

业绩增长符合预期, VR业务有望爆发

- **事件:** 川大智胜近日发布 2015 年年度报告显示, 报告期内公司实现营业收入 2.61 亿元, 同比增长 18.09%; 归母净利润 3341 万元, 同比增长 204%。
- 报告期内, 公司航空及空管业务实现收入 1.135 亿元, 同比增长 46.23%, 图形图像业务实现收入 4079 万元, 增长 824%, 信息化及其他产品与服务实现收入 8700 万元, 减少 13.87%。公司净利润增幅较大主要缘于高毛利的图形图像业务的爆发, 为公司贡献 1764 万毛利。
- **传统空管业务稳健发展。** 2015 年是空管建设“十二五”计划的最后一年, 受公司加大市场投入以及用户采购计划的影响, 公司空管产品订单较去年有明显增长。公司具有全套军工资质, 市场占有率居国内厂商前列, 持续承担我国军队特大型装备研制项目中航空管制分系统任务。作为军航空管主要系统和服务供应商之一, 在“军民融合”国家战略的推动下, 2016 年, 预计来自军工任务的需求还将有较大幅度增长。
- **航空模拟业务规模扩大, 竞争优势明显。** 公司从 2012 年开始实施的包括飞机模拟机培训业务、低空监视和通用航空等六个业务领域的“二次创业”计划, 经过几年发展已取得不同程度的进展, 目前民航客机研制的飞行模拟机视景系统已达到国内领先水平, 能满足高等级飞行模拟机集成的需求; 飞行模拟产品在技术上处于同类产品领先水平, 三项空管仿真模拟产品均获得民航局 II 类 C 级评定(最高级), 市场竞争优势明显。公司民航业务 2015 年全年新签合同总额超过 6000 万元。2016 年, 民航业务新签合同额有望持续增长。
- **创新业务增长快, VR 有望迎来爆发。** 受市场需求增加影响, 公司 2015 年以三维人脸照相机和人脸识别系统、文化科技和虚拟现实系统、高清 LED 显示系统等为主的图形图像业务收入有大幅度增长。公司在相关业务上都保持国际国内领先水平, 以虚拟现实和视觉合成技术为核心的多项产品和三维人脸照相机和三维人脸识别软件与应用系统都将在 2016 年陆续投入市场。同时公司还从文化科技产品开始, 布局教育科普虚拟现实产业链。并通过与奥飞动漫、利亚德等合作, 深入布局 VR 蓝海。
- **盈利预测。** 我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别是 0.34 元、0.38 元、0.44 元, 对应动态 PE 分别为 152 倍、137 倍和 119 倍。目前公司 PE 较高, 但考虑到公司在 VR 及人脸识别领域的优势带来的高成长性, 公司股价仍有上涨空间, 给予公司股票“增持”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧的风险; 中标合同不能正式签约的风险。

| 指标年度 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 261.24 | 395.24 | 469.32 | 550.68 |
| 增长率 | 18.23% | 51.29% | 18.74% | 17.34% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 33.41 | 51.40 | 57.13 | 65.44 |
| 增长率 | 204.42% | 53.84% | 11.14% | 14.56% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.22 | 0.34 | 0.38 | 0.44 |
| 净资产收益率 ROE | 2.82% | 3.76% | 4.01% | 4.40% |
| PE | 245 | 152 | 137 | 119 |
| PB | 6.22 | 5.71 | 5.48 | 5.24 |

数据来源: Wind, 西南证券

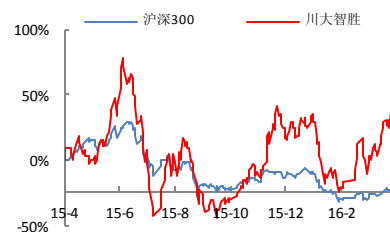
西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

分析师: 文雪颖
执业证号: S1250514060001
电话: 023-67909731
邮箱: wenxy@swsc.com.cn

联系人: 常潇雅
电话: 021-68415380
邮箱: cxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 1.5 |
| 流通 A 股(亿股) | 1.27 |
| 52 周内股价区间(元) | 23.18-77.28 |
| 总市值(亿元) | 82.05 |
| 总资产(亿元) | 16.07 |
| 每股净资产(元) | 8.48 |

相关研究

盈利预测与投资建议

核心假设:

- 1、国家持续推动“军民融合”战略，公司获军工业务订单量符合预期；
- 2、航空航天仿真器业务稳步推进，研发进度符合预期；
- 3、VR 市场需求持续增长。

表 1: 公司各项业务盈利预测

| 业务 | 盈利假设 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 空管产品 | 营业收入 (万元) | 11,351.05 | 18,161.68 | 20,885.93 | 24,018.82 |
| | 营业成本 (万元) | 6,940.01 | 10,897.01 | 12,531.56 | 14,411.29 |
| | 毛利率 | 39.00% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| 图形图像产品与服务 | 营业收入 (万元) | 4,078.68 | 6,118.02 | 7,341.62 | 8,075.79 |
| | 营业成本 (万元) | 2,314.63 | 4,160.25 | 4,992.30 | 5,491.53 |
| | 毛利率 | 43.00% | 32.00% | 32.00% | 32.00% |
| 地面交通产品 | 营业收入 (万元) | 1,993.47 | 2,192.82 | 2,390.17 | 2,581.38 |
| | 营业成本 (万元) | 1,526.96 | 1,688.47 | 1,840.43 | 1,987.67 |
| | 毛利率 | 23.00% | 23.00% | 23.00% | 23.00% |
| 其他业务 | 营业收入 (万元) | 8,700.78 | 13,051.17 | 16,313.96 | 20,392.45 |
| | 营业成本 (万元) | 6,242.84 | 9,788.38 | 12,072.33 | 15,090.42 |
| | 毛利率 | 28.00% | 25.00% | 26.00% | 26.00% |

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别是 0.34 元、0.38 元、0.44 元，对应动态 PE 分别为 152 倍、137 倍和 119 倍。目前公司 PE 较高，但考虑到公司在 VR 及人脸识别领域的显著优势带来的高成长性，公司股价仍有上涨空间，给予公司股票“增持”评级。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|------------------|---------|---------|--------|--------|
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 261.24 | 395.24 | 469.32 | 550.68 | 净利润 | 37.04 | 51.40 | 57.13 | 65.44 |
| 营业成本 | 170.24 | 265.34 | 314.37 | 369.81 | 折旧与摊销 | 32.75 | 42.06 | 42.06 | 42.06 |
| 营业税金及附加 | 1.40 | 2.54 | 2.70 | 3.26 | 财务费用 | -1.31 | -0.03 | -0.03 | -0.04 |
| 销售费用 | 15.06 | 23.43 | 28.28 | 32.76 | 资产减值损失 | 1.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 38.54 | 57.83 | 68.86 | 80.72 | 经营营运资本变动 | 2.67 | -115.19 | -28.11 | -49.59 |
| 财务费用 | -1.31 | -0.03 | -0.03 | -0.04 | 其他 | 49.71 | 4.18 | -1.80 | 0.84 |
| 资产减值损失 | 1.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 122.71 | -17.59 | 69.24 | 58.71 |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -103.85 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -96.66 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -200.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 35.45 | 46.13 | 55.15 | 64.17 | 短期借款 | 19.80 | -21.80 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 5.76 | 12.33 | 9.80 | 9.97 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 41.21 | 58.45 | 64.95 | 74.14 | 股权融资 | 434.40 | -0.42 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 4.17 | 7.05 | 7.83 | 8.70 | 支付股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 37.04 | 51.40 | 57.13 | 65.44 | 其他 | -1.70 | 0.03 | 0.03 | 0.04 |
| 少数股东损益 | 3.63 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 452.50 | -22.19 | 0.03 | 0.04 |
| 归属母公司股东净利润 | 33.41 | 51.40 | 57.13 | 65.44 | 现金流量净额 | 374.69 | -39.77 | 69.27 | 58.75 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 494.49 | 454.72 | 523.99 | 582.74 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 169.58 | 267.29 | 312.30 | 367.45 | 销售收入增长率 | 18.23% | 51.29% | 18.74% | 17.34% |
| 存货 | 180.65 | 281.08 | 333.34 | 392.14 | 营业利润增长率 | 387.19% | 30.12% | 19.56% | 16.36% |
| 其他流动资产 | 20.21 | 30.58 | 36.31 | 42.60 | 净利润增长率 | 150.05% | 38.78% | 11.14% | 14.56% |
| 长期股权投资 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | EBITDA 增长率 | 118.72% | 31.79% | 10.23% | 9.28% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 461.66 | 431.83 | 401.99 | 372.15 | 毛利率 | 34.83% | 32.87% | 33.02% | 32.85% |
| 无形资产和开发支出 | 258.81 | 246.74 | 234.68 | 222.61 | 三费率 | 20.02% | 20.55% | 20.69% | 20.60% |
| 其他非流动资产 | 21.63 | 21.48 | 21.32 | 21.17 | 净利率 | 14.18% | 13.00% | 12.17% | 11.88% |
| 资产总计 | 1607.07 | 1733.75 | 1863.96 | 2000.89 | ROE | 2.82% | 3.76% | 4.01% | 4.40% |
| 短期借款 | 21.80 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 2.30% | 2.96% | 3.06% | 3.27% |
| 应付和预收款项 | 225.93 | 317.64 | 387.75 | 455.86 | ROIC | 3.92% | 4.56% | 5.22% | 6.06% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 25.61% | 22.31% | 20.71% | 19.28% |
| 其他负债 | 44.28 | 50.07 | 53.05 | 56.42 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 292.01 | 367.71 | 440.80 | 512.28 | 总资产周转率 | 0.20 | 0.24 | 0.26 | 0.28 |
| 股本 | 150.42 | 150.00 | 150.00 | 150.00 | 固定资产周转率 | 0.87 | 1.15 | 1.50 | 1.94 |
| 资本公积 | 866.35 | 866.35 | 866.35 | 866.35 | 应收账款周转率 | 2.50 | 2.64 | 2.37 | 2.39 |
| 留存收益 | 259.00 | 310.40 | 367.52 | 432.97 | 存货周转率 | 1.16 | 1.15 | 1.02 | 1.02 |
| 归属母公司股东权益 | 1275.76 | 1326.75 | 1383.87 | 1449.32 | 销售商品提供劳务收到现金营业收入 | 127.23% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 39.30 | 39.30 | 39.30 | 39.30 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1315.06 | 1366.04 | 1423.17 | 1488.61 | 资产负债率 | 18.17% | 21.21% | 23.65% | 25.60% |
| 负债和股东权益合计 | 1607.07 | 1733.75 | 1863.96 | 2000.89 | 带息债务/总负债 | 7.47% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 3.35 | 3.10 | 2.96 | 2.90 |
| | | | | | 速动比率 | 2.65 | 2.25 | 2.14 | 2.08 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| EBITDA | 66.89 | 88.16 | 97.17 | 106.19 | 每股收益 | 0.22 | 0.34 | 0.38 | 0.44 |
| PE | 244.90 | 159.19 | 143.24 | 125.03 | 每股净资产 | 8.77 | 9.11 | 9.49 | 9.92 |
| PB | 6.22 | 5.99 | 5.75 | 5.50 | 每股经营现金 | 0.82 | -0.12 | 0.46 | 0.39 |
| PS | 31.32 | 20.70 | 17.43 | 14.86 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| EV/EBITDA | 115.30 | 87.43 | 78.61 | 71.38 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn