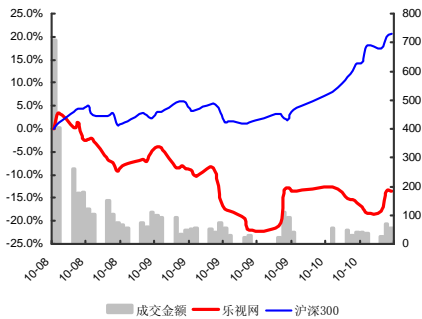


2010年10月21日

评级：推荐（维持）

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

《付费模式成就大视频时代王者》——
2010.10.19

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.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。

乐视网（300104）电信合作项目公告点评

事件：乐视网（300104）于2010年10月20日发布了关于承担中国电信股份有限公司汕头分公司政企客户宽带增值服务合作项目的公告。

点评：

- **正版版权优势逐步体现。**公司从成立之初就一直坚持正版版权策略，尽管成立之初公司的正版版权策略为其增加了很多版权购买成本，并且也曾遭到市场的很多质疑，但从现在看来，无论是乐视网的上市，之前跟湖北联通的合作，以及这一次跟汕头电信的合作，正版版权都起到了关键的作用，未来随着国家对正版版权的支持力度加大，乐视网的正版版权优势将会进一步体现。
- **开创付费用户增长新模式。**此次作为汕头电信的唯一网络视频合作方，主要合作方式是汕头电信首先采购了乐视网的付费高清视频服务，然后汕头电信再将付费高清视频服务提供给其宽带用户，这将进一步稳定增加乐视网的高清付费用户，并且不同于之前的网络联盟营销等推广模式，此次合作的成功也有助于公司未来依靠跟电信运营商的合作从而获得付费用户的快速增长，同时也充分显示了公司的付费模式必然导致其重心是追求从不确定的用户群体中迅速圈定有价值的付费用户，而不是一味追求高流量。
- **建议评级：**公司已经与湖北联通和汕头电信展开了合作（都是作为网络视频的唯一合作方），并且第四季度还将推出旗舰产品——网络超清播放机，另外公司凭借上市后的先发优势和品牌优势，今年版权分销和广告收入有望迎来快速增长，我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.76, 1.08, 1.68，对应当前股价（37.15元）PE分别为48.88倍、34.40倍、22.11倍，维持公司“推荐”评级。

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: 0510-82833507

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。