

软件开发

署名人: 崔莹

S0960511060001

021-52288047

cuiying@cjis.cn

6-12个月目标价: 30.00元

当前股价: 23.23元

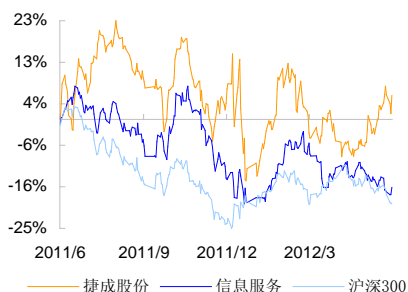
评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2216.93
总股本(百万)	168
流通股本(百万)	42
流通市值(亿)	9
EPS	0.92
每股净资产(元)	8.83
资产负债率	12.26%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
捷成股份	12.16	3.86	3.61
信息服务	-3.16	-9.38	-9.04
沪深300指数	-4.59	-3.84	4.06



相关报告

捷成股份

300182

强烈推荐

物美价廉

投资要点:

- **公司简介:** 公司本质上是一家以广电行业为主的应用系统集成商,目前解决方案收入中自有产品和第三方产品各占一半。较高的 ROE 水平和收益质量使公司业绩具备持续增长潜力。
- **广电行业正处于变革期:** 在国家“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”的战略背景下,各种财政转移支付的倾斜保证了电视台信息化投资的资金来源;广电市场化进程加速,也使得电视台信息化投资的需求不断增加;广电行业技术不断升级,电视台数字化和高清化改造正依次展开,预计市场规模分别为 90 亿元和 210 亿元,而 3D 频道技术升级的市场空间预计不亚于高清化升级。我们认为广电行业信息化天花板尚远,预计未来 5 年行业有望保持 30%左右的增速。
- **高标清非编制作面临良好发展机遇:** 面对 IPTV 的冲击,发展高清电视已经成为广电的核心战略,且广电宽带非常适合发展高清业务;在央视带动下,各省电视台积极发展高清电视,预计高清将改变电视行业版图,发展高清电视将成为电视台争夺收视和广告的手段。公司的高清非编制作产品主要是基于苹果高标清混合制作网络进行的定制化开发,近年来苹果产品的强势为公司该业务高速增长奠定了基础,预计行业潜在市场空间超过 50 亿元,未来几年该业务有望保持 50%以上的增速。
- **媒资管理系统将稳定增长:** 广电存量数字化市场空间、高清化和 3D 等技术变革带来的新增市场空间、广电外行业拓展和海外市场拓展确保了公司未来几年媒资管理系统 25%-30%的稳定增长。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.85、1.16 和 1.59 元,考虑到公司高成长性和高收益质量,给予公司强烈推荐评级,目标价 30 元,相当于 13 年 25 倍 PE。
- **风险提示:** 核心人员流失风险

主要财务指标

单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	471	693	984	1354
收入同比(%)	59%	47%	42%	38%
归属母公司净利润	103	143	195	266
净利润同比(%)	54%	38%	37%	36%
毛利率(%)	40.7%	41.4%	41.8%	42.7%
ROE(%)	10.4%	13.1%	15.2%	17.2%
每股收益(元)	0.62	0.85	1.16	1.59
P/E	37.72	27.30	19.94	14.63
P/B	3.94	3.58	3.04	2.52
EV/EBITDA	30	19	13	10

资料来源:中投证券研究所

目 录

一、公司概况：具备持续增长潜力的系统集成商	4
1.1 专注于音视频领域的系统集成商	4
1.2 财务指标显示公司具备持续增长潜力	5
二、行业处于变革期，具备了孕育大公司的机会	6
2.1 广电行业正处于变革期	6
2.2 公司有望从四大家族中脱颖而出	7
三、高标清非编制作面临良好发展机遇	8
3.1 发展高清电视是广电的核心战略	8
3.2 发展高清电视将成为电视台争夺收视和广告的手段	10
3.3 预计未来三年公司高标清非编作将快速增长	11
四、媒资管理系统将稳定增长	13
五、全台监测与监控与信息安全是蓝海	15
六、盈利预测与投资建议	16

图表目录

图 1: 11 年分产品收入.....	4
图 2: 11 年分行业收入.....	4
图 3: 广播电视业总收入 (单位: 亿元)	6
图 4: 广播电视业广告收入 (单位: 亿元)	6
图 5: 09 年视台视音频解决方案市场份额	7
图 6: 11 年大洋和捷成收入对比 (单位: 百万元)	7
图 7: 近年来 IPTV 用户数 (单位: 百万)	8
图 8: 办理不同带宽的固网管带用户比例	9
图 9: 高清电视用户数 (单位: 万)	10
图 10: 苹果非编占有量统计	11
图 11: 两大国外专业产品市场占有率变化.....	11
图 12: 媒体资产管理系统结构.....	13
图 13: 电视台数字化发展历程.....	13
图 14: 媒资管理市场驱动因素.....	14
图 15: 全台统一监控与监测解决方案市场规模.....	15
表 1: 公司 11 年前五大客户	4
表 2: 系统集成类 10 年杜邦分析.....	5
表 3: 系统集成类企业近年来经营现金流入/净利润.....	5
表 4: 公司近年来营运资本投入.....	5
表 4: 公司近期收购 (参股或控股) 和合资公司情况.....	7
表 6: 数字电视与 IPTV 对比.....	8
表 7: 技术参数对比	9
表 8: 广电和电信网络对比	9
表 9: 各省台“十二五”高清电视发展规划	10
表 10: 部分高清制作项目中标情况	11
表 11: 部分电视台高清制作投资	12
表 12: 部分电视台媒资管理 (包括编目) 需求.....	14
表 13: 分业务收入与利润预测 (单位: 百万元)	16

一、公司简介：具备持续增长潜力的系统集成商

1.1 专注于音视频领域的系统集成商

公司专注于音视频系统的设计、开发和实施，为客户提供软硬件一体化服务。分产品看，11 年收入主要来源于高标清非编制作网和媒体资产管理系统等整体解决方案；分行业看，11 年收入主要来源于广电行业。

图 1：11 年分产品收入

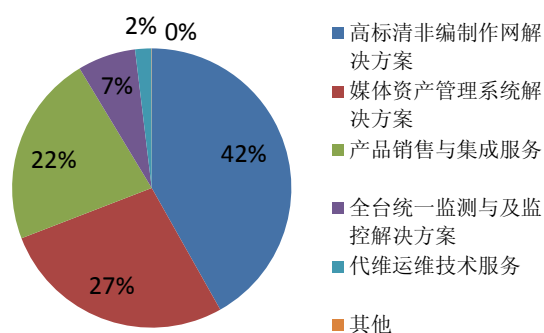
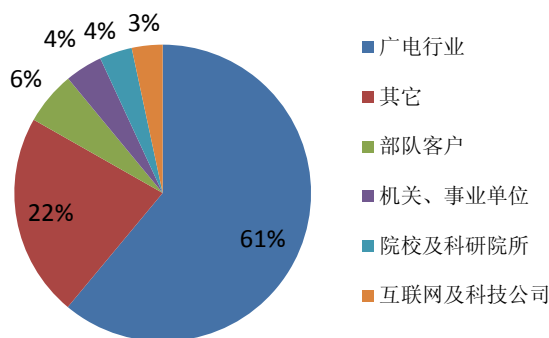


图 2：11 年分行业收入



资料来源：wind，中投证券研究所

从前五大客户来看，11 年公司从苹果电脑贸易（上海）有限公司采购金额超过 7000 万元，主要是其第一大产品“高标清非编制作网解决方案”中大量使用了苹果的软硬件产品；从中国仪器进出口（集团）公司采购金额超过 4000 万元，主要是采购 IBM 小型机及相关设备。据了解目前公司解决方案收入中自有产品和第三方产品比例约为 5:5，我们认为公司本质上是一家面向特定领域的应用系统集成商。

表 1：公司 11 年前五大客户

前五名供应商名称	采购金额（万元）	占年度采购总额比例
苹果电脑贸易（上海）有限公司	7,177.01	29.35%
中国仪器进出口（集团）公司	4,540.80	18.57%
大唐软件技术股份有限公司	1,756.38	7.18%
上奇电脑国际贸易（上海）有限公司	532.36	2.18%
北京兴财星软件技术有限公司	440.17	1.80%
前五名供应商采购合计	14,446.73	59.08%

资料来源：公司资料，中投证券研究所

1.2 财务指标显示公司具备持续增长潜力

由表 2 可见，公司 ROE 在可比公司中处于较高水平，主要是由于其销售净利率和资产周转率较高。较高的净利率说明公司系统集成业务中定制软件开发占比较高，且公司整体解决方案以用户价值为先导，具有相当的议价空间，而较高的资产周转率则说明公司业务占用资本较少，高利润率水平不以高资本投入为基础。

表 2：系统集成类 10 年杜邦分析

	ROE	销售净利率	资产周转率	权益乘数
捷成股份	43.2%	22.7%	1.20	1.59
东华软件	22.1%	17.0%	0.86	1.52
宝信软件	22.0%	8.8%	1.15	2.20
华胜天成	13.1%	5.7%	1.28	2.00
平均	25.1%	13.5%	1.12	1.83

资料来源：wind，中投证券研究所

公司最近三年收益质量在系统集成类企业中也处于较高水平。系统集成业务扩张需要持续不断的营运资本投入，由表 4 可见，较高的收益质量使公司业务能够形成良性循环（T-1 年经营现金流入>T 年营运资本投入）

我们认为高 ROE 水平和高收益质量使公司业绩具备持续增长潜力。

表 3：系统集成类企业近年来经营现金流入/净利润

	2009A	2010A	2011A	平均
捷成股份	81.6%	81.8%	81.4%	81.6%
东华软件	28.3%	8.6%	18.0%	18.3%
宝信软件	130.0%	37.0%	20.7%	62.6%
华胜天成	112.1%	6.6%	-117.2%	0.5%

资料来源：wind，中投证券研究所

表 4：公司近年来营运资本投入（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A
应收账款	17.43	18.85	40.92	43.82	62.42
预付账款	6.91	10.48	11.68	43.50	86.16
存货	13.60	18.15	17.60	61.28	78.60
经营性应收项目	37.94	47.48	70.20	148.60	227.17
应付账款	10.17	9.25	7.12	37.89	54.02
预收账款	11.11	19.00	32.89	56.77	68.66
经营性应付项目	21.29	28.24	40.02	94.66	122.68
经营性营运资本	16.65	19.23	30.19	53.94	104.50
营运资本投入	16.65	2.58	10.95	23.75	50.56
经营现金流入	1.09	13.06	34.03	54.89	84.08

资料来源：公司资料，中投证券研究所

二、行业处于变革期，具备了孕育大公司的机会

2.1 广电行业正处于变革期

广电行业在金融危机中呈现了逆势增长的态势：“十一五”时期，我国广播电视产业的年均增长率约为 19%，远超同期 GDP 增速，10 年国内广播电视总收入首次突破 2000 亿元，达到 2301.87 亿元；“十一五”时期，中国广播电视广告产业年均增长 15%，10 年国内广播电视广告收入达到 939.97 亿元。

图 3：广播电视业总收入（单位：亿元）

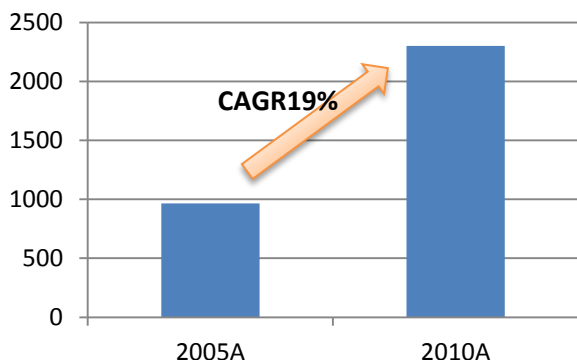
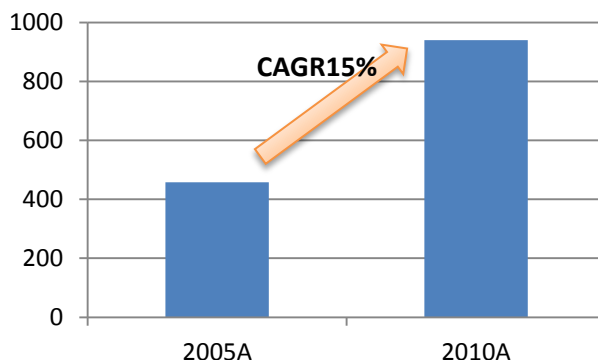


图 4：广播电视业广告收入（单位：亿元）



资料来源：广电总局，中投证券研究所

广电行业是国家重要的宣传文化思想阵地，是党和国家的喉舌和最重要的主流媒体之一，在国家“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”的战略背景下，广电行业获得了前所未有的发展机遇，原先各地电视台进行信息化投资的资金主要来源于广告收入，现在还包括各种财政转移支付的倾斜、优惠贷款等，使得部分二、三线电视台在信息化投资力度上不亚于一线电视台。

广电行业相对比较封闭，原先政企合一的体制使其市场化程度不足，信息化投资一直比较缓慢，随着三网融合进程加速，在广电和电信双向进入的背景下，广电需要进一步推进市场化步伐，才能深度参与三网融合竞争，而在市场化过程中，电视台信息化投资的需求也不断增加。

广电行业技术不断升级，电视台数字化和高清化改造正依次展开：广电总局要求到 15 年停止模拟电视广播，因此国内电视台基本完成了播出环节的数字化工作，但在制作和存储等环节的数字化则相对落后，特别是存储环节，数字化程度仍然偏低，按照每个电视台未来 3000 万投资计算，300 个电视台的数字化改造空间约为 90 亿元；广电总局规划到 15 年建成 100 个高清频道，目前央视和各省台都在积极进行高清化升级，按照每个电视台未来 7000 万元的投资计算，300 个城市电视台的高清化升级空间约为 210 亿。

高清化之后还有 3D 频道的建设，12 年元旦国内第一个 3D 频道开播，该频道的节目制作系统由公司 provide，预计 3D 频道技术升级的市场空间不亚于高清化升级。广电行业正处于变革期，3D 之后电视台仍会有新的信息化投资需求，在广电入户的最后一公里很可能出现杀手级应用。我们认为广电行业信息化天花板尚远，预计未来 5 年行业会保持 30%左右的增速。

2.2 公司有望从四大家族中脱颖而出

电视台视音频解决方案领域为寡头竞争市场，中科大洋、索贝数码、捷成股份和新奥特四大家族占据了约 50% 的市场份额。寡头市场确保了有序竞争，从而使得行业保持了较高的利润率水平。四大家族各有所长，大洋在高标清播控解决方案上首屈一指，索贝的新闻制播解决方案广受赞誉，新奥特的优势是图文包装系统，而公司在编目、全台网监测等领域处于领先地位。

09 年时公司市场份额仅相当于行业领先者大洋（或索贝）的 1/3，11 年公开数据显示公司市场份额与大洋（或索贝）的差距已经较小，我们认为主要原因是公司具有后发优势。公司的发展起步于电视台数字化的建设，而主要竞争对手从模拟设备起家，逐步过渡到数字化视设备，因此公司在技术路线上更具优势；同时行业正处于快速发展和变革期，单一厂商无法满足客户的全部需求，公司以整体解决方案切入，能够很好地集成第三方的产品，而主要竞争对手以产品起家，在向整体解决方案的转型中有历史包袱。

图 5：09 年视台视音频解决方案市场份额

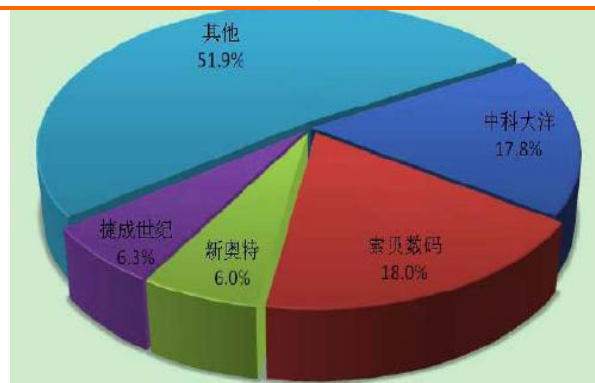
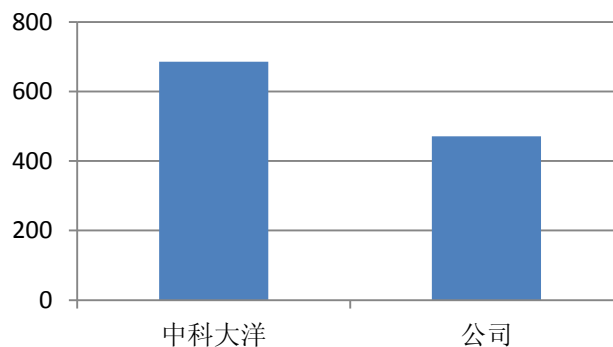


图 6：11 年大洋和捷成收入对比（单位：百万元）



资料来源：公司资料，大恒科技资料，中投证券研究所

公司在 11 年年报中提出依托目前在媒体资产管理、高标清非线性编辑网络、信息安全、统一监测监控等方面的技术积累，布局整个广电行业信息化，努力为客户音视频价值链的各个环节创造价值，这种布局正通过收购（参股或控股）和合资渐次展开。目前来看，收购标的的整合情况良好，我们预计被收购公司的经营情况有望超过原先的业绩预测及承诺。

表 5：公司近期收购（参股或控股）和合资公司情况

	主营业务	持股比例	净利润预测及承诺（万元）			
			2011A	2012E	2013E	2014E
冠华荣信	数字高标清演播室、播出、总控、后期制作与包装网络、音频网络、媒资管理与存储等系统集成	28.96%	1204	1384	1592	1831
华晨影视	演播室、舞台和剧场等建筑装饰工程承包和舞台 LED 灯具生产销售	51%	700	874	1093	1366
极地信息	内网信息安全	51%	195	243	304	381
天盛汇杰	基于 3G 技术的音视频节目传输	51%	196	244	306	382
中传设计院	广电工艺流程的设计	90%				

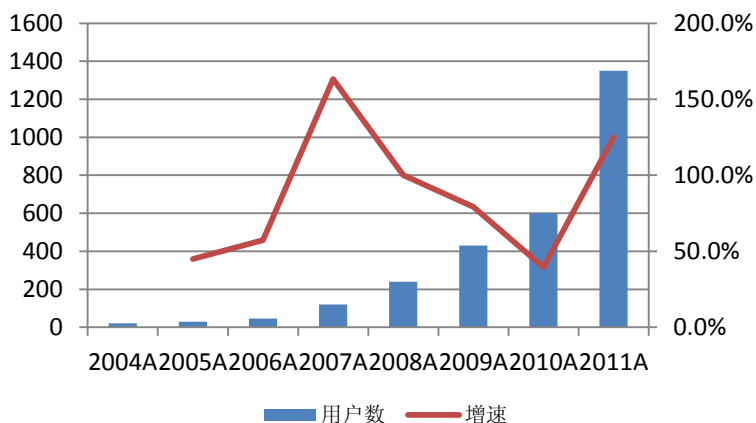
资料来源：公司资料，中投证券研究所

三、高清非编制作面临良好发展机遇

3.1 发展高清电视是广电的核心战略

IPTV 在国内的发展一直伴随着政策的困扰，05 到 10 年，IPTV 被叫停高达 15 次，但随着 10 年 7 月三网融合试点启动，IPTV 的政策困境大大缓解，其用户数在短短 18 个月间实现了由 450 万到 1350 万的三倍增长。而根据广电总局的最新要求，之前百视通在各地建设的分平台必须在 12 年 3 月 31 日前合并到央视与地方广电联合建设的分平台上，使得从今年 4 月开始，电信运营商与百视通在全国 54 个试点城市的 IPTV 业务将正式“合法化”，预计随着执行程度的深入，IPTV 将继续高速发展。

图 7：近年来 IPTV 用户数（单位：百万）



资料来源：络达咨询，中投证券研究所

IPTV 的出现，打破了广播电视的传统格局，人们通过互联网也能收看电视节目，且节目资源更加丰富。从功能对比看，在用户界面、使用场景、具体产品提供等方面，IPTV 与数字电视产品表现出极高的重合性，预计电信运营商发展 IPTV 将对分流传统收视用户市场，对广电数字电视业务产生冲击。

表 6：数字电视与 IPTV 对比

	数字电视	IPTV
用户界面	电视屏幕 遥控器	电视屏幕 遥控器
使用场景	客厅为主兼卧室 家庭成员公用 具有家庭公开性	客厅为主兼卧室 家庭成员公用 具有家庭公开性
基础网络	数字电视网络	宽带互联网
服务提供商	电视台及数字电视网络运营商	电信运营商
内容	传统电视节目	以直播及交互性为特征的视听内容，以及互联网内容
定位	家庭的日常性视听娱乐	提供随时收看的，集中性的视听娱乐享受

资料来源：易观智库，中投证券研究所

面对 IPTV 的冲击，**发展高清电视已经成为广电的核心战略**。高清电视图像清晰度是常规电视的 2 倍以上，扩大了彩色重显范围，其画面幅型比更符合人眼的视觉特性，是广播电视技术进步的必然趋势。

表 7：技术参数对比

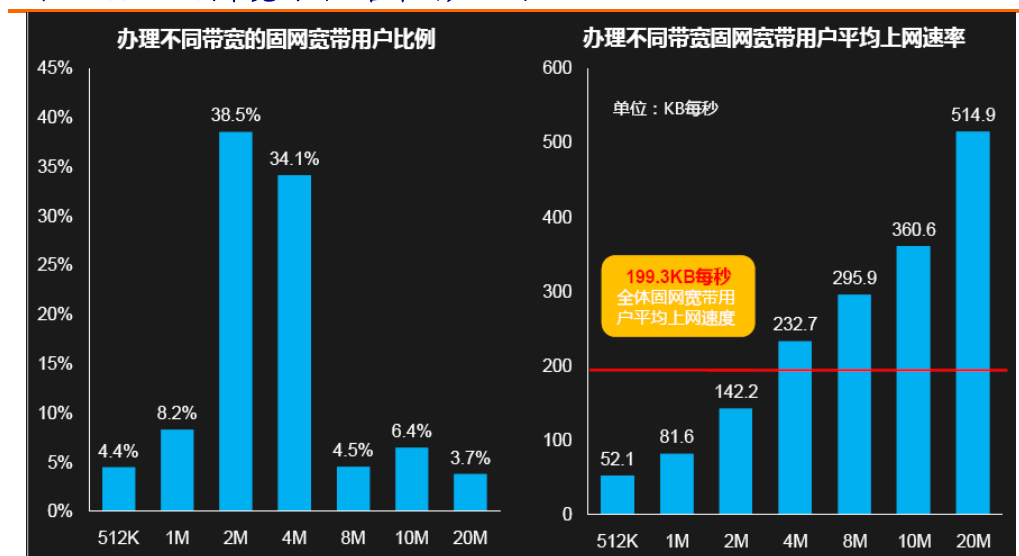
项目	每行含有效像素	每帧图像含有有效行数	等效像数(万)	画幅比
模拟标清电视	480	576	27.6	4:3
数字标清电视	720	576	41.5	4:3
数字增强电视	1280	720	92	16:9
数字高清电视	1920	1080	207	16:9

资料来源：易观智库，中投证券研究所

同时高清对带宽要求较高，以上海电信推出的高清 IPTV 为例，其实际为用户开通的网络带宽为 12M，其中 2M 用于宽带上网、10M 用于播放高清 IPTV，而目前电信网络还没有足够的带宽支持高清节目传输，根据互联网数据中心（DCCI）统计，截止到 11 年 9 月底，国内固网宽带带宽在 10M 以上的仅占 10%，且实际上网速度与名义带宽差异较大。广电宽带尽管是单向广播式，但其同轴电缆的带宽可以达到 3000M，非常适合发展高清业务。

目前电信光纤到户战略尚处于实施阶段，这也为广电高清化发展战略留下了宝贵的时间窗口。

图 8：办理不同带宽的固网宽带用户比例



资料来源：DCCI，中投证券研究所

表 8：广电和电信网络对比

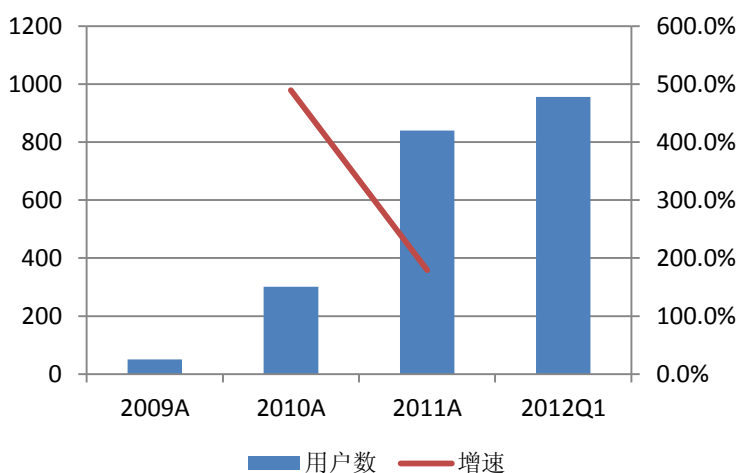
项目	广电	电信
传输材质	同轴电缆	双绞线（电话线）
原始带宽	862MHz	4KHz
传输方式	单向广播式，点对多点，	双向交互式，点对点
是否共享带宽	共享带宽	独占带宽

资料来源：中投证券研究所根据互联网资料整理

3.2 发展高清电视将成为电视台争夺收视和广告的手段

随着多套高清频道的开通，高清市场开始进入高速发展阶段，截止到 12 年 3 月底，我国有线高清数字电视用户达到 955.9 万户，占全国有线数字电视用户的 8.09%，相比 10 年底增长 218%。

图 9: 高清电视用户数 (单位: 万)



资料来源: 格兰研究, 中投证券研究所

09 年 9 月 28 日, 9 家电视台同时开通高标清同播, 加上原有的央视、电影、北京、上海 4 个高清频道, 共 13 个高清频道, 标志着我国高清电视时代的到来。第一批开播的几套高清频道使消费者感受到了高清革命性的变化, 按照广电总局规划, 到 15 年有条件的地级以上电视台主要频道实现高清化, 全国具备提供 100 个高清晰度电视频道的能力。

中央电视台在“十二五”规划中, 将高清作为“三大战略”之一。其新台址的节目制播技术平台全部为高清系统, 所有节目都是高清化制作, 在 11 年启用新址后将实现 10 个频道的高标清同播, 到 14 年中央台所有频道全部高清播出。在央视的带动下, 全国各省市电视台也在加快高清电视发展的布局。

表 9: 各省台“十二五”高清电视发展规划

电视台	高清规划
北京电视台	“十二五”期间计划达到 5 个频道的高清播出
上海电视台	“十二五”期间计划增加新闻综合、新娱乐、体育 3 个频道高清, 共达到 5 个高清频道
湖南电视台	“十二五”期间除湖南卫视外, 还要开播经视频道、都市频道、卡通频道等 3~4 个高清频道。
安徽电视台	“十二五”期间除卫视频道外, 还要开播影视频道、经济频道、科教频道 3 个频道高清。
江苏电视台	“十二五”期间具有 4 个高清频道的制作、播出能力

资料来源: 中投证券研究所根据互联网资料整理

我们认为高清将改变电视行业版图, 当高清节目达到一定数量时, 用户将只看高清, 高清将逐步吸引大部分观众和广告, 标清业务将受到很大挑战, 这时发展高清电视将成为电视台争夺收视和广告的手段。

3.3 预计未来三年公司高标清非编作将快速增长

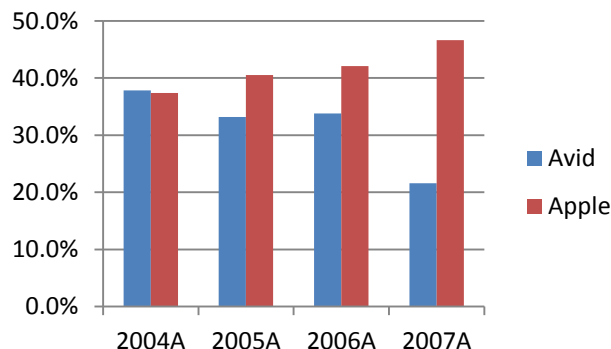
高清的发展要靠内容拉动，为公司的高清非编制作解决方案带来发展机遇。公司的产品主要是基于苹果高标清混合制作网络进行的定制化开发，而其他三大家族产品都不是基于苹果平台开发。苹果高标清混合制作网络从02年进入中国，迅速占领原DPS、EDIT等产品常驻的工作室、制作中心等使用环境，05年超过Avid成为行业龙头，苹果产品的强势也为公司高标清非编制作解决方案的高速增长奠定了基础，过去5年公司该产品符合增速超过100%。

图 10: 苹果非编占有量统计



资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 11: 两大国外专业产品市场占有率变化



目前全国省级及以上电视台共35个，假设每个电视台该应用系统需求平均为4套，而其余252座电视台中，假设每个电视台该应用系统需求平均为1套，预计市场需求在接近400套，按照每套系统平均1500万元的投资规模计算，预计市场空间在60亿元，我们预计目前市场渗透率不足10%，即潜在市场空间在50亿元以上，未来几年该业务有望保持50%以上的增速。

表 10: 部分高清制作项目中标情况

项目名称	金额	中标企业
河南电视台高清制作网	约2000万元	中科大洋
北京电视台高清二期综合制作网	约2000万元	中科大洋
青岛电视台高清制作网	约2000万元	中科大洋
四川广播电视台高清非新闻综合制作网络系统	约2200万元	捷成股份
北京电视台高清新闻网建设	约3400万元	索贝数码
广东电视台高清后期制作网络系统采购	868万元	华奇科技
四川电视台高清制作网	约1000万元	索贝数码
深圳电视台高清非编制作网络系统	约2000万元	新奥特
福建广播电视中心新闻制播综合业务网系统	约2000万元	新奥特

资料来源：中投证券研究所根据互联网资料整理

表 11: 部分电视台高清制作投资

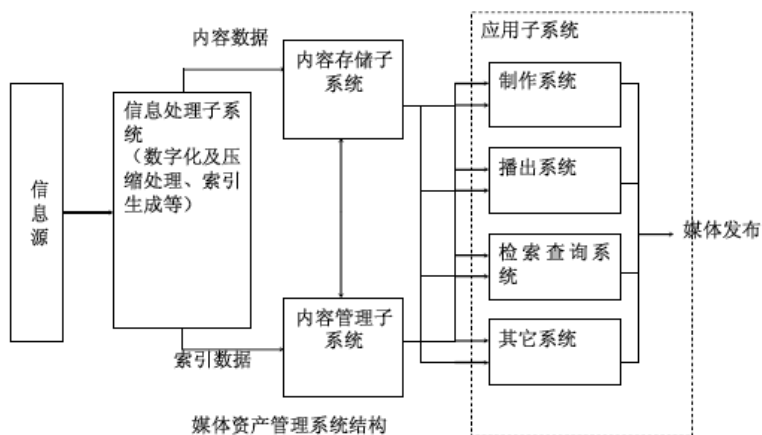
电视台	高清制作投资
中央电视台现址	初期建设 20 个站点，后扩展为 34 个站点；后再次进行扩展，扩展目标为 9 台高清制作站点。
中央电视台新台址	初期建设 68 个初编站点，34 个精编站点。
北京电视台新台址	初期建设 26 个精编站点、2 个配音站点和 2 个审片站点，新增 20 个精编站点、2 个审片站点。
吉林电视台	初期建设 24 个标清站点、2 个高清站点和 2 个配音站点，二期增加 20 个全高清站点。

资料来源：公司资料，中投证券研究所

四、媒资管理系统将稳定增长

媒资管理系统是一个以管理为核心的计算机网络化应用系统,通过对节目资料的数字化处理形成不同格式的数据化文件,再对其进行保存、分类、索引,从而为用户提供媒体资料数据的收集、编辑、存储、管理、查询检索和再利用,视音频资料的编目是媒体资产管理系统高效运行的前提。

图 12: 媒体资产管理系统结构



资料来源: 百度文库, 中投证券研究所

媒体资产管理系统实现了视音频资料的数字化存储,与制作网、播出网整体连接,是电视台数字平台的基础,因此国内电视台数字化是推动媒体资产管理系统发展的直接动力。

广电总局要求到 15 年停止模拟电视广播,因此国内电视台基本完成了播出环节的数字化工作,但在制作和存储等环节的数字化则相对落后,特别是存储环节,媒体资产管理系统尽管发展多年,但渗透率仍然偏低。我们预计即使到 2015 年,制作和播出以外的台内全面数字化也还有大量工作要做,特别是存量节目内容的编目加工市场空间极大,且具有刚性。

图 13: 电视台数字化发展历程



资料来源: 百度文库, 中投证券研究所

表 12: 部分电视台媒资管理（包括编目）需求

电视台	媒资管理（包括编目）需求
中央台	库存资料约为 130 万盘磁带，近 100 万小时的节目。截止到 10 年 4 月，音像资料馆共完成 45 万余小时数字转储和编目生产，此数量还在以每天 300 小时的生产速度递增。音像资料馆已完成技术改造，具备了 30 万小时的年生产能力。
上海文广集团	05 年正式启动大规模节目数字化，截止 11 年年初，已经完成近 10 万小时的数字化节目，数字化节目以每年 2-3 万小时递增。

资料来源：百度文库，中投证券研究所

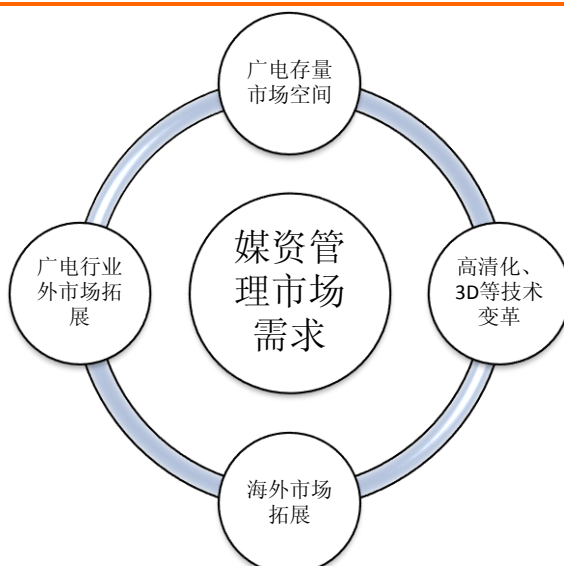
行业内，广电行业从数字化到高清化再到 3D 等技术变革会带来数据量的爆发性增长，使得媒资管理系统建设具有长期性。

行业外，随着媒资管理系统的扩展与深入，其为军队、气象等系统性较强的单位提供了高效的资源共享方式，国家气象局、文化部、军队和大型企业等也开始进行媒资管理系统的建设。

同时由于编目的人工成本较高，使得海外市场媒资管理系统发展不如国内，未来该业务存在海外市场拓展的预期，但目前暂无确定的时间表。

目前国内市场上能够提供媒资管理系统的企业多达上千家，但能够为电视台提供高码率视频文件媒资管理服务的厂商不足 10 家，预计公司未来几年该业务仍然将立足于国内电视台，有望保持 25%-30%左右的增速。

图 14: 媒资管理市场驱动因素



资料来源：百度文库，中投证券研究所

五、全台监测监控与信息安全是蓝海

目前电台电视台节目播放生产的各个环节均处于由传统模式向数字模式过渡的时期，随着 IT 技术与传统广电技术的不断融合，电视台流程管理日益复杂，对各系统的高可用性、高可靠性、以及可维护性的需求迫切。**全台统一监测与监控解决方案正是在这一背景下产生，它不同于传统的离散式监控方式，可以准确定位电视台播出环节的任何问题，及时分清权责以及处理应对。**

目前中央电视台已经进行了多期全台统一监测与监控项目的建设，而四川台等地方台的相关需求也开始启动，作为一项新产品，统一监测监控目前渗透率不足 10%，预计随着电视台认同度的提高，未来成长空间巨大。

图 15: 全台统一监测与监测解决方案市场规模



资料来源：公司资料，中投证券研究所

三网融合加速了广电行业技术的更新，信息技术的发展给广电行业带来的影响主要表现在两个方面，一方面是数字化技术的普及，另一方面是全台网技术的发展。随着数字化与全台网的发展，各类利用网络进行传播的信息安全威胁也在不断扩张，使得安全威胁愈加难以防范，安全播出面临着严峻挑战。

11 年 6 月，国家广电总局科技司印发了《关于开展广播电视相关信息系统安全等级保护定级工作的通知》，出台了《广播电视相关信息系统安全等级保护定级指南》和《广播电视相关信息系统安全等级保护基本要求》行业标准，使得广电行业信息安全被各电视台广泛重视。

公司原先有信息安全事业部提供相关产品，收购极地信息后融入“终端安全管理系统”、“网络漏洞扫描系统”、“集中身份管理系统”、“内控堡垒主机”四大产品线，提高了在该领域的竞争力。同时极地信息客户包括多个行业，双方在业务整合完成后能够实现客户资源的有效整合，也为公司跨行业发展提供可能。

六、盈利预测与投资建议

预计未来几年高标清非编制作网解决方案和全台统一监测与及监控解决方案将保持较快增长，而媒体资产管理系统解决方案则保持稳定增长；

媒体资产管理系统由于人力成本上升毛利率小幅下滑，而其他业务毛利率维持稳定。

表 13: 分业务收入与利润预测 (单位: 百万元)

	2011A	2012E	2013E	2014E
1、高标清非编制作网解决方案	197	325	504	756
增长率		65.0%	55.0%	50.0%
毛利率	46.2%	46.2%	46.2%	46.2%
2、媒体资产管理系统解决方案	129	167	209	261
增长率		30.00%	25.00%	25.00%
毛利率	49.5%	49.00%	48.80%	48.50%
3、产品销售与集成服务	105	136	177	203
增长率		30.0%	30.0%	15.0%
毛利率	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
4、全台统一监测与及监控解决方案	32	51	76	110
增长率		60.0%	50.0%	45.0%
毛利率	51.5%	51.5%	51.5%	51.5%
5、代维运维技术服务	9	13	17	22
增长率		50.0%	30.0%	30.0%
毛利率	99.8%	99.8%	99.8%	99.8%
6、合计	471	693	984	1354
增长率		47.0%	42.0%	37.6%
毛利率	40.6%	41.4%	41.8%	42.7%

资料来源：公司资料，中投证券研究所

预计公司 12-14 实现收入 6.93、9.84 和 13.54 亿元，同比分别增长 47.0%、42.0%和 37.6%，实现净利润 1.43、1.95 和 2.66 亿元，同比分别增长 38.1%、36.9%和 36.3%，EPS 分别为 0.85、1.16 和 1.59 元，考虑到公司高成长性和高收益质量，给予公司强烈推荐评级，目标价 30 元，相当于 13 年 25 倍 PE。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1037	1249	1556	1964
现金	671	750	850	1000
应收账款	58	90	128	177
其他应收款	131	165	234	322
预付账款	86	122	172	233
存货	79	122	172	233
其他流动资产	11	0	0	0
非流动资产	91	215	211	194
长期投资	0	56	56	56
固定资产	79	145	141	125
无形资产	1	3	3	3
其他非流动资产	11	11	11	11
资产总计	1127	1463	1767	2158
流动负债	138	376	484	609
短期借款	0	98	96	82
应付账款	54	122	172	233
其他流动负债	84	156	216	294
非流动负债	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	138	376	484	609
少数股东权益	0	0	0	0
股本	112	168	168	168
资本公积	711	655	655	655
留存收益	166	264	459	726
归属母公司股东权益	989	1087	1283	1549
负债和股东权益	1127	1463	1767	2158

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	84	176	148	206
净利润	103	143	195	266
折旧摊销	18	34	54	67
财务费用	-10	-7	-5	-7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-41	-3	-103	-128
其他经营现金流	14	9	6	8
投资活动现金流	-222	-158	-50	-50
资本支出	112	100	50	50
长期投资	0	56	0	0
其他投资现金流	-110	-2	0	0
筹资活动现金流	667	60	2	-6
短期借款	-30	98	-3	-13
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	70	56	0	0
资本公积增加	655	-56	0	0
其他筹资现金流	-28	-38	5	7
现金净增加额	529	79	100	150

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	471	693	984	1354
营业成本	280	406	573	776
营业税金及附加	4	7	10	14
营业费用	17	26	39	61
管理费用	78	118	172	244
财务费用	-10	-7	-5	-7
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	100	140	191	264
营业外收入	17	21	30	41
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	117	160	221	304
所得税	14	18	25	38
净利润	103	143	195	266
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	103	143	195	266
EBITDA	107	166	240	323
EPS (元)	0.92	0.85	1.16	1.59

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	59.4%	47.0%	42.0%	37.6%
营业利润	48.5%	39.9%	37.0%	37.9%
归属于母公司净利润	54.1%	38.1%	36.9%	36.3%
获利能力				
毛利率	40.7%	41.4%	41.8%	42.7%
净利率	21.9%	20.6%	19.9%	19.7%
ROE	10.4%	13.1%	15.2%	17.2%
ROIC	24.1%	30.3%	34.3%	38.4%
偿债能力				
资产负债率	12.3%	25.7%	27.4%	28.2%
净负债比率	0.00%	26.09%	19.75	13.50%
流动比率	7.53	3.32	3.22	3.23
速动比率	6.96	3.00	2.86	2.84
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.53	0.61	0.69
应收账款周转率	9	9	8	8
应付账款周转率	6.09	4.62	3.90	3.84
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.85	1.16	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	1.05	0.88	1.23
每股净资产(最新摊薄)	5.89	6.47	7.63	9.22
估值比率				
P/E	37.72	27.30	19.94	14.63
P/B	3.94	3.58	3.04	2.52
EV/EBITDA	30	19	13	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

崔莹, CPA, CFA Charter pending candidate, 中投证券研究所计算机行业研究员, 南京大学计算机学士, 金融工程硕士, 多年金融行业从业经验。重点覆盖公司: 远光软件、汉得信息、海隆软件、新北洋、广电运通、恒泰艾普、软控股份、恒生电子、金证股份、广联达、四维图新

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434