

捷成股份(300182)/传媒
反转之年，多重催化
评级：买入(维持)

市场价格：5.30

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qizq.com.cn

分析师：熊亚威

执业证书编号：S0740517090002

电话：

Email: xiongyw@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,574.96
流通股本(百万股)	1,791.03
市价(元)	5.30
市值(百万元)	13,647.29
流通市值(百万元)	9,492.47

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 【中泰传媒】捷成股份(300182)

深度报告：平台型龙头呼之欲出，生态体系不断完善

2 高清盛宴，网络浪潮

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,366	5,028	3,526	4,181	4,957
增长率 yoy%	33.18%	15.17%	-29.87%	18.58%	18.54%
净利润	1,074	94	-2,366	682	865
增长率 yoy%	11.75%	-91.28%	-2626.37%	-	26.87%
每股收益(元)	0.42	0.04	-0.92	0.27	0.34
每股现金流量	0.19	0.79	0.81	0.12	0.48
净资产收益率	10.94%	0.95%	-31.52%	8.56%	10.33%
P/E	12.70	145.73	-5.75	19.97	15.74
PEG	-1.06	1.29	0.02	-1.32	0.14
P/B	1.39	1.39	1.81	1.71	1.63

备注：

投资要点

- **调整再出发，盈利估值有望迎双升。**公司以提供专业音视频整体解决方案起家，通过投资并购转型升级，布局版权运营、影视制作、教育等领域。2018-2019年，受行业环境及资金问题影响，公司进入调整期，战略收缩影视业务，逐步出清商誉风险。2020年公司有望进入新的发展阶段，一方面，音视频、版权运营等业务有望迎来反转；另一方面，商誉、债务、质押等估值压制因素有望得到改善。
- **音视频业务：超高清订单进入放量期，三维声有望加速商业化。**
 - 政策推动叠加技术成熟，超高清产业蓄势待发。捷成股份作为领先的音视频解决方案提供商，超高清升级驱动新一轮增长。公司在2016年前后就开始布局4K超高清视频技术业务，参与了多个超高清视频的相关标准起草，目前已中标多个超高清项目，参与了春晚、70周年阅兵等央视几十档4K节目任务。
 - 于2016年2月投资AURO TECHNOLOGIES 20%股权，加速在音频标准方面的布局。由捷成牵头，与德国Fraunhofer IIS等机构合作制定的中国三维声标准(草案)已编写完成，处于在审过程，有望于年内发布。该标准正式颁布后，有望以更好的效果及更低的价格，实现进口替代，广泛用于电脑、手机等发声器材上，市场空间巨大。
- **版权业务：卡位优势明显，下游拓宽，模式拓展。**
 - 华视网聚是影视版权运营龙头，拥有国内最大的影视版权库，在存量及增量方面均领跑市场。根据2017年年报披露，公司下游各平台非独家内容累计约60%的份额由华视网聚提供，同时每年新采购电影80-230部，占当期新增院线上映影片数量50%以上。下游需求旺盛，卡位优势明显。
 - 下游不断拓宽。智能手机等硬件厂商、头条系西瓜视频等流量入口等加大版权投入，同时华视网聚积极扩展海外发行渠道，节目销售全面占领东南亚市场，并成功与Netflix签约合作，在YouTube的旗舰频道“捷成华视—偶像剧场”订阅突破100万。
 - 合作模式从片库授权开始逐渐加大联合运营模式的布局，与华为达成长期战略合作关系，协助华为执行引入第三方内容，共享内容投资回报与商业增值。在内容方式上紧跟潮流，为下游客户提供版权内容的短视频剪辑服务等。
- **影视战略收缩。**影视业务受大环境及资金状况等因素影响冲击较大，公司进行战略收缩，对商誉、应收账款、存货等计提减值，更加注重业务的确定性与安

全性。

- 数字教育业务快速发展，已在四十多个城市的中小学进行推广普及和试点，累计覆盖学校达 5600 多所，周活用户已达到 450 万以上，部分城市已实现教育服务收入。我们认为数字教育业务逐步进入收获期，有望在 2020 年实现扭亏为盈。
- 公司过往受到质押、债务、商誉等问题影响，估值始终被压制。随着公司业务层面逐步进入收获期，现金流改善，公司通过对商誉、应收账款、存货等计提减值，引入国企等战略投资者，债务、商誉等风险逐步出清。股价回升，大股东减持，将有效解决质押问题。
- **盈利预测：**我们预测捷成股份 2019-2021 年实现营收分别为 35.26 亿元、41.81 亿元、49.57 亿元，同比增长-29.87%、18.58%、18.54%；实现归母净利润分别为-23.66 亿元、6.82 亿元、8.65 亿元，同比增长-2626.37%、扭亏、26.87%；对应 2019-2021 年 EPS 分别为-0.92 元、0.27 元、0.34 元。
- **风险提示：**市场竞争加剧、项目进程不达预期、政策风险、商誉减值风险。

内容目录

调整再出发，发展进入新阶段.....	- 6 -
调整再出发，盈利估值有望迎双升.....	- 6 -
生态体系不断完善，协同优势渐显.....	- 7 -
营收利润大幅调整，后续有望逐步改善.....	- 7 -
音视频业务：超高清订单进入放量期，三维声有望加速商业化.....	- 9 -
政策推动叠加技术日益成熟，超高清产业蓄势待发.....	- 9 -
技术领先，受益于广电超高清高速发展.....	- 14 -
牵头三维声标准草案编写，商业化进程不断推进.....	- 16 -
版权业务：卡位优势明显，下游拓宽，模式拓展.....	- 18 -
下游需求景气，龙头地位稳固.....	- 18 -
运营创造价值，业务持续性增强.....	- 22 -
下游拓宽，模式拓展.....	- 24 -
利润有望持续释放.....	- 26 -
其他业务：影视战略收缩，数字教育进入收获期.....	- 28 -
影视：战略收缩，注重确定性.....	- 28 -
数字教育：逐步进入收获期，有望扭亏为盈.....	- 29 -
估值压制因素改善.....	- 31 -
盈利假设与预测.....	- 33 -
风险提示.....	- 34 -

图表目录

图表 1：捷成股份发展历程.....	- 6 -
图表 2：捷成股份分析框架.....	- 7 -
图表 3：公司的生态产业链.....	- 7 -
图表 4：公司营收及增速.....	- 8 -
图表 5：公司归母净利润及增速.....	- 8 -
图表 6：捷成股份业务营收结构变化.....	- 8 -
图表 7：公司毛利率净利率情况.....	- 9 -
图表 8：公司三费情况.....	- 9 -
图表 9：准 4K、4K、8K 的技术要求.....	- 9 -
图表 10：4K 与高清图像对比.....	- 10 -
图表 11：全国及部分地方发布的超高清产业发展行动计划梳理.....	- 10 -
图表 12：2022 年七省市超高清产业目标规模（亿元）.....	- 11 -
图表 13：《行动计划》两个分阶段目标.....	- 13 -

图表 14: 超高清视频产业链.....	- 13 -
图表 15: 公司音视频业务所处行业及上下游关系.....	- 14 -
图表 16: 央视和七省市 2022 年目标 4K 节目制作能力 (小时/年).....	- 14 -
图表 17: 2022 年央视和七省市目标频道数量 (个).....	- 14 -
图表 18: 捷成股份在超高清领域的相关产品.....	- 15 -
图表 19: 捷成超高清相关的案例.....	- 16 -
图表 20: 整体音质效果评分 (分).....	- 17 -
图表 21: 三方合作为中国 3D 音频标准定义的解码器.....	- 18 -
图表 22: 三维声潜在应用产品 2018 年中国销量 (百万台/只).....	- 18 -
图表 23: 在线视频市场规模情况.....	- 19 -
图表 24: 网络视频付费用户占比.....	- 19 -
图表 25: 捷成华视网聚拥有的影视内容版权数量.....	- 20 -
图表 26: 华视网聚的商业模式.....	- 20 -
图表 27: 2014-2015 电视剧版权采购数量份额.....	- 21 -
图表 28: 2014-2015 电影版权采购数量份额.....	- 21 -
图表 29: 华视网聚采购版权投入金额 (亿元).....	- 21 -
图表 30: 华视网聚与佳韵社版权内容数量对比.....	- 22 -
图表 31: 捷成股份的分销模式.....	- 22 -
图表 32: 华视网聚为上下游提供多元化服务.....	- 23 -
图表 33: 华视网聚营收及版权采购状况 (百万元).....	- 23 -
图表 34: 捷成股份经营现金流情况 (百万元).....	- 24 -
图表 35: 华为视频采购版权内容.....	- 25 -
图表 36: 西瓜视频与华视网聚达成版权合作.....	- 25 -
图表 37: 华视网聚与飞机等渠道开展合作.....	- 25 -
图表 38: 华视网聚荣获 YouTube 颁发的银质奖章.....	- 26 -
图表 39: 华视网聚营收情况.....	- 27 -
图表 40: 华视网聚净利情况.....	- 27 -
图表 41: 假设每年采购金额不变且实现公司经营策略情况下的贸易业务毛利率测算.....	- 27 -
图表 42: 影视剧业务收入情况.....	- 28 -
图表 43: 捷成股份三家影视子公司的商誉情况.....	- 28 -
图表 44: 公司参与的影视剧在 2019 年播出情况.....	- 29 -
图表 45: 捷成教育云平台架构.....	- 30 -
图表 46: 捷成教育云提供的服务.....	- 30 -
图表 47: 捷成股份商誉情况 (百万元).....	- 31 -
图表 48: 捷成股份商誉/净资产.....	- 31 -

图表 49: 2019 年上半年华视网聚贡献营收及利润占比	- 31 -
图表 50: 捷成股份应收账款情况 (百万元)	- 32 -
图表 51: 捷成股份存货情况 (百万元)	- 32 -
图表 52: 公司股票质押比例走势 (按中登公布)	- 32 -
图表 53: 公司经营净现金流占营收比情况	- 33 -
图表 64: 捷成股份分业务预测 (单位: 百万元)	- 33 -
图表 65: 可比公司估值比较	- 34 -
图表 68: 捷成股份财务报表预测 (单位: 百万元)	- 35 -

调整再出发，发展进入新阶段

调整再出发，盈利估值有望迎双升

- 北京捷成世纪科技股份有限公司于 2006 年 8 月 23 日设立，2011 年 2 月 22 日成功登陆创业板。公司以提供专业音视频整体解决方案起家，上市后通过投资并购等方式做大做强。一方面夯实主业，成为领先的技术服务商；另一方面转型升级，布局版权运营、影视制作、教育等领域。截至 2019 年，其发展可概况为以下四个阶段：
 - 阶段一（2006 年-2013 年）：以广电客户为主的领先的音视频软硬件技术提供商；
 - 阶段二（2014 年-2015 年）：开启转型，积极向版权分销、影视制作等内容端延伸，初步形成“内容+技术”双轮驱动的业务格局；
 - 阶段三（2016 年-2017 年）：整合资源，进军教育，不断完善全媒体融合的新生态。
 - 阶段四（2018 年-2019 年）：加速布局超高清，战略收缩影视业务，逐步出清商誉等问题。

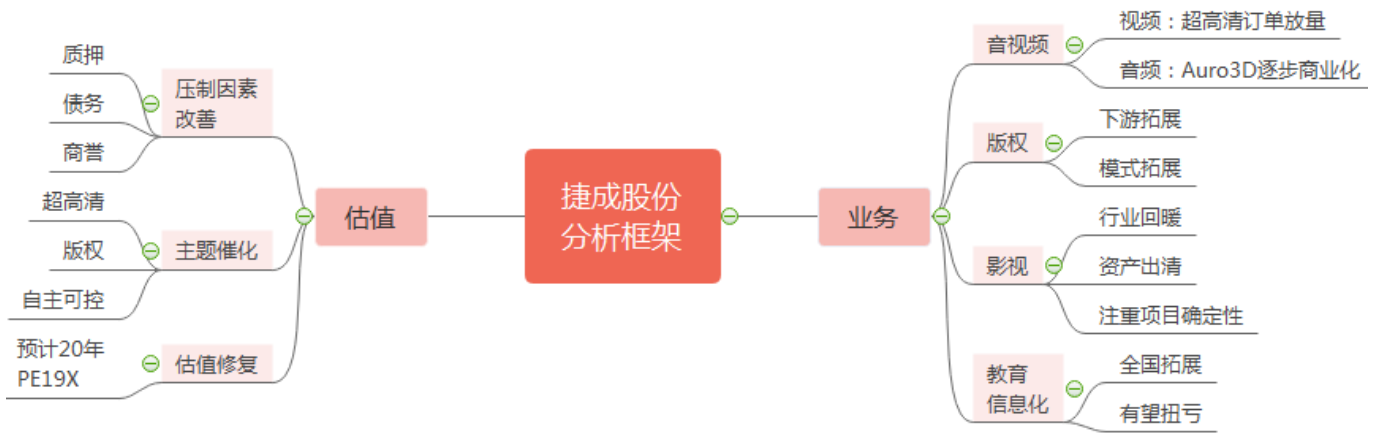
图表 1：捷成股份发展历程



来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- **盈利估值有望迎来双升。**我们认为经历两年的调整，2020 年，公司的发展有望进入新的阶段。一方面，从业务层面来看，音视频、版权运营等业务有望迎来反转；另一方面，商誉、债务、质押等估值压制因素有望得到改善。

图表 2: 捷成股份分析框架

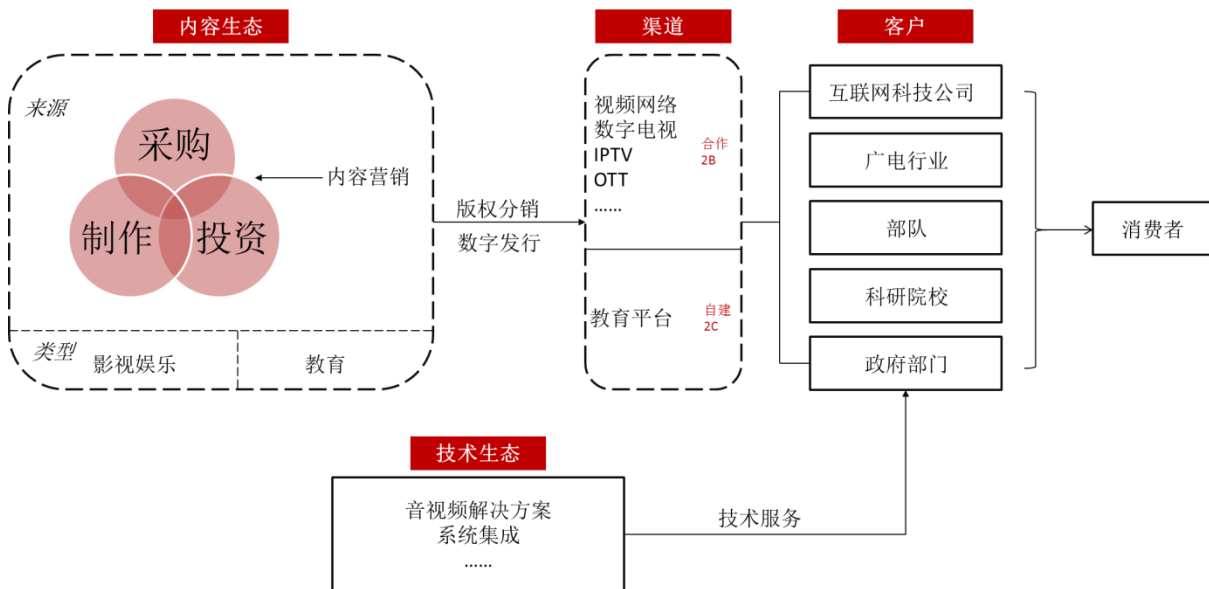


来源：中泰证券研究所

生态体系不断完善，协同优势渐显

- 捷成股份致力于成为具有国际创新技术的数字文化传媒集团，从业务上看已形成“内容+技术”双轮驱动格局；从产业链上看，已完成内容产品的“生产—发行—渠道”布局。公司充分发挥业务间的协同性优势，通过优秀的发行及分销能力与丰富的渠道吸引并获取内容，同时用海量的内容及领先的技术绑定渠道，形成正向循环。

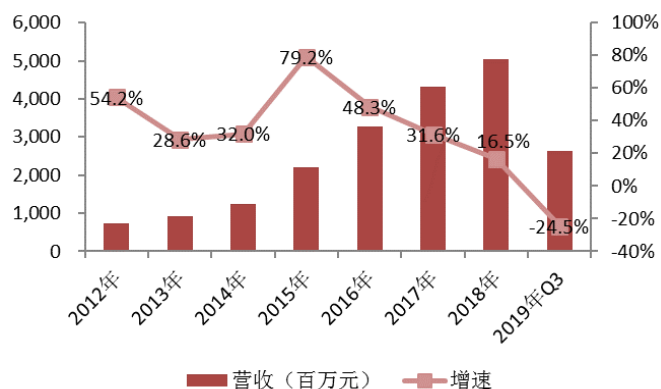
图表 3: 公司的生态产业链



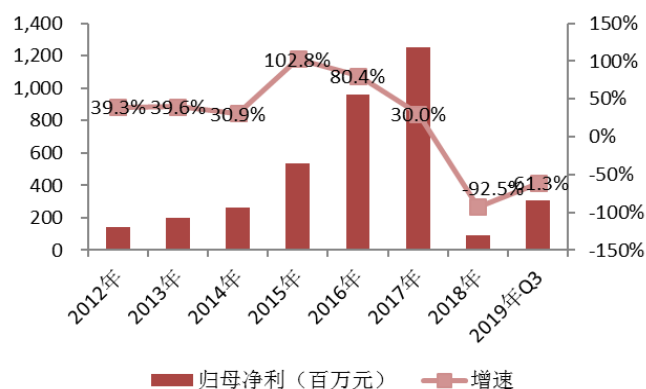
来源：中泰证券研究所

营收利润大幅调整，后续有望逐步改善

- 捷成股份的影视等业务受外部环境及自身资金状况影响，发生较大调整，导致相关资产发生减值，公司整体营收利润都发生大幅调整。

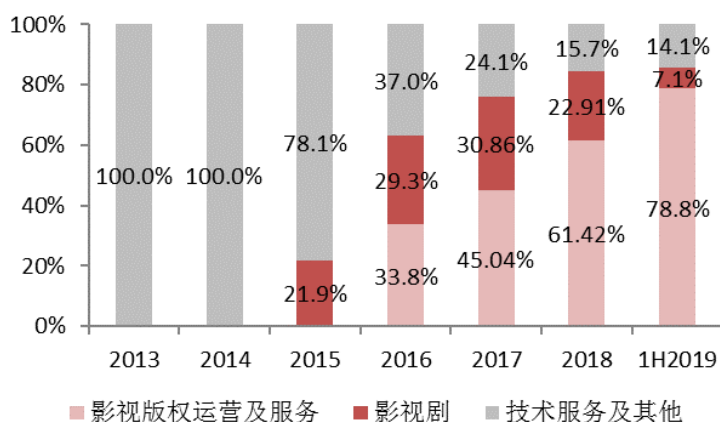
图表 4: 公司营收及增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 公司归母净利润及增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 在原技术类服务业务增长遇到瓶颈之际, 公司及时调整业务结构, 2015 年以来影视、版权等新业务产生贡献, 占比快速提升; 随着影视行业在 2018 年进入寒冬, 公司战略性收缩影视业务, 占比下滑。版权业务营收占比则保持持续上升, 2019 年上半年贡献已接近 80%, 成为公司的支柱业务。

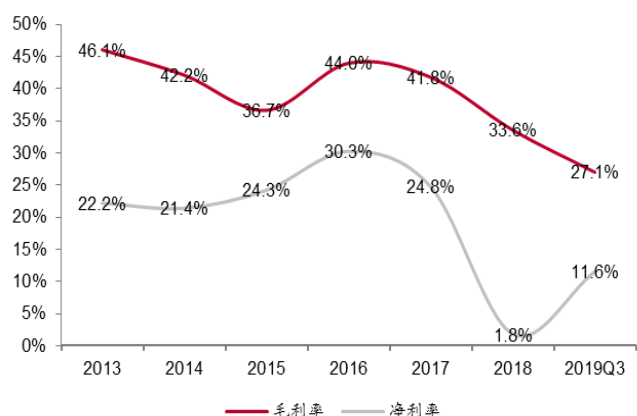
图表 6: 捷成股份业务营收结构变化


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 利润率下滑, 财务费用率上升。
 - 2018 年以来, 公司毛利率与净利率出现明显下滑。毛利率方面, 核心业务影视版权运营因摊销政策等影响, 毛利率正常下滑; 影视业务受大环境影响, 毛利率也出现明显下滑。随着版权业务毛利率趋于平稳, 影视业务触底, 音视频业务受益于超高清, 后续毛利率有望回升。净利率方面, 除了受毛利率、费用率影响, 商誉等资产减值是导致 2018 年大幅下滑的原因。
 - 三费方面, 销售费用率与管理费用率近 5 年稳中有降, 但财务费用率逐年上升, 公司此前在版权业务、影视业务、数字教育等进行了较大投入, 但影视业务回款情况不佳, 公司在资金方面面临压力, 随着版权业务与数字教育进入收获期, 影视业务战略收缩, 财务压

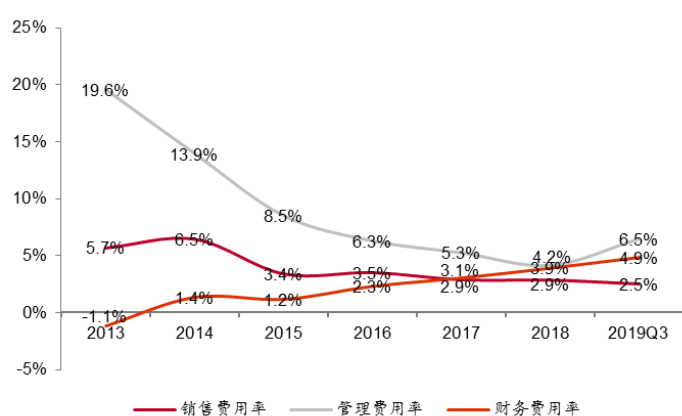
力有望缓解。

图表 7: 公司毛利率净利率情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 公司三费情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

音视频业务: 超高清订单进入放量期, 三维声有望加速商业化

政策推动叠加技术日益成熟, 超高清产业蓄势待发

- **超高清带来更震撼的体验。**与高清 2K 标准相比, 超高清 4K、8K 在分辨率、帧率、位深、色域等参数上均实现了大幅提升, 能够为观看者提供更加精致的画面细节、更加鲜明的层次感、更加丰富的颜色效果等。

图表 9: 准 4K、4K、8K 的技术要求

	阶段	准 4K	全 4K	8K
基本 参数 要求	产业成熟时间	2015-2016 年	2017-2020 年	预计 2020 年-
	分辨率	3840×2180	3840×2180	7680×4320
	帧率	30 帧	60 帧	120 帧
	位深	8bit	10bit	10/12bit
	色域	BT.709	BT.2020	BT.2020
	HDR	SDR	HDR	HDR

来源: 中国联通&华为《5G+8K 技术白皮书》, 中泰证券研究所

图表 10: 4K 与高清图像对比


来源：弱电智能网，中泰证券研究所

政策推动，万亿级产业蓄势待发。

- ▶ 2019 年 3 月 1 日，工业和信息化部、国家广播电视总局、中央广播电视总台三部门联合印发关于《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》的通知，按照“4K 先行、兼顾 8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。其后，各地纷纷发布行动计划，制定出台相应的配套措施，产业发展加速推进。

图表 11: 全国及部分地方发布的超高清产业发展行动计划梳理

政策文件	发布时间	发布机构	目标
《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》	2019/3/1	工业和信息化部、国家广播电视总局、中央广播电视总台	2022 年，我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元，4K 产业生态体系基本完善，8K 关键技术产品研发和产业化取得突破，形成一批具有国际竞争力的企业
《北京市超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》	2019/5/7	北京市经济和信息化局、北京市广播电视局	2022 年有线电视网络落地至少 8 套 4K 超高清频道，北京 4K 电视用户达到 500 万。实现 2022 年北京冬奥会、冬残奥会 4K 超高清电视全程直播，8K 超高清试验直播。

《上海市超高清视频产业发展行动计划 (2019-2022) 》	2019/5/7	上海市经济和信息化委员会、上海市文化和旅游局、上海广播电视台	到 2022 年，上海市超高清视频产业规模突破 4000 亿元。到 2022 年再开通 4 个 4K 专业付费频道，超高清视频自制内容储备量超过 5 千小时，多渠道 4K 版权内容总库存量超过 5 万小时，超高清视频领域专利累计申请超过 3000 项
《湖南超高清视频产业发展行动计划 (2019-2022 年) 》	2019/5/11	湖南省工信厅、省广电局、省通管局、湖南电视台	到 2022 年，湖南省超高清视频产业总体规模有望突破 2000 亿元
《广东省超高清视频产业发展行动计划 (2019-2022 年) 》	2019/5/13	广东省工业和信息化厅、广播电视局	到 2022 年，产业总体规模超过 8000 亿元，建成 3 个世界级超高清视频产业集群。骨干企业 4K 电视机年产量达 4000 万台，4K、8K 电视终端销量占电视总销量的比例分别超过 50%、3.6%，成为全球重要的 4K 芯片、4K 面板、4K 机顶盒生产基地，8K 前端核心设备形成产业化能力。提供 8 套以上 4K 超高清电视频道传输服务，4K 超高清节目储备超过 25000 小时
《深圳市 8K 超高清视频产业发展行动计划 (2019—2022 年) 》	2019/9/16	深圳市工业和信息化局等	到 2022 年，将深圳建设成为具有全球影响力的 8K 技术创新策源地、8K 产业发展高地、“AI+5G+8K”应用先导区，核心产业规模突破 800 亿元，带动相关产业规模达到 4000 亿元

来源：工信部，各地方政府官网，中泰证券研究所

图表 12: 2022 年七省市超高清产业目标规模 (亿元)



来源：七省市超高清产业行动方案，赛迪智库，中泰证券研究所

- 具体来看，《行动计划》按 2020 年与 2022 年提出了两个分阶段目标。预计到 2022 年，我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元。行动目标中对终端设备高动态范围（HDR）、宽色域、三维声、高帧率、高色深等指标提出较高要求。

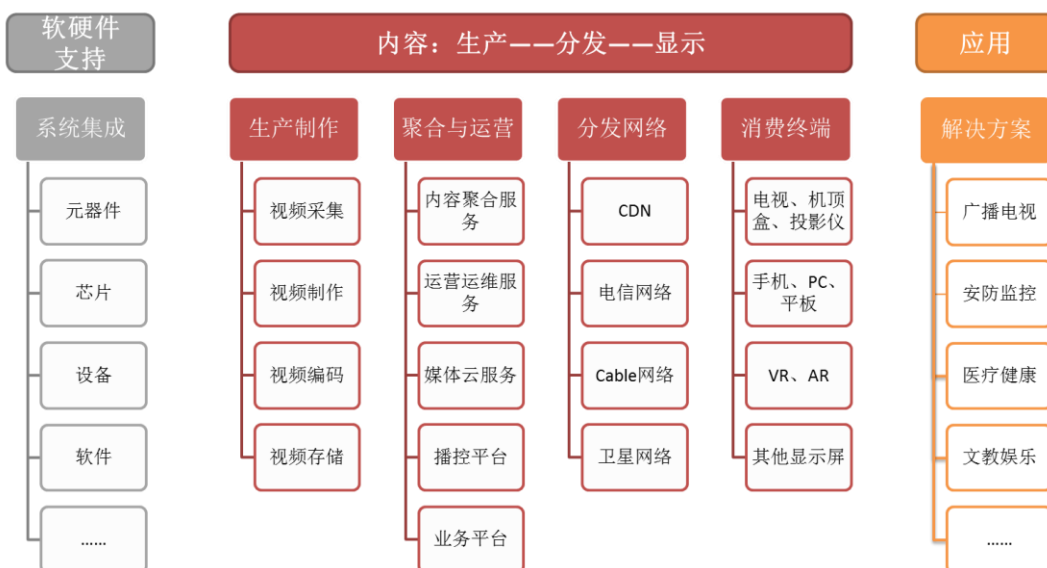
图表 13: 《行动计划》两个分阶段目标

到 2020 年	到 2022 年
4K 摄像机、监视器、切换台等采编播专用设备形成产业化能力;	CMOS 图像传感器、光学镜头、专业视频处理芯片、编解码芯片等核心元器件取得突破, 8K 前端核心设备形成产业化能力;
符合高动态范围 (HDR)、宽色域、三维声、高帧率、高色深要求的 4K 电视终端销量占电视总销量的比例超过 40%;	符合 HDR、宽色域、三维声、高帧率、高色深要求的 4K 电视终端全面普及, 8K 电视终端销量占电视总销量的比例超过 5%;
建立较为完善的超高清视频产业标准体系;	4K 频道供给能力大幅提升, 有线电视网络升级改造和监测监管系统建设不断完善, 实现超高清节目制作能力超过 3 万小时/年;
中央广播电视总台和有条件的地方电视台开办 4K 频道, 不少于 5 个省市的有线电视网络和 IPTV 平台开展 4K 直播频道传输业务和点播业务, 实现超高清节目制作能力超过 1 万小时/年;	开展北京冬奥会赛事节目 8K 制播试验;
4K 超高清视频用户数达 1 亿;	超高清视频用户数达到 2 亿;
在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域开展基于超高清视频的应用示范。	在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域实现超高清视频的规模化应用。

来源:《行动计划》, 赛迪智库, 中泰证券研究所

- 高清视频产业链, 可划分为软硬件层、网络及运营层、内容及应用层, 而从内容相关流程上, 可分为生产—分发—显示三个环节。根据赛迪顾问的预测, 到 2022 年, 内容及应用层的市场规模占比将达 2 万亿元左右, 占据整体市场的半壁江山, 其中广播电视及文教娱乐版块有望达 70%。

图表 14: 超高清视频产业链

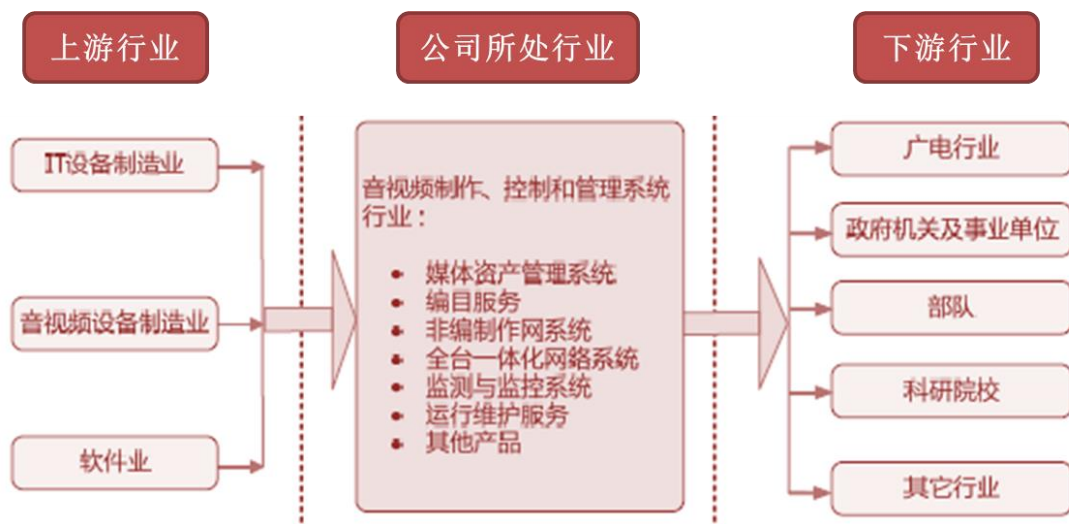


来源: 央视《对话》, 赛迪顾问, 中泰证券研究所

技术领先，受益于广电超高清高速发展

- **音视频解决方案服务商，超高清升级驱动新一轮增长。** 音视频业务是公司的传统主业，主要服务广电、部队等客户。公司把握广电行业在 2010 年前后开始的标清转高清、数字化网络化的红利，实现高速增长，成功于 2011 年上市。随着超高清产业发展不断推进，公司有望迎来新一轮的红利。

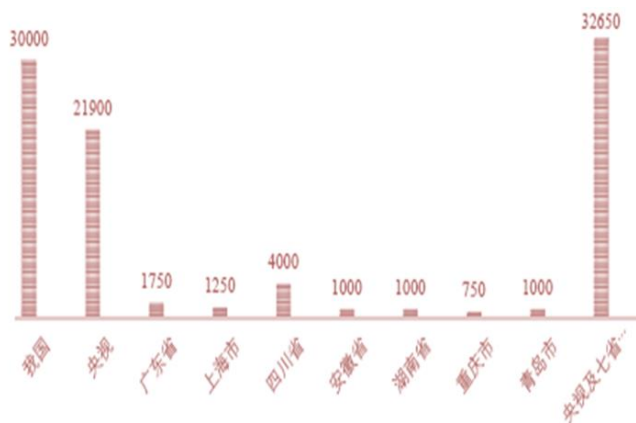
图表 15：公司音视频业务所处行业及上下游关系



来源：招股书，中泰证券研究所

- **赛道优良。** 公司为广电客户提供超高清解决方案，是目前超高清领域最为优质的细分赛道：
 - 商业模式清晰；
 - 政策及政府支持广电超高清发展；
 - 广电客户拥有财政支持，付费能力较强。

图表 16：央视和七省市 2022 年目标 4K 节目制作能力（小时/年）



来源：各地方超高清产业行动方案，赛迪智库，中泰证券研究所

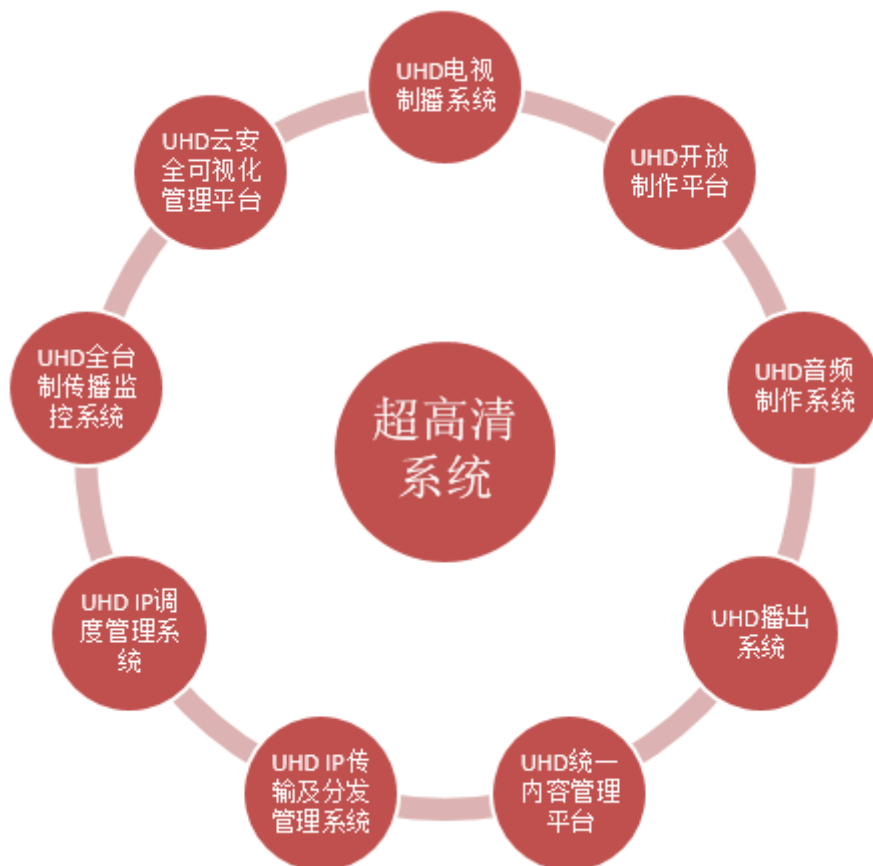
图表 17：2022 年央视和七省市目标频道数量（个）

名称	2022 年目标 4K 频道数
央视	15
广东省	4
上海市	4
安徽省	≥1
湖南省	≥1
重庆市	2-3
青岛市	2
央视及七省市总计	≥29

来源：各地方超高清产业行动方案，赛迪智库，中泰证券研究所

- **技术领先，布局超前。**作为国内广电音视频技术解决方案的领先企业，捷成股份在 2016 年前后就开始布局 4K 超高清视频技术业务，参与了多个超高清视频的相关标准起草，目前已参与央视等多个 4K 项目。
 - 截至 2019 年上半年，公司已获国家知识产权局授予专利主要有 29 项，过去两年每年新增的软件著作权在 20-40 项。超高清系统方面，打造了涵盖了广电超高清“采、编、播、管、存”全流程的整体解决方案。

图表 18: 捷成股份在超高清领域的相关产品



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 捷成打造的超高清系统获得多个奖项，2019 年中标央视多个 4K 项目，参与了春晚、70 周年阅兵等央视几十档 4K 节目任务。

图表 19: 捷成超高清相关的案例

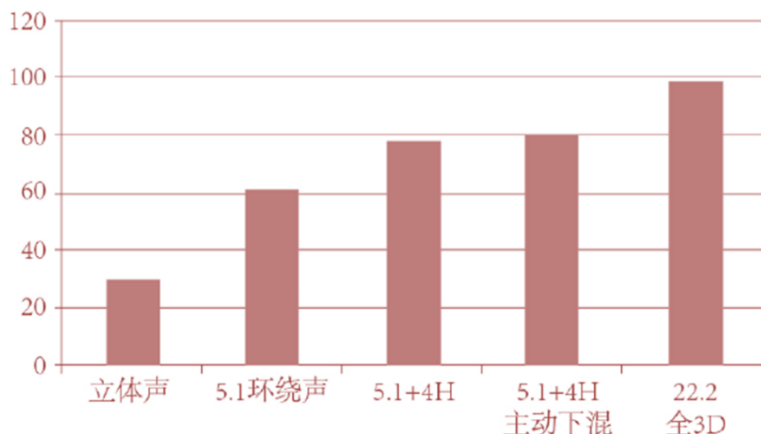


来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

牵头三维声标准草案编写，商业化进程不断推进

- 为加快高质量视听内容创作与供给，并为关注带来更完美的沉浸式及交互式视听体验，除了对超高清视频产业的支持，各国还加速推进新一代声音标准的制定。新一代三维声在整体音质方面得到进一步提升。
 - 2014年，美国高级电视系统委员会 (ATSC) 发布公告征集下一代广播电视音频系统标准方案。
 - 中国在2016年5月就发布了《3D Audio 技术需求草案》、《3D Audio 测试方案草案》、《工作章程》以及《IPR 政策草案》四份文件，并于当年9月面向全球启动提案征集。工信部与广电总局将超高清产业列入2018年重点工作计划，并明确指出：接收终端应支持三维声标准。

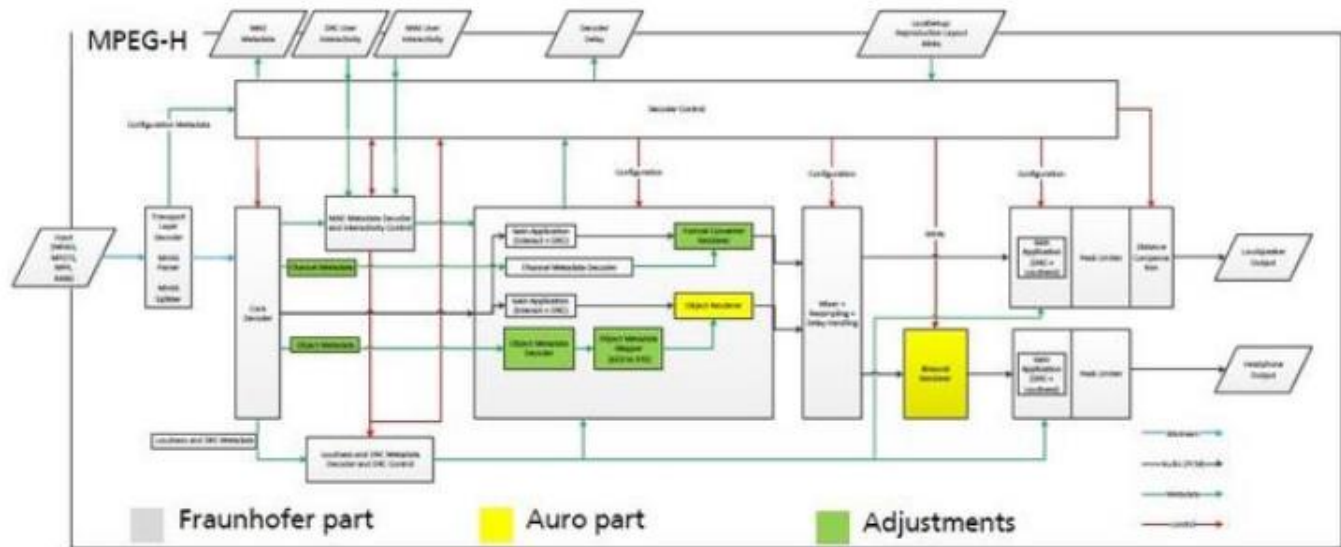
图表 20: 整体音质效果评分 (分)



来源:《MPEG-H 电视音频系统及国际标准化发展》, 中泰证券研究所

- 以音视频技术起家的捷成股份, 于 2016 年 2 月投资 AURO TECHNOLOGIES 20% 股权, 加速在音频标准方面的布局。AT 是一家诞生于比利时、全球领先的音频技术公司, 拥有一系列专利, 包括新一代三维声标准 Auro-3D。
- 由捷成牵头, 与德国 Fraunhofer IIS 等机构合作制定的中国三维声标准 (草案) 在 2018 年世界杯期间, 顺利完成了在广电系统中的实时全链路验证性测试工作。经过历时三年的提案、测试、评审、确定技术方案等环节, **目前已编写完成, 处于在审过程, 有望于年内发布**。该方案中, 三方主要提供如下环节的技术:
 - 捷成股份/Auro: 制作、渲染部分技术专利;
 - Fraunhofer IIS: 编解码、传输部分技术专利。
- 下图是 Fraunhofer IIS 与捷成/Auro 合作, 为中国 3D 音频标准定义的解码器。图中白色区域为 Fraunhofer IIS 的 MPEG-H, 黄色部分是捷成/Auro 做的一些调整适合中国应用, 绿色部分是通过调整将捷成世纪与 Fraunhofer IIS 系统的整合。

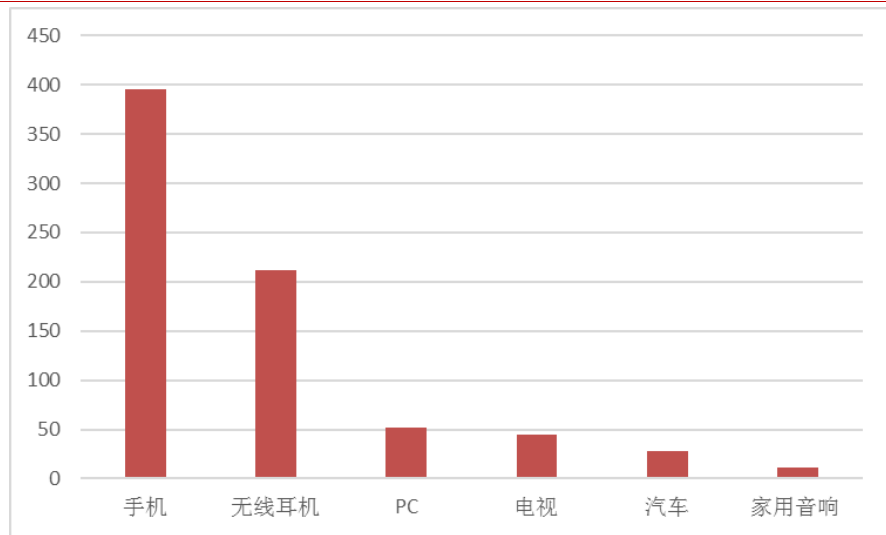
图表 21: 三方合作为中国 3D 音频标准定义的解码器



来源：Fraunhofer，中泰证券研究所

- **商业化有望加速，未来空间可期。**该标准正式颁布后，有望以更好的效果及更低的价格，实现进口替代，广泛用于电脑、手机、平板电脑、机顶盒、汽车音响等发声器材上，市场空间巨大。捷成股份作为三维声标准的专利持有方之一，将会对相关标准使用主体收取相关专利使用费。

图表 22: 三维声潜在应用产品 2018 年中国销量 (百万台/只)



来源：wind, Canalis, 中汽协，中泰证券研究所

版权业务：卡位优势明显，下游拓宽，模式拓展

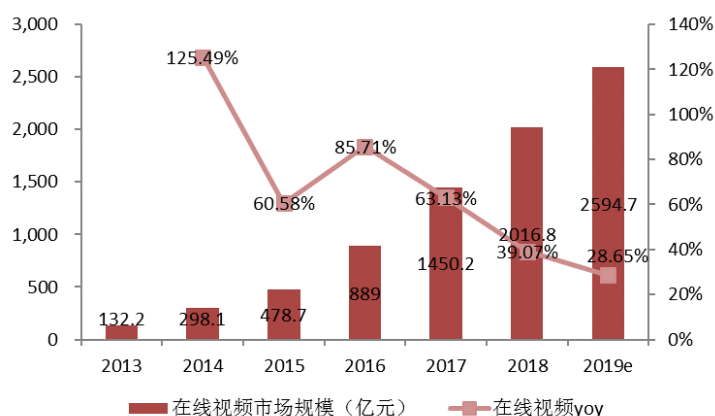
下游需求景气，龙头地位稳固

- **下游需求景气。**捷成华视网聚主营业务为影视版权运营，下游主要为视频网站、IPTV、OTT、手机视频等新媒体。下游网端近些年持续扩容，

对优质影视内容需求旺盛，随着用户付费习惯养成、付费率提升，捷成下游客户付费能力不断增强。

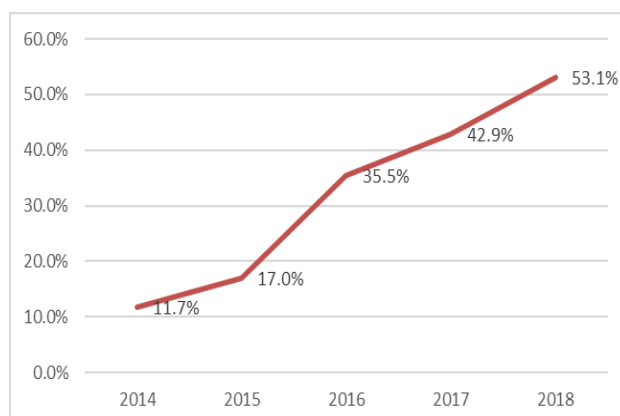
- 根据《中国传媒产业发展报告(2019)》，在线视频市场规模在2018年第一次超过广播电视，从2013年的132.2亿元激增至2018年的2016.8亿元。
- 付费用户比例快速提升，从2014年的11.7%提升至2018年的53.1%。截至2019年Q3，爱奇艺总订阅用户数1.058亿户，同比增长31%，腾讯1.002亿户，同比增长22%。

图表 23: 在线视频市场规模情况



来源:《传媒蓝皮书:中国传媒产业发展报告(2019)》,比谷咨询,中泰证券研究所

图表 24: 网络视频付费用户占比

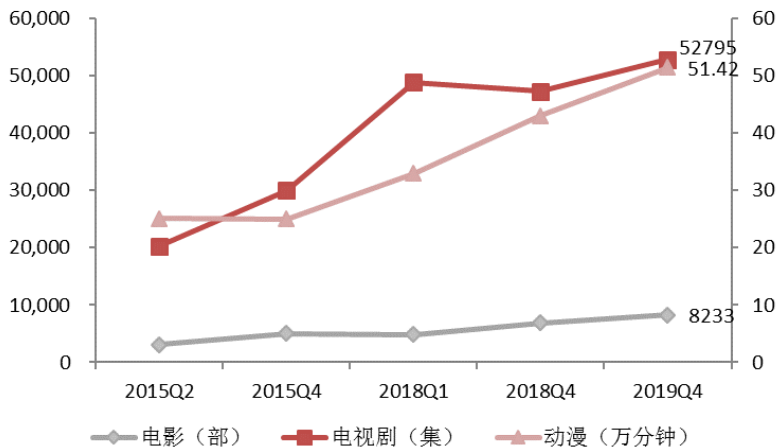


来源:《传媒蓝皮书:中国传媒产业发展报告(2019)》,中泰证券研究所

- 从新媒体渠道端来看，视频网站以形成了以爱奇艺、腾讯视频、优酷土豆三家为首的第一梯队，虽然对于新的头部内容它们会选择直接采购或自制，但是第一梯队视频网站对于过去的存量版权内容、长尾版权内容以及采购版权内容二轮及以后的分销依然有巨大的需求。
 - (1) 第一梯队视频网站每年在内容端的投入持续高增，虽然加大了自制剧的开发与头部剧的采购，但比例仍然较小。作为综合型的平台，为满足不同类型用户的需求，仍需大量采购版权内容。
 - (2) 对于第一梯队视频网站来说，头部内容可以吸引流量，但要增加用户黏性及忠诚度，基础的版权库必不可少。许多经典的影视作品依然能够保持较高的播放量，从类型上看，经典电视剧作品播放量相对平稳，经典的电影会受到续集上映等事件性影响，短期出现爆发式增长。
- 捷成华视网聚影视版权储备存量与增量领跑市场。华视网聚目前是国内最大的影视版权运营与分销平台，拥有全国最大的影视版权库。
 - 存量方面:截至2019年底,公司集成新媒体电影版权8233部,电视剧1645部、52795集,动画片1041部、计514217分钟。根据公司2017年年报数据,公司下游各平台非独家内容累计约60%的份额由华视网聚提供,近两年公司版权内容不断充实,竞争力持续增强,我们认为这一份额有望保持或提升。

- **增量方面：**公司近3年来，每年新采购院线电影180-230部，占当期新增院线上映影片数量50%以上；年采购卫视黄金档新剧30-100部，占卫视黄金档同步剧市场30-40%；年采购动画10-20万分钟。

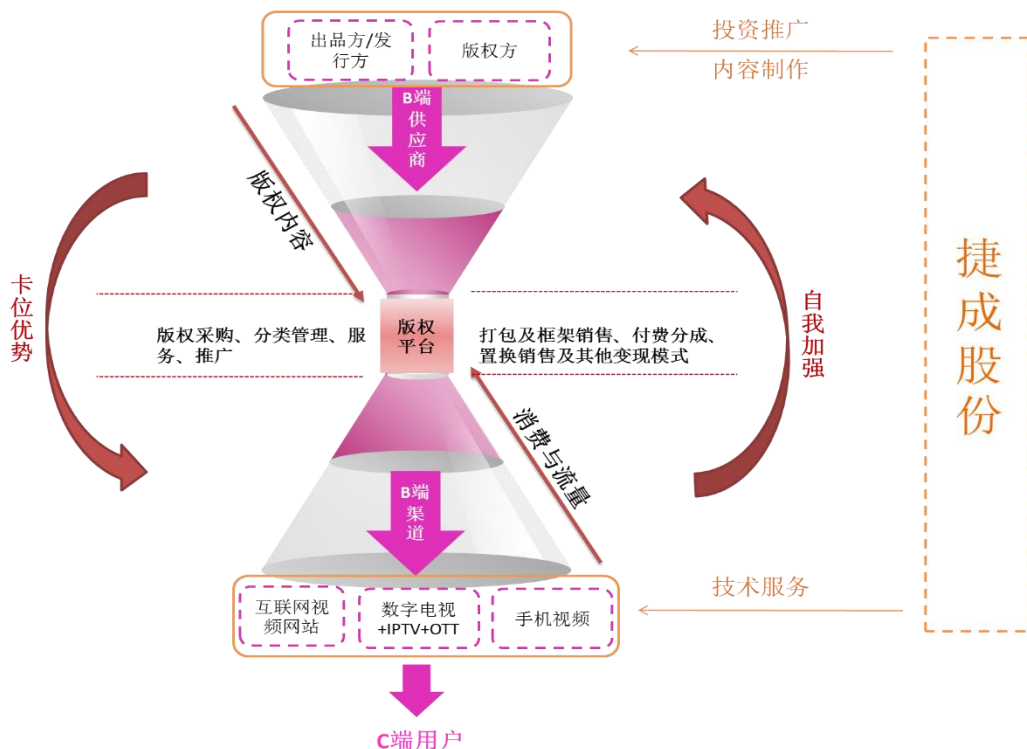
图表 25：捷成华视网聚拥有的影视内容版权数量



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **卡位优势渐显。**华视网聚的商业模式是漏斗形的平台型模式，上游是众多的版权内容制作方，下游是新媒体渠道。目前公司上下游已积累起足够的供应商和客户，公司拥有国内最大的影视版权库，在院线电影、电视剧、动漫领域市占率较高，平台逐步形成卡位优势。

图表 26：华视网聚的商业模式



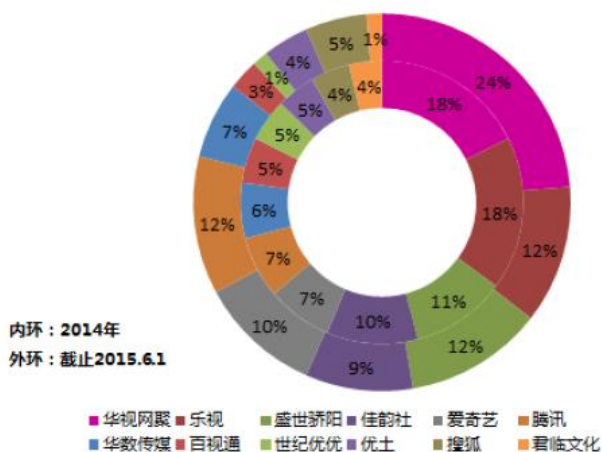
来源：中泰证券研究所

■ **龙头地位稳固。**

- 华视网聚成立于2010年1月，经过多年的积累，在2014年前后便已成为影视版权分销领域的龙头。根据艺恩咨询的数据，公司2014年在电视剧与电影版权采购数量市场份额分别达18%与32%，领跑全市场。

图表 27: 2014-2015 电视剧版权采购数量份额

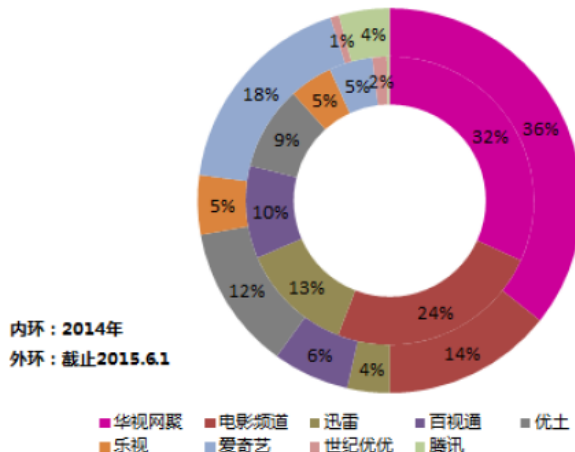
2014-2015年电视剧版权采购数量份额



来源：艺恩咨询，公司公告，中泰证券研究所

图表 28: 2014-2015 电影版权采购数量份额

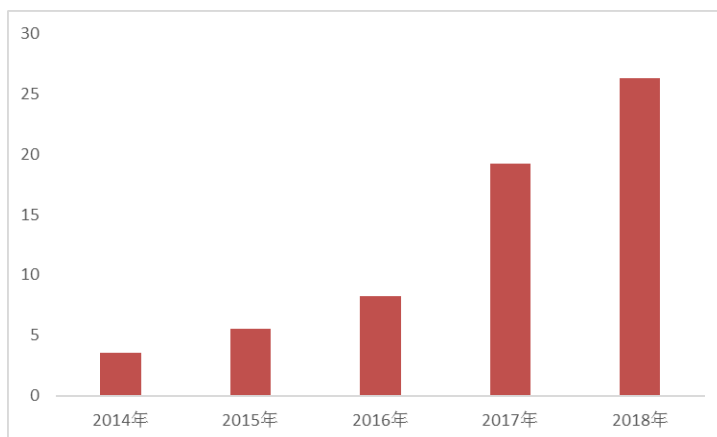
2014-2015年电影版权采购数量份额



来源：艺恩咨询，公司公告，中泰证券研究所

- 2015年底，华视网聚正式成为捷成股份旗下成员，在上市公司的支持下，华视网聚加大投入，市占率稳步提升，并与上市公司的影视制作、技术服务等业务形成良好的协同，逐步构筑竞争壁垒。

图表 29: 华视网聚采购版权投入金额 (亿元)

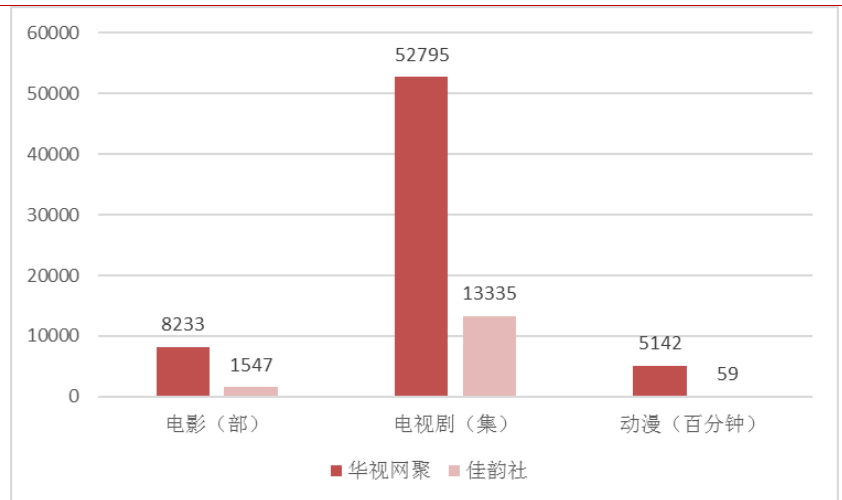


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 从捷成股份收购华视网聚至今，影视版权行业发生了较大的变化。一方面，华视网聚加大投入，在存量与增量版权方面领跑市场，不断筑高竞争壁垒；另一方面，此前处于第一梯队的竞争对手盛世

阳、乐视均出现了经营问题，两家许多版权被华视网聚买下，进一步确立了公司的行业龙头地位。目前，公司在行业的主要竞争对手为华策影视旗下的佳韵社。

图表 30: 华视网聚与佳韵社版权内容数量对比

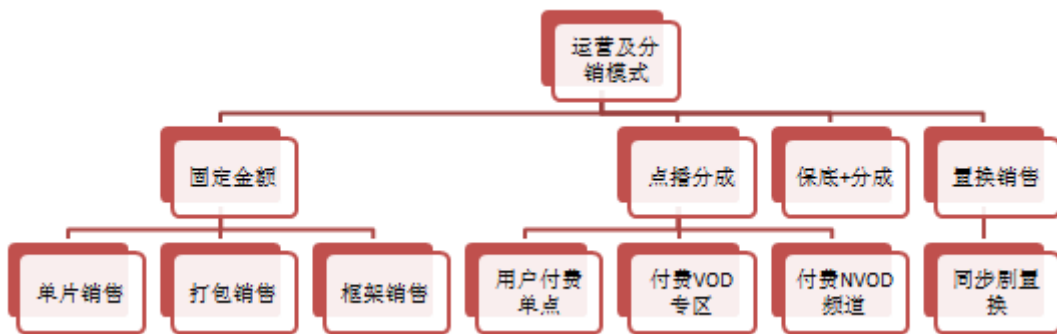


来源：公司公告，佳韵社官网，中泰证券研究所

运营创造价值，业务持续性增强

- 区别于普通的版权分销业务，华视网聚不是简单的低买高卖，而是更加注重内容运营所产生的附加值，为供应商及客户提供多样化的服务。
 - 华视网聚按照首轮销售金额可覆盖采购成本的策略进行采购，采购的“独家”版权期限为 5 至 10 年，授权给下游新媒体企业一般为 1 至 2 年。华视网聚将采购版权以单片及片库形式进行多渠道、多频次、多轮数的数字化分销，最大化已采购版权的可实现收益。

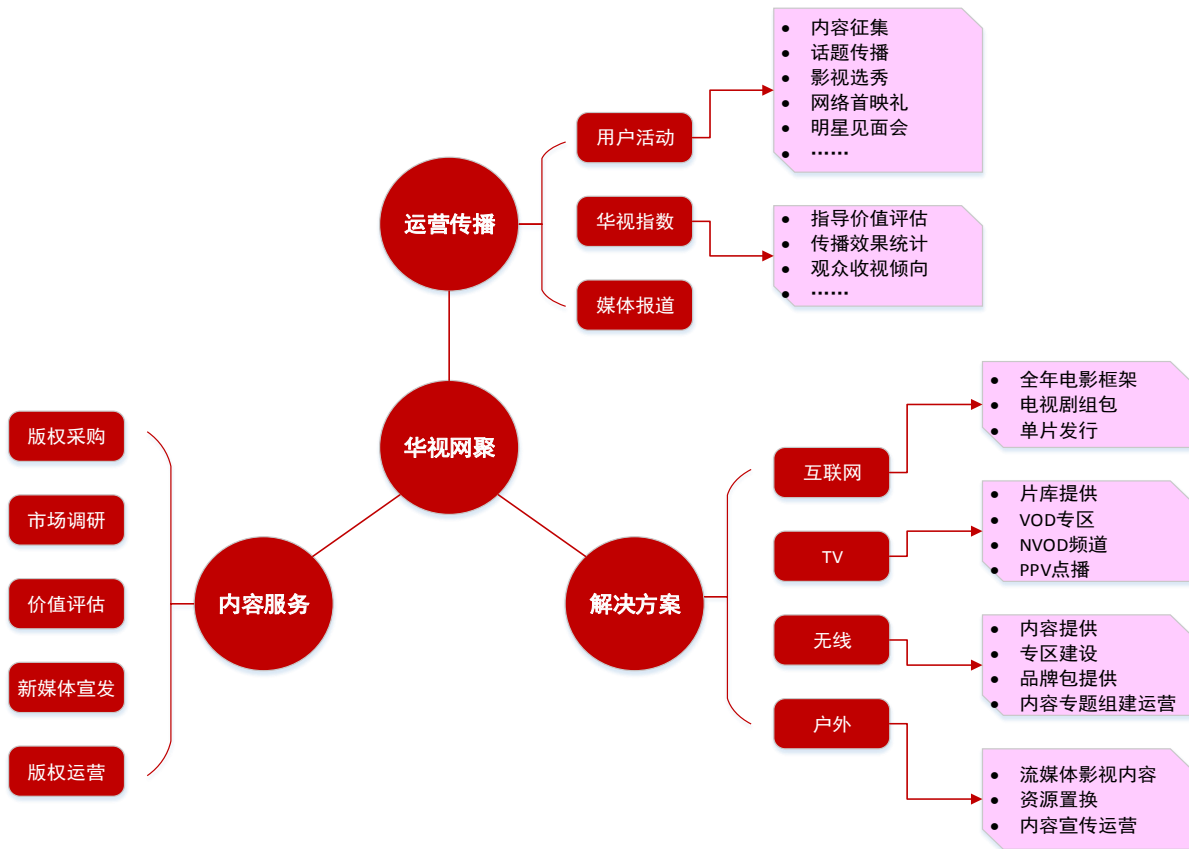
图表 31: 捷成股份的分销模式



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 华视网聚为上游的内容供应商及下游的渠道客户提供多元化的服务，建立起长期稳固的合作关系，共同分享收益。

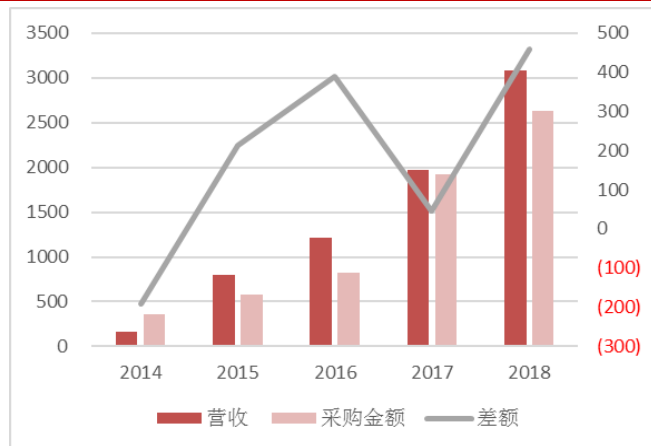
图表 32: 华视网聚为上下游提供多元化服务



来源：华视网聚官网，中泰证券研究所

- **业务可持续性不断增强，现金流状况不断改善。**一方面，行业下游需求旺盛，华视网聚已成为行业龙头，随着竞争格局改善，公司的竞争壁垒逐步加强；另一方面，华视网聚经历此前的投入期，现金流状况大幅改善，可以从以下两个方面体现：
 - 从华视网聚层面来看，公司的投入产生了更高的价值。其营业收入规模相对于版权采购金额增长更快；

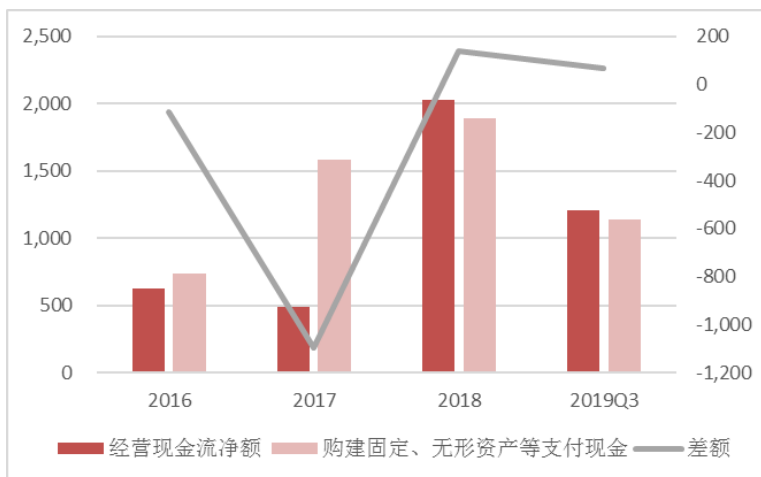
图表 33: 华视网聚营收及版权采购状况 (百万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 从上市公司现金流角度看，公司经营现金流相对投资现金流逐步改善。版权采购资金投入主要体现在投资活动现金流出项下的“购建固定、无形资产等支付现金”科目，经营净现金流与购建固定、无形资产等支付现金的差额在处于投入期的 2017 年达到最低点，超 -10 亿，2018 年转正，我们认为公司在现金流层面已进入收获期。

图表 34: 捷成股份经营现金流情况 (百万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

下游拓宽，模式拓展

- 下游视频入口不断拓宽。
 - (1) **智能手机等硬件厂商**在逐步加大版权投入，华为、小米、OV 等厂商每年手机出货量上亿台，积累起了雄厚的用户基础，采购版权可以为用户提供丰富的内容，并提升在软件端的盈利能力；
 - (2) **今日头条等新的流量入口**布局版权内容，希望为观众提供更多更优质的版权内容，头条系的西瓜视频已与华视网聚达成版权合作；

图表 35: 华为视频采购版权内容



来源: 华为视频, 中泰证券研究所

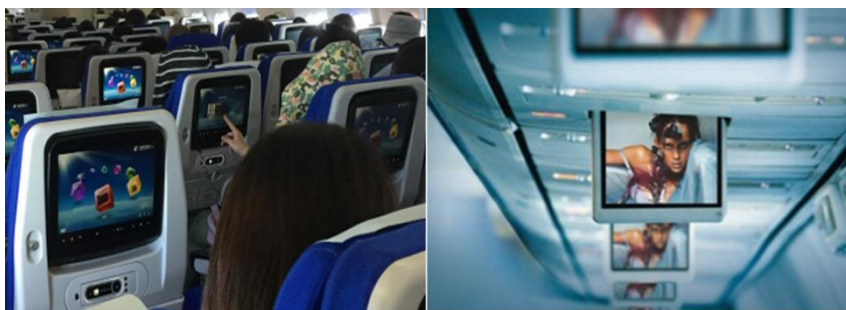
图表 36: 西瓜视频与华视网聚达成版权合作



来源: 西瓜视频, 中泰证券研究所

- (3) 华视网聚积极推动**户外影视传播**, 与户外楼宇液晶、酒店 VOD、移动电视、高铁/飞机影视等各类公共渠道平台开展合作, 提供影视公关传播、广告推广、内容提供、效果监测等多元化服务。

图表 37: 华视网聚与飞机等渠道开展合作

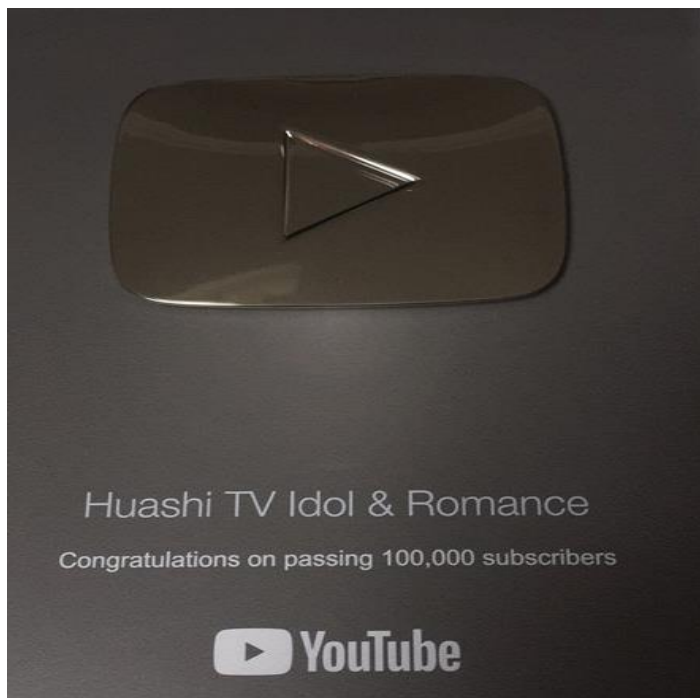


来源: 华视网聚官网, 中泰证券研究所

- (4) 华视网聚积极扩展**海外发行**等新的渠道。2019 前三季度, 公司发行《九州缥缈录》《逆流而上的你》《陆战之王》等国内一线作品。节目销售全面占领东南亚市场, 并成功与 Netflix 签约合作。获得国家商务部、财政部、中宣部、文化和旅游部、广电总局五部委

评选的“国家级文化出口重点企业”。YouTube 平台不断创新，旗舰频道“捷成华视—偶像剧场”订阅突破 100 万，成为 YouTube 金牌频道，并且相继上线了越南语、阿拉伯语、泰国语、印尼语等小语种频道。

图表 38: 华视网聚荣获 YouTube 颁发的银质奖章



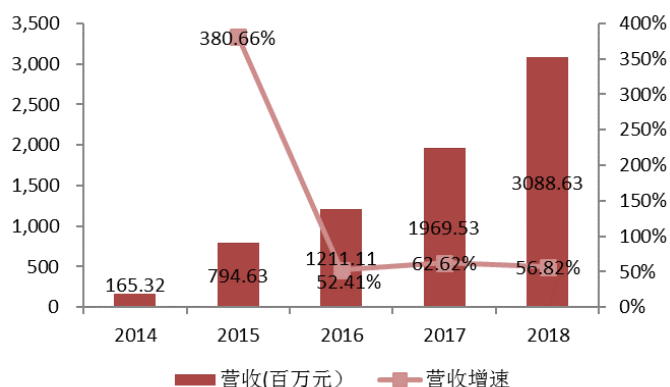
来源：华视网聚官网，中泰证券研究所

■ **模式不断拓展。**

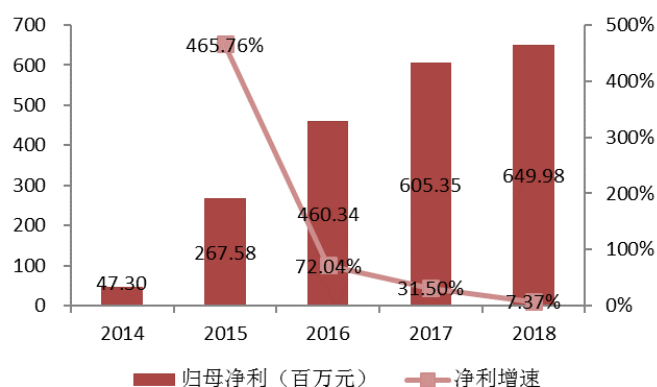
- 一方面，公司在于下游客户的合作模式上不断拓展，此前主要的合作模式是片库授权，近两年来开始加大联合运营模式的布局，2018 年底，公司与华为达成长期战略合作关系，成为华为视频国产电影、电视剧、动画内容联合运营合作伙伴，协助华为执行引入第三方内容，共享内容投资回报与商业增值。同时公司努力拓展与电信、联通等运营商的联合运营合作。
- 另一方面，在内容方式上紧跟潮流，为下游客户提供版权内容的短视频剪辑服务等。

利润有望持续释放

- **营收高增，利润有望持续释放。**华视网聚营收与利润保持了多年高速增长，2014-2018 年营收年均复合增速为 107.9%，净利年均复合增速为 92.54%。

图表 39: 华视网聚营收情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 40: 华视网聚净利情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **营收净利增速有望逐步匹配, 毛利率将趋于平稳。**华视网聚在 2017-2018 年净利增速显著低于营收增速, 我们认为主要由于两个因素影响导致毛利率下降, 后续增速将陆续匹配。
- **(1) 增加了头部剧的采购与贸易。**头部剧通常体量较大, 由于竞争激烈, 毛利也相对较低。近两年随着影视剧行业回归理性, 影视剧的成本与收入回落, 头部剧影响将逐步降低。
- **(2) 摊销政策导致毛利率逐年下降, 5 年后将趋于平稳。**摊销政策方面, 公司 5 年以上的版权采用 5:2:1:1:1 的方式, 前两年已计提大部分成本, 公司采购版权多为 7-10 年, 一部版权 5 年后的收入都将作为经营利润。经营策略方面, 公司争取做到当年采购版权创造收入可以覆盖当年版权采购投入, 片库创造利润及正现金流。为方便理解, 可以把版权业务划分为贸易业务与运营业务:
 - 贸易业务: 当年采购并在当年创造收入的业务作为贸易业务。
 - 运营业务: 1 年以上的版权内容进入片库, 通过片库运营赚取收入的业务作为运营业务。
- 根据华视网聚的经营策略, 从现金流角度看, 贸易业务现金流为 0, 而运营业务为公司创造正现金流; 从毛利率角度看, 按照摊销政策, 贸易业务长期毛利率为 0, 运营业务贡献净利。假设每年采购金额相同且实现公司的运营策略, 则公司毛利率逐年下降, 5 年后毛利率趋于平稳。

图表 41: 假设每年采购金额不变且实现公司经营策略情况下的贸易业务毛利率测算

采购时间 \ 摊销时间	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	第8年	第9年
第1年	50%	20%	10%	10%	10%				
第2年		50%	20%	10%	10%	10%			
第3年			50%	20%	10%	10%	10%		
第4年				50%	20%	10%	10%	10%	
第5年					50%	20%	10%	10%	10%
.....					
成本占收入比	50%	70%	80%	90%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率	50%	30%	20%	10%	0%	0%	0%	0%	0%

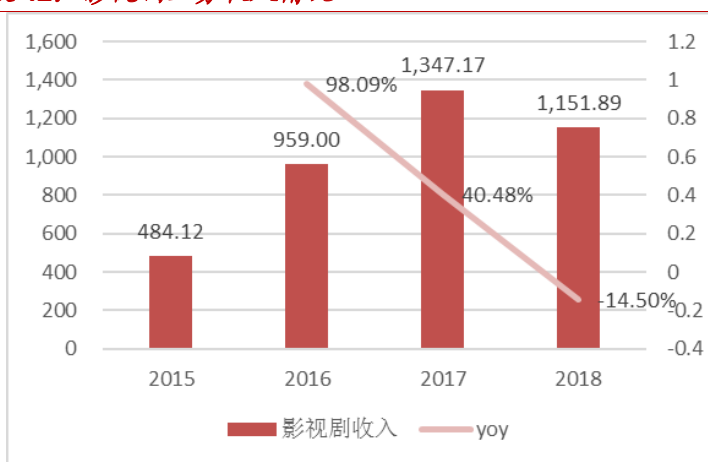
来源：中泰证券研究所

其他业务：影视战略收缩，数字教育进入收获期

影视：战略收缩，注重确定性

- **影视业务近两年受到冲击。**2018年以来，公司影视制作业务受到行业政策收紧、乱象整治的大环境及资金状况等因素影响，出现收入下滑、资金回收困难、收入与成本错配等问题，公司开始战略性收缩影视业务。

图表 42：影视剧业务收入情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **影视业务商誉风险逐步出清。**随着影视业务的下滑，公司在2018年全额计提了中视精彩、部分计提了瑞吉祥的商誉减值。2019年，根据公司发布的年度业绩预告，影视业务净利润预计出现上市公司上市以来首次亏损，公司预计将再次对影视业务进行商誉减值，其中预计瑞吉祥计提商誉减值准备约9.4亿元，预计瑞吉祥计提6.7亿元，合计约16.11亿元。经过两年的商誉减值，影视业务商誉风险已基本出清。

图表 43：捷成股份三家影视子公司的商誉情况

公司名称	收购时间	持股比例	收购金额 (亿元)	产生商誉 (百万元)	商誉减值(百万元)		商誉账面余额 (百万元)
					2018年	2019年	
中视精彩	2015年6月	100%	9.11	751.76	751.76		0
瑞吉祥	2015年6月	100%	11.7	1016.35	76.01	940.33	0
星纪元	2016年4月	90%	15.85	789.1		670.74	118.36

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **战略性收缩，注重确定性与安全性。**经历近两年行业的深度调整，公司对影视业务实施战略性收缩，更加注重业务的确定性与安全性，谨慎投资，强调资金的回收。公司参与的影视项目在2019年播出情况如下：

图表 44: 公司参与的影视剧在 2019 年播出情况

序号	剧名	播出平台	首播时间	备注
1	《义海》	安徽卫视	2019年1月17日	导演: 祝东宁; 主演: 李健、林江国
2	《国宝奇旅》	江苏卫视、浙江卫视、爱奇艺、优酷视频、腾讯视频	2019年2月6日	导演: 程箐、廖楚戈; 主演: 刘烨、袁姗姗、张瑞涵、秦杉、刘思彤
3	《刘家媳妇》	央视八套	2019年2月12日	导演: 黄力加; 主演: 闫学晶
4	《面具背后》	央视八套	2019年4月1日	导演: 沈雷; 主演: 陈晓、景甜、何明翰、秦杉
5	《一场遇见爱情的旅行》	江苏卫视、浙江卫视、爱奇艺、优酷视频、腾讯视频	2019年4月20日	导演: 毛卫宁; 主演: 陈晓、景甜、何明翰、秦杉
6	《水浒》	山西卫视、吉林卫视	2019年6月29日	导演: 鞠觉亮; 主演: 张涵予、李宗翰
7	《台湾往事》	东南卫视、江西卫视	2019年7月5日	导演: 崔亮; 主演: 左小青、刘以豪
8	《七月与安生》	爱奇艺	2019年7月22日	导演: 崔亮; 主演: 陈都灵、沈月、熊梓淇等
9	《上道》	爱奇艺	2019年8月7日	导演: 唐迪; 主演: 向佐、贡米
10	《陆战之王》	东方卫视、浙江卫视、腾讯、优酷	2019年8月26日	导演: 康洪雷; 主演: 陈晓、王雷
11	《亲·爱的味道》	江苏卫视、爱奇艺、腾讯视频	2019年9月10日	导演: 陈铭章; 主演: 陆毅、郭采洁、炎亚纶等
12	《国家孩子》	央视8套	2019年9月26日	导演: 巴特尔; 主演: 曹艳艳、傅程鹏、尚紫韵、熊睿玲

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

数字教育: 逐步进入收获期, 有望扭亏为盈

- 在数字教育板块, 捷成数字教育云平台定位于区域级 K12 在校教育。**平台侧重教育教学, 涵盖教务管理、教研管理, 同时为平台用户提供教育资源类的多种服务。通过将在校教育与互联网在线教育结合起来实现教育行业的“互联网+”。捷成数字教育云平台于 2014 年在黑龙江省牡丹江市正式落地, 现已覆盖全市 70% 的师生与家长。随后, 捷成数字教育云平台向全国拓展, 先后在江苏无锡、四川宜宾、湖南株洲等地复制推广。

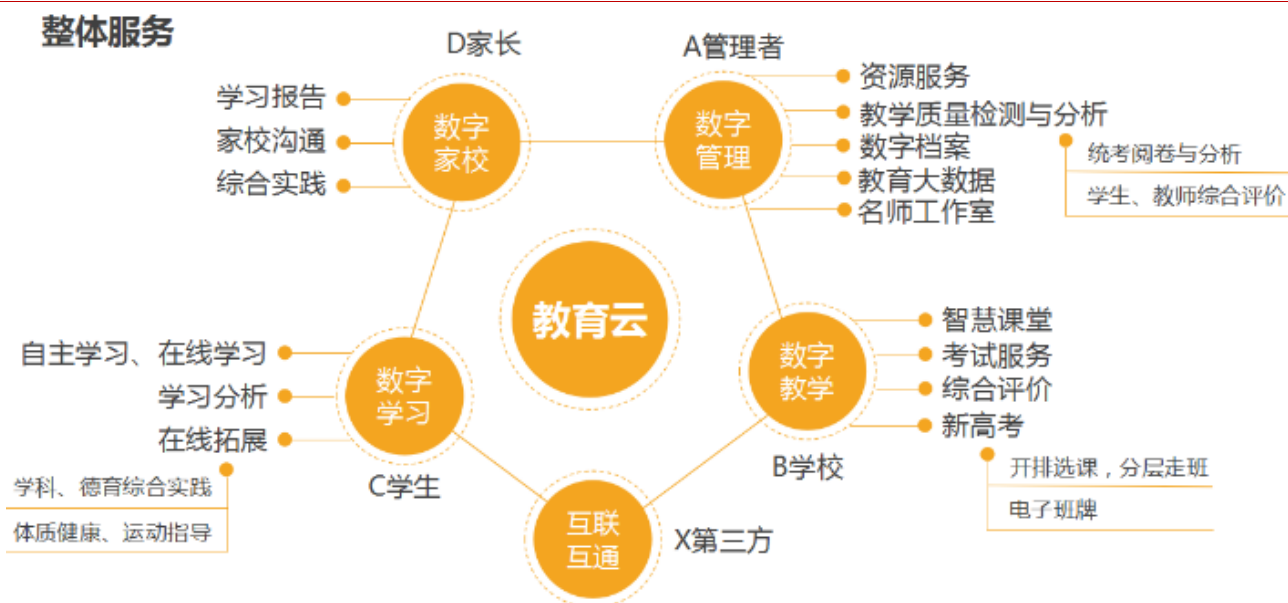
图表 45: 捷成教育云平台架构



来源: 捷成教育云官网, 中泰证券研究所

- **教育业务快速发展。**2019 上半年,捷成数字教育云平台新增衡水、桂林、唐山、乌兰察布、十堰等十几个签约城市或地区,已在四十多个城市的中小学进行捷成智慧教育云平台、智慧校园、在线课堂、教育院线等应用的推广普及和试点,面向全国 K12 教育领域的合作共建模式已初具规模。具体数据方面,捷成数字教育云平台新增 1500 多所中小学,新增 180 万师生和家长用户。累计覆盖学校达 5600 多所,周活用户已达到 450 万以上,部分城市已实现教育服务收入。我们认为公司在数字教育领域经过多年投入与培育,逐步进入收获期,有望在 2020 年实现扭亏为盈。

图表 46: 捷成教育云提供的服务



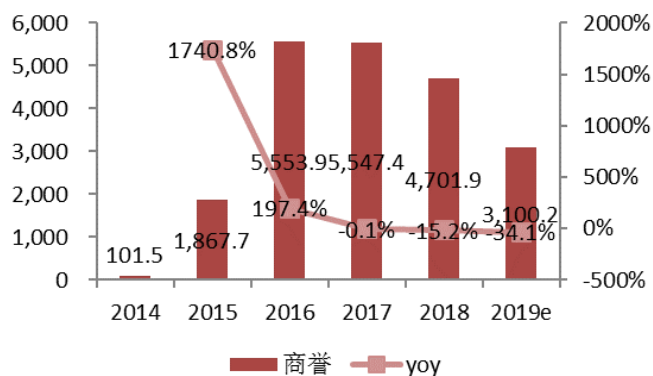
来源: 捷成教育云官网, 中泰证券研究所

估值压制因素改善

■ 商誉减值风险逐步出清。

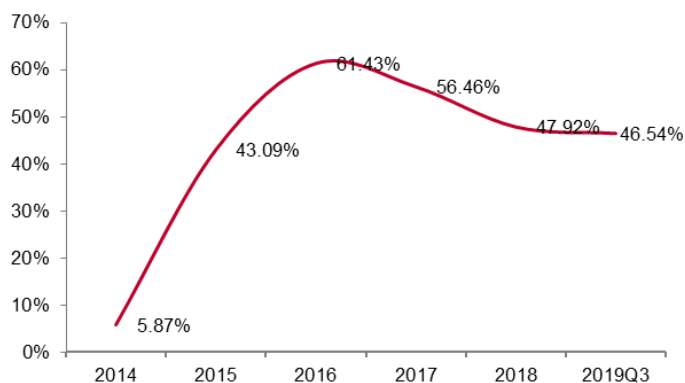
- 捷成股份在 2015-2016 年期间通过并购进行转型升级，导致商誉规模大幅增长，2016 年商誉规模达到近 56 亿元，商誉净资产比超 60%。随着 2018-2019 年计提商誉减值，预计商誉账面规模回落至 31 亿元，商誉净资产比有望降至 40% 以下，后续计提减值风险大大降低。

图表 47: 捷成股份商誉情况 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

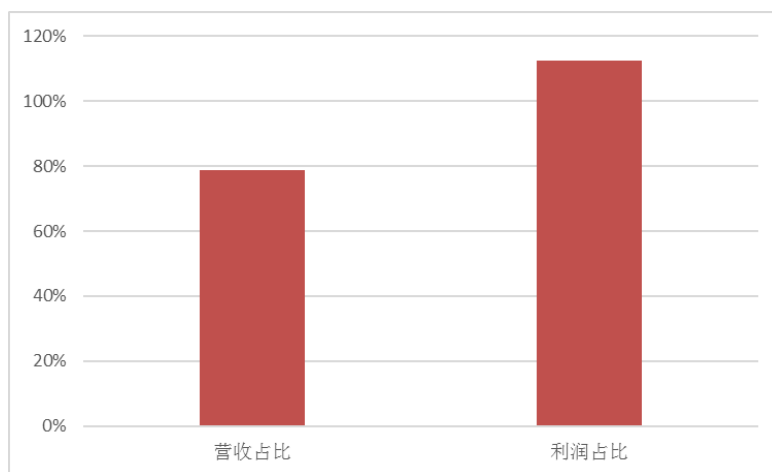
图表 48: 捷成股份商誉/净资产



来源: wind, 中泰证券研究所

- 2019 年公司预计计提商誉减值 16.11 亿元，剩余商誉账面规模为 31 亿元，其中由于收购华视网聚产生的商誉为 29.28 亿元，占总商誉比为 94.45%。我们认为华视网聚作为国内影视版权运营龙头，发展态势良好，贡献了公司大部分的营收及利润，后续商誉减值风险较小。

图表 49: 2019 年上半年华视网聚贡献营收及利润占比

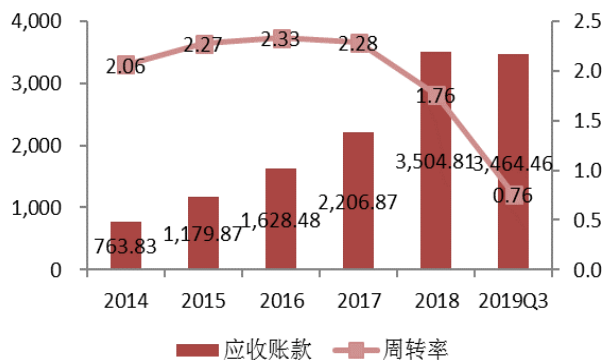


来源: wind, 中泰证券研究所

- 应收账款及存货周转率有望提升。一方面，公司战略收缩应收账款及存货周转率较低的影视业务；另一方面，公司拟在 2019 年年报对部分应

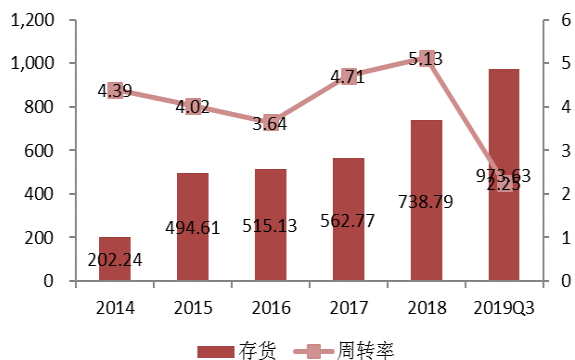
收账款及存货计提减值,其中计提应收账款坏账 9.66 亿元,存货跌价准备 1.35。有望增加资产质量,提升周转率。

图表 50: 捷成股份应收账款情况 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 51: 捷成股份存货情况 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

- **质押问题逐步改善。**公司整体质押比例随股价回暖及股东资金状况改善呈下降趋势。根据公司 2020 年 1 月 16 日公告,实控人徐子泉累计质押数量 5.51 亿股,占其所持股份比例 85%,随着公司股价企稳,质押压力逐步缓解,同时公司公告徐子泉拟减持不超过 1.54 亿股,后续有望大幅降低质押率。

图表 52: 公司股票质押比例走势 (按中登公布)



来源: wind, 中泰证券研究所

- **现金流状况与债务问题有望改善。**
 - 一方面,公司战略收缩现金流较差的影视业务;另一方面,超高清、版权、数字教育逐步从投入期进入收获期,现金流状况有望好转,带动债务规模下降。
 - 华视网聚与亦庄国投签署《合作意向框架协议》,协议约定华视网聚拟进行增资扩股,亦庄国投拟与华视网聚进行相关合作,如合作顺利,公司资金压力将进一步缓解。

图表 53: 公司经营净现金流占营收比情况


来源: wind, 中泰证券研究所

盈利假设与预测

- 我们对公司的预测基于一定假设的基础上, 主要有如下几点:
 - 假设一: 公司业务不发生重大变化, 经营稳定;
 - 假设二: 公司所处行业不发生重大政策变化;
 - 假设三: 客户关系维持稳定;
 - 假设四: 短期不出现新的技术及商业模式颠覆现有生态;
 - 假设五: 不再发生重大资产减值或资产重组。
- 我们预测捷成股份 2019-2021 年实现营收分别为 35.26 亿元、41.81 亿元、49.57 亿元, 同比增长-29.87%、18.58%、18.54%; 实现归母净利润分别为-23.66 亿元、6.82 亿元、8.65 亿元, 同比增长-2626.37%、扭亏、26.87%; 对应 2019-2021 年 EPS 分别为-0.92 元、0.27 元、0.34 元。

图表 54: 捷成股份分业务预测 (单位: 百万元)

版权运营	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3088.48	2764.19	3192.64	3697.08
yoy	57.08%	-10.50%	15.50%	15.80%
毛利率	22.64%	25.00%	27.50%	28.80%
音视频	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	784.71	588.53	776.86	978.85
yoy	-17.35%	-25.00%	32.00%	26.00%
毛利率	-4.15%	28.00%	29.80%	30.50%
影视	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1151.89	172.78	198.70	254.34
yoy	-14.50%	-85.00%	15.00%	28.00%
毛利率	-43.95%	28.00%	29.00%	29.20%
Auro-3D	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	-	-	7.80	15.83
yoy	-	-	-	103.00%
毛利率	-	-	85.00%	85.00%
教育&其他	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3.15	0.79	5.39	10.50
yoy	-30.62%	-75.00%	584.00%	95.00%
毛利率	-234.60%	60.00%	35.00%	35.00%

来源: 中泰证券研究所

- 根据公司当前股价,对应 2020-2021 年 PE 分别为 19.97 倍、15.74 倍。相比于可比公司,捷成股份目前估值较低。我们认为捷成股份业务反转,进入新的发展阶段,未来的成长空间可期,给予买入评级。

图表 55: 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	总股本 (亿)	总市值 (亿)	收盘价 (元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
音视频相关								
300079	数码科技	14.30	95.51	6.68	0.22	0.50	29.76	13.49
688039	当虹科技	0.80	90.54	113.18	1.60	2.37	70.57	47.84
影视、版权相关								
300133	华策影视	17.56	135.71	7.73	0.28	0.34	27.28	22.58
002343	慈文传媒	4.75	51.96	10.94	0.57	0.71	19.24	15.41

来源: wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **市场竞争加剧。**公司在影视制作、数字教育相关业务可能面临激烈竞争。
- **项目进程不及预期。**公司音视频、影视业务商业模式为项目制,项目推出进度存在不确定性。
- **政策风险。**文化领域的政策变化对于公司的内容业务较大影响。
- **商誉减值风险。**公司存量商誉规模依然较大。

图表 56: 捷成股份财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,365.9	5,028.2	3,526.3	4,181.4	4,956.6	成长性					
减: 营业成本	2,539.5	3,338.0	2,621.6	3,005.8	3,501.9	营业收入增长率	33.2%	15.2%	-29.9%	18.6%	18.5%
营业税费	20.4	20.0	14.0	16.7	19.7	营业利润增长率	10.4%	-86.3%	-1583.3%	-131.6%	27.6%
销售费用	125.7	143.1	123.4	129.6	153.7	净利润增长率	11.7%	-91.3%	-2626.4%	-128.8%	26.9%
管理费用	229.3	122.8	299.7	267.6	317.2	EBITDA增长率	88.2%	-12.8%	-64.8%	21.3%	16.7%
财务费用	133.6	196.6	190.0	110.0	110.0	EBIT增长率	11.6%	-67.0%	-619.2%	-139.8%	23.9%
资产减值损失	355.6	1,059.1	2,756.6	-	-	NOPLAT增长率	25.5%	-82.6%	-1102.2%	-136.2%	23.2%
加: 公允价值变动收益	47.7	-	160.0	-	-	投资资本增长率	16.5%	7.7%	-31.9%	9.1%	-0.3%
投资和汇兑收益	69.6	55.3	50.0	64.8	59.9	净资产增长率	8.7%	-0.1%	-22.8%	5.8%	4.8%
营业利润	1,115.5	153.0	-2,269.1	716.6	914.0	利润率					
加: 营业外净收支	0.2	-1.8	3.0	-	-	毛利率	41.8%	33.6%	25.7%	28.1%	29.3%
利润总额	1,115.7	151.1	-2,266.1	716.6	914.0	营业利润率	25.6%	3.0%	-64.3%	17.1%	18.4%
减: 所得税	33.0	60.1	34.0	53.7	73.1	净利润率	24.6%	1.9%	-67.1%	16.3%	17.5%
净利润	1,074.4	93.6	-2,365.8	681.8	864.9	EBITDA/营业收入	72.5%	54.9%	27.6%	28.2%	27.8%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	27.8%	8.0%	-59.0%	19.8%	20.7%
货币资金	1,122.8	542.3	380.3	451.0	534.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	13	8	5	2	-1
应收帐款	2,688.3	4,526.6	2,330.1	4,174.3	2,985.3	流动营业资本周转天数	210	262	395	322	299
应收票据	58.4	10.6	45.5	16.4	59.7	流动资产周转天数	479	527	669	560	532
预付帐款	2,233.3	2,077.0	1,316.5	2,569.6	1,960.7	应收帐款周转天数	187	258	350	280	260
存货	562.8	738.8	1,008.9	579.0	1,172.0	存货周转天数	44	47	89	68	64
其他流动资产	80.5	69.5	69.5	69.5	69.5	总资产周转天数	1,147	1,114	1,349	1,017	917
可供出售金融资产	66.5	66.2	66.2	66.2	66.2	投资资本周转天数	837	813	1,010	721	634
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,015.6	1,084.5	1,084.5	1,084.5	1,084.5	ROE	10.9%	1.0%	-31.5%	8.6%	10.3%
投资性房地产	-	77.5	103.4	137.9	183.8	ROA	7.1%	0.6%	-22.0%	5.0%	7.0%
固定资产	147.3	68.6	34.8	1.1	-32.6	ROIC	12.9%	1.9%	-17.9%	9.5%	10.8%
在建工程	10.7	5.6	5.6	5.6	5.6	费用率					
无形资产	1,481.3	1,800.5	-898.2	-898.2	-898.2	销售费用率	2.9%	2.8%	3.5%	3.1%	3.1%
其他非流动资产	5,683.8	4,909.0	4,908.0	4,906.9	4,906.8	管理费用率	5.3%	2.4%	8.5%	6.4%	6.4%
资产总额	#####	15,976.6	10,455.2	13,163.8	12,097.8	财务费用率	3.1%	3.9%	5.4%	2.6%	2.2%
短期债务	1,317.1	1,828.2	934.5	1,329.9	1,047.9	三费/营业收入	11.2%	9.2%	17.4%	12.1%	11.7%
应付帐款	1,536.4	2,075.4	1,011.6	2,384.3	1,655.8	偿债能力					
应付票据	-	317.2	62.3	151.9	56.0	资产负债率	35.1%	38.6%	27.5%	39.1%	30.6%
其他流动负债	1,272.5	907.6	600.1	1,014.7	667.8	负债权益比	54.2%	62.8%	38.0%	64.3%	44.0%
长期借款	389.0	451.0	-	-	-	流动比率	1.64	1.55	1.97	1.61	1.98
其他非流动负债	810.3	585.7	269.6	269.6	269.6	速动比率	1.50	1.41	1.59	1.49	1.64
负债总额	5,325.2	6,165.1	2,878.1	5,150.4	3,697.1	利息保障倍数	9.08	2.04	-10.94	7.51	9.31
少数股东权益	8.1	5.3	71.1	52.1	28.1	分红指标					
股本	2,575.0	2,568.9	2,568.9	2,568.9	2,568.9	DPS(元)	0.04	0.04	-	0.11	0.18
留存收益	7,338.2	7,302.9	4,937.1	5,392.4	5,803.7	分红比率	10.1%	115.5%	0.0%	41.9%	52.4%
股东权益	9,826.1	9,811.6	7,577.0	8,013.4	8,400.7	股息收益率	0.8%	0.8%	0.0%	2.1%	3.3%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,082.7	91.0	-2,365.8	681.8	864.9	EPS(元)	0.42	0.04	-0.92	0.27	0.34
加: 折旧和摊销	1,953.4	2,362.1	3,051.6	352.9	352.9	BVPS(元)	3.81	3.81	2.92	3.10	3.26
资产减值准备	355.6	1,059.1	-	-	-	PE(X)	12.7	145.7	-5.8	20.0	15.7
公允价值变动损失	-47.7	-	160.0	-	-	PB(X)	1.4	1.4	1.8	1.7	1.6
财务费用	146.3	209.6	190.0	110.0	110.0	P/FCF	#####	-41.3	-50.7	39.0	22.4
投资收益	-69.6	-55.3	-50.0	-64.8	-59.9	P/S	3.1	2.7	3.9	3.3	2.7
少数股东损益	8.3	-2.6	65.7	-18.9	-24.0	EV/EBITDA	7.4	4.7	14.5	12.2	10.1
营运资金的变动	-2,454.0	-2,172.7	1,026.7	-760.3	-9.5	CAGR(%)	-15.1%	109.8%	-232.3%	-15.1%	109.8%
经营活动产生现金	490.6	2,022.6	2,078.2	300.6	1,234.4	PEG	-0.8	1.3	0.0	-1.3	0.1
投资活动产生现金	#####	-1,914.4	-455.1	-288.8	-305.2	ROIC/WACC	1.1	0.2	-1.6	0.8	1.0
融资活动产生现金	792.3	-720.6	-1,785.2	58.9	-845.6	REP	1.9	6.5	-1.1	2.0	1.7

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。