

大音视频行业的“TEENBAG”

捷成股份 (300182.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

捷成股份发布年报, 营业收入和净利润 7.266 亿元和 1.439 亿元, 同比分别增长 54.2% 和 39.3%, 实现 EPS 0.85 元; 同时发布 2013Q1 业绩预告, 预计净利润区间 2754-3195 万元, 同比增长 25%-45%。

2. 我们的分析与判断

(一) 2012 年财务数据: 高质量的增长

2012 年除编目业务增长较慢外, 公司媒资管理业务、高标清非编制作网解决方案、全台统一监测与监控和运行维护业务收入分别增长 61%、43%、139% 和 127%, 同时整体毛利率由 2011 年的 40.7% 提升到 47.8%。公司业绩的增长, 一是反映广电领域受益文化产业政策, 对音视频的升级改造需求稳重有升, 二是体现公司市占率的持续提升; 三是说明公司与客户之间的议价能力处于良性状态。

公司净利润增速低于主营业务利润增长的主要原因是: 1、公司加大研发投入和销售网络建设; 2、公司摊销股权激励成本 1221 万元; 3、公司增值税返还减少约 1400 万元。

(二) 以广电为基础, 公司业务开始向整个大视频领域延伸, 未来仍有望保持 40% 的年复合增速

不应把音视频产业仅仅局限在传统电视台领域, 实际上, 凡是涉及到音视频的领域都是捷成股份的业务范围, 从 5 个领域发力, 捷成股份的成长驱动更为多元。

- 1、传统电视台领域数字化、高清化、3D 等驱动长期需求
- 2、非广电文化领域
- 3、新媒体渠道
- 4、全产业链兼并收购
- 5、智慧城市建设

(三) 公司具备成为长期成长牛股的潜质

1、长期持续高成长; 2、战略领先, 注重创新; 3、重视研发; 4、注重人才激励; 5、营销领先; 6、市占率不断提升

3. 估值、投资建议与主要风险

公司所在的音视频行业是一个相对封闭的特殊行业, 4 家公司市占率超过 50%, 同时从目前来看, 音视频产业的外延性在扩大。捷成股份是音视频产业最具竞争力的企业, 2012 的高增长只是开始。我们预计 2013/2014 年 EPS 1.17 元和 1.68 元, 同比增长 40% 和 43%, 估值仍有提升空间, 重申“推荐”评级。

分析师

许耀文, CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020007

鸣谢:

黄 驰

☎: (8610) 6656 8846

✉: huangchi@chinastock.com.cn

市场数据 时间 2013.03.13

A 股收盘价 (元)	28.55
A 股一年内最高价 (元)	31.5
A 股一年内最低价 (元)	17.94
上证指数	2263.97
市净率	4.37
总股本 (亿股)	1.71
实际流通 A 股 (万股)	4200
A 股总市值 (亿元)	49.5
A 股流通市值 (亿元)	12.1

捷成股份 (300182.SZ): 打造广电上游一站式服务产业链

捷成股份 (300182.SZ): 股权激励锁定基准增长, 强化人才团队领先优势

捷成股份 (300182.SZ): 收入强劲增长, 行业领先优势扩大

（一）以广电为基础，公司业务开始向整个大视频领域延伸，未来仍有望保持 40% 的年复合增速

不应把音视频产业仅仅局限在传统电视台领域，实际上，凡是涉及到音视频的领域都是捷成股份的业务范围，从 5 个领域分析，捷成股份的成长驱动更为多元。

1、传统电视台领域数字化、高清化、3D 等驱动长期需求。根据规划，2015 国内电视台基本实现节目制作和播出数字化网络化，但是编目这块才刚开始；目前国内高清频道仅 28 个，3D 频道仅 1 个，根据规划，2015 年国内高清频道要达到 100 个，未来 3 年，仅高清频道建设带来的软硬件需求就有数倍的空间。

2、非广电文化领域。音视频数字化是十二五期间文化产业的十大重点任务之一。新闻出版领域、图书馆、博物馆等文化发展单位以及部队、科研院所、政府机会和事业单位存在巨大的需求。

3、新媒体渠道。三网融合带来新渠道需求。公司已经实施建设国内标志性的央视国际网络、华数数字电视、济南广电嘉和、优酷网等三网融合新媒体项目。

4、全产业链兼并收购。公司在 2012 年参股北京冠华荣信、控股广东华晨、成都天盛和北京极地信息，力图打造音视频全产业链。通过参股控股和合资组建子公司，使公司具备了为广播电视制作机构提供全流程的一体化服务能力，从工艺设计到音视频系统工程，到演播室舞台灯光，到节目制作播出、媒体资产管理等技术支撑系统，到信息安全、全台监测监控等业务控制系统，都可以由公司提供一站购齐的整体解决方案，大大拓展了公司未来发展的空间，也大大增加了用户的粘性。

从年报情况来看，收购后的整合协同效应明显，收购的 4 家公司净利润合计 3809 万元，比之前签订对赌协议的保底净利润高 39%。

5、智慧城市

政府计划在有线网络渠道建立云平台，公司以此为基点，启动广电云战略。公司已经在生产出云视频的相关设备，主要应用在医疗领域，帮助医院更好的实现对医疗视频的管理。

（二）公司具备成为长期成长牛股的潜力

1、音视频产业是朝阳行业

公司所在的音视频领域目前主要面向广电客户，市场封闭，竞争对手少，同时应用范围不断向非广电领域扩大。

2、过往业绩长期高成长

从 2007 年到 2012 年，公司收入、营业利润和净利润的复合增长率分别达到惊人的 58%、75% 和 70%。

3、战略领先，不断创新

相比中科大洋，公司进入行业的时间较晚，但是公司能后来居上，正是得益于公司超前的战略眼光和民营企业灵活的机制。公司在高清非编制作网和全台统一监测与监控方面的领先地位正是源于提前战略布局。创新是公司成长的源动力。

4、注重研发投入

2011-2013年，公司在研发投放的投入分别是1587万元、4152万元和9235万元，研发成本占营业收入的比重由5.37%提升到12.71%。

5、重视人才

公司于2012年9月推出股票期权与限制性股票激励计划。

表 1: 股权激励明细

	规模	占总股本比例	行权价格	对象	行权条件	解锁股票频率
股票期权激励计划	326万	1.94%	22.47元(公司当前股价21.51元)	高管、中层管理、核心技术人员51人	2012年净利润比2011年增长35%以上; 2013年净利润比2011年增长75%以上; 2014年净利润比2011年增长130%以上	2013-2015年分别解锁30%、30%和40%
限制性股票激励计划	371.3万	2.21%	10.88元	财务总监、中层管理人员、核心业务人员128人	2012年净利润比2011年增长35%以上; 2013年净利润比2011年增长75%以上; 2014年净利润比2011年增长130%以上	2013-2015年分别解锁30%、30%和40%

资料来源: 中国银河证券研究部

6、上市以来市占率不断提升

从下表可以看出，捷成股份的收入和净利润规模开始超越行业老大中科大洋。

表 2: 捷成股份与中科大洋的财务数据对比

		2008n	2009n	2010h1	2010n	2011H1	2011n	2012h1
捷成股份	营业收入(万元)	11,655	17,483	11,001	29,563	18,077	47,119	30,567
	净利润(万元)	2,323	4,170	2,680	6,707	4,144	10,334	5,444
中科大洋	营业收入(万元)	40803	43700	16800	61900	22456	68500	21749
	净利润(万元)	6304	3448	-605	9318	328	7208	-558

资料来源: 中国银河证券研究部

表 3: 收购公司业务情况

	收购股权	收购金额 (万元)	收购公司主营业务	主要客户
冠华荣信	28.96%	3475.8	广播电视行业专业技术领域的数字高清演播室、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	中央级、省级、省会城市级以及地市级的广播电台、电视台、有线电视台、政府机关、军队电视宣传制作部门、大型文艺演出单位、大院校、音像唱片公司、电影制片厂、后期制作公司等
华晨影视	51%	3570	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，是一家集影视舞台专业灯光音响工程设计、施工、生产和服务为一体的专业性技术公司	中央电视台、天津电视台、广东电视台等
极地信息	51%	1020	国内领先的广播电视系统集成商，针对内部网络面临的各种威胁，极地信息构筑了全方位的安全防线，分别从终端、服务器、应用系统、风险评估等四个方面为用户保驾护航，实现内网安全管理全覆盖，形成了“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	北京中兴恒和卫星应用科技股份有限公司、中国航天科工集团第二研究院七〇六所等
天盛汇杰	51%	1020	基于 3G 技术的音视频节目传输系统及移动电视系统、电视台综合办公管理系统、采编分离节目交换系统、稿件管理系统、设备管理系统、综合爆料系统，形成包括“M-live 移动电视直播系统”、“M-live 移动音频广播直播系统”、“M-live 手机电视系统”、“M-live 高标清多通道编码器”、“稿件与节目交换系统”、“综合桌面办公系统”等六大产品线	成都电视台、西南石油大学等
合计		9085.8		

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 4: 收购公司财务情况

	净利润				权益净利润				收购 PE	
	2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E	静态	动态
冠华荣信	1204	1384	1592	1831	349	401	461	530		
华晨影视	700	874	1093	1366	357	446	557	697		
极地信息	195	243	304	381	99	124	155	194		
天盛汇杰	196	244	306	382	100	124	156	195		
合计					905	1095	1330	1616	10	8

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 5: 公司与拟收购公司在业务和渠道上的协同效应

	冠华荣信	华晨影视	极地信息	天盛汇杰
丰富产品和服务种类,提升产品附加值	冠华荣信现有的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产品将融入到公司的媒体资产管理系统解决方案中,将使公司拥有为电视台提供高清转换的采、制、收、编、播、控、存、编目等全套产品的能力,由电视台 IT 领域进入了 AV 领域,使公司具备为电视台数字化、高清化、网络化提供"IT+AV"全套系统解决方案的能力,从而完善公司提供的多媒体信息平台服务	华晨影视现有的舞台 LED 灯具、演播室灯光工程的建造和改造等服务将融入到公司的媒体资产管理系统解决方案中,借助华晨影视在工程设计、施工等方面多年积累的经验和形成的核心竞争力,提高捷成股份在提供整体解决方案的设计与实施过程中工程方面的服务水平,从而使捷成股份在现有技术和产品处于行业领先的基础上,巩固和提升工程设计和施工方面的竞争力,完善公司提供的多媒体信息平台服务。	极地信息基于内部网络控制技术的相关产品将融入到公司的网络和监控解决方案中,通过与公司内容管理技术、智能监控技术和信息安全技术等方面的融合,公司提供的音视频软硬件产品性能将更加突出,从而丰富公司网络控制和监控方面的产品和服务,完善公司提供的多媒体信息平台服务。在此基础上,提升产品和服务的附加值,提升公司的盈利能力,增厚公司业绩。	公司在收购天盛汇杰后,天盛汇杰基于 3G 视频、音频直播系统的技术的相关产品将补充到公司的高标清非编制作网解决方案中,为客户提供更加完善的产品服务,达到整合双方产品线,发挥双方的产品互补效应的目的。从而更好的提供音视频整体解决方案,打造满足客户一体化解决方案的服务产品,使公司的产品更加全面,能够多方位覆盖客户需求,提升竞争力。
资源共享,提升销售能力	冠华荣信长期服务于广播电视行业的各大电视台等机构,拥有良好的业务渠道,潜在市场巨大,在大陆和香港拥有十多家分支机构,并和四十多个国际知名品牌的专业广播电视设备制造商建立了合作及代理关系,这将有助于公司未来进一步进军香港市场及海外市场创造条件。	华晨影视长期服务于广播电视行业的各大电视台等机构,拥有良好的业务渠道。通过本次收购,可以将双方的销售渠道和人员有机结合,借助双方原有的客户资源优势及地缘优势迅速扩大销售规模,占领市场,快速提升公司的盈利能力。	极地信息的产品服务于政府、运营商、金融、军工、烟草、电力、医疗、税务、交通、能源、教育、企业、设计院、广电等行业,已为逾千家客户提供服务。通过本次收购,公司可以将自身拥有的安全运行维护管理、统一监测监控系统销售渗透到极地信息现有的客户资源;极地信息将借助公司原有的客户资源优势及地缘优势,拓展市场,打通销售渠道,提升盈利能力,最终实现双方客户资源的有效整合。	天公司也将借助天盛汇杰在西南地区的营销网络,以其为立足点,布局西南地区的销售市场,打通销售渠道。通过双方销售网络的互补,公司市场份额将得到提升,盈利能力将得到增强。

资料来源:公司公告、中国银河证券研究部

附表 1: 捷成股份主要财务数据

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
销售收入(百万元)	#REF!	174.8	295.6	471.2	726.6	989.8
EBITDA(百万元)	21.1	41.5	74.6	109.9	197.7	254.2
净利润(百万元)	23.2	41.7	67.1	103.3	143.9	200.9
摊薄 EPS(元)	0.14	0.25	0.40	0.62	0.84	1.17
PE(X)	206.4	115.0	71.5	46.4	33.9	24.3
EV/EBITDA(X)	#REF!	27.0	14.6	23.0	21.4	16.1
PB(X)	#REF!	9.9	6.4	3.2	4.2	3.7
ROIC		101.4%	104.5%	41.3%	37.2%	43.6%
总资产周转率		1.40	1.20	0.65	0.61	0.71

资料来源: 中国银河证券研究部

附表 2: 捷成股份 (300182.SZ) 三大报表预测

资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E
货币资金	143.5	671.0	667.0	832.5	营业收入	295.6	471.2	726.6	989.8
应收票据	0.0	11.0	0.2	0.2	营业成本	173.5	279.6	379.5	508.4
应收账款	41.4	58.2	188.7	82.8	营业税金及附加	3.9	3.8	5.0	6.8
预付款项	43.5	86.2	86.8	252.7	销售费用	12.7	17.2	29.6	40.6
其他应收款	10.2	131.5	24.8	19.8	管理费用	37.3	78.4	151.7	207.9
存货	61.3	78.6	70.5	157.9	财务费用	0.4	-10.3	-9.5	-10.6
其他流动资产	0.0	0.2	0.0	0.0	资产减值损失	0.6	2.7	9.9	13.4
长期股权投资	0.0	0.0	39.6	39.6	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	23.0	79.0	87.7	99.7	投资收益	0.0	0.0	4.8	6.0
在建工程	0.0	0.0	0.4	0.4	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	67.2	99.7	165.2	229.3
无形资产	0.0	0.9	37.5	37.5	营业外收支净额	6.3	17.4	2.2	4.3
长期待摊费用	0.0	10.1	8.1	0.0	税前利润	73.5	117.1	167.4	233.6
资产总计	323.2	1127.4	1266.2	1523.3	减: 所得税	6.4	13.8	11.6	16.4
短期借款	30.0	0.0	0.0	0.0	净利润	67.1	103.3	155.8	217.3
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	67.1	103.3	143.9	200.9
应付账款	37.9	54.0	40.2	86.5	少数股东损益	0.0	0.0	11.9	16.4
预收款项	56.8	68.7	10.3	116.1	基本每股收益	0.40	0.62	0.84	1.17
应付职工薪酬	0.7	1.3	1.4	1.4	稀释每股收益	1.60	0.92	0.84	1.17
应交税费	8.0	12.6	46.3	46.3	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E
其他应付款	0.6	1.2	13.3	18.1	成长性				
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	69.1%	59.4%	54.2%	36.2%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	81.6%	35.2%	74.5%	40.7%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	60.9%	54.1%	39.3%	39.6%
负债合计	134.4	138.2	112.6	269.5	盈利性				

股东权益合计	188.8	989.2	1153.5	1310.5	销售毛利率	41.3%	40.7%	47.8%	48.6%
现金流量表(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	销售净利率	22.7%	21.9%	19.8%	20.3%
净利润	67	103	156	217	ROE	43.2%	17.5%	13.6%	16.7%
折旧与摊销	6	18	37	28	ROIC	104.53%	41.33%	37.18%	43.62%
经营活动现金流	55	84	50	249	估值倍数				
投资活动现金流	-16	-222	-41	-34	PE	71.5	46.4	33.9	24.3
融资活动现金流	22	667	-13	-50	P/S	4.1	6.8	6.7	4.9
现金净变动	61	529	-5	166	P/B	6.4	3.2	4.2	3.7
期初现金余额	83	144	671	667	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%
期末现金余额	144	672	666	833	EV/EBITDA	14.6	23.0	21.4	16.1

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

许耀文、CFA，传媒文化行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn