

中国文化产业投资基金双周刊

第 3 期 (2012 年 3 月 19 日)

一、 热点评析及投资研判

本期主题：优酷与土豆合并案

1. 事件简述：

2012 年 3 月 12 日，优酷股份有限公司 (NYSE: YOKU) 和土豆股份有限公司 (NASDAQ: TUDO) 共同宣布双方于 3 月 11 日签订最终协议，双方将以 100% 换股的方式合并。协议条款规定：每股土豆的美国存托凭证 (Tudou ADS) 将退市并兑换成 1.595 股优酷美国存托凭证 (Youku ADS)。合并后新公司将命名为优酷土豆股份有限公司 (Youku Tudou Inc.)，原优酷股东将拥有新公司约 71.5% 的股份，原土豆股东将持有新公司约 28.5% 的股份。优酷的 ADS 将继续在纽约证券交易所交易 (代码：YOKU)。

本次交易，优酷给予土豆估值达 11.3 亿美元，成为中国互联网行业十多年来第一大并购案。公司合并后，变成一家公司，但依旧会保留两个平台、两个品牌和两套销售团队；秉承差异化发展的策略，两个平台的侧重点将有所不同，比如优酷将更加重视“拍客”和“牛人”，土豆则更注重原创和自制剧集，古永锵出任新公司优酷土豆股份有限公司的 CEO。合并双方公司董事会已批准本次战略合并，双方股东在各自董事会的代表已承诺支持本次合并，本次交易预计在 2012 年第三季度完成。

2. 背景分析：

2005 年起，以 YouTube 为代表的视频分享类网站在海外呈现高热度的发展趋势，中国网络视频产业随之也迎来了快速发展和市场培育。网络视频逐渐成为中国最为普及的网络服务，步入了主流新媒体行列。2005 年土豆网、56.com 和激动网相继上线；2006 年，优酷网、酷 6 网成立；至 2007 年，中国视频分享网站超过

200 家。根据 ChinaVenture 的统计数据显示：自 2002 年以来包括软银集团、IDG、红杉中国、三井投资在内的多家中外投资机构，分 76 次向包含优酷、土豆、乐视网、聚力传媒在内的 38 家视频网站投资 10.18 亿美元。其中，投向土豆网、优酷网、酷 6 网及乐视网这四家上市视频网站资金高达 4.51 亿美元。

以广告收入为主的视频网站商业模式已经推行 6 年，在过去几年对正版内容的争夺日趋白热化，内容成本持续攀升，导致整个行业仍处在亏损阶段，优酷财报显示 2011 年净亏损人民币 1.72 亿元，土豆网 2011 年净亏损人民币 5.1 亿元，酷 6 传媒 2011 年净亏人民币 3.1 亿元。本次优酷土豆合并，有利于降低双方成本，提升视频广告价格和营收，并尽快实现盈利。优酷与土豆的联姻拉开了行业整合的大幕，网络视频行业洗牌将提速。

3. 投资观点：

- **优酷土豆合并看淡：**合并后优酷土豆成为中国最大的网络视频网站，新公司占中国每月网络视频观看时长的 46%，月度 UV (unique visitors) 达 4.89 亿。虽然合并后双方将在多方面取得协同效应：1) 带宽成本将得到优化；2) 双方资源共享，减少同质化内容采购，有效降低版权购置费用；3) 对广告客户的议价能力提升。但是我们对优酷土豆合并案持有看淡的观点，主要原因如下：1) 优酷为本次交易所支付的成本过高，土豆获得的溢价过高；2) 中国的网络视频仍是以长视频换取流量，通过在线广告获得营收，以 UGC 为主的优酷土豆与提供高清长视频的公司相比未来竞争优势不明显；3) 双方的企业文化存在一定差异，合并后公司的整合周期较长，协同效应难于实现；4) 合并前优酷与土豆约有 30% 的用户群重叠，随着合并后内容共享，用户重叠率上升，将会蚕食合并后广告收入的规模，可能难以取得“1+1>2”的效果。
- **影视剧内容版权价格分化：**在过去几年内，电视剧单集价格快速上涨从几千元一集一路飙涨至数十万元，一步电视剧的网络版权卖出价格可高达千万元。优酷土豆合并未改变网络视频行业的竞争格局，网络视频行业的竞争将更加激烈，对精品热播剧的抢购热潮仍将继续，精品影视剧版权价格可能进一步上涨。截至 2011 年国产电影故事片 558 部，生产电视剧约 1.5

万集，随着影视剧供应量的大幅增长，非精品类影视剧版权平均价格上涨趋势将显著放缓。

- **网络视频行业整合加速：**优酷土豆合并取得较高的市场占有率，但对视频行业尚未形成垄断，网络视频同质竞争的行业势态并未发生根本性的变化。依托于门户网站的搜狐视频、腾讯视频和客户端网络视频公司PPTV、PPS等仍有较强的竞争力，网络视频行业的竞争将更加激烈，行业整合仍将继续。

二、文化产业重要政策动向

1. 国务院

3月5日，国务院总理温家宝在十一届全国人大五次会议政府工作报告中指出要大力加强文化建设：“文化对民族和国家的影响更深刻、更久远。要更好地满足人民群众多层次多样化文化需求，发挥文化引导社会、教育人民、推动发展的功能，增强民族凝聚力和创造力。加强公民道德建设，在全社会树立中国特色社会主义的共同理想和信念，加快构建传承中华传统美德、符合社会主义精神文明要求、适应社会主义市场经济的道德和行为规范。加强诚信体系建设，建立相关制度和法律法规。增强公共文化产品供给和服务能力，重点加强中西部地区和城乡基层的文化基础设施建设，继续实施文化惠民工程。扶持公益性文化事业，加强文化遗产保护、利用和传承。进一步繁荣哲学社会科学。发展新闻出版、广播影视、文学艺术、档案事业。加强对互联网的利用和管理。深化文化体制改革，积极推进经营性文化单位转企改制。大力发展文化产业，培育新型文化业态，推动文化产业成为国民经济支柱性产业。大力开展全民健身活动，促进群众体育和竞技体育协调发展。加强对外文化体育交流与合作，不断扩大中华文化国际影响力，让博大精深的中华文化再展辉煌。”

2. 文化部

3月2日，文化部下发了《文化系统贯彻落实全国文化体制改革工作会议精神2012年上半年重点工作实施方案》，要求抓紧对国有文艺院团体体制改革滞后地区进行专项督查；制定国有文艺院团体体制改革验收标准，分批对全国各省区市院团改革工作进行验收；在深入调研基础上，起草并会同中央及国务院有关部门联合下发支持一般国有文艺院团改革发展的政策文件；在文化产业发展专项资金、国家非物质文化遗产保护专项资金、国家文化创新工程、国家社科基金艺术学项目、重大节庆演艺活动、对外文化交流等方面优先扶持转制院团；全面完成文化市场综合行政执法机构组建；根据中央部署，分类分批推进文化部系统非时政类报刊出版单位体制改革，支持改革单位将转企改制与整合资源、优化结构相结合，促进产业链延伸；启动文化部系统5家集团公司股份制改造的研究和实施工作。

3. 国家工商行政管理总局

3月14日，国家工商总局为规范网络团购市场经营秩序，维护网络消费者和经营者的合法权益，促进网络团购行业健康发展，出台了《关于加强网络团购经营活动管理的意见》（“意见”）。主要内容包括：1) 规范主体资格，把好网络团购市场准入关；2) 加强行政指导，督促团购网站切实履行责任义务；3) 加大监管力度，维护网络团购市场秩序。意见明确规定：团购网站需在主页面醒目位置公开营业执照登载的信息或其营业执照的电子链接标识；团购网站经营者应当对团购商品或服务项目进行严格的事前审核备案，以保障团购商品或服务质量；团购网站经营者不得排除消费者依法拥有的退货、退款等权利；禁止欺骗性有奖销售行为，鼓励团购网站引入第三方公正机构对各类促销活动进行监督。

三、 国内外重要业内资讯

1. 国内新闻

【新浪科技】3月5日，由原目标软件副总裁毛海滨创办的钛金骑士网络近日又传出获得早期投资基金阿米巴基金投资的消息，但具体投资金额不详。北京钛金骑士网络科技有限公司是由知名游戏制作人、前目标软件副总裁毛海滨创立的网游公司。此次投资的具体金额尚未披露，截至目前钛金骑士与阿米巴基金双方也未对此消息做出回应。

【新浪科技】3月5日，中粮集团董事长宁高宁今日接受媒体采访时透露，集团旗下我买网近期获得数亿元人民币的风险投资。宁高宁表示，预计今年集团销售额将达到2000亿元，其中产品研发投入提高40%。在投资方式，中粮海外投资看好发达和新兴市场，投资方式将由并购向成立合资公司转变。

【沃华传媒】3月5日，证监会并购重组审核委员会有条件审核通过了公司重大资产重组方案。中卫国脉去年6月披露重组方案，拟以每股14.92元的价格发行1.34亿股，购买电信集团实业资产管理中心和中电信合计持有的通茂控股和号百商旅100%股权。本次资产重组置出资产约0.7亿元，置入资产约20.7亿元，完成后，公司主营业务将变更为商旅预订和酒店运营及输出管理。据此前公告，该部分注入资产预计2011年实现净利润9047万。

【新浪科技】3月6日，上海机电日前发布公告称，拟协议受让上海电气总公司持有的美国高斯国际有限公司100%股权，股权转让价格参照经评估的高斯国际股东全部权益值确定，为人民币5.7亿多元，股权转让款由上海机电以现金方式支付给上海电气总公司。同时，高斯国际预测2012年~2014年净利润分别为人民币2362万元、12131万元和19143万元。如未达到，集团承诺将给予现金补齐。

【腾讯科技】3月6日，中国移动董事长王建宙昨日确认，该公司考虑入股中广传媒，但持小股。交易完成后，中广传媒负责内容和网络，而中国移动则负责客户管理和销售。据了解，中移动和中广传媒3年前签订排他性的合作协议后，

中广传媒的手持电视 CMMB 获得迅猛发展，目前已覆盖全国 336 个地级以上城市、850 多个区县，覆盖人口已超过 5 亿。

【腾讯科技】3 月 7 日，西门子企业通信集团 CEO 哈密德·阿卡万称该集团希望于 2012 年底以前在美国市场 IPO 上市。阿卡万称，他认为公司当前的持股方将寻求在 IPO 交易中出售少数股份。目前，西门子通信 49% 的股份由西门子持有，其余股份则由私募股权投资公司格雷斯集团持有。

【新浪科技】3 月 7 日，国新公司将接手上海贝尔股份有限公司的国有股权。由于上海贝尔股份有限公司盈利能力较弱，外界认为，国新公司的定位就是为了接手央企中“不属于重要行业和关键领域、规模较小、实力较弱，与其他大型中央企业关联度不大”的企业。

【新浪科技】3 月 8 日，买好网已经获得美国某投资机构 500 万美元的 VC 投资，并成为年后团购业内首家获得风投的网站。在中国电商市场发展被看空之后，加之二级市场 IPO 遇冷，资本对于电商的投资更显慎重。买好网是国内最受女性欢迎的化妆品限时特卖网站。

【沃华传媒】3 月 8 日，中卫国脉公告称证监会并购重组审核委员会有条件审核通过了公司重大资产重组方案。公司大股东中国电信号码百事通将借壳中卫国脉上市，同时公司股票于昨日复牌。虽然历经两年多的重组计划最终获批，但昨日公司股价收盘时却跌破开盘价，收于 9.87 元。

【新浪科技】3 月 9 日，神州泰岳发布公告称，公司全资子公司重庆新媒农信科技有限公司拟用 2000 万元在重庆设立两家全资子公司，以与其共同承担重庆新媒研发生产基地的申报与建设工作。神州泰岳表示，子公司拟设立的两家公司注册资本均为 1000 万元，资金来源全部为自有资金。

【沃华传媒】3 月 12 日，优酷网和土豆网今天共同宣布双方于 3 月 11 日签订最终协议，优酷和土豆将以 100% 换股的方式合并，新公司名为优酷土豆股份有限公司，土豆网将退市。根据协议条款，自合并生效日起，土豆所有已发行和流通中的 A 类普通股和 B 类普通股将退市，每股兑换成 7.177 股优酷 A 类普通股；

土豆的美国存托凭证将退市并转换成 1.595 股优酷美国存托凭证。每股 Tudou ADS 相当于 4 股土豆 B 类普通股，每股 Youku ADS 相当于 18 股优酷 A 类普通股。合并后，优酷股东及美国存托凭证持有者将拥有新公司约 71.5% 的股份，土豆股东及美国存托凭证持有者将拥有新公司约 28.5% 的股份。

【新浪科技】3 月 13 日，多位知情人士证实，腾讯已投资全峰快递集团。腾讯、全峰快递尚未对此给予评论。早在今年 2 月份就有消息称，腾讯已投资全峰快递集团。海航速运集团市场商务部总经理王志达在微博透露，腾讯投资全峰快递金额为 3 亿元。该数字尚未得到官方证实。资料显示，全峰快递集团成立于 2010 年 11 月 18 日，是一家主要经营国际、国内快递及相关业务的服务型企业，立足华北、华东、华南三大局域网。

【腾讯科技】3 月 14 日，腾讯今日发布的 2011 年年报显示，腾讯去年花费 3.8 亿元人民币收购一家证券投资分析软件公司 20.2% 股权。业内人士透露，该公司或为益盟操盘手。益盟操盘手成立于 2002 年，总部位于上海市。业内人士透露，腾讯此次花费 3.8 亿人民币投资的正是益盟操盘手。该人士表示，益盟在证券投资分析软件公司中约排第 10 名左右，次于大智慧、金融界、同花顺等业内主流公司。腾讯公司对此事未予回应。

【新浪科技】3 月 14 日，展讯通信今日宣布与印度手机品牌 Micromax 建立合作伙伴关系。根据相关协议，展讯将向 Micromax 投资 1000 万美元，并成为 Micromax 首选手机芯片供应商之一。根据合作伙伴关系，两家公司将通过联合研发，提供多功能创新的 Micromax 产品系列。Micromax 目前拥有超过 60 个手机型号，覆盖双卡手机和 3G Android 智能手机。展讯将和 Micromax 一同致力于研发最新创新产品，以此提高主要市场份额。

【新浪科技】3 月 15 日，乐视网公司正在酝酿 4 亿元的公司债融资计划。乐视网公司此前公布的 2011 年度报告显示，截至 2011 年 12 月 31 日，乐视网负债总额为 7.17 亿元，同比骤增 671.61%。其中，九成以上为流动负债，短期借款金额则为 3.4 亿元。这意味着，在不到两年的时间里，乐视网累计融资近 11 亿元，其中包括 6500 万元的长期借款。有不愿透露姓名的分析师对本报记者表示，乐视网此次发债融资，意在改善公司的债务结构，缓解短期内的偿债压力。

【新浪科技】3月16日，中国联通与科大讯飞公司签署合作框架协议，在智能语音技术研究和应用产品创新上展开全方位合作，共同开发基于3G网络优势的智能语音应用。数据显示，2011年科大讯飞实现营业收入5.59亿元，同比增长28.16%，实现净利润1.33亿元，同比增长31.51%。而有关统计显示，科大讯飞在中文语音市场上拥有70%以上的市场份额，是以中文为主的智能语音核心技术提供商及应用方案解决商，目前公司总股本为2.52亿股。

【腾讯科技】3月16日，中芯国际今天宣布，子公司中芯国际北京公司已经获得了一笔7年期贷款，总额为6亿美元。这笔贷款来自由中国国开行和进出口银行牵头的一个财团。新的贷款项目将主要用于中芯国际12英寸晶圆生产线的扩张和技术发展。参与此次向中芯国际贷款的其他银行还包括中国建设银行、上海银行和北京银行。

【新浪科技】3月16日，线上内衣生活品牌兰缪联合创始人、副总裁郝建垚近日透露，兰缪C轮融资洽谈已近尾声，融资金额在千万美元级别，可以确定3月底之前完成。兰缪曾于2008年初获得日本乐天创始人三木谷的天使投资。2009年7月，兰缪获得日本乐天集团、大和证券集团等500万美元的A轮投资。2011年5月，兰缪获得4000万美元的B轮融资，主要投资机构为DCM和三木谷的追加投资。

2. 国际新闻

【Bloomberg】3月5日，AMD今天宣布已经出售剩余GlobalFoundries股份，后者成为一家独立公司。AMD近些年来已经逐步抛售了GlobalFoundries的股票，并于周日宣布将剩余的14%股权出售给ATIC。至此，GlobalFoundries已经成为一家完全独立于AMD的公司，AMD也只是该公司的常规合作伙伴。

【Bloomberg】3月5日，新加坡电信同意以3.21亿美元收购美国移动广告公司Amobee，以拓展自己的移动广告业务。目前新加坡电信正在按产品类别重组旗下业务，减少对传统电信业务的依赖。该公司表示，预计上述收购将在今年6月前完成，收购完成后新加坡电信将扩大移动广告业务，向消费者提供更有针对

性的促销信息服务等。新加坡电信表示，移动广告市场刚刚兴起，拥有显著的潜力。公司希望通过此项收购来把握发达市场和新兴市场的增长潜力。

【Bloomberg】3月6日，日立已经抛售了所持全部尔必达（ELPIDA）的4.7%股份。尔必达已申请破产保护，其股票将于3月28日被东京股票交易所摘牌。在周二东京股市的交易中，尔必达股价为3日元。自提交破产保护申请以来，尔必达市值已下跌99%。

【Bloomberg】3月7日，高通宣布将把季度股息提升16%，同时将回购40亿美元股份。这一新的股份回购计划将取代该公司此前的30亿美元股份回购项目，此前的项目中还剩余9.48亿美元资金。高通表示，这一新计划中目前有35亿美元的可动用资金，而计划没有过期时间。截至去年底，高通持有17.2亿股流通股。高通同时宣布将季度股息提升至每股25美分，高于此前的每股21.5美分。到本月23日仍持有高通股份的投资者将可以获得高通发放的季度股息。

【Bloomberg】3月7日，谷歌以每股2.26美元的价格抛售了2940万股Clearwire股票，套现6650万美元。考虑到谷歌在2008年向当时还是创业公司的Clearwire投入5亿美元巨资，谷歌此次损失严重。Clearwire股价周二收于2.08美元，比谷歌的抛售价低了7.5%。

【Bloomberg】3月8日，虽然谷歌收购摩托罗拉移动的交易尚未完成，但谷歌已计划出售后者旗下的电视机顶盒业务。报道称，谷歌已聘用弗兰克·奎特隆管理下的投资公司Qatalyst Partners来帮助该公司寻找买家。

【Bloomberg】3月9日，黑莓设备制造商RIM当天宣布已经收购了微波设计解决方案公司Paratek Microwave Inc，该公司的主要业务是通过自适应射频技术来提高移动设备的通话质量并延长电池的续航时间。RIM并没有透露收购私营企业Paratek交易的具体财务细节。Paratek的投资者包括多家风投机构，其中还有风投机构北极星风投以及欧洲最大的芯片制造商意法半导体等。

【Bloomberg】3月9日，美国照片分享服务商Instagram正在进行新一轮融资，规模在4000万美元左右，公司估值将达到5亿美元。据最早曝出Instagram

新一轮融资的《华尔街日报》称，5 亿美元估值是 Instagram 一年前估值的 20 倍左右。当时，Instagram 从 Benchmark Capital、Baseline Ventures 和安德森-霍洛维茨等风险投资公司处融资 700 万美元。Instagram 并未证实新一轮融资的消息。

【Bloomberg】3 月 9 日，在线票务零售商 StubHub 在完成收购城市搜索引擎和广告网络公司 Zvents 之后，日前又收购了高科技企业 Peekspy，该公司的主要业务是能够通过 3D 技术让用户在买票时选择具体的落座位置。这笔交易的财务条款尚未披露。在交易结束之，Peepsy 的团队将会从新加坡搬迁至旧金山办公。电子商务公司 eBay 在 2007 年斥资 3.1 亿美元收购了 StubHub，目前后者是前者的全资子公司。

【Bloomberg】3 月 12 日，消息人士透露，CNN 将以逾 2 亿美元的价格收购美国科技博客 Mashable。维基百科的资料显示，Mashable 由皮特·卡什莫尔于 2005 年 7 月创办。它的月页面浏览量超过 5000 万，Alexa 排名 300 多位。它是世界上访问量最大的博客之一。Mashable 撰写有关 YouTube、Facebook、谷歌、Twitter、MySpace、苹果等科技公司的新闻，同时也报道其他一些消息。

【Bloomberg】3 月 13 日，美国网络会议平台供应商 SalesCrunch 宣布，已发出一份主动收购要约，提出以每股 1 美元加上自己的 15% 股份收购思科系统公司的在线视频会议软件部门 WebEx。SalesCrunch 创建于 2010 年 4 月，其主要股东包括风投公司 Accel Partners、Nextview Ventures 与 AOL Ventures。

【Bloomberg】3 月 14 日，据知情人士透露，戴尔将会支付约 12 亿美元以收购网络安全与数据保护设备厂商 SonicWall。这位人士特别指出，该估值将包括 SonicWall 的债务部分。戴尔在周二对外宣布计划收购 SonicWall，但是并未透露其协议价格。戴尔和 SonicWall 的发言人都拒绝就此消息加以置评。SonicWall 本是一家上市公司，2010 年被私募公司 Thoma Bravo 为首的一个集团收购后退市，当时的收购价格为 7.17 亿美元。戴尔可以通过这笔交易将自己的产品从传统的 PC 和服务器系统业务逐步扩展到软件和服务上。SonicWall 的技术可以帮助企业免受黑客的攻击以及保护企业网络的安全。

【Bloomberg】3月14日，爱立信日前宣布，将向法国媒体娱乐行业科技公司 Technicolor 广播服务部提交一份价格为 1900 万欧元具约束力的收购要约，并将根据 2015 年广播服务部的潜在盈利能力额外支付 900 万欧元，这笔收购还有待相关监管部门的审批，预计将于 2012 年年中完成。爱立信称将利用电信业务领域的管理服务模式，帮助广播电视机构提升效率、推进创新和增加收入。此次收购后，爱立信表示将把管理服务进一步扩展至媒体广播机构，确保公司在该领域的长期发展和承诺。

【Bloomberg】3月14日，Zynga 周三向美国证券交易委员会提交了股份增发申请，从而减小员工持股锁定期到期后对股价的不利影响。Zynga 计划最多增发 4 亿美元股份。Zynga 大部分流通股将于 5 月 28 日解禁，不过非高管员工将可以在 Zynga 发布首个季度财报的 3 个工作日后出售部分股份。这一时间点是在 4 月的最后一周。到今年 7 月 6 日，Zynga 董事和高管所持股份也将部分解禁，而随后一次解禁将是在 8 月 16 日。

【Bloomberg】3月15日，意法半导体与爱立信合资企业 ST-爱立信准备在两周内宣布重大运营重组，这将使得这家处于困境中的移动芯片合资企业逐渐成为业界同等厂商或竞争对手的收购目标。一旦 ST-爱立信被收购，高通将面临一个业界新组合而成的强大竞争对手。瑞典爱立信和法国意法半导体各持有 ST-爱立信 50% 的股份，而 ST-爱立信也被潜在买家视为“战略资产”。三位知情人士称，潜在收购方包括 AMD、Nvidia、英特尔和德州仪器。

【Bloomberg】3月16日，思科宣布公司计划以 50 亿美元的价格收购多频道电视网络软件开发商 NDS，目的是提高该公司在视频内容交付技术市场上的地位。NDS 的主要业务是开发用于帮助客户通过 TV 和机顶盒等各种设备来交付电视节目及其他内容的软件。该公司还为网络应用提供电子安全解决方案。据以色列财经报纸《Calcalist》称，思科这一价格较 NDS 2009 年退市时的市值溢价 35%。

【Bloomberg】3月16日，美国科技博客 TechCrunch 报道私人社交网络 Path 已经以 2.5 亿美元的估值融资 3000 万美元。尽管 TechCrunch 表示这一消息来自传闻，但近期还有其他消息称，Path 在最新一轮融资中的估值超过 2 亿美元。早在

今年 1 月，就有报道称 Path 将进行新一轮融资。而截至今年 1 月初 Path 已经拥有超过 200 万注册用户。