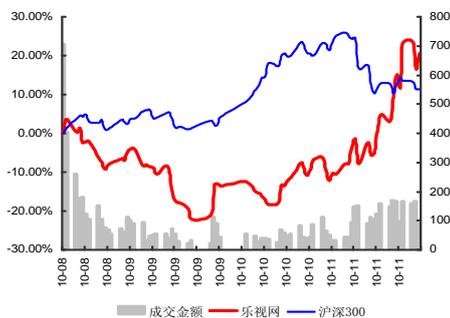


2010年12月3日

——乐视网（300104）联合调研简报

投资评级：**推荐（维持）**

最近52周走势：



相关研究报告

- 《付费模式成就大视频时代王者》——2010.10.19
- 《大视频时代来临，乐视网先行》——2010.09.28

报告作者：

国联证券研究所综合组

何冰冰

执业证书编号：S0590210040004

联系人：

顾佳

电话：0510-82833337

Email: gujia@glsc.com.cn

李斌

Email: lib@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。

事件： 近期前往乐视网（300104）与公司管理层进行了深入的交流和沟通，对公司当前运营和未来发展战略有了进一步的认识。

- **三屏合一，付费模式凸显优势。**公司以网络高清付费为基础，未来逐步发展的手机TV以及即将推出的网络超清播放机，都将稳步增长自己的付费用户，同时公司与湖北联通和汕头电信的合作未来也将是付费用户的**增长亮点**。
- **长视频加正版，彰显对高端广告主的吸引。**乐视网尽管流量比起优酷土豆低了不少，但每日人均访问量以及千次曝光率都比优酷和土豆高，显示公司的视频用户黏性比较高，用户群体更加固定，停留的时间也相对较长，所以从这点来看更加符合广告主的需求，参照优酷和土豆网络广告的成长路径，我们预计公司的网络广告业务未来两年将迎来**爆发性增长**。
- **正版为王，版权分销如火如荼。**随着优酷和土豆的上市，网络视频行业再次掀起了删除盗版风，同时由于政府对于正版保护力度也在进一步加大，公司凭借上市的资金先发优势和跟影视制作方良好的合作关系，以及出色的版权分销能力，在未来**正版影视版权资源日益稀缺**的情况下，公司版权分销业务也有望迎来**爆发性增长**。
- **投资建议。**我们非常看好公司未来在网络视频行业中巨大的发展空间，也预计未来两年公司的网络广告和版权分销有望迎来**爆发性增长**，我们预测公司2010、2011和2012年公司的EPS分别为0.76、1.08和1.68，对应当前股价（51.18元）PE分别为67倍、47倍和30倍，我们**维持长期推荐**的评级。

总论:

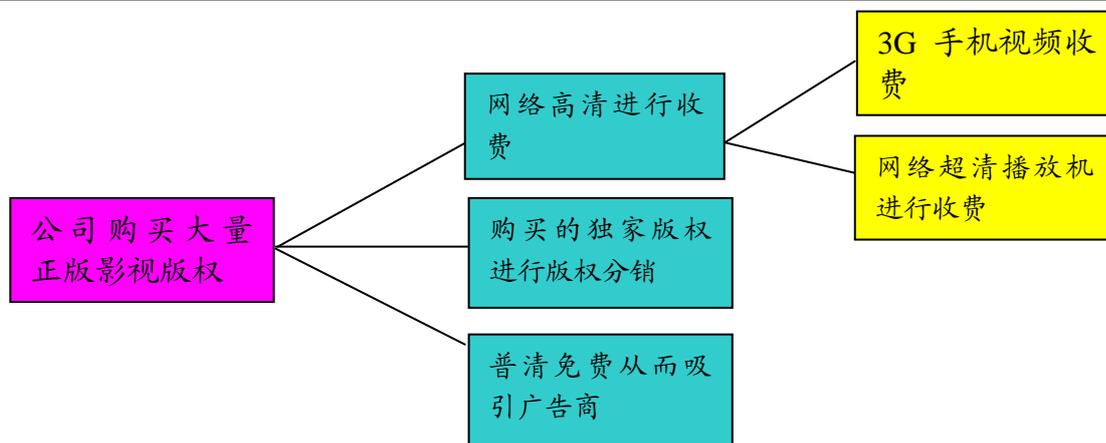
乐视网与优酷、土豆的区别

我们在之前乐视网的深度报告《付费模式成就大视频时代王者》中就已经强调，尽管同样是视频网站，但乐视网最主要的竞争对手并不是市场上所认为的是优酷和土豆，按照艾瑞对于视频行业的分类，像优酷、土豆未来的目标是做视频门户网站；而像CNTV的网络视频网站则是在未来力争做网络电视平台；而像乐视网和奇艺网则是希望未来在影视宽屏方向发展，应该说三者的定位并不相同。

按照优酷和土豆的未来规划，正如优酷在其赴美上市所宣扬的那样，未来其希望走的是Youtube+Hulu（按照我们的判断仍然是以Youtube为主）的战略规划，而这种模式主要还是依赖于免费吸引流量，流量吸引广告的经营方式，是一种以短视频为主的视频网站。

而乐视网和奇艺网则走的是正版长视频路线，是一种类似于Hulu的运营模式，但跟奇艺照搬美国Hulu的运营模式所不同，乐视网是以正版资源为依托，从而构建起高清付费用户、版权分销、网络广告三位一体的经营模式。

图表 1: 乐视网的盈利模式



数据来源：国联证券研究所

优酷与土豆上市对于乐视网的影响？

优酷与土豆的上市对乐视网的发展有利有弊，但主要还是利大于弊。

利端：

(1) 优酷和土豆自从宣布上市以后，已经删去了各自网站中的盗版影视

视频，特别是一些极受欢迎，点击率很高的美剧和韩剧，而这对于乐视网这类一直坚持正版的视频网站将绝对是利好，特别是随着乐视网未来加大对美剧版权和韩剧版权的采购，将有助于吸引更多用户关注乐视网，从而增加付费和提高网络广告收入。

(2) 优酷和土豆上市前公布的财务数据，特别是网络广告的快速增长，让人对于乐视网之前高速增长的怀疑彻底打消，同时也加大了对乐视网后起之秀的期待。

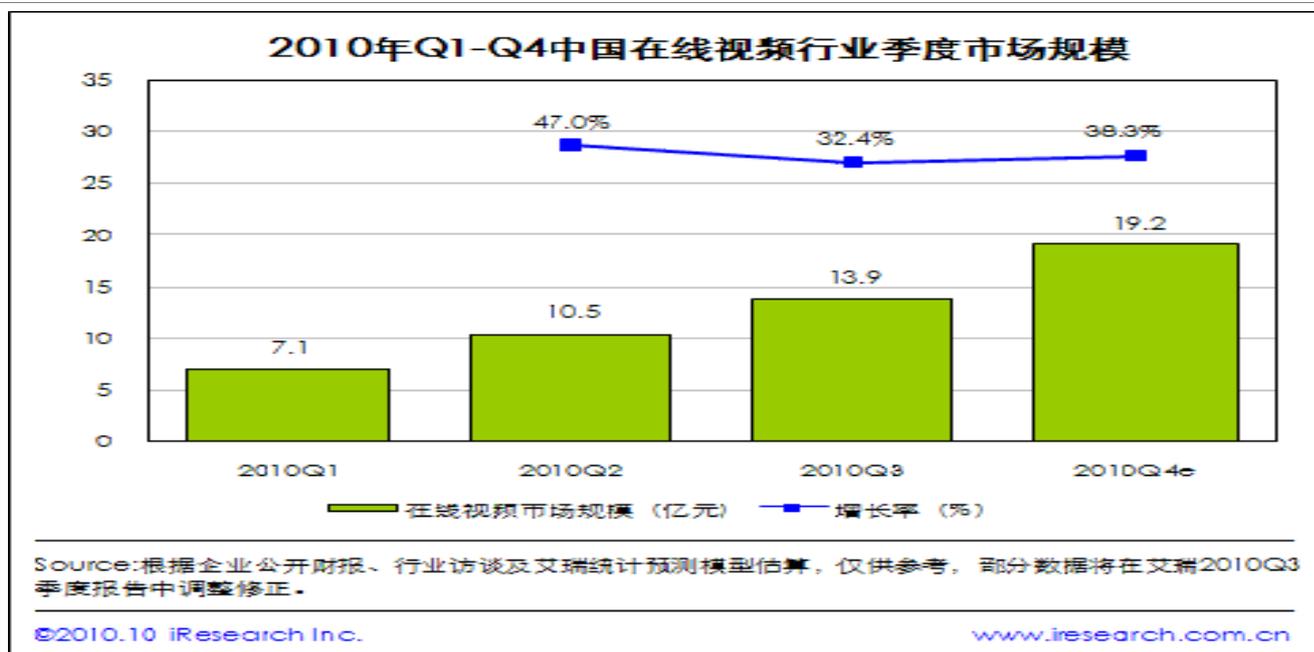
(3) 加大了市场对于网络视频行业的关注，特别是改变了之前一些市场上对于网络视频行业就是烧钱的观点，网络视频未来应用空间巨大已经逐步得到市场的认同，也有利于乐视网的未来投资价值的再评估。

弊端

(1) 优酷土豆上市后由于删除了大部分盗版，必然会花重金购买正版版权，从而提高了市场上的版权价格，增加了公司的运营成本。

(2) 优酷和土豆上市后，必然要寻求加快盈利，乐视网的付费盈利模式有可能遭到优酷土豆或者其他视频网局部的山寨和威胁。

图表 2: 网络视频行业快速增长势头不减



数据来源：国联证券研究所 艾瑞咨询

一、三屏合一，付费模式凸显优势

付费用户为什么付费

为影视版权付费，为高清高流畅付费，为零广告付费，为多屏观看付费（详见乐视网深度报告《付费模式成就大视频时代王者》）

公司发展付费用户的营销方式

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。通过互联网上的站长进行营销，在成功争取一个付费用户后给予站长一定的返利，未来如果付费用户续费，站长的返利将逐月递减。

手机 TV 发展情况

手机 TV 这一块，公司目前正在考虑引进相关的负责人，另外，公司现在在手机 TV 这一块，现在还是以普清免费为主，未来会逐步考虑发展付费用户。

另外，公司客户端在 iPad 上的下载排名已经进入前五位，主要是基于公司的视频的流畅度和片源都比竞争对手高了一块，用户体验好，未来手机 TV 这一块将会借鉴 iPad 的成功经验，迅速发展手机 TV 业务。

网络超清播放机的特点和应用

公司推出的网络超清播放机是继 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（根据我们现场的实际观看，1080P 的效果确实已经接近于电影院的观看效果，对于高端用户极具吸引力），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，播放机的销售将会迎来快速增长。

图表 3：网络超清播放机性能解析

	功能特点
网络蓝光，1080 超清解码	采用最顶级解码芯片 Sigma Designs8655，本地 1080P 主流超清片源无缝播放（含蓝光视频）
在线 720P 高清影视的在线点播	基于业界领先的 P2P/CDN 技术，实现 720P 高清影视的在线点播，精选正版片源，给您无广告、极速的高清尊贵体验。
网际浏览	支持主流网站的在线媒体播放和浏览访问，可在线观看视频，使用软键盘操作，实现电视上网功能。
高端接口设置	支持 HDMI 高清输出接口，光纤数字输出，同轴数字输出；内置 SATA 接口，外置 E-SATA 接口，实现 6 倍于 USB 2.0 的高速下载接口。
海量正版片源	乐视网目前拥有 40000 多集电视剧，3000 多部电影版权储备，并不断更新最新影视剧。
全环高清 7.1 声道 HIFI 输出	支持最高规格的全环绕高清 7.1 声道输出，支持 Dolby Ture HD、DTS-HD 音频输出制式。
零噪音设计	产品采用了无风扇零噪音设计，外壳采用特殊铝合金材质，环绕一体化成型，流线式快速传导散热，散热度高达 60%，延长产品使用寿命。
超省电后台下载	支持后台下载，下载功耗仅为电脑下载的十分之一，支持 FTP/HTTP 等下载工具，可通过互联网远程查看家中下载进行查询、暂停、取消等远程操作

数据来源：国联证券研究所 公司产品推介资料

网络超清播放机与市场同类竞争对手的优势

首先，市场上的产品，其由于芯片的差异，播放视频的清晰度远远不能达到网络超清播放机的清晰度。

其次，由于市场上的播放机大多是制造商，并没有相关视频版权，所以其后续服务无法跟超清播放机持续更新最新影视大片相比。

最后，关于现在三网融合中提到的 IPTV，同样是两点：清晰度和版权无法跟公司的网络超清播放机相比。

图表 4: 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

网络超清播放机预售价格

而关于超清播放机的价格, LETV-S11 的价格预计售卖 2980 元(含 1TB 硬盘), 而 LETV-S10 的售价则预计为 1980 元。

公司网络超清播放机的营销方式

而公司推广网络超清播放机的营销方式主要是分为两大种(直购和代购):

代购方式:

(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

直购方式:

(1) 电子商务网络销售

(2) 礼品市场销售。通过直接跟招商银行, 杭州银行等大客户洽谈, 从而在礼品市场上进行销售

网络超清播放机与盛大盒子的区别

尽管乐视网推出的网络超清播放机的目标也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 5: 乐视网网络超清播放机和盛大盒子对比分析

	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

公司与湖北联通的合作进展

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，此次合作主要是承担湖北联通的 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，所以很顺利入选中国联通的 IPTV 合作伙伴，此次与湖北联通的 IPTV 平台建设预计在 12 月底完成，到时湖北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以用作 IPTV 的机顶

盒；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。

公司与汕头电信的合作进展

公司与汕头电信的合作，主要是汕头电信向乐视网采购高清付费视频包月卡（原价 30 元/月），但汕头电信可能以 10~15 元左右的价格采购，然后汕头电信再原价销售或赠送给自己的宽带用户，从而乐视网获得稳定的付费用户，而汕头电信则可获得其间的差价收入。

由于宽带用户付费习惯更为自然（可以参考电信推出的互联星空），同时宽带用户也更加适合高清影视视频的播放，所以公司与汕头电信的合作项目试点成功的可能性很大，并且推广起来也比较简单，另外也不会干涉到其他公司的利益，未来公司有望在与电信的合作上取得比较大的进展。

二、长视频加正版，彰显对高端广告主的吸引

公司吸引广告主的优势在哪里

公司吸引广告主的最大优势就是公司是以长视频为主的视频网站，尽管流量比起优酷土豆低了不少，但每日人均访问量以及千次曝光率都比优酷和土豆高，显示公司的视频用户黏性比较高，用户群体更加固定，停留的时间也相对较长，所以这点来看更加符合广告主的需求（公司的广告价格一般也比优酷和土豆这类的分享式视频网站的收费高，一般是两倍），比较优酷和土豆的网络广告增长情况，我们预计公司的网络广告未来两年将迎来爆发性增长。

图表 6: 三家视频网站网络广告前三年收入对比 (单位: 万)

视频网站	2007 年	2008 年	2009 年
优酷	180	3300	15300
土豆	660	3090	11300
乐视网	500	1700	3700

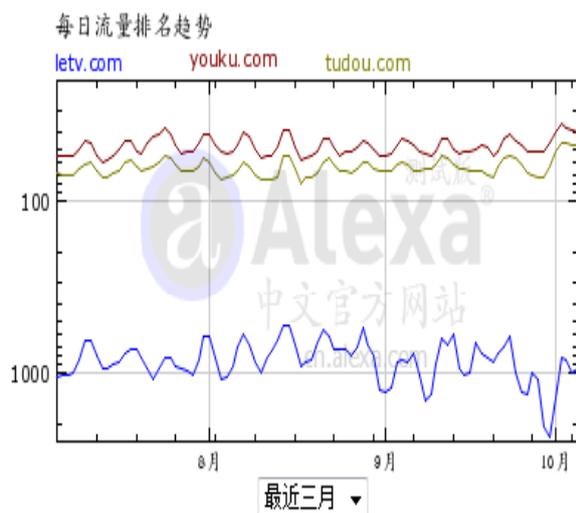
数据来源: 国联证券研究所 三家公司招股说明书

其次, 公司的正版资源也有利于吸引高端广告主 (公司今年现有的网络广告客户中快消品和汽车类网络广告主投放额正在迅速增长), 很难想象在某些盗版视频中会出现一些高端广告主品牌。

另外, 公司上市后的知名度和曝光率迅速提高, 以及乐视网购买的一些热播影视剧的独家版权, 也有利于吸引广告主的目光。

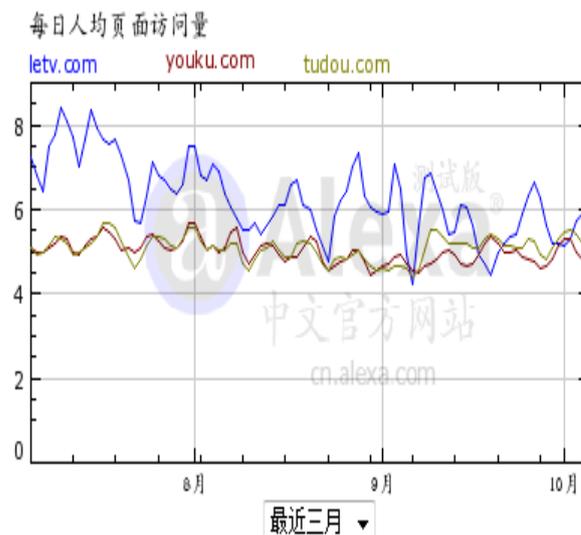
最后, 对于外界普遍担忧的新锐立广告公司占据公司网络广告代理份额过高的情况, 按照今年的网络广告代理收入统计, 新锐力广告公司的网络广告代理今年有望降到 20% 左右, 广告代理的集中度进一步降低。

图表 7: 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 8: 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

三、正版为王，版权分销如火如荼

公司存在的版权期限问题

公司确实存在着版权到期的问题，同时也依然存在着一些误解，公司之前签订的大多数版权期限确实是3~5年，但今年签订的很多版权已经是7~15年，另一方面，公司之前签订的大多数版权在1~2年已经能收回成本。

同时由于公司与其他影视公司之前良好的合作关系，所以续约的难度不大。另外由于公司采购多数版权的年代还是盗版满天飞的时代，所以公司那时敢于投入重金采购版权，在业内树立了比较好的口碑，也有望赢得续租。最后，公司上市后有着资金的先发优势，就算最后打价格战，公司也未必处于劣势。

图表9：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

市场上版权价格上涨的风险

首先，与市场预料的不同，版权价格上涨对于公司未必是坏事，因为版权价格上涨，公司的版权分销价格也在上涨，就像石油价格上涨，自然打的价格也上涨一样，所以公司可以通过版权分销把成本收回来，对于公司影响并不大。

另外，要说明的一点是，公司购买的独家版权不仅包括了网络播放版权，还包括了手机，电视，大巴，网吧等终端的播放版权。

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

但另一方面，由于版权价格的快速上涨，很多小的视频网站根本无力购买，但同时国家现在对于盗版视频网站的管理严格，反而会淘汰一批小的视频网站，这反而有利于网络视频行业的集中，反而会对公司有利。

公司有着自己的一套独立的购买评估体系，并不会盲目的追逐热门影视作品，公司预计每年投入 1 个多亿左右的资金去采购每年的热门影视节目，并且未来依然会优先考虑与合作时间比较长的影视公司，例如张伟平的新画面公司和小马奔腾公司以及华谊兄弟。

另外，值得强调的一点是，随着优酷和土豆大量删除自己的美剧影视资源，乐视网未来也有望进一步拿下美剧和韩剧的大陆版权进行分销，这个将是未来公司版权分销业务增长的最大亮点。

图表 11: 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； 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

四、投资建议

我们在今年 9 月 28 日《大视频时代来临，乐视网先行》报告中，就在市场对于乐视网一片怀疑的环境下率先肯定了乐视网的付费发展模式，并且提示了乐视网未来存在的投资机会，随后我们在 10 月 19 日发表的乐视网深度报告《付费模式成就大视频时代王者》中，重点阐述了乐视网的付费模式的可行性和发展空间，并上调公司评级为推荐，并在市场中率先给出了公司未来 6 个月的第一目标价（43 元）和第二目标价（54 元）。

公司现今股价（12 月 2 日收盘价 51.18 元，之前最高价 54.87 元）几乎已经达到我们的第二目标价，而根据我们的分析，快速上涨的最主要原因是四个：1、优酷和土豆的上市重新燃起市场对于网络视频行业的兴趣。2、随着政府对于正版的保护力度加大（比如规定以后网吧和长途大巴上看影视视频要付费）以及很多视频网站由于急于上市，从而主动删掉很多盗版影视视频（一旦存有盗版影视视频，上市后被告侵权损失会很大），从而再次凸显了正版的稀缺性价值，而乐视网正是正版的最有力支持者。3、正如我们上文所说，优酷和土豆赴美上市公布的相关数据，包括网络广告增速都是惊人，这一方面打消了市场对于乐视网所公布的快速增长的数据的怀疑，同时由于乐视网的相关数据离优酷和土豆还有不小的差距，未来增长空间巨大。4、公司与联通和电信的合作，并且公司率先取得了例如《敢死队》《山楂树之恋》的独家版权，一方面让市场看到了公司上市后的先发优势，同时也再次打消了市场对于公司的很多疑虑，从而开始用肯定和鼓励的眼光来看待公司未来的发展。

潜在风险

虽然我们在之前报告中充分肯定了乐视网的付费网络视频发展模式，但伴随着公司的快速发展，公司运营的相关风险也在不断增大：

1、随着正版资源稀缺性价值的日益显现，各家视频网站对于正版版权的采购力度都将进一步加大，**正版版权（特别是独家版权价格）逐步增高，将会提高公司的采购成本。**

2、公司即将推出的网络超清播放机，由于现在市场上类似产品已经比较多，竞争压力会比较大，同时播放机的用户使用体验能否达到公司的预期，**存在很大不确定性。**

3、公司的正版高清付费模式已经受到市场的肯定，奇艺的经营路线已经跟公司的经营极其相似，未来存在更多的竞争对手进入这个市场，公司的付费视频市场份额能否保持领先存在疑问。

4、公司与联通和电信的合作有可能与广电系统产生利益冲突，存在政策性的风险。

投资建议：

尽管公司存在我们所说的上述的经营风险，并且公司与优酷和土豆也确实存在着不小的差距，但我们仍然看好网络视频行业在当今“读图时代”的应用前景，同时我们也看好公司积累的正版资源的价值，有望在未来正版化的趋势中逐步体现。

另外，正如我们之前报告中所提到的，公司无论是跟联通电信的合作，还是现在推出苦心研制的网络超清播放机，都一方面体现了公司上市后的先发优势，同时也再次彰显了管理层对于未来争夺网络视频行业付费用户市场的雄心。

我们非常看好公司未来在网络视频行业中巨大的发展空间，也预计未来两年公司的网络广告和版权分销有望迎来爆发性增长，我们预测公司 2010、2011 和 2012 年公司的 EPS 分别为 0.76、1.08 和 1.68，对应当前股价（51.18 元）PE 分别为 67 倍、47 倍和 30 倍，我们维持长期推荐的评级，

但同时提示投资者由于公司近期股价涨势过猛，存在调整的压力，同时公司现今过高的股价也并不利于公司未来施行股权激励方案，从长期来看，会给公司带来一定的风险。

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	114.57	208.24	369.80	营业收入	145.73	254.14	393.08	680.81
现金	33.56	54.31	115.75	196.26	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	81.68	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	284.33	377.00	539.52	利润总额	47.70	81.68	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	75.56	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	75.56	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%	72.24%	57.12%	53.44%
归属母公司股东权益	187.01	226.92	302.52	419.84	归属于母公司净利润	47.01%	69.90%	42.96%	55.15%
负债和股东权益	236.51	284.33	377.00	539.52	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%	20.19%	19.76%	22.18%
					净负债比率	3.44%	-17.32%	-34.96%	-45.56%
					流动比率	1.35	2.00	2.80	3.09
					速动比率	1.32	1.95	2.74	3.02
					营运能力				
					总资产周转率	0.76	0.98	1.19	1.49
					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	2.68
					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	16.05	12.04	8.68
					EV/EBITDA	71.64	22.62	18.59	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	210.22	237.85	268.32
净利润	44.48	75.56	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	6.71	9.91	24.39
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	170.89	209.58	230.55

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。