



川大智胜 (002253.SZ)

军航空管超预期 订单奠定增长基础

 评级: **买入** 前次: **增持**

 目标价(元): **30.45元**

 分析师: **陈运红** 联系人: **刘易**

S0740513080002

021-20315198

chenyh@r.qlzq.com.cn

021-20315087

liuyi@r.qlzq.com.cn

2013年12月15日

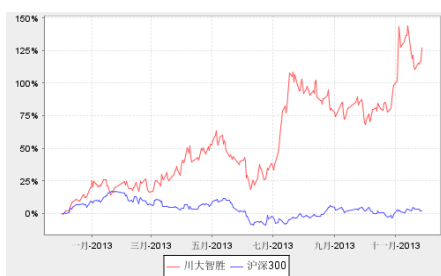
基本状况

总股本(百万股)	139.25
流通股本(百万股)	139.25
市价(元)	26.84
市值(百万元)	3737.35
流通市值(百万元)	3737.35

业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	172.83	203.45	253.65	368.92	510.89
营业收入增速	19.69%	17.71%	24.68%	45.44%	38.48%
净利润增长率	25.68%	20.78%	26.46%	55.68%	32.60%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.44	0.56	0.87	1.15
前次预测每股收益(元)	0.59	0.44	0.56	0.75	1.00
市场预测每股收益(元)	0.67	0.44	0.54	0.69	0.88
偏差率(本次-市场/市场)	-12.55%	0.52%	3.04%	26.52%	30.73%
市盈率(倍)	40.02	29.73	46.77	30.04	22.66
PEG	1.56	1.43	1.77	0.54	0.69
每股净资产(元)	8.60	5.63	5.99	6.86	8.02
每股现金流量(元)	0.42	0.75	0.40	0.48	0.54
净资产收益率	6.81%	7.85%	9.33%	12.69%	14.40%
市净率	2.73	2.33	4.37	3.81	3.26
总股本(百万元)	87.03	139.25	139.25	139.25	139.25

股价与行业-市场走势对比



备注: 市场预测取 WIND 一致预期

投资要点

- 事件:** 2013年12月13日, 川大智胜中标国家空管委办公室招标项目“新一代××管制中心系统建设项目”中两个标段: (1)02标段“流量管理”, 中标金额1.39亿元; (2)06标段“机场管制中心系统-××”, 中标金额0.99亿元。整个中标项目建设期为2年, 对未来两年公司的航空及空管产品业务有重大影响。
- 空管龙头再迎军工大订单。** 本次中标项目主要涉及空管自动化系统中的流量控制、流量统计分析、流量预告警、流量辅助决策、管制指挥、飞行服务等模块项目, 对于公司明后两年的军航空管产品业务增长提供了强有力的保障。公司凭借在军航空管领域的绝对优势地位, 未来将进一步受益军方空管装备大型化升级的政策利好。
- 项目经验积累增强民航空管国产化信心。** 公司现已承接太原、石家庄、贵阳和呼和浩特等民航机场空管装备项目, 此次中标事项将进一步强化公司在大项目承接和项目管理方面的经验和信心, 向实现国家“十二五”规划及重要空管装备国产化替代迈进了一步, 更响应了“军民深度融合”、“立足国内、适当引进”的国家方针。
- 航空培训和全景互动业务成为公司新亮点。** 随着我国航空运输业的迅猛发展, 空管人员寻求扩编, 飞行人员面临短缺, 空管和飞行培训市场将在未来20年内处于成长期, 公司立足现有仿真模拟机的较高市场份额, 逐步开启数十亿的培训市场。同样基于公司核心图形图像技术衍生而来的全景互动虚拟现实产品将打开公司在文化娱乐领域的新应用, 结合小间距高清LED显示技术, 在旅游景区、科普教育、游乐场等场合凭借震撼的视觉冲击和沉浸式体验博取游客的青睐。

- **公司 2013-2015 年盈利增长主要来源:** (1) 空管自动化系统升级及本土化替代需求; (2) 空管和飞行培训市场的爆发; (3) 基于高清小间距 LED 显示的全景互动虚拟现实产品需求。
- **业绩预测:** 我们预计公司 2013-2015 年营业收入分别为 2.54 亿元 (24.7% YOY)、3.69 亿元 (45.4% YOY) 和 5.11 亿元 (38.5% YOY), 可实现净利润分别为 0.82 亿元、1.28 亿元和 1.69 亿元, 同比增长 26.46%、55.68%和 32.60%; 实现 EPS 分别为 0.56 元、0.87 元和 1.15 元。
- **投资建议:** 中标项目带来公司军航空管自动化业务实现近翻倍的增长, 更能通过产品结构调整提升毛利率。另外, 低空空域管制政策的逐步出台、公司营销团队的引进、“十二五”规划的目标达成将给公司未来两年的增长带来新看点。我们上调公司评级至“买入”, 给予目标价 30.45 元, 对应 35X2014 年 PE。
- **风险提示:** (1) 民航空管自动化系统国产化替代进程会低于预期; (2) 培训业务需求可能低于预期; (3) 全景互动业务或将面临 IT 软件公司的激烈竞争导致产品市占和毛利率存在下降的可能。

图表 1: 川大智胜三张报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	144	173	203	254	369	511	货币资金	157	435	373	440	472	539
增长率	13.99%	19.7%	17.7%	24.7%	45.4%	38.5%	应收账款	114	142	148	151	216	295
营业成本	-94	-110	-132	-165	-217	-301	存货	65	72	95	90	116	158
%销售收入	64.9%	63.7%	64.8%	64.9%	58.8%	58.9%	其他流动资产	10	45	25	41	52	82
毛利	51	63	72	89	152	210	流动资产	347	694	641	721	856	1,075
%销售收入	35.1%	36.3%	35.2%	35.1%	41.2%	41.1%	%总资产	70.2%	79.4%	66.5%	68.8%	70.7%	73.3%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-4	-6	-9	长期投资	2	3	3	3	3	3
%销售收入	1.3%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	68	86	193	210	230	260
营业费用	-4	-6	-9	-11	-17	-23	%总资产	13.7%	9.8%	20.0%	20.0%	19.0%	17.7%
%销售收入	3.1%	3.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	无形资产	73	85	121	108	116	122
管理费用	-14	-17	-20	-25	-37	-51	非流动资产	147	180	324	328	355	391
%销售收入	9.9%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	9.9%	%总资产	29.8%	20.6%	33.5%	31.2%	29.3%	26.7%
息税前利润 (EBIT)	30	37	39	48	92	128	资产总计	494	874	965	1,049	1,211	1,466
%销售收入	20.8%	21.4%	19.1%	18.9%	25.0%	25.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	3	3	11	9	10	11	应付款项	64	94	138	134	192	279
%销售收入	-2.4%	-1.6%	-5.3%	-3.4%	-2.7%	-2.1%	其他流动负债	12	6	2	35	11	10
资产减值损失	-2	-2	-7	0	0	0	流动负债	76	99	139	169	203	289
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	15	13	18	18	18	18
%税前利润	0.0%	—	—	0.0%	0.0%	0.0%	负债	91	113	157	187	221	307
营业利润	31	37	43	57	102	138	普通股股东权益	392	749	784	834	956	1,116
营业利润率	21.7%	21.6%	21.2%	22.3%	27.7%	27.1%	少数股东权益	11	12	23	28	34	43
营业外收支	14	19	29	35	40	50	负债股东权益合计	494	874	965	1,049	1,211	1,466
税前利润	46	56	72	92	142	188	比率分析						
利润率	31.6%	32.4%	35.4%	36.1%	38.5%	36.9%	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	
所得税	-2	-4	-7	-9	-14	-19	每股指标						
所得税率	5.2%	6.8%	10.3%	10.0%	10.2%	10.2%	每股收益 (元)	0.542	0.586	0.442	0.559	0.871	1.155
净利润	43	52	65	82	128	169	每股净资产 (元)	5.233	8.604	5.632	5.992	6.862	8.017
少数股东损益	3	1	3	5	6	8	每股经营现金流 (元)	0.124	0.418	0.747	0.400	0.479	0.535
归属于母公司的净利润	41	51	62	78	121	161	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.000	0.000
净利率	28.1%	29.5%	30.3%	30.7%	32.9%	31.5%	回报率						
							净资产收益率	10.35%	6.81%	7.85%	9.33%	12.69%	14.40%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.21%	5.83%	6.38%	7.43%	10.01%	10.96%
2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		投入资本收益率	11.72%	10.67%	8.08%	10.30%	16.08%	18.61%
净利润	43	52	65	82	128	169	增长率						
少数股东损益	0	0	0	5	6	8	营业总收入增长率	13.99%	19.69%	17.71%	24.68%	45.44%	38.48%
非现金支出	11	13	19	20	19	20	EBIT增长率	49.98%	23.00%	4.94%	23.62%	92.08%	38.52%
非经营收益	-1	-1	-1	-35	-40	-50	净利润增长率	20.74%	25.68%	20.78%	26.46%	55.68%	32.60%
营运资金变动	-44	-28	21	-11	-40	-65	总资产增长率	9.69%	76.99%	10.39%	8.71%	15.44%	21.09%
经营活动现金净流	9	36	104	60	73	83	资产管理能力						
资本开支	24	73	144	-12	7	7	应收账款周转天数	207.4	252.4	237.0	200.0	196.0	192.1
投资	-2	-1	-4	0	0	0	存货周转天数	196.4	228.6	232.5	200.0	196.0	192.1
其他	0	6	9	0	0	0	应付账款周转天数	102.1	125.1	129.7	130.0	132.6	135.3
投资活动现金净流	-26	-68	-139	12	-7	-7	固定资产周转天数	153.9	118.5	179.5	194.2	116.9	77.2
股权募资	4	333	2	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-39.03%	-57.14%	-46.23%	-50.98%	-47.64%	-46.54%
其他	-29	-26	-26	-1	-28	0	EBIT利息保障倍数	-8.7	-13.3	-3.6	-5.6	-9.3	-11.9
筹资活动现金净流	-26	307	-23	-1	-28	0	资产负债率	18.38%	12.91%	16.29%	17.78%	18.24%	20.94%
现金净流量	-42	275	-59	71	38	76							

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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“齐鲁证券有限公司”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。