

# 受益广电改造，雄踞智慧城市入口

**买入 维持**

目标价格：26.00元

## 投资要点：

三网融合大趋势，广电改造势在必行，作为广电IT系统解决方案龙头，公司保持强势持续高增长。凭借技术优势和多年经营经验，布局智慧城市业务，公司长期战略清晰，高增长性可持续。

## 报告摘要：

- **内生优化产品，外延注重协同整合，公司是广电IT系统解决方案的绝对龙头。**三网融合势在必行，广电行业深化转型之际，国家政策、客户需求、电信竞合和硬件基础设施完善四大因素加快我国三网融合的进程。全数字化、双向改造和增值服务将成为广电企业未来竞争的热点，公司通过全媒体产业链布局抢占先机，为公司持续的高速增长打下了坚实的基础。
- **互联网公司进军电视屏亟待规范，广电系改造有望加速。**广电总局多次发文规范互联网电视、盒子，要求视频网站不得在电视盒子里设置品牌专区，在互联网电视业务中，视频网站不得自行设立内容平台等。近日温州有线电视机顶盒遭黑客袭击，播放了大量敏感信息。一方面广电总局的政策推进有望加速电视台的双向改造、高清化建设，另一方面，在电视台改造过程中的安全建设已上升又一高度，公司作为深度受益三网融合以及全面的安全业务布局，业绩有望保持高速增长。
- **战略链条持续滚动，以音视频技术为入口，公司在智慧城市领域的布局日臻完善。**2014上半年公司接连斩获智慧石嘴山和智慧中马产业园区两个项目，自上而下开展智慧城市业务。公司凭借领先的音视频技术的，自下而上承接教育、医疗等多模块业务。公司凭借全面的产品和完善的技术，可以从2C、2B、2G三端切入智慧城市业务，有望充分受益智慧城市蓝海市场。
- **预测公司14/15年EPS分别为0.65/0.86元，给予6-12个月26元目标价，给予“买入”评级。**

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	726.65	934.47	1442.42	1947.96	2596.97
增长率(%)	54.21	28.60	54.36	35.05	33.32
归母净利润(百万)	143.91	200.86	301.82	400.89	502.61
增长率(%)	39.26	39.57	50.26	32.82	25.37
每股收益	0.84	0.90	0.65	0.86	1.08
市盈率	79.86	74.62	29.03	21.94	17.47

## 计算机研究组

### 分析师：

易欢欢(S1180513040001)

电话：010-88085952

Email: yihuanhuan@hysec.com

冯达(S1180514070005)

电话：010-88085996

Email: fengda@hysec.com

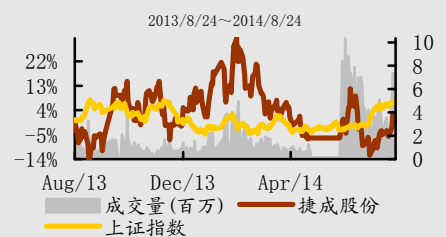
### 研究助理：

郁琦

电话：010-88085151

Email: yuqi@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

《捷成股份：基础扎实战略清晰，高增长可持续》

2014/8/19

《捷成股份：经营逻辑清晰 短期长期动力有保障》

2014/7/6

《捷成股份：中马产业园再树智慧城市标杆案例》

2014/7/2

《金融IT 未来三五年投资爆发最确定》

2014/7/1

《智慧城市软引擎——信息惠民建设》

2014/6/29

## 目录

一、持续高增长，广电 IT 服务领域的绝对龙头 .....	4
二、四大因素推动我国深度三网融合 .....	5
(一) 国家政策的持续推动 .....	6
(二) 硬件基础设施的不断完善 .....	8
(三) 互联网及电信的竞争冲击 .....	8
(四) 消费者高质量服务需求的拉动 .....	9
三、道路借鉴：英美广电企业的三网融合之路 .....	9
(一) 硬件为基——宽带建设 .....	10
(二) 服务为王——多元化捆绑增值服务 .....	11
(三) 进入 VoIP 市场，正面反击电信公司 .....	12
四、广电行业解决方案龙头优势成就公司持续增长动力 .....	12
(一) 费用控制得当，保证业绩快速增长 .....	13
(二) 紧抓广电行业转型大势是公司成功的关键 .....	14
1、广电企业在三网融合下的背景下亟待转型 .....	14
2、公司“内生+外延”，持续布局广电行业 .....	14
(三) 深度受益广电系统改造 .....	15
1、广电改造重点领域：制播内容深度数字化 .....	15
2、广电改造重点领域：双向改造 .....	16
3、广电改造重点领域：衍生的增值服务 .....	17
(1) 增值服务：版权分发市场进入高速增长阶段 .....	17
(2) 增值服务：频道高清 3D 化是大趋势 .....	18
4、信息与文化安全是三网融合的底线 .....	20
五、强势进入智慧城市，点燃公司未来经营亮点 .....	21
(一) 智慧城市是我国未来重要发展方面，市场巨大 .....	21
(二) 借优势强势切入智慧城市 .....	21
1、B2C——电视可以成为智慧城市落地家庭的有效终端 .....	21
2、B2B——音视频技术是智慧城市的利器 .....	22
3、B2G——良好的政府关系是关键 .....	22
(三) 捷成股份在智慧城市领域的布局 .....	22
1、多年积累优质资源，顶层设计自上而下布局智慧城市建设 .....	22
2、音视频优质技术，自下而上承接智慧教育、医疗等板块业务 .....	23
六、风险提示 .....	23
七、业绩预测 .....	24

## 插图

图 1: 公司广电领域 IT 解决方案业务梳理 .....	4
图 2: 公司战略布局 .....	5
图 3: 广电企业深度改革的四大驱动因素 .....	5
图 4: 宽带普及率 .....	8
图 5: 我国在线视频和广电传输行业规模变化增长率 .....	9
图 6: 英国三网融合发展路径 .....	10
图 7: 美国三网融合发展路径 .....	10
图 8: 英国用户增值服务购买情况 .....	11
图 9: 美国有线电视增值服务收入情况 .....	11
图 10: 捷成股份和中科大洋收入对比 .....	13
图 11: 2013 年公司收入构成 .....	13
图 12: 2013 年公司毛利构成 .....	13
图 13: 公司近几年净利润、销售和管理费用情况 .....	14
图 14: 我国广电企业反击路径图 .....	14
图 15: 紧跟市场+自主创新造就了捷成的多个行业第一 .....	15
图 16: 公司的产业布局与收购情况梳理 .....	15
图 17: 我国有线电视数字化改造情况 .....	16
图 18: 版权分销市场 .....	17
图 19: 版权分销产业链 .....	18
图 20: 捷成股份高标清非编制作网收入 .....	20

## 表格

表 1: 广播电视行业政策及法规梳理 .....	6
表 2: 财务报表预测 .....	24

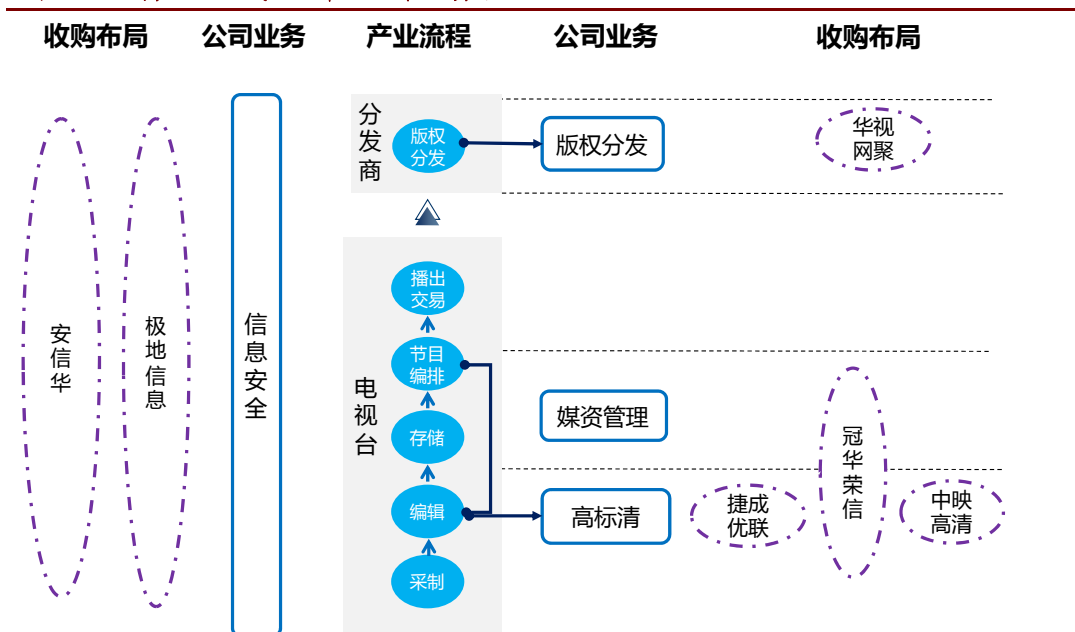
## 一、持续高增长，广电 IT 服务领域的绝对龙头

持续高速增长，成就广电行业 IT 服务商龙头。自创立以来，捷成深耕于广电行业 IT 解决方案领域，围绕音视频处理业务，公司创造了我国第一个高清 3D 电视媒资管理系统、第一个高清 3D 电视制作解决方案等诸多第一。2012 年起，公司在坚持内生创新的同时，凭借上市带来的充沛资金打开了外延扩张之路，内生外延双轮驱动的策略促使公司在 2012 年超过其老竞争对手——中科大洋，正式加冕为广电行业 IT 龙头厂商。2013 年，捷成在去年加冕广电行业 IT 服务商龙头厂商的基础上高速增长 40%，将行业霸主地位牢牢掌握在手中。

公司不断完善技术实力和产品布局的进程正值我国广电行业深化转型之际，国家政策、客户需求、电信竞合和硬件基础设施完善这四大因素加快了我国三网融合的进程。在仔细研究英美等发达国家的广电企业应对三网融合的策略之后，我们认为全数字化、双向改造和增值服务将成为广电企业未来竞争的热点。而捷成股份通过全媒体产业链布局抢占先机，为公司下一轮的高速增长打下了坚实的基础。

互联网公司进军电视屏亟待规范，广电系改造有望加速。近期，广电总局多次发文规范互联网电视、盒子，要求视频网站不得在电视盒子里设置品牌专区，在互联网电视业务中，视频网站不得自行设立内容平台，只能向播控平台和内容平台提供内容等。并且，温州有线电视机顶盒遭黑客袭击，播放了大量难以容忍的敏感信息。一方面广电总局的政策推进有望加速电视台的双向改造、高清化建设，另一方面，在电视台改造过程中的安全建设已上升又一高度，公司作为深度受益三网融合以及全面的安全业务布局，业绩有望保持高速增长。

图 1：公司广电领域 IT 解决方案业务梳理

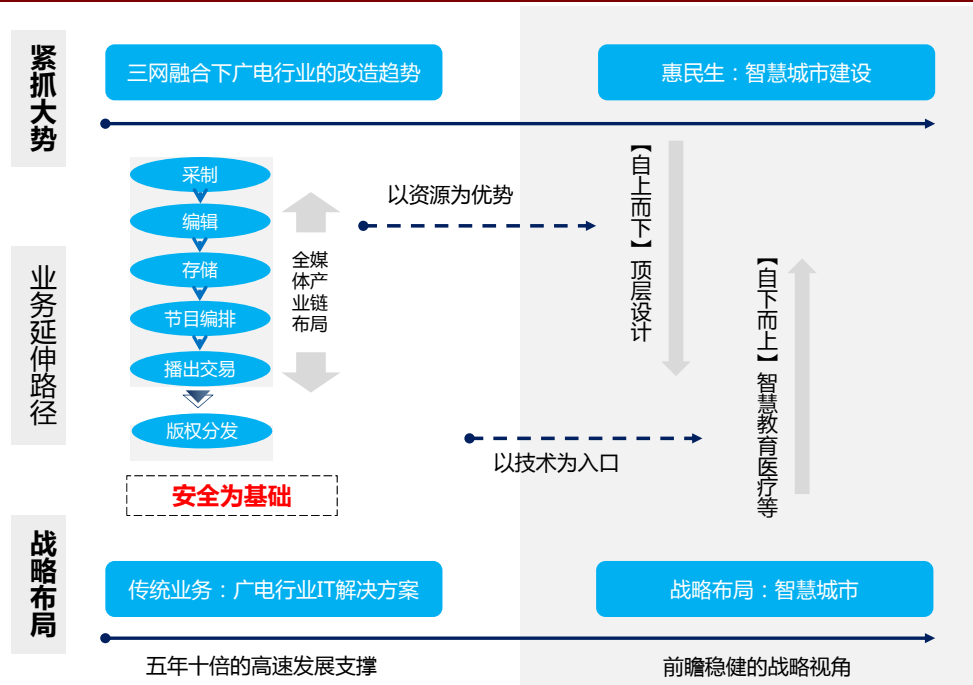


资料来源：宏源证券

战略链条持续滚动，以音视频技术为入口，公司在智慧城市领域的布局也日益完善。上半年公司在接连斩获智慧石嘴山和智慧中马产业园区两个项目的同时，并购国科恒通，

以补全自身的智慧城市中地理信息数据领域技术。从长期角度看，公司作为稀缺的具备处理音视频大数据能力的公司，可承接教育、医疗等多模块业务，完善清晰的战略将成为公司未来的高速增长引擎。

图 2：公司战略布局

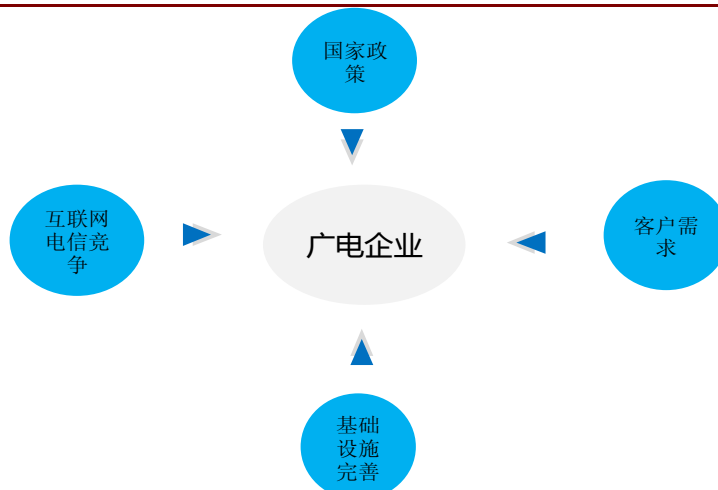


资料来源：宏源证券

## 二、四大因素推动我国深度三网融合

2010 年国务院下发《关于印发推进三网融合整体方案的通知》，制定了到 2015 年实现电信网、广播电视网和互联网融合发展的总体目标，我国三网融合已进入关键阶段。在现阶段新技术、新形势在不断推动下，三网融合的持续推进，主要有四大因素：国家政策的推动、消费者需求的拉动、硬件设施的完善和互联网视频的冲击。

图 3：广电企业深度改革的四大驱动因素



资料来源：宏源证券整理



## （一）国家政策的持续推动

三网融合可以带来诸多好处，新一届政府推动三网融合意愿日趋强烈，三网融合建设有望提速。首先三网融合对我国政府正在进行的经济转型有强大的助推作用。据估算，三网融合可以拉动 6000-7000 亿的投资消费和 20 万个就业岗位，三网融合是一个庞大的产业链系统，可以带动上游设备制造、软件开发和下游信息消费等高端产业发展，从而优化我国产业结构。其次，通过鼓励广电企业和电信企业的双向准入，可以活跃市场竞争，改善提供的服务的质量，国外的经验表明，三网融合显著降低了通信成本、提高了传输速度等。我国三网融合进展缓慢主要原因是广电系统和电信系统之间存在利益冲突，新一届政府一再表现出强烈的改革意愿，2014 年 8 月 19 日，中央全面深化改革领导小组审议通过了《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》，作为传统媒体和新兴媒体融合发展载体的三网融合有望冲破重重阻力，进入新的发展阶段。

**表 1: 广播电视行业政策及法规梳理**

时间	政策名称	政策来源	政策要点
1997	《广播电视管理条例》	国务院	加强广播电视管理，发展广播电视事业，促进社会主义精神文明和物质文明建设。
2000	《广播电视设施保护条例》	国务院	维护广播电视设施的安全，确保广播电视信号顺利优质地播发和接收。
2003	《我国有线电视向数字化过渡时间表》	国家广电总局	正式启动模拟电视向数字电视整转进程，数字化过渡进程采取分区分片整体平移的方式分阶段落实，到 2015 年全国大部分县级以上城市的有线电视将基本完成向数字化过渡。
2006	《国家中长期科学和技术发展规划纲要》	国务院	重点开发高性能的核心网络设备与传输设备、接入设备，开发智能终端和家庭网络等设备和系统，支持多媒体、网络计算等宽带、安全、泛在的多种新业务与应用。
2006	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》	第十届全国人大四次会议	积极推进“三网融合”。建设和完善宽带通信网，加快发展宽带用户接入网，稳步推进新一代移动通信网络建设。建设集有线、地面、卫星传输于一体的数字电视网络。构建下一代互联网，加快商业化应用。制定和完善网络标准，促进互联互通和资源共享。
2007	《有线电视网双向化改造指导意见》	国家广电总局	因地制宜扩大光纤覆盖范围，基本实现光纤到楼，逐步向光纤到户发展，实现高可靠、高带宽、高承载力、可管理、可运营的目标。
2008	《转发发展改革委等部门关于鼓励数字电视产业发展若干政策的通知》	国务院办公厅	明确了数字电视产业的发展目标，即以有线电视数字化为切入点，推进“三网融合”，形成较为完整的数字电视产业链；优化投融资环境；促进网络和信息资源共享等。
2008	《国家高性能宽带信息网暨中国下一代广播电视网自主创新合作协议书》	科技部与国家广电总局	开发三网融合、有线无线相结合、全程全网的下一代广播电视网技术体系，突破相关核心技术，开发成套装备，建设覆盖全国主要城市的示范网，为最终建成我国下一代广播电视网（NGB）奠定基础。
2009	《电子信息产业调整和振兴规划》	国务院	完善普遍服务机制，推进农村信息化建设，加强农村电信和广播电视覆盖，加速实现“村村通”。落实数字电视产业政策，推进“三网融合”。落实金融促进经济发展的有关政策措施，加大对电子信息产业的信贷支持。
2009	《文化产业振兴规划》	国务院	鼓励进行广电网络的区域整合和跨地区经营；积极推进下一代广播电视网建设，制定和完善网络标准，推进三网融合；支持文化

			产业重点项目及跨区域整合；加大金融支持。
2009	《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》	国家广电总局	推动广播电视有线网络数字化、信息化、规模化、产业化发展，进一步加快广播电视有线网络发展。
2009	《国家广电总局关于促进高清电视发展的通知》	国家广电总局	高清电视要按照“鼓励发展、统筹兼顾”的原则和规模化、集约化的要求，坚持从制作、播出到传输、接收等环节一体化发展，提高广播电视整体服务水平。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。高清频道采用加密方式上星传输。
2010	《关于印发推进三网融合总体方案的通知》	国务院	提出以“统筹规划、资源共享”为原则，实现互联互通、资源共享，提高网络利用率，避免重复建设。制定了三网融合总体目标和阶段目标。
2010	《关于第一批三网融合试点地区（城市）名单的通知》	国务院办公厅	北京、上海、大连、哈尔滨、南京、杭州、厦门、青岛、武汉、长株潭城市群、深圳、绵阳共 12 个城市和地区入围，三网融合试点工作正式启动。
2010	《国家广电总局关于进一步促进和规范高清电视发展的通知》	国家广电总局	明确了高清电视发展的原则、措施和要求，批准中央电视台新闻综合频道和北京等 8 个卫视频道高、标清同播。
2010	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》	党的第十七届中央委员会第五次全体会议	提出推动文化产业成为国民经济支柱性产业，并再次明确了我国下一代广播电视网（NGB）发展思路。
2011	《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》	党的第十七届中央委员会第六次全体会议	再次强调加快发展文化产业，推动文化产业成为国民经济支柱性产业；鼓励文化企业和社会资本对接，支持国有文化企业面向资本市场融资。
2011	《关于三网融合第二阶段试点地区（城市）名单的通知》	国务院办公厅	增加了包括扬州市、泰州市、南通市、镇江市、常州市、无锡市、苏州市在内的 42 个地区（城市）。
2012	《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》	中共中央办公厅、国务院办公厅	推动条件成熟的文化企业上市融资，鼓励已上市公司通过并购重组做大做强；推进三网融合，创新业务形态，发挥各类信息网络的文化传播作用，实现互联互通、有序运作。整合全国广电网络，基本实现全程全网，跨部门集成文化资源、产品和服务。
2012	《国务院关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》	国务院办公厅	总结试点经验，大力推进三网融合，推动广电、电信业务双向进入，大力发展融合型业务，培育壮大三网融合相关产业和市场。健全适应三网融合的体制机制，完善可管、可控的网络信息和文化安全保障体系。
2012	《中共第十八次代表大会报告全文》	中国共产党第十八次代表大会	扎实推进社会主义文化强国建设，推动文化产业快速发展，提高文化产业规模化、集约化、专业化水平。
2013	《国务院关于印发“宽带中国”战略及实施方案的通知》	国务院	明确“宽带中国”战略实施的三个阶段：全面提速阶段应加快下一代广播电视网建设，推进“光进铜退”和网络双向化改造；推广普及阶段应进一步扩大下一代广播电视网覆盖范围，加速互联互通；优化升级阶段，全国广电网络互联互通平台覆盖广电网络用户比例超过 95%。
2014	《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》	中央全面深化改革领导小组	推动媒体融合发展，要将技术建设和内容建设摆在同等重要的位置。要顺应互联网传播移动化、社交化、视频化的趋势，积极运用大数据、云计算等新技术，发展移动客户端、手机网站等新应

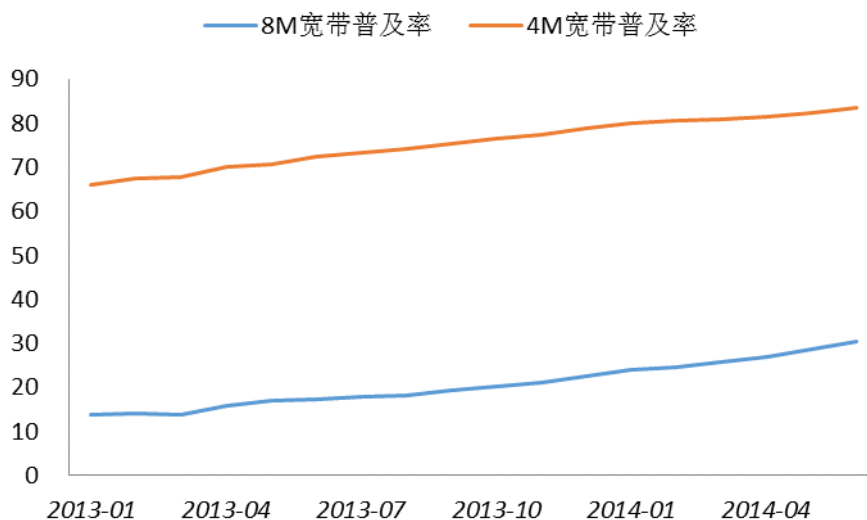
用新业态，以新技术引领媒体融合发展、驱动媒体转型升级。

资料来源：公开资料，宏源证券整理

## （二）硬件基础设施的不断完善

近5年来，网络通信、智能终端、计算存储等硬件技术突飞猛进，为三网融合打下了坚实的技术基础。从传输技术看，宽带普及率和传输速度都有很大提高，自2010年至2013年底，互联网接入用户数从1亿户增加至1.9亿户，4M以上宽带普及率达到83.6%，8M以上宽带普及率达到30%，在线视频的传输问题已经得到较好解决。《2013智能电视产业白皮书》显示，截至2013年12月，智能机累积激活用户数超过600万，其中仅2013年新增激活用户就达464.5万，2014年智能电视加上外接设备的出货量将超过传统电视，到2015年全球智能电视出货量达1.24亿，传统电视将进一步降至1.07亿。

图4：宽带普及率



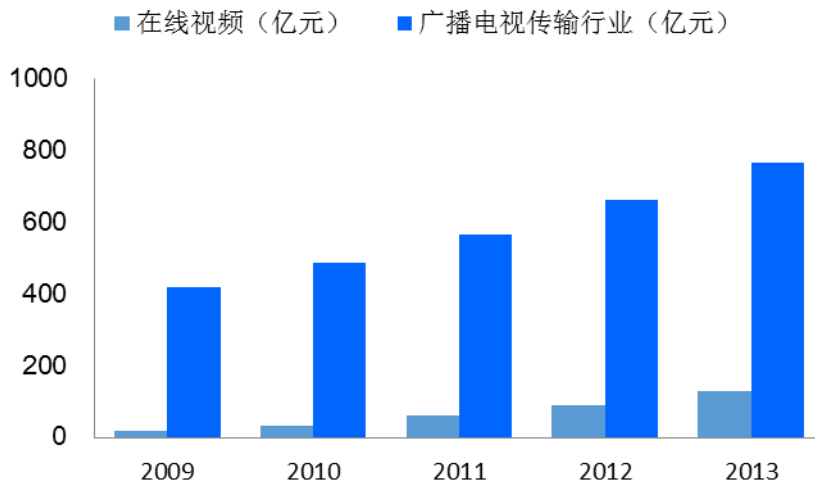
资料来源：Wind，宏源证券整理

## （三）互联网及电信的竞争冲击

近年来，广电企业面临的来自互联网在线视频和电信企业IPTV的竞争日益激烈。随着硬件基础设施的完善和版权问题的日益改善，用户在线观看视频的流畅度和内容丰富度较以前都得到了很大改善，尤其是电信IPTV、智能电视等的引入，更是让广电企业的境况雪上加霜。数据显示，自2010年至2013年，在线视频的市场规模从31亿元升高至128亿元，复合增长率高达61%，而同期有线电视企业收入增速仅为15%，用户数增速仅为7%。



图 5: 我国在线视频和广电传输行业规模变化增长率



资料来源: Wind, 宏源证券整理

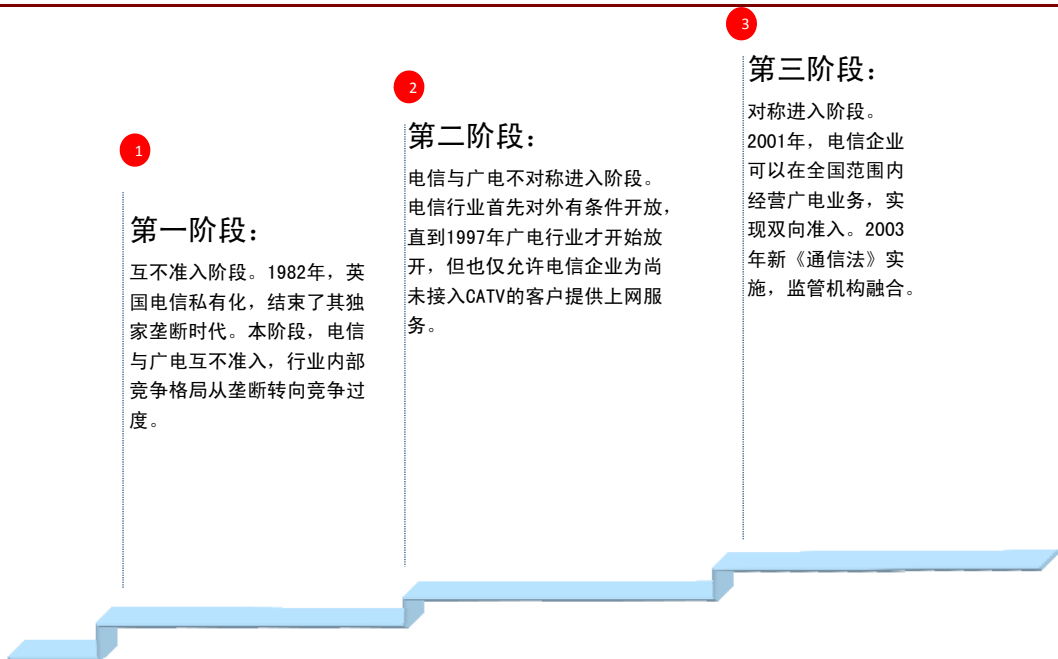
#### (四) 消费者高质量服务需求的拉动

伴随着 3G 乃至 4G 高速无线传输技术的应用, 消费者观看视频的方式快速从电视等传统媒介向个人电脑和智能手机等转移。尽管相对于电信和互联网企业, 有线电视企业在内容服务上占据优势, 但其内容很多是以磁盘等介质存储的模拟数据, 而非互联网处理的数字形式, 如果不能实现三网融合, 有线电企业的内容服务不能在电视、互联网等渠道中自由流转, 有线电视企业的资源优势会大为削弱。高清电视等新型终端的普及带动消费者需求在多样性和挑剔程度上的提升, 广电企业必须深入变革才能适应消费者需求的转变。

### 三、道路借鉴: 英美广电企业的三网融合之路

在发达国家, 三网融合过程已初步完成, 考察融合过程中, 广电系企业的应对策略对预判我国广电企业发展趋势以及捷成在其中的机遇有很好的借鉴意义。

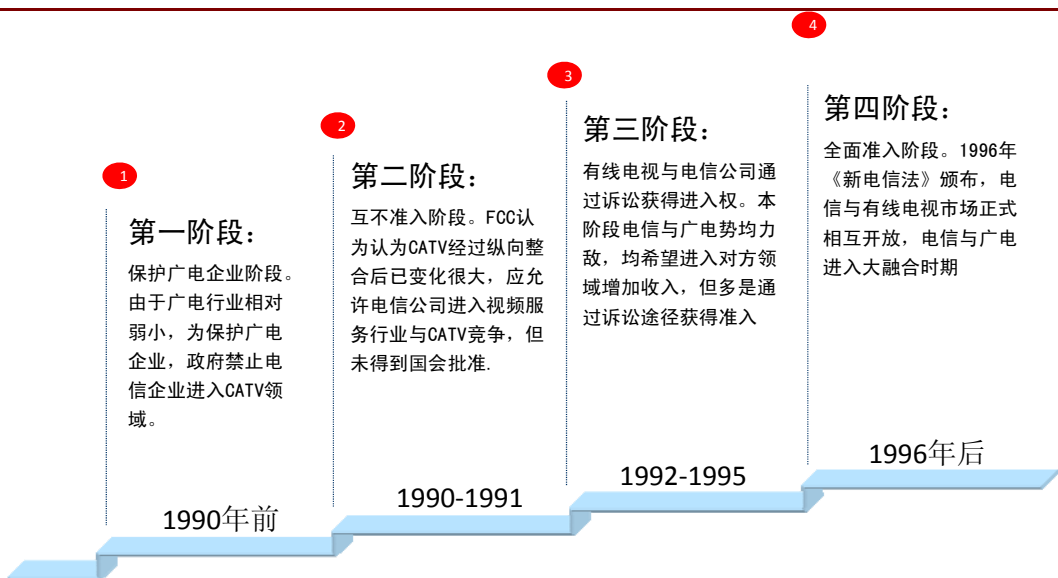
图 6: 英国三网融合发展路径



资料来源：公开资料，宏源证券整理

1996年，美国通过《新电信法》，三网融合正式拉开序幕，英国虽然在2001年才通过《新通信法》进入三网融合阶段，但却后来者居上，率先完成三网融合。英美两国有线电视企业的应对策略有许多共同之处，都是先打造高速通信网络，再通过提供一系列增值服务反击电信企业。

图 7: 美国三网融合发展路径



资料来源：公开资料，宏源证券整理

### (一) 硬件为基——宽带建设

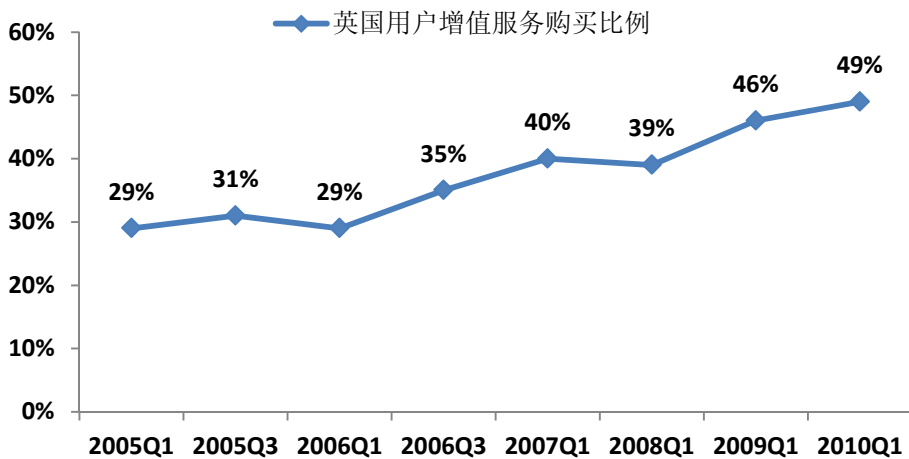
广电企业从铜线到光纤，从单路到双路的网络改造为增值服务的推出奠定了基础。为提高广电网络上下行接入速率，美国有线网络运营商向网络改造投入了海量资金。1996-2009年，全美有线网络改造投入高达1600亿美金，平均每户约2600美金。有线电

视网络运营商 Comcast 率先研发了 DOCSIS3.0 技术使其网络能提供 50M/b-100M/b 的下行速率，以抗衡电信网络。但随着互动需求的膨胀，P2P 应用不断增加上行宽带需求，DOCSIS3.0 技术难以支撑，光纤开始应用于有线电视网络的双向改造。

## （二）服务为王——多元化捆绑增值服务

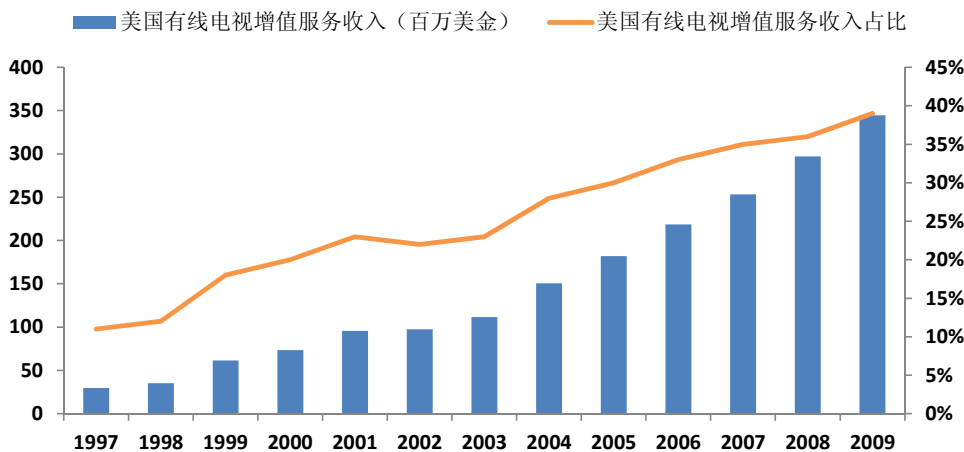
英美的有线电视网络运营商为应对基础用户流失的困境，推出了多种捆绑式服务方案，策略性的将数据、视频和语音三种业务功能结合起来。英美的增值主要包括宽带互联网接入、语音业务、高清数字电视、VOD、IPTV、付费点播等。美国有线网络公司的增值业务收入从 1996 年的 29.8 亿美金增加到 2008 年的 344.7 亿美金，复合增速高达 25%，占总收入的比重也从 11% 提升到 39%。英国用户购买绑定服务的比例则从 2005 年的 29% 上升至 2010 年的 49%。多元化增值服务有效阻止了客户的继续流失，据 2012 年尼尔森的调查显示，全美广播电视月均消费时间为 11.5 小时，仅次于电脑网络的 28 小时，高于在线视频的 5.9 小时。

图 8：英国用户增值服务购买情况



资料来源：盖特纳，宏源证券

图 9：美国有线电视增值服务收入情况



资料来源：盖特纳，宏源证券

英美有线电视的增值服务主要包括 VOD（视频点播）、IPTV、手机电视、高清电视和 3D 电视等：

1、视频点播（Video on Demand, VOD）是互动电视应用中的一项服务，初始主要是为打击直播卫星企业，形成差异化服务竞争。VOD 业务在数字化后才能实现，英国最大的两家有线网络公司 NTL 和 Telewest 在 2005 年 1 月同时推出了 VOD 服务，收视人群基本集中在各自的数字电视用户。NTL 的叫 NTL on demand 服务，提供免费的 BBC 节目，MV，儿童，电影和成人节目等收费；Telewest 的叫 Movie on demand，提供电影，无月费，按点播收费。

2、IPTV 服务：有线、电信网络运营商们和电视内容提供商合作，将电视节目从传统的电视通道移植到网络上，IPTV 可以说是 VOD 业务在三网不断发展融合过程中的一个最新的延伸和发展分支。值得关注的是，IPTV 最终的市场份额也大多由电视台的节目而非网络通道本身决定。据尼尔森公司的数据显示，2009 年 5 月，近 15% 的英国网络用户使用了 BBC 公司的 iPlayer，市场份额是其下一个最大竞争对手 itvplayer（3.3%）的近 5 倍，广电企业完全可以凭借内容服务的先天优势占据主动地位。

### （三）进入 VoIP 市场，正面反击电信公司

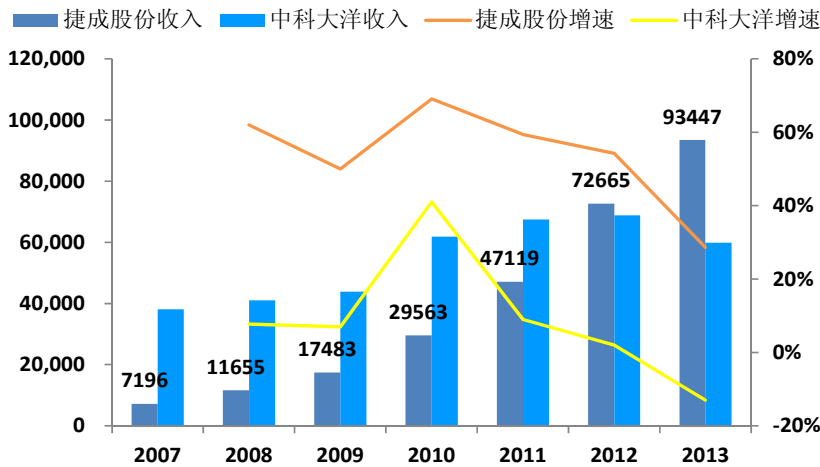
美国有线电视公司 2003 年开始进入 VoIP 市场，从正面反击电信公司。VOIP 业务开展后使电话业务大幅度降价，从过去的按分钟收费变成国内电话按月统一固定收费。2005 年底美国 VOIP 的营业收入超过 10 亿美元。在美国，是有线电视运营商而不是传统电信运营商占据了 VOIP 市场的主要地位。2009 年，美国两家最大的有线电视运营商——Comcast 和时代华纳——合计占据 VOIP 市场 44% 的。

英美广电企业的经验表明，广电企业通过在双向网络上推出多元化增值服务，完全可以在互联网和电信企业的入侵的形势下占据优势。

## 四、广电行业解决方案龙头优势成就公司持续增长动力

根据 2009 年的统计数据，中科大洋、成都索贝、新奥特和捷成等四家企业占据广播电视音视频解决方案市场份额近 50%，其中捷成市场占有率为 6.3%，但从 2009-2013 年国内市场竞争格局演变看，捷成股份营业收入年均复合增速高达 52.1%，远超过竞争对手，市场占有率快速提升。至 2012 年，捷成营业收入规模已经超过中科大洋，加冕成为广电 IT 解决方案市场龙头企业，2013 年收入规模更是达到中科大洋的 1.5 倍。

图 10: 捷成股份和中科大洋收入对比

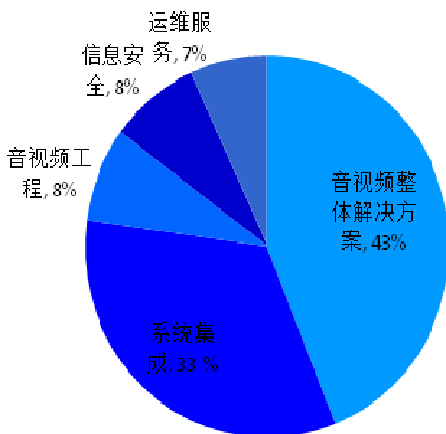


资料来源: Wind, 宏源证券整理

### (一) 费用控制得当, 保证业绩快速增长

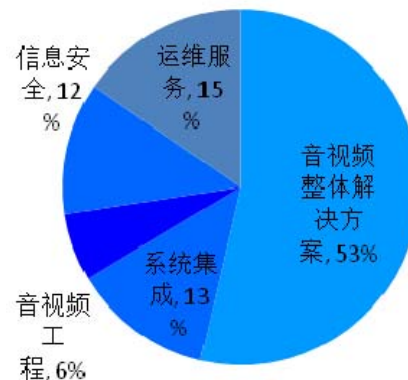
常年深耕于广电企业 IT 解决方案领域, 公司在音视频整体解决方案和信息安全领域居于绝对优势地位。自 2012 年以来, 公司通过并购、参股、对外合作的方式逐步进入系统集成、工程建设、内容版权交易等领域, 打通了广电行业全媒体产业链。2013 年捷成股份的收入、毛利构成如下图所示。

图 11: 2013 年公司收入构成



资料来源: Wind, 宏源证券

图 12: 2013 年公司毛利构成

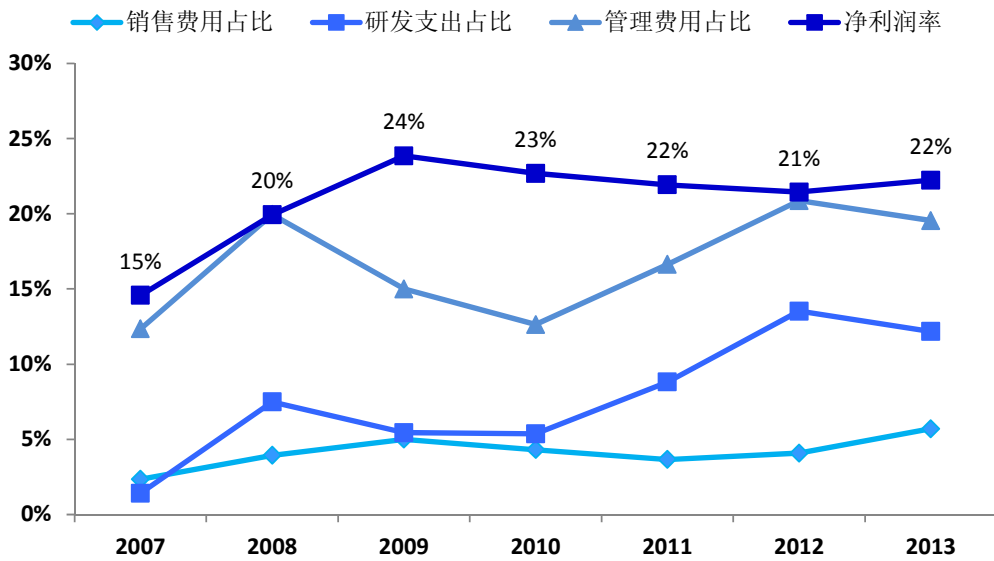


资料来源: Wind, 宏源证券

2012 年来, 公司外延收购了诸多企业, 基本是围绕广电行业进行的布局。收购标的之间的生产经营协同效应, 加之良好的费用控制能力, 公司的净利润率始终保持在 22% 这一较高水平。公司的管理费用从 2007 年的 12% 上升至 2013 年的 20%, 主要是由于研发支出的上升, 研发支出占比从 2007 年的 1% 上升至 2013 年的 12%, 显示出公司研发能力的持续重视, 为公司业内龙头地位奠定基础。



图 23: 公司近几年净利润、销售和管理费用情况



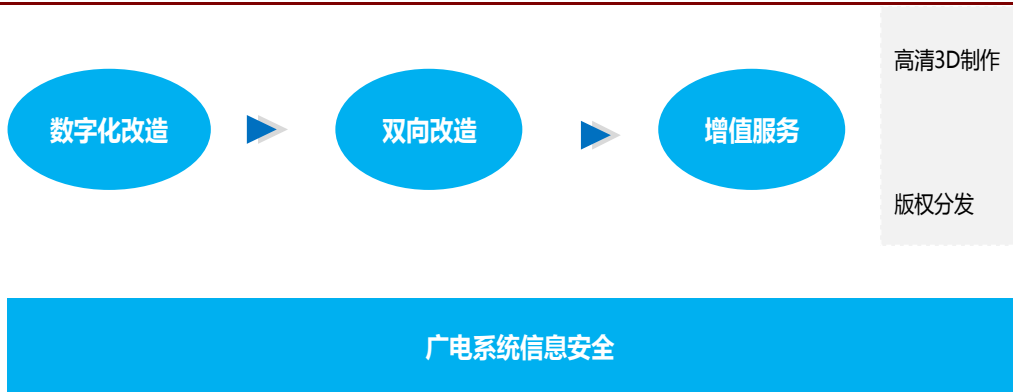
资料来源: Wind, 宏源证券

## (二) 紧抓广电行业转型大势是公司成功的关键

### 1、广电企业在三网融合下的背景下亟待转型

广电企业的行动将以内容优势为核心展开。三网融合是一个庞大的系统工程，广电企业为在三网融合中应对电信和互联网企业的冲击并占据主动地位，必须采取一系列举措。广电企业在内容制作方面有先天优势，即便以后广电制播分离，广电网络公司在节目内容获取上也是近水楼台先得月。

图 14: 我国广电企业反击路径图

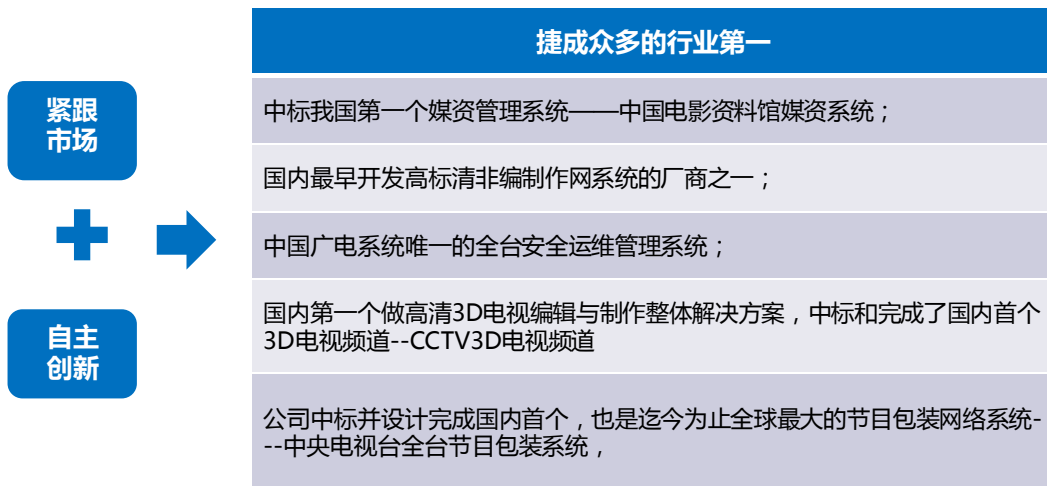


资料来源: 公开资料, 宏源证券整理

### 2、公司“内生+外延”，持续布局广电行业

在公司的发展历史上，2012 年可以看作是重要的分水岭。在此之前，公司围绕音视频处理业务，开发了一系列产品，创新是这一阶段发展的关键词。公司率先做出了优质的媒体资产管理系统、高标清非编制作、全台统一监测与监控解决方案、三网融合新媒体平台、节目包装网络系统和国内第一个做高清 3D 电视编辑与制作整体解决方案等。这是公司在第一阶段能够脱颖而出的关键所在——认认真真的做好产品。

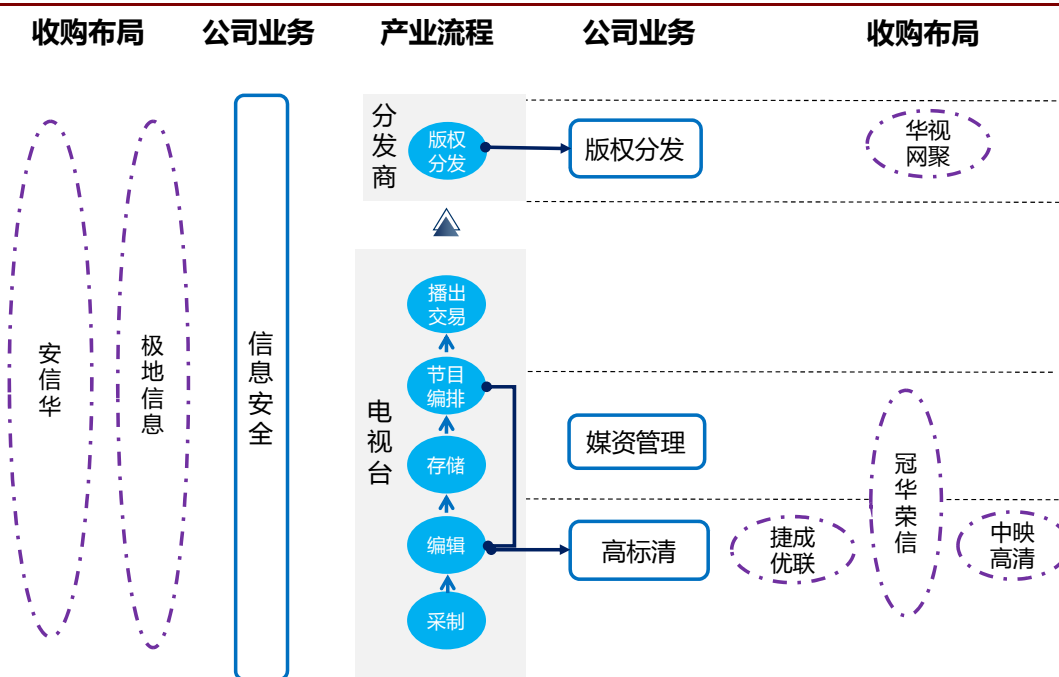
图 15: 紧跟市场+自主创新造就了捷成的多个行业第一



资料来源：公司资料 宏源证券整理

2012 年开始，在持续依靠自身优势业务的内生增长的基础上，公司通过外延方式，打开了收购扩张之路。这个阶段的关键词是——整合。仔细考察公司收购的标的，可以发现公司这一阶段收购兼并的对象，依然是完全围绕广电行业展开，力图为广电客户提供完整的、一站式的解决方案。

图 16: 公司的产业布局与收购情况梳理



资料来源：公司资料 宏源证券整理

### (三) 深度受益广电系统改造

#### 1、广电改造重点领域：制播内容深度数字化

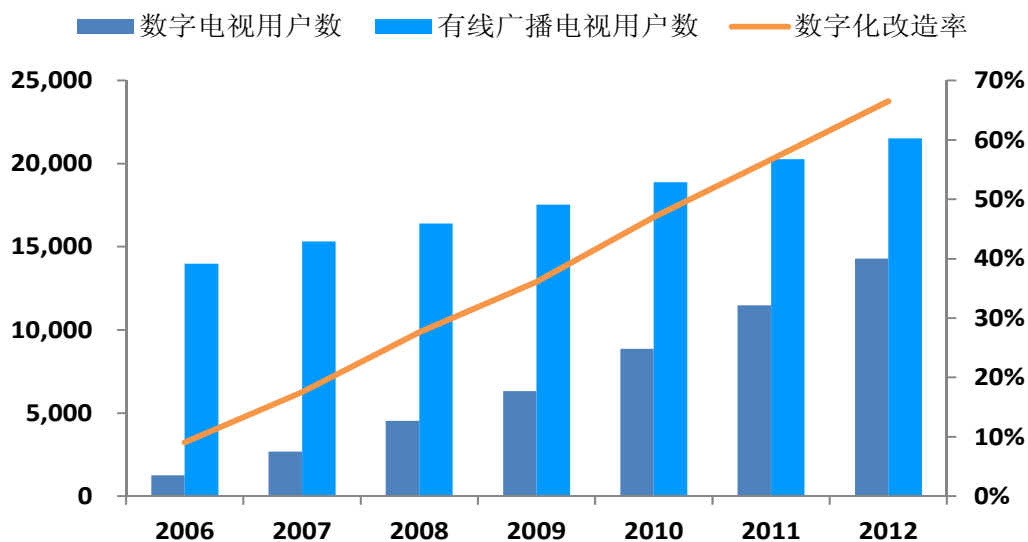
公司依靠自身业务内生增长和收购兼并外延扩张相结合的方法，在向产业链其他方向延伸的同时，也不断加强公司在重点位置产品领域，例如高清 3D 制作、网络系统安全、

增值服务等的研发实力。

三网融合的前提是完成广电直播内容深度数字化。三网融合要求内容在有线电视网、电信网和互联网间传送、播发、管理等，其前提就是将内容由以前的磁带编辑和播放的模拟制式转换为硬盘存储、制播的数字化形式。数字化大致可分为三个阶段：数字单机设备编辑和播放；不同业务单元链接为局部网络；数字编辑、存储、播发等全业务系统连接。

广电制播内容深度数字化给广电企业带来革命性变化。深度数字化完成后，各业务单元的孤岛式网络连成一体，实现播出系统、备播系统、媒资系统、节目生产管理系统、制作系统业务流程的互联互通，实现从制作到播出、全程、全网“文件化”传输。2012年我国数字电视达到1.4亿户，改造率仅为66%，与国外100%的普及率仍有很大差距，我国已计划于2015年关闭模拟信号，2014和2015年数字化转换的进程将急剧加快。

图 17: 我国有线电视数字化改造情况



资料来源: WIND 宏源证券整理

**公司深度受益广电数字化改造。**从广电行业的发展趋势不难看出，媒体资产管理系统将是电视台等重点投资领域之一。广电企业对抗电信的优势资源就在于海量的内容优势，但是只有将模拟式内容转变为数字化形式并能统一管理之后，这个优势才能显现出来，媒体资源管理系统正式针对这一需求的。媒体资产管理系统核心功能是解决应用单位媒体资产的集中统一存储和编目检索再利用服务，其本质上是一个多媒体信息收集、整理、存储、检索、再利用的完整平台。媒体资产管理系统将为电视台带来以媒体资料数字化存储为核心，实现采、编、播、管、存的数字化和网络化的管理，基于数字媒体资源为核心的运营模式为电视台带来的结果将是业务实现手段的转变和业务核心管理的提升，建立具有扩展性的全业务平台。

公司的媒资管理系统广泛应用于广电系统、图书馆、音视频资料室、出版发行单位以及国防等领域。根据09年数据公司市场占有率为14%，处于行业前三。2007年-2013年公司媒资管理系统业务规模的增长很快，从3600万增加至1.6亿，年复合增长率高达35%，预计目前至少处于行业前三水平。公司作为媒资管理系统细分领域的龙头企业必将成为广电企业深度数字化的最大受益者。

## 2、广电改造重点领域：双向改造

**双向改造是增值服务的基础。**广电网络双向改造及在此基础上衍生的增值服务是广电企业反击电信与互联网企业的落脚点，其中双向改造是增值服务的物质基础。根据英国三网融合的发展经验，用户尤其是年轻用户开始从被动式网络活动转向主动交互式网络活动，在英国 2009 年的一项调查中，总体增长情况最好的是网络游戏/交互式活动、观看在线电视及上传/添加网络内容。青少年在下载音乐、电影、视频等活动方面出现了最大的下降，却相应地在上传/添加网络内容方面出现了最大的上升，说明青少年更多的从被动式转向主动式网络交流的活动。

互动交流对网络的上传速率提出了很高的要求，有线电视企业必须将现有的单线下行的网络改造为支持上行\下行的双向网络。我国也已经开启了双向改造的进程，但数据显示，我国 2012 年底有线电视用户数为 2.15 亿，而完成双向改造的用户数仅为 7000 万，改造率仅为 30%，江苏等较为发达的省份高清双向互动用户普及率也仅为 12%，双向网改造市场仍有很大潜力可挖。

捷成股份先后与江西、广西广电网络签署 10 亿元合作框架协议，项目除双向网络改造之外，还包括高清直播平台、内容平台、运营管理平台的建设。公司签订的两个协议将产生一定的示范效应，也为公司未来切入双向改造后的家庭终端市场打开了突破口。

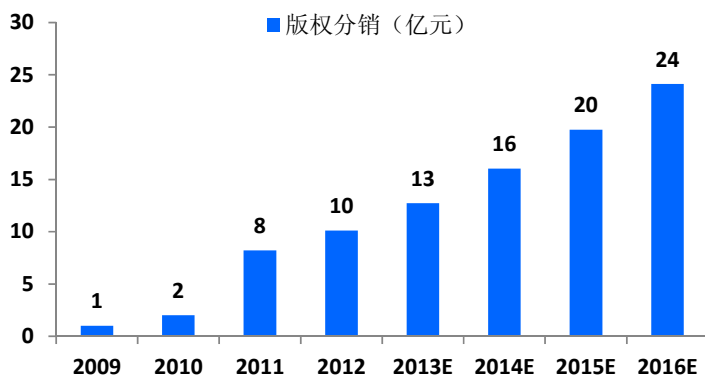
### 3、广电改造重点领域：衍生的增值服务

**多元化增值服务是广电系反击的突破口。**广电企业的首要任务是梳理清楚版权问题。广电企业针对消费者的增值服务主要包含 VOD、IPTV、手机电视、收费频道等。根据英国三网融合的经验，ODV、IPTV 最终的市场份额也大多由电视台的节目而非网络通道本身决定。尼尔森公司的数据显示，2009 年 5 月，近 15% 的英国网络用户使用了 BBC 公司的 iPlayer，市场份额是其下一个最大竞争对手 itvplayer (3.3%) 的近 5 倍。因此，内容是广电企业在三网融合中占据优势的基础，广电企业提供增值服务前首先要做的就是梳理清楚内容版权的问题。

#### (1) 增值服务：版权分发市场进入高速增长阶段

随着三网融合的推进，互联网、广电和电信企业都将重点开拓网络视频领域，并且国家对于版权问题也越来越重视，这对于视频供给商都是很大的利好。从 2010 年开始，我国版权分发市场进入高速增长阶段，2010 年-2012 年，我国在线视频版权分发市场规模从 2 亿元增加至 10 亿元，年化复合增长率高达 123%。在线视频整体市场中，版权收入市场的占比从 2010 年的 6.4% 提高至 2012 年的 10.4%。

图 18: 版权分销市场



资料来源: WIND 宏源证券整理

### 版权购买回复理性，两大关键素质有助成为行业龙头

2012年，在线视频版权二次分发市场较2011年增长了42.8%，仍然保持高速增长态势，但较2011年100.1%的增速有所放缓，这说明版权分发市场出现了新趋势，版权购买从2010年的疯狂逐渐回复理性。2011年，视频企业对于版权内容的极大热情助推了版权内容价格急剧上扬，但视频企业不看重负，其版权购买内容从囤积式购买转向投资性购买。这个新动向说明，以后版权分销商将不再单纯的扮演中介的角色，其还将承担起帮助在线视频企业挑选潜在热剧的责任，相当于对电视剧进行投资，类似于乐视网等肆意囤积版权的方式将不可持续。

版权分发商需要与电视台等广电企业有密切的关系。电视台是版权分发商重要的内容供应商，综艺类节目版权基本是由电视台垄断，电视台也在通过合拍或独拍电视剧的方式向影视剧版权领域渗透。版权分发商通过维持与电视台的密切关系，不仅可以近水楼台先得月，优先取得热播影视剧的版权，也可以借机加深自己对广电行业的理解，让自己在选择电视剧时的眼光更加精准。

总之对视频内容市场有深刻理解，眼光精准且与上游内容版权供应商有密切关系的分销商将在未来占据主动地位。

图 19: 版权分销产业链



资料来源: WIND 宏源证券整理

### 参股华视网聚，进军版权分发市场

2014年捷成股份收购了华视网聚20%股份，将多年来进军版权分销市场的构想变为现实。华视网聚成立于2010年，仅用了三年时间就成为第三方新媒体版权分销行业的前三名。之所以能有如此快的发展速度主要原因还在于华视网聚的两大优势——预判能力和资源。华视网聚购买版权的眼光精准且在行业内资源丰富，这正是在版权分销市场抢占先机的两大必要素质。捷成股份长期深耕于广电市场，与电视台、内容供应商都保持了紧密的合作关系，与优酷等在线视频网站也有长期合作经历，其参股华视网聚后，华视网聚无论是购买版权还是分销版权都可以借助捷成股份的关系网，可谓如虎添翼。捷成股份与华视网聚间的协同效应将推动华视网聚高于行业平均增速。

### (2) 增值服务: 频道高清 3D 化是大趋势

我国高清 3D 频道发展空间巨大。在英美，有线电视为与电信企业争夺市场、先后推



出高清电视节目以提高用户体验、提高用户的 ARPU 值。随着技术的飞速发展，高清化逐渐向超高清和 3D 转变的趋势。美国在 2008 年高清频道数目超过 200，在 2011 年达到 450 个，欧洲高清频道数目在 2010 年据不完全统计就多达 100 个，日本在 2009 年高清频道数目多达 100 个。我国高清频道数目仅为 28 个，根据十二五规划，至 2015 年底高清频道数需达到 100 个，3D 频道数目需达到 10 个。歌华有线提供的高清互动电视节目数今年以来始终维持在 160-170 套左右，高清电视节目数目发展缓慢和高清电视终端高速发展形成了鲜明对比。

### 高标清非编制作网的标杆企业

高标清非编制作网是指在数字化条件下借助计算机技术，对视频素材进行非线性视频编、加工、处理的计算机网络。它将传统模拟方式下视频编辑（制作）系统中的特技发生器、录像机、录音机、编辑机、调音台及图形创作系统等设备的功能整合至专用电脑来实现。公司通过采取“内生+外延+合作”三轮驱动的策略成长为我国高标清非编制作网系统的标杆企业。

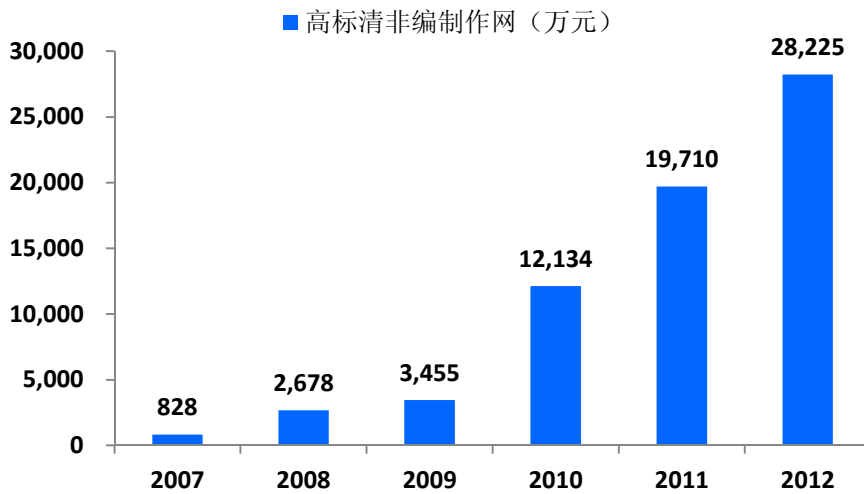
**内生技术，市场卓越领袖。**公司是国内最早开发高标清非编制作网系统的厂商之一，自主研发的“高清后期网络制作系统”曾荣获中国新闻传媒业界最高级别的科技奖项“王选新闻科学技术一等奖”和中国广播电视设备工业协会科技创新奖。公司的解决方案目前已经在中央电视台现址高清网、中央电视台新址高清网、北京电视台、上海电视台、天津电视台、辽宁电视台、湖南电视台、吉林电视台、青海电视台、中央新闻电影制片厂、国家气象局制播网、湖州标清网、华风新闻制播网等多家电视台和单位应用。

**外延发展，完善加强技术实力。**公司在依靠自身力量进行高清非编制作网产品创新的同时，还借助对外收购兼并的外延发展方式以抢占高清制作市场制高点。2012 年捷成股份收购捷成优联 51% 的股份，捷成优联基于 3G 视频、音频直播系统的技术的相关产品能够有效补充公司的高标清非编制作网解决方案。2013 年捷成股份收购冠华荣信公司，冠华荣信主营的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业务能够融入公司的高标清转换的采、制、收、编、播、控、存、编目等全套产品，升级现有媒资管理系统；2014 年，公司参股中映高清，中映高清在市、县级电视台等中小型广电客户中具有较高的市场知名度，参股中映高清可完善公司对中小广电市场的覆盖，提升公司的品牌优势。

**加强合作，丰富经验。**公司与世界著名 3D 后期软件厂商 Quantel 达成战略合作伙伴关系展开紧密合作，并积极与相关电视台进行技术摸索，整合出一套适合国内 3D 业务发展的解决方案。在亚运会上共同打造了中国首个 3D 电视高清节目制播试验频道并取得圆满成功，充分证明了 3D 频道的可行性。

公司内生、外延、合作三条腿走路的方法结出了累累硕果，在高标清非编制作网项目上公司实现的营业收入从 2007 年的 830 万元增长至 2012 年的 2.8 亿元，基本保持了年年翻番的增速。

图 20: 捷成股份高清非编制作网收入



资料来源: WIND 宏源证券整理

#### 4、信息与文化安全是三网融合的底线

有线广播电视行业是我国社会主义精神文明建设的重要阵地,具有很强的政治属性和公益性,广电网络运营商始终坚持社会效益第一的基本原则,都是在保证基本收视公益性的前提下,大力发展互动增值业务、宽带数据等市场化业务。

政府在推动三网融合的同时也提出了相应要求,2012年6月,国务院办公厅发布《国务院关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》,特别指明加快相关法律法规和标准体系建设,健全适应三网融合的体制机制,完善可管、可控的网络信息和文化安全保障体系”,并提出加强三网融合环境中信息安全和文化安全的研究,完善安全保障体系,提高监管能力,有效维护网络信息安全和文化安全。特别是要充分发挥信息网络视听节目监控系统的作用,在节目集成播控、用户接收等环节,部署数据采集和监测系统,及时监测各地网络播放情况,及时查处违规节目。

广播电视网面临的网络信息安全威胁主要有两大类:影响播出稳定性和危害内容安全性,前者主要由于播出设备、传输线路故障导致的,后者则是针对广电网络播出节目的恶意攻击行为。三网融合后,这两种威胁都会急剧扩大,广电网络的系统复杂性与对外开放度会急剧升高,并且节目在数字化并与互联网联通后,黑客行为等针对互联网的攻击也可以用到有线电视上。我国广播电视网络的安全保障之所以到现在看来还是有效,主要原因就是目前的广播电视网络基本上不具有开放性,因此其所面临的安全威胁,相对于互联网而言,应对技术复杂度简单,安全事件发生的数量也少很多。

温州机顶盒事件:2014年8月1日晚,不明身份的网络黑客劫持了温州有线电视机顶盒,攻击行为持续了十几分钟,播放了大量难以容忍的敏感信息。专家解释温州广电机顶盒之所以能被入侵,是因为国内不少机顶盒厂商使用的是国外(欧洲)CA标准,其安全性不如国内的好。国内机顶盒的CA标准混乱给了黑客可乘之机。

温州机顶盒事件尽管影响范围较小,但无疑为三网融合的内容安全敲响了警钟,政府对精神文明建设极其重视,内容安全更是重中之重,类似安全事件发生后,广电企业在网络信息安全方面的投入势必快速增加。

#### 广电独一无二的信息安全供应商

捷成股份是我国中国广电系统唯一的全台安全运维管理系统供应商，2012 年来，捷成股份通过内生+外延的双轮驱动策略，进一步丰富自己在广电系统信息安全领域的产品线，巩固了自己广电系统信息安全领域的霸主地位。

**以广电系统安全为基础，内生发展安全领域业务。**捷成在广播电视安全与监控领域拥有众多卓越成绩，先后为业界提供了：首个省级电视台多元异构融合网络系统、首个国家级和省级全台统一监测监控系统、首个国家级和省级全台网信息安全，截止目前，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。公司是目前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。公司曾为广电行业内规模最大、系统最复杂、技术最先进、影响力最强的中央电视台实施全台统一监测与监控系统，是业界信息安全与监控领域的典型案例，公司也借此树立了品牌优势。

**外延加强技术优势。**公司为巩固广电信息安全领域的领先地位，同样采取两条腿走路的方法，2012 年捷成股份收购了极地信息公司，融入极地信息的“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”四大产品线之后以扩展公司信息安全的产线；2014 年，公司参股安信华，安信华拥有下一代防火墙、安全网关、网站威胁扫描软件等产品的核心技术，参股安信华可以补足公司在信息安全业务短板，实现内网+外网安全覆盖。

2009 年，公司产品的市场占有率达到 16%，排名行业第一，但当时全台统一监测与监控系统收入仅为 1200 万元，而 2013 年的收入已经增长至 1.2 亿元，接近当年的 10 倍，捷成股份在广电信息安全领域绝对是居于无可争议的霸主地位。

## 五、强势进入智慧城市，点燃公司未来经营亮点

### （一）智慧城市是我国未来重要发展方面，市场巨大

李克强指出中国未来几十年最大的发展潜力在城镇化。在我国诸如北京、上海、广东、南京、武汉等多个省市已经逐渐启动了智慧城市建设热潮。数据显示，截至 2012 年底，全国开建智慧城市的城市数将有望超过 400 个，估计前期网络和数据平台等基础设施建设投资规模将超过 5000 亿元人民币。而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 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 万亿元人民币。

### （二）借优势强势切入智慧城市

捷成股份虽然常年深耕广电市场，但其在音视频处理领域的技术积累和在部队、政府积累的客户关系为其进军智慧城市的蓝海市场打下了良好的基础，其主要优势表现在以下三个市场：B2C、B2B、B2G。

#### 1、B2C——电视可以成为智慧城市落地家庭的有效终端

电视作为家庭生活中心可以成为智慧城市落地民生服务的重要组成部分。电视是家庭生活的中心，可以作为家庭网络中移动终端的一部分实现购物、医疗救助、信息订阅等数字民生功能。捷成股份在 2013 年曾展示智慧医疗领域的“背心”产品，可以实时监控身体的心脑血管问题，在身体出现异常时发出告警，智能背心是公司切入智慧城市消费者终

端的一个例子。

公司切入智慧城市 B2C 市场的另一个路径是双向网改造，捷成股份已经拿下了江西与广西两省的双向改造项目，直接与电视台合作，但在双向改造完成后，有线网络具备了与用户的双向互动性，捷成可以借此与家庭用户直接沟通，在 B2C 市场占据优势。

## 2、B2B——音视频技术是智慧城市的利器

音视频领域强大的技术积累和一定的客户积累为捷成股份进入智慧教育和智慧医疗奠定了良好的基础。以教育为例，智慧教育面临多媒体技术门槛高、音视频通讯质量受网络影响大、设备部署成本高昂等障碍，并且未来的智慧教育将日益向教师-学生双向互动的方向发展。例如美国 2U 公司通过为美国高校提供在线教学平台获取学费分成，该平台就的最大亮点就是在云平台基础上实现了实时双向互动。公司在广电领域积累的深厚的云计算、音视频双向传送与处理等技术，都可以嫁接到智慧教育领域。公司在现阶段也积累了一定的院校与科研院所客户群体，2012 年收入高达 3300 万元。在远程医疗等领域公司同样可以较容易的进行技术移植。

## 3、B2G——良好的政府关系是关键

广电领域是宣传的重要阵地，具有较强的政治属性，公司深耕广电领域十数年，与中央电视台等政府背景的企事业单位及新闻总署、文化部等政府机关建立了良好的合作关系，捷成股份也与军队单位有密切的业务往来，2013 年捷成股份来自政府机关与军队部门的收入高达 1.4 亿元。

其次广电网络和音视频处理技术有助于公司进入智慧交通等公安部门的市場。广电网络铺设范围广、光纤资源丰富，有利于视频监控扩展范围，广电网络带宽高，尤其是双向改造后，更有利于应对未来高清摄像头的要求。同时交通传感器获取的路口监视、路段车辆、行人与车流量等大量复杂信息的传输与处理分析需要音视频领域的深厚技术积累，而这正是公司的强项。总之，深厚的政府关系积累和技术积累是公司进军 B2G 市场的坚强后盾。

### （三）捷成股份在智慧城市领域的布局

捷成股份在智慧城市的布局已经展开，公司在智慧城市的布局可以分为两条路线：自上而下和自下而上。

#### 1、多年积累优质资源，顶层设计自上而下布局智慧城市建设

自上而下是捷成股份在智慧城市现阶段的主要布局，包括“智慧石嘴山”、“中马智慧园区”。

**智慧石嘴山：**2014 年 4 月 21 日，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》。捷成世纪主要负责组织专家团队协助提供项目整体规划设计及技术方案等资料，完成“智慧石嘴山”项目的顶层设计方案。捷成股份在项目后续进展中有优先权。

**中马智慧园区：**公司与中国—马来西亚钦州产业园区管委会签订了《中国-马来西亚钦州产业园区“智慧园区”建设战略合作框架协议》，约定由公司、开发公司、投资公司共同出资在园区建立合资公司广西中马钦州产业园区捷成通信基础设施投资有限公司作为实施平台。基础设施、信息网络、科技应用、生产生活是智慧城市建设核心，公司从自身



优势技术切入智慧城市核心领域，既有天然优势又具有核心不可替代位置。

城市管理包括人员与地域管理两个方面，捷成股份通过与人口计生委合作实施四川“金人工程”项目，打造了“政务信息综合服务平台”和“智慧沙盘推演平台”等创新产品，产品的本质就是针对社区人员学历结构、年龄结构等城市人口的解决方案，归根到底是管人的问题，捷成股份通过收购国科恒通来补齐地域管理这一块短板，完善了自己在智慧城市顶层设计的布局。

## 2、音视频优质技术，自下而上承接智慧教育、医疗等板块业务

公司自下而上的布局主要是通过切入智慧城市细分市场来完成的。捷成已经通过推出智能背心等产品切入智慧医疗领域，另外公司也希望借助其在音视频处理方面的核心竞争力来切入智慧教育的 K12 领域以及智能交通领域，公司在图像识别算法的优势也可以应用到公安、交通等领域。

总体来看，捷成股份在智能城市领域的布局已经展开，首先其通过与地方政府达成顶层设计的框架协议来拉近彼此关系，赢得项目，为公司开展后续项目奠定基础；同时，通过自身核心积累和外延扩张相结合的手段逐步切入智慧城市细分市场。短期内，捷成股份在智慧城市的布局不显功力，但到 2017 或 2018 年可能将成为支撑捷成股份高速增长的原动力。

## 六、风险提示

公司广电业务放缓，广电领域改造进程低于预期，智慧城市业务对公司长期发展支撑不足。



## 七、业绩预测

表 2: 财务报表预测

损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>471</b>	<b>727</b>	<b>934</b>	<b>1,442</b>	<b>1,948</b>	<b>2,597</b>
增长率		54.2%	28.6%	54.4%	35.0%	33.3%
主营业务成本	-280	-380	-504	-766	-1,025	-1,356
%销售收入	59.3%	52.2%	53.9%	53.1%	52.6%	52.2%
毛利	192	347	431	677	923	1,240
%销售收入	40.7%	47.8%	46.1%	46.9%	47.4%	47.8%
营业税金及附加	-4	-5	-5	-9	-12	-16
%销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-17	-30	-53	-94	-136	-208
%销售收入	3.7%	4.1%	5.7%	6.5%	7.0%	8.0%
管理费用	-78	-152	-183	-260	-370	-519
%销售收入	16.6%	20.9%	19.5%	18.0%	19.0%	20.0%
息税前利润 (EBIT)	92	161	190	315	405	498
%销售收入	19.6%	22.1%	20.3%	21.8%	20.8%	19.2%
财务费用	10	10	11	-2	2	5
%销售收入	-2.2%	-1.3%	-1.1%	0.1%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-3	-10	-11	-3	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	100	160	189	310	406	502
营业利润率	21.2%	22.1%	20.2%	21.5%	20.9%	19.3%
营业外收支	17	2	22	33	45	60
税前利润	117	163	211	343	451	562
利润率	24.9%	22.4%	22.6%	23.8%	23.2%	21.6%
所得税	-14	-12	-17	-27	-36	-45
所得税率	11.7%	7.1%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	103	151	194	316	415	517
少数股东损益	0	12	7	14	14	14
归属于母公司的净利润	103	139	187	302	401	503
净利率	21.9%	19.1%	20.0%	20.9%	20.6%	19.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	103	156	208	316	415	517
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	20	47	54	49	72	86
非经营收益	0	-7	-20	9	-28	-45
营运资金变动	-39	-146	-206	290	-55	-68
<b>经营活动现金净流</b>	<b>84</b>	<b>50</b>	<b>35</b>	<b>663</b>	<b>404</b>	<b>489</b>
资本开支	-112	-61	-27	-770	-64	-650
投资	0	-55	-40	-1	0	0
其他	-110	110	1	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-222</b>	<b>-6</b>	<b>-65</b>	<b>-771</b>	<b>-64</b>	<b>-650</b>
股权募资	725	34	12	0	0	0
债权募资	-30	0	68	180	-256	175
其他	-28	-47	131	-20	-17	-15
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>667</b>	<b>-13</b>	<b>212</b>	<b>160</b>	<b>-273</b>	<b>161</b>
<b>现金净流量</b>	<b>529</b>	<b>30</b>	<b>181</b>	<b>52</b>	<b>67</b>	<b>0</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	671	667	848	900	967	967
应收款项	201	214	509	447	603	804
存货	79	70	123	231	309	409
其他流动资产	86	87	86	79	105	138
流动资产	1,037	1,038	1,566	1,656	1,984	2,318
%总资产	92.0%	88.1%	88.9%	60.4%	63.8%	57.0%
长期投资	0	40	25	26	25	25
固定资产	79	0	1	1,020	1,056	1,679
%总资产	7.0%	0.0%	0.1%	37.2%	34.0%	41.3%
无形资产	11	94	144	40	43	45
非流动资产	91	140	196	1,088	1,126	1,751
%总资产	8.0%	11.9%	11.1%	39.6%	36.2%	43.0%
<b>资产总计</b>	<b>1,127</b>	<b>1,178</b>	<b>1,762</b>	<b>2,744</b>	<b>3,110</b>	<b>4,069</b>
短期借款	0	0	208	391	135	310
应付款项	124	64	185	581	782	1,041
其他流动负债	14	48	85	18	25	33
流动负债	138	112	478	991	942	1,383
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	1	3	0	0	0
<b>负债</b>	<b>138</b>	<b>113</b>	<b>481</b>	<b>991</b>	<b>942</b>	<b>1,384</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>989</b>	<b>1,133</b>	<b>1,412</b>	<b>1,714</b>	<b>2,114</b>	<b>2,617</b>
少数股东权益	0	20	26	40	54	68
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,127</b>	<b>1,266</b>	<b>1,918</b>	<b>2,744</b>	<b>3,110</b>	<b>4,069</b>

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.923	0.813	0.805	0.649	0.862	1.081
每股净资产	8.833	6.628	6.077	7.376	9.101	11.265
每股经营现金净流	0.751	0.290	0.151	2.853	1.740	2.107
每股股利	0.000	0.500	0.400	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.45%	12.27%	13.25%	17.61%	18.96%	19.21%
总资产收益率	9.17%	10.99%	9.75%	11.00%	12.89%	12.35%
投入资本收益率	8.22%	12.94%	10.60%	13.50%	16.18%	15.29%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	59.39%	54.21%	28.60%	54.36%	35.05%	33.32%
EBIT增长率	35.23%	74.48%	17.99%	65.87%	28.77%	22.86%
净利润增长率	54.07%	34.61%	34.48%	61.34%	32.82%	25.37%
总资产增长率	248.81%	12.31%	51.51%	55.75%	13.33%	30.84%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	38.6	62.0	121.4	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	91.3	71.7	70.0	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	60.0	45.3	76.7	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	61.2	#DIV/0!	#DIV/0!	232.2	141.3	165.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-67.83%	-57.82%	-44.54%	-29.05%	-38.38%	-24.46%
EBIT利息保障倍数	-9.0	-16.9	-18.0	199.3	-198.1	-92.6
资产负债率	12.26%	8.90%	25.07%	36.10%	30.28%	34.02%

**作者简介:**

**易欢欢:** 宏源证券研究所副所长(机构客户部副总经理), 战略新兴产业 首席分析师, 聚焦计算机与互联网行业。毕业于北京大学通信与信息系统硕士, 应用数学学士, 2011 年水晶球、新财富最佳分析师第一名, 2012 年水晶球最佳分析师非公募第一名, 新财富最佳分析师第二名, 2013 年新财富最佳分析师第二名。代表作: 大数据时代系列报告、云计算系列报告、北斗地理信息、智能交通系列报告。个股: 首度挖掘易华录、广联达、捷成股份、北信源、中海达、太极股份, 覆盖东软集团、用友软件。

**机构销售团队**

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。