

捷成股份 (300182)

立足广电行业的音视频解决方案提供商


魏兴耘
 0755-23976213
 weixy1@gtjas.com
 S0880511010010

本报告导读:

公司主要提供音视频整体解决方案,在行业占据 6.3% 的市场份额位居国内第 3。公司来自广电行业的收入占 2/3,近年多次中标央视核心业务系统。

投资要点:

- 公司主要产品为音视频整体解决方案,主要包括:媒体资产管理系统、编目服务、高清非编制作网解决方案、全台多元异构一体化网络解决方案和全台统一监测与监控解决方案,分别占到 10 年上半年收入的 32%、13%、32%、8%与 7%。
- 公司在 2009 年音视频制作、控制和管理系统行业占据了 6.3% 的市场份额,位居第 3。在各主要产品的市场中,公司占据了编目服务、全台统一监测与监控解决方案市场的份额第 1, 份额分别为 20%、16%。
- 公司销售主要通过直销,广电行业客户是公司最主要客户,占公司 08-10 年的收入比重均在 2/3。近年来公司是行业内中标中央电视台核心业务系统数量最多的企业之一,具有显著的示范效应。07-09 年与 10 年上半年来自央视的收入占比分别达到 43%、41%、29%、14%。
- 根据汉鼎咨询统计,2009 年行业国内市场规模已达到 27.55 亿元。未来 3 年年均增长率将达到 20% 以上。数字化、高清化和三网融合为整个产业链带来巨大的市场机会。
- 公司本次共募集资金 2.04 亿元,拟投入 3 个项目,将进一步增强公司研发实力,有效缩短公司音视频整体解决方案产品化周期,提高营销和服务能力,提升公司综合竞争力。
- 公司主要风险包括营业收入集中于广电行业的风险、市场竞争加剧的风险、信息披露豁免导致的风险。
- 我们预期公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 2.96 亿元、4.82 亿元、7.94 亿元;归属于母公司所有者的净利润分别为 0.67 亿元、1.03 亿元、1.54 亿元;对应 EPS 分别为 1.20 元、1.84 元、2.75 元。
- 目前行业可比公司 10 年平均 PE 为 32 倍,我们建议的合理的询价区间为 47.77-56.95 元,对应 2011 年的 PE 为 26-31 倍。上市目标价 53.28-62.46 元,对应 2011 年 PE 为 29-34 倍。

建议询价区间

47.77-56.95

上市首日定价区间

53.28-62.46

2011.02.09

发行上市资料

总股本(万股)	4,200
发行量(万股)	1,400
发行日期	2011.02.09
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	华泰联合
预计上市日期	2011.2

发行前财务数据

每股净资产(元)	3.54
净资产收益率(%)	18.0%
资产负债率(%)	39.3%

主要股东和持股比例

徐子泉	77.49
黄卫星	8.6
薛俊峰	1.97
康宁	1.97
郑尧	1.97
韩钢	1.88
宋建云	1
肖炳珠	1

财务摘要(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	117	175	296	482	794
(+/-)%	62%	50%	69%	63%	65%
经营利润(EBIT)	20	38	72	106	162
(+/-)%	80%	87%	92%	47%	53%
净利润	23	42	67	103	154
(+/-)%	121%	79%	62%	53%	50%
每股净收益(元)	0.41	0.74	1.20	1.84	2.75
每股股利(元)					

注:每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

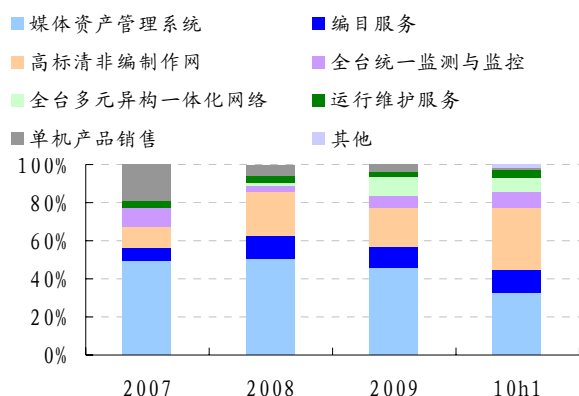
1. 立足广电行业的音视频解决方案提供商

1.1. 音视频解决方案提供商 占据行业 6%份额居第 3

公司主要产品为音视频整体解决方案,08 年以来占公司收入都在 90% 以上。该产品将音视频资料的制作、控制和管理等各种功能进行整合,提供具有统一的存储平台、数据格式、数据接口、通讯标准和技术规格的一系列 IT 软硬件完整组合。

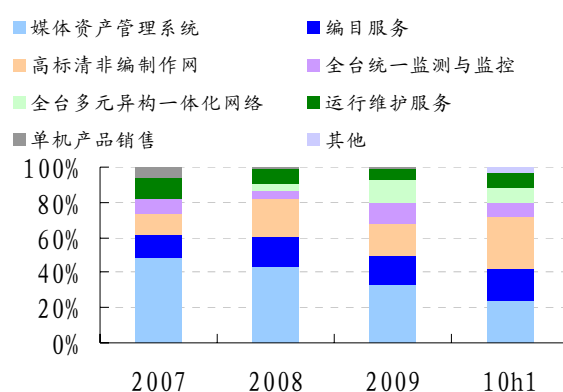
公司的音视频解决方案业务主要包括:媒体资产管理系统、编目服务、高标清非编制作网解决方案、全台多元异构一体化网络解决方案和全台统一监测与监控解决方案,分别占到 10 年上半年收入的 32%、13%、32%、8%与 7%。

图 1: 07-10 年公司主营收入按产品构成



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

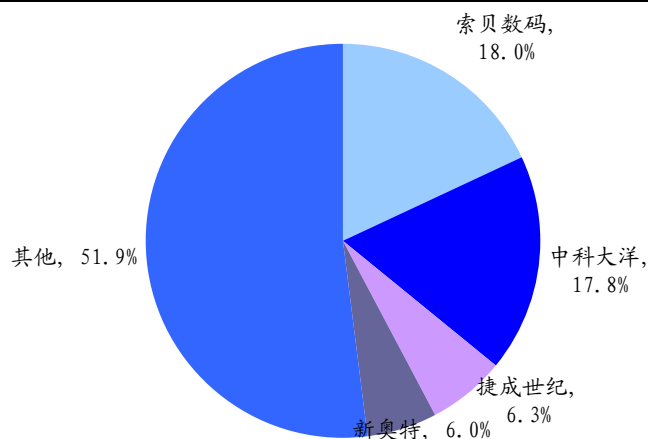
图 2: 07-10 年公司主营利润按产品构成



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

公司在 2009 年音视频制作、控制和管理系统行业占据了 6.3% 的市场份额, 位居第 3。

图 3: 公司在 09 年音视频制作、控制和管理系统行业占据 6% 的份额位居第 3



数据来源: 公司招股意向书, 汉鼎咨询, 国泰君安证券

在各主要产品的市场中，公司占据了编目服务、全台统一监测与监控解决方案市场的份额第1，份额分别为20%、16%。

表 1: 公司在行业主要细分市场的份额、排名与竞争对手

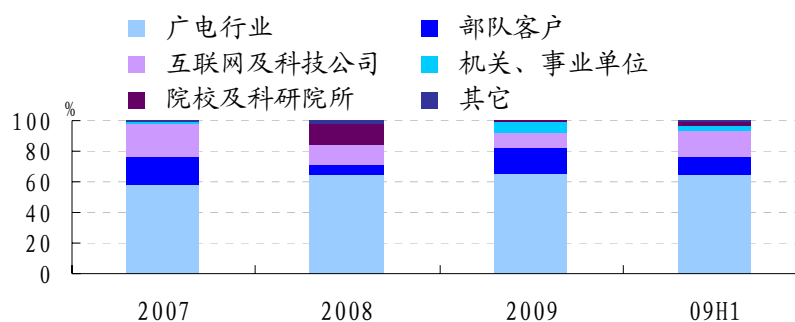
序号	主要产品或服务	市场份额	排名	主要竞争厂商
1	媒体资产管理系统	14%	3	中科大洋、索贝数码、捷成世纪、新奥特
2	编目服务	20%	1	捷成世纪、中科大洋、索贝数码、新奥特
3	高清非编制作网解决方案	16%	3	中科大洋、索贝数码、捷成世纪、新奥特
4	全台一体化网络解决方案	19%	3	中科大洋、索贝数码、捷成世纪、新奥特
5	全台统一监测与监控解决方案	16%	1	捷成世纪

数据来源：公司招股意向书，汉鼎咨询，国泰君安证券

1.2. 广电行业占 2/3 连续中标央视核心系统

广电行业客户是公司产品的最主要客户，占公司 08-10 年的收入比重均在 2/3。采购主体是中央电视台、省、市县级电视台、广播电台和有线电视网络公司。

图 4: 公司收入来自广电行业的占到 2/3



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

公司已初步建立覆盖全国各主要市场的直销网络，营销中心下辖四个大区销售部，99%以上的收入来自直销。

由于公司目前营销网点不全等弱点，采取重点扩展以中央电视台为代表的重点客户，近年来，公司连续中标中央电视台（新址）多个核心业务系统，是行业内中标中央电视台核心业务系统数量最多的企业之一，为其提供全面的音视频制作、控制和管理解决方案。07-09 年与 10 年上半年来自央视的收入占比分别达到 43%、41%、29%、14%。

公司的产品及服务成功应用于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，为进一步开发各级电视台

及其他行业客户具有显著的示范效应。

公司已与央视国际网络有限公司、华数数字电视传媒集团、济南广电嘉和数字电视有限责任公司等三网融合内容提供商建立了良好的合作关系, 中标并成功实施了华数数字电视传媒集团的制作播出管理平台项目, 实现了“三网融合”的成功运行。

公司还积累了部队、互联网科技公司、新闻出版总署、国家气象局等优质客户群体。部队与互联网科技公司分别占 10 年上半年收入的 12% 与 17%。

1.3. 多次参与行业规范起草制订 多次取得国内首个突破

公司多次参与行业技术规范的起草和制订。是国家广电总局标准化工作委员会主要成员单位。中国广播影视数字版权管理论坛执行委员单位, 国家新闻出版总署标准化技术委员会成员单位, 是国家科技支撑计划课题《面向海量广播电视节目监管的编目及内容检索关键技术研究》的唯一的的企业单位。

公司通过持续的技术创新, 不断挖掘客户潜在需求。多次取得国内首个的突破。

表 2: 公司主要创新情况

序号	项目名称	客户名称	创新情况
1	面向广播电台的全台媒体资产管理系统	广西人民广播电台	国内首个
2	基于媒体资产管理平台的大型高清制作网络系统	中央电视台	国内首个
3	省级电视台多元异构融合网络系统	广西电视台 (第一批广播电视台数字化、网络化示范基地)	国内首个
4	全台统一监测与监控方案	中央电视台北京电视台广西电视台广西人民广播电台	国内首个 (公司为行业标准制订的唯一方案提供商)
5	在国内首次完全按照 ISO9001 质量管理体系组建编目中心, 成为目前国内最具竞争力的团队, 编目服务市场占有率达到 20%, 为行业第一		

数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券

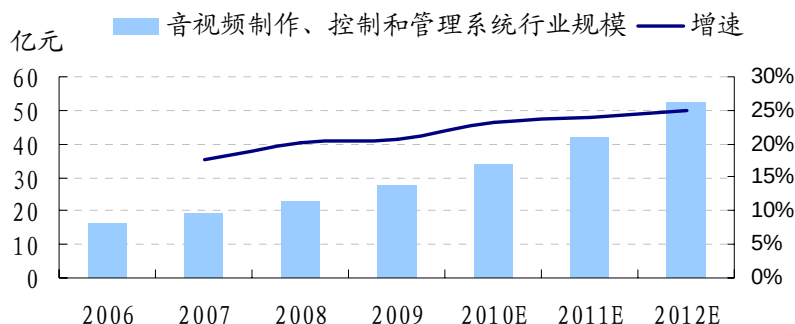
2. 行业将保持较快增长 数字化高清化拉动需求

2.1. 行业规模将保持 20% 以上的增速

根据汉鼎咨询《我国音视频制作、控制和管理系统行业市场现状》, 2009 年, 行业国内市场规模已达到 27.55 亿元。未来 3 年, 随着下游行业产业政策的拉动、投资规模的不断扩大以及新兴应用领域的

不断出现，行业市场规模年均增长率将达到 20% 以上。

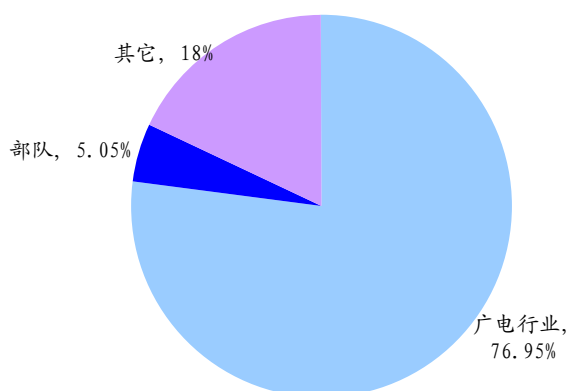
图 5: 未来 3 年音视频制作控制和管理行业规模将保持 20% 以上的增速



数据来源：公司招股意向书，汉鼎咨询，国泰君安证券

行业产品主要应用于广电、部队、互联网科技公司、科研院校、政府机关、事业单位等领域，其中广电行业客户是本行业市场最大的客户，占到 09 年 77% 的市场份额。

图 6: 广电行业占据了 09 年行业 77% 的份额



数据来源：公司招股意向书，汉鼎咨询，国泰君安证券

2.2. 数字化、高清化、三网融合推动行业需求

数字化、网络化和高清化已经成为电视节目的生产、制作、播出、传送、发行、收看等各领域发展的必然趋势，为包括整体解决方案提供商在内的整个产业链参与企业带来巨大的市场机会。

根据国务院 08 年《关于鼓励数字电视产业发展的若干政策》的要求，；2010 年，东部和中部地区县级以上城市、西部地区大部分县级以上城市的有线电视基本实现数字化；2015 年基本停止播出模拟信号电视节目，用户基本转为数字电视用户。

2009 年，国家广电总局发布《关于促进高清电视发展的通知》，明确要求各级广播影视部门将高清电视作为 2009 年工作重点。并对各高清频道制定了时间推进表：高、标清同播的节目同播率和高清播出率 2009 年起要高于 50%，2010 年 1 月 1 日起要高于 70%，2011 年

要力争达到 100%。

2010 年 1 月 13 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，决定加快推进电信网、广播电视网和互联网“三网融合”。2010 年 6 月 28 日，三网融合试点方案开始实施。将大大增加对电信、互联网、广电行业以及其他行业音视频整体解决方案的需求

3. 募投项目将提升公司综合竞争力

公司本次共募集资金 2.04 亿元，拟投入 3 个项目，包括研发与产品化平台建设、编目服务中心扩建与区域营销中心及信息化管理平台一体化建设。将扩大公司在既有市场的占有率并开拓新市场，进一步增强公司研发实力，有效缩短公司音视频整体解决方案产品化周期，提高营销和服务能力，提升公司综合竞争力。

表 3：募投项目基本情况一览表（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额
1	研发与产品化平台建设项目	11,253
2	编目服务中心扩建项目	5,344
3	区域营销中心及信息化管理平台一体化建设项目	3,793
合计		20,390

数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券

4. 风险因素分析

4.1. 营业收入集中于广电行业的风险

07-09 年和 10 年 1-6 月，公司来自广电行业的收入占营业收入的比例分别为 58.11%、64.66%、65.57%和 64.40%，如果未来其他行业音视频数字化、网络化建设速度未如期推进，或广电行业发生不可预测的重大不利变化，将对公司的盈利能力产生不利影响。

4.2. 市场竞争加剧的风险

行业内尚无占据绝对领导地位的龙头企业。公司与行业内外资等主要竞争对手在资本实力、营销渠道等方面存在一定的差距，公司面临新进入对手而带来市场竞争加剧的风险。

4.3. 信息披露豁免导致的风险

公司的部分产品销售给部队客户。由于涉及国家秘密，因此招股说明书对相关内容的披露仅限于国家及有关部门法律法规许可的范围内进行披露，形成因豁免信息披露而导致的投资决策失误的风险。

5. 盈利预测与估值定价

5.1. 盈利预测

我们预期公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 2.96 亿元、4.82 亿元、7.94 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.67 亿元、1.03 亿元、1.54 亿元；对应 EPS 分别为 1.20 元、1.84 元、2.75 元。

表 4: 捷成股份分业务收入预测

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
收入预测 (百万元)						
媒体资产管理系统	36	59	80	80	103	129
编目服务	5	14	20	23	36	56
高标清非编制作网解决方案	8	27	35	114	239	431
全台统一监测与监控解决方案	7	3	12	16	36	71
全台多元异构一体化网络解决方案		3	17	10	20	36
运行维护服务	3	4	4	9	20	49
单机产品销售	14	7	7	17	18	19
其他	0		0	26	10	2
毛利率预测 (%)						
媒体资产管理系统	30	36	31	35	34	29
编目服务	64	61	63	50	51	49
高标清非编制作网解决方案	33	38	38	38	38	36
全台统一监测与监控解决方案	25	99	75	50	50	50
全台多元异构一体化网络解决方案		75	60	50	50	50
运行维护服务	100	100	100	100	100	100
单机产品销售	9	7	7	7	7	7
其他	100		100	100	100	100

数据来源: 国泰君安证券

表 5: 捷成股份盈利预测简表 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业总收入	72	117	175	296	482	794
营业收入	72	117	175	296	482	794
二、营业总成本	62	97	138	226	376	632
营业成本	50	67	100	163	279	470
营业税金及附加	0	2	3	4	7	12
销售费用	2	5	9	14	23	38
管理费用	9	23	26	42	68	112
财务费用	0	0	0	0	-3	-5

资产减值损失	1	0	1	2	3	5
四、营业利润	10	20	36	70	106	161
加：营业外收支	0	4	5	9	15	20
五、利润总额	10	23	42	79	121	181
减：所得税	0	0	0	12	18	27
六、净利润	10	23	42	67	103	154
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	10	23	42	67	103	154
股本	56	56	56	56	56	56
全面摊薄每股收益	0.19	0.41	0.74	1.20	1.84	2.75

数据来源：国泰君安证券

5.2. 估值定价

我们挑选竞争对手大恒科技，以及从事系统集成业务的 6 家上市公司进行比较。目前行业可比公司 10 年平均 PE 为 32 倍，我们建议的合理的询价区间为 47.77-56.95 元，对应 2011 年的 PE 为 26-31 倍。上市目标价 53.28-62.46 元，对应 2011 年 PE 为 29-34 倍。

表 6：国内可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2009PE	2010PE	2011PE
600288.SH	大恒科技	57	36	24
002065.SZ	东华软件	42	31	23
600410.SH	华胜天成	39	34	26
002368.SZ	太极股份	73	49	34
300020.SZ	银江股份	79	54	34
002401.SZ	交技发展	95	70	50
002153.SZ	石基信息	75	48	35
行业平均		66	46	32

数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券

作者简介:**魏兴耘:**

S0880511010010

0755-23976213

weixy1@gtjas.com

厦门大学经济学博士，国泰君安证券电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2010 年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

袁煜明（贡献作者）:

S0880110040003

021-38674633

yuanyuming008092@gtjas.com

毕业于清华大学自动化系，工学硕士；2009 年 7 月进入国泰君安，从事计算机行业研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		