



## 川大智胜(002253.SZ)

### 军工订单为基石 全景互动求突破

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **27.36元**

分析师 联系人

**陈运红** **刘易**

S0740513080002

021-20315198 021-20315087

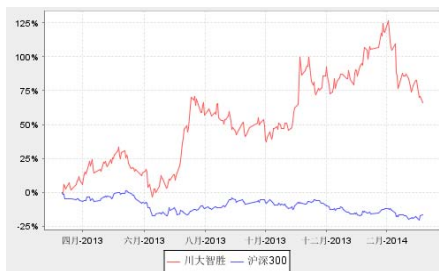
chenyh@r.qlzq.com.cn liuyi@r.qlzq.com.cn

2014年3月25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)     | 23.98   |
| 市值(百万元)   | 3339.11 |
| 流通市值(百万元) | 3339.11 |

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

| 指标            | 2012A  | 2013A  | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 203.45 | 256.57 | 363.33 | 460.59 | 580.49 |
| 营业收入增速        | 17.71% | 26.11% | 41.61% | 26.77% | 26.03% |
| 净利润增长率        | 20.78% | 11.06% | 47.10% | 21.93% | 17.40% |
| 摊薄每股收益(元)     | 0.44   | 0.49   | 0.72   | 0.88   | 1.03   |
| 前次预测每股收益(元)   |        |        |        |        |        |
| 市场预测每股收益(元)   |        |        |        |        |        |
| 偏差率(本次-市场/市场) |        |        |        |        |        |
| 市盈率(倍)        | 29.73  | 55.05  | 33.19  | 27.22  | 23.18  |
| PEG           | 1.43   | 4.98   | 0.70   | 1.24   | 1.33   |
| 每股净资产(元)      | 5.63   | 5.92   | 6.45   | 7.33   | 8.36   |
| 每股现金流量(元)     | 0.75   | 0.15   | 0.53   | 0.51   | 0.75   |
| 净资产收益率        | 7.85%  | 8.29%  | 11.21% | 12.02% | 12.37% |
| 市净率           | 2.33   | 4.56   | 3.72   | 3.27   | 2.87   |
| 总股本(百万元)      | 139.25 | 139.25 | 139.25 | 139.25 | 139.25 |

备注: 市场预测取 WIND 一致预期

#### 投资要点

- **事件:** 公司公布了 2013 年年报, 实现营业收入 2.57 亿元, 归属上市公司股东的净利润 6839.86 万元, 比 2012 年分别增长 26.11% 和 11.06%。
- **军工合同签订延迟, 研发投入占比高影响业绩增速。** 公司 2013 年业绩增速为 11.06%, 贴近之前预期 10%-30% 的下限, 主要由于 2013 年 12 月中标的“新一代空管中心系统建设项目”和“流量管理”两个标段招标时间较迟, 未能在 2013 年签订合同, 而前期相关样机的研发投入却已发生, 导致 2013 年研发支出高达 5925 万, 较 2012 年增加 43.57%, 业绩增速相应地远低于收入增速, 也低于我们之前预期, 但这也为 2014 年实现高增速奠定了基础。
- **军工订单成为 2014 年高增长的基石。** 2013 年末中标军航空管订单或将在 2014 年二季度签订, 金额高达 2.38 亿元, 是近年军航空管投入最大的项目, 集中在 2014、2015 两年内释放, 考虑到项目含金量和军品免税等因素, 将对未来两年业绩产生重大影响。
- **景区领导考察全景项目, 全景互动进口替代是趋势。** 据悉, 今年 2 月份某市领导就公司全景互动示范项目和高清小间距 LED 显示产品进行参观考察, 已知该市在景区旅游方面很有特色, 国家重点风景 5A 级景区之一, 目前暂未签订正式的合作协议。全景互动项目是公司重点投入的项目之一, 也是公司从传统军工订单型企业向文化娱乐产品服务型公司转型的第一步, 公司基于图像图形核心技术和多年在视景系统开发积累的经验, 已经在全景拍摄、图片数字化、图像合成、三维构图、生成场景方面形成一系列解决方案, 有望打破目前全景核心软件几乎全依赖进口的现状, 本次下游景区应用的参观或将带动其他目标客户群关注到公司该新兴业务, 而细分行业的先发优势也将为此产品毛利率提供保证。

- **低空放开渐行渐近，亟待系列政策支持规范。**2013年11月公布的《通用航空飞行任务审批与管理规定》简化了通航审批程序，但对于低空空域的划分、如何管理以及基建建设等方面没有给出实质性说明，而这些才是决定通航真正飞不飞得起来的关键，只有将非管制区域连成一片才能让通航顺畅飞行，这也是国家空域管理改革希望达到的目的，所以我们推断低空放开系列政策的持续推出将是大概率事件。
- **私人飞机需求旺盛，通航培训市场火热。**从去年年末开始，私人飞机驾照培训市场一片火热，其中很大部分是计划购买飞机的私人老板，伴随着低空空域的开放和通用航空的发展，飞行培训市场将进入快速爆发期。公司一方面通过针对民航公司签订长期培训服务合同，另一方面开发视景系统提供给民航院校、通用航空、军用飞行模拟机配套使用，市场需求旺盛。
- **三维测量为全景互动和地面交通产品提供持久竞争力。**公司去年11月份获批的高速高精度结构光三维测量项目进展顺利，其中可视化场景三维测量有望和目前的全景互动项目结合，届时可以直接将飞行探测器拍摄的三维画面实时显示出来，对于互动项目也可发挥到极致，将是全景互动项目的高阶应用；而三维人脸测量和人脸识别将多元化目前的地面交通产品，基于监控摄像头的人脸识别对于案件刑侦意义极大，也是目前生物特征识别关注度最高的一类应用。
- **公司 2014-2016 年盈利增长主要来源：**(1) 军航空管自动化系统升级及民航空管本土化替代需求；(2) 飞行模拟机培训市场的爆发；(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 2014-2016 年营业收入分别为 3.63 亿元 (41.6% YOY)、4.61 亿元 (26.8% YOY) 和 5.80 亿元 (26.0% YOY)，可实现净利润分别为 1.01 亿元、1.23 亿元和 1.44 亿元，同比增长 47.10%、21.93% 和 17.40%；实现 EPS 分别为 0.72 元、0.88 元和 1.03 元。
- **投资建议：**价值 2.38 亿元的军航空管合同或将在 2014 年二季度签订，并集中在 2014、2015 两年内释放，对于公司未来两年传统业务的高速增长给予了支撑；公司将建设全景互动景区旅游体验示范系统，利用全景互动视觉技术打开文化娱乐、景区旅游、科普教育领域的应用，今年与景区合作推出全景互动产品并在目标客户群中复制将成大概率事件；低空空域划分和运营基建方面亟待低空放开系列政策支持才能让通航真正“自由飞行”，届时制造、运营、维修、培训、监视系统等通航各环节企业将首先受益。我们维持公司“买入”评级，给予目标价 27.36 元，对应 38X2014 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)  |            |            |            |              |              |              |
|-----------------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
|                       | 2011       | 2012        | 2013        | 2014E      | 2015E      | 2016E      |                 | 2011       | 2012       | 2013       | 2014E        | 2015E        | 2016E        |
| <b>营业总收入</b>          | <b>173</b> | <b>203</b>  | <b>257</b>  | <b>363</b> | <b>461</b> | <b>580</b> | 货币资金            | 435        | 373        | 230        | 267          | 255          | 342          |
| 增长率                   | 19.69%     | 17.7%       | 26.1%       | 41.6%      | 26.8%      | 26.0%      | 应收账款            | 142        | 148        | 164        | 219          | 274          | 341          |
| 营业成本                  | -110       | -132        | -173        | -229       | -286       | -364       | 存货              | 72         | 95         | 86         | 125          | 153          | 192          |
| %销售收入                 | 63.7%      | 64.8%       | 67.3%       | 63.0%      | 62.0%      | 62.7%      | 其他流动资产          | 45         | 25         | 28         | 50           | 70           | 74           |
| 毛利                    | 63         | 72          | 84          | 134        | 175        | 216        | 流动资产            | 694        | 641        | 509        | 661          | 753          | 949          |
| %销售收入                 | 36.3%      | 35.2%       | 32.7%       | 37.0%      | 38.0%      | 37.3%      | %总资产            | 79.4%      | 66.5%      | 52.1%      | 56.2%        | 56.6%        | 61.1%        |
| 营业税金及附加               | -3         | -3          | -3          | -5         | -7         | -9         | 长期投资            | 3          | 3          | 19         | 19           | 19           | 19           |
| %销售收入                 | 1.5%       | 1.7%        | 1.4%        | 1.5%       | 1.5%       | 1.5%       | 固定资产            | 86         | 193        | 271        | 326          | 360          | 369          |
| 营业费用                  | -6         | -9          | -12         | -16        | -21        | -26        | %总资产            | 9.8%       | 20.0%      | 27.7%      | 27.7%        | 27.1%        | 23.7%        |
| %销售收入                 | 3.3%       | 4.4%        | 4.6%        | 4.5%       | 4.5%       | 4.5%       | 无形资产            | 85         | 121        | 173        | 165          | 194          | 211          |
| 管理费用                  | -17        | -20         | -26         | -36        | -46        | -57        | 非流动资产           | 180        | 324        | 468        | 515          | 578          | 604          |
| %销售收入                 | 10.1%      | 10.0%       | 10.3%       | 10.0%      | 10.0%      | 9.9%       | %总资产            | 20.6%      | 33.5%      | 47.9%      | 43.8%        | 43.4%        | 38.9%        |
| 息税前利润 (EBIT)          | 37         | 39          | 42          | 76         | 101        | 124        | <b>资产总计</b>     | <b>874</b> | <b>965</b> | <b>977</b> | <b>1,176</b> | <b>1,331</b> | <b>1,553</b> |
| %销售收入                 | 21.4%      | 19.1%       | 16.5%       | 21.0%      | 22.0%      | 21.4%      | 短期借款            | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用                  | 3          | 11          | 7           | 6          | 7          | 7          | 应付款项            | 94         | 138        | 102        | 187          | 244          | 315          |
| %销售收入                 | -1.6%      | -5.3%       | -2.7%       | -1.8%      | -1.6%      | -1.3%      | 其他流动负债          | 6          | 2          | 0          | 36           | 5            | 5            |
| 资产减值损失                | -2         | -7          | -5          | 0          | 0          | 0          | 流动负债            | 99         | 139        | 102        | 223          | 249          | 319          |
| 公允价值变动收益              | 0          | 0           | 0           | 0          | 0          | 0          | 长期贷款            | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益                  | 0          | 0           | 0           | 0          | 0          | 0          | 其他长期负债          | 13         | 18         | 19         | 19           | 19           | 19           |
| %税前利润                 | —          | —           | —           | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | <b>负债</b>       | <b>113</b> | <b>157</b> | <b>121</b> | <b>242</b>   | <b>268</b>   | <b>338</b>   |
| 营业利润                  | 37         | 43          | 44          | 83         | 108        | 132        | <b>普通股股东权益</b>  | <b>749</b> | <b>784</b> | <b>825</b> | <b>898</b>   | <b>1,020</b> | <b>1,164</b> |
| 营业利润率                 | 21.6%      | 21.2%       | 17.1%       | 22.8%      | 23.6%      | 22.7%      | 少数股东权益          | 12         | 23         | 31         | 36           | 43           | 50           |
| 营业外收支                 | 19         | 29          | 36          | 35         | 35         | 37         | <b>负债股东权益合计</b> | <b>874</b> | <b>965</b> | <b>977</b> | <b>1,176</b> | <b>1,331</b> | <b>1,553</b> |
| 税前利润                  | 56         | 72          | 80          | 118        | 143        | 168        | <b>比率分析</b>     |            |            |            |              |              |              |
| 利润率                   | 32.4%      | 35.4%       | 31.2%       | 32.4%      | 31.2%      | 29.0%      |                 | 2011       | 2012       | 2013       | 2014E        | 2015E        | 2016E        |
| 所得税                   | -4         | -7          | -8          | -12        | -14        | -17        | <b>每股指标</b>     |            |            |            |              |              |              |
| 所得税率                  | 6.8%       | 10.3%       | 10.3%       | 10.0%      | 10.0%      | 10.0%      | 每股收益 (元)        | 0.586      | 0.442      | 0.491      | 0.723        | 0.881        | 1.034        |
| 净利润                   | 52         | 65          | 72          | 106        | 129        | 152        | 每股净资产 (元)       | 8.604      | 5.632      | 5.924      | 6.446        | 7.327        | 8.361        |
| 少数股东损益                | 1          | 3           | 3           | 5          | 6          | 8          | 每股经营现金流 (元)     | 0.418      | 0.747      | 0.145      | 0.527        | 0.514        | 0.752        |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>51</b>  | <b>62</b>   | <b>68</b>   | <b>101</b> | <b>123</b> | <b>144</b> | 每股股利 (元)        | 0.000      | 0.000      | 0.200      | 0.200        | 0.000        | 0.000        |
| 净利率                   | 29.5%      | 30.3%       | 26.7%       | 27.7%      | 26.6%      | 24.8%      | <b>回报率</b>      |            |            |            |              |              |              |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |            |             |             |            |            |            | 净资产收益率          | 6.81%      | 7.85%      | 8.29%      | 11.21%       | 12.02%       | 12.37%       |
|                       | 2011       | 2012        | 2013        | 2014E      | 2015E      | 2016E      | 总资产收益率          | 5.83%      | 6.38%      | 7.00%      | 8.56%        | 9.22%        | 9.28%        |
| 净利润                   | 52         | 65          | 72          | 106        | 129        | 152        | 投入资本收益率         | 10.67%     | 8.08%      | 6.25%      | 10.58%       | 11.54%       | 13.09%       |
| 少数股东损益                | 0          | 0           | 0           | 5          | 6          | 8          | <b>增长率</b>      |            |            |            |              |              |              |
| 非现金支出                 | 13         | 19          | 26          | 24         | 27         | 29         | 营业总收入增长率        | 19.69%     | 17.71%     | 26.11%     | 41.61%       | 26.77%       | 26.03%       |
| 非经营收益                 | -1         | -1          | 1           | -35        | -35        | -37        | EBIT增长率         | 23.00%     | 4.94%      | 8.81%      | 80.32%       | 32.75%       | 22.80%       |
| 营运资金变动                | -28        | 21          | -79         | -22        | -50        | -39        | 净利润增长率          | 25.68%     | 20.78%     | 11.06%     | 47.10%       | 21.93%       | 17.40%       |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>36</b>  | <b>104</b>  | <b>20</b>   | <b>79</b>  | <b>78</b>  | <b>112</b> | 总资产增长率          | 76.99%     | 10.39%     | 1.28%      | 20.33%       | 13.19%       | 16.66%       |
| 资本开支                  | 73         | 144         | 134         | 36         | 55         | 18         | <b>资产管理能力</b>   |            |            |            |              |              |              |
| 投资                    | -1         | -4          | 0           | 0          | 0          | 0          | 应收账款周转天数        | 252.4      | 237.0      | 196.6      | 200.0        | 196.0        | 192.1        |
| 其他                    | 6          | 9           | -3          | 0          | 0          | 0          | 存货周转天数          | 228.7      | 232.5      | 191.7      | 200.0        | 196.0        | 192.1        |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-68</b> | <b>-139</b> | <b>-137</b> | <b>-36</b> | <b>-55</b> | <b>-18</b> | 应付账款周转天数        | 125.1      | 129.7      | 102.0      | 130.0        | 132.6        | 135.3        |
| 股权募资                  | 333        | 2           | 0           | 0          | 0          | 0          | 固定资产周转天数        | 118.5      | 179.5      | 215.3      | 154.2        | 117.6        | 87.9         |
| 债权募资                  | 0          | 0           | 0           | 0          | 0          | 0          | <b>偿债能力</b>     |            |            |            |              |              |              |
| 其他                    | -26        | -26         | -27         | -1         | -28        | 0          | 净负债/股东权益        | -57.14%    | -46.23%    | -26.90%    | -28.56%      | -23.98%      | -28.13%      |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>307</b> | <b>-23</b>  | <b>-26</b>  | <b>-1</b>  | <b>-28</b> | <b>0</b>   | EBIT利息保障倍数      | -13.3      | -3.6       | -6.0       | -11.8        | -13.9        | -16.7        |
| <b>现金净流量</b>          | <b>275</b> | <b>-59</b>  | <b>-143</b> | <b>42</b>  | <b>-5</b>  | <b>94</b>  | 资产负债率           | 12.91%     | 16.29%     | 12.42%     | 20.58%       | 20.13%       | 21.78%       |

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。