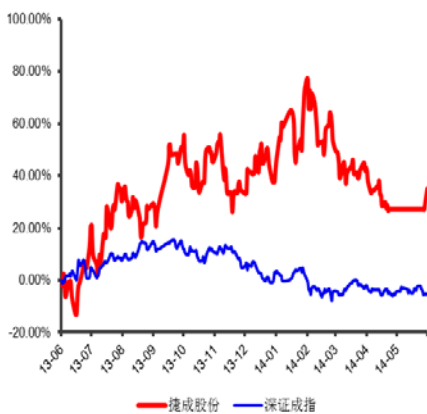


2014年6月23日

**——捷成股份（300182.SZ）深度报告**

评级：推荐

**52周走势**

**报告作者**

分析师：周纪庚

执业证书编号：S0590510120016

**联系人**

徐艺

电话：0510-82833337

 Email：[xuyi@glsc.com.cn](mailto:xuyi@glsc.com.cn)
**独立性申明**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

➤ **捷成股份：影视音视频领域龙头。**作为国内最具实力的专业音视频整体解决方案提供商之一，自创立之初，公司创造了多个行业“第一”，并保持高成长态势，在08-12年收入增速从未低于过50%，股权激励解锁条件对净利润复合增速要求在33%以上，充分彰显对公司未来发展的信心，管理团队具备优良的技术背景和广电行业的影响力。当前公司正处于转型拐点期，从传统技术提供商向平台服务商发展。

➤ **发展前景一：影视音视频全价值链服务商。**公司中期的发展前景是成为影视音视频全价值链服务商，打造影视音视频大平台。影视音视频全价值链可分为制作域、分发域和家庭网络域三个环节，制作域又可再细分为内容制作和内容交易，目前公司已经进入了分发域和家庭网络域以及制作域的技术支持和内容交易环节，独缺制作域中的内容拍摄和后期制作环节，而在公司的历史基因中曾涉及到电视剧和栏目的内容制作业务，因此，公司向全价值链延展的预期和可行性较高。在全产业链布局中，公司具备平台化的协同效应、领先的战略布局和“全台一体化”的解决方案优势。

➤ **发展前景二：分享智慧城市盛宴。**公司长期的发展前景是成为智慧城市有力参与方。目前智慧城市在国内仍处于试点阶段，未来城市数量扩容和涵盖范围扩展是必然趋势。公司在音视频技术上的领先优势将有助于公司进入智慧城市领域。目前，公司已经切入到智慧医疗和电子政务，公司的跨界应用技术的实力已经体现，未来有望进入教育、安防、交通等领域。目前的客户资源覆盖广电、部队、互联网及科技、机关、事业单位、院校及科研院所等，客户行业全面，有利于公司从顶层设计进行智慧城市建设。

➤ **给予“推荐”评级。**我们预计公司2014年-2016年每股收益分别为0.64元、0.91元和1.18元，对应当前股价PE分别为29.7x、20.8x和16.1x，归属于母公司净利润分别为2.97亿、4.24亿和5.47亿，净利润年复合增长率为40%。考虑到公司正处于向平台型公司的转型期，未来作为影视音视频全价值链平台和智慧城市提供商的前景广阔，未来几年在手订单保障业绩确定性强，我们给予公司2014年的PE在40x-43x，2014年合理股价为26-27.5元区间，给予公司“推荐”评级。

➤ **风险因素：**（1）订单执行进度不达预期的风险；（2）大客户需求大幅下滑的风险；（3）新领域开拓不达预期的风险。

## 目 录

目 录 .....	2
1. 捷成股份：影视音视频领域的龙头 .....	3
1.1 主营业务：以音视频整体解决方案为主，正在打开新成长空间 .....	3
1.2 高成长：六年收入增长 12 倍，净利润增长 21 倍 .....	5
1.3 股权结构：核心团队持股，团队稳定性强 .....	6
1.3 管理层：具备优良的技术背景和广电背景 .....	8
2. 发展前景——影视音视频全价值链服务商，分享智慧城市盛宴 .....	9
2.1 大步迈向影视音视频全价值链服务商 .....	9
2.1.1 影视音视频全产业链空间广阔 .....	10
2.1.1.1 视频网站的发展和影视内容需求提升催热版权交易市场 .....	10
2.1.1.2 广电高清化、4K、3D 改造空间广阔 .....	13
2.1.1.3 三网融合推动下，未来几年双向网络改造将加快步伐 .....	15
2.1.2 公司布局影视音视频全产业链优势突出 .....	16
2.1.2.1 平台化的协同效应——内容+技术+渠道的闭环整合 .....	16
2.1.2.2 领先的战略布局——谋定未来 .....	18
2.1.2.3 “全台一体化”解决方案——保障大客户战略，树立标杆项目 .....	21
2.2 分享智慧城市盛宴 .....	24
2.2.1 小荷才露尖尖角——城市扩容+内涵扩展是未来必然趋势 .....	25
2.2.2 公司进入智慧城市优势——有技术，有客户 .....	27
3. 盈利预测与估值 .....	30
4. 股价催化剂 .....	31
5. 风险因素 .....	31

## 1. 捷成股份：影视音视频领域的龙头

捷成股份是国内最具实力的专业音视频整体解决方案产品提供商之一，截至目前，捷成股份是广播电视领域内唯一一家拥有国家信息安全服务资质的单位，业内领先的全台统一监测与监控解决方案的提供者，并且是参与制订全台监测产品行业标准的唯一方案提供商。公司创造了多个行业“第一”。2001年公司做了行业第一个媒体资源管理系统，随后在全台网统一监测监控、三网融合和3D电视等创新项目上都是第一个做的行业案例。

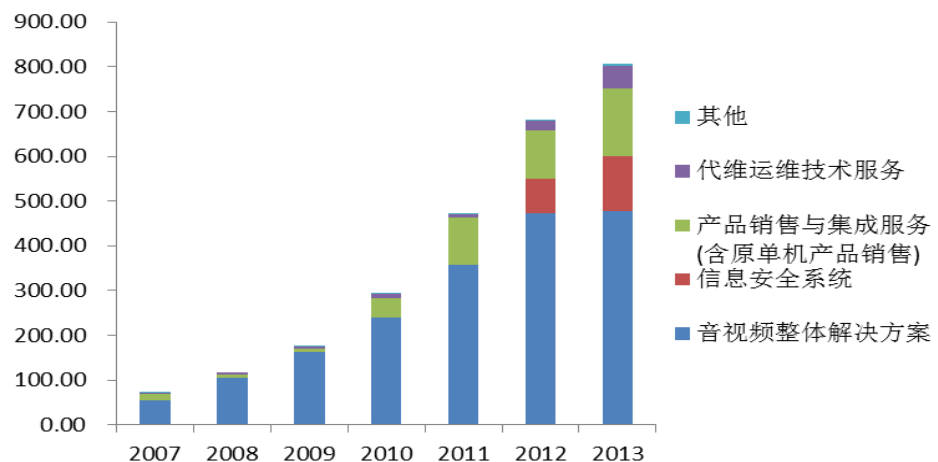
“成功可以复制”，公司凭借高技术研发能力、成熟的营销网络以及清晰的战略思路，在赢得广电行业音视频系统行业龙头的同时，进入到影视音视频全价值链和智慧城市领域，打开了更广阔的空间。

### 1.1 主营业务：以音视频整体解决方案为主，正在打开新成长空间

公司正在从台端的音视频解决方案提供商纵向延伸入音视频版权交易市场，并横向拓展至网端的系统提供商以及互联网行业音视频系统。

音视频整体解决方案是公司的主要产品，从2007-2013年收入贡献一直在50%以上。公司其他产品线包括代维运维技术服务、硬件设备销售与集成服务等。13年公司第一次将音视频工程和信息安全系统单独列出，13年音视频收入贡献13.4%，信息安全收入贡献13.0%。未来信息安全服务是公司业务的一个重要看点，13年公司获得系统集成二级资质，获得业内唯一的二级（目前安全行业最高的）信息安全服务资质。这为公司的信息安全业务后期发展提供了保障。

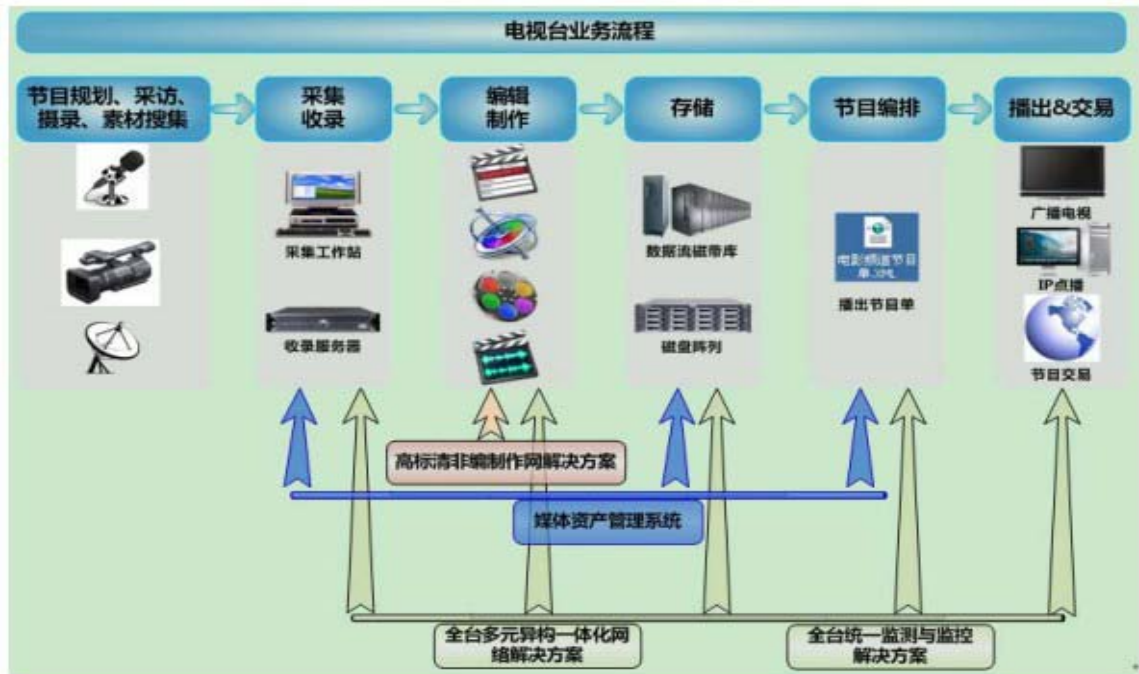
图表 1: 公司主营业务构成按产品分



数据来源：公司公告 国联证券研究所

公司的产品可以为电视台提供从采集收录、编辑制作、存储、节目编排和播出全流程的系统管理。

图表 2: 公司参与的电视台业务流程



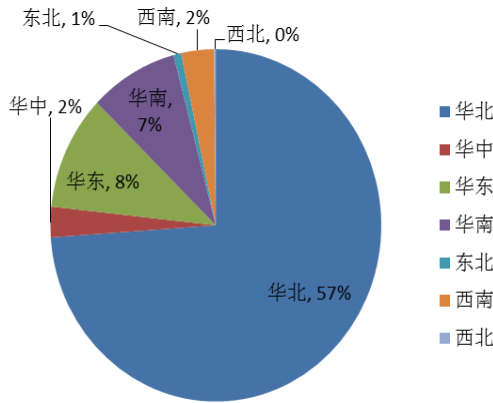
数据来源: 公司公告 国联证券研究所

13年公司获得了广西和江西广电网络共计20亿的订单,从电视台的制作域进入到广电的分发域,为广电的双向改造提供系统支持,这为公司的业务又打开了一个新的空间,公司在提供系统的同时,也有望进入增值服务领域,进入智能电视服务领域。

按地域来看,目前华北地区是公司收入的最重要来源,公司对其他地区客户的拓展成效显著,带来新的增长驱动。12年华北地区的收入贡献为74%,13年占比降至57%,同时,13年华北地区以外的区域收入增速达到214%,央视以外的其他广电客户拓展顺利,强化了公司订单来源的广泛性。中央电视台是华北地区的重要客户,公司一直是中央电视台的主要供应商。

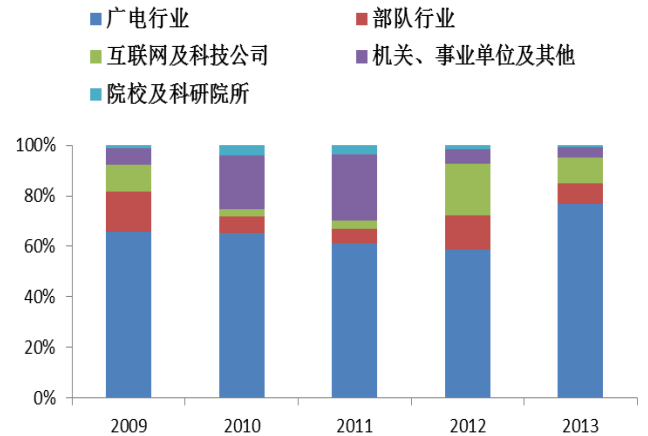
从行业分布看,广电行业一直占比较高,13年收入占比在76%以上,此外公司的客户行业分布广泛,包括部队、院校及科研院所、机关事业单位及广电外的企业等,充分体现出公司音视频技术应用的广泛性。

图表 3: 主营业务构成按地域分



资料来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 4: 主营业务构成按行业分

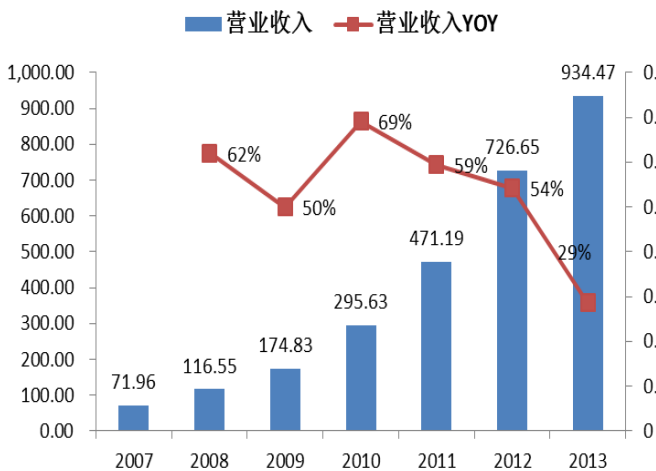


资料来源: 公司公告 国联证券研究所

## 1.2 高成长: 六年收入增长 12 倍, 净利润增长 21 倍

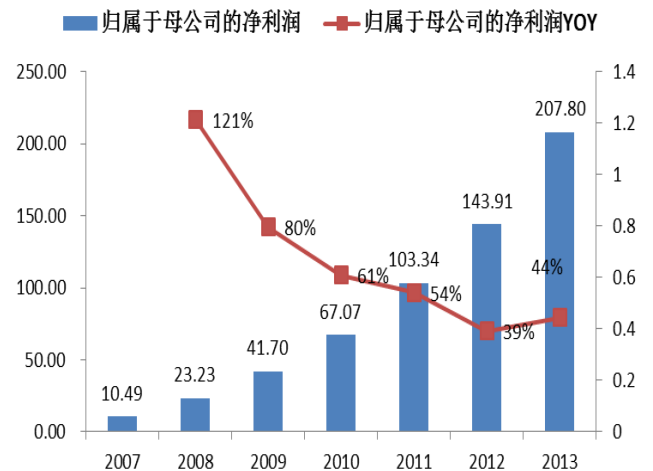
公司于 2011 年在创业板上市, 第一份完整财报是在 2007 年, 收入 7200 万, 净利润 1000 万, 2013 年公司收入 9.34 亿, 归属于母公司的净利润 2.08 亿, 如果把股权激励摊销的成本加上, 归属于母公司的净利润在 2.2 亿以上, 六年时间收入增长 12 倍, 净利润增长 21 倍。显示出公司持续的、强劲的成长性。

图表 5: 公司历年营业收入及增速



资料来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 6: 公司历年净利润及增速



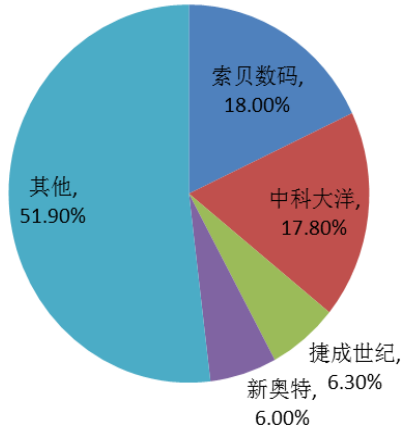
资料来源: 公司公告 国联证券研究所

广电音视频制作、控制和管理系统行业中, 主要有四大竞争者, 除了公司还有索贝数码、中科大洋和新奥特。



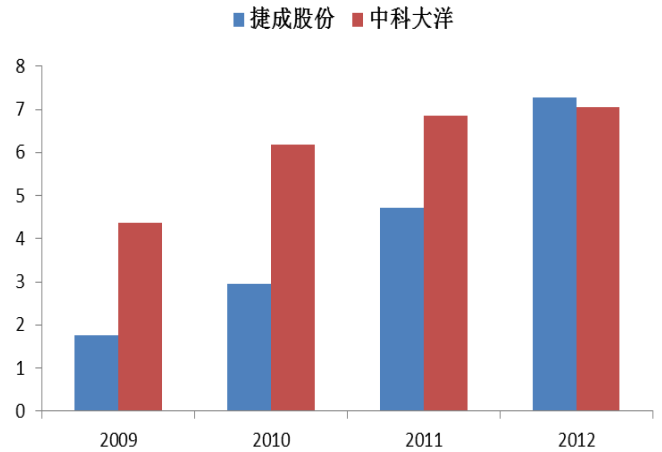
09年该行业中，捷成股份以6.3%的市场份额位列第三，索贝数码、中科大洋份额较高，相差无几，到了12年公司的营业收入已经超越中科大洋。

图表 7: 09年广电音视频行业市场份额



资料来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 8: 09-12年捷成股份和中科大洋收入趋势分析



资料来源: 公司公告 国联证券研究所

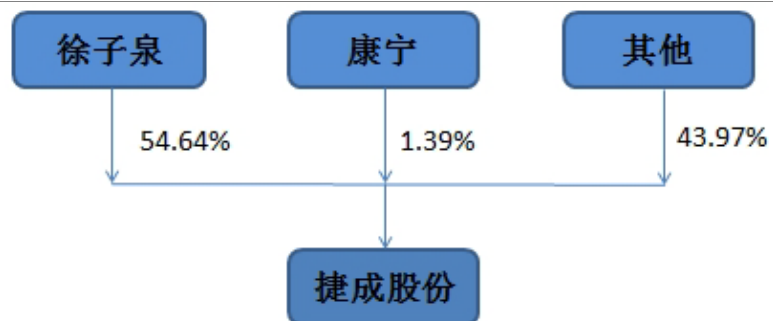
虽然公司刚刚终止了一项重大资产重组事项，但开启了市场对于公司外延发展的预期，预计未来公司将在内生增长和外延并购双轮驱动下保持高速增长。

### 1.3 股权结构: 核心团队持股, 团队稳定性强

根据2013年年报，公司创始人、控股股东及实际控制人徐子泉持有公司股份54.64%，与其配偶康宁共计持有公司56.03%的股份。

公司上市时，除了控股股东徐子泉持股外，其他29位核心管理人员均作为发起人持股，徐子泉持股58.12%，其他29位核心管理人员持股16.88%，而且发行上市时公司控股股东和其他29位发起人均承诺股份锁定三年，显示出公司管理团队对公司未来成长的充足信心。

图表 9: 公司股权结构



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

为更好激励管理团队和核心业务人员，公司于2012年8月实施了股权激励，较高的行权条件充分体现了管理层对公司未来发展的信心。此次股权激励共覆盖122人，覆盖面广泛。在股票期权行权条件和限制性股票解锁条件中，2014年相较2011年增长不低于130%，三年的年复合增速不低于33%。根据行权条件计算，14年净利润要达到2.38亿元，较已披露的13年净利润增长22.5%。

图表 10: 公司股权激励的激励对象

	人数	份数	占总股本的比例	授予价格
股票期权	51人	326万份	1.94%	22.47元
限制性股票	110人	337.45万份	2.01%	10.88元

数据来源：公司公告 国联证券研究所

图表 11: 公司股权激励行权/解锁条件

行权期/解锁期	时间	行权/解锁数量占比	行权/解锁条件	实际净利润下限	实际完成率
第一行权期/解锁期	2013.08.27-2014.08.27	30%	2012年净利润相比2011年增长不低于35%；加权平均净资产收益率不低于10%	1.40亿	111.3%
第二行权期/解锁期	2014.08.27-2015.08.27	30%	2013年净利润相比2011年增长不低于75%；加权平均净资产收益率不低于11%	1.81亿	107.2%
第三行权期/解锁期	2015.08.27-2016.08.27	40%	2014年净利润相比2011年增长不低于130%；加权平均净资产收益率不低于12%	2.38亿	

数据来源：公司公告 国联证券研究所

公司在股权激励中一方面对成长性的要求较高，另一方面对盈利能力的要求也在不断提升，从2012-2013年的情况看，公司均超额完成净利润目标，加权平均净资产收益率也均超过设定目标。

### 1.3 管理层：具备优良的技术背景和广电背景

当前公司的高级管理人员除了董事长徐子泉外，还有副董事长薛俊峰、郑羌，总经理韩钢、副总经理肖炳珠、王晓滨、宋建云、康宁、郭志刚、庄兵、荆错、杨晓维、廖鸿宇以及财务总监程传颜 14 人。

公司在 13 年新增加了郭志刚、荆错、杨晓维、廖鸿宇、庄兵等高级管理人才。

公司的创始人、控股股东和实际控制人徐子泉于 2009 年至今任本公司董事长，此前曾任北京迪康影视科技有限公司总经理，北京捷成世纪媒体科技有限公司董事长。2006 年-2009 年任北京捷成世纪科技发展有限公司执行董事、总经理。

#### 公司的管理层团队技术背景突出。

公司副董事长薛俊峰曾任职四川西昌航天中心和北京信息技术应用研究所工程师。

总经理韩钢曾任职于北大方正电子公司、北京中科大洋，以及北京东方前线科技发展有限公司总经理。

副总经理肖炳珠曾任职于酒泉卫星发射中心，深圳奥维迅科技有限公司。

副总经理宋建云曾主持开发多个大型计算机信息系统，荣获国家科技进步奖、全军科技成果奖、国防科技成果奖等多种奖励。

副总经理郭志刚 2006 年-2009 年担任中国智能交通（控股）有限公司副总裁，2009 年-2013 年担任韩国世光株式会社副总裁。2013 年 5 月开始任职。

副总经理杨晓维曾任中国银行总行科技部系统运行处网络科科长；Cisco System（美国）思科系统网络技术有限公司顾问工程师、高级技术培训讲师。2013 年 11 月开始任职。

副总经理廖鸿宇曾任香港兴华科仪公司工程师，中州大学讲师，福建榕基副总裁。2013 年 11 月开始任职。

#### 公司管理层具备在广电行业的较高影响力。

公司董事长徐子泉现兼任中国电影电视技术协会常务理事、国家广电总局科技委电视专业委员会特邀委员。曾荣获 2008 年度广电行业“十大企业风云人物”、中国广播电视设备工业协会授予的“科技创新优秀企业家”等多个荣誉称号。



公司副董事长郑羌现兼任国家广电总局广播电台电视台数字化网络化工作领导小组委员、华东广播电视技术协作体委员，2009年荣获中国广播电视设备工业协会授予的“科技创新优秀企业家”称号。

副总经理廖鸿宇历任广东省广播电视设计室主任；广东南方传媒广播电视工程有限公司总经理。2011年11月开始任职。

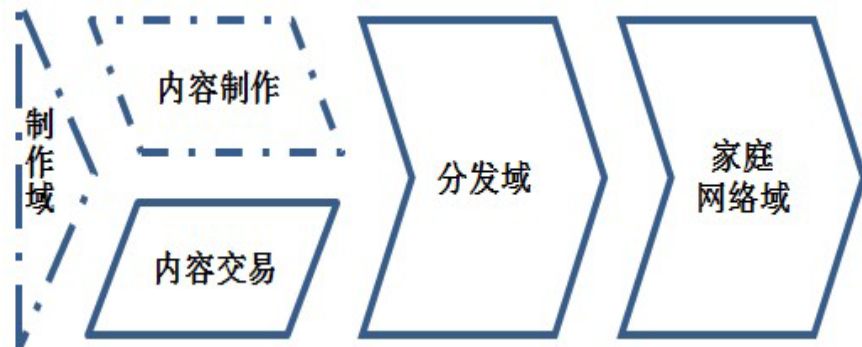
## 2. 发展前景——影视音视频全价值链服务商，分享智慧城市盛宴

公司中期的发展前景是成为影视音视频全价值链服务商，打造影视音视频大平台，长期来看，公司将成为智慧城市的有力参与方，分享智慧城市的广阔市场。

### 2.1 大步迈向影视音视频全价值链服务商

影视音视频全价值链可分为制作域、分发域和家庭网络域三个环节，制作域又可再细分为内容拍摄、后期制作、内容交易和技术支持，目前公司已经进入了分发域和家庭网络域以及制作域的内容交易和技术支持环节，独缺制作域中的内容拍摄和后期制作环节，而在公司的历史基因中曾涉及到电视剧和栏目的内容制作业务，同时，公司也已经将影视音视频全价值链作为公司的发展战略，因此，公司向全价值链延展的预期和可行性较高。

图表 12: 影视音视频全价值链



数据来源：国联证券研究所

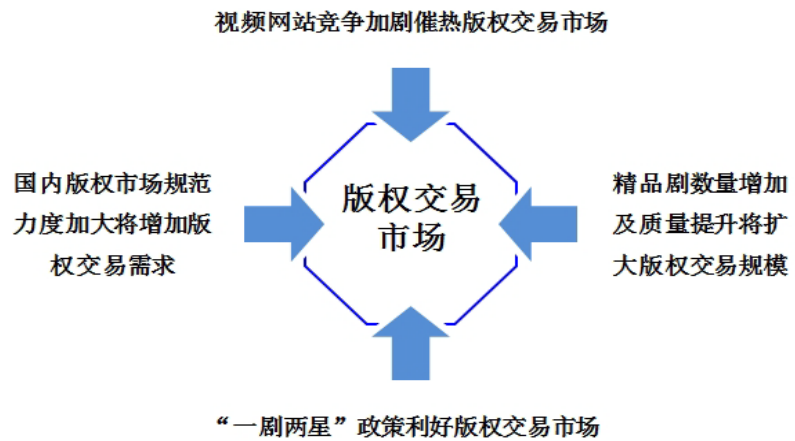
### 2.1.1 影视音视频全产业链空间广阔

#### 2.1.1.1 视频网站的发展和影视内容需求提升催热版权交易市场

14年2月公司参股华视常州，以版权交易为切入点进入内容制作域。版权交易下游行业主要是视频类网站平台、IPTV、数字电视和手机视频，视频类网站目前是最主要的客户。

版权交易市场有四大推动力，视频网站竞争加剧将催热版权交易市场、精品剧数量增加及质量提升将扩大版权交易规模、国内版权市场规范力度加大将增加版权交易需求，“一剧两星”政策利好版权交易市场。

图表 13: 版权交易市场推动力

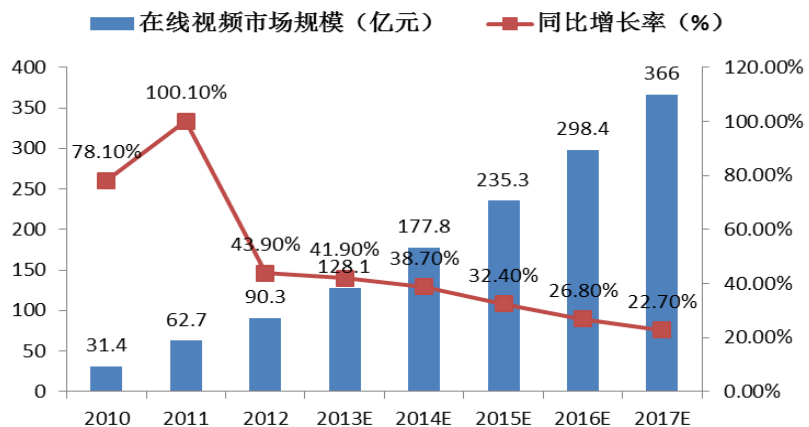


数据来源：国联证券研究所

#### 1) 视频网站竞争加剧将催热版权交易市场

版权交易快速增长与视频网站的爆发式发展紧密相关。中国在线视频行业的市场规模13年将突破100亿，较12年增速有望达到40%以上。根据艾瑞咨询预测，17年在线视频行业的市场规模将达到360亿，是13年的3.6倍。

图表 14: 2010-2017 中国在线视频市场规模



数据来源：艾瑞咨询 国联证券研究所

根据艺恩咨询的研究报告，由于视频网站对影视剧采购热情不减，2013年中国影视剧新媒体版权市场全年收入将突破30亿元，达到创纪录的32亿元，是2009年的3.6倍。

## 2) 精品剧数量增加和质量提升将扩大版权交易规模

精品剧和独播剧数量增多，质量提升拉动了电视剧版权的交易额。从2006年10万一部的《武林外传》到2013年5000万一部的《新编辑部故事》，精品剧的价值在版权市场中得到充分的体现。2010年对于电视剧网络版权市场来说是一个分水岭，这一年电视剧网络版权价格正式迈入千万级别。13年乐视网购买的《新编辑部故事》再次将网络版权价格推上高位。

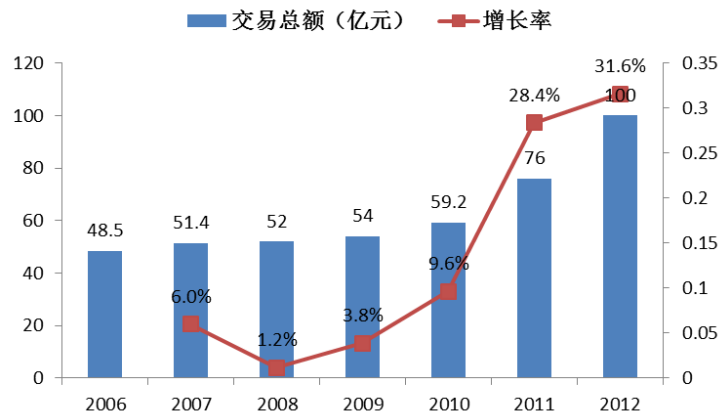
图表 15: 2006-2013 年电视剧网络版权价格

时间	电视剧	网络版权价格 (万/集)	版权价格 (万/部)
2006	武林外传	0.12	10
2008	士兵突击	0.8	24
2009	我的团长我的团	2	80
2010	旗袍	8	320
2010	红楼梦	20	1000
2010	三国	15	1425
2010	西游记	28	1680
2011	还珠格格	31	3000
2011	倾世皇妃	40	1600
2012	甄 传	26	2000
2013	新编辑部的故事	120	5000

数据来源：艺恩咨询 国联证券研究所

从国产电视剧交易额情况来看。2011和2012年增速大幅超过此前5年，2012年国产电视剧年度交易总额已经达到100亿规模，较11年的增速也创下了06年以来的新高，在交易规模和增速齐升的版权市场中，版权交易公司将直接受益。

图表 16: 2006-2012 年国产电视剧年度交易总额和增长率



数据来源: 艺恩咨询 国联证券研究所

### 3) 国内版权市场规范力度加大将增加版权交易需求

此前困扰版权交易行业的最大问题就是国内的盗版问题严重, 随着正版版权意识的增强, 在版权保护领域从 2013 年下半年已经出现了多个具有标志性意义的事件, 虽然这些事件并不能彻底消除盗版行为, 版权保护还有相当长的路要走, 但在版权交易市场中的激励和警示意义都重大。去年以来对市场的规范力度明显加大, 打击了部分盗版行为, 并对视频网站购买正版版权的行为起到激励, 对我国版权市场的发展起到推动效果。

2014 年 2 月出现全国首例打击视频侵权网站被判决的刑事案件。北京市海淀区检察院通报由该院提起公诉的张某侵犯著作权案宣判。张某因构成侵犯著作权罪且属情节严重, 被一审判处有期徒刑 6 个月, 罚金人民币 2 万元。

2014 年 2 月, 国家版权局在官网公布了 2014 年度第一批重点影视作品预警名单, 体现出国家版权局在正版版权保护上加大力度。该名单均为今年热播、热映的重点影视作品。包括《中国达人秀第 5 季》、《中国好歌曲》、《周六夜现场》、《说出你的故事》、《湖南卫视 2014 年春节联欢晚会》、《湖南卫视 2014 元宵喜乐会》、《人生第一次》、《荷体育》8 台综艺节目和《男媒婆》、《我的儿子是奇葩》、《兵临村下》、《爱情公寓 4》、《恋爱的那点事儿》、《四大名捕 2》、《漂亮男人》、《打狗棍》、《新抱喜相逢》、《单恋双城》、《乡村爱情 7》、《神探夏洛克 3》、《天龙八部》、《丝日记》14 部影视剧, 以及 1 部动漫作品《境界的彼方》。

国家版权局要求相关网站应对名单内的作品采取以下保护措施: 直接提供内容网站未经许可不得上传预警名单内的作品; 用户上传内容网站应禁止用户上传预警名单内的作品; 提供搜索链接网站应仅提供正版授权网站的搜索结果

及跳转链接服务；电商网站及应用平台应加快处理预警名单内作品权利人关于删除侵权内容或断开侵权链接的通知。

2013年11月，时隔4年之后，沉寂已久的“中国网络视频反盗版联盟”再次启动。由优酷土豆、搜狐视频、腾讯视频、乐视网站参与打击百度影音、百度视频以及快播的盗版行为，已向法院起诉百度、快播的盗版侵权案件并将联合对视频盗版、盗链采取技术反制，全面禁止百度视频爬虫访问。

#### 4) “一剧两星”政策利好版权交易市场

今年4月，国家广电总局在2014年全国电视剧播出工作会议上宣布，自2015年1月1日开始，总局将对卫视综合频道黄金时段电视剧播出方式进行调整。具体内容包括：同一部电视剧每晚黄金时段联播的卫视综合频道不得超过两家，同一部电视剧在卫视综合频道每晚黄金时段播出不得超过二集。

从“一剧四星”到“一剧两星”政策，再到未来“一剧一星”的发展目标，版权交易的需求将会提升。由于精品电视剧在首轮播出的限制，增加了电视剧的二轮播出和三轮播出的需求。同时，由于网络视频网站不受此限制，电视剧在首轮播出两家上星频道的同时，更加注重网络视频的播放渠道，因此，二轮播出、三轮播出和网络视频播出都需要版权交易市场的支持，将带动版权交易市场规模的发展。

### 2.1.1.2 广电高清化、4K、3D改造空间广阔

首先，公司目前主要的客户在电视台端，公司为电视台进行高清、3D的改造，既有政策的大力推动，又符合观看需求的发展趋势。

#### 1) 国家政策大力推动电视台高清化和3D改造

09年广电总局批准了9个高清频道，广电总局规划到15年建成100个高清频道。2009年，国家广电总局发布《广电总局关于促进高清电视发展的通知》，明确提出高清电视是广播电视技术进步的必然趋势，要求各级广播影视部门将高清电视作为未来工作重点，并要求电视台要加快台内数字化改造，加快建设高清电视节目采集、制作、播出系统。要高度重视高清节目，特别是适合高清晰度电视呈现的节目的制作和储备，不断提高高清节目质量，培育高清电视市场。

在2010年11月的广电总局科技委八届四次会议上广电总局副局长张海涛表示，到2015年，全国要具备制作播出100个高清晰度频道的能力，而截至13年3月，全国共播出28个高清电视频道，预计14、15年高清频道会加紧推出。

另一方面，3D 频道也在逐步发展，2011 年 10 月广电总局正式决定于 2012 年元旦开播中国第一个 3D 电视试验频道，并计划在“十二五”期间开播 10 个 3D 频道。

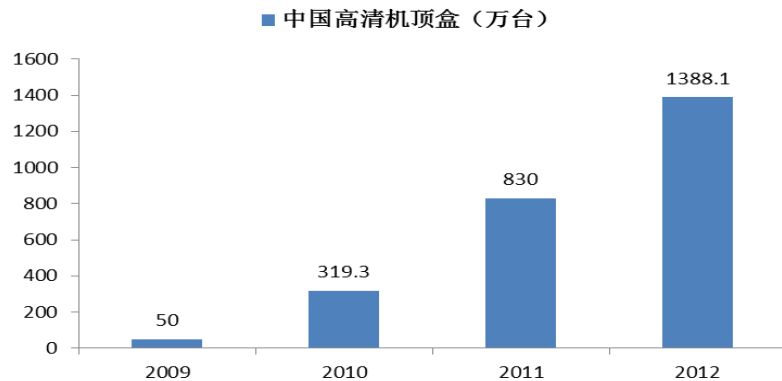
## 2) 技术发展支持高清电视推出

完整的高清数字电视体系包括：高清电视节目源、高清机顶盒、高清电视机和必要的传输网络。

数字化平移的前期，运营商向用户提供的机顶盒大多为标清基本型机顶盒，然而，随着三网融合的推进，高清业务和应用不断推新。

机顶盒行业在“十二五”期间都将处于景气周期，预计 2015 年年底我国将有 85% 的有线电视用户转换为数字电视用户，2012 年-2015 年 4 年间有线机顶盒的市场空间仍可达到约 1.2 亿台，每年平均约有 3000 万台的增量。

图表 17: 中国高清机顶盒市场规模



数据来源：中国电子报 国联证券研究所

## 2) 受众对高清化的观影需求不断提升

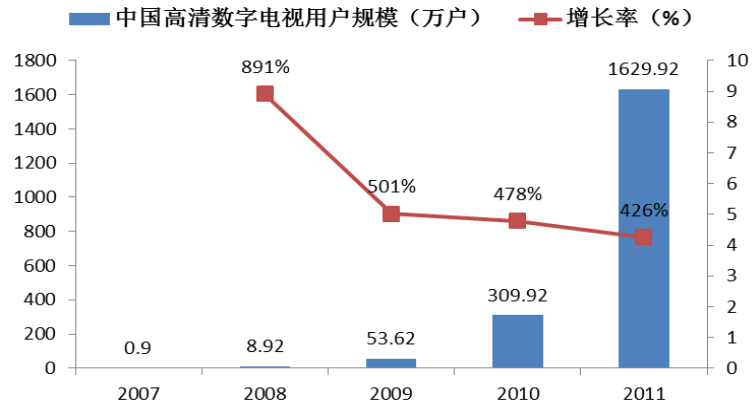
一方面电视观众对高清化的视觉享受要求在提升，另一方面在互联网视频激烈的竞争下，电视台可通过高清化提升竞争优势。

在需求推动和竞争驱动下，当前电视行业都在积极研发高清，14 年是高清化繁荣的一年。如电视机生产商都在积极推出高清产品，优朋普乐联合美国电影协会、Imax 等成立了国内首家的 4K 超高清技术研究院，要为国内的 4K 电视用户提供更优质的视听数字资源。乐视网 14 年 4 月发布 4K 生态系统，并通过由 4K 自制+4K 引进、4K 云平台+H. 265、4 核 CPU+4 核 GPU、4K 屏幕+4K UI 组成的“4X4”的 4K 体系。小米 4 月 23 日发布了支持 4K 电视的小米盒子新品。



根据络达咨询发布的《中国有线数字电视产业链发展状况及预测分析报告》，近年来中国高清数字电视用户规模都呈现爆发式增长，用户对高清化的要求也在不断提高。2007年全国高清数字电视用户不到1万户，2011年增长至1630万户。

图表 18: 中国高清数字电视用户规模



数据来源: 络达咨询 国联证券研究所

### 2.1.1.3 三网融合推动下，未来几年双向网络改造将加快步伐

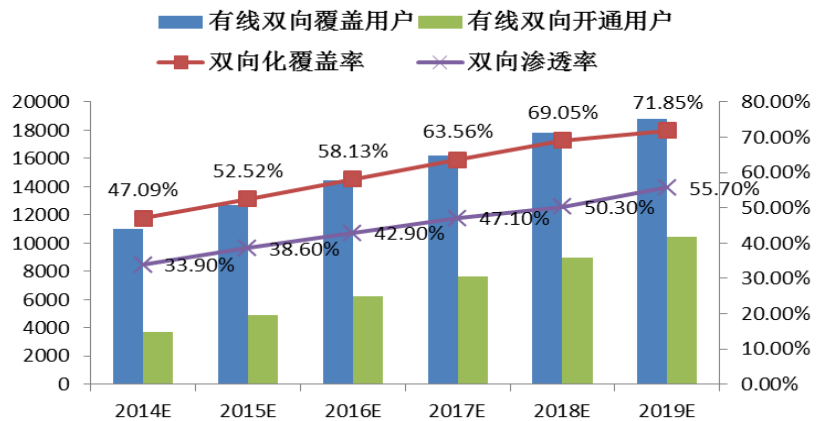
在数字电视用户不断发展的过程中，三网融合已经进入全面推广阶段。根据中广研究的数据，截至2013年底，我国有线网络双向覆盖用户达到9350万户，双向网络覆盖率（与有线用户数整体相比）仅为41.74%，还有很大的提升空间。

从目前来看，一二线城市和省级城市的双向网改进程较快，而三四线城市和乡镇城市的进程稍慢，这也为今后几年双向网改提供了空间。

根据中广研究预测，2013-2017年有线双向覆盖用户保持平均每年新增1600万的高速发展态势，同时，还有几个因素将加速双向网改的进程：第一，有线网络“一省一网”整合进入尾声，有线运营商把工作重心放在基础网络改造与业务提升方面；第二，以C-HomePlugAV、C-DOCSIS为代表的NGB接入网标准，带来双向网改的标准日趋统一和成熟。

预测2014到2019年有线双向覆盖用户将从1.1亿增长至1.9亿，双向化覆盖率从47.09%增长至71.85%，有线双向开通用户从3730万增长至1亿，双向渗透率从33.9%提升至55.7%。（双向化覆盖率=有线双向网络覆盖用户/有线网络覆盖用户，双向渗透率=有线双向开通用户/有线双向网络覆盖用户）

图表 19: 2014-2019 有线电视网络双向覆盖用户与双向开通用户预测



数据来源: 中广研究 国联证券研究所

## 2.1.2 公司布局影视音视频全产业链优势突出

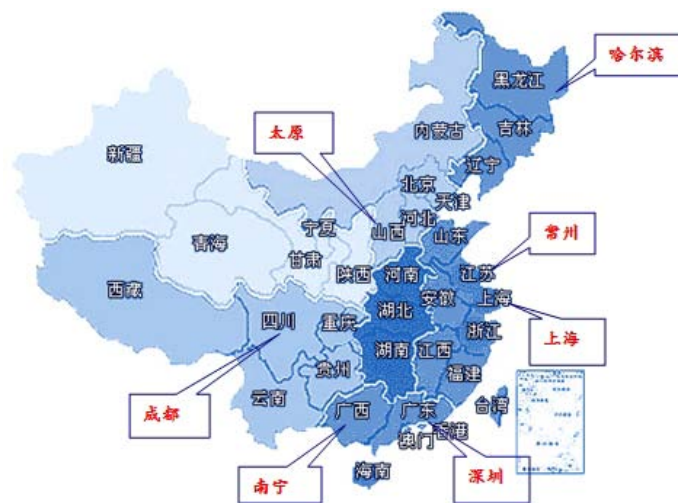
### 2.1.2.1 平台化的协同效应——内容+技术+渠道的闭环整合

公司布局的是影视音视频大平台，将内容、技术、渠道进行有效整合，产生“1+1>2”的效应。

首先，公司通过音视频系统与电视台、有线网络和互联网企业建立了紧密的合作关系，相比于其他新晋的内容制作方和版权交易公司，公司已经具备了良好的客户渠道。多年积累的营销网络也保障了影视音视频全产业链的推广，并增加版权内容的获取渠道。

目前公司已经设立了覆盖华南、华东、西南、东北、华中的区域营销中心，2013 年华北以外的收入是 2010 年华北以外收入的 7.5 倍。

图表 20: 公司营销网络布局



数据来源: 国联证券研究所

公司参股的华视常州拥有的电视剧版权主要集中于央视1套和8套,北京、湖南、江苏、安徽等全国卫视首播大戏,公司进军版权交易后有望凭借与电视台长期的良好合作关系推动版权购买,渠道优势是相较于其他版权交易公司最大的竞争优势。

第二,相比于纯广电技术服务商,公司将产业链延伸至版权交易,能为电视台提供“内容+技术”的一站式服务,凭借丰富的优质内容,公司在智能电视端从技术进入内容服务的可能性更高。

第三,公司领先的研发水平正是内容和渠道拓展的保障。近年来,公司研发投入在收入中的占比不断提升,从2010年的5.37%到2013年的12.06%。

图表 21: 近三年公司研发投入金额占营业收入比例

	2013年	2012年	2011年	2010年
研发投入金额(万元)	11370	9228	4152	1587
研发投入占营业收入的比例(%)	12.06%	13.52%	8.81%	5.37%

数据来源: 公司公告 国联证券研究所

2013年公司在产品技术研发领域硕果连连,公司最新推出自主研发的全台集成播控系统、新闻制播系统、全台包装系统、IT合署监管系统、全台等级保护信息安全管理系统、IPTV内容监管系统、全媒体全景互动演播室系统等,在业内得到广泛好评和应用,多次获奖。全年共新增申请7项专利技术,均为发明专利,新增软件著作权11个,在许多关键技术领域取得突破性进展。并正在研发智慧城市(政务、医疗、教育、安全、交通)管理与服务平台等多项,这些项目的研发成功不仅将进一步支持公司在广电音视频领域的业务发展,而且也将支持公司打开广电外的更大的市场空间。

此外,公司与中国传媒大学合资成立中传广视工程设计院,产学研结合强化研发实力。12年6月公司与中国传媒大学下属独资公司北京中传资产管理有限公司合资成立中传广视工程设计院,公司出资占比90%,重点研究在实现广播电影电视数字化、网络化、建筑智能化设计研发过程中的广播电视传输及中心工艺(含网络、节目传送、中心工艺)、广播电视覆盖工艺(含天线、发射机)、声学技术工程研究、建声和装饰设计、扩声和演出灯光设计等工艺设计和咨询服务,希望打造一支广播电视行业中专业设置齐全、技术水平高、各项实力雄厚的设计队伍。通过设立该设计院,对于公司提升研发能力,提前布局行业先机都将有重大意义。

### 2.1.2.2 领先的战略布局——谋定未来

捷成股份一直以来以多个“第一”著称，在众多“第一”背后，我们看到的更是公司对市场机遇的精准把握与提前布局。

捷成股份从 2001 年新进入广电行业，用了十年时间做到行业第一，战略布局领先和高效研发是关键。2001 年公司做了行业第一个媒体资产管理系统，随后在全台网统一监测监控、三网融合和 3D、4K 电视等创新项目上都是第一个做的行业案例，通过创新切入新的市场同时获得较高利润水平。2011 年上市后进一步提高研发投入，相继完成了国内第一套 3D 电视系统建设，全台网实施是行业第一个案例，公司在技术变革前夕提前发现市场机遇，提前布局保障了持续的高速成长。

公司也是广电系统中率先开始通过外延扩张布局广电全台解决方案的公司，从其收购的公司看，都产生了明显的“1+1>2”的效应。

2012 年公司在外延扩张上取得重大突破。2012 年 3 月，公司使用超募资金 3,475.80 万元收购冠华荣信 28.96% 的股权，1,020 万元收购极地信息 51% 的股权，1,020 万元收购天盛汇杰（后更名捷成优联）51% 的股权，3,570 万元收购华晨影视 51% 的股权。

2013 年 5 月，公司以 23,737.77 万元购买极地信息、华晨影视和捷成优联剩余 49% 的股权，购买冠华荣信 61.04% 的股权，交易完成后，捷成股份将分别持有极地信息、华晨影视和捷成优联 100% 的股权，持有冠华荣信 90% 的股权。

2013 年 7 月，公司以 2550 万元取得博威康 51.09% 的股权。

2014 年 2 月公司以自有资金 7,000 万元增资华视常州，占 20% 的股权。

图表 22: 公司外延收购情况

公司	目前持股比例	业务	收购前客户
冠华荣信	90%	广播电视行业专业技术领域的数字高标清演播室、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。	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、大学院校、音像唱片公司、电影制片厂、后期制作公司等
极地信息	100%	内部网络控制技术研究和开发、服务，实现内网安全管理全面覆盖	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
捷成优联	100%	3G 视频、音频直播系统的技术研发和产品服务	成都电视台、西南石油大学等
华晨影视	100%	演播室、舞台和剧场等建筑装修装饰工程	中央电视台、天津电视台、广东电视台等在内的各

承包和舞台 LED 灯具生产销售，集影视舞 级电视台  
 台专业灯光音响工程设计、施工、生产和  
 服务为一体

博威康 51.09% 新媒体和传统广电两块业务，新媒体业务  
 包括智能安防、通信、智慧城市的终端硬  
 件平台及解决方案，  
 新媒体监测和前端的硬件及解决方  
 案；传统广电业务主要提供数字电视核心  
 前端、增值、监测系统专用设备及对应的  
 软件。

华视常州 20% 传媒技术的推广与服务；版权分销；文化 各个门户网站、视频分享网站、视频客户端网站、广  
 艺术交流与策划；市场营销策划、企业形 电系统、地方门户网站等下游播放平台  
 象策划；承办展览展示；会议服务；商务  
 咨询。

数据来源：公司公告 国联证券研究所

通过公司外延并购历史可以看出，公司采取稳健的外延路径，先以参股方  
 式进行业务和团队的磨合，若磨合效果好，时机成熟会采取 100% 股权收购，这  
 降低了收购整合的风险，提高了公司外延并购的成功率。

公司的外延并购不仅仅是新增盈利点，而是从产业链上实现整合，提供一  
 体化解决方案，提升公司的竞争实力，并在客户群上实现交叉销售。

图表 23: 公司外延收购公司业绩完成情况

单位: 万元	2012 实际额	2012 预测额	2012 完成率	2013 实际额	2013 预测额	2013 完成率
冠华荣信	1658.31			1999.07	1999.18	100%
极地信息	568.34	250	227.3%	848.73	719.00	118.0%
捷成优联	615.87	250	246.3%	809.86	772.17	104.9%
华晨影视	967.31	875	110.5%	1315.08	1218.58	107.9%

数据来源：公司公告 国联证券研究所

公司收购的五家公司的业绩承诺也体现出公司对于未来母公司和子公司高  
 速发展的信心。公司对于新收购的公司在未来三年给予每年都在 20% 以上增速  
 的业绩承诺，充分体现出子公司未来高成长的持续性。

图表 24: 子公司业绩承诺

单位: 万元	2014	2015	2016
冠华荣信	1999	2403	2891
YOY		20%	20%
极地信息	719	905	1131
YOY		26%	25%
捷成优联	772	966	1209
YOY		25%	25%
华晨影视	1219	1540	1902
YOY		26%	24%
博威康	665	831	
	25%	25%	
华视常州		4500	

数据来源: 公司公告 国联证券研究所

2013 年公司与广西广电网络和江西广电网络签署了 20 亿元的高清电视和网络双向化改造项目, 标志着公司从电视台端正式进入有线网端, 即从家庭网络域进入内容分发域。

公司作为有线高清电视和网络双向改造项目的主要技术服务和系统集成商, 充分发挥公司在广播电视行业多年来各类大型高清化、网络化项目的建设经验, 通过高清制播平台、内容平台、运营管理平台及网络双向化改造的设计、开发和建设, 加强江西和广西广电网络高清节目制作水平, 丰富节目生产管理手段, 提高节目制播效率, 促进江西广电网络在广播电视行业的核心竞争力。协助广电网络制定高清电视和网络双向化改造规划整体解决方案, 保证系统具备经济、合理、实用的基础。

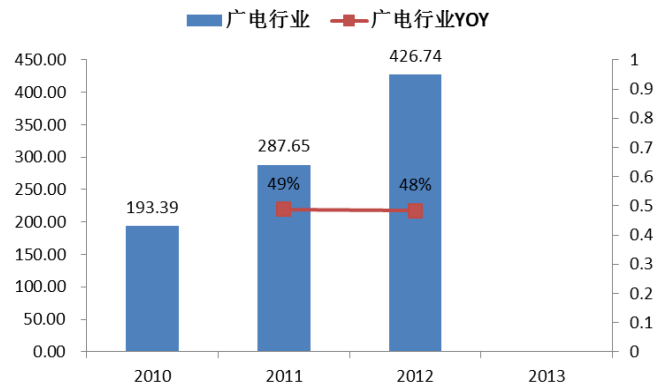
公司对于广电网络行业的进入不仅仅新增了客户行业, 增加新的盈利增长点, 更是公司对于未来的长期布局, 改造后公司后期可参与构建和提供的增值服务空间大。公司在改造双向网后, 后期规划是参与设计 OTT 平台, 协助广电网络建设后端服务系统 (媒资系统、云平台等等), 该系统可承载各种特定的应用, 如教育、游戏、购物、其他娱乐等, 使广电网络从通道演变为一个服务型平台。



### 2.1.2.3 “全台一体化”解决方案——保障大客户战略，树立标杆项目

公司在行业中通过大客户战略，一方面提升了单个客户的订单量，保证了公司收入的持续性和安全性，另一方面树立了业内的标杆项目，提升了公司的品牌价值，有助于公司拓展其他客户资源。同时，大客户战略也是公司能力的重要体现。

图表 25: 公司广电行业客户收入及增速 (百万元)



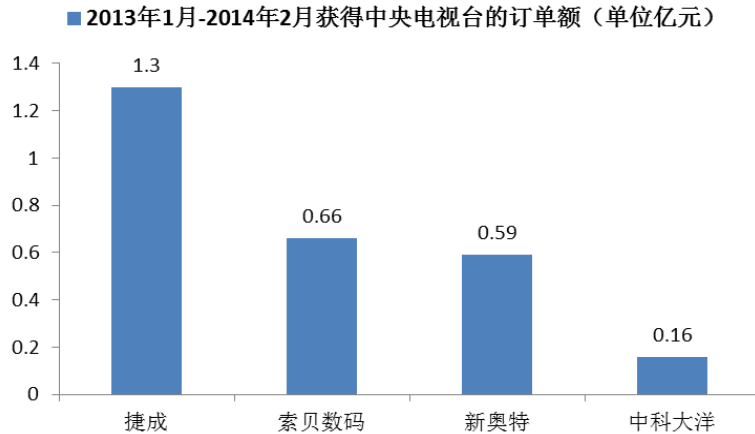
数据来源: 公司公告 国联证券研究所

首先，公司与中央电视台保持紧密的合作关系，是中央电视台系统的重要供应商，并连续中标了中央电视台的新台址音频媒体资产管理系统、高清非编制作网络、新闻高清制作包装、全台设备状态与信号统一监测和全台信息网络安全等多个核心业务系统。中央电视台作为广电行业内绝对的龙头，对系统的要求也最高，公司能够长期为中央电视台提供技术和服 务，并在中央电视台的招标额中占比持续提升，充分体现 出公司研发技术的领先和“全台一体化”解决方案的优势。

公司的其他竞争者可能在某个细分领域具备突出优势，但公司的优势在于能够提供“全台一体化”的解决方案，全方位满足客户的需求。公司实现“全台一体化”的路径一方面通过自主研发，不断创新，拓展技术领域，另一方面通过外延并购，垂直整合产业链，通过公司与子公司的优势互补，巩固公司在行业内的优势。

根据中央电视台 2013 年 1 月到 2014 年 2 月公告的招标项目，公司共获得了 1.3 亿的新订单，远高于其他竞争对手的中标额。

图表 26: 2013 年 1 月-2014 年 2 月四家公司获得中央电视台的订单额 (单位亿元)



数据来源: 中国招标投标网 国联证券研究所

图表 27: 2013 年 1 月-2014 年 2 月捷成股份中标中央电视台项目 (部分)

时间	项目	金额 (万)	中标方
20131018	中央电视台新台址 4K 高端制作岛系统设备采购项目	1750	捷成
20131024	中央电视台新台址非线性高端制作岛 2 系统——周边相关设备	293	捷成 (冠华荣信)
20130926	中央电视台新台址新闻演播室景区背景大屏系统-外语频道演播室大屏包装项目	1079	捷成
20130822	中央电视台新台址 E06 E08 演播室群灯光系统深化设计及总集成项目	469	捷成 (华晨)
20130815	中央电视台新台址 ENG 设备——赛事频道演播室系统改造设备采购项目——多功能摄像机、镜头等	443	捷成 (冠华荣信)
20130910	中央电视台新台址新闻演播室景区背景大屏系统-演播室高清硬盘录像机项目	112	捷成 (冠华荣信)
20130829	中央电视台新台址 E03 演播室视频系统集成——赛事频道演播室改造集成项目	48.5	捷成 (冠华荣信)
20130815	中央电视台新台址 C 区中文新闻演播室灯光系统扩充和集成项目	28	捷成 (华晨)
20130815	中央电视台新台址 E03 演播室 LED 灯具采购项目	42	捷成 (华晨)
20130808	中央电视台新台址新闻演播室景区背景大屏系统-外语频道在线包装补充设备采购项目	749	捷成
20130814	中央电视台新台址 C 区中文频道演播室 LED 灯具采购项目 ——演播室 LED 平板柔光灯	160	捷成 (华晨)
20130828	中央电视台方楼 6 楼高清制作一期设备全包代维服务项目	85	捷成
20130808	中央电视台新台址新闻演播室景区背景大屏系统-平面三维软件采购项目	140	捷成
20130814	新闻演播室景区背景大屏系统-合成包装补充设备	130	捷成
20130730	中央电视台非线性常规制作岛 1 系统核心设备全包代维及代运行项目	130	捷成
20130730	中央电视台包装制作岛系统 (集群渲染系统、GAM 及后台服务器、高端制作系统硬件部分) 全包代维服务项目	264	捷成

20130802	中央电视台信息安全相关设备全包代维服务项目——DMZ 区入侵检测、流量控制、防病毒网关产品服务	31	捷成
20130802	中央电视台 IT 合署监管系统及信息安全系统全包代维项目	106	捷成
20130801	中央电视台新台址新闻演播室景区背景大屏系统——C03 演播室 P2.5LED 背景屏项目	1053	捷成
20130726	中央电视台一号厅新增演播室视音频系统-视频系统集成项目	106	捷成 (冠华荣信)
20130729	中央电视台大型活动 (一) 第 12 届全运会及冬奥会系统集成项目——北京冠华荣信系统工程股份有限公司	42	捷成 (冠华荣信)
20130726	中央电视台新台址 4K 高端制作系统-设备采购 (ENG) 项目	630	捷成 (冠华荣信)
20130712	中央电视台新台址网络制播系统设备 (第二部分) 服务器操作系统安全加固软件设备项目	299	捷成
20130712	中央电视台 3D 后期制作系统扩充项目——3D 广播级专业监视器	8.8	捷成 (冠华荣信)
20130712	中央电视台 3D 后期制作系统扩充项目——立体编辑制作系统	422	捷成
20130710	中央电视台防火墙、负载均衡及相关设备全包代维项目——防火墙设备全包代维	69	捷成
20130710	中央电视台新台址新闻演播室景区背景大屏系统——外语频道演播室独立安装类平板显示器项目	42	捷成 (冠华荣信)
20130710	新闻演播室景区背景大屏系统——外语频道演播室视窗类背景屏	1273	捷成
20130710	新闻演播室景区背景大屏系统——外语频道演播室低分辨率 LED 背景墙	146	捷成
20130704	中央电视台音频媒资现场技术支持服务技术项目	71	捷成
20130708	中央电视台新闻网络制播-包装系统集成现场技术维护/支持项目	34	捷成
20130606	中央电视台新台址网络制播系统——视频发稿平台设备项目	9	捷成 (冠华荣信)
20130626	中央电视台 20 套高清电视自动播出系统 (一) 采购项目	878	捷成
20130625	中央电视台项目高清移动转播车 (马拉松车) 视频部分项目	166	捷成 (冠华荣信)
20130618	中央电视台包装制作岛系统 (核心文件存储系统) 全包代维	37	捷成
20130606	中央电视台圆楼 H 段制作机房高清网络化改造招标项目——周边相关设备	174	捷成 (冠华荣信)
20130426	中央电视台存储系统 IBM 带库全包代维项目公开招标转单一来源采购成交公告	89	捷成
20130425	中央电视台数据中心数据库软件及应急软件服务项目——Tivoli 软件相关服务	249	捷成
20130425	中央电视台网络系统 (思科设备) 全包代维项目	645	捷成
20130206	中央电视台中型高清箱载式转播系统 (EFP) -2 (视频) 项目——OLED 监视器	19	捷成 (冠华荣信)
20130124	中央电视台 120 平米演播室高清改造 (四) 设备部分 2——在线包装系统采购	179	捷成
20130124	中央电视台 120 平米演播室高清改造 (四) 设备部分 2——蓝光录像机设备	22	捷成 (冠华荣信)
20130121	中央电视台新建 B4 高清转播车-2 项目——高清高速摄像机和 17 寸 OLED 显示器	170	捷成 (冠华荣信)
20130121	中央电视台现址 120 平米演播室高清改造项目	112	捷成 (冠华荣信)
20130118	中央电视台现址 120 平米演播室高清改造项目——同步机、示波器、监听监视单元等	90	捷成 (冠华荣信)

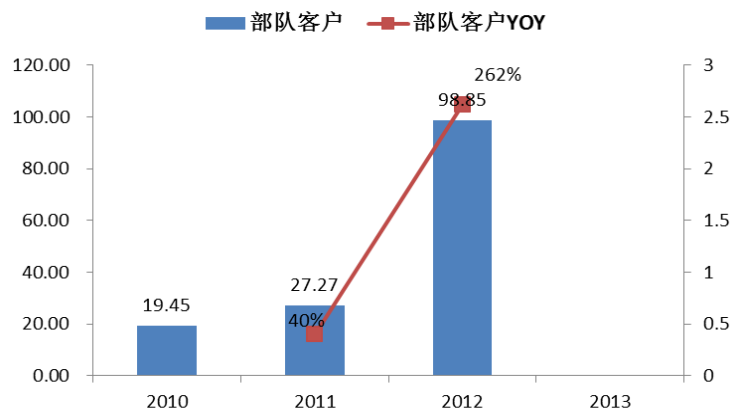
数据来源：中国招标投标网 国联证券研究所

除了中央电视台这个重量级客户外，公司还获得了凤凰卫视这个大客户，凤凰卫视新台址的整体解决方案全由捷成股份提供，凤凰卫视在体制和经营模式上都与内地电视台差异度很高，公司能够同时获得中央电视台和凤凰卫视这样的大客户，而且是从体制和模式上差别较大的客户，充分证明了公司在客户拓展上的实力。

同时，公司公司的解决方案还在北京电视台、上海电视台、天津电视台、辽宁电视台、湖南电视台、吉林电视台、四川电视台、青海电视台、中央新闻电影制片厂、国家气象局制播网、湖州标清网、华风新闻制播网等多家电视台和单位应用。

另外值得注意的是，在公司的下游客户中，部队客户的收入增长也很快，从2010年的1945万到2013年的7826万元，年复合增速为59%。部队客户进入门槛很高，而且对技术的安全性、稳定性要求严，公司能够与部队客户保持良好的合作关系，彰显了公司技术的可靠性，这也为公司树立了标杆项目。

图表 28: 公司部队客户收入及增速 (百万元)



数据来源：公司公告 国联证券研究所

## 2.2 分享智慧城市盛宴

参与智慧城市构建是公司长期发展愿景，当前，公司已经着手研发，并推出了试点工程。创新是公司的深层基因，提前布局是公司的战略选择，公司基于现有的技术优势、客户优势和资源优势，已经提早布局智慧城市，从行业前景和公司自身优势来说，我们看好公司在智慧城市领域的发展。

### 2.2.1 小荷才露尖尖角——城市扩容+内涵扩展是未来必然趋势

目前智慧城市在国内仍处于试点阶段，未来城市数量扩容和涵盖范围扩展是必然趋势。

根据住房和城乡建设部办公厅2012年12月发布的《住房城乡建设部办公厅关于开展国家智慧城市试点工作的通知》，提出智慧城市是通过综合运用现代科学技术、整合信息资源、统筹业务应用系统，加强城市规划、建设和管理的新模式。为探索智慧城市建设、运行、管理、服务和发展的科学方式。

2013年1月，住建部公布了首批智慧城市试点名单，首批国家智慧城市试点共90个，其中地市37个，区（县）50个，镇3个，试点城市将经过3-5年的创建期。

2013年8月5日住建部对外公布2013年度国家智慧城市试点名单，确定103个城市（区、县、镇）为2013年度国家智慧城市试点，共包括83个市、区；20个县、镇以及在2012年首批试点基础上扩大范围的9个市、区。加上住房城乡建设部此前公布的首批90个国家智慧城市试点，目前国家智慧城市试点已达193个。

图表 29: 智慧城市推进进度

时间	进度	试点城市数
2013年1月	第一批	90
2013年8月	第二批	103

数据来源：住建部 国联证券研究所

从连续推出的智慧城市试点看，国家对智慧城市的推进力度大，进展快。

智慧城市涵盖范围很广，目前国内的智慧城市仍处于局部试点阶段，未来可拓展的空间大。智慧城市包括医疗教育、社保民生、交通、安全、环保、金融、电信等。

图表 30: 智慧城市覆盖范围



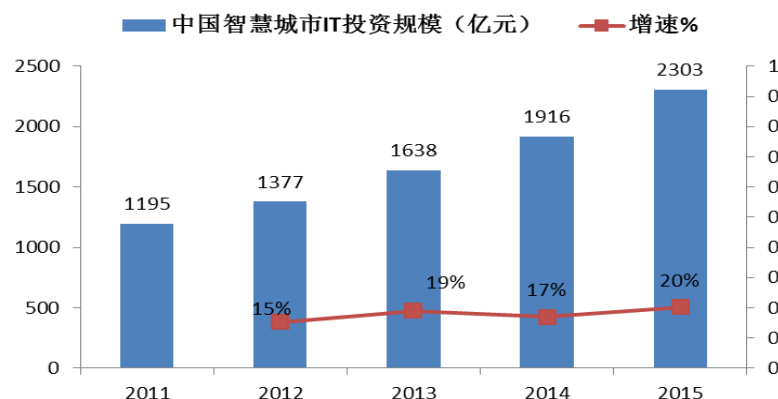
数据来源: 国联证券研究所

来自咨询机构安信国际的预测显示,“十二五”期间,中国将有 600 个至 800 个城市建设智慧城市,加上后期各种数据中心、分析设备和服务设备的投资,市场总规模将达 2 万亿元。

目前,智慧城市建设在部分地区已经初见成效。如天津智慧城市建设已实现传感、通信、GPS 等信息技术在桥梁负载、楼宇电梯、客运交通、旅游景区安全监控等领域应用。邯郸市智慧城市建设相继推出数字城市管理系统、教育通、出租车信息管理系统、沃税通网络发票、新农保手机支付等一批重点行业应用产品。

全国最早提出并实施智慧城市建设的宁波已实现全市互联网宽带接入能力达 30Mbps,3G 无线宽带网络已覆盖城区用户总数达到 289 万户,4G 试点网络基础设施建设初步实现主城区和两个高教园区的全覆盖,同时人口基础数据库已实现了公安、人社、教育、卫生、计生、民政六个部门人口数据的有效整合,自然资源和空间地理数据库已实现 16 个部门,21 个系统间的数据共享,智慧物流、智慧健康等示范项目成效显著。

图表 31: 2011-2015 年中国智慧城市 IT 投资规模





数据来源：思科公共事业 国联证券研究所

从资金支持看，金融机构已经为智慧城市提供了金融服务支持，预计后期支持力度大。国家开发银行表示，在“十二五”后三年，与住建部合作投资智慧城市的资金规模达 800 亿元，并根据已签订的合作协议扎扎实实稳步推进项目遴选、调查、放款等工作。浦发银行也于近日表示已于业内推出智慧城市金融综合服务方案，选取了智慧城市 10 大重点领域来突破业务，包括信息基础设施建设、智慧能源、智慧建筑、智慧公共服务、智慧市政、物流、医疗、环保等领域。从项目的运行模式和操作流程看，能够提供的金融产品和服务包括银团贷款、债务融资工具、财务股份、股权投资基金、企业资产证券化、产业基金和政府引导基金等。

### 2.2.2 公司进入智慧城市优势——有技术，有客户

公司目前在智慧城市上已经开始布局，并已经有成果体现，包括智慧医疗和电子政府等。

图表 32: 公司在智慧城市上的现有成果

领域	产品	功能
智慧医疗	心电监测背心	把生物传感器嵌入到弹性 T 恤中，把对心血管长效实时监管系统“穿”在患者身上。实时监护用户的健康指标，收集用户的心率、血压、血糖、体温等数据。用户既可以通过家中的终端设备（如电视）查询自己的身体情况报告，未来也可以将数据上传到社区内的医疗服务中心，由医疗服务中心实时监护。
电子政务	简阳计生平台	以人口信息为抓手，也推出了一些数据的模型，如“电子沙盘推演”，通过电子沙盘推演给政府一些政策方面的支持，这套系统最初是给计生部门使用，但这套系统出来后，有政府办事大厅的一些部门，如工商、税务等等，他们都希望能把这套系统跟他们的政务整合起来，
顶层设计方案	智慧石嘴山	与石嘴山市在政务、教育体育、医疗卫生、公共安全、城市管理、社会保障、旅游文化等领域的信息化建设和合作，提供项目整体规划设计及技术方案等。

数据来源：公司公告 国联证券研究所

### 有技术

捷成在音视频技术上的领先优势将有助于公司进入智慧城市领域。公司之前为广电提供音视频整体解决方案，智慧城市、平安城市等的建设也需要音视频技术及 IT 监控、安全等技术的进一步融合，因此行业更亟需能提供整体解决方案的服务商出现。

如在政务、医疗、教育、安全、交通领域，都需要对大量的视频资料进行管理、编辑、处理，这是公司的切入点，此外，音视频的处理最终要转换成信息处理，因此智慧城市还需要庞大的数据平台、软硬件的服务能力，这是公司作为整体解决方案服务商的实力。

**目前，公司已经切入的领域有智慧医疗和电子政务，公司的跨界应用的技术实力已经体现。**

公司心电监测背心利用生物传感器嵌入到弹性T恤中，拥有心血管长效实时监管系统。用户穿上“生命科学衫”后，衣服便开始实时监护用户的健康指标，收集用户的心率、血压、血糖、体温等数据。

用户既可以通过家中的终端设备（如电视）查询自己的身体情况报告，未来也可以将数据上传到社区内的医疗服务中心，由医疗服务中心实时监护。

相比于其他同类产品，公司心电监测背心的主要优势在于精度和实时监控。技术上达到“十二导联”，监测精度高；通过3G网络将数据实时传输到云端平台，能够实时报警和监测。传统的心脏病检测仪器“hoter”一般仅能提供“六导联”，病人从医院拿到仪器后通常带一天，数据存储下来第二天带到医院交给医生作分析，检查病情。这样的缺点是监测时间短，只能事后检查，无法即时监控。

目前国内市场上医疗式穿戴设备仍处于起步阶段，目前已经存在的类似产品基本属于独立运行的设备，即用户自行监控自己的身体状况，如腕表、头戴式设备等。而公司的心电监测背心的目标是建立一个健康监护平台：通过终端设备与GPS、通讯网络、医疗服务中心的结合创造更大的价值。这也是公司基于本身在音视频管理、三网融合方面等优势做出的决定。

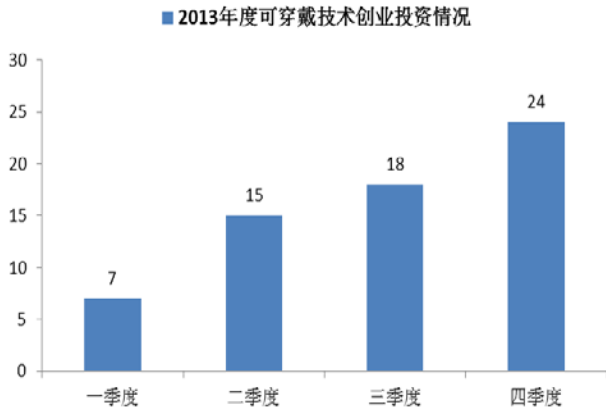
根据2013年度可穿戴设备行业风险投资交易数据显示，可穿戴设备保持了持续增长，特别是四季度，增长迅猛，可见创业企业和投资机构都在加快抢占可穿戴技术与市场前沿力度。

**医疗可穿戴设备技术门槛更高，未来潜力更大。**根据13年度投资披露情况看，一般可穿戴设备交易额3.73亿美元，医疗可穿戴技术1.88亿美元。目前医疗可穿戴技术因其更高的技术和应用门槛，在投资方面更趋谨慎，但未来增长潜力更大。

美国消费电子协会（CEA）新近的一份市场分析预测，未来5年可穿戴设备的整体市值将超过80亿美元，大幅度增长的预期来自健康/医疗领域的推动。CEA与市场研究机构Parks Associates联合完成的另一份调查则

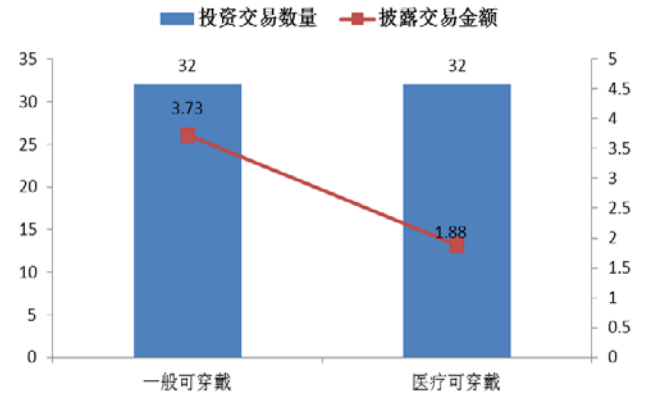
显示，美国今后 5 年中，个人健康/医疗类可穿戴产品、相关软件和服务的总体营收将激增 142%。

图表 33: 2013 年度可穿戴设备行业风险投资交易数量



资料来源: 资本实验室全球风险投资数据库 国联证券研究所

图表 34: 2013 年一般可穿戴与医疗可穿戴技术投资情况对比



资料来源: 资本实验室全球风险投资数据库 国联证券研究所

公司在智慧城市上另一个技术的应用是与简阳市政府推出“简阳计生平台”。捷成股份在四川省简阳市完成了简阳市人口和计划生育局政务信息综合服务平台的项目，即根据人口信息，人员的流动情况、外来人口的情况、外来人口的知识结构情况，婚姻家庭的数据情况等，推出数据的模型，即“电子沙盘推演”，为政府决策提供信息支持。

根据中国政府采购招标网信息，12年12月，公司中标简阳市的项目；13年3月，该系统顺利落地；13年5月，简阳市的这个政务信息综合服务平台成为了四川省的学习典型，树立了“简阳经验”。公司通过“简阳项目”在行业内树立了标杆。

简阳项目作为县级市项目，规模不大，公司中标金额约 50 万元。如果目前已经推出的 193 个智慧城市都采用该计生平台技术，则还有近 1 亿元的空间，此外，智慧城市数量还将扩容，计生平台的技术还可运用于安防、交通、税收、住房等多个领域。

### 有客户

公司目前的客户资源覆盖广电行业、部队行业、互联网及科技行业、机关、事业单位、院校及科研院所等，客户行业全面，有利于公司从顶层设计进行智慧城市建设。

公司此前已经成功为文化部、国家新闻出版总署、国家图书馆、国家气象局、中国电影博物馆等政府部门提供了技术服务，从地方机关、单位来看，包括黑龙江农垦总局、广西省网络公司、四川省广电网络集团、山

西广电信息网络集团、济南网络公司等建立了合作，搭建了与政府部门和机关、事业单位良好的客户关系。

目前，公司已经与多个城市的市政府共同进行智慧城市的顶层设计。从目前的国内环境来看，智慧城市的推动方以政府为主，因此，要进入该领域获取订单与政府进行合作是必要的。公司正在和住建部一起在常州、北京昌平等城市做顶层设计，我们认为公司作为第一批进入智慧城市领域的服务商，有望参与推出一些样板城市。

根据公司官网公告，捷成世纪与石嘴山市工业和信息化局就“智慧石嘴山”项目达成战略合作，并正式签署了《宁夏回族自治区石嘴山市“智慧城市”顶层设计合作协议》。石嘴山市作为国家第二批智慧城市试点城市，西北工业重镇，未来五年以及更长的时间，将处于创新转型发展的关键时期。捷成世纪将作为石嘴山市的战略合作伙伴，参与“智慧石嘴山”项目的顶层设计工作，充分发挥自身近年来在智慧城市领域积累的技术优势、业务优势、人才优势与服务优势，通过与石嘴山市在政务、教育体育、医疗卫生、公共安全、城市管理、社会保障、旅游文化等领域的信息化建设和合作，助力石嘴山市的经济建设发展和“智慧城市”建设。

### 3. 盈利预测与估值

2014年考虑广西和江西广电网络20亿订单中4个亿的落地，以及冠华荣信今年的并表。

**给予“推荐”评级。**我们预计公司2014年-2016年每股收益分别为0.64元、0.91元和1.18元，对应当前股价PE分别为29.7x、20.8x和16.1x，归属于母公司净利润分别为2.97亿、4.24亿和5.47亿，净利润年复合增长率为40%。考虑到公司正处于向平台型公司的转型期，未来作为影视音视频全价值链平台和智慧城市提供商的前景广阔，未来几年在手订单保障业绩确定性强，我们给予公司2014年的PE在40x-43x，2014年合理股价为26-27.5元区间，给予公司“推荐”评级。

首先，公司在行业中位居龙头，一直保持高速增长，并从行业排名第三超越至行业第一，彰显了公司的强大竞争实力。

第二，公司未来的两大发展战略打开了更广阔的成长空间。公司凭借平台化的协同效应、领先的战略布局、累积的大客户优势和较强的技术创新能力，进入影视音视频全产业链和智慧城市领域具备核心竞争优势。

第三，我们预测公司14-15年净利润增速将保持在40%以上，14年净利润增速为48%，15年利润增速43%。

第四，公司历史估值看，上市以来动态 PE 基本保持在 30x 以上的估值水平，当前股价对应公司 14 年动态 PE 为 29.7 倍，已经处于估值低点。

图表 35: 公司上市以来动态 PE



数据来源: Wind 国联证券研究所

第五，公司正处于向音视频平台型公司的转型拐点期，未来战略清晰，基于其广阔的想象空间和成长预期，我们给予拐点期公司一定的估值溢价。

#### 4. 股价催化剂

公司的股价催化剂有：（1）在影视音视频全产业链布局上重大突破；（2）在智慧城市领域获得重大突破；（3）获得大订单。

#### 5. 风险因素

- （1）订单执行进度不达预期的风险；
- （2）大客户需求大幅下滑的风险；
- （3）新领域开拓不达预期的风险。

**财务报表预测与财务指标**

单位: 百万

更新日期: 14-06-23

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>934</b>	<b>1,643</b>	<b>2,208</b>	<b>2,738</b>
营业成本	504	911	1,227	1,531
营业税金及附加	5	9	12	15
销售费用	53	90	110	131
管理费用	183	312	397	466
<b>EBIT</b>	<b>190</b>	<b>319</b>	<b>459</b>	<b>594</b>
财务费用	14	7	7	6
资产减值损失	-3	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>203</b>	<b>312</b>	<b>452</b>	<b>588</b>
营业外净收入	22	20	20	20
<b>利润总额</b>	<b>225</b>	<b>332</b>	<b>472</b>	<b>608</b>
所得税	17	25	36	46
<b>净利润</b>	<b>208</b>	<b>307</b>	<b>436</b>	<b>562</b>
少数股东损益	-7	-10	-12	-14
<b>归属母公司净利润</b>	<b>201</b>	<b>297</b>	<b>424</b>	<b>547</b>

主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	28.6%	75.9%	34.3%	24.0%
营业利润	22.8%	54.0%	44.7%	30.0%
净利润	39.6%	48.0%	42.7%	29.0%

**获利能力**

毛利率(%)	46.1%	44.6%	44.4%	44.1%
净利率(%)	22.2%	18.7%	19.8%	20.5%
ROE(%)	14.2%	18.4%	22.1%	23.8%
ROA(%)	10.5%	12.7%	15.1%	16.3%

**偿债能力**

流动比率	3.28	3.01	3.04	3.17
速动比率	3.02	2.69	2.69	2.80
资产负债率%	25.1%	29.2%	30.1%	29.9%

**营运能力**

总资产周转率	48.7%	70.5%	78.8%	81.7%
应收账款周转天数	198.76	198.76	198.76	198.76
存货周转天数	87.96	87.96	87.96	87.96
营业收入	28.6%	75.9%	34.3%	24.0%

<b>每股收益</b>	<b>0.43</b>	<b>0.64</b>	<b>0.91</b>	<b>1.18</b>
每股净资产	3.04	3.48	4.12	4.95
<b>P/E</b>	<b>44.0</b>	<b>29.7</b>	<b>20.8</b>	<b>16.1</b>
P/B	6.3	5.5	4.6	3.8

数据来源: 国联证券研究所

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
现金	848	756	831	1,012
应收款项净额	509	895	1,202	1,491
存货	123	218	295	368
其他流动资产	86	164	221	274
<b>流动资产总额</b>	<b>1,566</b>	<b>2,033</b>	<b>2,549</b>	<b>3,145</b>
固定资产	157	144	137	131
无形资产	36	35	33	32
长期股权投资	1	-37	-75	-113
其他长期资产	157	157	157	157
<b>资产总额</b>	<b>1,918</b>	<b>2,333</b>	<b>2,803</b>	<b>3,353</b>
短期借款	208	200	200	200
应付款项	172	305	412	515
其他流动负债	98	170	225	276
<b>流动负债</b>	<b>478</b>	<b>675</b>	<b>837</b>	<b>992</b>
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	3	5	8	10
<b>负债总额</b>	<b>481</b>	<b>680</b>	<b>845</b>	<b>1,002</b>
少数股东权益	26	33	41	51
股东权益	1,412	1,620	1,917	2,300
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,918</b>	<b>2,333</b>	<b>2,803</b>	<b>3,353</b>

现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
税后利润	201	297	424	547
加: 少数股东损益	3	7	8	10
公允价值变动	3	0	0	0
折旧和摊销	0	17	18	18
营运资金的变动	-280	-345	-276	-260
<b>经营活动现金流</b>	<b>-74</b>	<b>-23</b>	<b>175</b>	<b>316</b>
短期投资	0	0	0	0
长期股权投资	38	38	38	38
固定资产投资	-67	-10	-10	-10
<b>投资活动现金流</b>	<b>-29</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
股权融资	848	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	-112	-89	-127	-164
其它融资现金流	-340	-8	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>284</b>	<b>-97</b>	<b>-127</b>	<b>-164</b>
<b>现金净变动额</b>	<b>181</b>	<b>-92</b>	<b>75</b>	<b>180</b>



**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

**北京**

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

**国联证券投资评级:**

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

**免责声明:**

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。