齐鲁证券 QILU SECURITIES

公司点评

捷成股份(300182.SZ)2011 中报点评

业绩符合预期，增长动力强劲

评级：买入　前次：买入

目标价（元）：40-45

分析师　联系人

陈永倬　许彬

S0740511020001

021-20315150　02120315198

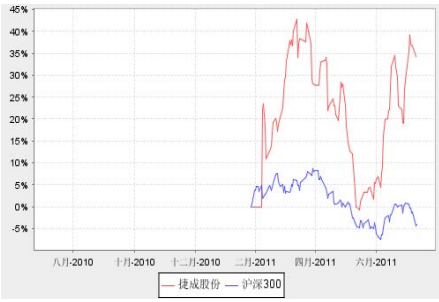
chenyz@qlzq.com.cn　xubin@qlzq.com.cn

2011 年 7 月 27 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)	36.90
市值(百万元)	4132.80
流通市值(百万元)	1033.20

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	429.43	573.37	775.98
营业收入增速	50.01%	69.10%	45.26%	33.52%	35.34%
净利润增长率	79.47%	60.86%	54.95%	46.14%	37.42%
摊薄每股收益（元）	0.99	1.60	0.93	1.36	1.86
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	39.49	27.03	19.67
PEG	0.00	0.00	0.72	0.59	0.53
每股净资产（元）	2.90	4.49	8.59	9.75	11.41
每股现金流量	0.81	1.31	0.93	1.24	1.72
净资产收益率	34.26%	35.53%	10.80%	13.91%	16.33%
市净率	0.00	0.00	4.27	3.76	3.21
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

- **事件：**
  - 捷成股份 2011 年上半年营业收入、利润总额、归属于上市公司股东的净利润分别为 1.8 亿元、0.49 亿元、0.41 亿元，比去年同期同比增长 64.33%、65.91%、54.64%，折合 EPS 为 0.37 元，符合我们和市场预期。
- **要点：**
  - 受益于电视台数字化、高清化进程，媒资和高标清非编制作网等主要产品线收入快速增长；在产品升级的背景下，其毛利率也大幅度提升。
  - 市场拓展初见成效，东北、华中、华南等非公司传统优势区域收入增速明显，区域营销平台建设下半年将加速，进一步提升公司市场份额。
  - 上半年研发投入同比增长 96.53% ，超过收入增幅 32 个百分点，研发投入的加大，将强化公司技术开发能力和竞争优势。
  - 以资本市场为依托拓宽产业链展开兼并收购，已经提上公司议事日程。
  - 我们略微调整公司盈利预测，2011-2013 年 EPS 分别为 0.93、1.36、1.86，给予未来 12 个月目标价为 40-45 元，对应 2012 年 PE 分别为 30 倍-33 倍。

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

内容目录

主要产品线收入、毛利率显著提升 ..... - 2 -
媒资系统、高标清非编制作网：收入符合预期，毛利率提升超预期 ..... - 3 -
网络化相关解决方案布局未来，短期贡献有限 ..... - 3 -
服务类业务发展略低于预期 ..... - 3 -
区域拓展初见成效 ..... - 3 -
华北地区仍是贡献主力，但东北华中华南等区域增速较快 ..... - 3 -
下半年营销网络建设将提速，促进公司市场份额进一步提升 ..... - 4 -
研发投入加大 ..... - 4 -
管理费用增幅超过收入增幅 ..... - 4 -
研发和产品化平台持续推进 ..... - 4 -
兼并收购提上议事日程 ..... - 4 -
财务预测修正 ..... - 5 -
主要产品线收入和毛利率假设 ..... - 5 -
税率和费用率等假设 ..... - 5 -
财务报表摘要 ..... - 6 -

图表目录

图表 1：主要产品线收入和毛利率同比增长情况 ..... - 3 -
图表 2：主要区域收入同比增长情况 ..... - 4 -
图表 3：主要产品收入和毛利率预测（单位：万元） ..... - 5 -
图表 4：主要费用率预测 ..... - 6 -
图表 5：财务预测简表 ..... - 6 -

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

主要产品品线收入、毛利率显著提升

媒资系统、高标清非编制作网：收入符合预期，毛利率提升超预期

- 收入增速受益于数字化、高清化
  - 媒资系统与电视台数字化紧密相关。虽然电视台播出环节基本完成数字化，但是采、编、存等环节数字化率仍然有待提高，媒资系统渗透率仍然有较大提升空间，在此背景下，公司媒资系统收入依然有 26.51%的同比增速。
  - 高标清非编制作网受益于即将开启的高清盛宴。2010 年上半年同比增长 74.41%，未来亦将持续高速增长。
- 在媒资系统、高标清非编制作网解决方案不断进行功能升级、软件占比逐步提升的背景下，毛利率也大幅度提升。虽然如此，但我们认为上半年的毛利率水平不能完全代表全年水平，我们判断这两项业务全年毛利率维持在 50%左右。

网络化相关解决方案布局未来，短期贡献有限

- 网络化是电视台数字化发展的必然结果。网络监控监测、多元异构一体化解决方案等网络化解决方案业绩的快速增长有待各电视台数字化率的进一步提升，短期对公司的业绩影响不大。

服务类业务发展略低于预期

- 编目服务未如预期的爆发，毛利率下降也显示其受到人工成本上升的困扰，我们将在更新的盈利预测中下降此业务的预期。
- 虽然上半年代运代维技术服务收入比较平稳，但受益于公司主要解决方案的市场拓展，其未来也将维持一定增速。

图表 1：主要产品线收入和毛利率同比增长情况

驱动力	产品线	2011年上半年收入	同比增长	2011年上半年毛利率	提升百分点
数字化	媒资管理系统	4472.02	26.51%	56.42%	15.56
高清化	高标清非编制作网解决方案	6318.09	74.41%	54.30%	15.40
网络化	统一监测监控解决方案	435.56	-47.20%	94.16%	37.13
网络化	多元异构一体化解决方案	0	-100.00%	0.00%	-43.80
数字化	编目服务解决方案	1226.88	-13.17%	56.04%	-9.51
综合类	代维运维	442.95	-3.10%	99.73%	-0.27
综合类	产品销售和集成服务	5180.76	20657.90%	13.07%	9.80

来源：齐鲁证券研究所

区域拓展初见成效

华北地区仍是贡献主力，但东北华中华南等区域增速较快

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

- 公司业绩贡献主要来自于以中央电视台为代表的华北区域，异地营销网络建设落后于竞争对手，这也是未来的潜在增长空间。

图表 2：主要区域收入同比增长情况

地区	2011年上半年	同比增减
东北	564.79	93.10%
华北	13,454.09	72.49%
华中	772.76	583.98%
华东	1,407.59	11.90%
华南	1,842.05	85.90%
西北	25.37	-92.50%
西南	10.62	-94.89%
合计	**18,077.27**	**-**

来源：齐鲁证券研究所

下半年营销网络建设将提速，促进公司市场份额进一步提升

- 募投项目中的“区域营销中心及信息化管理平台一体化建设项目”拟在常州、深圳、南宁、哈尔滨和成都建设五个区域营销中心，下半年将提速。
- 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。在此背景下，营销网路提速，将加快公司市场份额的进一步提升。

研发投入加大

管理费用增幅超过收入增幅

- 上半年管理费用增幅为 75.53%，超过收入增幅 11 个百分点。其增长原因来自于人员规模扩大和研发投入增大。

研发和产品化平台持续推进

- 上半年研发投入同比增长 96.53% ，超过收入增幅 32 个百分点。其主要原因是公司对新产品新技术研发更加重视，原有的产品技术不断升级，且在三网融合新媒体、3D 电视以及音视频信息安全等领域也都加大了投入力度。

兼并收购提上议事日程

- 公司超募资金 5 个亿，再加上上市前货币资金 1.4 个亿，共有 6.4 亿闲散资金。
- 按照公司在中报中的表述“为保持并加强公司在行业内的领先地位，在

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

条件成熟时，公司将围绕主营业务，以资本市场为依托，通过收购拥有较好发展前景的技术和团队，进一步开拓广电行业和部队领域外的其他市场领域，进一步拓宽公司的产业链，以提升公司在整个行业市场的竞争地位和公司的整体盈利能力”，我们判断，利用资金和资本优势进行收购已经提上公司的议事日程。

修正财务预测

主要产品线收入和毛利率假设

图表 3：主要产品收入和毛利率预测（单位：万元）

项　目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
媒体资产管理系统						
销售收入	5,900.66	7,956.38	7,070.47	8,484.56	10,181.48	12,217.77
增长率（YOY）	—	34.84%	-11.13%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	36.14%	31.04%	50.56%	50.00%	50.00%	50.00%
编目服务						
销售收入	1,448.54	2,038.88	2,437.09	1,949.67	2,144.64	2,359.10
增长率（YOY）	—	40.75%	19.53%	-20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	60.68%	62.81%	51.94%	50.00%	50.00%	50.00%
高标清非编制作网解决方案						
销售收入	2,677.83	3,455.34	12,133.91	20,020.95	30,031.43	45,047.14
增长率（YOY）	—	29.04%	251.16%	65.00%	50.00%	50.00%
毛利率	37.79%	38.17%	37.71%	50.00%	50.00%	50.00%
全台统一监测监控解决方案						
销售收入	280.85	1,241.88	1,527.13	1,221.70	1,466.04	1,759.25
增长率（YOY）	—	342.19%	22.97%	-20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	99.23%	75.16%	50.14%	80.00%	80.00%	80.00%
全台多元异构一体化网络解决方案						
销售收入	256.41	1,676.92	824.85	412.43	536.15	697.00
增长率（YOY）	—	554.00%	-50.81%	-50.00%	30.00%	30.00%
毛利率	75.23%	60.07%	57.03%	55.00%	55.00%	55.00%
代维运维技术服务						
销售收入	400.85	444.77	829.32	953.72	1,096.78	1,261.29
增长率（YOY）	—	10.96%	86.46%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	100.00%	100.00%	94.15%	90.00%	90.00%	90.00%
产品销售和单机集成						
销售收入	689.52	655.20	4,319.13	9,900.00	11,880.00	14,256.00
增长率（YOY）	—	-4.98%	559.21%	129.21%	20.00%	20.00%
毛利率	7.05%	6.53%	11.66%	13.00%	13.00%	13.00%
其他						
销售收入	0.00	13.48	421.14	0.00	0.00	0.00
增长率（YOY）	—	—	3024.18%	-100.00%	—	—
毛利率	100.00%	100.00%	64.47%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入小计	**11654.66**	**17482.85**	**29563.04**	**42943.03**	**57336.52**	**77597.56**
销售成本小计	**6710.19**	**9971.91**	**17354.65**	**24365.90**	**32158.53**	**43006.36**
毛利	**4944.47**	**7510.94**	**12208.39**	**18577.14**	**25177.99**	**34591.20**
平均毛利率	**42.42%**	**42.96%**	**41.30%**	**43.26%**	**43.91%**	**44.58%**

来源：齐鲁证券研究所

税率和费用率等假设

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

图表 4：主要费用率预测

项　目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业税金及附加	45.57	156.18	262.45	388.14	590.76	776.78	1056.68
营业税金及附加/销售收入	*0.63%*	*1.34%*	*1.50%*	*1.31%*	*1.38%*	*1.35%*	*1.36%*
营业费用	168.30	458.11	873.75	1272.88	1631.84	2121.45	2871.11
营业费用/销售收入	2.34%	3.93%	5.00%	4.31%	3.80%	3.70%	3.70%
管理费用	888.50	2325.16	2622.70	3733.83	6226.74	8084.45	10320.48
管理费用/销售收入	*12.35%*	*19.95%*	*15.00%*	*12.63%*	*14.50%*	*14.10%*	*13.30%*
非经营性收益绝对额	19.93	353.16	532.88	628.86	596.87	607.53	603.98
所得税费用	0.00	0.00	0.00	637.81	1417.26	2071.15	2846.23
所得税税率	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*8.68%*	*12.00%*	*12.00%*	*12.00%*

来源：齐鲁证券研究所

财务报表摘要

图表 5：财务预测简表

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**	**42,943**	**57,337**	**77,598**
增长率	*61.96%*	*50.0%*	*69.1%*	*45.3%*	*33.5%*	*35.3%*
营业成本	-6,710	-9,972	-17,354	-24,366	-32,159	-43,006
%销售收入	*57.6%*	*57.0%*	*58.7%*	*56.7%*	*56.1%*	*55.4%*
毛利	4,945	7,511	12,209	18,577	25,178	34,591
%销售收入	*42.4%*	*43.0%*	*41.3%*	*43.3%*	*43.9%*	*44.6%*
营业税金及附加	-156	-262	-388	-591	-777	-1,057
%销售收入	*1.3%*	*1.5%*	*1.3%*	*1.4%*	*1.4%*	*1.4%*
营业费用	-458	-874	-1,273	-1,632	-2,121	-2,871
%销售收入	*3.9%*	*5.0%*	*4.3%*	*3.8%*	*3.7%*	*3.7%*
管理费用	-2,325	-2,623	-3,734	-6,227	-8,084	-10,320
%销售收入	*20.0%*	*15.0%*	*12.6%*	*14.5%*	*14.1%*	*13.3%*
息税前利润（EBIT）	2,005	3,752	6,814	10,128	14,195	20,343
%销售收入	*17.2%*	*21.5%*	*23.0%*	*23.6%*	*24.8%*	*26.2%*
财务费用	2	-3	-42	1,086	2,457	2,772
%销售收入	*0.0%*	*0.0%*	*0.1%*	*-2.5%*	*-4.3%*	*-3.6%*
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	11,214	16,652	23,115
营业利润率	*16.9%*	*20.8%*	*22.7%*	*26.1%*	*29.0%*	*29.8%*
营业外收支	353	533	629	597	608	604
税前利润	**2,323**	**4,170**	**7,345**	**11,811**	**17,260**	**23,719**
利润率	*19.9%*	*23.9%*	*24.8%*	*27.5%*	*30.1%*	*30.6%*
所得税	0	0	-638	-1,417	-2,071	-2,846
所得税率	*0.0%*	*0.0%*	*8.7%*	*12.0%*	*12.0%*	*12.0%*
净利润	2,323	4,170	6,707	10,393	15,188	20,872
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**	**10,393**	**15,188**	**20,872**
净利率	*19.9%*	*23.9%*	*22.7%*	*24.2%*	*26.5%*	*26.9%*

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	10,393	15,188	20,872
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	-274	-1,905	-2,384
经营活动现金净流	**1,306**	**3,403**	**5,489**	**10,428**	**13,849**	**19,319**
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	-2,240
筹资活动现金净流	**0**	**4,063**	**2,444**	**69,559**	**-5,600**	**-2,240**
现金净流量	**187**	**6,871**	**6,336**	**79,883**	**8,072**	**16,926**

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	94,235	102,307	119,233
应收款项	2,387	4,513	5,161	7,509	9,811	13,375
存货	1,815	1,760	6,128	5,148	6,966	9,239
其他流动资产	1,048	1,168	4,350	5,023	7,106	9,291
流动资产	6,693	15,735	29,991	111,915	126,190	151,138
%总资产	*85.4%*	*92.1%*	*92.8%*	*98.1%*	*98.6%*	*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%*	*0.7%*
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%*	*1.4%*	*0.7%*
资产总计	**7,839**	**17,077**	**32,322**	**114,042**	**127,928**	**152,198**
短期借款	0	500	3,000	0	0	0
应付款项	3,347	4,008	9,531	11,031	14,891	19,997
其他流动负债	26	362	877	6,744	3,822	4,354
流动负债	3,373	4,870	13,408	17,775	18,714	24,351
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**	**17,810**	**18,749**	**24,386**
普通股股东权益	4,466	12,171	18,879	96,231	109,180	127,812
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**	**114,042**	**127,928**	**152,198**

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	0.928	1.356	1.864
每股净资产(元)	4.060	2.898	4.495	8.592	9.748	11.412
每股经营现金净流(元)	1.187	0.810	1.307	0.931	1.237	1.725
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.500	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	52.02%	34.26%	35.53%	10.80%	13.91%	16.33%
总资产收益率	29.64%	24.42%	20.75%	9.11%	11.87%	13.71%
投入资本收益率	66.34%	85.71%	82.66%	446.51%	181.75%	208.66%
增长率						
营业总收入增长率	61.96%	50.01%	69.10%	45.26%	33.52%	35.34%
EBIT增长率	79.52%	87.11%	81.59%	48.64%	40.16%	43.31%
净利润增长率	121.43%	79.47%	60.86%	54.95%	46.14%	37.42%
总资产增长率	66.28%	117.85%	89.27%	252.83%	12.18%	18.97%
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	18.6	12.1	6.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.31%	-64.03%	-60.13%	-97.93%	-93.70%	-93.29%
EBIT利息保障倍数	-960.7	1,141.1	163.4	-9.3	-5.8	-7.3
资产负债率	43.03%	28.73%	41.59%	15.62%	14.66%	16.02%

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

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

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

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:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号证券大厦 2308

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读