

专业的图形处理技术是制胜关键

——川大智胜（002253）2009 年年报点评

2010 年 3 月 20 日

推荐/维持

川大智胜

财报点评

王玉泉 计算机行业分析师
 wangyq@dxzq.net.cn 010-6650 7334

事件：

3 月 18 日，川大智胜公布 2009 年年报，全年实现主营收入 1.27 亿元，同比增长 8.21%，实现净利润 3360 万元，同比增长 11.44%，每股收益 0.54 元。分配方案为每 10 股转增 2 股，派发红利 5 元。

公司近几年财务指标

指标	2006	2007	2008	09Q1	09Q2	09Q3	2009
营业总收入	107.80	115.23	117.07	13.01	27.67	53.68	126.68
增长率 (%)	20.92	6.89	1.60	-52.17	-35.41	-12.07	8.21
毛利率 (%)	29.37	38.47	38.46	23.83	40.50	35.01	36.59
期间费用率 (%)	15.12	16.98	16.74	30.99	27.94	17.08	14.86
营业利润率 (%)	12.90	19.26	18.48	-8.48	10.58	13.41	19.18
净利润 (百万元)	23.21	26.18	29.49	5.15	9.15	11.76	33.95
增长率 (%)	26.22	14.45	15.26	0.56	10.60	51.80	11.44
每股盈利 (元)	1.02	0.72	0.66	0.09	0.16	0.20	0.54
资产负债率 (%)	48.50	33.82	13.43	16.48	10.02	14.38	14.07
存货周转率 (%)	2.23	1.58	1.56	0.23	0.37	0.74	2.12
应收帐款周转率 (%)	6.19	4.79	3.32	0.29	0.65	1.24	2.51

评论：

积极因素：

- 公司的技术来源与核心是图形处理技术：川大智胜的前身是四川大学智胜图像图形有限公司，后者依托于四川大学计算机科学系图像所而建立，因此公司在图像处理与模式识别方面具有丰富的经验和深厚的技术积累，而空管系统和智能交通系统就是图形处理的实际应用，2009年公司获得了13项发明专利，同时申报了26项发明专利，并且完全自己开发完成了塔台模拟系统的图形系统，这为以后的快速发展奠定了坚实的基础。
- 公司的在空管系统和智能交通系统的订单额实现了较大增长：公司09年全年签订合同金额1.91亿元，较08年的9080万元增长一倍以上，其中空管产品获得订单1.20亿元，上年仅3095万元，同比增长了287%；地面交通产品获得订单6153万元，增长了105.2%。由于公司09年全年收入仅为1.26亿，加上09年部分收入来源于08年跨期合同，我们估算公司09年跨期执行订单将超过1亿元，这足以保证公司2010年业绩的快速增长。

- ❑ 新产品投入市场后效果良好：09年投入市场的塔台模拟机目前已签订合同近3500万元，而08年开始投入市场的基于视频识别的车辆检测地面交通产品已经在北京和深圳两个大型城市获得应用并占有主要市场。值得关注的是，公司2009年研发支出为3274万元，较08年增长一倍以上，占营业收入比重也达到25.85%。我们认为，作为一家以技术见长的公司，研发费用的大幅提升为公司的持续发展提供保障，预计之后将陆续有新产品投入市场并带来收入的增长。
- ❑ 空管行业前景乐观：09年我国空管局出台了空管系统的采购原则——“有利于维护国家领空主权和适应军民航发展需要”，2010年民航空管国产化进程加快，这将为公司空管自动化和空管仿真产品及培训业务带来良好发展机遇。“十一五”期间将新建成都、西安、沈阳、乌鲁木齐四个区域空中交通管制中心、升级华北（北京）、华东（上海）、华南（广州）三个大区的空管自动化系统等项目，我们认为，机场“十一五”前期投资的滞后将使其需求在2010年和“十二五”期间得到有效释放，而空管系统的投入也将随之进入高峰。
- ❑ 投资传感网络技术公司将进一步公司在智能交通网络方面的优势：公司决定自3月16日起以自有资金400万元参股成都万联传感网络技术有限公司，这就帮助公司完成基于精确传感网络的新一代智能城市交通系统的研发工作。由于公司具有自主知识产权的核心技术优势、也有十年产品工程应用经验以及在两个大型城市系统（北京、深圳）建设和维护经验，市场占有率处于业内领先的地位。随着智能交通的进一步推广，我们预计公司的地面交通产品也将继续保持快速增长。

消极因素：

- ❑ 09年空管产品的销售收入下降较大：公司09年空管产品收入同比下滑32.68%，主要原因是空管系统招标进度推迟，合同项目实施进度也相对推迟，当期确认的收入较少，“十一五”的规划原定建设190个机场，而截至2009年底，我国仅建设了150个机场，2010年年内同时建设40个机场的可能性不大。另一方面，大量空管系统的订单依然被以泰雷兹的“EuroCat”为代表的国外产品所抢占，例如本月初的兰州和银川的空管项目订单，由于泰雷兹的主动降价，从而给以川大为代表的国内厂商相当大的竞争压力。
- ❑ 空管产品的毛利率下滑较大：公司空管产品的毛利率从08年的53.17%下滑至09年的44.71%，下滑了接近10个百分点，一方面是公司空管产品的软硬件比重在09年和08年有所差别，09年空管产品中硬件占比较高，而08年软件占比较高，另一方面也和泰雷兹的主动降价和国内市场中增加了成都民航空管科技发展有限公司有关，作为一家之前没有承接过任何空管项目的公司，成都民航空管公司直接拿下了09年8月份南京和哈尔滨的订单让大家比较惊讶。
- ❑ 国家对于民航空管系统的国产化还缺少更有力的扶持：目前空管系统的采购订单往往由空管局统一招标采购完成，无论是国内外的公司，都可以参与直接竞标，这对于经验相对不丰富的国内公司来说，还是处在不利的位置，因此当泰雷兹等海外公司主动降价时，国内公司缺少更有力的竞争实力。

业务展望：

公司2009年公司新签订单1.91亿元，同比增长110%，其中空管产品订单合同金额达到1.20亿元，同比增长287%，随着新建机场新建系统以及旧机场空管系统的升级等需求的拉动，公司在技术与主用系统应用经验上的领先优势，其空管自动化系统以及空管模拟机等主要产品将迎来爆发性的增长。

我们预计 2010 年塔台模拟机将继续获得推广应用，至少会有 3-4 个小型机场空管系统中标，存在大中型主用系统获得应用的可能；另一方面，公司地面交通产品继续较快速增长，基于视频的车辆检测和识别技术经过十年的研发和应用，已逐步成熟，2010 年仍在募集资金投入高峰期，研发开支增加多，费用支出上升快，我们估计公司各类产品销售扩展，将弥补增长较快的费用并使业绩增长。

盈利预测

我们预计公司 2010 年净利润可增长近 80%，达到 6000 万元，每股收益为 0.97 元，预期市盈率为 44 倍，2011 年净利润可以达到 7500 万元，对应于 2011 年的 eps 和市盈率分别为 1.20 元和 36 倍。

投资建议：

维持“推荐”的投资评级。

表 1：盈利预测和估值

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	117.07	126.68	170.29	208.31	255.17
(+/-)%	1.60%	8.21%	34.43%	22.33%	22.50%
经营利润 (EBITDA)	27.93	25.93	95.02	173.03	215.13
(+/-)%	-7.15%	-7.15%	266.40%	82.10%	24.33%
净利润	30.15	33.60	60.22	74.89	94.90
(+/-)%	15.26%	11.44%	79.22%	24.37%	26.71%
每股净收益 (元)	0.660	0.540	0.965	1.200	1.521

资料来源：东兴证券

分析师简介

王玉泉

清华大学学士、硕士、博士，2008 年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。