

## 空管变革：近期和远期的机会

川大智胜（002253）

**推荐** 维持评级

### 投资要点：

#### 1. 事件

我们参加川大智胜（002253）年度股东大会。

#### 2. 我们的分析与判断

##### 军民一体化空管体系建设

国内空管体系还不能适应高速发展的运输航空和军事航空。空管体系正在经历深刻变革，重要目标之一就是实现军航、民航的联合管制。

政府制订了空管十二五发展规划，适合联合管制的空管设备投入规模将相当于过去3个五年规划的总和。且明确要求系统建设由过去引进为主向国产为主转变。

对于川大智胜，空管领域的机会在于空管自动化、空管模拟培训、流量管理等方面的信息化建设。

##### 空管自动化：下半年或开始大规模建设

在民航空管自动化领域，川大智胜最早推出主用系统并获得政府主管部门许可开放使用，具有技术领先优势。在军航空管自动化领域，公司优势更明显。

按照十二五规划，国家空管领域系统建设规模远超过以往。如果进展顺利，今年下半年就可开始招标。这是近期最具规模的建设项目。

##### 空管仿真模拟培训市场

目前空管模拟培训的市场规模与空管自动化相当，川大智胜在模拟培训领域的优势明显，在塔台视景模拟机市场通常是唯一投标者。现有培训设施还远不能满足空中交通管制人员的培训需求，这也是制约国内空管能力的障碍，未来随着军民航空管一体化进程，还需要培养大批新的管制人员，模拟培训产品市场前景甚好。去年底公司与广汉飞行学院签署了5297万元空管模拟系统重大合同，计划180天内交付完成。

##### 飞行流量控制领域：新起步

在飞行流量控制领域，国内正在起步建设。在国外，流量控制系统的市场规模与空管自动化的规模相近。飞行流量控制系统包括4个层面：（1）国家飞行流量监控系统；（2）军航系统和民航系统；（3）军航大区和民航地区级的控制系统；（4）军航分区和民航省级系统。

2010年10月公司中标国家飞行流量监控中心系统建设项目”中的02标段即“飞行流量监控标段”。现在地方也开始逐渐采用流量控制系统。随着我国航空器数量的高速增长，军民航使用流量管理信息系统已经迫在眉睫。

王家炜 IT行业分析师

☎：(8610)6656 8272

✉：wangjiawei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020001

特此鸣谢

吴砚靖

☎：(8610) 6656 8330

✉：wuyanqing@chinastock.com.cn

#### 市场数据 时间 2012.4.27

|            |       |
|------------|-------|
| A股收盘价（元）   | 24.66 |
| 总股本（万股）    | 8702  |
| 实际流通A股（万股） | 7747  |
| 总市值（亿元）    | 21.45 |

### 低空开放

低空开放是航空业重大里程碑事件。现在相关的研究项目很多，但是要产生效益还需要等到实质性建设开始。

按照国务院、中央军委于 2010 年 8 月出台的《关于深化我国低空空域管理改革的指导意见》，到 2015 年底，在全国推广改革试点，逐步形成政府监管、行业指导、市场化运作、全国一体的低空空域运行管理和服务保障体系。2016-2020 年是深化阶段，进一步深化改革，使整个系统先进合理、科学完善、高效运转、完备可靠，低空空域资源得到科学合理开发利用。

### 飞行模拟机及视景系统

公司即将开始研发飞行模拟视景系统，进入飞行模拟机相关的视景系统市场。2011 年 2 月，公司与飞安国际 (FlightSafety International, Inc) 签署合同，购买一台飞行模拟机，总价款为 1233 万美元，具体内容包括 A320 全新 D 级模拟机及配套课件和必要的零备件工具 (飞行模拟机的最高级别为 D 级)。现在产品已交付，公司将很快开始培训运营来获利，我们预计今年可贡献 500 万元以上利润，明年贡献 1000 万元利润。同时公司利用该模拟机做视景系统研发。

川大智胜已经迈出空管领域，进入到更为广阔的飞行领域市场。我们估计大约 2 年以后新产品才能进入收获期。

### 地面交通

仰赖技术积累，公司在地面交通相关领域取得一系列突破。但是订单进展一般，2011 年获得订单 4588 万元，同比增长 5.8%，当年实现收入 2574 万元，同比下降 32.8%。未结算订单预计可以在 2012 年实现收入 3989 万元。公司在考虑以产品方式开展地面交通业务以发挥公司的研发强项。

## 3. 投资建议

空管大规模建设正在第次展开，公司长期成长性明确。

我们预计公司 2012 年归属于母公司的净利润将可增长 46%，达到 7467 万元，每股收益 0.86 元，预期市盈率 28.7 倍。未来公司可持续保持 30% 以上增长速度。

维持推荐评级。

### 风险提示

(1) 重要空管项目建设的推迟；(2) 人力成本上升较快。

**表 1 川大智胜 (002253) 财务报表及预测**

| 资产负债表        | 2010A        | 2011A        | 2012E        | 2013E        | 2014E        | 利润表 (百万元)   | 2010A        | 2011A        | 2012E        | 2013E        | 2014E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金         | 157.3        | 434.9        | 339.5        | 305.8        | 266.7        | 营业收入        | 144.4        | 172.8        | 232.4        | 307.4        | 403.2        |
| 应收票据         | 0.0          | 0.1          | 0.1          | 0.1          | 0.1          | 营业成本        | 93.7         | 110.0        | 146.4        | 194.2        | 256.9        |
| 应收账款         | 107.8        | 131.3        | 176.5        | 233.4        | 306.3        | 营业税金及附加     | 1.8          | 2.7          | 3.6          | 4.7          | 6.2          |
| 预付款项         | 9.6          | 45.3         | 92.7         | 155.7        | 239.0        | 销售费用        | 4.5          | 5.7          | 7.0          | 9.2          | 12.1         |
| 其他应收款        | 6.6          | 10.4         | 14.0         | 18.5         | 24.3         | 管理费用        | 14.3         | 17.4         | 20.9         | 27.7         | 36.3         |
| 存货           | 65.4         | 72.4         | 96.3         | 127.8        | 169.0        | 财务费用        | -3.5         | -2.8         | -1.9         | -1.6         | -1.4         |
| 其他流动资产       | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 资产减值损失      | 2.3          | 2.4          | 2.0          | 2.0          | 2.7          |
| 长期股权投资       | 2.2          | 2.9          | 2.9          | 2.9          | 2.9          | 公允价值变动收益    | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 固定资产         | 58.8         | 53.4         | 84.9         | 127.8        | 130.5        | 投资收益        | 0.0          | -0.1         | -0.2         | -0.1         | -0.1         |
| 在建工程         | 8.7          | 32.6         | 81.1         | 42.6         | 38.7         | 汇兑收益        | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 工程物资         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 营业利润        | 31.3         | 37.3         | 54.3         | 71.0         | 90.4         |
| 无形资产         | 43.8         | 54.1         | 15.1         | 13.0         | 10.8         | 营业外收支净额     | 14.4         | 18.7         | 25.2         | 33.2         | 43.4         |
| 长期待摊费用       | 0.0          | 0.2          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 税前利润        | 45.7         | 56.0         | 79.4         | 104.2        | 133.8        |
| 资产总计         | 493.9        | 874.1        | 977.7        | 1102.1       | 1262.8       | 减: 所得税      | 2.4          | 3.8          | 4.8          | 6.2          | 8.0          |
| 短期借款         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 净利润         | 43.3         | 52.2         | 74.7         | 97.9         | 125.8        |
| 应付票据         | 0.1          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 归属于母公司的净利润  | 40.6         | 51.0         | 74.7         | 97.9         | 125.8        |
| 应付账款         | 31.1         | 44.3         | 58.2         | 77.2         | 102.1        | 少数股东损益      | 2.8          | 1.2          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 预收款项         | 29.1         | 36.5         | 46.5         | 59.7         | 77.1         | 基本每股收益      | 0.54         | 0.59         | 0.86         | 1.13         | 1.45         |
| 应付职工薪酬       | 4.7          | 4.6          | 4.6          | 4.6          | 4.6          | 稀释每股收益      | 0.54         | 0.59         | 0.86         | 1.13         | 1.45         |
| 应交税费         | 5.3          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | <b>财务指标</b> | <b>2010A</b> | <b>2011A</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |
| 其他应付款        | 3.9          | 12.8         | 12.8         | 12.8         | 12.8         | <b>成长性</b>  |              |              |              |              |              |
| 其他流动负债       | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 营收增长率       | 14.0%        | 19.7%        | 34.4%        | 32.3%        | 31.2%        |
| 长期借款         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | EBIT 增长率    | 30.6%        | 22.5%        | 41.9%        | 31.1%        | 28.4%        |
| 预计负债         | 6.4          | 7.1          | 7.1          | 7.1          | 7.1          | 净利润增长率      | 20.7%        | 25.7%        | 46.4%        | 31.1%        | 28.4%        |
| 负债合计         | 90.8         | 112.9        | 141.8        | 168.3        | 203.2        | <b>盈利性</b>  |              |              |              |              |              |
| 股东权益合计       | 403.1        | 761.2        | 835.9        | 933.8        | 1059.6       | 销售毛利率       | 35.1%        | 36.3%        | 37.0%        | 36.8%        | 36.3%        |
| <b>现金流量表</b> | <b>2010A</b> | <b>2011A</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> | 销售净利率       | 28.1%        | 29.5%        | 32.1%        | 31.9%        | 31.2%        |
| 净利润          | 43.3         | 52.2         | 74.7         | 97.9         | 125.8        | ROE         | 10.1%        | 6.7%         | 8.9%         | 10.5%        | 11.9%        |
| 折旧摊销         | 8.9          | 10.7         | 4.9          | 7.8          | 8.4          | ROIC        | 10.75%       | 6.85%        | 8.93%        | 10.49%       | 11.87%       |
| 经营活动现金流      | 9.3          | 36.4         | -18.6        | -25.2        | -35.4        | <b>估值倍数</b> |              |              |              |              |              |
| 投资活动现金流      | -25.7        | -67.8        | -78.7        | -10.1        | -5.1         | PE          | 45.5         | 42.1         | 28.7         | 21.9         | 17.1         |
| 融资活动现金流      | -25.5        | 306.8        | 1.9          | 1.6          | 1.4          | P/S         | 12.8         | 12.4         | 9.2          | 7.0          | 5.3          |
| 现金净变动        | -42.0        | 275.5        | -95.4        | -33.7        | -39.1        | P/B         | 4.6          | 2.8          | 2.6          | 2.3          | 2.0          |
| 期初现金余额       | 203.0        | 93.9         | 434.9        | 339.5        | 305.8        | 股息收益率       | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 期末现金余额       | 161.0        | 432.8        | 339.5        | 305.8        | 266.7        | EV/EBITDA   | 31.1         | 25.8         | 21.6         | 16.5         | 13.3         |

资料来源: 公司报告及中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**王家炜，计算机行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

|                          |          |               |                              |
|--------------------------|----------|---------------|------------------------------|
| 北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 | 北京地区：傅楚雄 | 010-83574171  | fuchuxiong@chinastock.com.cn |
| 上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  | 上海地区：于淼  | 021-20257811  | yumiao_jg@chinastock.com.cn  |
| 深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层    | 深广地区：詹璐  | 0755-83453719 | zhanlu@chinastock.com.cn     |

公司网址：www.chinastock.com.cn