

软件优势突出的数字电视系统解决方案提供商

——佳创视讯（300264）新股定价报告

分析师：崔健 CFA

SAC NO: S1150511010016

2011 年 9 月 5 日

信息技术——广电设备

联系人

张博

010-68784239

zhangbo@bhzq.com

预计上市首日价格区间：

15.3—17.9 元

一年期目标价：

21.8 元

发行基本资料

发行后总股本	10,200 万股
发行股本	2,600 万股
发行价格	16.50 元/股
主承销商	招商证券

投资要点：

● 数字电视系统解决方案提供商

公司主要从事数字电视软硬件产品的研发、生产、销售和集成，目标成为数字电视系统全系列解决方案提供商。公司主要业务包括三个部分：软件、系统集成、终端。其中软件业务 2010 年收入占比为 41.5%，且毛利最高，约为 72.1%；系统集成业务 2010 年收入占比为 40.8%，是公司的第二大业务；终端业务占比较少。未来软件业务和系统集成业务是公司的业务发展重点。

● 渠道与地域拓展提供增长动力

随着广电网络整合的逐步完成，各省网运营商对全业务运营能力的建设将成为重点，其中能够有效提升 ARPU 值的增值业务系统需求将增加。预计未来 3 年，数字电视软件市场将保持 30% 以上的复合行业增速。

2010 年公司在数字电视软件产品细分市场占有率为 14.2%，居第一位。目前公司在软件产品方面已经形成八大类，40 多个子类，能够满足客户多种类型的需求。系统集成领域，公司是业内较早进入系统集成领域的厂商，拥有一批具备丰富经验的技术服务团队。从客户方面，公司已经覆盖了 9 个省网运营商以及数十个地市运营商，覆盖用户超过 5000 万。

● 募投项目

公司拟发行不超过 2600 万股，募投项目包括数字电视工程技术研究开发中心项目、互动电视平台研发及产业化项目、三网融合广电解决方案开发及产业化项目。其中，技术研究开发中心项目主要进行基础性和前瞻性研究，而其他两个项目主要为互动电视平台与三网融合广电解决方案的研发和产业化。

● 盈利预测

我们预计 2011 年-2013 年每股收益 0.51 元、0.65 元、0.85 元，复合增长率 29.1%。考虑当前的市场因素以及可比公司估值水平，公司上市后的合理价格区间为 15.3-17.9 元。

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	122	175	222	287	377
(+/-)%	15%	43%	27%	29%	32%
经营利润（EBIT）	24	41	54	69	92
(+/-)%	23%	72%	31%	28%	34%
净利润	23	37	52	66	87
(+/-)%	15%	59%	40%	27%	31%
每股净收益（元）	0.334	0.489	0.511	0.651	0.851

目 录

1.公司概况和业务	4
1.1 公司概况.....	4
1.2 财务概况与业务构成	4
2. 业务和市场前景.....	6
3. 软件是公司的核心竞争力	7
4. 募投项目情况.....	9
5. 盈利预测与估值	9
6. 风险提示	10

图 目 录

图 1 公司发行前股权结构图	4
图 2 公司主要业务营收情况	5
图 3 公司收入结构变化	5
图 4 公司毛利结构变化	5
图 5 公司整体毛利率、净利率情况	5
图 6 公司各项费用占营收比重情况 (%)	5
图 7 我国有线电视用户数字化情况	6
图 8 我国前端设备市场规模	7
图 9 我国数字电视软件市场规模	7
图 10 公司软件产品合同额变化情况	8

表 目 录

表 1 公司各业务市场占有率和排名情况	7
表 2 主要软件产品功能和应用案例	8
表 3 项目投资情况	9
表 4 盈利预测	9
表 5 部分相近上市公司估值情况	10

1.公司概况和业务

1.1 公司概况

佳创视讯定位于数字电视系统解决方案提供商，公司的核心竞争力在于数字电视软件系统，在国内市场占有率位居第一位。公司另外一个优势是拥有一支具备丰富经验的系统集成团队，同时是多个国外厂商在国内的代理商，能够满足数字电视综合解决方案及服务能力。

2007 年，公司由佳创有限整体变更为股份有限公司，改制前后公司的主要资产和业务均没有本质变化。陈坤江是公司的发起人和实际控制人。本次公司发行 2600 万股，发行后公司总股本为 10200 万股。

图 1 公司发行前股权结构图



来源：招股意向书，渤海证券研究所

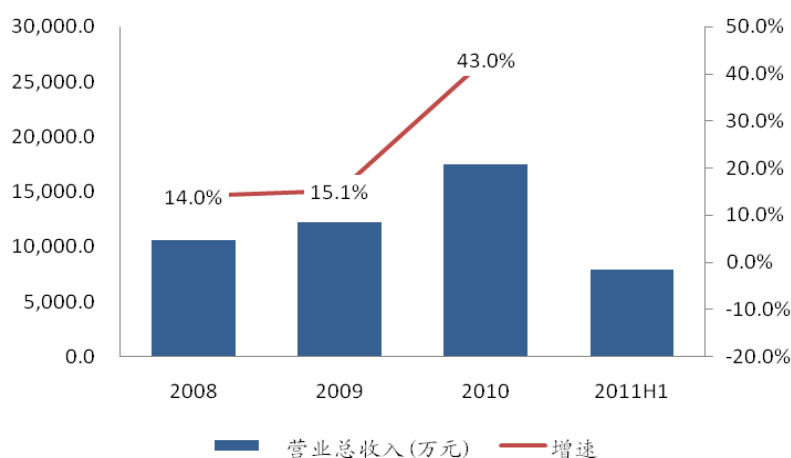
1.2 财务概况与业务构成

公司收入保持增长趋势，但业务收入结构呈现一定的变化，这一结构变化体现着广电运营投资重点的转变。从业务层面，佳创视讯主要业务分为三大类：系统集成业务、系统软件业务、终端产品。

- 系统软件业务是公司的主要利润来源，主要由公司自主研发，客户定位于大型国内广电运营商，2008-2010 年大型广电运营商销售占比平均达 86.50%。
- 系统集成是根据整体解决方案配套集成所需的数字电视前端硬件设备等，负责系统设备安装、调试、检测、升级和维护等集成服务，并为客户提供技术培训、技术咨询、方案策划等服务。

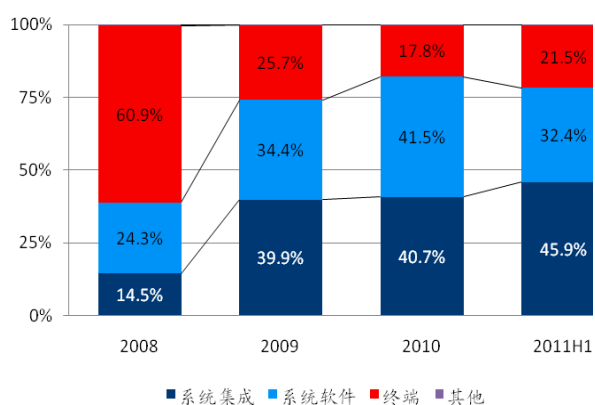
➤ 终端业务主要为机顶盒业务，以软件输出为主。

图 2 公司主要业务营收情况



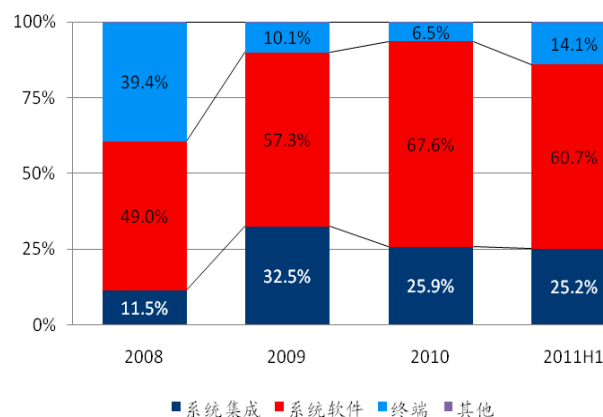
来源：招股意向书，渤海证券研究所

图 3 公司收入结构变化



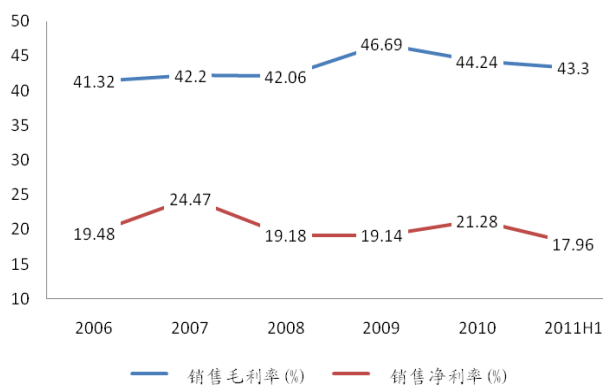
来源：Wind 渤海证券研究所

图 4 公司毛利结构变化



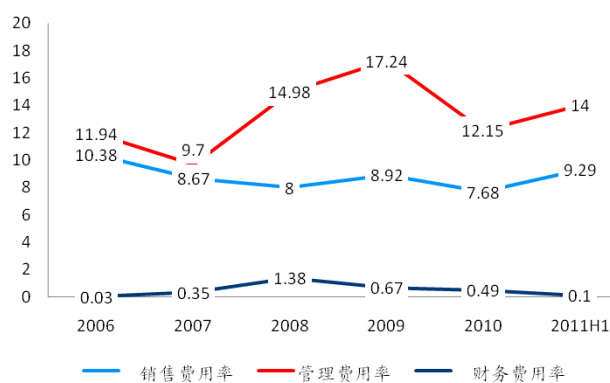
来源：Wind 渤海证券研究所

图 5 公司整体毛利率、净利率情况



来源：Wind 渤海证券研究所

图 6 公司各项费用占营收比重情况 (%)

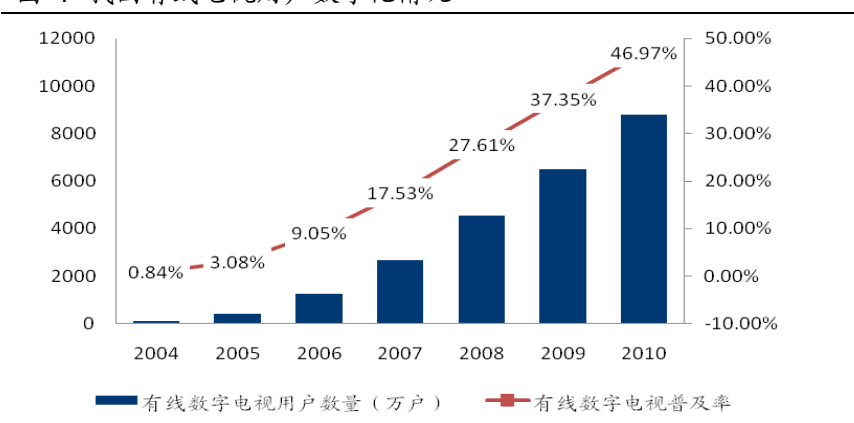


来源：Wind 渤海证券研究所

2. 业务和市场前景

目前我国有线电视数字化整转仍未完成，2010 年我国数字化率为 47%，仍有一半整转的市场空间。在三网融合背景下，随着电信运营商入户带宽瓶颈逐步得到解决，IPTV 业务的开展将直接对广电传统业务产生冲击。从竞争角度，广电数字化整转以及双向改造已经迫在眉睫，我们预计未来这一投资将加速进行。

图 7 我国有线电视用户数字化情况



来源：工信部，渤海证券研究所

根据广电运营商开展业务的基础条件，我们认为投资细分领域的先后顺序为前端设备、双向改造、增长业务平台。而未来几年前端设备的需求将加速释放，主要由于以下几个方面：

- 1) 有线电视用户数字化整转加速进行，由城市用户向小城镇和农村用户渗透；
- 2) 有线网络整合后对于运营能力的要求提升，高清节目、互动平台等投资陆续进行，释放了相应的前端需求；
- 3) 地面数字电视、卫星电视、CMMB 等带动前端需求增长。

根据格兰研究的数据，我国 2010 年前端设备市场规模约为 5 亿元，至 2013 年将达到 11 亿元。

根据我国“三网融合”的发展计划，政策对于广电运营商的倾向性将在 2012 年结束，2012 年后将允许电信与广电业务双向进入。尽管从目前情况看，这一过程有可能会略有推迟，但我们判断业务双向进入仍将在未来两年内开展。因此，在电信运营商竞争压力下，广电运营商增值业务将成为业务运营的建设重点，软件业务面临较大的成长空间。

增值业务同样是提升广电用户 ARPU 值的主要方式，目前我国有线电视用户 ARPU 值来源仅为基本收视费，2009 年平均 ARPU 为 21.24 元。VOD、NVOD、互动高清等增值业务的开展将有效提升用户 ARPU，形成新的收入增长。广电运营商对于增值业务平台的建设直接带动了数字电视软件的需求。

据格兰研究预计，数字电视软件市场规模将由目前的 6.2 亿元增长至 2013 年的 13 亿元，复合增长率达到 32%。

图 8 我国前端设备市场规模

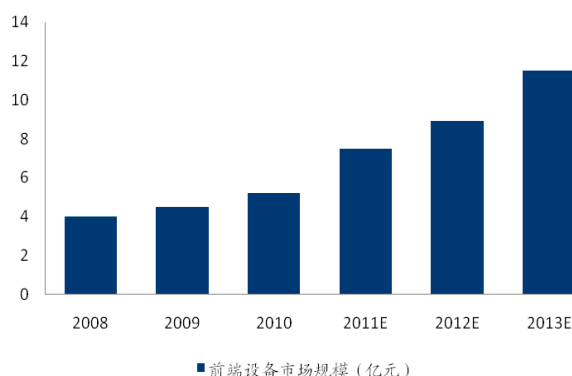
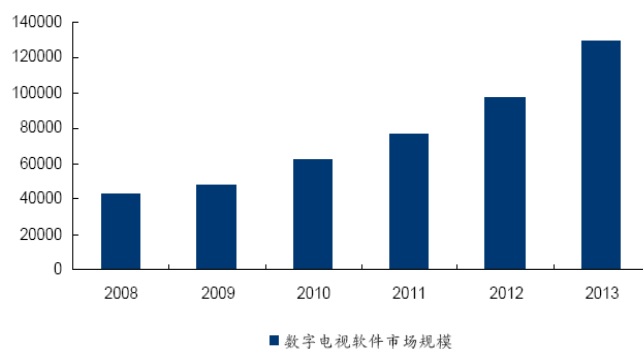


图 9 我国数字电视软件市场规模



来源：格兰研究 渤海证券研究所

来源：格兰研究 渤海证券研究所

3. 软件是公司的核心竞争力

☑ 软件产品市场占有率市场第一位

在市场占有率方面，公司的软件业务和系统集成业务都比较高，但我们认为公司更核心的竞争力源于其软件的研发能力。目前公司在软件产品方面已经形成八大类，40 多个子类，各个产品均包括多个升级版本或子版本，能够满足客户多种类型的需求。

表 1 公司各业务市场占有率和排名情况

产品类别	2010 年市场占有率	排名
软件产品	14.2%	1
系统集成	15.1%	3
终端产品	0.6%	16

来源：格兰研究，渤海证券研究所

案例丰富，VOD、增值业务软件、业务许可收入将保持增长

公司软件产品覆盖的功能类别包括：电子节目指南系统、交互式点播系统、用户管理系统、广播式点播系统、数据广播系统、中间件系统、其他增值类系统、嵌入式终端软件产品。公司布局较为充分，并已累计向 51 家广电运营商销售了数据广播、VOD 和中间件等前端软件系统，技术优势比较突出。

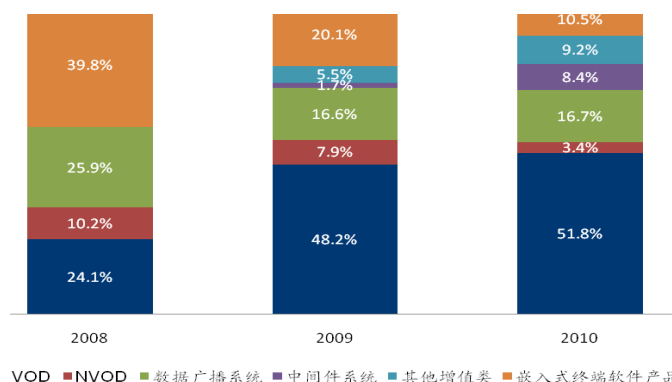
表 2 主要软件产品功能和应用案例

产品	功能	主要客户
数字电视数据广播系统	图文数据的收发与管理，并实现数据解析和显示	吉林、湖北、甘肃、太原、大连、沈阳、哈尔滨、郑州等
数字电视视频点播系统	视频点播运营服务：节目导航、点播、快进/退、暂停断点回看、监控、计费及账户查询、用户管理等	宁夏、沈阳、鄂州等
数字电视时移电视系统	直播回放、以往节目重看等	宁夏、沈阳、鄂州等
嵌入式浏览器	将图、文、视频等信息显示到终端电视，可拓展至交互增值业务领域	吉林、湖北、甘肃、太原、大连、沈阳、哈尔滨、郑州等

来源：招股说明书 渤海证券研究所

我们判断广电运营商双向业务将渐进开展，目前模式最清晰的业务是 VOD，其次是定向广告等增值类业务。从公司合同情况看，VOD 业务正处于高速增长阶段，合同占比从 2008 年的 24.1% 增长至 2010 年的 51.8%，截止到 2010 年底，公司已累积在国内广电市场部署了超过 11 万并发流的交互式点播系统，据格兰研究统计约占目前市场总量的 17.4%。而随着数字电视用户和高清用户增加，公司业务许可收入也将保持快速增长。

图 10 公司软件产品合同额构成变化情况



来源：招股意向书，渤海证券研究所

4. 募投项目情况

公司本次发行 2600 万股，募投项目包括数字电视工程技术研究开发中心项目、互动电视平台研发及产业化项目、三网融合广电解决方案开发及产业化项目。其中，技术研究开发中心项目主要进行基础性和前瞻性研究，而其他两个项目主要为互动电视平台与三网融合广电解决方案的研发和产业化。

表 3 项目投资情况

募投项目	投资额（万元）	建设期	回收期	内部收益率
数字电视工程技术研究开发中心项目	4151	2 年	—	—
互动电视平台研发及产业化项目	4932	2 年	4.16 年	39.65%
三网融合广电解决方案开发及产业化	5340	2 年	4.64 年	36.81%
合计	14423			

来源：招股说明书，渤海证券研究所

5. 盈利预测与估值

预计 2011 年-2013 年公司将实现营业收入 2.22 亿元、2.87 亿元、3.77 亿元，同比增长 27%、29%、32%；实现归属母公司所有者净利润 5200 万元、6600 万元、8700 万元，同比分别增长 40%、27%、31%，对应每股收益 0.51 元、0.65 元、0.85 元。

表 4 盈利预测

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	122	175	222	287	377
营业成本	65	97	118	155	202
营业税金及附加	1	2	2	3	3
销售费用	11	13	18	23	30
管理费用	21	21	30	38	50
财务费用	1	1	-2	-3	-3
资产减值损失	1	2	0	0	0
投资收益	-1	1	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	21	39	55	72	95
营业外收支净额	5	4	4	4	4

税前利润	27	43	60	76	100
减：所得税	3	6	8	10	13
净利润	23	37	52	66	87
归属于母公司的净利润	23	37	52	66	87
少数股东损益	0	0	0	0	0
基本每股收益	0.33	0.49	0.51	0.65	0.85
稀释每股收益	0.33	0.49	0.51	0.65	0.85

来源：渤海证券研究所

佳创视讯以软件和系统集成业务为主，目前 A 股中可比企业较少，选取业务或行业相近的相关企业为对比，可比公司 2011 年 PE 为 27.48 倍。考虑公司软件业务的成长性给予一定的溢价，给予公司 2011 年 30-35 倍 PE，公司上市后的合理价格区间为 15.3-17.9 元。

表 5 部分相近上市公司估值情况

代码	简称	收盘价 2011-09-05	EPS		PE	
			11E	12E	11E	12E
300079	数码视讯	24.99	0.95	1.34	26.30	18.65
002052	同洲电子	10.24	0.35	0.64	29.48	15.92
	算术平均				27.89	17.29

来源：Wind 渤海证券研究所整理

6. 风险提示

主要有以下风险：1）市场有竞争加剧的迹象，未来软件产品取得订单的难度有可能会提高，也存在系统集成业务毛利降低的风险；2）广电运营商投资受到政策影响较大，存在未来政策变动产生的广电行业投资滞后风险。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分