

联手内容新贵，抢占版权战争制高点

乐视网固定投资新经典四部电视剧点评

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

56.00 元

期限: 3 个月 上次预测:

现价 (2011 年 02 月 10 日): 48.88 元

报告日期:

2011-02-11

报告关键点:

- 内容的独特性和及时性已经成为视频行业新的竞争点
- 联手影视内容新秀“新经典”，进一步巩固公司获取热播剧独家网络版权的优势
- 双重保险开创争夺版权新模式：“固定收益+网络独家版权优先权”

报告摘要:

- 事件: 公司公告拟向新经典娱乐集团(《山楂树之恋》出品方)旗下东阳狂欢者影视公司, 联合投资四部电视剧共4000万元。约定乐视网将于12个月内获得15%固定收益, 并在同等价格下享有该电视剧独家网络版权的优先购买权。
- 内容的独特性和及时性已经成为视频行业新的竞争点。继视频网站上市潮之后, 独特的内容、尤其是热播剧的版权成为视频行业新的竞争领域。2010年, 搜狐视频凭借部分独家热播剧市场份额从3.5%增长到13%, 全年来自视频的广告收入为2800万美元, 占其广告收入的13%。长期来看, 用户停留时间较长的在线长视频广告, 会成为网络广告争夺600亿的电视广告市场的杀手锏, 与电视竞争的路径类似, 独特及时的内容将成为长期的竞争点。
- 联手影视内容新秀“新经典”, 进一步巩固公司获取热播剧独家新媒体版权的优势。这是公司继前期一次性买断华谊兄弟2011年19部电视剧网络独家版权之后, 与娱乐内容产业又一影响较大的公司合作。新经典成立于07年, 是目前娱乐内容制作领域成长较快、影响较大的公司, 代表作有电影《山楂树之恋》、电视剧《血色迷雾》等, 公司的直接合作方东阳狂欢者影视文化有限公司是新经典旗下的全资子公司, 负责电视剧的制作及发行。公司先后与华谊、新经典的电视剧独家网络版权合作, 强化了公司在热播剧独家网络版权领域的核心竞争优势。
- “固定收益+网络独家版权优先权”, 双重保险开拓了公司获取热播剧独家版权的新竞争模式。公司每部剧固定投资1000万美元, 首次汇款起12个月内获得15%固定回报(收回现金1150万元/部), 同时享有同等价格下电视剧独家网络版权的优先购买权。若公司获得独家新媒体版权, 固定回报降为13%; 若未获得该剧独家, 则至少保证非独家网络传播权。这种借助资金优势, 无风险获取独家网络版权优先权的方式, 开拓了公司的新竞争模式。
- 投资建议: 我们预计公司10、11和12年的EPS分别为0.70元、1.13元和1.53元, 对应的PE分别为70、43和32倍, 在震荡行情下, 估值相对合理, 维持“增持-A”评级。视频行业处于高速景气上升期, 公司近期多部热播剧《宫锁心玉》、《风雨》等同步卫视上映, 将分享行业的高速增长, 建议持续关注。
- 风险提示: 版权成本上升过快带来利润率下滑; 高清播放机进展低于预期

总市值(百万元)	4,888.00
流通市值(百万元)	1,222.00
总股本(百万股)	100.00
流通股本(百万股)	25.00
12个月最低/最高	33.40/69.08 元
十大流通股东(%)	5.71%
股东户数	11,483

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(11.28)	27.12	17.39
绝对收益	(11.94)	15.56	13.78

侯利
021-68763972
执业证书编号
王禹媚
010-66581635

行业分析师
houli@essence.com.cn
S1450209070220
联系人
wangym@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	73.6	145.7	234.4	554.9	820.8
Growth(%)	99.4%	98.0%	60.8%	136.8%	47.9%
净利润	30.3	44.5	69.9	113.0	152.8
Growth(%)	105.9%	47.0%	57.1%	61.8%	35.2%
毛利率(%)	79.8%	66.0%	63.9%	54.8%	51.4%
净利润率(%)	41.1%	30.5%	29.8%	20.4%	18.6%
每股收益(元)	0.30	0.44	0.70	1.13	1.53
每股净资产(元)	1.43	1.87	2.82	3.95	5.48
市盈率	171.1	116.4	74.1	45.8	33.9
市净率	36.3	27.7	18.4	13.1	9.5
净资产收益率(%)	21.2%	23.8%	24.8%	28.6%	27.9%
ROIC(%)	50.8%	43.4%	36.0%	44.3%	33.5%
EV/EBITDA	-	-	59.8	38.4	29.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

附一：公司固定投资的四部电视剧简况

电视剧名称	简介及主创	进展
传奇之王	旧上海滩剧。导演、主演：柳云龙（《血色迷雾》导演、男主角；《暗算》主演）	已开拍
北京爱情故事	青春偶像剧。主演为《士兵突击》主要团队：李晨、张国强、陈思成、王宝强、段奕宏、杨幂等	已开拍
喋血孤军	N/A	N/A
悬崖	N/A	N/A

资料来源：安信证券研究中心

附二：

新经典娱乐传媒集团（简称为“新经典”）简介：国内著名影视投资制作发行机构之一，成立于 2006 年，主营电视剧制作、电影制作、网络剧制作、全球节目发行、娱乐营销和艺人经纪等领域，是业内成长最快、产业链覆盖较全面的民营娱乐公司。主要作品包括电影：《山楂树之恋》（导演：张艺谋）、《隐婚男女》（主演：刘若英、陈亦迅、庾澄庆等）；电视剧：《我是太阳》、《血色迷雾》、《秘密列车》、《姐妹新娘》、《你是我兄弟》、《告密者》、《请你原谅我》、《传奇之王》、《北京爱情故事》、《孔子春秋》、《人到四十》等。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-12-1			
						财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E			
利润表						2008	2009	2010E	2011E	2012E				
营业收入	73.6	145.7	234.4	554.9	820.8	成长性								
减: 营业成本	14.9	49.6	84.7	250.9	399.1	营业收入增长率	99.4%	98.0%	60.8%	136.8%	47.9%			
营业税费	3.0	6.5	10.5	25.0	36.8	营业利润增长率	112.4%	49.7%	61.6%	65.2%	33.3%			
销售费用	18.3	28.9	46.9	111.0	164.2	净利润增长率	105.9%	47.0%	57.1%	61.8%	35.2%			
管理费用	5.6	8.8	14.1	37.2	50.9	EBITDA 增长率	81.9%	82.4%	16.2%	58.5%	30.2%			
财务费用	-0.8	0.5	-0.3	0.4	-0.3	EBIT 增长率	105.0%	55.3%	59.2%	66.4%	32.7%			
资产减值损失	1.0	4.1	1.9	3.9	1.4	NOPLAT 增长率	98.6%	52.9%	54.8%	62.7%	34.6%			
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	78.8%	86.7%	32.3%	78.2%	26.2%			
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	139.3%	31.1%	50.7%	40.1%	38.7%			
营业利润	31.7	47.4	76.6	126.6	168.8	利润率								
加: 营业外净收支	-0.0	0.3	1.0	-1.0	1.0	毛利率	79.8%	66.0%	63.9%	54.8%	51.4%			
利润总额	31.7	47.7	77.6	125.6	169.8	营业利润率	43.0%	32.5%	32.7%	22.8%	20.6%			
减: 所得税	1.4	3.2	7.8	12.6	17.0	净利润率	41.1%	30.5%	29.8%	20.4%	18.6%			
净利润	30.3	44.5	69.9	113.0	152.8	EBITDA/营业收入	55.2%	50.9%	36.7%	24.6%	21.6%			
资产负债表						2008	2009	2010E	2011E	2012E				
货币资金	39.1	33.6	74.8	44.4	68.0	运营效率								
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	36	114	117	46	30			
应收帐款	34.6	22.5	67.0	168.5	203.7	流动营业资本周转天数	112	80	51	92	129			
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	237	188	185	163	173			
预付帐款	11.4	9.4	30.2	108.2	176.9	应收帐款周转天数	83	58	59	62	68			
存货	0.4	1.2	2.6	7.0	10.9	存货周转天数	2	2	3	3	4			
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	520	475	457	280	248			
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	395	367	345	231	226			
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率								
长期股权投资	-	-	20.0	20.0	20.0	ROE	21.2%	23.8%	24.8%	28.6%	27.9%			
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	20.4%	18.8%	19.5%	22.4%	24.3%			
固定资产	12.1	80.5	72.4	69.7	67.3	ROIC	50.8%	43.4%	36.0%	44.3%	33.5%			
在建工程	-	-	0.6	1.0	1.2	费用率								
无形资产	50.5	88.5	82.7	77.3	72.2	销售费用率	24.9%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%			
其他非流动资产	0.1	0.8	7.6	8.0	8.2	管理费用率	7.7%	6.0%	6.0%	6.7%	6.2%			
资产总额	148.2	236.5	357.9	504.0	628.3	财务费用率	-1.1%	0.3%	-0.1%	0.1%	0.0%			
短期债务	-	40.0	10.0	41.1	10.0	三费/营业收入	31.4%	26.2%	25.9%	26.8%	26.2%			
应付帐款	0.7	4.8	10.9	22.5	41.8	偿债能力								
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	3.7%	20.9%	27.4%	27.4%	20.1%			
其他流动负债	4.8	4.7	65.3	65.6	66.2	负债权益比	3.8%	26.5%	37.7%	37.8%	25.2%			
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	15.57	1.35	1.64	2.20	3.33			
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	15.49	1.32	1.62	2.15	3.25			
负债总额	5.5	49.5	106.1	149.1	138.0	利息保障倍数	-37.24	94.02	-244.24	331.15	-490.81			
少数股东权益	0.1	-	-0.0	-0.0	0.0	分红指标								
股本	59.5	75.0	100.0	100.0	100.0	DPS(元)	-	-	-	-	-			
留存收益	83.0	112.0	181.9	294.9	447.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
股东权益	142.7	187.0	281.9	394.9	547.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
现金流量表						2008	2009	2010E	2011E	2012E				
净利润	30.3	44.5	69.9	113.0	152.8	业绩和估值指标								
加: 折旧和摊销	9.8	26.2	9.8	9.5	9.2	EPS(元)	0.30	0.44	0.70	1.13	1.53			
资产减值准备	1.0	4.1	1.9	3.9	1.4	BVPS(元)	1.43	1.87	2.82	3.95	5.48			
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	171.1	116.4	74.1	45.8	33.9			
财务费用	-	0.8	-0.3	0.4	-0.3	PB(X)	36.3	27.7	18.4	13.1	9.5			
投资收益	-	-	-	-	-	P/FCF	-336.3	-964.2	187.7	-112.3	263.3			
少数股东损益	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	P/S	70.3	35.5	22.1	9.3	6.3			
营运资金的变动	-24.5	7.8	-3.1	-175.8	-89.3	EV/EBITDA	-	-	59.8	38.4	29.3			
经营活动产生现金流量	16.5	83.4	78.1	-49.0	73.8	CAGR(%)	55.2%	50.9%	0.4%	-20.9%	-53.7%			
投资活动产生现金流量	-31.9	-128.2	-22.1	-2.1	-2.1	PEG	3.1	2.3	175.4	-2.2	-0.6			
融资活动产生现金流量	52.8	39.3	15.3	30.7	-30.7	ROIC/WACC	5.1	4.4	3.6	4.4	3.4			
						REP	-	-	5.6	2.6	2.7			

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034