

日期: 2011年3月3日

行业: IT-智能化装备



陈启书
021-53519888-1918
mymailno@hotmail.com
执业证书编号: S0870510120022

未来业绩将更稳定增长

主要观点:

期间费用下降幅度较大, 业绩较稳定增长

2010年1-12月, 公司实现营业收入144.40百万元, 同比增长13.99%。从单季度情况看, 实现营业收入97.54百万元, 同比增长33.63%, 占2010年1-12月营业总收入的比为67.55%。从分业务收入结构情况看, 公司空管产品、地面交通产品和其他产品的收入占比分别为53.65%、26.53%和19.75%。从分业务增长情况看, 公司空管产品、地面交通产品和其他产品分别同比增长59.14%、-37.36%和69.27%。

这显示, 公司业务较集中在第四季度; 公司空管产品增长较为迅速, 这与民航招标周期比较一致。

2010年1-12月, 公司实现营业毛利润(毛利)50.73百万元, 同比增长9.45%, 增长慢于收入增长, 公司营业毛利润率低于去年同期。从单季度情况看, 实现营业毛利润(毛利)33.57百万元, 同比增长21.84%, 占2010年1-12月总营业毛利润(毛利)的比为66.17%。从利润贡献情况看, 公司空管产品、地面交通产品和其他产品等业务对营业毛利润的贡献率分别为68.48%、15.45%和15.91%。从增长情况看, 公司空管产品、地面交通产品和其他产品等业务的营业毛利润分别同比增长59.62%、-62.14%和108.23%。

这显示, 空管产品是公司利润的最主要来源。公司营业毛利润率的下降主要是地面交通产品毛利率出现了下降, 这与我们原预期公司募投项目嵌入式车辆自动识别器的逐渐达产相应毛利率有所提高有着较大的差异, 这显示, 地面交通产品市场竞争更为激烈, 产品单价出现下降较大; 地面交通产品的毛利润出现负增长, 拉低整体的业务毛利润的增长。

2010年1-12月, 公司实现主营业利润31.28百万元, 同比增长28.72%, 增长快于收入增长, 公司主营业利润率高于去年同期。从单季度情况看, 实现主营业毛利润24.77百万元, 同比增长44.81%, 占2010年1-12月总主营业利润的比为79.18%。从影响主营业利润的期间费用构成情况看, 公司营业税金及附加、销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失对应的收入比分别为1.28%、3.10%、9.90%、-2.41%和1.59%。从增长情况看, 公司营业税金及附加、销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失等分别同比增长37.34%、-54.04%、-5.79%、43.10%和22.07%。

公司销售费用的大幅下降, 显示了公司在某些业务市场开拓策略方面存在较大转变。

2010年1-12月, 公司实现归属于母公司所有者的净利润40.57百万元, 同比增长20.74%, 增长快于收入增长, 公司净利润率高于去年同期。从单季度情况看, 公司实现归属于母公司所有者的净利润28.96百万元, 同比增长39.12%, 占2010年1-12月归属于母公司所有者的净利润的比为

基础数据(Y10)

报告日股价(元)	43.15
12mth A 股价格区间(元)	56.59/29.01
总股本(百万股)	74.88
无限售 A 股/总股本	45.08%
流通市值(百万元)	1,456.41
每股净资产(元)	5.23
PBR(X)	8.25
DPS(Y10,元)	0.3

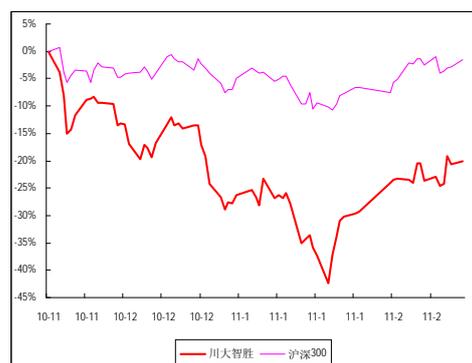
主要股东(Y10)

游志胜	12.21%
四川智胜视科投资咨询有限公	10.00%
四川大学	8.75%
中国农业银行-华夏平稳增长混	4.57%
成都西南民航顺达企业发展有	4.50%

收入结构(Y10)

空管产品	53.65%
地面交通产品	26.53%
其他产品	19.75%

最近6个月股价与沪深300指数比较



相关报告:《在空管系统国产化趋势下竞争优势明显》

首次报告时间: 2008年12月25日

71.39%。从利润贡献情况看，公司主营业务利润、其他营业利润、营业外收益和所得税对利润总额的贡献率分别为 68.45%、0.00%、31.55%和 -5.17%。从增长情况看，公司主营业务利润、其他营业利润、营业外收益和所得税分别同比增长 28.72%、0.00%、34.99%和 128.72%。

总之，公司净利润的增长，主要来源于收入增长、期间费用降低以及营业外收益增加等因素。

订单完工率出现下降，但规避了公司业绩较大波动的风险

从订单签订情况看，十一五末政府招标增长是与预期一致的，09 年公司新增订单 191.02 百万元，同比增长 110.37%；10 年公司新增订单 229.97 百万元，同比增长 20.39%。

表1 公司历年新增订单增长情况（单位：百万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
空管产品	48.81	30.95	119.90	115.01
同比增长		-36.58%	287.37%	-4.08%
地面交通产品	16.90	29.99	61.53	43.36
同比增长		77.46%	105.18%	-29.53%
其他产品	24.46	29.86	9.59	71.60
同比增长		22.11%	-67.88%	646.53%
合计	90.16	90.80	191.02	229.97
同比增长		0.71%	110.37%	20.39%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

但从公司在手订单完工且实现收入情况看，公司订单完工率出现下降，留待其他年份确认收入的比例增加。08 年公司在手订单实现收入比例为 64.84%，09 年下降为 49.78%，10 年继续下降，为 40.33%。这使得 10 年未完工留待以后年份实现收入的订单金额达 213.50 百万元。这将有效规避了由于政府招投标金额的不确定性对公司业绩产生较大波动的风险。

表2 公司近年来订单执行情况和 11 年实现收入预计（单位：百万元）

项目	空管产品	地面交通产品	其他产品	合计
2007 年未完工 2008 年尚可实现收入	60.36	28.35	1.03	89.74
08 年新增订单金额	30.95	29.99	29.86	90.80
08 年在手订单合计	91.32	58.34	30.89	180.55
08 年已实现收入	72.31	29.86	14.91	117.07
08 年订单实现收入比例	79.18%	51.17%	48.27%	64.84%
截止 08 年底未完工订单金额	19.01	28.48	15.98	63.48
09 年新增订单金额	119.90	61.53	9.59	191.02
09 年在手订单合计	138.91	90.01	25.57	254.49
09 年已实现收入	48.68	61.15	16.85	126.68
09 年订单实现收入比例	35.04%	67.94%	65.88%	49.78%
截止 09 年底未完工订单金额	90.23	28.86	8.72	127.82
10 年新增订单金额	115.01	43.36	71.60	229.97
10 年在手订单合计	205.25	72.22	80.32	357.79
10 年已实现收入	77.47	38.30	28.51	144.28

10 年订单实现收入比例	37.74%	53.04%	35.50%	40.33%
截止 10 年底未完工订单金额	127.78	33.91	51.81	213.50
11 年新增订单增速预计	-10.00%	30.00%	10.00%	3.77%
11 年新增订单金额预计	103.51	56.37	78.76	238.64
11 年在手订单合计	231.29	90.28	130.57	452.14
公司预计“已签署订单在以后年度跨期执行情况”	95.22	47.79	48.06	191.06
11 年实现收入预计	115.65	49.65	45.70	211.00
11 年收入增长预计	49.29%	29.63%	60.27%	46.24%
11 年订单实现收入比例预计	50.00%	55.00%	35.00%	46.67%
截止 11 年底未完工订单金额	115.65	40.63	84.87	241.14

数据来源：公司公告，上海证券研究所

国内低空开放和新业务开拓将推动未来业绩更稳定增长

公司拟通过新增募投项目向培训服务和低空空管系统产品等方面的业务发展，是规避政府项目招标波动的风险较好的选择。

国内低空开放将大大扩大空管系统产品、仿真训练产品和服务等市场总容量，公司相应的业务发展将更快和更稳定增长。整体上预计 11 年公司新增订单金额略有所增加，且由于 10 年未完工订单很多，加上 11 年订单实现收入比例的提高，公司营业收入将取得更快增长。

预计 2011-2013 年公司可分别实现营业收入同比增长 46.12%、39.97% 和 28.14%；分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 35.47%、39.83% 和 25.53%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.73 元、1.03 元和 1.29 元。目前股价对应 2011-2013 年的动态市盈率分别为 58.79、42.04 和 33.49 倍，基本符合公司未来业绩成长预期。所以，调低对公司的投资评级为“大市同步”。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	144.40	211.00	295.34	378.46
年增长率 (%)	13.99	46.12	39.97	28.14
归属于母公司所有者的净利润	40.57	54.96	76.86	96.47
年增长率 (%)	20.74	35.47	39.83	25.53
基本每股收益 (元)	0.54	0.73	1.03	1.29
PER (X)	79.64	58.79	42.04	33.49

数据来源：公司公告，上海证券研究所（对应股价为 2011-02-28 日收盘价）

分析师承诺

分析师 陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。