

独家购买华谊兄弟全年电视剧资源 凸显公司获取优质版权实力

推荐 维持评级

分析师: 许耀文 ✉: xuyaowen@chinastock.com.cn ☎: 010-6656 8589 执业证书编号: S0130208091646
分析师: 孙 津 ✉: [sunjin@chinastock.com.cn](mailto:sunjint@chinastock.com.cn) ☎: 010-6656 8846 执业证书编号: S0130110014591

1. 事件

公司1月20日中午发布重大合同公告,乐视网分别与华谊兄弟旗下三家公司于2011年1月19日签订了《信息网络传播权许可使用协议》,从上述三家公司购买了《大时代》等19部电视剧为期3年的独家网络版权,交易金额共计人民币5657万元。

2. 我们的分析与判断

华谊兄弟电视剧属于稀缺性资源,公司取得华谊兄弟独家版权体现公司在版权购买领域实力

公司本次使用5657万元取得华谊兄弟2011年及以后将上映的19部电视剧独家版权,即平均每部电视剧的购买金额约为298万元。按照一部电视剧30-40集计算,每集电视剧约9.9-7.5万元。本次购买的版权期限为3年,版权费用与市场价格接近。

华谊兄弟是国内最著名的影视剧公司之一,电视剧制作生产流程规范,目前年产量已达到500-600集左右,出产的电视剧均在国内电视台的黄金时段播出,销路良好且销售价格较高,其中多部电视剧为播出当年具有较高收视率和一定社会影响力的精品热播剧。近些年,华谊兄弟先后摄制了《少年杨家将》、《嘉庆传奇》、《钻石王老五的艰难爱情》、《恋爱兵法》、《功勋》、《末路天堂》、《远东第一监狱》、《士兵突击》、《大院子女》、《鹿鼎记》、《身份的证明》、《人间情缘》、《南下南下》、《复婚》、《谍变1939》等优秀电视剧。其中,《士兵突击》卫星频道累计播出21次,排名2007年第一位。

华谊兄弟出品的电视剧属于稀缺的内容资源,在优酷、土豆等视频网站大佬们的买剧竞争中,乐视网能够取得华谊兄弟出品的电视剧独家版权,得益于公司与华谊兄弟的长期合作关系,是乐视网长期坚持正版化的结果,凸显出公司在获取优质电视剧方面的优势。

“网络视频去盗版化”浪潮使得优质电视剧资源日益成为视频网站最核心的竞争优势

2011.01.10,最高人民法院、最高人民检察院和公安部出台“关于办理侵犯知识产权刑事案件适用法律若干问题的意见”,该意见的推出对打击网络盗版将产生深远的影响。过于得益于“避风港”原则,视频网站即使有大量盗版视频,也很少受到法律惩罚,而根据新的意见,只要是“以营利为目的”,传播他人作品的实际被点击数达到五万次以上就将触犯刑法第二百一十七条规定的“其他严重情节”。

网络视频盗版减少的另一个原因是视频网站的龙头企业优酷、酷6和土豆等都纷纷上市(或者即将上市),为了规避上市后的法律风险,这些网站必须删除涉及盗版的视频内容,这也使得视频行业盗版情况日益减少。

随着网络盗版的减少,视频网站的核心竞争力将日益取决于是否拥有优质的影视剧内容。

精品电视剧独家版权将直接提振乐视网付费和免费用户规模，吸引更多广告客户

乐视网在上月已经公告公司拿到 2011 年 70% 的热播剧版权，本次签约的 19 部电视剧是该公告的一个延续。

乐视网目前已拥有 5 万多集电视剧、4000 多部电影网络版权，成为国内拥有影视剧版权最多的视频网站。公司此次大手笔的购买电视剧将进一步强化公司在视频内容领域的领先优势，并且对公司各项业务行程全方位的推动。

表 1: 乐视网年度版权采购费用预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E
年度版权采购费用支出	323.94 万元	734.14 万元	4,792.23 万元	10000 万元	15000 万元

资料来源：中国银河证券研究部

从过去 2 年来看，乐视网的全球网站排名不断攀升。最近三个月平均排名 998 位，而最近七天已经攀升到 776 位。公司排名攀升得益于两个方面：1. 上市的巨大品牌宣传作用；2. 优质独播剧对互联网用户的吸引。这两个因素在 2011 年将继续起到重要作用，可以预期的是，热播剧在乐视网独播，必然会带来付费和免费用户的增长。

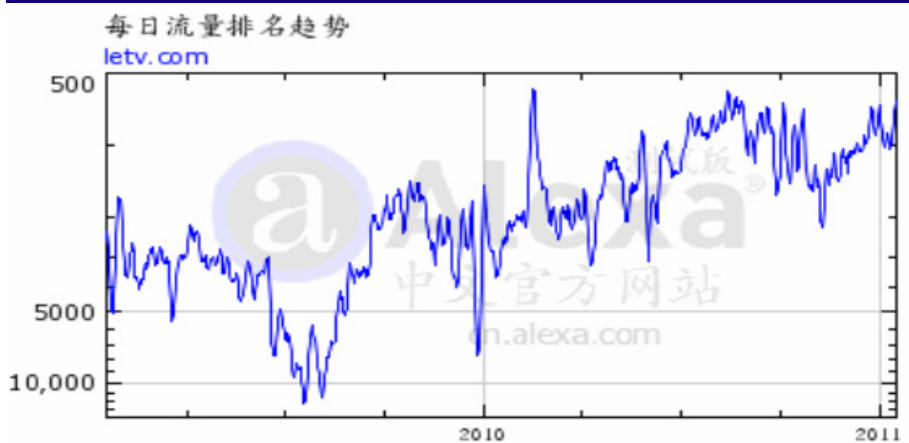
① 随着用户规模的增长，公司将会吸引更多的优质广告客户，公司近期就已经拿到通用汽车、光大银行和碧生源等众多一线知名品牌广告；

② 优质内容的增加也会直接增加公司版权分销的收入规模；

③ 优质内容也会吸引更多的付费用户；

④ 优质内容会强化公司在 IPTV 和互联网电视产业链中的博弈地位。

图 1: 乐视网在全球网站流量排名攀升



精品电视剧独家版权有利于版权分销收入的增长

按照公司过往的经验，普通电视剧网络视频分销的收入大约可以覆盖 1/2 的独家版权购买成本。随着网络视频版权正版化规模的扩大，华谊出品的热播精品剧将吸引更多的视频网站参与分销公司的独家版权，公司所获得的版权分销收入将有可能更高。

3、投资建议

我们预计公司 2010、2011 和 2012 年净利润分别为 7015 万元、11037 万元和 17051 万元，同比分别增长 58%、56% 和 55%，对应三年的 EPS 分别为 0.70 元、1.10 元和 1.70 元，继续维持公司“推荐”投资评级。

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

评级标准

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 100033

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