69
					每股净资产 (最新摊薄)	1.87	2.27	3.03	4.20
					估值比率				
					P/E	81.92	48.22	33.73	21.74
					P/B	19.48	16.06	12.04	8.68
					EV/EBITDA	71.37	22.52	18.50	17.32

现金流量表				
单位：百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	83.40	210.44	238.34	268.86
净利润	44.48	75.55	108.02	167.59
折旧摊销	26.18	149.62	149.62	149.62
财务费用	0.76	0.12	-1.79	-3.68
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	8.55	-21.79	-27.90	-69.59
其它	3.43	6.94	10.40	24.92
投资活动现金流	-128.18	0.00	0.00	0.00
资本支出	-128.18	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	39.26	-39.33	-28.27	-37.77
短期借款	-25.00	-25.00	-5.00	-5.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	64.26	-14.33	-23.27	-32.77
现金净增加额	-5.50	171.11	210.07	231.09

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我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和询价。我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。我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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。