

调研报告

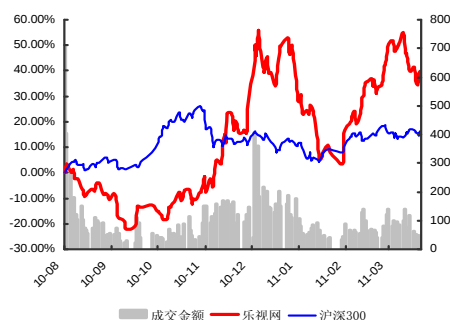
超清播放机值得期待，网络广告今年很关键

传媒行业

2011 年 4 月 8 日

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

组长：何冰冰

执业证书编号：S0590210040004

联系人：

顾佳

电话：0510-82833337

Email: gujia@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。

——乐视网（300104）调研简报

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。

- **网络广告和版权分销双箭齐发。**公司的网络广告价值评估需要一段时间，相信随着公司知名度和流量的不断攀升，今年网络广告收入有望维持高速增长。而版权分销业务随着《宫锁心玉》的大热，公司重金购买的 70% 热门网络影视独家版权保证了版权分销收入 2011 年爆发性的增长。
- **超清播放机即将亮相，立足高端市场。**随着乐视云视频超清播放机即将在四月或五月推出，公司希望进一步攻占高端市场，公司 2011 年超清播放机的销售目标是 10 万台。
- **竞争激烈，公司寻求多点开花。**随着公司公布了股权激励草案，以及发力在移动互联网和与相关省份电信公司的合作，公司希望在 2011 年视频行业的竞争中，站稳第一梯队。
- **投资建议。**我们预测公司 2011、2012 和 2013 年公司的 EPS 分别为 1.08、1.71 和 2.70，对应当前股价（57.19 元）PE 分别为 53 倍、33 倍和 21 倍，我们仍然看好网络视频行业巨大的发展空间，维持对公司“长期推荐”的评级。
- **风险提示。**提示投资者公司的估值已经偏高，另外超清播放机的销售仍然存在很多不确定性，以及行业竞争对手的威胁。

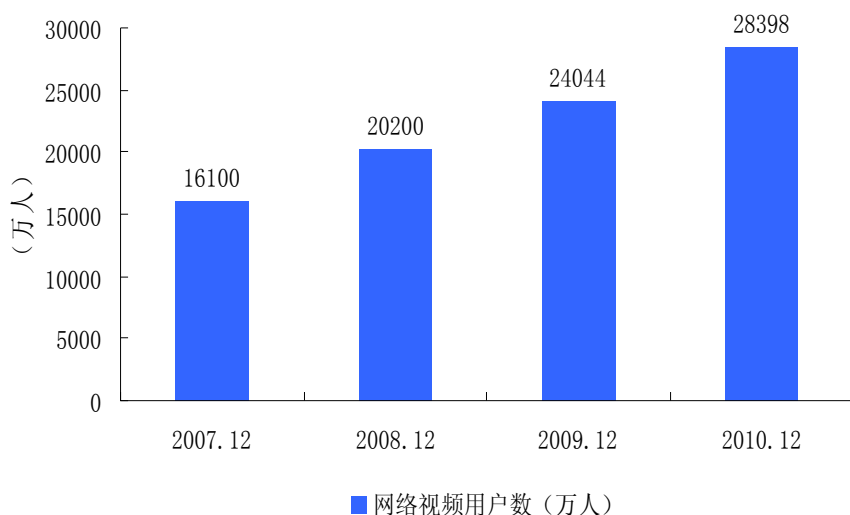
总论:

乐视网上市以来的努力

不可否认,自从乐视网 8 月 12 日上市后,业内和资本市场就满是质疑和批评,对于乐视网的付费模式和盈利情况深表怀疑,但另一方面,我们要看到的是,乐视网上市后,不仅股价涨幅(2010 年涨幅为 120.48%)在 2010 年排在了传媒板块第一名的位置,同时在已经公布的年报中,乐视网净利润增长幅度(同比增长 57.63%)也远远好于板块其他公司和创业板各股。

而另一方面,乐视网上市后,积极借助网络视频的快速发展,积极履行其承诺,大量购买热门影视独家版权(拥有 2011 年 70% 的热门影视网络独家版权),同时网站的流量也随着乐视网的知名度大增而在不断攀升,并且在 iPad 上的客户下载量也是领先于其他视频网站,而今年四月或五月要推出的网络超清播放机也是公司今年的重磅产品,这一系列的进步,都让乐视网在不到一年的时间,就从视频网站的第二梯队跨进了视频网站竞争的第一梯队。

图表 1: 网络视频用户数不断增加



数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

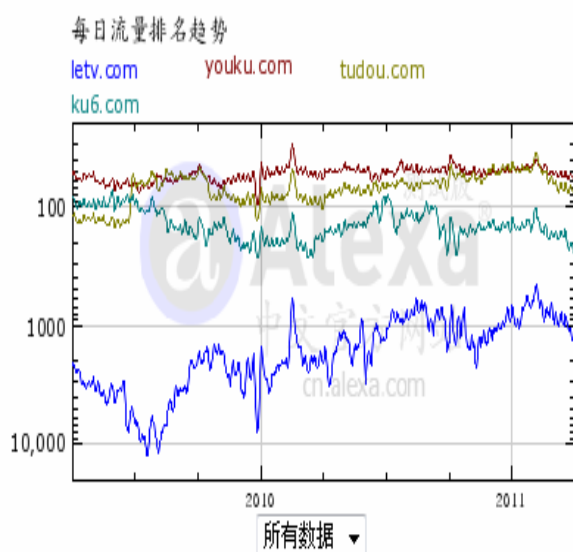
当然,尽管进步很大,但乐视网的发展仍然存在着很多问题:包括对比优酷和土豆的网络广告收入增速,乐视网 2010 年的网络广告收入增速仍然较慢;对于一向“势利”的广告主来说,乐视网吸引的高端广告主仍然偏少;

网络超清播放机的推出时间一拖再拖，并且有试用者反映盒子的问题也不少；付费用户增长相对其他业务缓慢等等问题。

虽然问题仍然很多，但对于乐视网，我们仍然需要的是耐心和鼓励，正如对待中国的文化产业一样，“一棍子打死”的做法只会让文化类公司更加寸步难行。

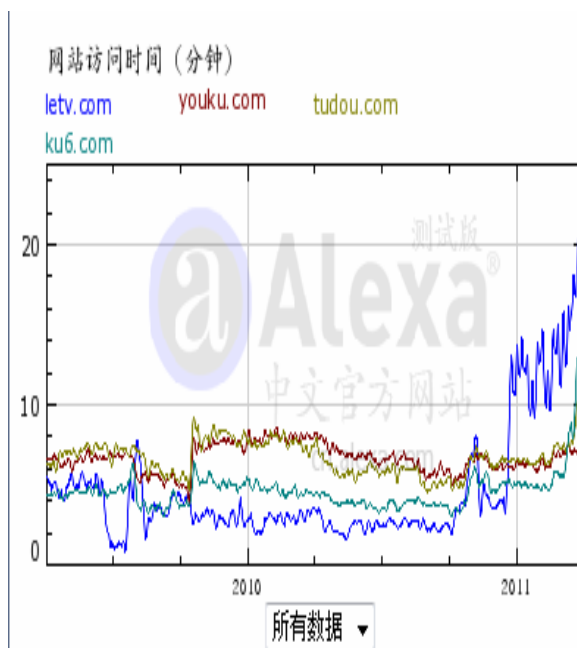
所以对于乐视网，我们要看到其很多不足，但也要肯定其努力和进步，更要看到整个网络视频行业发展的巨大空间。

图表 2：乐视网与优酷网、土豆网以及酷 6 的流量对比



数据来源：国联证券研究所 Alexa 网站

图表 3：乐视网与优酷、土豆和酷 6 的网站访问时间对比



数据来源：国联证券研究所 Alexa 网站

一、2011 年，网络广告和版权分销双箭齐发

按照市场预期，2010 年的网络广告收入应当超过 100%，但实际上只有 80% 左右，公司网络广告业务增长低于预期的原因

2010 年乐视网网络广告收入增长低于预期，一方面是由于优酷和土豆的上市，其大规模的宣传造势，吸引了很多广告主的目光；另一方面是由于广告主对于投放平台的评估需要一段时间，随着公司上市后流量的快速增加和影响力的不断增加，并且由于公司的网络广告收入基数相比于优酷和土豆较低，所以预计公司 2011 年的网络广告收入增长仍将维持一个高速发展状况。

图表 4：三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

公司 2011 年吸引了哪些网络广告主投放广告，主要是哪些行业
 公司今年在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。

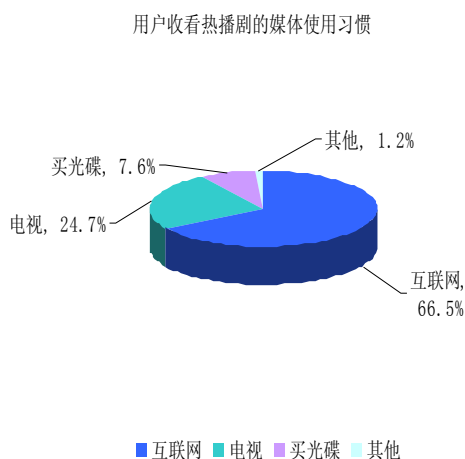
据媒体报道，公司一月份版权分销收入达到 4000 多万，是否意味着一季净利润也同样大幅增长

公司的版权分销收入虽然同比大幅上升，但公司 2011 年版权采购的成本也在大幅增加（2011 年预计在 1.8 亿~2.2 亿之间），同时一季度将会是版权分销的“旺季”，后面几个季度也会持续分销，但肯定不会有第一季度那么多。而成本费用的摊销也会相应的在各个季度中进行摊销，所以，从这个角度上来说，并不会出现市场预期的一季度净利润大幅超预期的情况。

现在网络版权价格日渐增高，未来的网络版权市场是否依然是价高者所得，那么公司如何面对像盛世骄阳这样的对手又或者是刚刚上市的优酷和土豆

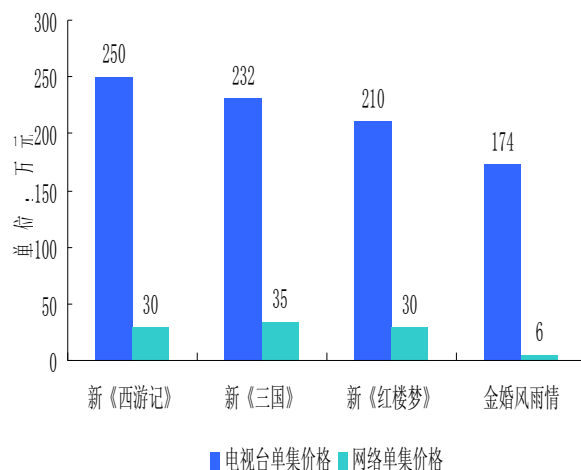
近几年网络影视版权市场的价格日渐高涨，但实际上并不是像大家想像的那样，价高者所得，很多时候，影视制作方也要评估分销商的分销能力，所以从这个角度上来说，由于公司跟影视行业上下游都保持了一个比较好的关系，并且具有丰富的分销经验和人脉关系，所以大多数影视制作方在价格不低于竞争对手太多或相等的情况下，都会第一选择乐视网作为合作伙伴。另一方面，公司在前几年就已经开始为版权付费，其声誉在业内较好，这也是乐视网相对于单纯的版权分销商的一大优势。

图表 5: 用户收看热播剧的媒体使用习惯



数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

图表 6: 近期热门影视剧版权价格



数据来源: 国联证券研究所 网易娱乐

另一个值得指出的是，为什么其他大型网络视频网站并不完全参与网络独家版权购买的竞争，主要还是其他视频网站现今还是专心于其免费分享式视频平台的建设，没有必要花那么多资金和精力去采购那么多网络独家影视版权回来，一方面需要分销，另一方面，一旦影视剧播出市场效果不好，还会赔钱，所以，从这个角度上来说，大多数视频网站低价买些非独家影视版权已经足够，并不会盲目的参与到网络影视版权价格战中，而最近的酷 6 的风波也说明了一点，并不是一味购买版权就会很快获得收入，盲目购买版权只会让自己陷入被动。

图表 7: 乐视网影视购买的评估体系最大程度保证采购影视剧的质量

影视剧类型		电影	电视剧
独家信息网络传播权	首要影响因素	主创人员的知名度; 电影的宣传、发行力度	播出电视台的影响力, 播出档期
	其他重要因素 (排名 不分先后)	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

二、超清播放机即将亮相，立足高端市场

网络超清播放机的特点和应用

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），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。

图表 8：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	

公司的超清播放机推迟推向市场的原因, 预计在何时推出

公司原计划于 2010 年 12 月推出超清播放机, 后来延迟推出的原因主要还是希望进一步调试好超清播放机, 特别是希望在等待相关的 VIP 客户 (例如招商银行、杭州银行等大客户) 的反馈结果, 从而做进一步的调试, 以求达到更好的效果。

公司预计在今年 4 月或 5 月份推出网络超清播放机, 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 (最终价格以正式销售为准)。

图表 9: 即将推出的乐视 TV 云视频超清机



数据来源: 国联证券研究所 乐视网网站

网络超清播放机主要针对哪些目标群体, 2011 年销售目标是多少

公司的网络超清播放机主要针对的是一些高端用户, 市场上很多人希望公司能够降低超清播放机的价格, 从而进一步占据市场。但事实上, 公司从开始研发超清播放机, 就一直坚持走的是高端路线, 公司在开始设计播放机时, 无论是技术还是硬件软件, 都是追求一流, 所以, 与市场预期不同, 公司并不要求超清播放机的数量能够达到百万级、千万级, 公司 2011 年对于乐视超清播放机的销售目标为 10 万台。

如何看待市场对于超清播放机的高期待以及对于超清播放机用户体验效果不佳的说法

公司主要针对的是高端市场, 并且公司内部也做好了充足的准备: 要在不考虑超清播放机销售情况下也能保证公司凭借其他业务快速的发展。

至于超清播放机试用效果不佳的情况, 一方面是由于公司的正式产品还没有推出, 一切还处在调试中, 尚有改进的空间; 另一方面, 一些用户的小区宽带还没有达到 2M 等也会影响观看的效果, 所以这个情况还有待跟消费者具体沟通。

同类产品价格的较低对乐视超清播放机的影响

公司所推出的 1080P 的超清播放机,市面上能够达到如此高清的非常少,市面上的所谓的高清播放机大多是 720P,比公司推出的 1080P 还有着不小的差距,所以这也是公司的超清播放机的价格高于很多类似产品的原因。

另外,公司产品价格高,还有一个重要原因是,公司的超清播放机是和公司购买的正版独家版权联系在一起的,是不断更新的,尽管在中国盗版猖獗的情况下,很多消费者是不愿意为正版溢价付费的,但正如公司之前一直强调的,公司的超清播放机定位于高端市场,正如微软的正版软件一样,根据公司的估算,整个社会是会有一部分高端群体愿意为此付费的,前提是视频质量高清(接近于影院效果),在线看和下载不麻烦,而这正是超清播放机的优势,所以相信是会有一部分高端用户愿意购买超清播放机的。

公司的 IPTV 牌照何时能拿到,拿不到 IPTV 牌照对公司的超清播放机盒子影响有多大

公司一直在努力争取 IPTV 牌照,而且,从 IPTV 技术角度来说,公司是国内少有的掌握专网和公网两项技术的厂家之一,并且公司也已经参与了湖北联通 IPTV 平台的建设,同时拥有大量的热门影视的独家版权,所以一旦拿到 IPTV 牌照,直接从事 IPTV 业务就成了水到渠成的事情。

但是,另一方面,公司并无法确定何时能够拿到 IPTV 牌照,毕竟这个是由广电总局颁发,但根据我们的判断,一旦广电总局发放 IPTV 牌照,乐视网是最有希望拿到的公司之一,而一旦乐视网拿到了 IPTV 牌照,则公司同时拥有互联网音视频牌照,手机视频牌照, IPTV 牌照,则未来在三网融合的发展中将占据先机。

图表 10: 相关牌照发放情况

	牌照持有者
IPTV 牌照	上海百视通和 CNTV (集成播控平台牌照)
	上海百视通、杭州华数、CNTV、江苏电视台、中国国际广播电台、北京华夏安亚科技有限公司 (运营牌照)
互联网电视牌照	CNTV、上海百视通、杭州华数 (内容业务牌照)
	CNTV、上海百视通、杭州华数、湖南广电、南方传媒 (集成业务牌照)
手机电视牌照	CNTV、上海百视通、中央人民广播电台、中国国际广播电台、南方传媒、乐视网、北京电视台

数据来源: 国联证券研究所 中国 IPTV 产业动态

公司与湖北联通的合作进展如何

公司与华为、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 平台建设已于 2010 年 12 月底完成，现在湖北联通公司正在与乐视网展开两方面的合作：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。

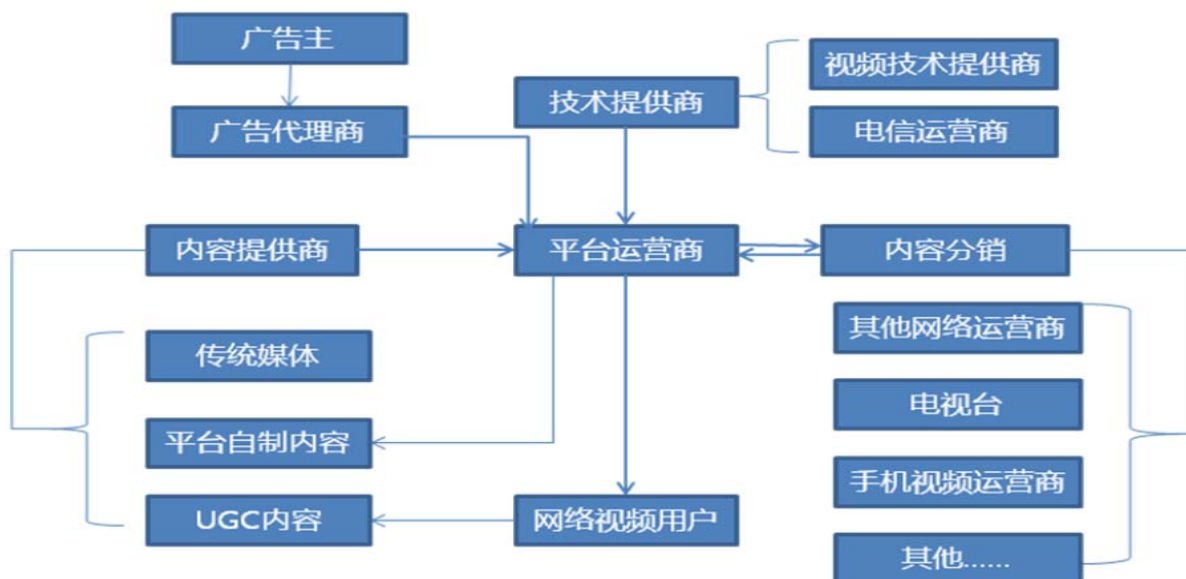
一旦公司与湖北联通的合作顺利，随着未来三网融合试点城市的逐步增多，乐视网的 IPTV 合作模式有望推广到全国，从而凭借网络超清播放机和影视版权给公司带来巨大的收益，市场空间巨大。

三、竞争激烈，公司寻求多点开花

公司在新媒体例如与苹果的 iPad 等方面的合作计划与进展

公司近日刚刚推出 android 手机客户端 V2.0 版，并且在苹果 iPad 的客户端下载量也是第一，随着移动互联网市场的火爆，乐视网未来还将进一步加快进军手机视频和新媒体视频领域，从而完善整个视频行业产业链，至于乐视网现在与手机媒体和新媒体的合作，大多还是使用免费观看视频模式，未来时机成熟时会考虑收费。

图表 11: 视频行业产业链



数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

公司与优酷和土豆的主要区别，百度奇艺对公司的威胁有多大

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 Hulu+Netflix（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，流量吸引广告的运营方式，是一种以短视频为主的视频网站。

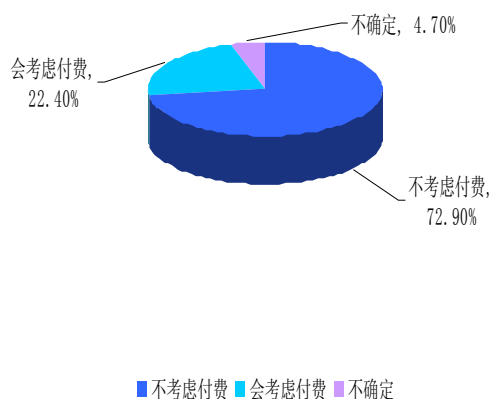
而乐视网和奇艺网则走的是正版长视频路线，是一种类似于 Hulu 的运营模式，但跟奇艺照搬美国 Hulu 的运营模式所不同，乐视网是以正版资源为依托，从而构建起高清付费用户、版权分销、网络广告三位一体的经营模式。

至于百度奇艺的威胁，由于其后有着百度强大的资金支持，所以最近发展势头很猛，但跟盛大拥有酷 6 一样，百度的这种支持并不是无条件和无限期的，以后必然也会要求奇艺盈利，而一旦追求盈利，则奇艺的选择也只有或者走优酷和土豆的路线，或者走乐视网的路线，所以又回到了原点。另外，由于奇艺成立时间较短（2010 年 1 月 6 日成立），从事视频行业的经验较短，这也是乐视网的一大优势，这从乐视网 2011 年热门影视独家版权拥有量大大超过奇艺就可以看出。

酷6曾经也追求大量购买影视版权，争做中国的Hulu，但最后的结果却是李善友被迫离开，酷6被盛大再次注资1亿美元，改做门户视频新闻网站，这个是否意味着大量购买版权播放的商业模式在中国很难成功

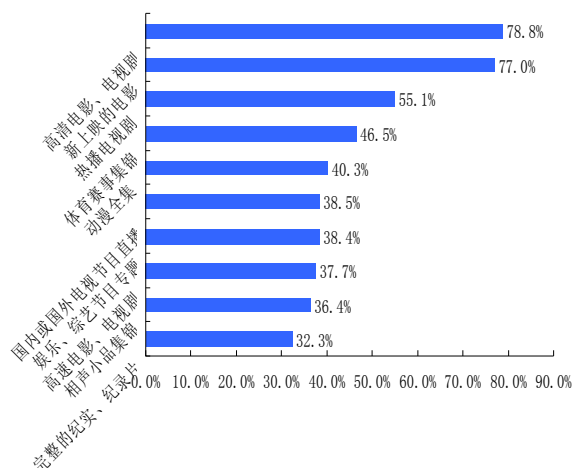
酷6的被迫转型反而恰恰说明乐视网付费模式的必须性，因为一味购买影视版权，通过免费观看方式争取高流量，从而争取网络广告的商业模式事实上很难成功，因为现在网络影视版权价格增长速度远远超过网络广告和宽带建设的成本，而优酷和土豆能够支撑下去，主要是因为是其大量免费的短视频的上传，这些视频的采购成本几乎为零，而重金购买的长视频，如果也采取这种免费模式，只会让公司陷入泥淖之中而不能自拔。

图表 12: 网络视频用户付费意愿 (2010 年)



数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

图表 13: 网络视频付费用户内容选择 (2010 年)



数据来源: 国联证券研究所 CNNIC

公司与汕头电信的合作进展如何，是否已经贡献收入？未来还有那些城市的电信合作项目有望签下

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。

公司的汕头电信项目已经开始贡献收入，平均每月贡献80~90万收入，另外，公司已经与甘肃电信合作（乐视网将建设甘肃节点、为天翼视讯提供

内容服务，并在光纤宽带入户应用、IPTV 内容资源等方面提供服务），另外公司近来还在与与其他省份电信商谈相关合作事宜，预计今年会有两家左右的电信合作项目。

公司是否有融资计划

由于今年公司采购网络影视独家版权成本较高，并且根据公司的相关财务数据，我们推测公司可能会在明年有相关的融资计划。

公司对于股权激励方案的评价

公司这次的股权激励对象主要是针对中层员工，当然，公司的行权价格定的也较高，净利润复合增长要求也较高，一方面是公司管理层对于公司未来发展的信心所在，另一方面也是公司希望真正借助股权激励方案对员工和公司的发展起到一个积极促动的作用。

公司未来的投资方向，收购的标的主要是哪些

公司未来的收购计划主要还是两个方向：相关的技术合作方和影视内容的衍生链。由于与乐视娱乐存在同业竞争问题，所以公司暂时不会考虑投资相关的影视公司。

广电的 IPTV 运营商包括百视通和 CNTV 都在准备进军移动互联网市场，对公司的威胁有多大

虽然相关的 IPTV 运营商都在考虑进军移动互联网市场，但乐视网对此并不担心，因为决定最终胜利的必将是内容，公司花重金购买的独家版权将在这场较量中起到关键性的作用。

另外，在移动互联网市场，决定胜负的还是视频流畅度和高清度，而这也是公司的核心优势（P2P+CDN 技术领先），所以，公司有信心在移动互联网市场占得主动。

最后值得指出的是，根据公司的了解，未来 IPTV 运营商之间的竞争，最后比的还是内容，而这点，反而是给乐视网的版权分销又带来了广阔空间，公司与华数的合作就是最好的例子。

图表 14: 数字电视 IPTV 和网络视频的属比较

	数字电视	IPTV	网络视频
显示终端	TV	TV 为主, PC 为辅	PC 为主, TV 为辅
承载网络	HFC 网络 (单向)	互联网/IP 专用网	互联网 (双向)
出发点	以广电数字电视为主, 以交互业务为辅, 利用现有视频点播系统设备的一种尝试	为了拓展 TV 用户和宽带用户市场, 增强电信运营商自身市场竞争力	为了增加现有宽带 ARPU 值, 提高用户黏着度
开展内容	直播电视、VOD (双向改造)、HDTV	直播电视、时移电视、VOD、各类增值业务 (如视频电话、信息查询、短信投票、游戏等)、HDTV	VOD 点播为主; 直播电视为辅
交互业务	点播内容的操作交互	点播内容的操作交互内容本身与用户的互动关联内容与用户的互动	点播内容的操作交互, 互联网各类交互业务
内容管理	可监管	可监管	可监管
用户群	中低端 TV 用户	中高端 TV 用户	PC 用户
案例	各省数字电视业务	哈尔滨、上海 IPTV 业务	优酷、乐视网
数据来源: 国联证券研究所 IPTV 技术与运营			

公司如何看待未来中国打击盗版的前景

随着天线视频的高官被捕, 政府对待打击盗版已经不是简简单单罚罚款就可以了事的了, 另外, 像之前热门的 BT 网站, Vercy 电骡等网站, 现在也关的关, 改的改, 根据我们的了解, 在中国打击盗版会是一个非常漫长的过程, 但只要大家稍加留意, 就会发现现在新的影视片上映后, 搜索新片的难度越来越大, 所以只要这个难度继续越来越大, 那么乐视网的付费模式就会越来越受到市场的欢迎。

四、投资建议和潜在风险

对于公司来说, 2011 年是其极其关键的一年, 其各项业务能否快速增长, 特别是极具说服力的网络广告收入能否快速增长, 以及一再推迟推出的云视频超清播放机能否给市场带来惊喜, 都将在 2011 年给出相应的答案。

我们预测公司 2011、2012 和 2013 年公司的 EPS 分别为 1.08、1.71 和 2.70, 对应当前股价 (57.19 元) PE 分别为 53 倍、33 倍和 21 倍, 我们仍然看好网络视频行业巨大的发展空间, 维持对公司“长期推荐”的评级。

潜在风险

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、盗版影视在中国呈蔓延趋势。

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	673.66	789.71	974.00	1276.55	营业收入	238.26	416.96	708.83	1,183.75
现金	543.35	562.39	557.99	548.19	营业成本	80.21	162.61	283.53	481.50
应收账款	69.80	113.45	213.50	380.22	营业税金及附加	10.16	17.93	32.21	53.27
其它应收款	2.65	4.59	7.16	11.84	营业费用	57.92	100.07	177.21	302.94
预付账款	54.21	100.53	178.77	303.39	管理费用	11.60	20.85	35.44	59.19
存货	3.65	8.76	16.59	32.91	财务费用	3.71	-1.23	-3.21	-4.11
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	1.72	1.00	1.00	2.00
非流动资产	357.96	359.00	351.67	342.05	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	140.60	130.21	110.91	90.34	营业利润	72.93	115.73	182.65	288.96
无形资产	214.36	225.33	234.31	240.11	营业外收入	2.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.00	3.46	6.45	11.60	营业外支出	0.09	0.00	0.00	0.00
资产总计	1031.62	1148.71	1325.67	1618.60	利润总额	74.84	115.73	182.65	288.96
流动负债	92.96	136.27	176.71	253.65	所得税	4.74	7.25	12.00	18.98
短期借款	70.00	70.00	60.00	55.00	净利润	70.10	108.48	170.65	269.98
应付账款	15.10	30.06	55.93	96.12	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.86	36.21	60.78	102.53	归属母公司净利润	70.10	108.48	170.65	269.98
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	130.67	269.27	335.91	441.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.70	1.08	1.71	2.70
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
负债合计	92.96	136.27	176.71	253.65	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	营业收入	63.49%	75.00%	70.00%	67.00%
资本公积	724.38	724.38	724.38	724.38	营业利润	53.80%	58.68%	57.83%	58.20%
留存收益	114.28	188.07	324.59	540.57	归属于母公司净利润	57.63%	54.74%	57.32%	58.21%
归属母公司股东权益	938.66	1012.44	1148.96	1364.95	获利能力				
负债和股东权益	1031.62	1148.71	1325.67	1618.60	毛利率	66.34%	61.00%	60.00%	59.32%
现金流量表					净利率	29.42%	26.02%	24.07%	22.81%
单位：百万元					ROE	7.47%	10.71%	14.85%	19.78%
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	65.49	199.12	183.18	181.81	资产负债率	9.01%	11.86%	13.33%	15.67%
净利润	70.10	108.48	170.65	269.98	净负债比率	-50.43%	-48.63%	-43.34%	-36.13%
折旧摊销	52.12	149.62	149.62	149.62	流动比率	7.25	5.80	5.51	5.03
财务费用	4.58	-1.23	-3.21	-4.11	速动比率	7.21	5.73	5.42	4.90
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
营运资金变动	-62.81	-79.23	-156.96	-260.48	总资产周转率	0.38	0.38	0.57	0.80
其它	1.50	21.48	23.08	26.80	应收账款周转率	5.28	4.55	4.34	3.99
投资活动现金流	-263.48	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	24.03	18.46	16.49	15.57
资本支出	-265.38	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益 (最新摊薄)	0.70	1.08	1.71	2.70
其他	1.90	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.65	1.99	1.83	1.82
筹资活动现金流	707.79	-16.91	-35.34	-42.35	每股净资产 (最新摊薄)	9.39	10.12	11.49	13.65
短期借款	0.00	0.00	-10.00	-5.00	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	81.58	52.72	33.51	21.18
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	6.09	5.65	4.98	4.19
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	37.32	18.09	14.51	13.60
其他	707.79	-16.91	-25.34	-37.35					
现金净增加额	509.79	182.21	147.85	139.46					

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。