

2010年9月27日



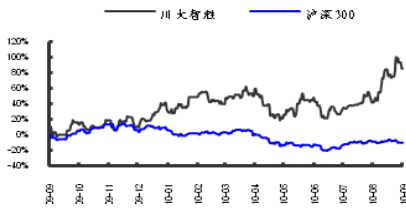
川大智胜 (002253):

多重因素推动空管产品业绩增长

研究报告-空管设备

首次评级: 买入

相对沪深300表现



| 表现 | 1m | 3m | 12m |
|-------|------|------|-------|
| 川大智胜 | 31.2 | 29.9 | 84.8 |
| 沪深300 | -1.4 | 2.6 | -10.7 |

市场数据 2010.9.21

| | |
|-------------|-------------|
| 当前价格 (元) | 47.10 |
| 52周价格区间 (元) | 29.01-51.49 |
| 总市值 (百万) | 3526.85 |
| 流通市值 (百万) | 1589.73 |
| 总股本 (万股) | 7488.00 |
| 流通股 (万股) | 3375.22 |
| 日均成交额 (百万) | 33.45 |
| 近一月换手 (%) | 65.48 |

相关报告

分析师

蒋传宁

(执业证书编号: S0350208100565)

联系人

冯胜

电话: 0755-83706284

邮件: fengs@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

■ **空管系统需求诱因之一:民用公共航空运输飞速发展** 最近十年,我国民航客运量年均增长率达到14.2%,民航飞机数量年均增长11.4%。民航公共运输的急剧膨胀加剧了空中拥挤,从而导致对空管设备的需求增长。

■ **空管系统需求诱因之二:低空开放及通用航空的发展** 我国的通用航空受制于严厉的低空管制而发展缓慢。而国内对于通用飞机参加抢险救灾、私人娱乐、科研探索、海上运输等方面的需求巨大。低空空域管理改革的指导意见有望在下半年出台,届时将带动空管配套设施的增长。

■ **空管系统需求诱因之三:我国机场建设进入高峰期** 根据2008年1月国务院批准出台的《全国民用机场布局规划》,到2020年,中国民用机场布局基本完善,机场数量将达到244个,在2009年的基础上新增78个,新建机场将直接拉动对国产空管设备的需求。

■ **空管系统需求诱因之四:空管系统的国产化进程** 我国民航领域空管领域长期被国外产品占据。民航系统已经把国产化需求纳入民航的发展规划和计划,民航的各中小型机场将广泛采用国产化设备,大型机场也要支持国产化设备积极参与。

■ **公司技术可媲美国外产品,已建立品牌优势** 公司从事空管系统的研究已有20余年的历史,掌握了高端技术,积累了丰富的实践经验。军航方面,公司占据了绝大部分市场份额,由于军用产品的敏感性和特殊性,很难撼动其地位;民航方面,公司已取得了多项成功应用的案例,建立了良好的品牌形象。

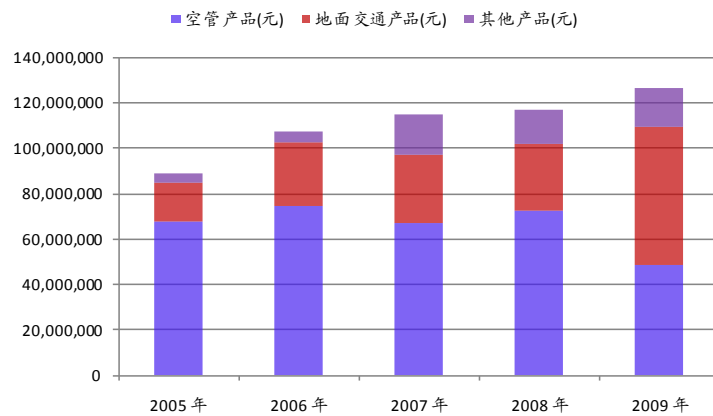
■ **估值分析** 预计公司2010年-2012年的每股收益分别为0.56元,0.83元,1.25元,目前股价对应的P/E值分别为84、57和38倍,由于公司属于软件行业,业务收入主要来自于军用领域,具有较高的成长性和估值溢价,因此给予“买入”评级。

| 预测指标 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入 (百万元) | 126.68 | 212.77 | 323.50 | 489.52 |
| 营业利润 (百万元) | 24.30 | 32.72 | 52.63 | 86.14 |
| 净利润 (百万元) | 33.95 | 42.04 | 62.51 | 94.21 |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.54 | 0.56 | 0.83 | 1.25 |
| 摊薄每股净资产 (元) | 6.13 | 5.94 | 6.87 | 8.22 |
| 加权平均ROE (%) | 8.79 | 9.36 | 12.03 | 15.15 |

公司主营业务介绍

公司主营产品分为三类，即空管系统、地面交通产品以及其他（数字安防、图形分析等）。空管产品包括空管自动化系统和空管模拟系统。地面交通产品主要是高速行驶汽车号牌自动识别系统。其中空管产品占公司主营业务收入的绝大部分，也是我们认为公司最具比较优势和增长潜力的业务。

图1 公司主营业务收入

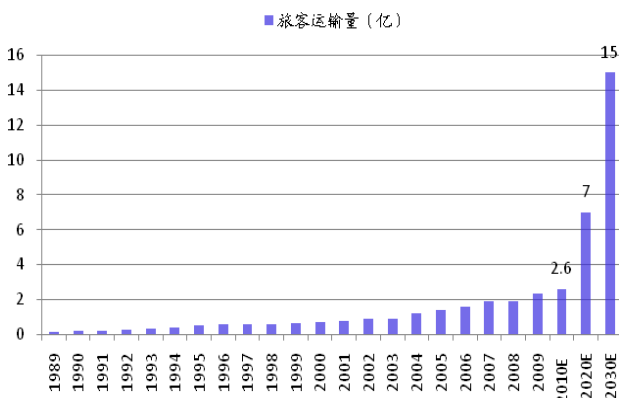


资料来源：公司年报

空管系统需求诱因之一：民用公共航空运输飞速发展

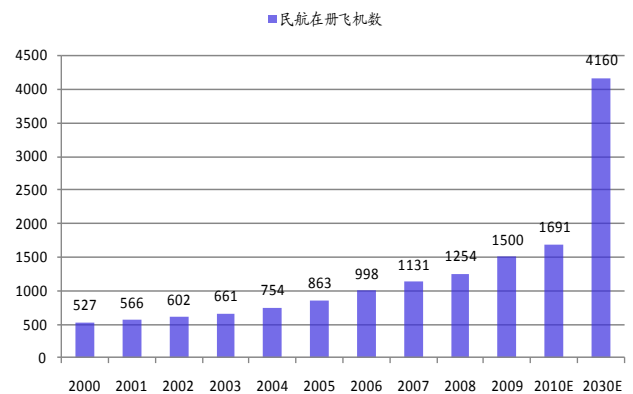
最近十年，我国民航客运量年均增长率达到14.2%，民航飞机数量年均增长11.4%，随着经济的发展以及国内居民支付能力的上升，民用公共航空业将呈现持续增长的态势。据国家民航局预测，未来20年，我国民航飞机数量将达到4160架，旅客运输量将达到15亿人次。

图2 我国民航旅客运输量增长趋势 (亿人次)



资料来源：中国统计年鉴 国家民航局

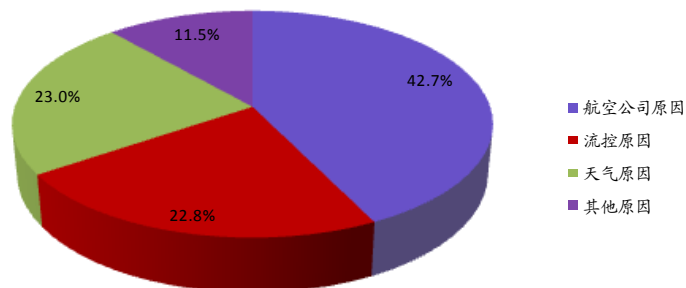
图3 我国在册民航飞机增长趋势 (架)



资料来源：中国统计年鉴 国家民航局

民航公共运输的急剧膨胀将使得空中交通管理任务更为复杂和繁重。据统计，2009年由于流控原因导致的延误航班数达到72360趟，占延误航班总数的22.8%，因此需要增加空管设备以提高空域容纳能力和航班飞行效率。

图4 2009年延误航班原因占比



资料来源：国家民航局 国海证券研究所

空管系统需求诱因之二：低空开放及通用航空的发展

我国的通用航空受制于严厉的低空管制而发展缓慢。截至2009年底，我国民航全行业共有通用固定翼飞机和直升机817架，仅为美国的4%、巴西的9%左右。我国的通用飞机在民用飞机中比重偏小，仅为33.5%，远远落后于世界平均水平的84.8%。

而国内对于通用飞机参加抢险救灾、私人娱乐、科研探索、海上运输等方面的需求巨大。根据中国科协、中国航空学会、通用航空专家委员会所作的市场预测，未来国内通用飞机发展潜力巨大，至2020年我国需要通用飞机将逾10000架。其中活塞飞机6000架，涡桨飞机2000架，喷气公务机500架，直升机1500架。预计2010年至2020年间我国通用航空飞机需求容量将达到1500亿元人民币。

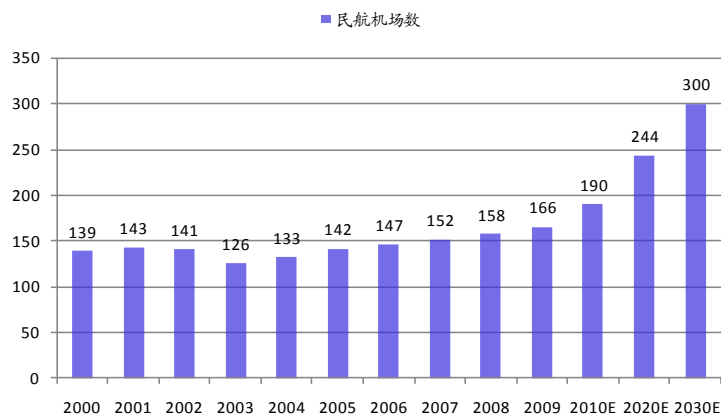
通过长时间的酝酿，低空空域管理改革的指导意见有望在下半年出台。由于低空开放的核心问题是空域安全问题，因此相关政策的出台必将伴随着地面雷达、导航、通信等设施的配置要求，同时空中交通管理系统也要及时跟进，这将刺激对空管设备的需求。

空管系统需求诱因之三：我国机场建设进入高峰期

根据2008年1月国务院批准出台的《全国民用机场布局规划》，到2020年，中国民用机场布局基本完善，机场数量将达到244个。按照

2009年基数166个计算,近十年还需新建78个机场,以支线机场为主。2010年,在全国民航工作会议上中国民航局局长李家祥号召全力建设“民航强国”,并提出到2030年,中国机场数量将达到300个以上。随着国家对中小机场空管设备国产化程度要求的提高,新建机场将直接拉动对国产空管设备的需求。

图5 我国民航机场发展趋势



资料来源: 国家民航局 国海证券研究所

2010年3月国家民航局颁布了《中国民用航空应急管理规定》,增强了对民航应急管理重视程度。一般来说,机场的航管系统遵循“一主二备三应急”的规则,但是应急系统的建立与否并没有强制规定。2008年汶川地震中,川大智胜的应急系统在关键时刻成功应用并展示出良好的性能,起到了良好的示范效应。越来越多的机场出于安全因素的考虑开始自发建立应急系统,这也增加了空管系统的市场容量。

空管系统需求诱因之四: 空管系统的国产化进程

我国民航领域最开始采用的都是国外的空管系统。大型系统方面,法国泰雷兹的EuroCat系列几乎占据了绝大部分市场。在民航中小型空管自动化系统中,美国德雷费尼克公司占有较大份额。

随着空管领域“军民融合”、“无缝隙的不间断空中交通服务”等理念的提出,要求现代空管设备具有以下功能:统一的空域管理,战略目标管理、事前预测和事后评估等。空管设备需要接受的信息量和信息种类越来越多,自动化要求越来越高。

据了解,早期民航安装的空管主用系统主要从国外进口(如法国泰雷兹的EuroCat系统),由于引进设备并非国外最先进的型号,目前已经不能完全适应国内航空发展的需求,国家正在推动这些设备的更新换代。

2006年2月国务院发布的《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020年)》,“新一代空中交通管理系统”被确定为优先主题。2006年3月20日全国空管系统工程建设会议明确提出要“加大科技研发力度,增强自主创新能力,积极推动空管设备国产化,增强自主创新”。

公司在太原和贵阳建设的主用系统运行良好,获得国家扶持,将逐渐取代国外产品,获取丰厚利润。

技术可媲美国外产品,已形成品牌优势

空管行业是一个技术密集,门槛很高的行业,市场集中度很高,国内仅有包括公司在内的六家厂商,其中公司的市场占有率名列第一。

公司从事空管系统的研究已有20余年的历史,掌握了高端技术,积累了大量的实践经验,在国内处于领先地位,能够替代国外同类产品,已形成了品牌效应。

军航方面,公司08年取得了所需的军用产品资质,占据了绝大部分市场份额,由于军用产品的敏感性和特殊性,很难撼动其地位;民航方面,目前国外厂商占据了大部分市场份额,但公司已取得了多项成功应用的案例,建立了自己的品牌。2003年通过承制太原空管中心主用系统,成为国内首家提供主用系统的企业。之后贵阳管制中心主用系统的顺利运行,为公司进一步打开主用系统市场,与国外公司展开竞争提供了机会。

表1 与公司存在竞争关系的主要国外公司(金额单位:百万元人民币)

| 公司名称 | 所属国家 | 净资产 | 收入 | 净利润 | 市值 | 主营业务 |
|--------------|------|-------|--------|-------|--------|---------------------------|
| Thales Group | 法国 | 3754 | 113095 | 1124 | 47008 | 航空航天、防务安全等领域的电子信息产品及服务 |
| Indra | 西班牙 | 9761 | 22066 | 1717 | 23724 | 信息技术、模拟与自动维修系统、国防电子设备 |
| Raytheon | 美国 | 66790 | 167200 | 13003 | 122028 | 国防和商务电子、商用和特殊使命的飞机以及工程与建筑 |
| NICE Systems | 以色列 | 7143 | 3918 | 289 | 12230 | 公共安全系统、信息通讯服务及相关解决方案 |
| BAE | 英国 | 49681 | 235582 | -473 | 9851 | 飞机、舰艇等国防武器系统、信息电子产品 |

资料来源:各公司2009年年报 彭博

(附注:按1欧元=8.78元人民币,1美元=6.72元人民币,1英镑=10.51人民币元计算)

公司将进入收入爆发增长期

受北京奥运和汶川地震的影响，公司08年、09年空管系统订单有所减少。考虑到“十一五”规划中未完成的订单将在2010年集中释放，同时“十二五”规划将继续加大对空管设备的投入力度，预计未来两年公司订单会出现大幅增长。2010年上半年，空管产品收入增长了172.73%，可以看作是公司订单爆发增长的前兆。此外，2010年9月公司“CDZS系列空中交通管制中心系统产业化”项目获得财政部“2010年科技成果转化项目补助资金”1000万元，对于本年度业绩有助推作用。

另外，川大智胜在国内车辆自动识别系统高端产品（高速识别）市场处于领先地位。公司的“高速行驶汽车号牌自动识别系统”获公安部科学技术进步二等奖，目前已在深圳、北京、上海、珠海等大中城市获得了应用。2006年2月国务院发布的《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020年）》，“智能交通管理系统”被作为11个重点领域之一，“城市交通管理系统”被确定为优先主题。因此，预计公司的地面交通产品在“十二五”期间将获得平稳较快发展。

估值分析

由于公司所处行业的特殊性，目前国内市场没有理想的可比对象，故采用P/E法进行估值。

公司大部分营业收入来自军品业务，其数量和价格难以准确；同时，公司的收入确认受到订单执行情况的影响，这增加了估值的不确定性。此外，行业内近段时间可能有新的公司上市，且法国泰雷兹等原有厂商不会拱让市场，市场竞争程度可能加剧，故未来公司空管产品的毛利率可能有所下降。

基于谨慎性原则，我们对公司2010—2012年的业绩进行了预测。业绩预测的前提条件如下：

- 1、假定公司股本数量不发生变化，维持在74880000股；
- 2、假定公司现金充足，近两年（2010、2011年）无需短期借款，近三年无需长期借款；
- 3、假定公司未来三年仍保持高新技术企业资格，享受所得税优惠10%的政策；
- 4、假定未来三年公司所处行业及经营环境不发生大的变化，原材料价格基本平稳或微涨。

表2 公司主营业务增长预测

| 收入 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 空管产品 | 72305438 | 48678265 | 121,695,663 | 206,882,628 | 351,700,467 |
| 地面交通产品 | 29855149 | 61151210 | 73,381,452 | 95,395,888 | 114,475,065 |
| 其他 | 14908878 | 16845606 | 17,687,887 | 21,225,464 | 23,348,010 |
| 增速(%) | | | | | |
| 空管产品 | 8% | -33% | 150% | 70% | 70% |
| 地面交通产品 | -2% | 105% | 20% | 30% | 20% |
| 其他 | -17% | 13% | 5% | 20% | 10% |
| 毛利率 | | | | | |
| 空管产品 | 53% | 45% | 40% | 39% | 38% |
| 地面交通产品 | 13% | 34% | 30% | 29% | 28% |
| 其他 | 18% | 23% | 40% | 30% | 30% |
| 毛利 | | | | | |
| 空管产品 | 38,444,801 | 21,764,052 | 48,678,265 | 80,684,225 | 133,646,178 |
| 地面交通产品 | 3,833,401 | 20,705,800 | 22,014,436 | 27,664,807 | 32,053,018 |
| 其他 | 2,749,197 | 3,876,174 | 7,075,155 | 6,367,639 | 7,004,403 |
| 综合 | | | | | |
| 收入 | 117,069,464 | 126,675,082 | 212,765,002 | 323,503,980 | 489,523,543 |
| 毛利 | 45,027,399 | 46,346,026 | 77,767,856 | 114,716,671 | 172,703,599 |
| 毛利率 | 38% | 37% | 37% | 35% | 35% |

资料来源: wind, 国海证券研究所

从表3可看到:在上述假设前提下,公司2010年-2012年的每股收益分别为0.56元,0.83元,1.25元,以2010年9月21日的收盘价计算,对应的P/E值分别为84、57和38倍。由于公司属于软件行业,业务收入主要来自于军用领域,具有较高的成长性和估值溢价,因此给予“买入”评级。

表3 公司未来业绩预测

| 会计年度 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 一、营业收入 | 115.23 | 117.07 | 126.68 | 212.77 | 323.50 | 489.52 |
| 减:营业成本 | 70.90 | 72.04 | 80.33 | 135.00 | 208.79 | 316.82 |
| 营业税金及附加 | 2.13 | 2.01 | 1.35 | 2.33 | 3.44 | 5.18 |
| 销售费用 | 5.96 | 6.16 | 9.75 | 12.77 | 21.03 | 34.27 |
| 管理费用 | 11.92 | 13.65 | 15.18 | 16.85 | 18.70 | 20.76 |
| 财务费用 | 1.68 | -0.21 | -6.11 | 10.87 | 15.22 | 21.31 |
| 资产减值损失 | 0.44 | 1.77 | 1.88 | 2.23 | 3.70 | 5.04 |
| 加:公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其中:联营企业收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 二、营业利润 | 22.19 | 21.64 | 24.30 | 32.72 | 52.63 | 86.14 |
| 加:营业外收入 | 6.95 | 11.03 | 11.05 | 14.36 | 17.23 | 18.96 |
| 减:营业外支出 | 0.59 | 1.51 | 0.37 | 0.39 | 0.40 | 0.42 |
| 三、利润总额 | 28.55 | 31.17 | 34.98 | 46.69 | 69.46 | 104.68 |
| 减:所得税费用 | 2.36 | 1.68 | 1.03 | 4.67 | 6.95 | 10.47 |
| 四、净利润 | 26.18 | 29.49 | 33.95 | 42.02 | 62.51 | 94.21 |
| 归属母公司净利润 | 26.16 | 30.15 | 33.60 | 41.60 | 61.89 | 93.27 |
| 少数股东损益与调整 | 0.03 | -0.66 | 0.35 | 0.42 | 0.63 | 0.94 |
| 五、总股本(万股) | 39.00 | 52.00 | 62.40 | 74.88 | 74.88 | 74.88 |
| EPS(元) | 0.67 | 0.58 | 0.54 | 0.56 | 0.83 | 1.25 |

资料来源: wind, 国海证券研究所

表4 国内A股相关上市公司一览表

| 所属类别 | 公司名称 | 股票代码 | 主营业务 | PE值(TTM) |
|-------|------|--------|---------------|----------|
| | 新大陆 | 000997 | 软件、电子产品 | 78.07 |
| | 金正股份 | 600446 | 定制软件、系统集成 | 56.09 |
| | 软控股份 | 002073 | 橡胶行业应用软件、系统集成 | 44.20 |
| | 金智科技 | 002090 | 电力自动化、IT服务 | 58.09 |
| 软件类 | 东华软件 | 002065 | 应用软件、系统集成 | 48.34 |
| | 中国软件 | 600536 | 应用软件、外包服务 | 323.7 |
| | 恒生电子 | 600570 | 软件与服务、系统集成 | 54.76 |
| | 宝信软件 | 600845 | 应用软件、系统集成 | 37.72 |
| | 湘邮科技 | 600476 | 软件开发、系统集成 | 442.9 |
| | 四创电子 | 600990 | 雷达、通信射频组件 | 149.6 |
| | 威海广泰 | 002111 | 机场地面设备 | 54.33 |
| | 航天晨光 | 600501 | 机场专用车、波纹管类产品 | 75.32 |
| 航天军工类 | 国腾电子 | 300101 | 北斗导航元器件、终端、系统 | 129.03 |
| | 四维图新 | 002405 | 导航地图、动态交通信息服务 | 115.91 |
| | 北斗星通 | 002151 | 卫星导航定位产品、信息系统 | 87.48 |
| | 合众思壮 | 002383 | 卫星导航定位产品 | 76.88 |

资料来源: wind, 国海证券研究所

风险提示

由于空管行业与国家安全密切相关,信息披露存在较大的不透明性。公司的订单主要来源于军方和空管机构,可能因为政策改变或突发事件导致订单取消。

且公司股本规模较小,总市值36.69亿,流通市值仅为16.54亿,容易受到市场情绪的影响,引起股价大幅波动。希望投资者注意相关风险。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。