

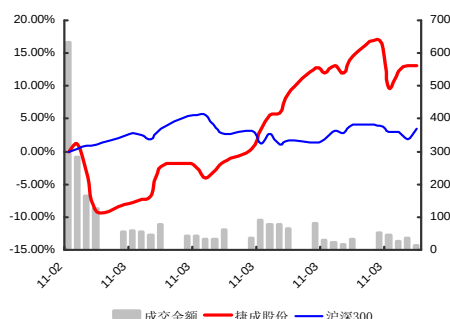
调研报告

传媒行业

2011 年 4 月 6 日

投资评级： 推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告

《媒资管理是亮点，视频化时代的主力军》——2011.3.29

报告作者：

国联证券研究所综合组

组长：何冰冰

执业证书编号：S0590210040004

联系人：

顾佳

电话：0510-82833337

Email: gujia@glsc.com.cn

独立性声明：

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。

有视频，有捷成

——捷成股份（300182）调研简报

事件： 近期前往捷成股份（300182）与公司管理层进行了深入的交流和沟通，对公司当前运营和未来发展战略有了进一步的认识。

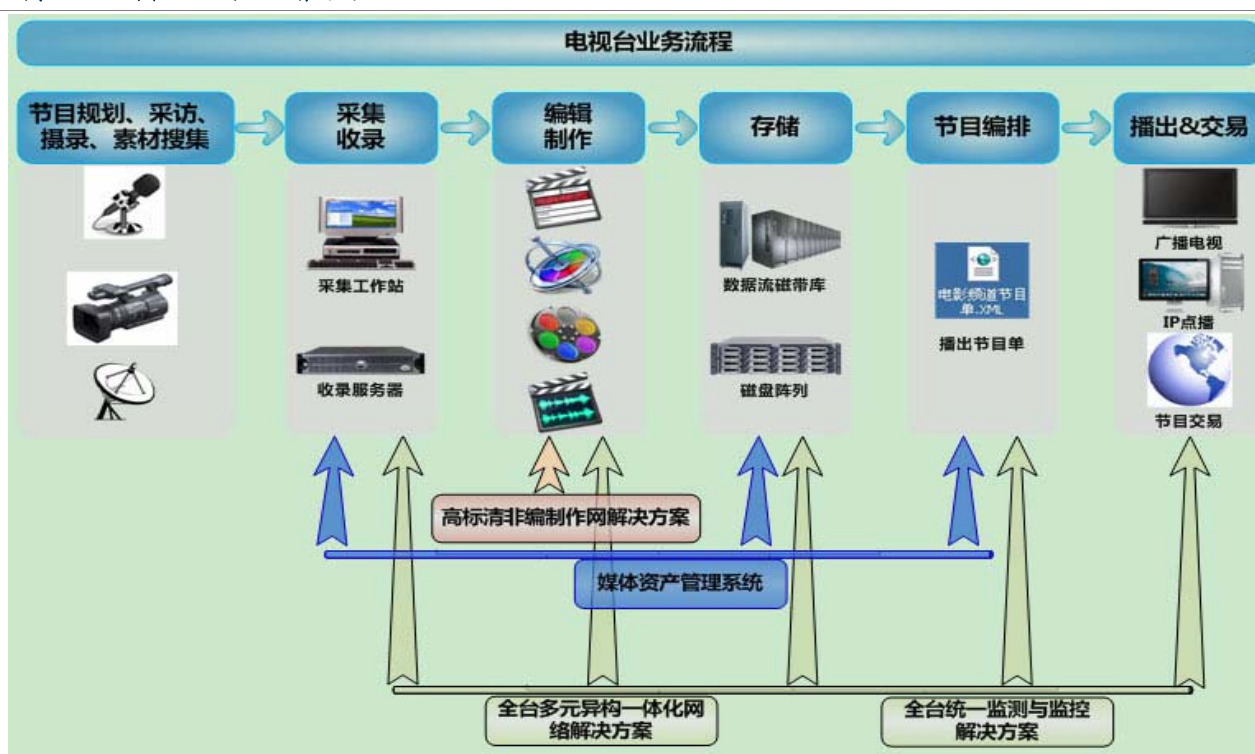
- **高清到 3D，行业发展空间巨大。** 广电系统在经历了从模拟到数字，数字到高清，未来还要由高清转为 3D，行业发展空间巨大，公司作为行业秩序的有力冲击者，有望享受广电数字化改造的盛宴。
- **编目业务和视频监测监控业务有望迎来爆发性增长。** 公司如今编目业务和统一监测监控业务都排名市场第一，随着广电和其他类似新闻出版总署和国家图书馆的数字化对编目业务的巨大需求，以及广电和相关金融行业对视频监测监控业务的浓厚兴趣，公司这两项业务有望迎来爆发性增长。
- **内外兼修，捷成向行业龙头迈进。** 虽然行业竞争激烈，但公司今年人员打算扩张 200 多人，同时未来也有股权激励的相关计划，并且也有相关的收购和营销扩张计划，从而为公司迈向行业龙头奠定基础。
- **投资建议。** 我们预测公司 2011 年、2012 年和 2013 年 EPS 分别为 1.95、3.00 和 4.34，对应现在股价（76.05）的市盈率分别为 39 倍、25 倍和 18 倍，我们看好音视频服务行业未来的发展空间，给予公司“长期推荐”评级，维持目标价 85~88 元。
- **潜在风险。** 行业竞争对手增多导致相关业务毛利率显著下降，公司的编目和统一监测监控业务出现事故，造成合作方重大损失

总论:

捷成的再定位：有视频，有捷成

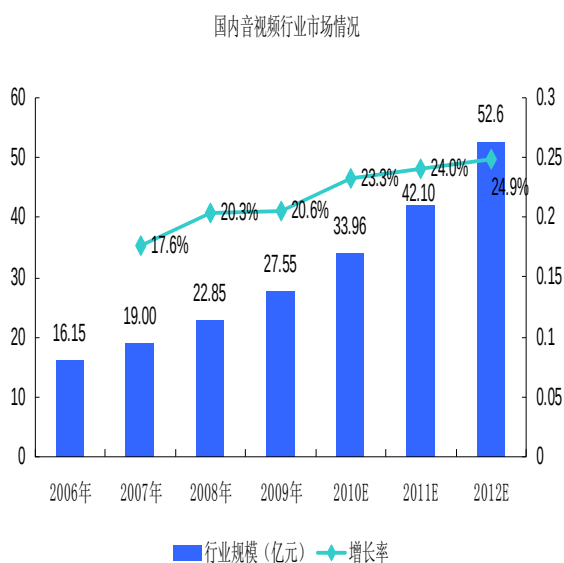
捷成股份现今的主要收入来源于广电客户，其主要业务就是音视频的服务商，于是市场上很多人便将其仅仅看作为一家为广电系统服务的软件商，但与市场的看法不同，我们始终认为，除了行业中较为确定的广电高清化数字化以及未来的 3D 化都会给公司带来比较确定的发展机会，但我们更要从三网融合的宏观纬度看待捷成：社会已然呈现出一种读图化、视频化的趋势（以日本地震为例，日本 NHK 和美国 CNN 都创下了新的收视率），大多数人对于枯燥的文字已经厌倦，所以，作为视频行业的主要服务商，捷成的发展空间，远比我们想象的要大。

图表 1：公司在视频行业大有可为



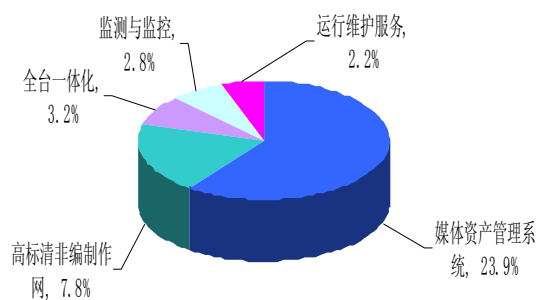
数据来源：国联证券研究所 公司招股说明书

图表 2: 国内音视频行业发展情况



数据来源: 国联证券研究所 汉鼎咨询

图表 3: 音视频行业细分产品销售额分布



数据来源: 国联证券研究所 汉鼎咨询

一、从高清到 3D，行业发展空间无限

当前中国广电数字化发展情况如何

中国广电系统现在还处于模拟转为数字的阶段，很多地方，相关的模拟设备还没有换，但有的发达省份地区，数字化基本完成，但有的省份，数字化阶段还迟迟没有展开。根据广电总局的要求，预计在这两三年，模拟信号转为数字信号的改造即将完成。

图表 4：广电发展历程

发展阶段	广电发展进程
第一阶段（20 世纪 90 年代以前）	广电开始购买国外广电设备以及相关技术，国内厂商主要从事后期编辑制作中的中文字幕机开
第二阶段（20 世纪 90 年代以后）	是模拟设备向数字单机设备过渡的阶段，模拟技术与数字技术并存。国内厂商从开发中文字幕机过渡到开发非线性编辑系统
第三阶段（21 世纪以后）	是广电行业设备进入数字化、网络化发展的阶段。媒体资产管理系统满足了用户对媒体资产的数字存储和管理需求，
第四阶段（2009 年以来）	广电高清化加速，并开始尝试 3D 频道的推出。业内用户加快了全台一体化网络系统及全台统一监控和监测系统的建设

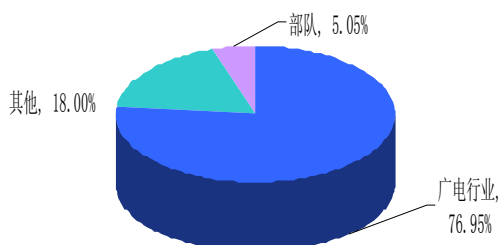
数据来源：国联证券研究所 公司招股说明书

广电的高清化发展动态

高清是国际的大趋势，不仅涉及到广电系统和像捷成世纪这样的后期系统解决方案提供商，还涉及到包括电视机厂家等，所以国家是积极推进广电高清化的，现在开播高清频道的已经有九家，并且这九家被要求在黄金时间播出高清节目，这也就差不多每天播出高清节目 3 到 4 小时。

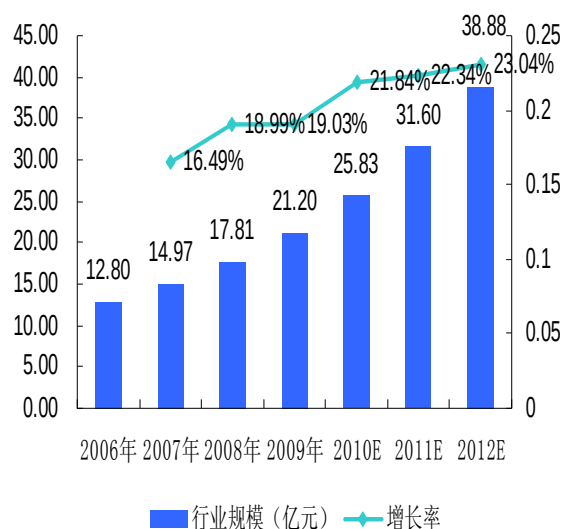
另外，未来随着一部分卫视在黄金时间推出高清节目，假设两家卫视都购买了一部热门影视剧，一家是高清，一家不是高清，毫无疑问，大多数观众还是会选择高清频道，所以，未来随着相关卫视率先推出高清频道，其他卫视也会紧接着加快高清化，甚至很多市级台也会加快高清化的速度，广电高清化的速度有望加快。

图表 5: 音视频服务行业的客户分布



数据来源: 国联证券研究所 汉鼎咨询

图表 6: 广电行业客户需求变化趋势



数据来源: 国联证券研究所 汉鼎咨询

高清的下一步是 3D, 那么现在国内 3D 业务发展情况如何

3D 业务是紧接着模拟—数字—高清—3D 的态势发展, 但后一项代替前一项都会是比较长的时间, 所以根据我们的研判, 3D 时代来临还为时尚早, 因为毕竟高清的时代也还没来临, 只有先高清, 然后才能 3D, 公司去年负责构建了广州亚运会的 3D 节目实验频道, 积累了不少的 3D 制播的经验, 未来 3D 时代的来临对于公司来说将只会是大大的机遇。

二、编目业务和视频监控业务有望爆发性发展

国内的编目业务发展态势

近年来，国内的编目业务需求量极大，按照公司的统计，像中国广播电视音像资料馆（中央电视台）就有 200 万小时的编目量，省级电视台一般是 10 到 20 万小时，城市台是 5 到 15 万小时，县级台是 2 万到 3.4 万小时，另外还有政府档案馆，法院，报纸数字化等编目业务，市场空间极其广阔。特别值得一提的是，像最近国家图书馆 2400 万页的编目任务，才只是整个国家图书馆资料的极小一部分，可见编目市场前景之大。

图表 7：编目服务具体业务流程



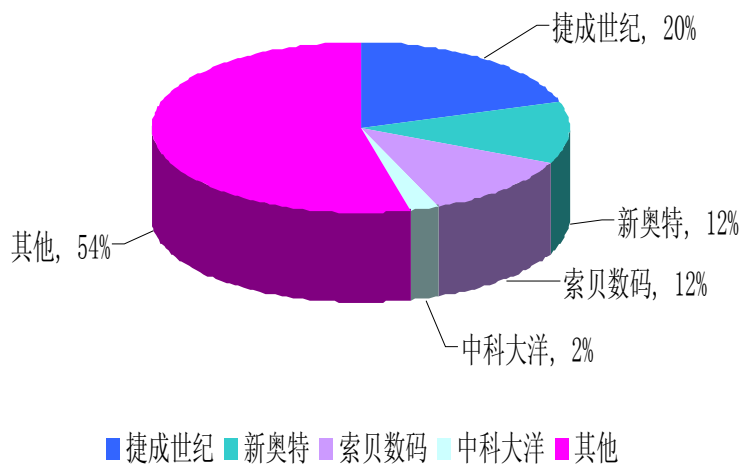
数据来源：国联证券研究所 汉鼎咨询

公司的编目业务发展情况和收费情况

公司的编目业务近几年快速发展，已经排在了行业第一的位置，据公司介绍，公司最近承接了国家新闻出版总署存量 55 万小时的音视频编目任务，同时此项业务增量还以每年 5 万至 6 万小时的速度递增。

公司编目的价格并不确定，一小时的平均价格大约在 200 到 500 元之间，主要是根据编目的内容的复杂程度最终确定价格。

图表 8: 编目服务竞争格局

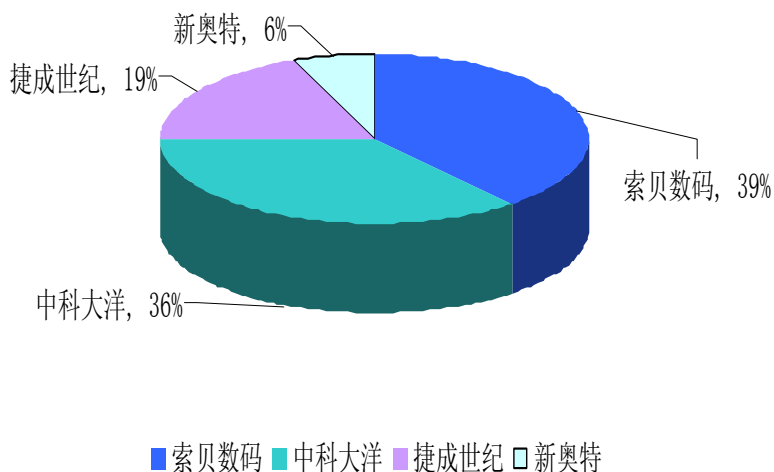


数据来源: 国联证券研究所 汉鼎咨询

何为全台一体化业务

所谓全台一体化, 其实就是先将各项分业务包括拍摄的素材, 剪接字幕、特技、片头片尾以及技术审查等首先各自的数字化, 然后在把之前不同历史时期, 不同厂商开发、在不同操作系统平台上运行的孤岛音视频信息系统然后把这些“孤岛”连接在一起, 从而真正做到快速、高效的处理, 提高节目制播的质量。

图表 9: 全台一体化网络解决方案市场格局



数据来源: 国联证券研究所 汉鼎咨询

公司与金融行业的合作情况

公司的金融业务主要是指公司去年为中国银行提供了成套系统设备和相关服务，而中国银行则是对公司的统一监测监控业务有浓厚兴趣，其统一监测监控业务并不是指像海康威视那样的摄像头监控业务，而是主要指相关的IT系统的监测监控，以保证整个系统的正常运行，并且保证一旦出现问题就能及早发现，以免带来更大的损失，公司对于这项业务在金融行业的合作前景非常看好，未来相信还会陆续有相关的金融项目合作。

公司的统一监测监控业务发展情况

公司与广电合作的统一监测监控业务，主要分为系统监控和内容监控，系统监控主要是监控相关系统的运营情况，而内容监控则主要是监控播出内容的安全情况，两者都是确保安全播出的必要措施，现在播出安全已经被各家电视台作为头等大事来抓，各家电视台都对此投入很多，凭借公司在统一监测监控技术的领先，根据汉鼎咨询的统计，2009年市场份额为16%，占据行业第一，公司未来这项业务有望迎来爆发性的增长。

为何公司的互联网客户业务不断减少，未来新媒体视频业务公司如何考虑

网络视频行业近几年高速发展，但根据我们的了解，大多数网络视频公司现在还处在亏损的阶段，大多数视频公司的收入都用在在了网络宽带维护和版权购买上，至于与公司合作的相关业务，大多数网络视频公司为此并不愿投入太多，所以公司在这一块进展并不大，但未来随着互联网视频和新媒体视频的快速发展，相关合作也会增加。

公司的代维服务和运维服务业务介绍

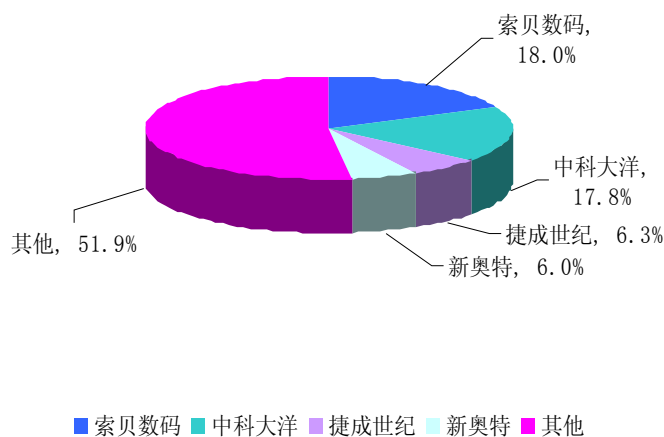
与市场所预计的不同，公司帮助广电搭建完媒资管理系统等业务后，后面还有相关的代理维护业务和运营维护业务，其中代维运维业务年收入一般能够占到前期搭建系统收入的8%~10%，另外值得指出的是，公司的运维业务毛利率之所以有80%那么高，因为后期运营维护主要就是人员值班，所以毛利较高。

三、内外兼修，捷成向行业龙头迈进

行业的竞争历史情况

整个行业在最早时 2000 年是由“四大家族”掌控，即奥维讯，中科大洋、新奥特和索贝数码四家，当时各家都以冲击创业板为目标，按照当时情况估算，四大家族的实力也确实可以冲击创业板，但后来由于美国互联网泡沫破灭，中国的创业板迟迟无法推出，所以四大家族都多多少少都遇到了一些困难，其中奥维讯就此陨灭，中科大洋被大恒科技收于麾下，而索贝数码则选择了与索尼合作。这之后，随着 2003 年后捷成世纪的异军突起，重新构成了现在的四大家族。

图表 10：音视频行业竞争格局



数据来源：国联证券研究所 汉鼎咨询

行业的毛利很高，那么行业的进入门槛如何

首先，中科大洋成立于 1989 年，索贝数码成立于 1997 年，这个行业并不是像团购网这样的新兴行业，竞争已经进入到寡头垄断的阶段，对于外来者，竞争对手都会使用技术、价格和服务的综合竞争手段来逼迫其离开，另一方面，电视台电台也要求相关合作方必须有较长的经验来确保系统和播出安全，而这也进一步限制了外来者的进入。

另外补充一点的是，公司之所以当时能够在业内立足，主要还是由于公

司的业务创新能力强，其他竞争对手并未重视公司的相关领域等有关。

公司相对于竞争对手的优势

首先，公司的相关业务技术都是行业领先，甚至是引领这个行业，另外，捷成是民企，机制比较灵活，并且又拥有上市融资的便捷渠道。

公司今年是否有相关的收购计划，收购的方向是哪里

公司一直在寻找相关的收购标的，收购的方向主要是偏于技术方面的，预计 2011 年会有两到三起收购。

公司今年的人员扩张情况

公司的业务迅速扩张，人员的扩张也很快，公司今年预计增加 200 多人，其中 150 人分配去研发技术部门，另外的则分配到其他业务部门，这 200 多人并不包括相关的编目人员和分公司人员。

公司是否有股权激励的计划

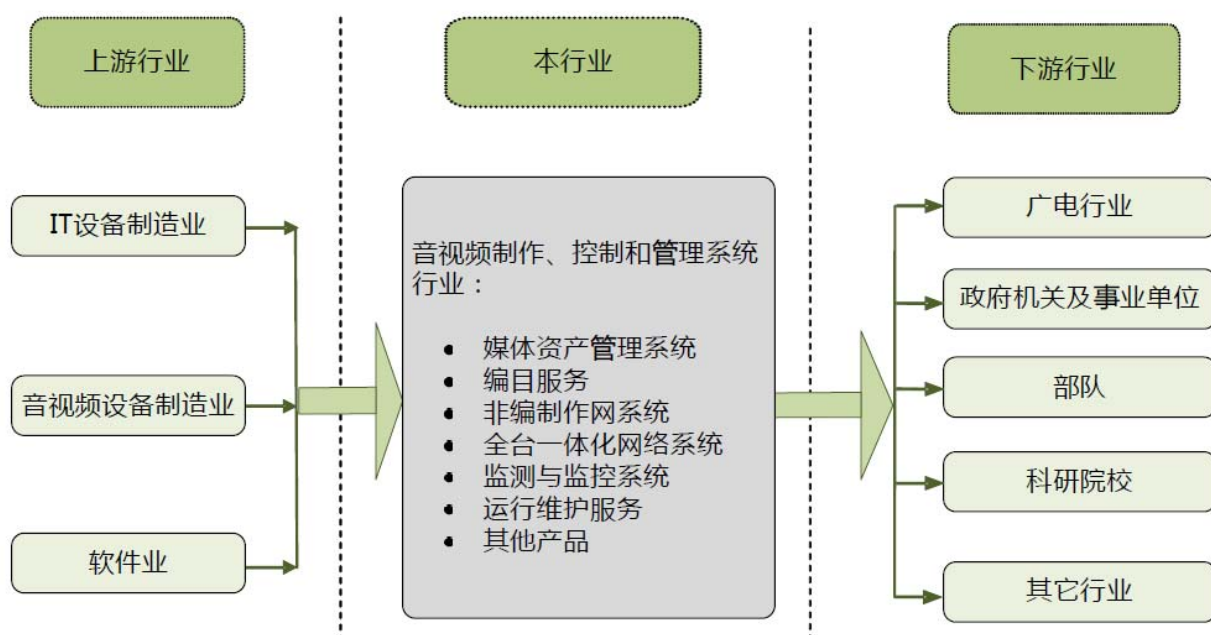
有的，公司正在设计中，激励的对象主要是新进的核心人员和贡献明显的技术骨干。

四、投资建议和潜在风险

投资建议

尽管现在市场上对于三网融合并不是很看好，而且三网融合由于各个部门利益之间的相互冲突，也确实遇到了不少困难，但从另外一个角度来说，作为三网融合下的细分行业——音视频服务行业，广电的高清化以及相关媒体的编目和统一监测监控服务，又都是比较确定的发展机会，所以，从行业发展角度来说，特别是整个社会视频化的趋势来看（以日本地震为例，日本 NHK 和美国 CNN 都创下了新的收视率），公司未来的发展空间是极其巨大的。

图表 11：公司所在视频行业的产业链



数据来源：国联证券研究所 公司招股说明书

我们预测公司 2011 年、2012 年和 2013 年 EPS 分别为 1.95、3.00 和 4.34，对应现在股价（76.05）的市盈率分别为 39 倍、25 倍和 18 倍，我们看好音视频服务行业未来的发展空间，给予公司“长期推荐”评级，维持目标价 85 ~ 88 元。

潜在风险

- 1、行业竞争对手增多导致相关业务毛利率显著下降
- 2、公司的编目和统一监测监控业务出现事故，造成合作方重大损失
- 3、公司的估值较高，存在一定的风险

图表 12: 利润预测表 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	175	296	507	842	1271
营业成本	100	174	289	480	724
营业税金及附加	3	4	7	12	18
营业费用	9	13	24	39	64
管理费用	26	37	71	125	191
财务费用	0	0	-5	-6	-7
资产减值损失	1	1	2	2	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	36	67	119	190	277
营业外收入	5	6	7	8	9
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	42	73	126	198	286
所得税	0	6	17	30	43
净利润	42	67	109	168	243
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	42	67	109	168	243
EPS (元)	0.75	1.20	1.95	3.00	4.34
数据来源: 国联证券研究所					

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

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

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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	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

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。