

捷成股份 (300182.SZ) 综合传媒行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

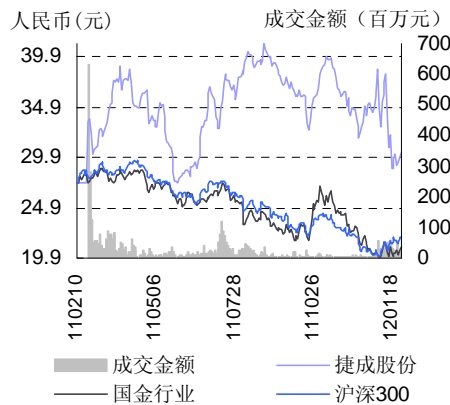
市价(人民币): 30.36元

目标(人民币): 38.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 28.00 |
| 总市值(百万元) | 3,400.32 |
| 年内股价最高最低(元) | 41.19/27.29 |
| 沪深300指数 | 2901.22 |



相关报告

1. 《并购助力捷成,营销全面提升》, 2011.8.18

赵国栋 联系人
(8639)10702427
zhaogd@gjzq.com.cn

易欢欢 分析师 SAC 执业编号: S1130511080002
(8621)61038267
yihh@gjzq.com.cn

创新引领行业浪潮, 服务保证高速增长

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 1.597 | 0.923 | 1.270 | 1.840 | 2.588 |
| 每股净资产(元) | 4.49 | 8.83 | 10.10 | 11.60 | 14.19 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.31 | 0.75 | 2.33 | 1.52 | 2.09 |
| 市盈率(倍) | N/A | 32.90 | 23.91 | 16.50 | 11.73 |
| 净利润增长率(%) | 60.86% | 54.07% | 37.62% | 44.90% | 40.68% |
| 净资产收益率(%) | 35.53% | 10.45% | 12.57% | 15.86% | 18.25% |
| 总股本(百万股) | 42.00 | 112.00 | 112.00 | 112.00 | 112.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

自07年以来,公司营业收入连续保持50%以上的增长速度。在这惊人的数据背后,我们发现公司以创新为魂,以广电产业为本,抓住电视节目数字化、高清化、3D化的历史性变革机遇,借助资本的力量迅速壮大。在电视终端智能化的浪潮中,我们相信公司必将拥有更大的舞台,演绎新一轮的高增长神话。

投资逻辑

- **增长——行业大机遇,捷成高增长:** 广电行业已进入大发展的浪潮中。2015年模拟转数字最后期限的到来使广电行业数字化、网络化驱动力强劲;同时按照国家广电总局的时间表,未来四年我国高清电视频道将有9倍增长空间。捷成站在了行业发展的浪尖之上,在过去五年中实现了收入复合增长近60%、净利润复合增长70%以上的惊人发展,有望后发先至成为行业龙头。
- **创新——引领行业潮流,创新开拓市场:** 公司第一个做媒资系统、第一个做高清系统,第一个做3D节目制作系统、第一个高清节目包装系统,坚定的发展编目业务,其创新能力为行业之冠;公司凭借对客户需求的敏感及强大研发能力不断开拓新的市场空间,客户类型从广电行业的各级电视台,逐步扩展到军队、大型央企、大型银行(如中行)等机构。
- **服务——洞悉客户需求,完整解决方案:** 公司紧紧抓住广电、大型央企、军队等大客户的视频节目的制作、编辑、播放、监控等业务需求,提供完整的一体化的解决方案,从服务流程上包括业务咨询、产品定制、现场或远程的服务、系统集成等环节。公司以开拓创新为引领,把相关多元化战略演绎的精彩纷呈。综上所述,2012年,我们认为捷成公司的全年业绩值得投资者关注和期待。

业绩与估值

- 预计公司2012-2013年EPS分别为1.270、1.84元,给予目标价38元,对应30X12PE、21X13PE。

风险提示

- 数字高清电视推进低于预期风险、各地业务拓展速度慢风险、客户相对集中风险。
- 12年随着募投项目进展较快,我们提醒投资者关注其中产生的折旧费用,对全年业绩的影响。

内容目录

| | |
|---------------------------|----|
| 增长 | 4 |
| 行业大机遇..... | 4 |
| 捷成高增长..... | 6 |
| 创新 | 8 |
| 把握行业方向创新推动发展..... | 8 |
| 第一个媒体资产管理系统应用广泛..... | 8 |
| 第一个高标清非编制作网发展空间广阔..... | 9 |
| 第一个全台统一监测与监控解决方案优势明显..... | 10 |
| 第一个三网融合新媒体平台顺应发展潮流..... | 11 |
| 第一个节目包装网络系统开辟技术先河..... | 12 |
| 服务 | 14 |
| 咨询+解决方案+项目实施+媒资编目 | 14 |
| 渗透电视台全业务链的音视频整体解决方案 | 14 |
| 行业结构变革导致编目服务供不应求 | 15 |
| 盈利预测与估值..... | 18 |
| 盈利预测 | 18 |
| 相对估值 | 18 |
| 绝对估值 | 18 |
| 风险提示 | 19 |
| 附录：三张报表预测摘要 | 20 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|---|
| 图表 1: 未来两年广电行业需求持续升温 | 4 |
| 图表 2: 三网融合时间表及具体内容 | 5 |
| 图表 3: 我国网民增长情况..... | 6 |
| 图表 4: 前几大视频网站访问量统计数字 | 6 |
| 图表 5: 3D 电视编辑与制作整体解决方案示意 | 6 |
| 图表 6: 3D 电视效果示意图 | 6 |
| 图表 7: 5 年来收入复合增长率 59.97% | 7 |
| 图表 8: 5 年来净利润复合增长率高达 77.15%..... | 7 |
| 图表 9: 公司毛利率趋于稳定 | 7 |
| 图表 10: 公司三项费用率情况 | 7 |
| 图表 11: 中科大洋与捷成股份收入增长情况对比 | 7 |
| 图表 12: 紧跟市场+自主创新成就了捷成的多个业内第一 | 8 |
| 图表 13: 媒体资产管理系统工作流程 | 9 |

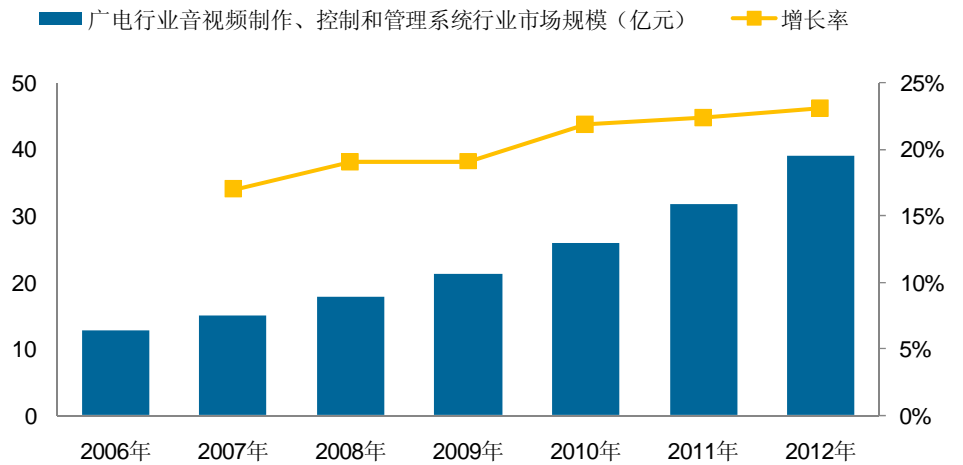
| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 14: 公司媒体资产管理系统市场占有率居行业前三 | 9 |
| 图表 15: 高标清非编制作网是高清化建设的重头戏..... | 10 |
| 图表 16: 全台统一监测与监控解决方案..... | 11 |
| 图表 17: 国内首创的三网融合新媒体平台 | 12 |
| 图表 18: 新媒体业务解决方案 | 12 |
| 图表 19: 节目包装网络系统..... | 13 |
| 图表 20: 产业链上下游情况..... | 14 |
| 图表 21: 捷成专注于音视频整体解决方案体系 | 14 |
| 图表 22: 提供服务于电视台业务全流程的解决方案..... | 15 |
| 图表 23: 2011 年各项产品收入占比情况 | 15 |
| 图表 24: 编目服务的具体应用 | 16 |
| 图表 25: 公司编目中心情况..... | 16 |
| 图表 26: 编目业务增长稳定但毛利率呈下降趋势 | 17 |
| 图表 27: 绝对估值 | 19 |

增长

行业大机遇

- 近年国家广电总局发布一系列政策促进广电行业数字化、高清化建设。目前广电行业数字化改造大约完成了 40%，高清化改造才刚刚开始。随着 2015 年时间截点的日益临近，预计未来 3--5 年广电系统也将进入数字化改造的高峰，因此高清化改造的投入也将加速增长。预计未来 3 年音视频解决方案将步入加速增长期，年复合增长率将超过 30%。

图表 1: 未来两年广电行业需求持续升温



来源：公司资料、国金证券研究所

广电系统数字化改造最后冲刺，节目编目需求已然凸显

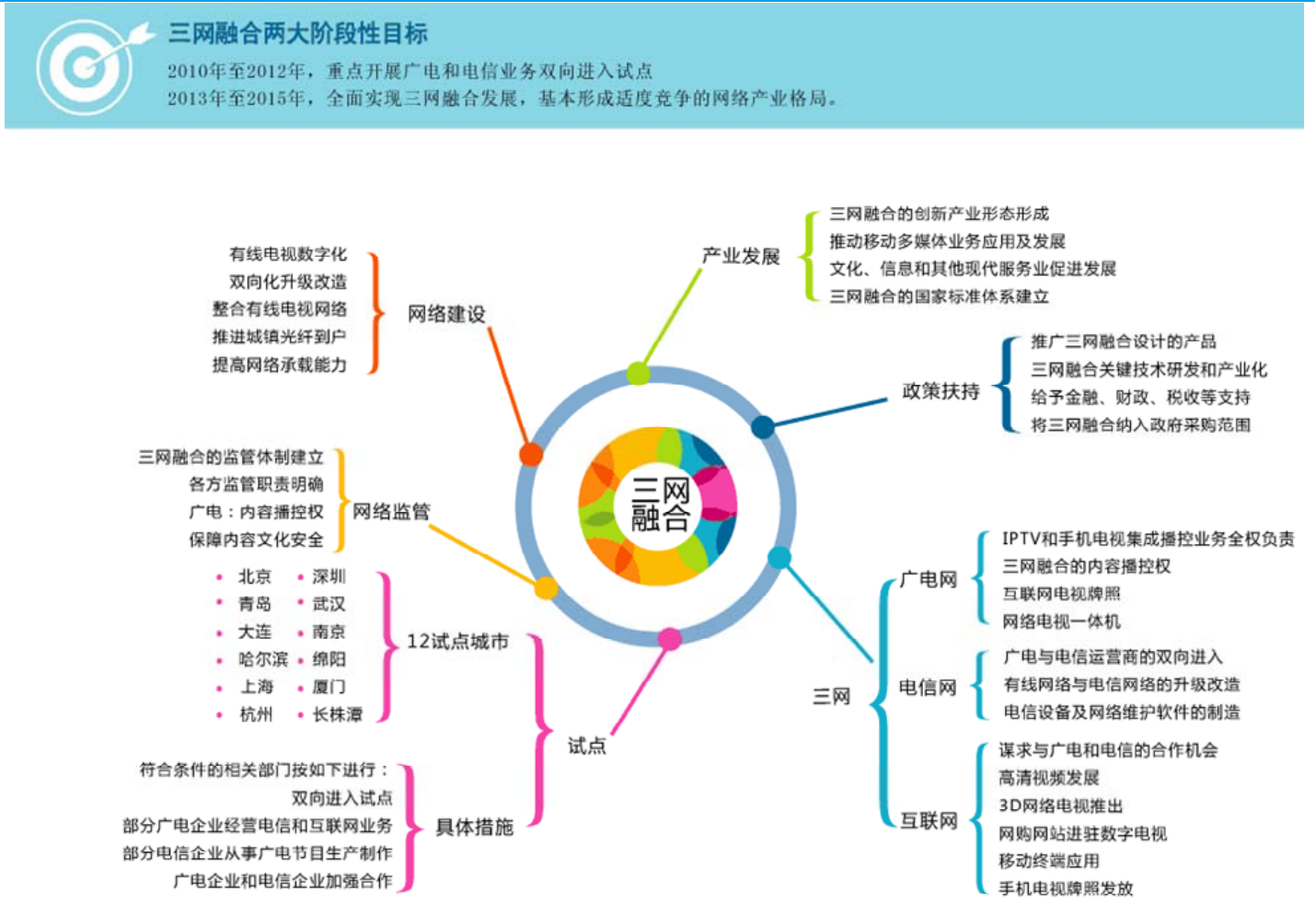
- 数字化是把多种多样的数字信息资料转换成一系列数字脉冲信息（如二进制编码），进行播放、传输和接收，接收后再把它还原成原来的信息。电视台的数字化 (Digital) 包括有制作、播出、传输、分配到接收各个环节在内的全系统的数字化。
- 根据国家广电总局发布的《我国有线电视数字化过渡时间表》，2015 年，我国将全面停播模拟电视节目。国内电视台数字化改造必须 2015 年前完成，目前国内 2000 多个电视台的数字化改造完成不足 50%，在模拟电视播出时限前电视台数字化改造甚至高清化改造势在必行，预计数字化改造规模将超过 100 亿元。
- 模拟信号停播催生存量数字电视节目数字化编目大市场。2015 年模拟信号停播后，过去采集收录、存储的大部分节目都需要进行数字化编目处理，实现这些存量节目的编目检索再利用。编目是连接人和视频的桥梁，是重用视频资料的基础。此业务“三强两高”，粘性强、持续性强、可复制性强、增长率高、毛利率高。市级电视台，平均有 1 万小时的视频资料需要编目。每小时的编目服务通常在 200-300 元之间。全国有 300 家市级电视台。简单匡算仅市级电视台的编目服务市场约 6 亿元。再加上县级电视台、军队、图书馆、大型企业等机构的视频资料编目市场，此市场的规模在 20 亿上下。

多因素促进高清化建设持续升温

- 政策驱动广电业高清建设投资加速，音视频解决方案行业借势发展。《广电总局关于进一步促进和规范高清电视发展的通知》提出，自 2011 年起，各影视制作机构完成的电视剧须有 50% 以上为高清拍摄制作；自 2012 年起，非高清拍摄制作的电视剧不得参评电视剧奖项。目前全国电视台中已实现标准向高清转换的比例不超过 10%，这意味着行业景气明显向好。

- 高清化升级是广电行业应对三网融合的唯一出路。2015 年是三网融合双向进入的大限，广电行业必须加快行动。我们认为，如果广电公司不抓紧时间发展壮大，未来将无法与强大的电信运营商竞争。对比各领域目前网络资源，广电系统只有在单向的高清节目传播网络方面存在一定先天优势，所以加大对高清节目的投入将是吸引客户的主要战略方向；相比之下，广电系统发展宽带业务必将面临电信运营商的强力狙击，并且其在网络整合、市场运营方面也先天不足，所以宽带业务可能不会成为广电系统参与竞争的主要方向。

图表 2: 三网融合时间表及具体内容



来源：互联网资料、国金证券研究所

- 国内高清市场将会在 5 年内爆发。海外经验表明高清化需 5 左右年时间，数据显示，美国和日本均是在 2006 年开始进入高清化建设加速器，经过 4 年的铺设推广，到 2009 年电视台高清频道增长才有所放缓；欧洲抓住世界杯足球等机会，从 2005、2006 年起大举建设高清电视网络并发射通讯卫星，5 年时间就进入成熟的高清化数字节目市场。我国高清化进程与海外市场有一定相似之处，2008 我国实现了奥运史上第一次全程高清转播，第一次将高清节目大规模引入国内市场。度过了 2008 到 2010 两三年的概念导入及基础建设规划期后，目前我们已进入了中国广播电视高清化的转折点，预计未来 4 到 5 年内能够迎来国内高清节目市场的大爆发。

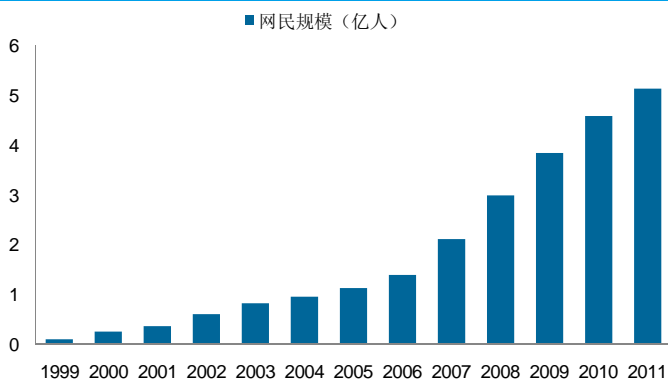
ITPV 和视频网站等新媒体、3D 电视的兴起进一步扩大市场规模

- 2011 年 10 月 28 日，广电总局发布规范互联网电视的 181 号文件，互联网电视的行业规范政策和国有七大平台已经具备。11 月 10 日，央广互联网电视集成播控平台中央银河互联网电视集成运营平台正式通过广电总局

验收，互联网电视七大国有播控平台已经布局完毕，互联网电视已经蓄势待发，大大提升了三网融合计划的发展速度。

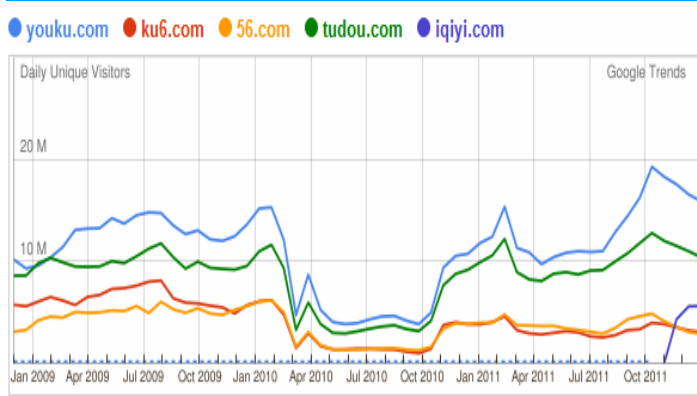
- 数据显示，截至2011年12月底我国网民总数突破5亿，互联网普及率达到38.3%，其中网络视频的用户规模达到了3.25亿人，使用率提升至63.4%。类似于优酷、土豆等视频网站日均访问量超过1000万，甚至可接近2000万。

图表3: 我国网民增长情况



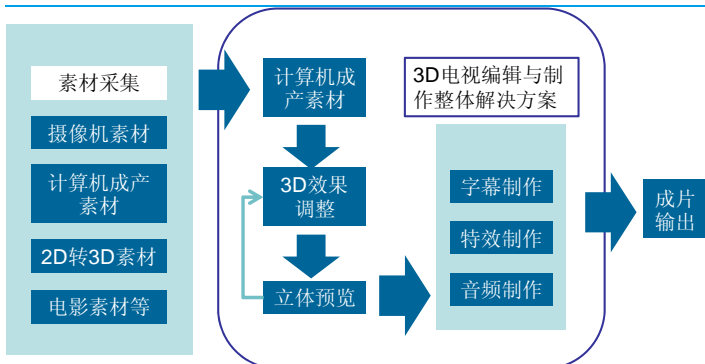
来源: cnnic、google trends、国金证券研究所

图表4: 前几大视频网站访问量统计数字



- 三网融合和新媒体业务的大力推进将大大增加电信行业、互联网行业、广电行业以及其他行业对音视频整体解决方案的需求，扩大本行业的市场发展空间，为公司提供广阔的市场空间和新的利润增长点。
- 2011年10月广电总局决定开播中国第一个3D电视试验频道，并且广电总局的“十二五”规划要求，中国将在“十二五”期间开播10个3D电视频道。中国3D电视试验频道由中央电视台、北京电视台、天津电视台、上海电视台、江苏电视台、深圳电视台等六家单位联合开办，各电视台分栏目制作3D电视节目，中央电视台统一播出，采用卫星通道加密传输，在全国各地有线数字电视网络的基本频道中传送，拥有有线数字高清机顶盒和3D电视机的用户可以收看到立体效果的电视节目。
- 3D电视节目一般要求3机位立体高清同步收录和一路立体高清同步播出，或者2路立体高清录制及2路立体高清播出，这就要求有专门的制作系统来完成收录、存储、快速编辑、配音、后期制作、模版包装、特效、调色、立体效果调整到播出的全方位工作流程。

图表5: 3D电视编辑与制作整体解决方案示意



来源: 互联网资料、国金证券研究所

图表6: 3D电视效果示意

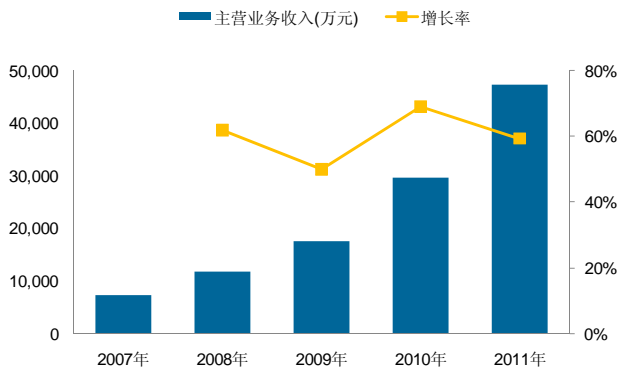


捷成高增长

五年来业务发展迅猛，有望成为行业龙头

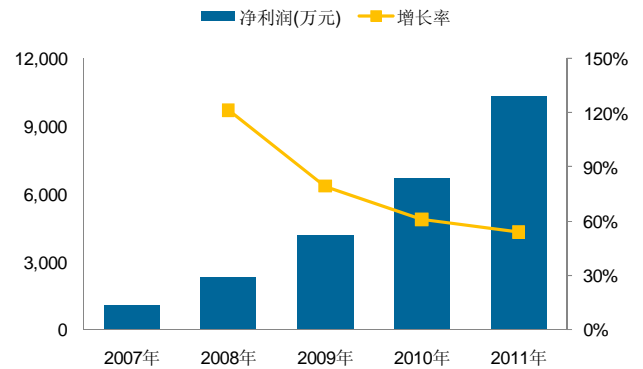
- 近五年以来公司的经营业绩快速增长，营业收入从 2007 年的 0.72 亿元增加到 2011 年的 4.71 亿元，复合增长率达到 59.97%，净利润从 2007 年的 0.10 亿元增加到 2011 年的 1.03 亿元，复合增长率更是高达 77.15%。
- 07 年到 11 年公司毛利率在经历一段上升后稳定在 40% 左右，三项费率之和也稳定在 18% 左右。

图表7: 5年来收入复合增长率 59.97%

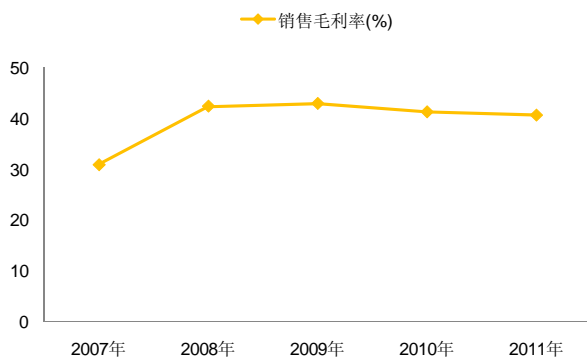


来源: 国金证券研究所

图表8: 5年来净利润复合增长率高达 77.15%

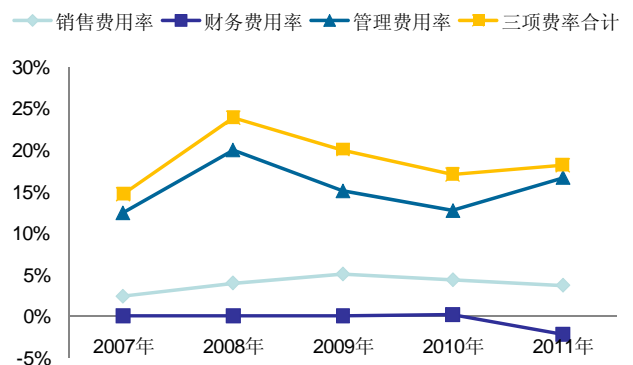


图表9: 公司毛利率趋于稳定



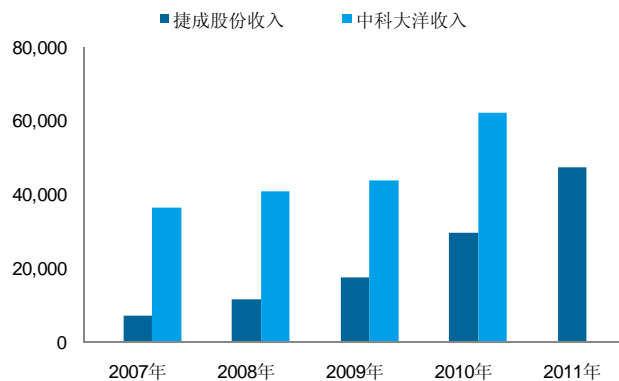
来源: 国金证券研究所

图表10: 公司三项费用率情况



- 目前行业中市场份额最大的是大恒科技下属子公司中科大洋。根据大恒科技的年报披露数据我们可以看到，中科大洋 07 年到 10 年的收入复合增长率为 19.50%，远低于捷成的四年复合增长率 60.16%。所以我们认为增长速度远超中科大洋的捷成在未来几年中有望成为行业龙头。

图表 11: 中科大洋与捷成股份收入增长情况对比



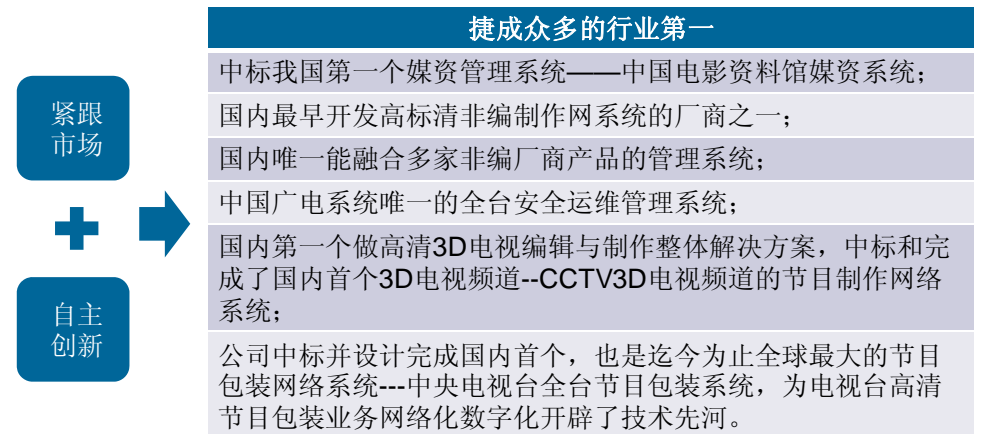
来源: 公司资料、国金证券研究所

创新

把握行业方向创新推动发展

- 捷成最根本的核心竞争力体现在善于抢占行业的发展先机，在业内最早建设标杆项目。早在 2001 年，公司的技术团队就中标我国第一个媒资管理系统——中国电影资料馆媒资系统，其后公司成为国内最早开发高标清非编制作网系统的厂商之一，自主研发的“高清后期网络制作系统”曾荣获中国新闻传媒业界最高级别的科技奖项“王选新闻科学技术一等奖”和中国广播电视设备工业协会科技创新奖。
- 近年来公司更是在与客户不断深化合作的过程中发现行业的发展方向、发掘客户的业务需求，在市场内率先进行相关产品的研发。这样公司一方面做到了紧跟行业浪潮的前进方向，另一方面又对行业的快速发展壮大起到了积极的推动作用。公司从过去的业内第一个做媒资、第一个做高清，到现在做出国内唯一能融合多家非编厂商产品的管理系统、推出了中国广电系统唯一的全台安全运维管理系统、新媒体内容管理系统和全台统一监测监控系统，以及最近的国内第一个做高清 3D 电视编辑与制作整体解决方案、第一个高清节目包装网络系统，公司一直凭借对市场的高度敏感及强大研发能力开拓新业务，抢占新市场。

图表 12: 紧跟市场+自主创新成就了捷成的多个业内第一

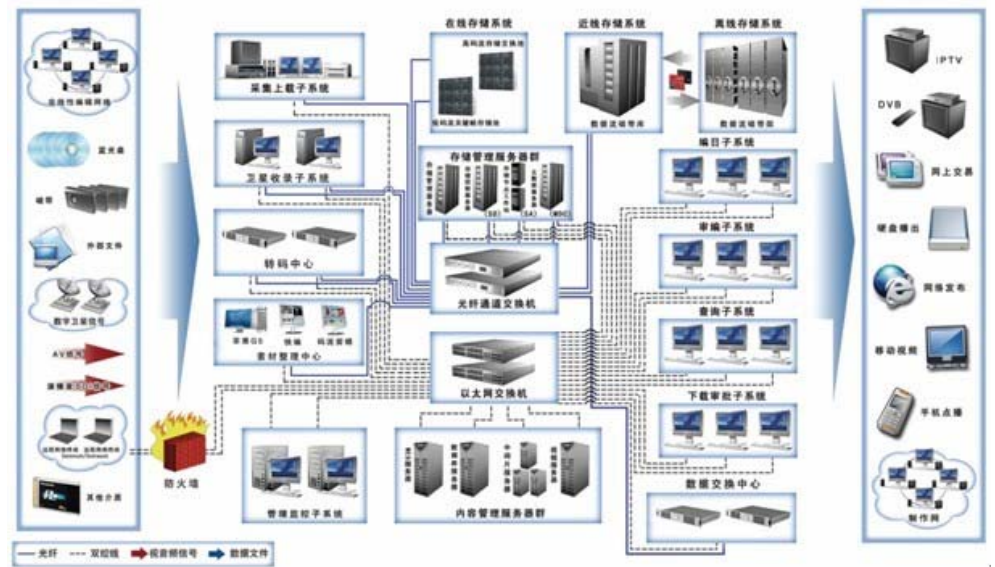


来源：公司资料、国金证券研究所

第一个媒体资产管理系统应用广泛

- 媒体资产管理系统核心功能是解决应用单位媒体资产的集中统一存储和编目检索再利用服务，其本质上是一个多媒体信息收集、整理、存储、检索、再利用的完整平台。捷成媒体资产管理系统能充分满足电视台对历史的、正在产生的、具有保存价值的资料进行收集、整理、存储和再利用的需求，同时作为内容平台为多种广播电视相关业务提供强有力的支持。媒体资产管理系统将为电视台带来以媒体资料数字化存储为核心，实现采、编、播、管、存的数字化和网络化的管理，基于数字媒体资源为核心的运营模式为电视台带来的结果将是业务实现手段的转变和业务核心管理的提升，建立具有扩展性的全业务平台。

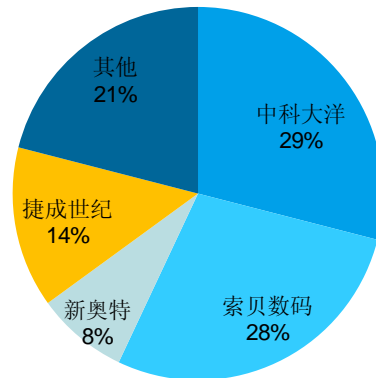
图表 13: 媒体资产管理系统工作流程



来源: 公司资料、国金证券研究所

- 公司的广泛应用于广电系统、图书馆、音视频资料室、出版发行单位以及国防等领域。目前公司市场占有率为 14%，处于行业前三。我们认为未来两年公司媒资系统会继续保持高增速，12 年增速将在 35% 以上。

图表 14: 公司媒体资产管理系统市场占有率居行业前三



来源: 公司资料、国金证券研究所

第一个高标清非编制作网发展空间广阔

- 高标清非编制作网是指在数字化条件下借助计算机技术，对视频素材进行非线性视频编辑、加工、处理的计算机网络。它将传统模拟方式下视频编辑（制作）系统中的特技发生器、录像机、录音机、编辑器、调音台及图形创作系统等设备的功能整合至专用电脑来实现。非编制作网，是将 2 台以上，几十台甚至几百台的专用电脑连成网络，实现编辑资源共享。这样节目编辑、字幕、配音、特技和动画等在不同功能的专用电脑上分别同时进行。非编制作网是随着音视频领域数字化、网络化的快速发展而出现的，极大地提高了节目的制作效率和质量。
- 公司是国内最早开发高标清非编制作网系统的厂商之一，自主研发的“高清后期网络制作系统”曾荣获中国新闻传媒业界最高级别的科技奖项“王选新闻科学技术一等奖”和中国广播电视设备工业协会科技创新奖。
- 公司系统以苹果公司的软硬件平台为依托，同时又针对国内节目制作习惯进行一系列研发；既可以完美地解决高清后期制作网、高标清兼容后期制作网、标清后期制作网、后期制作与媒资结合网、新闻制播网等各种类型、多种应用的视频网络的独立成网问题，也可以解决作为业务子网在全

台网络中网内安全和网间交互问题。是一套收放自如、定制有向、完全满足高清、标清、高标清；综合后期、新闻制播的数字视频制作网络。

图表 15: 高标清非编制作网是高清化建设的重头戏



来源：公司资料、国金证券研究所

- 公司的解决方案目前已经在中央电视台现址高清网、中央电视台新址高清网、北京电视台、上海电视台、天津电视台、辽宁电视台、湖南电视台、吉林电视台、青海电视台、中央新闻电影制片厂、国家气象局制播网、湖州标清网、华风新闻制播网等多家电视台和单位应用。考虑 2011 年下半年公司频繁签订高清非编网络系统订单，我们预计 2012 年公司高清非编制作网（含 3D 业务）增速将维持在 30%到 40%之间。

第一个全台统一监测与监控解决方案优势明显

- 捷成在广播电视安全与监控领域拥有众多卓越成绩，先后为业界提供了：首个省级电视台多元异构融合网络系统、首个国家级和省级全台统一监测监控系统、首个国家级和省级全台网信息安全，截止目前，捷成股份是广播电视领域内唯一一家拥有国家信息安全服务资质的单位。公司是目前业内领先的全台统一监测与监控解决方案的提供者，并且是参与制订全台监测产品行业标准的唯一方案提供商。
- 公司提供的全台统一监测与监控解决方案可实现对全台与节目生产直接相关的关键业务流程进行监视与告警，并实时监测系统的整体运行状态以及各业务子系统的关键环节和关键资源的状态。

图表 16: 全台统一监测与监控解决方案



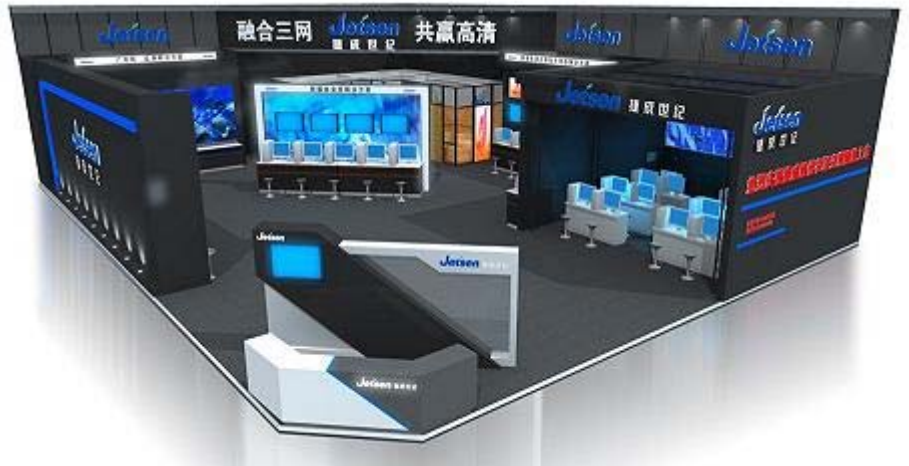
来源: 公司资料、国金证券研究所

- 做好典型案例，树立品牌优势。公司为广电行业内规模最大、系统最复杂、技术最先进、影响力最强的中央电视台实施全台统一监测与监控系统，中央电视台新址全台统一监控系统是新台址工艺系统的重要组成部分，捷成世纪全台统一监控系统建立集中的监测展示和报警平台，可以从全台角度对业务信息系统和业务信号系统集中进行监测，及早、及时地发现问题，提高问题解决的能力和事件响应以及处理能力，提高中央电视台的业务运维能力，同时为中央电视台在信息化方面建设方面提供决策支持的依据。此项目的成功实施，为公司进一步开发各省、市、县级电视台及其他行业客户奠定了强有力的品牌和技术基础，具有显著的示范效应。
- 公司的全台统一监测与监控系统具有完全自主知识产权和软件著作权，具有运行稳定、误判率低、实时记录、即时报警等特点，2009年，公司产品的市场占有率达到 16%，排名行业第一。2011 年全台统一监测与监控系统收入实现了超过同比超过 100% 的增长，我们认为随着前期标杆项目的作用不断体现，未来两年公司全台统一监测与监控系统收入将保持高速增长趋势，预计 2012 年业务增速将在 50% 以上。

第一个三网融合新媒体平台顺应发展潮流

- 顺应三网融合的大势，公司国内首创新媒体平台，与客户共赢高清。早在 2011 年 3 月捷成股份在中国国际广播电视信息网络展览会上展示在国内率先推出的“三网融合新媒体平台”，该平台实现了有线数字电视、电脑和手机“三屏联动、断点续播”，能对内容获取、编辑、播出、监管进行全程管理，真正做到了三网融合背景下内容的可管可控，安全播出。
- 三网融合新媒体平台靠科技领先竞争对手，紧贴客户需求。这套新的三网融合统一监管系统，通过建立集中的监测展示和报警平台，从全台业务角度对音视频系统的 IT 设备、音视频专业设备、音视频信号进行状态、性能和质量的集中监测，及时发现并定位业务运行中的技术故障和隐患，提高响应及处理能力，能为三网融合下音视频业务的运行提供安全保障。该产品在业内尚属首创，排名行业第一。

图表 17: 国内首创的三网融合新媒体平台



来源: 公司资料、国金证券研究所

- 公司目前已拥有三屏互动网络电视台、IPTV 集成播控平台及内容服务平台、手机电视集成播控及内容服务平台、新媒体门户网站综合解决方案等完整新媒体解决方案。基于捷成世纪核心的媒资内容服务平台，能够将音视频内容进行全方位颗粒化并按照多层编目体系进行著录存储，在用户需要扩展新业务时，媒资内容服务平台将为新媒体业务提供全方位的内容支持。通过转码中心生产出适合不同屏幕播放的视频内容，分别向手机、机顶盒、PC 终端推送，在播放前中后按策略插入特定广告，支持向运营服务的扩展。同时，公司还是美国苹果公司专业视音频产品在中国的总代，公司具备完备的、用户体验极佳的 iPhone、iPad 流媒体直播、点播及手机门户应用解决方案。

图表 18: 新媒体业务解决方案



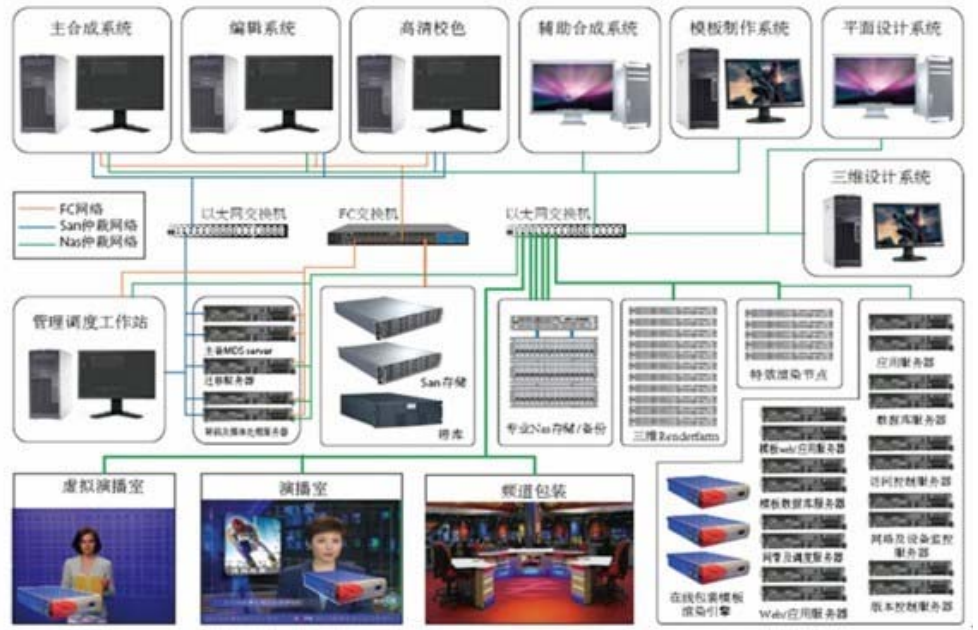
来源: 公司资料、国金证券研究所

第一个节目包装网络系统开辟技术先河

- 公司中标并设计完成国内首个，也是迄今为止全球最大的节目包装网络系统---中央电视台全台节目包装系统，为电视台高清节目包装业务网络化数字化开辟了技术先河。
- 高端包装网络制作技术要求高。高端包装网络制作不同于一般的节目制作，要求业界最高的完全非压缩图像质量和相当的制作难度，涉及工种也最广。从项目策划和平面设计开始，包括拍摄、三维、辅助、编辑、合成

以及集中渲染，运动控制等所有各个环节，所以工艺流程也最为复杂，可以说一个包装系统的制作能力代表了其在影视动画行业制作水准的最高程度。

图表 19: 节目包装网络系统



来源：公司资料、国金证券研究所

- 捷成世纪公司参考了国内众多著名影视特效、包装制作公司实际工作流程，并结合未来包装产业发展的需要和高端包装网络制作机构的实际需求，科学设计了基于最新的软件架构及开发技术的高端包装网络制作系统解决方案，目前已广泛应用于电视台与动漫基地的包装制作，并凭此一举中标湖南广电集团高清包装制作系统、北京天文馆数字天象节目制作系统平台、华风信息影视集团后期制作包装系统、北京电影学院包装集群渲染系统及重庆广电集团动漫基地网络集成系统等。

服务

咨询+解决方案+项目实施+媒资编目

- 公司所处行业的本质是通过系统集成和软件开发帮助下游客户实现业务内容的存储、管理和编辑制作等业务功能。媒体资产管理解决方案的任务是帮助客户实现内容的快速存储和管理；高标清非编制作网和全台统一监测与监控解决方案的本质则是将 AV 技术与 IT 技术进行融合，将技术与业务进行融合，为客户提供一个工作流程整体解决方案。

图表 20: 产业链上下游情况



来源：公司资料、国金证券研究所

- 为客户实施整体解决方案是一个全方位、系统性工程。整体解决方案出现之前，行业下游用户系统建设通常只是其子部门行为，即由某个单一业务部门组织和实施系统建设，极易形成“信息孤岛”现象。而实际上其各个业务部门、各个业务环节都是互相联系、密切配合的有机整体，整体解决方案整合各不同子部门的需求、实现资源共享，以降低成本、提高效率，满足多个部门人员的需求。
- 要发挥整体解决方案的作用，首先要做到的就是仔细调研客户需求，为客户提供深度咨询服务，拿出最佳的整体解决方案。然后由项目部门进行设备采购、软件开发等项目实施工作。在这里不得不说的是，媒体资产管理系统能够建设的基础条件就是有数字化的媒体资产，所以编目服务是一切媒体资产管理系统的先行军。
- 公司紧紧抓住广电、大型央企、军队等大客户的视频节目的制作、编辑、播放、监控等业务需求，提供完整的一体化的解决方案，从服务流程上包括业务咨询、产品定制、现场或远程的服务、系统集成等环节。公司以开拓创新为引领，把相关多元化战略演绎的精彩纷呈。

图表 21: 捷成专注于音视频整体解决方案体系

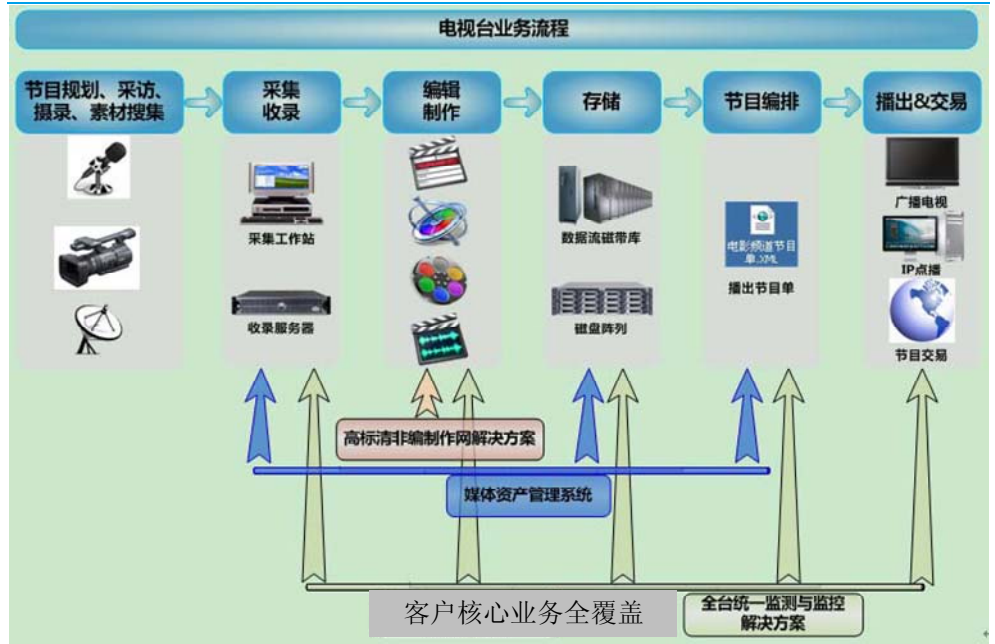


来源：公司资料、国金证券研究所

渗透电视台全业务链的音视频整体解决方案

- 公司是音视频整体解决方案提供商，拥有包括媒体资产管理系统解决方案、高标清非编制作网解决方案和全台统一监测与监控解决方案三大类核心产品，另外还有代维运维服务、产品销售和集成服务等。
- 公司产品覆盖电视产全业务流程。以电视台为例，在其整个业务流程中，除节目规划、采访、摄录和素材搜集等原始素材业务外，其他的全部核心业务涉及流程（包括采集收录、编辑制作、存储管理、节目编排、节目播出和交易等）都被公司的解决方案所覆盖。

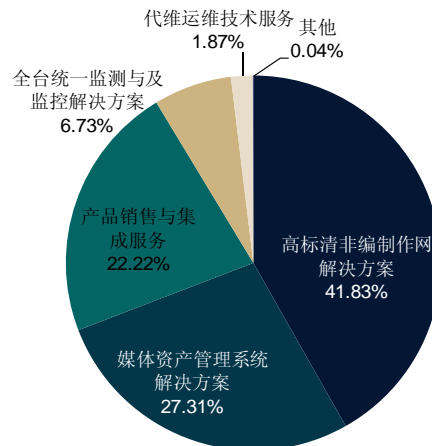
图表 22：提供服务于电视台业务全流程的解决方案



来源：公司资料、国金证券研究所

- 公司主营业务中，媒体资产管理系统解决方案和高标清非编制作网增长稳定，全台监控统一监测与监控解决方案处于起步期未来将有爆发的可能，代维运维技术服务是未来发展方向。公司定位是解决方案提供商，目前的业务形态处于系统集成商和 IT 服务商之间。在目前的广电行业数字化改造、高清化建设大潮中媒体资产管理系统解决方案和高标清非编制作网将是公司的两大现金牛。但是公司未来将转型为 IT 服务商，所以服务性质的代维运维技术服务业务未来将成长为公司的重要贡献利润点。

图表 23：2011 年各项产品收入占比情况



来源：公司资料、国金证券研究所

行业结构变革导致编目服务供不应求

- 编目工作是媒体资产管理中的先行军和关键环节，其编目数据的质量直接影响了媒体资产的质量与可使用效果，并直接影响媒体资产的开发和再利用价值。做好编目工作对提高媒体资产管理和使用效率、对媒体资产数字化发展具有重要意义。
- 2001年，公司的技术团队中标我国第一个媒资管理系统——中国电影资料馆媒资系统。系统安装调试之后，需要做的第一件事情就是数据编目。当时，在这个全新的领域里，没有很完整的标准文件，捷成在探索中完成了对于电影资料的简单编目。在国家广播电影电视总局制订《广播电视音像资料编目规范》的过程中，公司作为制订小组主要成员之一，与其他成员单位的专家共同提出了四层编目的数据结构框架，这是全国编目数据制作的基础性标准文件。
- 目前编目服务市场随数字化改造进程不断扩大。编目服务的主要业务是将电视台之前的存量节目进行数字化转换，经过编目能方便电视台数字节目的检索再利用。由于目前我国数字化改造进入最后的建设高潮阶段，接下来存量节目的编目问题已然凸显。

图表24：编目服务的具体应用



图表25：公司编目中心情况

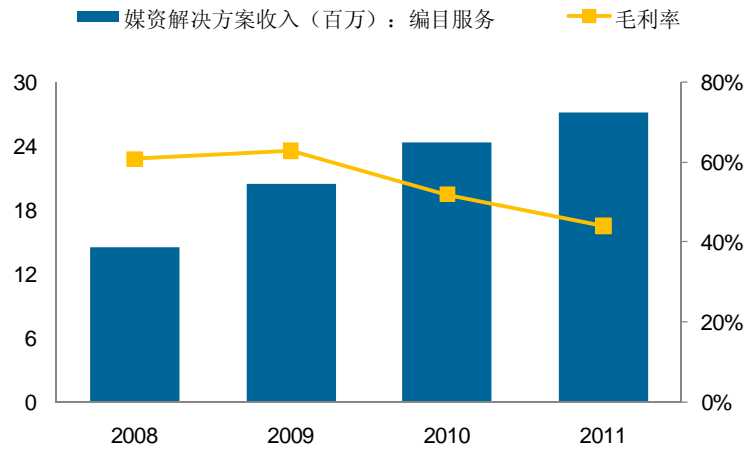


来源：国金证券研究所

- 编目服务市场供不应求。资料显示，北京电视台正的数字编目总量为 20 万人时，一般的省级电视台存储量基本都在 10-20 万人时，地级市电视台在 5-15 万人时，县级区市电视台在 3-4 万人时。公司目前承接了新闻出版总署的数字化转换业务，而新闻出版署的资料总库存在 50 万人时左右，且以每年 5-6 万人时的速度在递增；财政部为此批了 4800 万元。业务收费标准根据具体业务不同，会有差异，但基本是每人时的价格是 200-500 元。由此计算可知我国编目市场目前的存量为 20 亿左右。但是编目工作可以认为是一项劳动密集型服务，主要依靠大批编目人员在经验丰富的项目管理者的指导下，按照各种编目细则对节目进行编目。所以拥有丰富编目经验的项目管理人员是编目业务产能扩大的关键。
- 目前从事编目的服务大多是众多的小公司，操作模式比较简单原始。捷成参与了广电总局的编目规则的制订工作，在长期工作中形成完备的编目细则。摸索出一套完备的培训、上岗的机制。
- 公司编目服务占全国份额约为 20%，处于行业龙头地位。2006 年底捷成股份成立了自己的编目工厂，依靠众多经验丰富的编目管理人员实现了批量化生产编目数据的目标，但是面对业内庞大的编目需求量，产能仍然急需扩大。公司计划在 2013 年形成规模 2000 人的“编目工厂”，完成 1 亿元的净利润收入。
- 但是从本质上看，编目业务是一项劳动密集型产业，不存在由于技术的大幅改进而导致工作效率急剧提高的可能性，工作人员的数量程度是提升效率的关键因素，因此存在相当明显的天花板。按编目小时核算的收入扩大规模最主要的方式是增加工作人员数量，这也是公司不断扩大编目工厂规模的原因。但是劳动力成本处于不断上升的过程，同时由于编目工作目前

仍有超过 50%的毛利率，所以编目服务的价格短时间内上升的可能性不大，那么公司业务的毛利率可能存在一定的下降趋势。

图表 26: 编目业务增长稳定但毛利率呈下降趋势



来源: 国金证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

■ 收入预测

- 媒体资产管理系统 12 年、13 年 2 年收入增长率维持在 35% 左右。主要基于：1) 随着节目数字化程度的提高，经过采集、编辑后需要存储管理的信息量将格外庞大，未来国内媒体资产管理服务需求的逐渐打开；2) 市场占有率的不断提升；3) 募投项目中服务渠道的建设完全。
- 编目服务 12、13 年收入增长率预计为 30% 左右。主要基于：1) 数字化改造背景下存量节目的编目需求；2) 公司具有人员优势，骨干工作人员编目经验丰富；3) 目前公司为市场绝对龙头企业。
- 高标清非编制作网 12、13 年收入增长率预计为 35% 左右。主要基于：1) 直接受益于广电行业高清化建设带来的广阔市场领域；2) 新媒体和 3D 电视等热点的兴起将进一步拉升对高清非编制作网的需求。
- 全台统一监测与监控 12、13 年收入增长率预计为 50% 左右。主要基于：1) 全紧贴客户需求，市场上升期，未来前景广阔；2) 技术领先优势明显，作为唯一参与制定行业标准的公司先发优势明显。

■ 毛利率预测

- 媒体资产管理系统毛利率略有下降，但维持在较高水平。在未来虽然随着媒体资产管理系统细分市场的竞争进一步加剧，但是由于整体市场份额的扩大等因素，公司产品的毛利率将呈上升趋势，全年产品毛利率仍会维持在 50% 以上这样一个较高的水平。
 - 编目服务的毛利率有进一步下滑趋势。相对于其他业务，编目服务更接近于智力密集型和劳动密集型产业，随着相关工作人员规模的扩大，管理成本会有上升趋势，另外目前人力成本也一直呈上升趋势。
 - 高标清非编制作网毛利率稳定。我国广电行业高清化建设仍然在加速阶段，对高标清非编制作网的需求增长迅速，所有短时间内供需关系决定了公司解决方案毛利率能一直维持在 40% 以上。
 - 全台统一监测与监控毛利率维持稳定。我们预计随着市场的进一步打开，公司技术标准等相对竞争优势会更加明显，目前相对较高的业务毛利率将继续维持一段时间。
- 我们预测公司在 2012-2013 年将实现净利润 1.42 亿和 2.06 亿元，分别增长 37.62% 和 44.90%，EPS 分别为 1.270 元和 1.840 元。

相对估值

- 我们采用相对估值法对公司进行分析，预测公司 2012~2013 年的 EPS 为 1.270 元、1.840 元，选取行业可比公司进行比较，并综合考虑公司的盈利能力、高成长性以及最近上市的创业板上市公司的估值情况，同时结合当前创业板存在的一定风险，我们认为捷成股份的目标价为 38 元，对应 30X12PE，21X13PE。

绝对估值

- 参考 APV 估值方法，假设 TV 增长率为 4%、Ka 10.11% 的前提下，公司价值为 39.02 元，我们综合考虑相对估值、绝对估值以及目前的市场形势，认为当前合理价值为 38 元，相当于 30X12PE、21X13PE。

图表27: 绝对估值

I. APV

| | | | |
|------|----------|--------|--------|
| 每股价值 | 39.02 | TV增长率 | 4.0% |
| 企业值 | 4,370.28 | Ka | 10.11% |
| 股票价值 | 4,370.28 | 债务 | 0.00 |
| | | 投资 | 0.00 |
| | | 少数股东权益 | 0.00 |

| 会计年度截止日: 12/31 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | TV | 合计 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|---------|--------|--------|-----------|-----------|
| FCF | 135.06 | 171.83 | 235.40 | 129.21 | 77.85 | 105.68 | 7.40 | -874.44 | 489.12 | 600.92 | 10,228.95 | 11,306.98 |
| ITS | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| PV(FCF) | 122.66 | 141.72 | 176.33 | 87.90 | 48.10 | 59.30 | 3.77 | -404.69 | 113.63 | 116.96 | 3,904.60 | 4,370.28 |
| PV(ITS) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源: 国金证券研究所

风险提示

- 各地业务拓展速度慢风险。目前公司的收入在一定程度上仍然依赖于中央电视台等长期稳定的优质客户，但是业务的高速增长必将依赖于高效有力的营销体系，如果公司开拓市场的速度较慢，那成长速度将大大放缓。
- 数字高清电视推进低于预期风险。广电行业数字化改造及高清化建设的最终目的都是为了让客户能够在终端看到数字高清的节目，所以重点数字高清点数的推进情况也在一定程度上反过来影响着广电行业的前进速度。
- 客户相对集中风险。由于目前行业特征是为某电视台做完一个或者一期项目之后，其他类似项目和相关项目的订单一般都可以拿到。这样会形成对客户的依赖性，并且大客户的订单占收入比重较大，如果大客户出现重大问题，可能对公司业绩产生一定影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 主营业务收入 | 175 | 296 | 471 | 708 | 996 | 1,342 |
| 增长率 | | 69.1% | 59.4% | 50.3% | 40.6% | 34.8% |
| 主营业务成本 | -100 | -174 | -280 | -419 | -581 | -791 |
| % 销售收入 | 57.0% | 58.7% | 59.3% | 59.1% | 58.3% | 58.9% |
| 毛利 | 75 | 122 | 192 | 289 | 415 | 551 |
| % 销售收入 | 43.0% | 41.3% | 40.7% | 40.9% | 41.7% | 41.1% |
| 营业税金及附加 | -3 | -4 | -4 | -9 | -13 | -18 |
| % 销售收入 | 1.5% | 1.3% | 0.8% | 1.3% | 1.3% | 1.3% |
| 营业费用 | -9 | -13 | -17 | -28 | -40 | -54 |
| % 销售收入 | 5.0% | 4.3% | 3.7% | 4.0% | 4.0% | 4.0% |
| 管理费用 | -26 | -37 | -78 | -110 | -154 | -208 |
| % 销售收入 | 15.0% | 12.6% | 16.6% | 15.5% | 15.5% | 15.5% |
| 息税前利润 (EBIT) | 38 | 68 | 92 | 142 | 208 | 272 |
| % 销售收入 | 21.5% | 23.0% | 19.6% | 20.1% | 20.9% | 20.3% |
| 财务费用 | 0 | 0 | 10 | 3 | 1 | 1 |
| % 销售收入 | 0.0% | 0.1% | -2.2% | -0.4% | -0.1% | -0.1% |
| 资产减值损失 | -1 | -1 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % 税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 36 | 67 | 100 | 145 | 209 | 273 |
| 营业利润率 | 20.8% | 22.7% | 21.2% | 20.5% | 21.0% | 20.3% |
| 营业外收支 | 5 | 6 | 17 | 18 | 18 | 18 |
| 税前利润 | 42 | 73 | 117 | 163 | 227 | 291 |
| 利润率 | 23.9% | 24.8% | 24.9% | 23.0% | 22.8% | 21.7% |
| 所得税 | 0 | -6 | -14 | -21 | -29 | -40 |
| 所得税率 | 0.0% | 8.7% | 11.7% | 12.8% | 12.7% | 13.7% |
| 净利润 | 42 | 67 | 103 | 142 | 198 | 251 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利 | 42 | 67 | 103 | 142 | 198 | 251 |
| 净利率 | 23.9% | 22.7% | 21.9% | 20.1% | 19.9% | 18.7% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|
| 净利润 | 42 | 67 | 103 | 142 | 198 | 251 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 5 | 7 | 20 | 24 | 35 | 35 |
| 非经营收益 | 0 | 0 | 0 | -18 | -18 | -18 |
| 营运资金变动 | -13 | -19 | -39 | 113 | -44 | -57 |
| 经营活动现金净流 | 34 | 55 | 84 | 261 | 171 | 211 |
| 资本开支 | -6 | -16 | -112 | -102 | 19 | 18 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | -110 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -6 | -16 | -222 | -103 | 19 | 18 |
| 股权募资 | 35 | 0 | 725 | 0 | -39 | 0 |
| 债权募资 | 5 | 25 | -30 | -1 | 0 | 1 |
| 其他 | 0 | -1 | -28 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | 41 | 24 | 667 | -1 | -39 | 1 |
| 现金净流量 | 69 | 63 | 529 | 158 | 152 | 230 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 83 | 144 | 671 | 829 | 981 | 1,211 |
| 应收款项 | 45 | 52 | 201 | 150 | 211 | 284 |
| 存货 | 18 | 61 | 79 | 92 | 127 | 173 |
| 其他流动资产 | 12 | 43 | 86 | 107 | 147 | 200 |
| 流动资产 | 157 | 300 | 1,037 | 1,178 | 1,466 | 1,868 |
| % 总资产 | 92.1% | 92.8% | 92.0% | 86.3% | 90.7% | 94.2% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 13 | 23 | 79 | 182 | 147 | 112 |
| % 总资产 | 7.9% | 7.1% | 7.0% | 13.4% | 9.1% | 5.6% |
| 无形资产 | 0 | 0 | 11 | 1 | 1 | 1 |
| 非流动资产 | 13 | 23 | 91 | 186 | 150 | 115 |
| % 总资产 | 7.9% | 7.2% | 8.0% | 13.7% | 9.3% | 5.8% |
| 资产总计 | 171 | 323 | 1,127 | 1,364 | 1,616 | 1,983 |
| 短期借款 | 5 | 30 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 40 | 95 | 124 | 209 | 293 | 396 |
| 其他流动负债 | 4 | 9 | 14 | 23 | 32 | 43 |
| 流动负债 | 49 | 134 | 138 | 232 | 325 | 440 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 49 | 134 | 138 | 232 | 325 | 441 |
| 普通股股东权益 | 122 | 189 | 989 | 1,131 | 1,291 | 1,542 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 171 | 323 | 1,127 | 1,364 | 1,616 | 1,983 |

比率分析

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.993 | 1.597 | 0.923 | 1.270 | 1.767 | 2.242 |
| 每股净资产 | 2.898 | 4.495 | 8.833 | 10.102 | 11.524 | 13.766 |
| 每股经营现金净流 | 0.810 | 1.307 | 0.751 | 2.334 | 1.529 | 1.885 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.500 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 34.26% | 35.53% | 10.45% | 12.57% | 15.33% | 16.29% |
| 总资产收益率 | 24.42% | 20.75% | 9.17% | 10.43% | 12.24% | 12.66% |
| 投入资本收益率 | 29.61% | 28.44% | 8.22% | 10.95% | 14.05% | 15.21% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 50.01% | 69.10% | 59.39% | 50.25% | 40.62% | 34.78% |
| EBIT增长率 | 87.11% | 81.59% | 35.23% | 54.23% | 46.09% | 30.97% |
| 净利润增长率 | 79.47% | 60.86% | 54.07% | 37.62% | 39.14% | 26.90% |
| 总资产增长率 | 117.85% | 89.27% | 248.81% | 20.96% | 18.51% | 22.68% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 59.0 | 49.6 | 38.6 | 55.0 | 55.0 | 55.0 |
| 存货周转天数 | 65.4 | 83.0 | 91.3 | 80.0 | 80.0 | 80.0 |
| 应付账款周转天数 | 30.0 | 47.3 | 60.0 | 50.0 | 50.0 | 50.0 |
| 固定资产周转天数 | 28.0 | 28.3 | 61.2 | 93.5 | 53.6 | 30.1 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -64.03% | -60.13% | -67.83% | -73.29% | -76.00% | -78.48% |
| EBIT利息保障倍数 | 1,141.1 | 163.4 | -9.0 | -47.4 | -207.6 | -271.9 |
| 资产负债率 | 28.73% | 41.59% | 12.26% | 17.03% | 20.13% | 22.23% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 强买 | 1 | 2 | 3 | 3 | 9 |
| 买入 | 0 | 3 | 3 | 4 | 11 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.50 | 1.50 | 1.53 | 1.54 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2011-08-18 | 买入 | 38.78 | 41.00 ~ 41.00 |

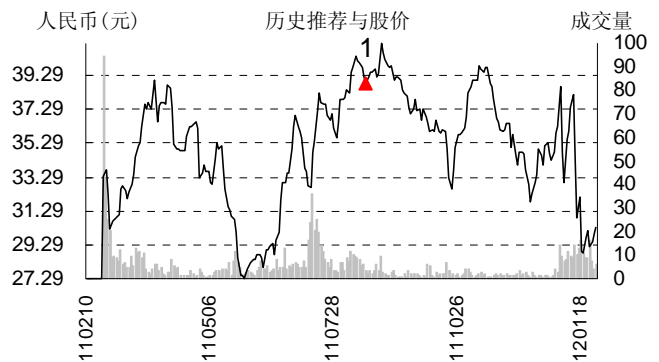
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|
| 电话: (8621)-61356534 | 电话: 010-6621 6979 | 电话: 0755-33516015 |
| 传真: (8621)-61038200 | 传真: 010-6621 5599-8803 | 传真: 0755-33516020 |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204 | 邮编: 100032 | 邮编: 518000 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层 | 地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B |