

2016年08月23日

川大智胜 (002253.SZ)

动态分析

业绩稳步增长，人脸识别、VR 落地在即

【事件】2016年8月11日，公司公布2016年半年报。2016年H1公司实现：营业总收入14246.72万元，较上年同期增长72.54%；归母净利润1353.75万元，同比增长3.07%。公司收入快速增长，但毛利率有所下降，原因是公司按项目进度确认收入，各项目毛利不同，毛利率在各个时间段具有不均衡性。

◆ **订单丰厚，空管业务高速增长：**报告期内，公司空管业务收入4987.68万元，同比增长63.72%，新增军工任务合同额超过2015年全年。民航空管业务较上年同期相比保持稳定。2013年中标的2.38亿军航空管项目已转入军航“十三五计划”，正在启动准备，预计将增厚公司业绩。飞行模拟业务有序展开，公司已有三台D级飞行模拟机投入培训服务，D级飞行模拟机培训服务将为公司业绩持续增长做出重要贡献；飞行模拟产品新签合同和已确定任务，较去年有较大幅度增长。

◆ **人脸识别与虚拟现实落地在即：**公司高精度三维人脸相机原理样机及应用样机完成，进入工程样机开发阶段，各项传感技术指标领先，识别算法开发进展顺利，并根据市场需求，新增中高精度三维人脸相机开发，现已突破关键技术，预期半年内能形成体积小、价格低的产品，于2017年初投入市场；公司虚拟现实新产品中“数字化天象厅”已实现销售，时空飞行器、VR科普教室等项目也接近完成。此外，除了自身图像图形技术研发和产业化，公司还通过战略合作的方式，深化VR产业链布局。内容上，公司与国内内容供应商龙头奥飞动漫进行合作；技术上，公司与利亚德进行合作，将LED小间距显示技术与VR技术融合，并共同建设和运营面向学生科普教育的“虚拟现实科普体验中心”。报告期内，公司“数字化天象厅”已经实现销售，“时空飞行器、VR科普教室等虚拟现实产品开发也接近完成。

◆ **投资建议：**我们预测2016年至2018年公司EPS分别为0.22、0.30和0.42元。给予买入-B评级，6个月目标价为40元。

◆ **风险提示：**宏观经济发展不及预期，空管业务增长不及预期，公司人脸识别、VR业务发展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	221.0	261.2	375.92	504.11	640.22
同比增长(%)	-13.9%	18.2%	43.9%	34.1%	27.0%
营业利润(百万元)	7.3	35.4	46.9	67.3	99.1
同比增长(%)	-83.4%	387.2%	32.4%	43.3%	47.4%
净利润(百万元)	11.0	33.4	48.9	68.2	94.0
同比增长(%)	-84.0%	204.4%	46.5%	39.4%	37.8%
每股收益(元)	0.05	0.15	0.22	0.30	0.42
PE	696.3	228.7	156.2	112.1	81.3
PB	9.5	6.0	5.9	5.7	5.5

数据来源：Wind，华金证券研究所

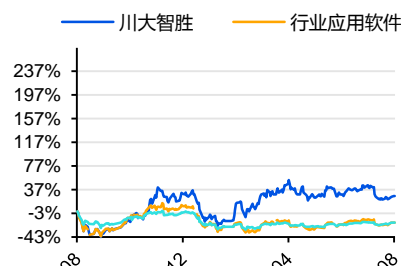
计算机 | 行业应用软件 III

投资评级	买入-B(首次)
6个月目标价	40元
股价(2016-08-22)	33.87元

交易数据

总市值(百万元)	7,641.96
流通市值(百万元)	6,443.96
总股本(百万股)	225.63
流通股本(百万股)	190.26
12个月价格区间	23.18/66.30元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.54	-8.17	32.6
绝对收益	-10.92	2.11	15.06

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人

朱琨
zhukun@huajinsc.cn
021-20655647

相关报告

内容目录

一、业务开展顺利，营收增速超 70%	3
二、订单丰厚，空管业务快速增长	3
三、图形图像新产品落地在即，打造业务新增长点	4
（一）三维人脸识别技术领先，相关产品即将面世	4
（二）文化科技产品初步成型，布局教育和科普虚拟现实	5
四、业绩持续增长可期，给予买入-B 评级	6
五、风险提示	6

图表目录

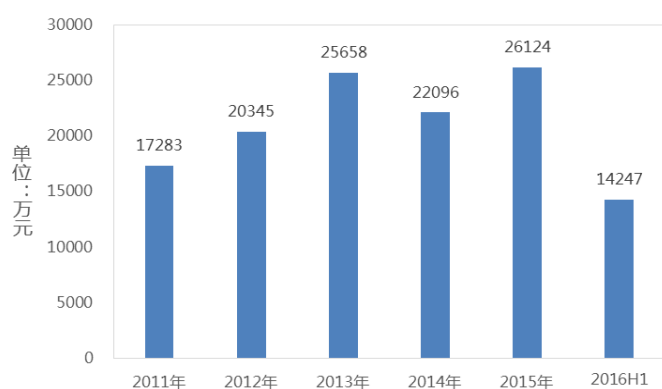
图 1：2011 年-2016 年 H1 公司营业收入情况	3
图 2：2011 年-2016 年 H1 公司归母净利润情况	3
图 3：2011 年-2016 年 H1 公司空管业务收入情况	4
图 4：三维人脸识别应用领域	5

一、业务开展顺利，营收增速超 70%

公司公布 2016 年半年报。报告期内实现营业总收入 14246.72 万元，较上年同期增长 72.54%；归属于母公司净利润 1353.75 万元，同比增长 3.07%。

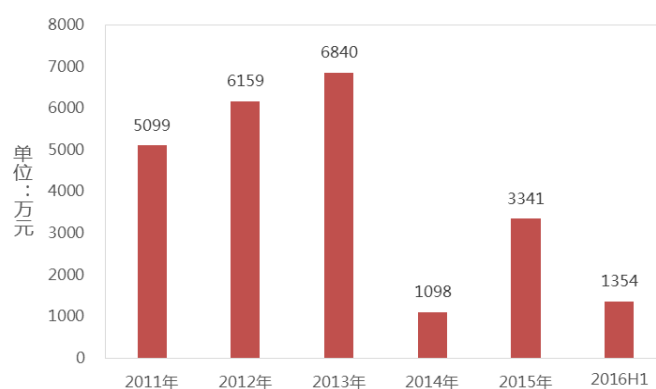
公司各项业务开展顺利，收入快速增长，空管产品、图形图像产品、智能交通产品和信息化及其他产品和服务分别实现收入 4987.68、2004.03、838.69 和 6400.27 万元，同比增长 63.72%、32.38%、149.17%和 90.66%。公司毛利率同比有所下降，主要因公司按项目进度确认收入，各项目毛利不同，毛利率在各个时间段具有不均衡性。本期“信息化及其他产品与服务”所涉及的项目毛利率较上年同期下降 19.77%，导致整体毛利率下降。

图 1：2011 年-2016 年 H1 公司营业收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2011 年-2016 年 H1 公司归母净利润情况



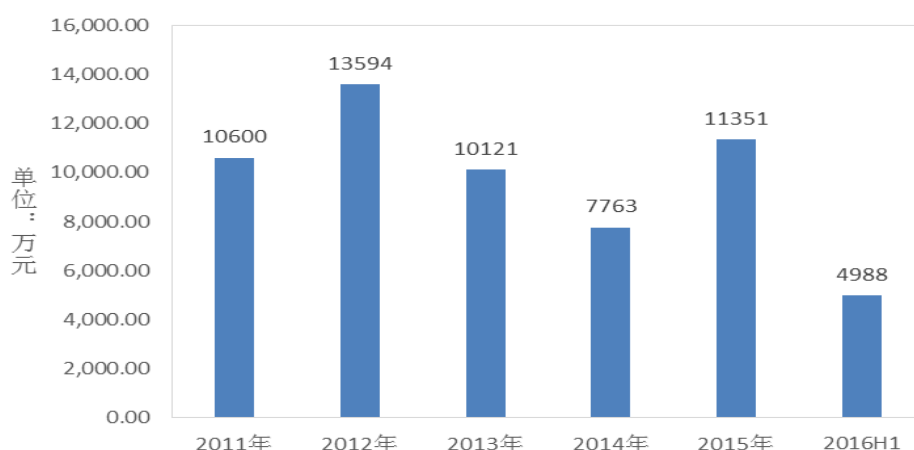
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、订单丰厚，空管业务快速增长

公司是我国主要空管产品和服务供应商之一。报告期内，公司空管业务实现收入 4987.68 万元，同比增长 63.72%。报告期新增军工任务合同额超过 2015 年全年，民航空管业务较上年同期相比保持稳定。2013 年中标的 2.38 亿军航空管项目已转入军航“十三五计划”，正在启动准备中，预计将增厚公司业绩。

另外，飞行模拟业务有序展开，为业绩增长添动力。公司计划购置的 2 台 A320 D 级飞行模拟机，一台已于 6 月在上海民航客户处安装完毕，通过民航总局验收颁证并投入培训服务，另一台将于 2017 年春在程度投入使用。目前，公司已有三台 D 级飞行模拟机投入培训，飞行模拟机培训服务将为公司业绩持续增长做出重要贡献；而飞行模拟产品新签合同和已确定任务，较去年有较大幅度增长。销售增加的原因来自于客户对具有自主知识产权的高端飞行模拟产品的需求、以及空管部门对高端飞行模拟产品的需求。

图 3 : 2011 年-2016 年 H1 公司空管业务收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、图形图像新产品落地在即，打造业务新增长点

公司图像图形业务基于长期积累的图形图像技术开展，包括三维人脸照相机、人脸识别系统和文化科技、虚拟现实系统等产品，2016 年 H1 该部分业务实现收入 2004.03 万元，同比增长 32.38%。随着公司高精度三维人脸照相机等产品、以虚拟现实技术为基础的文化科技产品的推出，有望为公司业绩增长做出贡献。

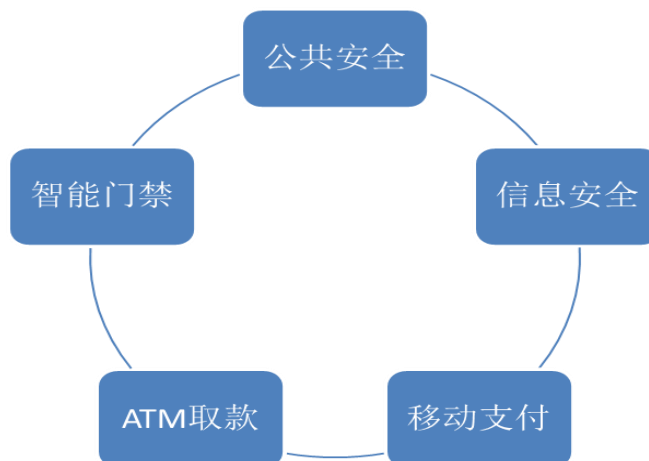
（一）三维人脸识别技术领先，相关产品即将面世

在反恐、国土和社会安全需求高涨的背景下，生物特征识别迎来一个快速发展时期。生物识别包括指纹、人脸、虹膜、体态等，可拓展到图像、动作等智能识别领域，是人工智能的重要组成部分。人脸识别具有非接触、友好、可见、直接、快速、外延性广的特点，在安防、移动支付、银行等领域潜力巨大。拓璞产业研究所数据显示，近几年，我国人脸识别市场规模年复合增长率 15.9%，同时，我国市场规模约占全球市场规模 10%，由于我国人口基数大，互联网普及程度高，未来潜在市场规模将超过千亿。

人脸识别技术中，二维人脸识别由于其本身不具有完整的反应人信息的缺陷，主要适用于正面照片的识别对比，无法突破动态环境下的需要。国际科技界和产业界一致认为，采用三维人脸识别技术，能够解决动态人脸识别问题和人脸识别中的防伪问题。

公司从 2010 年开始集中力量进行三维全脸照相机和三维人脸识别技术开发。基于 2013 年国家重大科学仪器设备开发专项“高速高精度结构光三维测量仪器开发和应用”。2015 年，公司启动高精度三维全脸照相机与三维人脸识别系统产业化项目。

图 4：三维人脸识别应用领域



资料来源：公司公告，华金证券研究所

传感方面，高精度三维全脸相机原理样机及应用样机已经完成，进入工程样机开发阶段，样机对人脸细节深度测量精度已达到 0.1mm，明显优于英特尔 realsense (1-2mm)、以色列多家公司 (0.3-0.5mm)；识别方面，公司基于人工智能和三维人像模型库的识别算法开发工作已全面开展，具体包括全三维识别模式、半三维识别模式、三维辅助二维识别模式，基本软件已开发成功，正在进行训练、实验和优化，规划设计完成人像识别应用产品四十余种，分三批进行开发，首批产品已经投入开发，预计 2016 年内或 2017 年初投入市场。

此外，根据市场需求，公司新增了中高精度三维人脸相机开发，目前正在开发的中高精度三维全脸照相机的深度精度为 0.3mm 左右，比英特尔 Realsense 高 3-6 倍，预期 3D/3D 识别正确率显著高于 Realsense，同时体积和价格都不到本公司现有高精度产品的 20%，是一款适合大批量现场应用的产品，预计 2017 年初可投入市场。

（二）文化科技产品初步成型，布局教育和科普虚拟现实

公司以往虚拟现实技术主要运营在航空、空管领域，如飞行模拟机视景系统、管制员体验飞行模拟机等。目前，公司 VR 技术开始向科普和教育领域延伸，已经完成座舱式全景互动体验系统、巨幕式立体互动体验系统两大类产品，并在四川大学建设了一套巨幕立体科普体验系统。公司从文化科技产品开始教育科普虚拟现实产业链布局包括：显示系统研制、内容制作、互动检测技术、互动体验系统研发、虚拟现实科普体验馆建设和运营。

除了自身图像图形技术研发和产业化，公司还通过战略合作的方式，深化 VR 产业链布局。内容上，公司与国内内容供应商龙头奥飞动漫进行合作；技术上，公司与利亚德进行合作，将 LED 小间距显示技术与 VR 技术融合，并共同建设和运营面向学生科普教育的“虚拟现实科普体验中心”。报告期内，公司“数字化天象厅”已经实现销售，“时空飞行器、VR 科普教室等虚拟现实产品开发也接近完成。

四、业绩持续增长可期，给予买入-B 评级

公司传统空管业务订单增长稳健，飞行模拟业务也在稳步展开，未来将有更多的飞行模拟机投入使用，预计会进一步增厚业绩。公司在图形图像技术上的领先技术有望变现，三维人脸识别产品、虚拟现实产品的面世将扩大增长空间。此外，公司还以部分智能交通技术和自有资金成立子公司开展城市智能系统业务，整合相关技术、产品和人力资源，拓展业务空间，提高竞争力。我们预计未来公司业绩能实现稳健增长，2016-2018 年营业收入为 37592.40、50411.41 和 64022.50 万元；EPS 分别为 0.22、0.30 和 0.42 元。给予买入-B 评级，6 个月目标价为 40 元。

五、风险提示

宏观经济发展不及预期，公司空管业务增长不及预期，人脸识别、VR 新业务发展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	221.0	261.2	375.92	504.11	640.22	年增长率					
减:营业成本	162.5	170.2	258.2	348.5	433.1	营业收入增长率	-13.9%	18.2%	43.9%	34.1%	27.0%
营业税费	1.0	1.4	2.9	3.0	4.1	营业利润增长率	-83.4%	387.2%	32.4%	43.3%	47.4%
销售费用	15.1	15.1	18.4	25.0	34.3	净利润增长率	-84.0%	204.4%	46.5%	39.4%	37.8%
管理费用	31.8	38.5	47.5	59.5	69.8	EBITDA 增长率	-47.8%	118.6%	11.0%	26.9%	34.0%
财务费用	-2.9	-1.3	-2.5	-3.2	-3.6	EBIT 增长率	-88.0%	673.6%	30.2%	44.2%	49.0%
资产减值损失	6.0	1.8	4.4	4.1	3.4	NOPLAT 增长率	-88.8%	726.3%	27.3%	43.2%	50.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	14.8%	18.5%	-0.9%	-0.4%	-5.6%
投资和汇兑收益	-0.2	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	净资产增长率	-1.5%	56.0%	2.6%	3.8%	3.7%
营业利润	7.3	35.4	46.9	67.3	99.1	盈利能力					
加:营业外净收支	10.3	5.8	17.4	26.2	23.4	毛利率	26.5%	34.8%	31.3%	30.9%	32.3%
利润总额	17.6	41.2	64.3	93.4	122.6	营业利润率	3.3%	13.6%	12.5%	13.3%	15.5%
减:所得税	2.8	4.2	7.8	11.9	14.3	净利润率	5.0%	12.8%	13.0%	13.5%	14.7%
净利润	11.0	33.4	48.9	68.2	94.0	EBITDA/营业收入	13.6%	25.1%	19.4%	18.3%	19.4%
						EBIT/营业收入	2.0%	13.1%	11.8%	12.7%	14.9%
						偿债能力					
						资产负债率	17.6%	18.2%	20.2%	20.4%	24.7%
						负债权益比	21.4%	22.2%	25.3%	25.7%	32.8%
						流动比率	2.69	3.35	3.10	3.26	2.85
						速动比率	1.94	2.65	2.35	2.54	2.21
						利息保障倍数	-1.54	-26.02	-17.82	-20.12	-26.26
						营运能力					
						固定资产周转天数	324	413	335	238	177
						流动营业资本周转天数	255	186	136	116	95
						流动资产周转天数	745	875	881	731	659
						应收帐款周转天数	230	177	150	136	129
						存货周转天数	162	202	200	168	146
						总资产周转天数	1,629	1,812	1,579	1,232	1,037
						投资资本周转天数	1,055	1,043	783	580	443
						费用率					
						销售费用率	6.8%	5.8%	4.9%	5.0%	5.4%
						管理费用率	14.4%	14.8%	12.6%	11.8%	10.9%
						财务费用率	-1.3%	-0.5%	-0.7%	-0.6%	-0.6%
						三费/营业收入	19.9%	20.0%	16.9%	16.1%	15.7%
						投资回报率					
						ROE	1.4%	2.6%	3.8%	5.1%	6.8%
						ROA	1.4%	2.3%	3.3%	4.6%	5.6%
						ROIC	0.6%	4.4%	4.8%	6.9%	10.4%
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.13	0.09	0.13	0.25
						分红比率	0.0%	90.0%	43.6%	44.5%	59.4%
						股息收益率	0.0%	0.4%	0.3%	0.4%	0.7%
						现金流量表					
						净利润	14.8	37.0	48.9	68.2	94.0
						加:折旧和摊销	26.2	32.8	28.4	28.4	28.4
						资产减值准备	6.0	1.8	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	0.1	0.5	-2.5	-3.2	-3.6
						投资损失	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1
						少数股东损益	3.8	3.6	7.6	13.4	14.3
						营运资金的变动	30.3	74.2	-24.7	-25.3	18.3
						经营活动产生现金流量	75.7	122.7	57.8	81.6	151.5
						投资活动产生现金流量	-160.5	-200.5	0.6	-0.5	0.0
						融资活动产生现金流量	-25.6	452.5	-41.5	-27.1	-52.6
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.05	0.15	0.22	0.30	0.42
						BVPS(元)	3.58	5.65	5.77	5.94	6.11
						PE(X)	696.3	228.7	156.2	112.1	81.3
						PB(X)	9.5	6.0	5.9	5.7	5.5
						P/FCF	-100.0	-101.7	222.7	107.3	55.0
						P/S	34.6	29.3	20.3	15.2	11.9
						EV/EBITDA	103.7	115.2	98.2	76.9	56.7
						CAGR(%)	76.6%	43.0%	-7.6%	76.6%	43.0%
						PEG	9.1	5.3	-20.5	1.5	1.9
						ROIC/WACC					

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn