齐鲁证券 QILU SECURITIES

研究简报

捷成股份(300182.SZ)

在广电领域数字浪潮和高清盛宴中份额不断提升

评级: 买入　前次: 增持

目标价（元）: 36-42

分析师　联系人

陈永倬　许彬

S0740511020001

021-20315115　02120315198

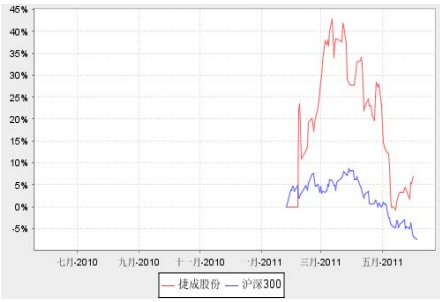
chenyz@qlzq.com.cn　xubin@qlzq.com.cn

2011 年 6 月 20 日

基本状况

总股本(百万股)	112.00
流通股本(百万股)	28.00
市价(元)	29.38
市值(百万元)	3290.56
流通市值(百万元)	822.64

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	174.83	295.63	456.30	642.34	921.62
营业收入增速	50.01%	69.10%	54.35%	40.77%	43.48%
净利润增长率	79.47%	60.86%	53.54%	47.19%	36.57%
摊薄每股收益（元）	0.99	1.60	0.92	1.35	1.85
前次预测每股收益（元）			0.92	1.35	1.85
市场预测每股收益（元）			0.91	1.40	2.09
偏差率（本次-市场/市场）			1.10%	-3.57%	-11.48%
市盈率（倍）	0.00	0.00	35.78	24.31	17.80
PEG	0.00	0.00	0.67	0.52	0.49
每股净资产（元）	2.90	4.49	8.58	9.94	11.79
每股现金流量	0.81	1.31	0.85	1.16	1.59
净资产收益率	34.26%	35.53%	10.71%	13.62%	15.68%
市净率	0.00	0.00	3.83	3.31	2.79
总股本（百万股）	42.00	42.00	112.00	112.00	112.00

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司发布了 2011 年半年度业绩预增公告,预计报告期内业绩与去年同期同比增长 50-60%,符合我们预期。
- 数字化、高清化、网络化是驱动音视频制作、管理和控制行业快速增长的三大动力:
  - 我国 2015 年将停止模拟电视节目播出，这将驱动电视节目采、编、存、播各个环节的数字化浪潮。媒资管理系统作为电台电视台的 ERP，随着电视台数字化程度的提升，渗透率有望持续扩大；而我国存量节目数字化编目服务潜在市场空间高达百亿人民币，是 2010 年市场容量的百倍左右。
  - 高标清非编制作网解决方案是高标清电视制作的 office 系统，受益于即将开启的高清盛宴。高清化是三网融合背景下广电系统核心战略，产业链各环节日趋完善，高清电视节目制播快速发展时刻来临。我国首批开通的九个频道在 9 月 28 日之前仅可实现黄金时期百分百高清，而按照广电总局规划，2015 年实现高清电视频道 100 个，是现在 10 倍，高清节目制播将面临播出时长和频道数“双升”。
  - 随着电台电视台设备、业务网络数字化建设的推进，网络互联互通、网络整合等“网络化”的要求随之提出。电视台信息化领域的“中间件”——全台多元异构一体化解决方案、横跨“AV+IT”两个专业领域的“网络安全方案”——统一监测和监控解决方案等细分市场也迎来快速增长。
- 捷成股份是垄断竞争格局下的技术创新者和标杆项目缔造者，市场占有率将不断提升。与主要竞争对手相比，公司在技术研发和产品开发上更具创新性；是行业内中标央视核心业务系统数量最多的企业之一；具备更好的公司治理结构和股权激励安排。公司正在推进五大区域营销中心的建设，这将驱动公司业绩持续快速增长。
- 需要提示市场注意的是，包括公司总经理在内的 20 多名核心员工均以 2009 年 10 倍 PE 入股，并且在上市后自愿锁定三年，反映了对公司发展的强烈信心。
- 我们维持前期业绩预测：2011-2013 年 EPS 分别为 0.92、1.35、1.85 元；给予未来一年内目标价 36-42 元，对应 2012 年 PE27-31 倍，上调投资评级为“买入”。

此报告专供齐鲁证券研究所李霖阅读

内容目录

行业受益于广播电视行业的数字化、高清化和网络化进程 ..... - 3 -
媒资解决方案受益于电台电视台的数字化进程 ..... - 3 -
高标清非编制作网解决方案受益于电视台的高清化 ..... - 3 -
全台网和统一监测监控方案，受益于网络化 ..... - 4 -
垄断竞争格局下，捷成股份市场占有率不断提高 ..... - 4 -
行业垄断竞争，格局稳定 ..... - 4 -
2009-2010 年公司市场份额上升了 2.7 个百分点 ..... - 5 -
公司的核心优势在于技术创新、标杆客户、治理结构 ..... - 5 -
营销渠道建设不断推进，市场份额继续提升可期 ..... - 6 -
盈利预测和投资评级 ..... - 6 -
业绩预测 ..... - 6 -
投资评级 ..... - 6 -

图表目录

图表 1: 2009 年行业格局 ..... - 5 -
图表 2: 2009 年捷成股份市场份额 6.30% ..... - 5 -
图表 3: 2010 年捷成股份市场份额 8.72% ..... - 5 -
图表 4: 财务报表预测 ..... - 8 -

此报告专供齐鲁证券研究所李霖阅读

行业受益于广播电视行业的数字化、高清化和网络化进程

媒资解决方案受益于电台电视台的数字化进程

- **媒资整体解决方案包括媒体资产管理系统和编目服务:**
  - **媒体资产管理系统，相当于电台电视台领域的 ERP。**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
  - **编目服务，相当于实施 ERP 信息化过程中将企业核心信息数字化的工作。**主要是对音频和视频资料进行著录、标引并组织、制作检索目录、建立检索途径，系音视频资料管理工作的基础性工作和重要内容。
- **媒资整体解决方案的驱动力来自于广电总局的时间表：我国 2015 年将停止模拟电视节目播出，这将驱动电视节目采、编、存、播各个环节的数字化进程。**媒资系统作为电台电视台的 ERP，渗透率仍然不高（我们判断在 50%左右），将受益于电视台数字化程度的提升，渗透率有望持续扩大; 而我国存量节目数字化编目服务潜在市场空间高达百亿人民币，是 2010 年市场容量的百倍左右。
- **同时需要强调的是，即使 2015 年模拟电视节目播出停止，也并不意味着电视台全环节数字化进程 100%完成。**模拟电视节目播出停止，只是意味着在播出环节数字化率完成 100%，但是其他采、编、存以及资产管理领域数字化率还需要一个温和提升的过程。

高标清非编制作网解决方案受益于电视台的高清化

- **高标清非编制作网解决方案，即电视台高标清电视节目制作的 office 系统。**“高标清”一般指可兼容“标清”和“高清”的视频格式;“非编”是“非线性编辑”的简称，是一种在数字化条件下借助计算机进行视频编辑（制作）的技术。
- **受益于电视台高清化的迅速推进，高标清非编制作网解决方案面临爆发式增长机遇。**我国首批开通的九个频道在今年 9 月 28 日之前仅可实现黄金时期百分百高清，而按照广电总局规划， 2015 年实现高清电视频道 100 个，是现在 10 倍，高清节目制播将面临播出时长和频道数“双升”:
  - 2010 年 11 月，广电总局科技委八届四次会议上，副局长张海涛表示，到 2015 年，全国具备制作播出 100 个高清晰度频道的能力。
  - 2011 年 3 月，广电总局田进副局长在 CCBN 主题报告中提到，要加快高清晰度电视制播能力建设，今年力争现有高标清同播频道的高清播出率和高标清同播率均达到 100％，同时鼓励具备条件的电视台开办高标清同播频道。到 2015 年，有条件的地级和地级以上电视台主要频道要实现高清化。
  - 目前，全国仅开播中央一套等 13 个高清晰度电视频道。按照广电总局规定，其中，首批开通的九个频道 2011 年九月二十八号之前黄金时间百分之百的高清。如果全频道高清，高清系统设备投入规

此报告专供齐鲁证券研究所李霖阅读

模更大。而广电总局的规划到 2015 年实现 100 个高清频道，仅从频道数而言要翻十倍。

- 中央电视台作为高清电视的风向标，计划在 2013 年，将标清制作全部退出，计划扩播 8~10 套高清、标清的同播频道，届时，央视收视份额的 60%~70%将转到高清频道上播出，而地方电视台纷纷加入高清的准备过程中。
- 高清节目意味更大的存储量和网络带宽要求，媒体资产系统也要随之扩容、升级和改造。
- 网络化相关解决方案受益于

全台网和统一监测监控方案，受益于网络化

- **网络化相关解决方案:**
  - **全台多元异构一体化解决方案相当于电台电视台信息化领域的“中间件”:** 以实现广播电台、电视台资源统一调度及共享为目的，通过构建一个电视台全台互联互通的基础平台，将电视台各个业务处理流程连为一体构成全台网，实现各业务系统媒体信息和数据的互联互通，从而提高电视台节目制作生产的质量和效率。
  - **统一监测和监控解决方案相当于横跨“AV+IT”两个专业领域的“网络安全方案”:** 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，提高响应及处理能力，为音视频业务系统运行提供安全保障。
- **随着电台、电视台设备、业务网络数字化建设的推进，网络互联互通、网络整合的要求随之提出，电视台信息化领域的中间件、网络安全方案等迎来快速增长期。**其现实背景是：由于各业务网络系统实施阶段不同，选用厂商不同，形成相对封闭的“信息孤岛”，很难实现资源共享；各系统自成一体，无法实现统一管理，生产效率较低；节目再利用程度低。

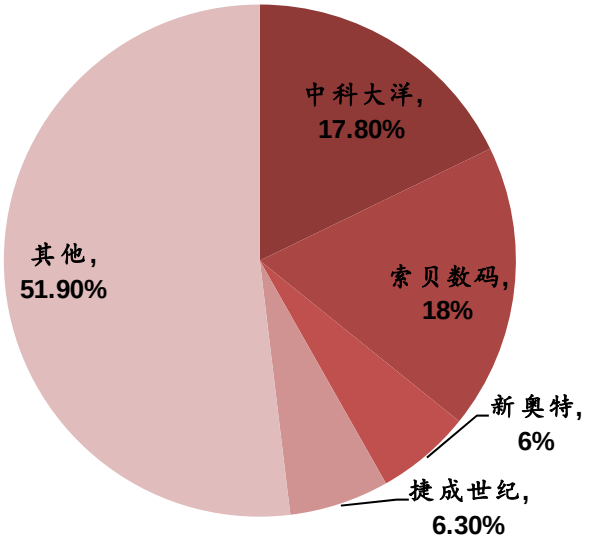
垄断竞争格局下，捷成股份市场占有率不断提高

行业垄断竞争，格局稳定

- 行业呈垄断竞争状态，前四家基本上控制了市场一半左右的市场份额，后进入者要想胜出比较艰难。

此报告专供齐鲁证券研究所李霖阅读

图表 1：2009 年行业格局

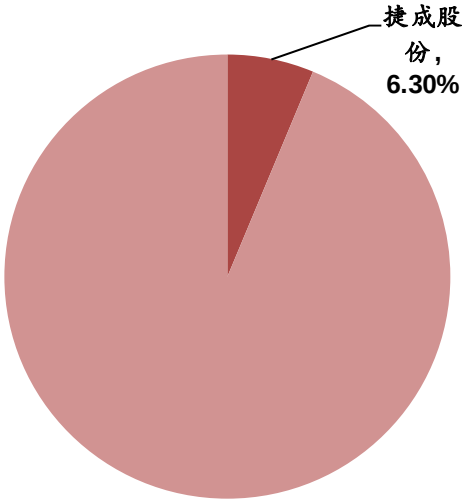


来源：齐鲁证券研究所

2009-2010 年公司市场份额上升了 2.7 个百分点

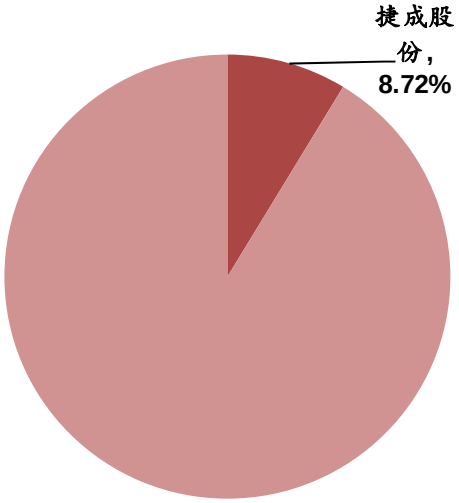
- **根据公司招股说明书，2009 年公司市场份额约为 6.3%，2010 年市场容量约为 33.96 亿元，而公司 2010 年收入 2.96 亿元，市场份额约为 8.72%。提升了 2.4 个百分点。**

图表 2：2009 年捷成股份市场份额 6.30%



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

图表 3：2010 年捷成股份市场份额 8.72%



来源：公司资料，齐鲁证券研究所测算

公司的核心优势在于技术创新、标杆客户、治理结构

- **技术创新优势。**公司拥有与其他竞争对手不同的成长路径：行业内主要

此报告专供齐鲁证券研究所李霖阅读

竞争对手如中科大洋、索贝数码、新奥特，由于创办历史较长，是从模拟音视频设备的研发销售起家的，从模拟化到数字化，在技术路线、产品思维上有一定的路径依赖；公司团队以 IT 切入思维，没有历史的羁绊，反而在技术研发和产品开发上更具创新性。在公司主要的五个产品线中，行业内第一个标杆项目都是公司做的。

- **标杆客户优势。**近年来，公司连续中标中央电视台（新址）音频媒体资产管理、高清非编制作网络、新闻高清制作包装、全台设备状态与信号统一监测和全台信息网络安全等多个核心业务系统，是行业内中标中央电视台核心业务系统数量最多的企业之一，为中央电视台提供全面的音视频制作、控制和管理解决方案。公司的产品及服务成功应用于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，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。
- **治理结构和激励体制优势。**行业内主要竞争对手中科大洋，由财务投资者大恒科技控股；索贝数码由外资企业索尼控股，从这样的治理结构安排中很难找到核心管理层的动力源泉。捷成股份是民营上市公司，董事长作为实际控制人，是第一大股东；包括公司总经理和核心技术骨干 20 多人以 2009 年 10 倍左右 PE 认购了公司股份，并主动承诺在上市后三年内不退出。既反映了公司良好的治理结构和激励机制，也反映了公司核心骨干员工对于公司前途的信心。

营销渠道建设不断推进，市场份额继续提升可期

- **营销网络是公司的最大劣势。**目前同行业主要竞争对手中科大洋、索贝数码均已建立了遍布全国的区域营销中心，而公司营销网络建设相对滞后，目前为外地客户提供音视频整体解决方案主要依靠公司总部派出人员完成。如果不尽快进行区域营销中心建设，公司不仅面临损失客户订单的风险，也会面临项目实施、服务质量、运营和监控、成本控制等各方面的挑战。
- **公司上市后，拟在常州、深圳、南宁、哈尔滨和成都建设五个区域营销中心。**通过建立区域体验平台，构建产品演示、测试、培训基地，开拓和培育当地市场，跟踪项目进展、储备产品备件，实现项目本地化管理和提供项目售后服务与技术支持。我们预期，通过全国性营销网络建设，公司可及时、全面的掌握客户动态，准确把握客户市场需求，进一步提升品牌在行业中的知名度和市场占有率。

盈利预测和投资评级

业绩预测

- 我们维持前期业绩预测：2011-2013年EPS分别为0.92、1.35、1.85元；未来三年年均42%.同时，我们提醒市场，公司2012、2013年的业绩有较大上调空间。本着谨慎原则，我们暂不上调。

投资评级

- 与我们首次覆盖时相比，公司股价有较大跌幅。我们给予公司未来一年

此报告专供齐鲁证券研究所李霖阅读

内目标价36-42元，对应2012年PE27-31倍，上调投资评级为“买入”。

此报告专供齐鲁证券研究所李霖阅读

图表 4：财务报表预测

损益表（人民币万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	**11,655**	**17,483**	**29,563**	**45,630**	**64,234**	**92,162**
增长率	61.96%	50.0%	69.1%	54.3%	40.8%	43.5%
营业成本	-6,710	-9,972	-17,354	-27,557	-38,601	-54,901
%销售收入	57.6%	57.0%	58.7%	60.4%	60.1%	59.6%
毛利	4,945	7,511	12,209	18,073	25,633	37,261
%销售收入	42.4%	43.0%	41.3%	39.6%	39.9%	40.4%
营业税金及附加	-156	-262	-388	-628	-870	-1,255
%销售收入	1.3%	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	-458	-874	-1,273	-2,070	-2,864	-4,134
%销售收入	3.9%	5.0%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-2,325	-2,623	-3,734	-6,124	-8,451	-12,207
%销售收入	20.0%	15.0%	12.6%	13.4%	13.2%	13.2%
息税前利润（EBIT）	2,005	3,752	6,814	9,252	13,447	19,665
%销售收入	17.2%	21.5%	23.0%	20.3%	20.9%	21.3%
财务费用	2	-3	-42	1,346	2,422	2,733
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	-2.9%	-3.8%	-3.0%
资产减值损失	-37	-112	-56	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	1,970	3,637	6,716	10,597	15,869	22,399
营业利润率	16.9%	20.8%	22.7%	23.2%	24.7%	24.3%
营业外收支	353	533	629	597	608	604
税前利润	**2,323**	**4,170**	**7,345**	**11,194**	**16,476**	**23,003**
利润率	19.9%	23.9%	24.8%	24.5%	25.7%	25.0%
所得税	0	0	-638	-896	-1,318	-2,300
所得税率	0.0%	0.0%	8.7%	8.0%	8.0%	10.0%
净利润	2,323	4,170	6,707	10,299	15,158	20,702
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**2,323**	**4,170**	**6,707**	**10,299**	**15,158**	**20,702**
净利率	19.9%	23.9%	22.7%	22.6%	23.6%	22.5%

现金流量表（人民币万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2,323	4,170	6,707	10,299	15,158	20,702
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	145	508	700	906	1,173	1,435
非经营收益	0	10	20	-597	-608	-604
营运资金变动	-1,163	-1,286	-1,938	-1,114	-2,760	-3,700
经营活动现金净流	**1,306**	**3,403**	**5,489**	**9,493**	**12,965**	**17,833**
资本开支	1,118	595	1,598	104	178	153
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-1,118**	**-595**	**-1,598**	**-104**	**-178**	**-153**
股权募资	0	3,536	0	72,559	0	0
债权募资	0	500	2,500	-3,000	0	0
其他	0	28	-56	0	-5,600	0
筹资活动现金净流	**0**	**4,063**	**2,444**	**69,559**	**-5,600**	**0**
现金净流量	**187**	**6,871**	**6,336**	**78,948**	**7,187**	**17,680**

资产负债表（人民币万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,443	8,293	14,352	93,300	100,487	118,167
应收款项	2,387	4,513	5,161	7,979	10,992	15,886
存货	1,815	1,760	6,128	5,822	8,361	11,794
其他流动资产	1,048	1,168	4,350	5,681	8,530	11,860
流动资产	6,693	15,735	29,991	112,781	128,370	157,707
%总资产	85.4%	92.1%	92.8%	98.1%	98.7%	99.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,146	1,342	2,296	2,091	1,703	1,025
%总资产	14.6%	7.9%	7.1%	1.8%	1.3%	0.6%
无形资产	0	0	0	0	0	0
非流动资产	1,146	1,342	2,331	2,127	1,738	1,061
%总资产	14.6%	7.9%	7.2%	1.9%	1.3%	0.7%
资产总计	**7,839**	**17,077**	**32,322**	**114,908**	**130,108**	**158,767**
短期借款	0	500	3,000	0	0	0
应付款项	3,347	4,008	9,531	11,914	16,995	24,209
其他流动负债	26	362	877	6,822	1,783	2,526
流动负债	3,373	4,870	13,408	18,736	18,778	26,735
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	35	35	35	35	35
负债	**3,373**	**4,905**	**13,443**	**18,771**	**18,813**	**26,770**
普通股股东权益	4,466	12,171	18,879	96,137	111,295	131,997
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**7,839**	**17,077**	**32,322**	**114,908**	**130,108**	**158,767**

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益(元)	2.112	0.993	1.597	0.920	1.353	1.848
每股净资产(元)	4.060	2.898	4.495	8.584	9.937	11.785
每股经营现金净流(元)	1.187	0.810	1.307	0.848	1.158	1.592
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.500	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	52.02%	34.26%	35.53%	10.71%	13.62%	15.68%
总资产收益率	29.64%	24.42%	20.75%	8.96%	11.65%	13.04%
投入资本收益率	66.34%	85.71%	82.66%	300.04%	114.46%	127.97%
增长率						
营业总收入增长率	61.96%	50.01%	69.10%	54.35%	40.77%	43.48%
EBIT增长率	79.52%	87.11%	81.59%	35.78%	45.34%	46.25%
净利润增长率	121.43%	79.47%	60.86%	53.54%	47.19%	36.57%
总资产增长率	66.28%	117.85%	89.27%	255.51%	13.23%	22.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	53.7	59.0	49.6	52.7	51.7	52.0
存货周转天数	86.4	65.4	83.0	77.1	79.1	78.4
应付账款周转天数	52.8	30.0	47.3	41.5	43.5	42.8
固定资产周转天数	20.1	26.0	22.5	17.5	10.8	5.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.31%	-64.03%	-60.13%	-97.05%	-90.29%	-89.52%
EBIT利息保障倍数	-960.7	1,141.1	163.4	-6.9	-5.6	-7.2
资产负债率	43.03%	28.73%	41.59%	16.34%	14.46%	16.86%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有： 预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持： 预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

此报告专供齐鲁证券研究所李霖阅读

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66 号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道 4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66 号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号证券大厦 2308

此报告专供齐鲁证券研究所李霖阅读