

音视频行业投资足，公司营收延续高增长

2012年9月2日

强烈推荐/维持

捷成股份

调研快报

——捷成股份（300182）调研快报

王玉泉	TMT 小组负责人	执业证书编号: S1480510120008
	wangyq@dxzq.net.cn	010-66554041
沈悦明	联系人	
	shenym@dxzq.net.cn	010-66554047

事件:

近期我们实地调研了公司，与公司相关业务人员就公司的经营近况进行了交流。

观点:

1. 多重因素推动音视频行业投资维持高增长。

近几年来，无论是中央电视台还是各地市电视台的广告招标额都呈现年年创新高的态势，电视广告为各电视台提供了丰厚的利润；同时，我国正处于经济结构转型期，“十二五”规划已将文化创意产业定位于支柱型产业来发展，各地方政府愿意将资金（特别是相对偏远和贫穷的地区通过转移支付得来的资金）投入到文化、影视中心的建设中而不是用来发展产能过剩产业，这些都为音视频行业的发展提供了有力的资金保障。根据广电总局的规划，我国将于 2015 年停播模拟信号，到 2015 年底，我国将具备制播 10 个 3D 频道，1000 个高清频道的能力。而目前国内开播的高清频道不到 20 个，3D 频道仅有 1 个，与规划还有很大差距。未来 3-5 年，整个广电系统将进入数字化改造的高峰，相关业务市场规模将达 300 亿元。在广电行业数字化、高清化以及三网融合的大趋势下，传统媒体以及新媒体在竞争中共同发展，音视频制作与播控系统需求旺盛，未来三年行业增速有望维持 20%以上。

2. 公司业务拓展顺利，收入延续高增长。

2012 年上半年，公司业务拓展顺利，完成了全部 3 个 IPO 募投项目的建设。通过研发与产品化平台建设以及编目服务中心扩建项目的建设，公司扩充了研发与产品化平台所需的设备，招募了大量的专业人才，有效增强了订单承接能力与市场开拓能力，强化了音视频整体解决方案的技术领先优势。同时，公司通过整合和完善营销网络，增强了产品的渗透能力，提高了售后服务的响应速度和服务质量，进一步扩大了市场占有率。近三年公司营业收入增速均高于 50%，今年上半年公司延续了这一态势，实现营业总收入 3.1 亿元，同比增长 69.1%，其中音视频整体解决方案更是实现了 92.5% 的增长，其在总收入中的比例也进一步提升。

3. 人力成本及固定资产折旧上升较快，导致业绩增速慢于收入增速。

上半年公司实现净利润 5444.3 万元，同比增长 31.4%，慢于收入增速，主要原因是人力成本上升较快以及固定资产折旧加大。报告期内公司加大了销售力度，使得销售规模扩大，人工成本及业务人员差旅费也相应增加，销售费用同比增长 115.0%。由于募投项目的实施，公司购置了大量固定资产，资产折旧大幅增加，同时由于业务规模扩大，人员增加，员工工资上涨导致人工费用增加，造成管理费用同比增长 85.6%。总的来看，销售费用率与管理费用率分别同比上升 0.3 和 4.6 个百分点，压制了利润的增长。我们认为未来这两块费用的绝对值比较难下降，还得靠收入的高增长来降低费用率。

4. 积极通过并购整合技术与市场，有望产生协同效应。

12年上半年，公司进行了四次并购，共使用超募资金9085.8万元先后收购了冠华荣信28.96%的股权，华晨影视51%的股权，极地信息51%的股权，以及天盛汇杰51%的股权。其中冠华荣信为国内领先的广播电视系统集成商，拥有较全的产品线及遍布全国的营销网点，有利于完善公司的音视频整体解决方案，同时加速公司的优势市场由华北向全国拓展；华晨影视的舞台LED灯具拥有良好的节能技术和散热技术，市场前景较好，有利于延伸公司的产品线；极地信息的内部网络控制技术是其产品竞争力的核心，有利于公司强化信息系统安全技术；天盛汇杰的3G视频、音频直播系统的技术对公司的技术是很好的补充。上半年这四家公司已合计为公司贡献了222万元净利润，公司看好这些公司的潜力，未来通过进一步整合技术与市场资源，有望产生协同效应，提升公司在整个行业市场的竞争地位以及品牌影响力。

结论：

我们认为音视频制作与播控行业需求旺盛，未来几年仍能保持20%以上的增速。公司的机制灵活，音视频综合解决方案竞争力强，内生发展与外延扩张并举，未来有望保持较高增速。预计公司12-14年的每股收益分别为0.84元、1.14元和1.53元，继续维持“强烈推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入(百万元)	296	471	754	1141	1642
增长率(%)	69.1	59.4	60.1	51.3	43.9
净利润(百万元)	67.1	103.3	141.2	192.1	256.9
增长率(%)	60.9	54.1	36.6	36.1	33.7
每股收益(元)	0.40	0.62	0.84	1.14	1.53
净资产收益率(%)	43.2	17.5	13.3	15.7	17.7
PE	65.0	42.2	30.9	22.7	17.0
PB	23.1	4.4	3.9	3.3	2.8

风险提示

- 1、宏观经济不景气导致各地广电系统设备投入增速减缓的风险；
- 2、竞争加剧导致毛利率快速下滑的风险。

分析师简介

王玉泉

清华大学学士、硕士、博士，2008年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

联系人简介

沈悦明

同济大学控制理论与控制工程硕士，8年计算机从业经验，2012年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券