

高行权价格彰显公司经营信心

民生精品---点评报告/传媒行业

2011年9月16日

一、事件概述

近期,乐视网公司发布《股票期权激励计划(草案修订稿)》:公司拟向260名激励对象授予660万份股票期权,约占本激励计划签署时公司股本总额22000万股的3%;激励计划授予的股票期权的行权价格为29.17元;本计划有效期为自股票期权授权日起5.5年。

二、分析与判断

➤ 调整后的行权价格为29.17元,股票期权份数为660万,激励对象减少至260名,看点为高行权价格

1、本次《股票期权激励计划(草案修订稿)》与3月份原《股票期权激励计划(草案)》相比,差异在于激励对象有所减少及期权成本摊销有所变化。(1)鉴于公司2010年度分红派息“10送2转增10派1.5”的分配方案,此次修订稿将授予总量从300万份调整为660万份,占总股本比例不变,仍为3%;原行权价格64.32元进行相应调整为29.17元;激励计划涉及的激励对象从300人减少为260人。(2)两方案比较,期权费用总额变化不大,约为5908万元。2011年-2016年期权成本摊销情况分别为:360.13万元、2160.79万元、1635.60万元、1057.89万元、562.71万元及131.30万元。原草案中,期权成本摊销主要是发生于2011年至2015年。

2、公司股权激励计划的实施年限是5.5年。首次行权时间预计是2013年5月,标的股票来源为公司向激励对象定向发行乐视网股票。目前二级市场的股价为23.30元,理论上较29.17元行权价格,尚需要25%的上涨幅度,因此存在套利空间。

➤ 我们判断,公司有能力实现授予期权的主要行权条件,因此行权是可执行的

1、公司授予期权的主要行权条件:2011-2014年度经审计的净利润,相比2010年度经审计的净利润的增长率分别不低于35%、82%、146%、232%,2011-2014年净资产收益率分别不低于9%、10%、11%、12%。按此判断,若要行权,按照目前股本数量,公司2011-2014年度EPS应不低于0.42元、0.57元、0.76元及1.03元。

2、我们认为,受益于网络视频版权价格的持续上涨,公司的版权分销业务增长较快;随着公司知名度与美誉度的提升,广告业务的增速有望达到获得更快提升,且付费点播用户规模继续看涨;同时公司云视频超清机即将正式商用,公司有能力完成该行权条件。

➤ 公司业绩有望实现高增长,且存在超预期可能性

主要逻辑是:

1、独家网络视频版权仍在持续获取,公司将根据市场需求情况,择机进行版权分销。

近期,乐视网宣布获得“强视传媒”的古装神话大剧《狐仙》和严歌苓小说同名巨制《第九个寡妇》的独家网络版权,两部剧均为强视力作,并将在乐视网、乐视TV云视频超清机上线。

2、自制剧是公司又一发展方向,差异化节目资源能够带动网站流量的快速提升。自制影视包括近期出品的反映女同性恋话题的微电影《冰山》,以及即将发布的反映黑道风云的《东北往事》等;自制娱乐栏目包括《魅力研习社》、《我为校花狂》大型选秀活动、风水算命节目《可以说的秘密》,年前还将陆续上线的节目有《全民将翻天》、《滋味地标》、《白领午间道》等。

3、乐视TV云视频超清机具有首发优势。此前召开的“乐视峰会”上,郑州景安计算机网络技术公司与乐视网签订了40台云视频超清机的正式代理权,同时,金桥网络通信、方正宽带、广州恒汇三家运营商与乐视网签订了意向代理合约。同时,公司近期将TV部门剥离开单独成立一家企业,专门负责云视频超清机业务,这体现了公司在TV端发力的决心,亦将成为未来重要的利润增长点。

本公司具备证券投资咨询业务资格,请务必阅读最后一页免责声明

强烈推荐

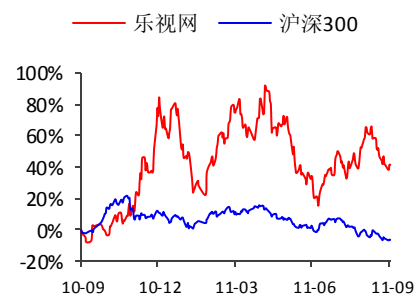
维持评级

合理估值: 30元

交易数据(2011-9-15)

收盘价(元)	23.30
近12个月最高/最低	32.93/15.11
总股本(百万股)	220.00
流通股本(百万股)	55.00
流通股比例%	25.00
总市值(亿元)	51.26
流通市值(亿元)	12.82

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师: 李锋

执业证书编号: S0100511010001

联系人: 郑平

电话: (8610)8512 7645

Email: zhengping@mszq.com

相关研究

- 1.《收购东阳九天7.5%股权,昂首进入上游内容制作领域》2011.08.08
- 2.《付费用户增长是亮点,下半年关注网络超清服务及并购》2011.07.28
- 3.《中报业绩符合预期,期待下半年再创佳绩》2011.06.29
- 4.《传媒行业2011年下半年投资策略》“支柱性产业”目标指引传媒业发展》2011.06.15

三、盈利预测与投资建议

由于期权成本不会对公司的利润产生较大影响，我们暂不调整盈利预测。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.61 元、0.95 元和 1.33 元，当前股价对应 2011~2013 年 PE 为 35X、22X、16X。维持“强烈推荐”评级，给予 30 元第一目标价。

受制于创业板估值回调影响，公司股价较前期有一定回落。我们认为，一旦大盘企稳，投资者可积极介入。

四、风险提示：

1、股权激励方案尚需相关方批准；2、影视网络盗版行为打击不力；3、其他视频网站、IPTV 及有线电视运营商等竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	238	549	876	1,250
增长率 (%)	63.49	130.46	59.48	42.77
归属母公司股东净利润 (百万元)	70	134	209	293
增长率 (%)	57.63	91.08	55.89	40.27
每股收益 (元)	0.32	0.61	0.95	1.33
PE	72.81	34.82	22.34	15.92
PB	5.46	3.91	3.33	2.75

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	238	549	876	1,250
减：营业成本	80	192	315	463
营业税金及附加	10	25	37	51
销售费用	58	137	217	308
管理费用	12	41	61	85
财务费用	4	0	(1)	(2)
资产减值损失	2	2	2	2
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	73	152	245	344
加：营业外收支净额	2	6	1	1
三、利润总额	75	158	246	345
减：所得税费用	5	24	37	52
四、净利润	70	134	209	293
归属于母公司的利润	70	134	209	293
五、基本每股收益 (元)	0.32	0.61	0.95	1.33

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	-	23.24	15.31	10.92
成长能力:				
营业收入同比	63.5%	130.5%	59.5%	42.8%
营业利润同比	53.8%	107.9%	61.4%	40.4%
净利润同比	57.6%	91.1%	55.9%	40.3%
营运能力:				
应收账款周转率	5.28	4.68	4.27	4.48
存货周转率	98.35	89.28	76.70	71.44
总资产周转率	0.38	0.51	0.71	0.83
盈利能力与收益质量:				
毛利率	66.3%	65.0%	64.0%	63.0%
净利率	29.4%	24.4%	23.8%	23.4%
总资产净利率 ROA	11.1%	12.5%	17.0%	19.5%
净资产收益率 ROE	12.5%	12.6%	16.1%	18.9%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	7.25	17.64	14.19	13.56
资产负债率	9.0%	3.5%	4.5%	5.2%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.61	0.95	1.33
每股经营现金流量	0.30	0.12	0.51	0.93
每股净资产	4.27	5.42	6.37	7.70

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	543	399	413	570
应收票据	0	0	0	0
应收账款	70	165	245	313
预付账款	54	110	175	250
其他应收款	3	8	13	19
存货	4	9	14	21
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	674	690	861	1,173
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	141	229	312	342
在建工程	0	0	0	0
无形资产	214	193	171	150
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	358	421	483	492
资产总计	1,032	1,112	1,344	1,665
短期借款	70	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	15	29	47	69
预收账款	2	5	8	12
其他应付款	1	1	1	1
应交税费	4	5	5	5
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	93	39	61	86
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	93	39	61	86
股本	100	220	220	220
资本公积	724	724	724	724
留存收益	114	248	457	750
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	939	1,193	1,401	1,694
负债和股东权益合计	1,032	1,232	1,462	1,781

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	65	26	113	205
投资活动现金流量	(263)	(100)	(100)	(50)
筹资活动现金流量	708	(70)	1	2
现金及等价物净增加	510	(145)	15	157

资料来源：民生证券研究所

分析师与联系人简介

李锋，研究所所长。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,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。本公司版权所有并保留一切权利。

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,均为本公司的商标、服务标识及标记。