公司证券研究报告　乐视网（300104.SZ）　2010 年 12 月 09 日

三屏合一，抢占先机

推荐　调高评级

合理估值区间 60.0-72.0 元

投资要点:

- **公司提前布局互联网电视和手机电视，抢占“三屏合一”先机:** 公司是唯一一家中标电信运营商 IPTV 系统平台建设和宽带平台建设、最早获得手机电视经营牌照、最早研发和推出互联网电视高清播放机的民营视频网站。
- **互联网电视是未来视频传输的大趋势:** 三网融合打开互联网电视和 IPTV 的政策壁垒，光纤接入提速为互联网电视和 IPTV 发展提供网络基础。根据业内权威专家预测，未来 5 年使用互联网传输视频信号的电视用户将超过 5000 万户。
- **公司竞争优势:** 公司希望打造成中国影视剧第一垂直网站，海量正版影视剧内容是公司最大的优势，公司还拥有运营模式优势、率先上市的资金优势和技术优势。
- **视频广告业务高速成长可期。** 2010 年 3 月，中国在线视频覆盖人数达到 2.91 亿人，同比增长 50%，月度有效浏览时间由 2009 年 4 月 4.54 亿小时增加到 2010 年 4 月的 6.82 亿小时。预计 2010-2013 年，视频网站的广告收入将以 105%、76%、80%、67%的速度增长，公司视频广告业务增速要高于行业平均增长水平。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2010、2011 和 2012 年净利润分别为 7015 万元、12000 万元和 19616 万元，同比分别增长 58%、71%和 64%，对应三年的 EPS 分别为 0.70 元、1.20 元和 1.96 元。
- **估值分析**：我们认为 PEG 是对公司估值最好的方法，它反映公司业绩动态成长性。未来 2-4 年我们预计公司能保持 50%-60%的年复合增长率，假设 PEG=1 是长期合理的估值指标，按照 2011 年 50X-60X 的估值水平，公司的合理估值区间为 60-72 元，我们给予公司“推荐”投资评级。
- **风险因素:** 网络影视版权费用持续上升的经营风险；公司未获得互联网电视内容集成平台运营许可的政策风险；公司高清播放机销售情况不佳的经营风险。

主要财务指标:

单位:百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	73.61	145.73	241.49	415.72	719.19
YoY	99.39%	97.99%	65.71%	72.15%	73.00%
净利润	30.25	44.47	70.15	120.00	196.16
YoY	105.92%	46.99%	57.75%	71.07%	63.47%
EPS	0.303	0.445	0.701	1.200	1.962
销售毛利率	79.83%	66.00%	64.80%	62.30%	60.64%
销售净利率	41.10%	30.52%	29.05%	28.87%	27.28%
ROE	21.23%	23.78%	7.03%	10.74%	14.94%

资料来源：中国银河证券研究部

分析师

许耀文，**CFA**
☎：（8610）6656 8589
✉：xuyaowen@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130208091646

孙津
☎：（8610）6656 8846
✉：xuyaowen@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130110014591

投资概要：三屏合一，抢占先机

驱动因素、关键假设及主要预测：

网络视频覆盖受众增长带来广告投放的增长。2010 年 3 月，中国在线视频覆盖人数达到 2.91 亿人，同比增长 50%，月度有效浏览时间由 2009 年 4 月 4.54 亿小时增加到 2010 年 4 月的 6.82 亿小时。预计 2010-2013 年，视频网站的广告收入将以 105%、76%、80%、67%的速度增长，公司视频广告业务增速要高于行业平均增长水平。

互联网电视的发展。三网融合为互联网电视发展打开政策枷锁，光纤接入为互联网电视提供渠道支持。根据深圳广电集团总工傅峰春的预测，2015 年通过电信网接入的电视用户将超过 5000 万。

我们与市场不同的观点：

1、市场认为公司网站点击量远低于优酷土豆等视频网站，对公司盈利能力提出质疑。我们认为不能单纯从点击率的角度来判断视频网站盈利能力，商业模式也非常重要。Hulu 的日均 IP 访问量约 300 万，Youtube 的日均 IP 访问量为 14970 万，Youtube 的 IP 访问量是 Hulu 的 50 倍，但是 Hulu 的盈利情况要远优于 Youtube，这就是两者商业模式不同产生的差异。

2、市场认为公司付费模式缺乏发展前景，我们认为正版化浪潮给网络视频网站带来日益增加的成本压力，拓展付费用户成为主流视频门户的共同选择，Hulu、优酷和迅雷等都纷纷推出收费频道，美国最大的在线影片租赁提供商 Netfix 盈利情况也非常好。

公司估值与投资建议：

我们预计公司 2010、2011 和 2012 年净利润分别为 7015 万元、12000 万元和 19616 万元，同比分别增长 58%、71%和 64%，对应三年的 EPS 分别为 0.70 元、1.20 元和 1.96 元。

我们认为 PEG 是对公司估值最好的方法，它反映公司业绩动态成长性。未来 2-4 年我们预计公司能保持 50%-60%的年复合增长率，假设 PEG=1 是长期合理的估值指标，按照 2011 年 50X-60X 的估值水平，公司的合理估值区间为 **60-72** 元，我们给予公司“推荐”投资评级。

公司股价表现的催化剂：

1、公司获得互联网电视内容集成平台的许可

2、公司高清播放机销售情况超预期

主要风险因素：

1、政策风险：公司未能获得互联网电视相关业务经营资格

2、影视版权持续上涨给公司成本带来压力

3、高清播放机销售情况不佳

目 录

关键假设、敏感性分析.....1
一、公司估值与投资建议.....2
二、公司主营业务简介.....2
（一）网络视频基础服务.....3
（二）视频平台增值服务.....4
三、公司提前布局互联网电视和手机电视，抢占“三屏合一”先机.....5
（一）、未来电视发展趋势：互联网电视与“三屏合一”.....5
（二）、互联网电视在中国的大规模推广已经具备政策和网络基础.....7
（三）、相比其它民营视频网站，乐视网在电视屏和手机屏的布局走在最前列.....9
（四）、乐视网在互联网电视和“三屏合一”产业链中的竞争优势.....12
四、公司分业务成长性分析.....15
（一）、视频广告业务高增长可期.....15
（二）、高清视频付费用户稳定增长.....16
（三）、视频分销高速增长.....16
五、风险分析.....17
附表 1：乐视网（300104.SZ）公司财务预测.....18
附表 2：财务分析和估值指标汇总.....19
附表 3：传媒类公司国际估值比较.....20

关键假设、敏感性分析

公司主要营业收入来自四项业务，即网络高清视频服务、网络视频版权分销、视频平台广告发布、视频平台用户分流业务。我们对公司的业绩预测建立在如下假设前提之下，预计2011-2012年:

网络高清视频服务: 业务受益于新增用户，收入增速约为30%和25%;

视频平台广告发布服务: 业务受益于视频网站受众增长和广告主对视频网站投放量的增长，收入增长速度约为70%和70%;

网络视频版权分销: 业务受益于版权数量增长，收入增长70%和50%;

高清播放机销售: 考虑到定价策略被市场接受的不确定性，我们假设明后年公司销售约2.5万台和8万台高清播放机，均价2500元/台。

期间费用率: 我们假设公司未来管理费用和销售费用率保持在营业收入的27%左右。

所得税率: 我们假设公司实际所得税率7%。

表 1: 公司主营收入预测

项 目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
网络高清视频服务	3,158	5,284	7,355	9,929	12,908	16,135
增速		*67.32%*	*39.19%*	*35.00%*	*30.00%*	*25.00%*
网络视频版权分销	5	341	1,269	3,425	5,823	8,734
增速			*272.11%*	*170.00%*	*70.00%*	*50.00%*
网络超清播放服务			18	0	0	0
增速						
视频平台广告发布	528	1,736	3,693	8,495	14,441	24,550
增速		*228.83%*	*112.72%*	*130.00%*	*70.00%*	*70.00%*
视频平台用户分流			1,047	1,100	1,100	1,100
增速				*-50.00%*	*0.00%*	*0.00%*
高清播放机销售收入					6000	20000
增速						*233.33%*
合 计	3,691	7,361	13,382	22,949	40,272	70,519
整体增速		*99.43%*	*81.79%*	*71.50%*	*75.48%*	*75.11%*

资料来源: 中国银河证券研究部

本文的主要贡献：①、详细阐述乐视网的盈利模式；②、深入分析互联网电视面临的历史机遇；③、全面剖析乐视网在互联网电视和“三屏合一”产业链条中的竞争优势和发展机遇。

一、公司估值与投资建议

我们预计公司 2010、2011 和 2012 年净利润分别为 7015 万元、12000 万元和 19616 万元，同比分别增长 58%、71%和 64%，对应三年的 EPS 分别为 0.70 元、1.20 元和 1.96 元。

我们认为公司缺乏可比的估值公司，因为一方面美国和香港上市的中国传媒类公司的整体估值要远低于国内传媒板块的上市公司（**见附表 3**）；另一方面优酷、土豆和酷 6 等公司都处于亏损状况，无法用 PE 进行比较。

我们认为 PEG 是对公司估值最好的方法，它反映公司业绩动态成长性。未来 2-4 年我们预计公司能保持 50%-60%的年复合增长率，假设 PEG=1 是长期合理的估值指标，按照 2011 年 50X-60X 的估值水平，公司的合理估值区间为 **60-72** 元，我们给予公司“推荐”投资评级。

二、公司主营业务简介

公司是一家以运营影视视频网站为核心的上市公司。公司的业务主要为向用户提供视频服务，包括网络视频基础服务、视频平台增值服务两大项。公司的主营业务收入来源来自网络高清视频服务、网络视频版权分销、视频平台广告发布、视频平台用户分流四项业务。从 2009 年主营业务收入构成来看，网络高清视频服务业务收入占比最高，约为 54.96%。

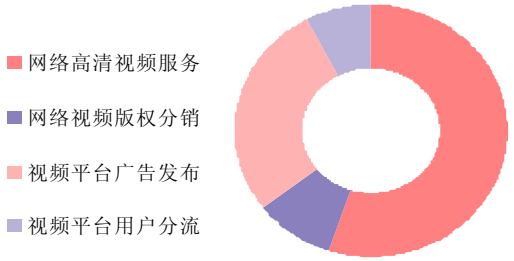
公司的主营业务成本则为摊提费用、CDN 及宽带费、工资及福利等多项内容组成。其中占比最大的摊提费用在 2009 占比约为 57.29%（公司的摊提费用主要是包括公司购置的服务器、交换机、网络视频版权的摊提费用）。

2008-2009 年的收入增长率分别为 99.39%、97.99%；净利润增长率则分别为 106.05%、47.01%。

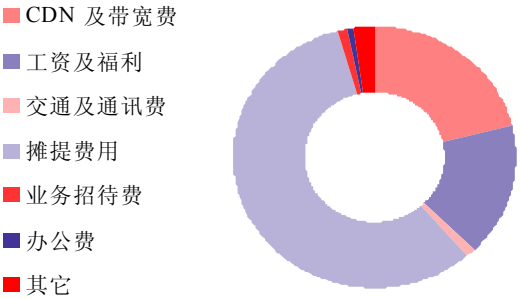
2010 年 1-3 季度，公司营业收入为 17,305.32 万元，同比增长约 66.96%；归属公司股东净利润为 5,052.42 万元，同比增长约 65.39%。毛利率约 66%。

图 1：2009 年公司主营业务收入构成

图 2：2009 年公司主营业务成本构成

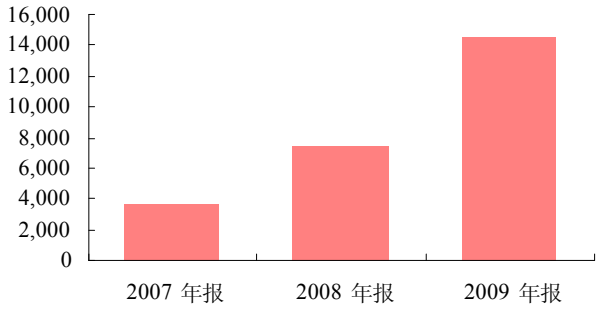


资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部



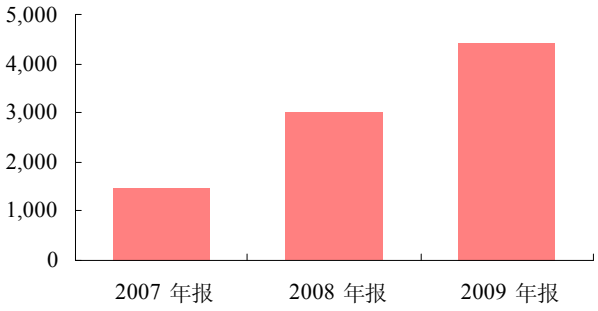
资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

图 3：2007-2009 年公司总收入增长情况　　单位：万元



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

图 4：2007-2009 年公司净利润增长情况　　单位：万元



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

（一）网络视频基础服务

表 2：公司网络视频基础服务业务板块

服务类别	服务分项	服务内容	目前收入能力
网络视频基础服务	互联网视频基础服务	网络高清视频服务	2009 年收入为 7354.63 万元
		网络标清视频服务	免费
		网络超清播放服务	待确定
		个人 TV 服务	免费
		企业 TV 服务	收取技术服务费
	手机电视基础服务	手机电视技术和内容服务	收取技术服务费和内容服务费
		3G 手机乐视网服务	免费
	网络视频版权分销服务		2009 年收入为 1268.62 万元

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

网络视频基础服务是依托互联网视频门户“乐视网”和免费客户终端“乐视网络电视”，为免费用户提供网络标清视频及个人 TV 服务，为付费用户提供网络高清视频及企业 TV 服务；同时，利用拥有的独家网络影视剧版权资源为合作方提供版权分销服务；手机电视基础服务是基于手机电视门户 “3G 乐视网（3g.letv.com）” 以及手机电视客户端软件，为手机用户提供网络视频点播和直播服务，并可借助技术研发和内容优势，向电信运营商和内容集成商提供技术服务和内容服务。公司将手机电视基础服务业务视为其未来 3-5 年

的重点开拓业务对象以及业绩重要增长点。

8 类业务中，公司已明确盈利方式的业务有网络高清视频服务和网络视频版权分销业务:

网络高清视频服务: 业务收入在公司主营业务收入中占比最大业务，2009 年占比约为 54.96%。其收入方式为公司为用户提供包月、包季度、包半年或包年四类付费观看期的选择。目前最为广泛的仍是包月用户，包月金额为 30 元/月，据公司招股说明书披露，2009 年该业务的付费用户已达到 356.68 万人次。

网络视频版权分销服务: 公司可利用其拥有的独家版权通过分销方式回收版权购买的部分成本。定价方面，公司通常按照版权引进价格的一定比例作为基准价，根据市场供求关系协商确定分销价格，这项业务的收入可根据版权购买费用按一定比例进行估算，波动较大。

网络视频基础服务业务中其他 6 项业务正在培育过程中，其中网络超清播放机计划在 2010 年底推出。手机电视客户端已经推出 iphone、android 和普通 wap 版本。

（二）视频平台增值服务

表 3: 公司业务板块

服务类别	服务分项	目前收入能力
视频平台增值服务	视频平台广告发布服务	2009 年收入为 3693.38 万元，2010H1 收入 xxx
	视频平台用户分流服务	2009 年收入为 1046.89 万元，2010H1 收入 xxx
	网游运营业务	未开展

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

视频平台增值服务包括视频平台广告发布服务、视频平台用户分流服务、网游运营业务 3 类。视频平台增值服务主要是公司借助其网络视频基础服务产生的用户群为广告客户提供广告发布的服务，为具有相关用户群体的网站提供视频平台用户分流服务。

3 类业务中，公司已明确盈利方式的业务有视频平台广告发布服务和视频平台用户分流服务业务:

视频平台广告发布服务: 采取以显示次数收费为主，并以展示时间、展示位置的不同进行价格调整的模式。该业务的定价核心仍然是视频用户量，以此为基础产生广告发布服务基本的供求价格。

视频平台用户分流服务业务: 收费标准通常视合作方需推广或销售的产品或服务的特性而定，目前在和网络游戏服务提供商合作时的收费标准为按照标的物实际收入的一定比例进行分成，收入较不稳定。

三、公司提前布局互联网电视和手机电视，抢占“三屏合一”先机

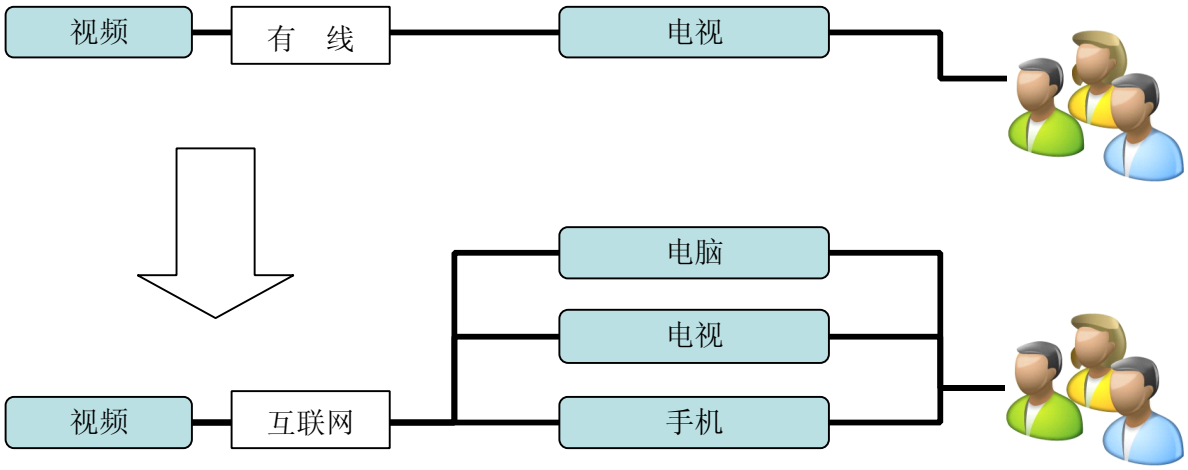
（一）、未来电视发展趋势：互联网电视与“三屏合一”

互联网电视和三屏合一：

我们理解的互联网电视和三屏合一是指通过互联网传输视频信号并通过电脑、电视和手机等终端呈现给观众的视频传输形式。

互联网电视将走融合发展的道路：

互联网电视在中国的发展应该是一种融合的方式，在终端的播放中，既可以包括传统的广播式信号传输，也可以包括 IPTV（电信的互动电视），也可以包括互联网视频点播服务（视频网站），相同的一点是互联网成为共同的传输渠道，实现“三屏合一”。



IT 与互联网巨头都在积极布局互联网电视和播放机（机顶盒）

- **苹果：Apple TV 机顶盒**

2010 年 9 月 1 日，苹果升级第三代 AppleTV

跟 iPhone 和 iPad 同宗的 iOS 操作系统，让 AppleTV 先天就是以互联网带宽作为内容管道，根本不需要在意包月收费的有线电视网，也不需要在意频繁更换解码器的卫星台。

更关键的是，第三代 AppleTV 不再像前两代那样采取标价售卖视频内容的电子商务模式，而是开启了 99 美分的视频节目租赁服务。

- **Sony ： 基于 Google TV 的互联网电视和蓝光播放机**

索尼发布全球第一台基于 Google TV 平台的互联网电视，命名为 Internet TV GT1 系列，第一批产品包括四种尺寸的型号，10 月 16 日在 Sony Style 商店、10 月 24 日在 Best Buy 开卖。24 寸 599.99 美元，32 寸 799.99 美元、40 寸 999.99 美元、46 寸 1399.99 美元，除 24 寸外其余三款为 LED 背光机型。蓝光播放器售价是 399.99 美元。

这些电视都支持 Wi-fi，遥控器为内置鼠标的键盘。使用 Google Andriod 操作系统，并直接内置 Chrome 浏览器、搜索、Google 地图等多个互联网服务，使用英特尔 Atom 处理器，支持 1080P 高清。允许用户在观看传统电视节目的同时，进行信息查询、浏览等互联网操作。预装了 Netflix、Twitter、YouTube 等应用程序。

- **罗技：基于 Google TV 的机顶盒产品**

罗技于 10 月 6 日推出基于 Google TV 的机顶盒产品，适用于目前的电视机和 HDMI 产品。除了机顶盒基础功能外，还包含视频通话，娱乐控制，流媒体等特性，价格为 299.99 美元。

（二）、互联网电视在中国的大规模推广已经具备政策和网络基础

1、三网融合打破有线网络在视频渠道传输领域的垄断，为互联网电视和 IPTV 的推广打开政策之门。

广电总局对互联网电视和 IPTV 采取牌照管理的方式

表 4：互联网电视、IPTV 和手机电视的牌照管理和业务推广

	牌照	内容提供方	渠道商	业务推广方
IPTV	IPTV 集成播控平台：CNTV 和上海百事通 IPTV 运营牌照：CNTV、上海百事通、杭州华数、中国国际广播电台、江苏电视台、北京华夏安业科技有限公司	牌照持有方与合作方（各地电视台、视频网站等）	电信网络	牌照方+电信运营商
互联网电视	互联网电视集成业务牌照：CNTV、杭州华数、上海百事通、南方传媒、湖南广电 互联网电视内容业务牌照：CNTV、杭州华数、上海百事通	牌照持有方	电信网络+有线网络	牌照方+机顶盒厂商+家电厂商
手机电视	手机电视经营许可牌照：上海百事通、CNTV、南方传媒、中国国际广播电台、中央人民广播电台、北京电视台、乐视网	牌照持有方	电信网络	牌照方+电信运营商

资料来源：中国银河证券研究部

相比 IPTV，互联网电视更具推广潜力

- **互联网电视与有线电视可以共存，广电政策阻力更小**

互联网电视与有线电视可以很好的融合。有线电视提供广播式的视频传输节目，而用户希望选择互动式的视频内容和服务的时候，可以切换到互联网电视的制式，两者互为补充。

IPTV 对有线电视是一种完全的替代关系，所有的视频信号都通过互联网进行传播。

相比之下，广电系统对互联网电视推广的政策阻力更小。南方传媒就已经放弃 IPTV 牌照，选择了互联网电视牌照，以避免与集团控股的有线电视网络的直接竞争。

- **当前的互联网电视模式对电信带宽的需求量更低**

传输视频信号尤其是传输高清信号对带宽的要求非常高。在 ADSL 接入方式下，IPTV 即使是传输多个频道的 720P 信号视频节目都存在带宽上的障碍。

目前的互联网电视可以通过有线电视的方式传输广播式信号，而只通过互联网传输双向互动的视频点播业务，这样对带宽的需求就大大的降低。

- **海量的内容**

互联网电视可以通过民营视频网站等来源提供海量内容。电信推广 IPTV 在视频内容方面灵活度更弱一些。

- **家电厂商积极推广互联网电视**

家电厂商对互联网电视推广的热情最高。TCl、海信等把互联网电视作为战略发展的重点，纷纷推出互联网电视。

根据市场研究机构 WitsView 的统计，2010 年全球互联网电视市场规模将达到 3980 万台以上，同比增长 184%。预计 2011 年将达到 8100 万台、较今年持续倍增，2012 年更将突破 1 亿台大关。2014 年全球互联网电视渗透率预计超 50%。

2、宽带接入尤其是光纤接入用户规模增长为互联网电视提供渠道基础

2010 年 10 月，我国已经有 12316 万户宽带接入用户，但是宽带接入渗透率仅 28.59%，仍有很大提升空间。

2010 年 3 月，工信部、国家发改委、科技部、财政部等 7 部委联合印发《关于推进光纤宽带网络建设的意见》。根据该意见，到 2011 年，全国的光纤宽带端口超过 8000 万，城市用户接入能力平均达到 8 兆比特每秒以上，农村用户接入能力平均达到 2 兆比特每秒以上，商业楼宇用户基本实现 100 兆比特每秒以上的接入能力。3 年内光纤宽带网络建设投资超过 1500 亿元，新增宽带用户超过 5000 万。

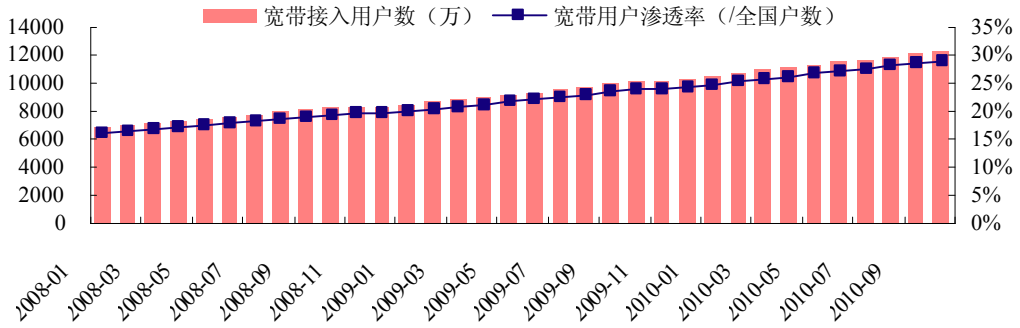
电信运营商把宽带建设尤其是光纤接入作为资本开支的重点。中国电信计划在 2010 下半年和 2011 年增加 150 亿资本开支发展宽带业务，未来 2 年新增宽带用户 2000 万，在大部分地区实现 4M 的宽带接入能力，实现 20M 以上带宽接入能力的覆盖率达到 44%。

从中国联通的数据来看，2010 年上半年中国联通固网宽带用户净增 520.9 万户，达到 4375.9 万户，同比增长 25.3%。2M 及以上固网宽带用户占比达到 84.8%。

从国外的情况来看，世界各国纷纷把光纤接入作为国家发展战略。根据美国国家宽带计划，美国到 2020 年至少有一亿美国家庭实现下行大于 100M，上行大于 50M 的宽带接入，2015 年目标是下行大于 50M，上行大于 20M；德国宽带战略是 2010 年 50M 覆盖 100% 家庭，到 2020 年 50%的家庭至少有 100M 接入；澳大利亚国家宽带计划是到 2010 年 90% 家庭能够 100M 上网，其余 10%家庭可以无线接入；日本一期工程是 2005 年已经实现 3000

万家庭 30-100M 接入；芬兰 2016 年升级到 100M。韩国宽带普及率 93%，平均速率 49.5M，2012 年全国建设 IT 大运河，有线网最高传输速度将达到 1G，无线网平均速度到 10M。

图 5：国内宽带接入情况



资料来源：Wind 资讯，中国银河证券研究部

（三）、相比其它民营视频网站，乐视网在电视屏和手机屏的布局走在最前列

1、公司乐视超清播放机蓄势待发，抢占互联网电视发展历史机遇

公司的乐视超清播放机（Letv-S10/S11）已经研发完毕，一旦获得政策允许，即在全国各大商业连锁渠道开始全面销售。

公司播放机目标客户是追求高品质视频享受的高端客户，因此产品品质和定价策略都在最高端。产品共有两种型号，单价分别为 1980 元或 2980 元。公司计划通过苏宁、国美、全国经销商等渠道进行销售。

公司播放机的主要竞争对手是国际品牌（Apple TV box、Sony TV box 和罗技 TV box 等）和国内品牌（如优朋普乐的 Voole Box）。与这些品牌相比，公司产品的竞争优势在于三点：

1、 硬件优势

公司超清播放机的硬件水平要远高于其它互联网机顶盒。

项目	LETV-S11	LETV-S10
操作系统	Linux	
CPU	Sigma Designs 8655	
内存容量	512MB DDR2	
Nand Flash	256MB	
系统文件格式	NTFS/FAT32/EXT2/EXT3	
内置硬盘	1TB	

2、影视剧内容优势

与其它机顶盒厂商单纯提供硬件不同，公司可以为电视用户提供海量正版片源。公司已经拥有 40000 多集电视剧，3000 多部电影的版权储备，并不断更新最新影视剧。

3、付费渠道优势

公司提供了以手机话费支付为主、网银支付和点卡等支付为辅的多种支付方式供付费用户选择，多样化的、便捷可靠的支付方式方便用户获取网络高清视频服务。在付费网络视频行业具备了支付方式的便捷性优势。

公司是中国联通的“手机小额支付业务支付商”，依托中国联通手机小额支付业务系统，为联通手机用户提供手机话费支付方式，截至目前，公司尚属少数取得中国联通“手机小额支付业务支付商”资格的网络视频服务公司。同时，公司是联动优势科技有限公司（中国移动下属公司）“手机钱包”移动支付业务合作商，通过该合作可为中国移动手机用户提供手机话费支付方式。截至目前公司尚属少数取得中国移动“手机钱包”业务合作商资格的网络视频服务提供商。此外，公司与快钱、易宝等第三方支付公司建立了业务推广和收费合作关系，为用户提供更多可选的支付方式。

政策壁垒

近期媒体报道优朋普乐已经与南方传媒合作开展互联网电视业务，因此我们认为公司获得政策允许的阻力并不大。

公司可能与互联网电视牌照方合作，也不排除申请到单独的互联网集成平台牌照。

2、公司作为唯一一家视频网站中标电信运营商 IPTV 系统平台建设和宽带平台业务招标

中标联通 IPTV 平台，有望参与电信 IPTV 业务拓展

2010 年 9 月，公司发出了《关于承担中国联通家庭宽带多媒体应用业务试验项目的公告》。公司为联通在武汉开展的 IPTV 项目搭建底层平台，促进三屏合一。该平台将于 2010 年年底完成，2011 年开始向用户提供服务。

这是中国联通推动三网融合业务的开始。为了更好的开展三网融合下的试点城市业务推进，中国联通集团于 8 月起召集了 11 家系统厂家，就 IPTV 等业务进行交流，并进行了试点城市厂家的 IPTV 及三屏合一的技术平台选型。9 月 10 日，中国联通家庭宽带多媒体应用业务试验项目承担单位竞标结果出炉，乐视网入围成为电信运营商 IPTV 系统平台设备商。此外，还包括华为、中兴、思华、爱立信、贝尔和青牛入局，7 家厂商将成为中国联通 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。

a）直接收入贡献：平台建设后，公司将参与联通武汉 IPTV 项目终端设备商招标，将拥有向武汉用户输送硬件、内容的优势。

预计联通 IPTV 机顶盒招标将在 2011 年 1 季度举行。若公司顺利中标，按照 400-500 元/个机顶盒的价格计算，拓展 10 万 IPTV 用户即可为公司增加 4000-5000 万元的收入。

武汉的 IPTV 平台中还嵌入乐视网的接口，公司也可以利用该平台推广公司的付费高清视频业务。

b）提升公司影响力：公司可以将乐视网顺利切入中国联通的 IPTV 业务，增强市场影响力。一方面，在平台建设完成后，公司中标后续 IPTV 终端设备的采购可能性很大。公司可以通过所提供 IPTV 盒子嵌入公司视频网站；另一方面，IPTV 的试点城市在未来还会向全国推广，公司可以凭借武汉中标的先发优势向全国拓展用户。

中标中国电信汕头分公司项目，有望向其它城市拓展

2010 年 10 月，公司在中国电信汕头分公司“政企客户宽带业务增值服务合作项目暨

政企客户业务宣传、业务体验及业务维系活动项目”的招标活动中中标。

“政企客户宽带业务增值服务合作项目”是中国电信汕头分公司通过与乐视网合作，采用业务演示、视频点播、网络游戏、业务宣传、客户端速率测试提示电信业务办理等方式培养政企客户的业务兴趣，引导客户选择中国电信的宽带业务及 3G 上网业务。

中国电信汕头分公司从乐视网采购付费高清视频服务提供给其宽带用户，使其宽带用户获得高品质的互联网影视剧 VIP 体验。

目前中国电信汕头分公司约有 20 万宽带用户，若合作顺利，按照 10 万用户的基数，每用户视频服务 10-15 元保守估算，公司每年可新增 1200-1800 万元收入。同时，一旦在汕头获得成功，公司可以将该模式向全国各地电信公司推广。

3、公司是最早在手机电视领域布局的民营视频网站

公司从成立之初就进行了 3G 手机电视业务筹备、布局和规划，为 3G 手机电视业务的开拓奠定了基础，并不断进行技术升级、内容储备、运营经验积累、品牌和用户培育，从而形成了此项业务的先发优势。

2005 年，公司是中国联通第一个手机流媒体业务——视讯新干线的最大内容供应商以及广东联通手机电视内容供应商。

2006 年，公司完成了央视国际手机流媒体电视播控平台并负责对其维护。

2009 年，公司成为首家获得国家广电总局颁发的《信息网络传播视听节目许可证》（手机等手持终端设备）的民营企业，并已成功推出基于手机无线网的手机电视网站“3G 乐视网”（3g.letv.com）以及手机电视客户端软件。

基于对手机电视业务的长期培育，公司在手机电视领域树立了良好的“乐视网”品牌形象，通过为手机用户提供优质的用户体验、丰富的视频内容以及良好的客户服务，公司积累了庞大的客户群，截至 2009 年 12 月 31 日公司累计为 270 万手机用户提供过手机电视服务，公司的品牌和用户优势较为突出。

（四）、乐视网在互联网电视和“三屏合一”产业链中的竞争优势

1、海量正版影视剧内容是公司最大的优势

在互联网产业链条中，对牌照持有方和家电厂商而言，视频内容尤其是影视剧内容资源是它们最缺乏也是最需要的资源，而公司拥有在影视剧内容领域的资源优势，并且可以把这些影视剧资源嵌入到 IPTV 平台或者机顶盒中。

公司是国内领先的影视版权分销商，是国内最早从事影视版权采购和分销的视频网站。

截至 2010 年 4 月，公司拥有电影版权 2.324 部，电视剧版权 43,097 集，版权授权期

限多为 3-5 年。绝大部分是公司在 2008 和 2009 年集中采购获得，这个时期的版权费用价格还比较低，2010 年视频网站的版权成本已经上涨 20%。

表 5：公司版权采购数量快速增长

授权方式	相关项目	2007	2008	2009
独家信息网络传播权	数量（部）	35	42	60
	占影视剧总量的比例	18.8%	15.3%	1.8%
	金额（万元）	48.8、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	81.2%	84.7%	98.2%
	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

资料来源：中国银河证券研究部

公司是行业内较早开始重视版权的网站，因此在早年网络正版版权价格低廉的时候采购了大量内容。这不仅有利于公司现有版权资产的升值，进行分销业务，亦为公司与版权方建立良好关系打下了基础。

尤其由 09 年开始，“正版化”已经成为视频行业的共识，业界对盗版视频的打击力度已经使不少视频网络受到诉讼之累。公司早年积累的影视剧版权、版权方关系、版权估值定价经验帮助公司降低了版权播放成本。

凭借着这些优势以及优先上市融资的优势，公司把版权采购作为战略重点。预计公司在 2011 年将继续投资 1 亿元以上购买正版影视剧，获得 70%-80%热播剧版权。

网络正版化浪潮势不可挡

2009 年 9 月，国内主要的 BT 下载网站被关闭。 2010 年 7 月，中国国家版权局、公安部、工业和信息化部在北京联合启动打击网络侵权盗版专项治理的“剑网行动”。2010 年 10 月，土豆和优酷计划在美国上市，旗下网站开始对盗版内容进行大规模的清理。

公司掌握海量的正版内容，网络正版化无疑有助于公司突出视频网站的内容优势以及拥有资源的升值。

2、运营模式的优势

土豆、酷 6 和优酷等点击率最高的视频网站 2010 年仍然没有实现盈利。在版权价格高涨的情况下，单纯依靠广告的视频网站盈利模式存在巨大的挑战。

2010 年 2 月，迅雷推出正版视频内容点播收费及下载服务。美国 Hulu 也于 2010 年 8 月宣布开始试行一项 9.99 美元包月的收费服务，YouTube 更是考虑“直播收费模式”。优酷网在近期也开始低调测试付费频道，推出 20 元的包月计划服务。这些举措说明提供收费和免费的差异化服务是视频网站未来发展的方向。

乐视网作为国内经营最成功的付费视频网站运营商，其付费的经营模式有助于在差异化竞争中争取到更多的高端用户。

3、率先上市的优势

作为 A 股第一家视频类公司，“首发”优势无疑将大幅增强公司品牌、资金和人力资源能力，为公司长期高速成长创造历史机遇。

乐视网通过在 A 股市场公开发行筹集了大约 7.3 亿元资金。而截止目前为止，作为视频门户行业龙头的土豆、优酷已经过了 4-5 轮的融资，其中土豆网通过 5 轮融资累积融资规模约为 1.35 亿美元，折合人民币约 9.18 亿元，优酷通过 4 轮融资的累积融资规模约为 1.1 亿美元，折合人民币约为 7.48 亿元。乐视网仅通过一次融资就基本达到土豆、优酷几轮累积下来的资金规模，我们认为这是发行上市为公司带来的另一大优势。由于视频网站需要大量资金购买内容版权、购买更多流量等，A 股 IPO 使得公司具备与优酷和土豆等公司竞争的资金实力。

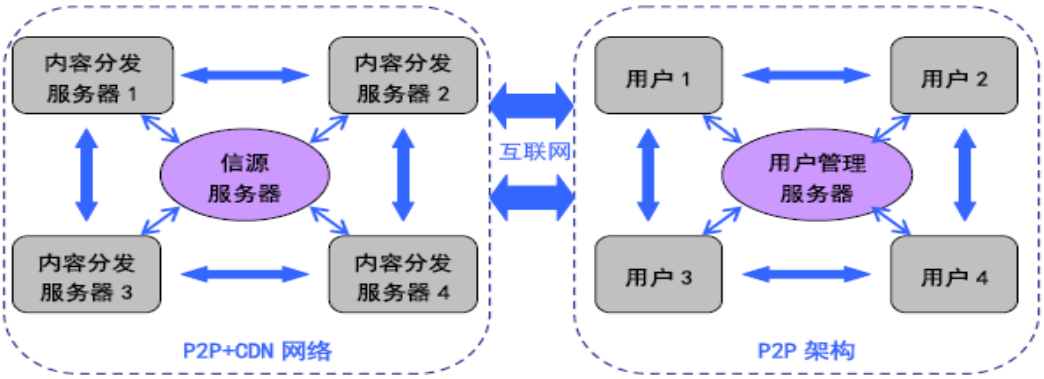
Tudou、优酷已经向美国 SEC 递交上市申请，预计将在近几个月内上市。若两只视频网络股票受到市场追捧，将可能在一定程度上对公司的股价起到正面影响作用。

另外，互联网经济是创意产业，人才是核心竞争力。相比其它未上市企业，公司可以通过股权激励等方式吸引优秀人才，增强人才优势。

4、技术优势

公司以设立之初的“无线流媒体平台与管理系统 V1.0”作为基础，升级开发出目前应用的“流媒体平台与管理系统 V2.0”，该系统融合了 P2P 技术和 CDN 技术，其优势在于克服了单一的 P2P 流媒体技术或 CDN 流媒体分发技术应用的缺点，经提炼融合开发出新型的网络流媒体技术。与单一的 CDN 流媒体分发技术相比，乐视 CDN+P2P 技术不仅支持点播，亦可支持直播；与单一的 P2P 流媒体技术相比，乐视 CDN+P2P 技术不需要等待缓冲，亦不需要安装客户端或插件。总而言之，公司开发的乐视 P2P+CDN 技术与其它单一流媒体技术相比，功能强大、节约带宽资源、运营成本较低、易用性好，更具延展性和兼容性，更具扩张效率。

图 6：乐视 P2P+CDN 技术工作原理图



资料来源：公司招股说明书

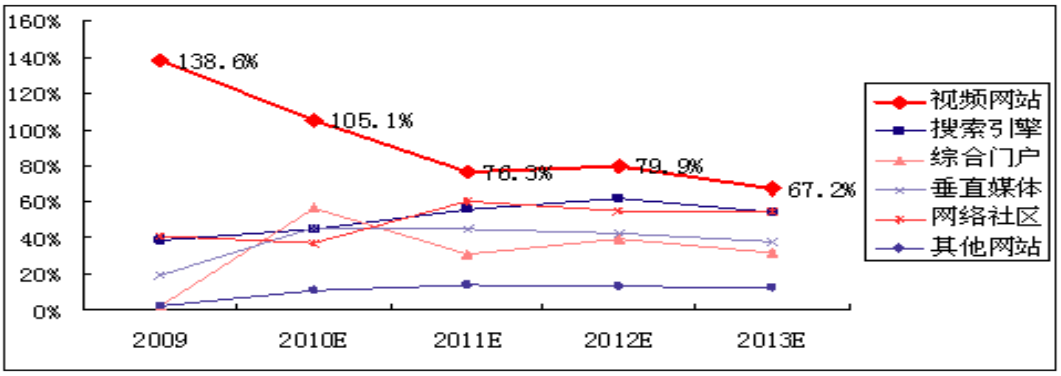
四、公司分业务成长性分析

（一）、视频广告业务高增长可期

近年来视频网站用户快速增长。与此同时，电视作为家庭娱乐中心的地位正在逐渐淡化。据易观国际 Enfodesk 产业数据库的数据，78.3%的网络视频用户减少了观看传统电视的时间。给予这一现象，越来越多的广告客户开始选择网络视频作为分发其广告的平台。根据艾瑞咨询预测，2010-2013 年，视频网站的广告收入将以 105%、76%、80%、67%的速度增长。

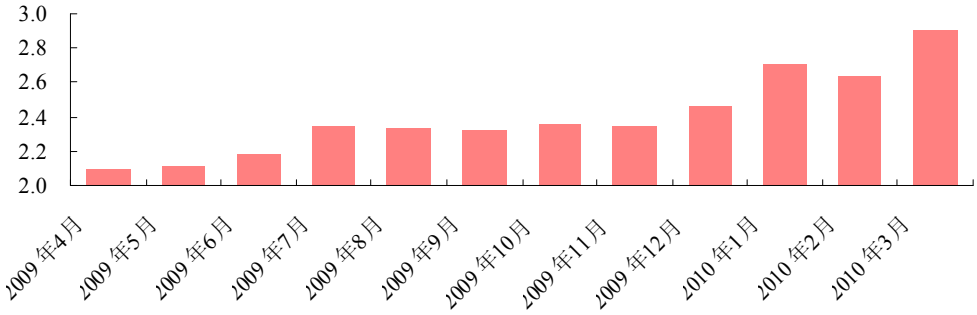
上市对乐视网的品牌效应影响很大。公司在近 3 个月拓展广告客户和拿大项目的能力有明显提升。公司已经拿到通用汽车、光大银行和碧生源等众多一线知名品牌广告，同时公司在 2010 年也逐步建立比较完整的广告团队，并在华中和华南建立广告事业部。考虑到这些因素，我们预计公司视频网站广告收入增速将高于行业平均增长水平。

图 7：2009-2013 年网络广告各细分领域增速预测



资料来源：艾瑞咨询

图 8：中国在线视频月度覆盖人数 **单位：亿人**



资料来源：iResearch 艾瑞咨询，中国银河证券研究部

（二）、高清视频付费用户稳定增长

基于三个原因，我们预计高清视频付费用户将保持30%左右的稳定增长态势:

- 公司上市给公司起到了非常好的品牌宣传的作用
- 公司拓展汕头电信等集团客户也会给公司付费用户带来增长
- 公司高清播放机如果热卖，将给公司带来同等规模的稳定增量付费用户

（三）、视频分销高速增长

首先，根据公司三季报中新增无形资产的数额，我们预计公司于2010年将使用8000万资金购买影视剧版权，与2009年年末相比增长幅度约为90%；2011年使用资金将进一步加大，初步预计约为10000万。公司可供分销的网络视频版权基数增加。

其次，随着网络对盗版视频的打击力度逐渐加大，网络视频版权分销的需求量加大。

我们认为2011年公司的网络视频版权分销业务将得到显著提升，预计2010-2011年业务收入增长率分别为60%、70%。

五、风险分析

政策风险

IPTV 和互联网电视都采取牌照监管的方式，公司如果无法拿到牌照或者与牌照合作方合作，将会影响到公司后续业务如高清播放机的推广销售。

定价风险

公司高清播放机定价较高，存在市场推广不顺的风险。

影视版权费用持续上升的风险

版权价格是公司的主要成本，虽然公司可以通过版权分销缓解成本压力，但是版权价格持续上涨依然会给公司盈利能力带来不利影响。

附表 1：乐视网（300104.SZ）公司财务预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	36.92	73.61	145.73	241.49	415.72	719.19
减：营业成本	11.82	14.85	49.55	85.01	156.73	283.06
营业税金及附加	1.22	2.99	6.47	10.72	18.45	31.92
营业费用	5.81	18.30	28.92	53.13	91.46	158.22
管理费用	2.92	5.65	8.75	12.07	20.79	35.96
财务费用	0.13	-0.83	0.51	0.12	-5.76	-5.94
资产减值损失	0.10	0.96	4.10	5.00	5.00	5.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	14.92	31.69	47.42	75.44	129.06	210.97
加：其他非经营损益	-0.24	-0.01	0.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	14.68	31.68	47.70	75.44	129.06	210.97
减：所得税	0.00	1.42	3.22	5.28	9.03	14.77
净利润	14.68	30.25	44.48	70.16	120.02	196.20
减：少数股东损益	-0.01	0.00	0.01	0.01	0.02	0.04
归属母公司股东净利润	14.69	30.25	44.47	70.15	120.00	196.16
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	-0.17	34.31	29.83	706.28	734.76	749.62
应收和预付款项	9.22	45.99	31.94	98.41	130.35	270.41
存货	0.44	0.43	1.19	1.59	3.54	5.73
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2.47	12.12	80.50	86.28	90.07	91.86
无形资产和开发支出	50.54	50.47	88.50	110.74	172.98	215.22
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	62.51	143.32	231.96	1003.31	1131.71	1332.84
短期借款	0.00	0.00	40.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2.89	0.65	4.96	4.14	12.52	17.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	2.89	0.65	44.96	4.14	12.52	17.45
股本	50.00	59.52	75.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	23.47	66.75	67.82	782.82	782.82	782.82
留存收益	-13.99	16.26	44.18	114.33	234.33	430.50
归属母公司股东权益	59.48	142.54	187.01	997.16	1117.16	1313.32

少数股东权益	0.13	0.13	0.00	0.01	0.04	0.07
股东权益合计	59.62	142.67	187.01	997.17	1117.19	1313.39
负债和股东权益合计	62.51	143.32	231.96	1001.31	1129.71	1330.84
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	9.46	16.51	83.42	44.57	142.72	128.92
投资性现金净流量	-4.97	-31.89	-128.18	-70.00	-120.00	-120.00
筹资性现金净流量	-3.13	52.80	39.26	701.88	5.76	5.94
现金流量净额	1.36	37.42	-5.48	676.45	28.49	14.86

资料来源：中国银河证券研究部

附表 2：财务分析和估值指标汇总

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收益率						
毛利率	67.98%	79.83%	66.00%	64.80%	62.30%	60.64%
三费/销售收入	23.99%	31.40%	26.20%	27.05%	25.61%	26.17%
EBIT/销售收入	40.12%	41.89%	33.07%	31.29%	29.66%	28.51%
EBITDA/销售收入	59.85%	55.17%	51.03%	46.60%	41.44%	38.38%
销售净利率	39.78%	41.10%	30.52%	29.05%	28.87%	27.28%
资产获利率						
ROE	24.70%	21.23%	23.78%	7.03%	10.74%	14.94%
ROA	23.70%	21.51%	20.78%	7.53%	10.89%	15.38%
ROIC	#DIV/0!	49.53%	39.00%	33.19%	36.40%	44.97%
增长率						
销售收入增长率	#DIV/0!	99.39%	97.99%	65.71%	72.15%	73.00%
EBIT 增长率	#DIV/0!	108.17%	56.29%	56.80%	63.17%	66.29%
EBITDA 增长率	#DIV/0!	83.81%	83.13%	51.32%	53.08%	60.22%
净利润增长率	#DIV/0!	106.05%	47.01%	57.75%	71.07%	63.47%
总资产增长率	#DIV/0!	129.28%	61.85%	332.53%	12.80%	17.77%
股东权益增长率	#DIV/0!	139.63%	31.20%	433.22%	12.03%	17.56%
经营营运资本增长率	#DIV/0!	407.77%	-19.53%	180.72%	35.77%	102.89%
资本结构						
资产负债率	4.63%	0.45%	19.38%	0.41%	1.11%	1.31%
投资资本/总资产	95.37%	80.74%	91.29%	31.40%	37.47%	47.69%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	88.97%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.28	123.97	1.40	194.68	69.40	58.78
速动比率	3.13	123.31	1.37	194.30	69.12	58.45
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资产管理效率						
总资产周转率	0.59	0.51	0.63	0.24	0.37	0.54
固定资产周转率	14.93	6.07	1.81	3.64	5.93	10.01
应收账款周转率	4.88	2.89	7.15	4.35	5.53	4.76
存货周转率	26.69	34.50	41.54	53.40	44.24	49.39
业绩和估值指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
EBIT	14.81	30.83	48.19	75.56	123.29	205.03
EBITDA	22.09	40.61	74.37	112.53	172.27	276.00
NOPLAT	15.05	29.55	44.66	70.27	114.66	190.68
净利润	14.69	30.25	44.47	70.15	120.00	196.16
EPS	0.147	0.303	0.445	0.701	1.200	1.962
BPS	0.595	1.425	1.870	9.972	11.172	13.133
PE	338.29	164.28	111.76	70.85	41.42	25.34
PEG	4.95	2.82	1.75	N/A	N/A	N/A
PB	83.55	34.87	26.58	4.98	4.45	3.78
PS	134.63	67.52	34.10	20.58	11.96	6.91
PCF	525.22	301.06	59.58	111.52	34.82	38.55
EV/EBIT	167.78	95.07	77.86	56.75	34.69	20.94
EV/EBITDA	112.48	72.19	50.46	38.10	24.83	15.55
EV/NOPLAT	165.13	99.22	84.02	61.02	37.30	22.51
EV/IC	41.69	25.33	17.72	13.61	10.09	6.75
ROIC-WACC	#DIV/0!	36.03%	25.50%	18.19%	23.67%	29.97%
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

资料来源：中国银河证券研究部

附表 3：传媒类公司国际估值比较

公司	货币	股价	市值	EV/EBITDA		PE			CAGR	PEG	ROE	PB	总资产
		（元）	（百万元）	上财年	本财年 E	上财年	本财年 E	下财年 E	（%）				周转率
综合类互联网服务商													
百度	USD	110.23	38,826	121	57	26	73	45	(25)	(2.93)	37.88	35.40	0.88
雅虎	USD	16.33	21,286	13	11	38	20	18	44	0.45	5.04	1.76	0.45
网易公司	USD	39.77	5,151	12	9	19	16	13	21	0.76	28.56	3.83	0.50
新浪公司	USD	69.25	4,219	41	30	9	40	34	(48)	(0.84)	44.72	3.19	0.29
搜狐公司	USD	76.71	2,910	8	9	20	19	16	12	1.53	29.69	3.94	0.76
搜房网	USD	76.20	1,449	95	17	--	28	18	--	--	279.17	72.58	0.97
前程无忧	USD	51.60	1,455	55	28	87	40	30	72	0.55	8.82	13.38	0.54
金融界	USD	7.14	157	(24)	--	(24)	26	11	--	--	(6.41)	1.48	0.35

腾讯	HKD	175.30	321,585	31	25	61	34	26	55	0.62	53.71	17.82	0.91
太平洋网络	HKD	3.47	3,385	12	--	25	--	--	--	--	23.71	6.02	0.57
慧聪网	HKD	0.76	372	--	--	173	--	--	--	--	1.01	--	0.93
东方财富	CNY	51.70	7,238	--	--	74	73	49	23	3.24	30.93	20.19	0.55
同花顺	CNY	38.01	5,109	46	39	51	49	37	17	2.80	13.47	5.17	0.30
生意宝	CNY	26.91	3,633	70	39	88	64	42	44	1.46	10.72	8.34	0.28
顺网科技	CNY	65.80	3,948	--	56	93	82	53	32	2.53	74.81	55.49	1.43
网络游戏													
任天堂	USD	35.79	40,563	--	--	--	4	2	--	--	17.65	--	0.80
盛大互动娱乐	USD	39.23	2,645	4	7	11	21	18	(22)	(0.95)	20.98	1.70	0.46
巨人网络	USD	7.09	1,605	5	6	13	14	12	4	3.71	15.25	1.75	0.21
畅游	USD	30.56	1,576	19	6	2	9	8	(56)	(0.16)	88.89	13.90	1.15
第九城市	USD	6.42	161	4	--	(0)	--	--	--	--	(17.13)	0.57	0.27
盛大游戏	USD	6.07	1,730	--	5	2	9	9	(48)	(0.18)	74.19	3.16	1.42
完美时空	USD	23.60	1,193	6	6	1	9	8	(61)	(0.14)	52.35	2.54	0.77
金山软件	HKD	4.23	4,737	10	6	12	11	9	12	0.91	26.67	2.43	0.54
网龙网络	HKD	3.68	1,945	5	--	22	40	22	1	55.49	5.99	1.14	0.40
中华网龙	TWD	254.00	22,339	29	17	21	22	18	7	3.02	46.33	8.32	0.77
智冠科技	TWD	146.00	18,619	64	16	18	14	12	24	0.57	22.05	3.74	1.00
游戏桔子	TWD	46.20	7,655	8	8	21	24	16	16	1.57	13.07	2.64	1.13
中青宝	CNY	21.25	2,763	--	55	50	45	32	26	1.71	26.48	12.20	0.42
网络视频&音乐													
酷 6	USD	7.14	157	(5)	--	(7)	--	--	--	--	(34.51)	3.73	0.44
A8 电媒	HKD	2.82	1,305	12	6	12	11	8	23	0.45	24.08	2.27	1.29
乐视网	CNY	--	4,970	--	51	--	70	41	--	--	26.99	19.45	0.72
移动互联网													
空中网	USD	7.30	249	5	--	20	14	14	22	0.61	7.54	1.35	0.68
掌上灵通	USD	1.61	68	619	--	(161)	--	--	--	--	0.09	5.18	0.42
神州泰岳	CNY	63.18	19,965	39	--	58	51	35	28	1.79	21.71	8.70	0.52
拓维信息	CNY	40.00	5,814	42	--	67	52	40	28	1.83	15.20	9.28	0.46
北纬通信	CNY	45.70	3,455	74	72	97	76	55	33	2.34	9.30	8.26	0.41
影视动漫													
意马国际	HKD	0.26	1,460	(5)	--	(0)	--	--	--	--	--	--	0.23
文化中国传播	HKD	0.71	1,376	130	--	(4)	--	--	--	--	(66.99)	2.02	0.47
橙天嘉禾娱乐	HKD	0.63	1,602	11	--	63	--	--	--	--	11.69	1.31	0.71
华谊兄弟	CNY	29.19	9,808	63	--	91	58	42	47	1.25	9.78	6.68	0.51
奥飞动漫	CNY	32.65	8,358	51	--	67	67	54	12	5.76	14.35	7.06	0.68
华策影视	CNY	111.12	6,276	--	58	76	72	52	21	3.39	40.89	26.35	0.84
纯广告													
分众传媒	USD	23.80	3,408	(307)	15	(20)	22	19	--	--	(17.87)	2.96	0.35
航美传媒	USD	7.46	489	(23)	49	(13)	94	15	--	--	(13.21)	3.69	0.46

华视传媒	USD	3.65	263	13	--	10	--	33	(45)	--	10.27	1.22	0.35
白马户外媒体	HKD	4.90	2,592	5	7	82	17	15	131	0.13	1.27	1.00	0.38
中视传媒	CNY	16.50	5,468	27	--	48	44	42	6	7.19	12.87	5.75	0.82
华谊嘉信	CNY	33.03	1,710	--	--	47	48	38	11	4.54	30.90	12.88	2.99
蓝色光标	CNY	36.46	4,375	--	39	68	61	47	20	3.10	25.39	16.07	1.25
省广股份	CNY	47.82	3,939	--	31	56	55	41	17	3.22	37.48	18.35	3.56
北巴传媒	CNY	10.63	4,286	11	--	37	25	21	32	0.78	12.59	3.57	0.77
报纸													
南华早报集团	HKD	1.43	2,232	15	--	16	--	--	--	--	6.90	1.04	0.32
四川新华文轩	HKD	4.42	5,018	5	5	14	10	9	27	0.39	9.58	1.03	0.57
博瑞传播	CNY	18.15	11,177	29	21	41	32	26	25	1.25	22.67	7.04	0.51
新华传媒	CNY	8.16	8,526	40	26	36	35	31	8	4.25	11.61	3.85	0.63
华闻传媒	CNY	5.76	7,834	19	--	48	44	41	9	5.10	7.48	3.20	0.63
粤传媒	CNY	15.70	5,498	(57)	--	(58)	33	33	--	--	(7.47)	4.33	0.21
电子商务													
携程网	USD	44.33	6,555	59	34	62	37	29	45	0.81	27.13	7.29	0.59
e 龙	USD	17.18	407	169	--	279	52	42	158	0.33	1.94	5.20	0.33
阿里巴巴	HKD	13.32	67,205	52	28	66	38	29	51	0.76	20.50	9.87	0.45
焦点科技	CNY	75.22	8,838	61	50	74	60	40	36	1.66	10.92	6.06	0.24
有线网络													
康卡斯特	USD	20.60	56,700	6	6	16	16	14	8	2.14	8.75	1.31	0.32
DIRECTV	USD	40.34	33,632	8	7	42	17	13	79	0.22	24.98	50.21	1.24
时代华纳	USD	31.10	34,499	8	7	18	13	12	22	0.60	6.52	1.05	0.29
DISH	USD	18.42	8,161	5	4	13	9	8	27	0.32	--	--	1.58
东方明珠	CNY	9.13	29,091	48	38	64	47	54	9	5.37	6.54	4.08	0.17
歌华有线	CNY	13.23	14,028	18	16	42	37	36	9	4.05	7.53	2.87	0.26
电广传媒	CNY	24.59	9,993	35	13	351	102	83	106	0.96	1.62	4.90	0.46
天威视讯	CNY	28.55	7,623	15	21	98	83	50	39	2.13	6.43	6.19	0.43
广电网络	CNY	11.38	6,412	16	18	82	58	46	34	1.70	6.62	4.93	0.35
武汉塑料	CNY	16.13	2,863	26	--	620	45	32	337	0.13	3.33	17.95	0.77
数码视讯	CNY	65.90	7,381	--	45	56	55	42	16	3.46	28.35	14.11	0.59
金亚科技	CNY	16.30	2,875	97	--	50	--	--	--	--	10.21	4.32	0.35
出版发行													
皖新传媒	CNY	13.73	12,494	--	--	39	41	36	4	10.88	15.13	5.70	0.89
时代出版	CNY	16.45	6,934	25	--	28	25	24	10	2.65	12.13	2.64	0.69
出版传媒	CNY	11.00	6,060	65	--	48	40	38	12	3.40	9.14	4.02	0.61
*ST 鑫新	CNY	--	3,289	523	--	--	35	31	--	--	(74.34)	42.82	1.09
中南传媒	CNY	11.91	21,390	--	36	32	38	33	(2)	(22.22)	21.73	6.18	0.75

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6－12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6－12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系： 010-66568908