

捷成股份(300182.SZ)

并购战略启动,协同作用显著

评级: 买入 前

前次: 买入

目标价 (元): 分析师 46-50

陈永倬

联系人 许彬

S0740511020001

021-20315155

02120315198

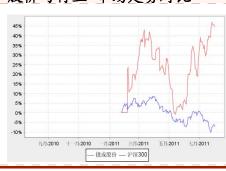
chenyz@qlzq.com.cn

xubin@qlzq.com.cn

2011年8月18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)	39.80
市值(百万元)	4457.60
流通市值(百万元)	1114.40

# 股价与行业-市场走势对比



	- 1 -	,			
业绩预测					
指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	174.83	295.63	429.43	575.31	780.46
营业收入增速	50.01%	69.10%	45.26%	33.97%	35.66%
净利润增长率	79.47%	60.86%	57.31%	52.29%	40.08%
摊薄每股收益(元)	0.99	1.60	0.94	1.43	2.01
前次预测每股收益(元)			0.93	1.36	1.86
市场预测每股收益(元)			0.91	1.40	2.09
偏差率 (本次-市场 市场)			3.41%	2.42%	-3.99%
市盈率 (倍)	0.00	0.00	41.66	27.36	19.53
PEG	0.00	0.00	0.73	0.52	0.49
每股净资产 (元)	2.90	4.49	8.61	9.84	11.65
每股现金流量	0.81	1.31	0.93	1.23	1.75
净资产收益率	34.26%	35.53%	10.95%	14.58%	17.25%
市净率	0.00	0.00	4.56	3.99	3.37
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:

- 公司与北京冠华荣信系统工程股份有限公司(以下简称"冠华荣信")原股东正就公司收购冠华荣信部分股份的事项进行磋商,并于2011年8月16日与冠华荣信原股东在北京市签订了《投资意向书》,拟收购白云、宋辉东等股东所持有的冠华荣信41%股权,收购价格由各方根据审计、资产评估结果协商确定,具体内容经过后续谈判由各方签署合同最终确定。
- ▶ 冠华荣信 2010 年度实现营业收入约 2.23 亿元,营业利润约 1980 万元,实现归属于母公司所有者的净利润约 1530 万元。

#### ■ 点评:

- ▶ 通过此次收购,公司由电视台 IT 领域进入了 AV 领域,进一步增强了为电视台数字化、高清化、网络化提供"IT+AV"系统解决方案的能力。公司的主业是围绕电视台节目制作、存储和播放提供 IT 解决方案,而冠华荣信是目前国内领先的广播电视系统集成商及广电行业的全套应用技术系统解决方案提供商,其业务主要是数字及高清演播室系统、数字转播车系统、数字后期合成系统等音视频系统集成。通过此次收购,公司将具备为电视台提供 IT+AV 的系统解决方案,拓宽了发展空间。
- 通过此次股权收购,公司在电视台高清化、网络化方面领先的解决方案,将与冠华荣信优质的客户资源和营销网络优势互补,实现强强联合。正如我们前述报告中所提到的,公司的优势在于解决方案创新能力和以中央电视台为代表的标杆客户效应,但是劣势在于缺乏全国性的营销网络。而冠华荣信在业内经营多年,在大陆和香港有十多家分支机构,有一大批优质而固定的客户资源,正可以



实现与公司的优势互补, 我们判断, 捷成的解决方案将通过由冠华荣信做产品代理的方式, 迅速拓展市场。

- ▶ 此次收购体现了公司的治理结构优势和管理层的积极进取精神。我们看好捷成股份,除了看重行业的增长性,以及公司在技术、客户等方面的竞争力,更重要的是,从行业竞争格局来看,公司作为独立的上市公司,在与中科大洋、索贝、新奥特等对手的赛跑中,已经在治理结构和成长动力方面遥遥领先,其积极进取精神更有助于在行业爆发中不断提升市场占有率。
- 并购风险可控,显示出了管理层的智慧。公司通过收购目标公司其他少数股东股权,将成为占比 41%的第二大股东,在目标公司拥有重要影响力;而目标公司第一大股东白云仍然持有 42.88%的股权,其仍然承担公司成长和发展的责任。这种并购的股权结构安排,风险可控,能最大化实现强强联合和优势互补。
- 》 **业绩预测与投资评级:** 考虑到本次并购带来的投资收益增厚,以及对公司业务带来的协同作用,我们略 微调增公司的盈利预测,2011-2013 年 EPS 分别为 0.94、1.43、2.01,给予公司未来 6-12 个月 46-50 元的目标价,分别对应 2012 年 32-35 倍 PE。维持"买入"评级。
- ▶ 风险提示:该项并购目前阶段只是意向,还存在一定的不确定性。



## 图表 1: 财务预测简表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	<u>资产负债表(人民币万)</u>	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013
营业总收入	11.655	17.483	29.563	42.943	57.531	78.046	货币资金	1,443	8.293	14.352	94.394	103.324	121.85
增长率	61.96%	50.0%	69.1%	45.3%	34.0%	35.7%	应收款项	2.387	4.513	5,161	7.509	9.845	13.45
营业成本	-6.710	-9.972	-17.354	-24.366	-32.256	-43.231	存货	1.815	1.760	6.128	5.148	6.987	9.28
%销售收入	57.6%	57.0%	58.7%	56.7%	56.1%	55.4%	其他流动资产	1.048	1,168	4.350	5.023	7.128	9.33
毛利	4,945	7,511	12,209	18,577	25,275	34,815	流动资产	6,693	15,735	29,991	112,073	127,284	153,93
%销售收入	42.4%	43.0%	41.3%	43.3%	43.9%	44.6%	%总资产	85.4%	92.1%	92.8%	98.1%	98.7%	99.39
营业税金及附加	-156	-262	-388	-591	-779	-1,063	长期投资	0	0	0	0	0	
%销售收入	1.3%	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	1,146	1,342	2,296	2,091	1,703	1,02
营业费用	-458	-874	-1,273	-1,632	-2,129	-2,576	%总资产	14.6%	7.9%	7.1%	1.8%	1.3%	0.79
%銷售收入	3.9%	5.0%	4.3%	3.8%	3.7%	3.3%	无形资产	0	0	0	0	0	
管理费用	-2,325	-2,623	-3,734	-6,227	-8,112	-10,302	非流动资产	1,146	1,342	2,331	2,127	1,738	1,06
%销售收入	20.0%	15.0%	12.6%	14.5%	14.1%	13.2%	%总资产	14.6%	7.9%	7.2%	1.9%	1.3%	0.79
息税前利润 (EBIT)	2,005	3,752	6,814	10,128	14,255	20,875	资产总计	7,839	17,077	32,322	114,200	129,022	154,99
%銷售收入	17.2%	21.5%	23.0%	23.6%	24.8%	26.7%	短期借款	0	500	3,000	0	0	(
财务费用	2	-3	-42	1,086	2,459	2,786	应付款项	3,347	4,008	9,531	11,031	14,941	20,109
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	-2.5%	-4.3%	-3.6%	其他流动负债	26	362	877	6,744	3,828	4,36
资产减值损失	-37	-112	-56	0	0	0	流动负债	3,373	4,870	13,408	17,775	18,768	24,47
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	180	938	1,314	其他长期负债	0	35	35	35	35	3
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	5.1%	5.1%	负债	3,373	4,905	13,443	17,810	18,803	24,510
营业利润	1,970	3,637	6,716	11,394	17,653	24,975	普通股股东权益	4,466	12,171	18,879	96,390	110,219	130,48
营业利润率	16.9%	20.8%	22.7%	26.5%	30.7%	32.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	(
营业外收支	353	533	629	597	608	604	负债股东权益合计	7,839	17,077	32,322	114,200	129,022	154,998
税前利润	2,323	4,170	7,345	11,991	18,260	25,579							
利润率	19.9%	23.9%	24.8%	27.9%	31.7%	32.8%	比率分析						
所得税	0	0	-638	-1,439	-2,191	-3,069		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013
所得税率	0.0%	0.0%	8.7%	12.0%	12.0%	12.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	2,323	4,170	6,707	10,552	16,069	22,510	毎股收益(元)	2.112	0.993	1.597	0.942	1.435	2.010
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产(元)	4.060	2.898	4.495	8.606	9.841	11.65
归属于母公司的净利润	2,323	4,170	6,707	10,552	16,069	22,510	每股经营现金净流(元)	1.187	0.810	1.307	0.929	1.230	1.75
净利率	19.9%	23.9%	22.7%	24.6%	27.9%	28.8%	毎股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.500	0.200	0.200
							回报率						
现金流量表(人民币万元	.)						净资产收益率	52.02%	34.26%	35.53%	10.95%	14.58%	17.259
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	29.64%	24.42%	20.75%	9.24%	12.45%	14.529
净利润	2,323	4,170	6,707	10,552	16,069	22,510	投入资本收益率	66.34%	85.71%	82.66%	446.51%	181.95%	212.889
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	145	508	700	906	1,173	1,435	营业总收入增长率	61.96%	50.01%	69.10%	45.26%	33.97%	35.669
非经营收益	0	10	20	-777	-1,546	-1,918	EBIT增长率	79.52%	87.11%	81.59%	48.64%	40.76%	46.449
营运资金变动	-1,163	-1,286	-1,938	-274	-1,927	-2,413	净利润增长率	121.43%	79.47%	60.86%	57.31%	52.29%	40.089
经营活动现金净流	1,306	3,403	5,489	10,407	13,770	19,614	总资产增长率	66.28%	117.85%	89.27%	253.32%	12.98%	20.139
资本开支	1,118	595	1,598	104	178	153	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	53.7	59.0	49.6	52.7	51.7	52.0
其他	0	0	0	180	938	1,314	存货周转天数	86.4	65.4	83.0	77.1	79.1	78.4
投资活动现金净流	-1,118	-595	-1,598	76	760	1,161	应付账款周转天数	52.8	30.0	47.3	41.5	43.5	42.
股权募资	0	3,536	0	72,559	0	0	固定资产周转天数	20.1	26.0	22.5	18.6	12.0	6.4
债权募资	0	500	2,500	-3,000	0	0	偿债能力						
其他	0	28	-56	0	-5,600	-2,240	净负债/股东权益	-32.31%	-64.03%	-60.13%	-97.93%	-93.74%	-93.39
筹资活动现金净流	0	4,063	2,444	69,559	-5,600	-2,240	EBIT利息保障倍数	-960.7	1,141.1	163.4	-9.3	-5.8	-7.5
现金净流量	187	6.871	6.336	80.042	8.931	18,535	资产负债率	43.03%	28.73%	41.59%	15.60%	14.57%	15.819

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



### 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

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

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

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