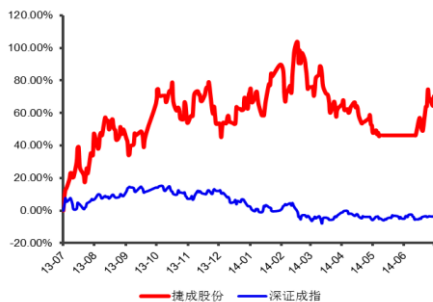


2014年09月10日

捷成股份（300182）事件点评

评级：维持“推荐”

最近 52 周走势：



相关研究报告：

2014/6/25 深度报告：进击影视音视频大平台，分享智慧城市盛宴

2014/6/29 事件点评：再推股权激励，利好长期发展

2014/7/2 事件点评：智慧城市加码布局，再获重量级订单

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

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。

事件：

- 1) 公司拟以 8954 万元投资智能系统公司贝尔信 20% 股权；
- 2) 9 月 10 日召开董事会确定 10 号为第二期股权激励授予日，授予 128 名激励对象 435.76 万股限制性股票。

点评：

- **完善公司两大驱动引擎，加强智慧城市产业链布局。** 目前公司正处于战略转型期，全力打造两大驱动引擎，第一个引擎是完善影视音视频全价值链服务，“做世界领先的音视频整体解决方案提供商”。经过多年的创新发展和行业整合，目前公司已经能够全方位提供电视台、广播电台从素材生成、内容制作、内容管理、内容播出和业务控制全流程的各种技术服务，并且正在参与实施有线网络的双向化改造和增值服务平台建设。第二个引擎是以音视频优势技术为核心，整合通用信息技术，成为国内先进的智慧城市整体解决方案提供商。此次投资贝尔信将完善公司在智慧城市领域的业务，提升竞争实力。
- **强强联手，将实现业务协同和客户共享。** 从业务层面看，贝尔信定位为智慧科技运营商，依凭强大的研发实力，技术创新、管理创新和商业模式创新，拥有全球顶尖的智能化技术并拥有全套自主知识产权，捷成股份目前在智慧城市领域已经和多个城市签订了顶层设计方案，并在智慧医疗、智慧教育、电子政府等领域均有落地，通过此次收购，将提供更完善的智慧城市解决方案，形成业务协同。从客户角度看，捷成股份覆盖了全国主要的广播电台、电视台、有线电视台、政府机关等机构，贝尔信长期服务于输配电企业，双方在客户领域可以实现协同与共享。
- **估值合理，对应 14 年 PE 为 11 倍。** 贝尔信 14 年承诺净利润为 4070 万元，此次收购价对应 14 年的 PE 为 11x，估值合理。

- **持续外延打开新空间。**公司今年已参股了版权交易龙头华视网聚和智慧城市领域的安信华、中映高清、国科恒通和贝尔信，并在方案中提出为保持并加强公司在行业内的领先地位，公司计划在条件成熟时，通过收购拥有较好发展前景的技术和团队，强化主营业务的核心竞争优势，推进业务整合和技术创新，打开持续外延的预期。
- **温州事件推动广电信息安全行业发展，龙头公司最受益。**温州有线的安全事件提升广电对于信息安全的重视程度，推动信息安全行业的发展。公司目前已获得国内最高的信息安全服务资质，是国内唯一一家能提供内部网络风险控制整体解决方案的厂家，作为龙头公司受益更大。
- **维持“推荐”评级。**我们预计公司 2014 年-2016 年每股收益分别为 0.62 元、0.88 元和 1.14 元，对应当前股价 PE 分别为 34.4x、24.2x 和 18.7x，归属于母公司净利润分别为 2.86 亿、4.10 亿和 5.30 亿，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，未来几年在手订单对业绩保障性强，我们维持公司“推荐”评级。
- **未来公司的股价催化剂有：**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。
- **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

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	934	1,605	2,157	2,680
营业成本	504	894	1,205	1,505
营业税金及附加	5	9	12	15
销售费用	53	88	108	129
管理费用	183	305	388	456
EBIT	190	307	443	575
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
营业利润	203	300	436	569
营业外净收入	22	20	20	20
利润总额	225	320	456	589
所得税	17	24	35	45
净利润	208	296	422	544
少数股东损益	-7	-10	-12	-14
归属母公司净利润	201	286	410	530

主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	28.6%	71.7%	34.4%	24.2%
营业利润	22.8%	48.1%	45.2%	30.4%
净利润	39.6%	42.4%	43.2%	29.4%
获利能力				
毛利率(%)	46.1%	44.3%	44.2%	43.9%
净利率(%)	22.2%	18.4%	19.5%	20.3%
ROE(%)	14.2%	17.7%	21.6%	23.3%
ROA(%)	10.5%	12.4%	14.8%	16.0%
偿债能力				
流动比率	3.28	3.03	3.05	3.17
速动比率	3.02	2.71	2.70	2.80
资产负债率%	25.1%	29.0%	30.0%	29.9%
营运能力				
总资产周转率	48.7%	69.3%	77.8%	81.0%
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
每股收益	0.43	0.62	0.88	1.14
每股净资产	3.04	3.47	4.08	4.88
P/E	45.2	34.4	24.2	18.7
P/B	6.4	5.6	4.8	4.0

数据来源: 国联证券研究所

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
现金	848	768	839	1,011
应收款项净额	509	874	1,175	1,460
存货	123	214	289	362
其他流动资产	86	160	216	268
流动资产总额	1,566	2,016	2,519	3,101
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
资产总额	1,918	2,316	2,773	3,308
短期借款	208	200	200	200
应付款项	172	299	405	507
其他流动负债	98	166	221	271
流动负债	478	665	825	978
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
负债总额	481	671	833	988
少数股东权益	26	33	41	51
股东权益	1,412	1,612	1,899	2,270
负债和股东权益	1,918	2,316	2,773	3,308

现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
税后利润	201	286	410	530
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	-325	-270	-255
经营活动现金流	-74	-15	166	303
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
投资活动现金流	-29	28	28	28
股权融资	848	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	-112	-86	-123	-159
其它融资现金流	-340	-8	0	0
融资活动现金流	284	-94	-123	-159
现金净变动额	181	-80	71	172

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。