

分析师： 陈志坚 027-65799506 chenzj@cjsc.com.cn

联系人： 马先文 027-65799506 maxw@cjsc.com.cn

季节因素影响业绩，期待民航空管加速

事件描述

川大智胜今日发布 09 年半年报，主要财务指标如下：

表 1：川大智胜 09 年中报主要财务数据

	2008 年	2007 年	同比增速
营业收入（万元）	2767	4283	-35.41%
营业利润（万元）	293	442	-33.77%
净利润（万元）	978	884	10.60%
经营活动现金流（万元）	-928	-1968	52.83%
EPS（元）	0.16	0.19	
ROE	2.73%	2.50%	增加 0.23 个百分点

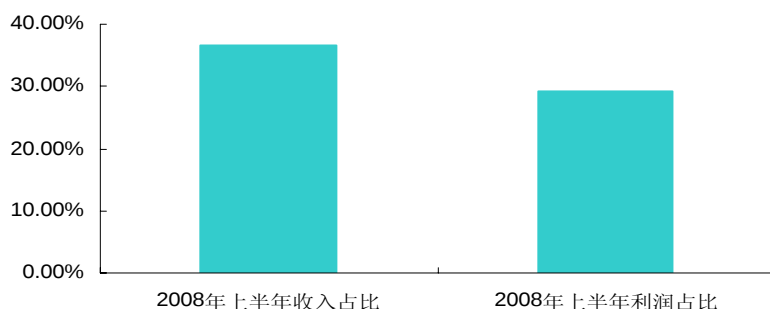
资料来源：民航总局，长江证券研究部

事件评论

第一，季节性行因素影响业绩

公司收入下滑 35.41%，净利润增长 10.6%，业绩增长并不明显。收入下滑主要因为季节性因素影响所致。公司大部分项目验收集集中在下半年，尤其是四季度，因此上半年收入和利润并不能反映公司全年业绩趋势。从 08 年上半年收入和利润与全年占比中也可看出这一点。

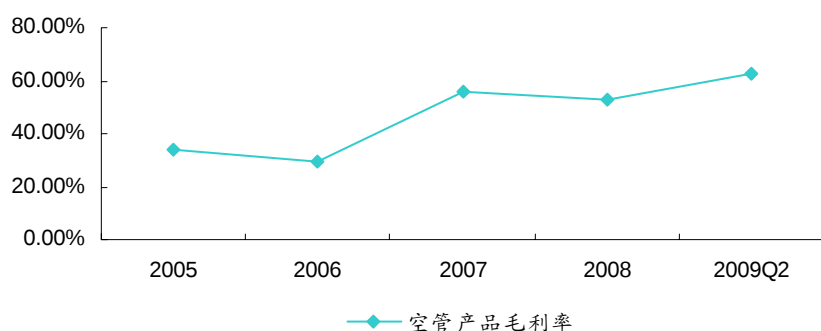
图 1：08 年上半年收入、利润占全年比重



资料来源：公司公告，长江证券研究部

实际上，公司在中报中公告前三季度利润同比增长 50%—70%，这也说明三季度开始，公司收入和利润将加速。从公司各业务发展来看，地面交通产品“嵌入式车牌识别器”和“工程用数字摄像机”已在深圳得到应用，预计地面交通产品下半年将加快。空管产品，尤其是民航空管产品受机场投标影响，收入较少，但从盈利能力来看，空管产品毛利率不断提升，这得益于公司空管产品软件比重的不断提高。空管系统是相对较为标准化的产品，这就决定了其边际成本较低，随着公司空管产品在国内民航中小型机场应用的增加，其盈利水平将进一步得到提升。

图 2：空管产品毛利率变化趋势



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，业绩增长点仍看民航空管加速

民航空管领域的加速成长是公司未来的主要看点，川大智胜目前面临民航机场加速新建、扩建和改建带来的绝佳发展机遇，从我们目前了解的情况来看，机场“十五”投资的滞后将使其需求在“十一五”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。“十一五”期间，民航总局规划国内民航机场达到 190 个左右，2020 年总量为 244 个，同时新建成都、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。从市场投资额看，预计“十一五”期间民航机场投资额达 1400 亿，用于空管系统投资在 50 亿左右。

表 2：2006-2020 年新建机场规划

	北方机场群	华东机场群	中南机场群	西南机场群	西北机场群
机场地点	北京第二机场、 良乡、邯郸、衡水、承德、张家口、吕梁、五台山、鄂尔多斯、阿尔山、二连浩特、巴彦淖尔、达来库布、霍林河、加格达齐、长海、长白山、通化、白城、漠河、大庆、鸡西、伊春、抚远	淮安、苏中、丽水、济宁、九华山、蚌埠、芜湖、宜春、赣东、三明、宁德、平潭	韶关、百色、河池、玉林、东方、五指山、琼海、信阳、商丘、神农架、衡阳、岳阳、武冈、邵东	黔江、巫山、乐山、康定、亚丁、马尔康、腾冲、红河、怒江、会泽、勐腊、泸沽湖、荔波、毕节、六盘水、遵义、黄平、黔北、阿里、日喀则、那曲	壶口、宝鸡、商洛、天水、夏河、金昌、陇南、张掖、武威、航天城、玉树、花土沟、德令哈、果洛、青海湖、固原、中卫、喀纳斯、吐鲁番、哈密、博乐、奎屯、楼兰、富蕴、富蕴、塔中、石河子
新增机场总计	24	12	14	21	26

资料来源：民航总局，长江证券研究部

此外，除民航空管系统外，塔台模拟机也有望成为公司近两年的利润增长点，由于民航总局已明确提出管制员上岗前后的强制培训政策，这无疑将引发各大空管局的采购需求，而川大智胜是国内塔台视景模拟机技术最为成熟的厂商，与国际厂商产品相比，其成本优势较为明显，川大智胜有望在塔台模拟机的招标中拿到更多的订单。

在民航空管系统需求高峰即将来临的背景下，国家处于安全的考虑，已把民航系统国产化需求纳入民航发展规划和计划，并且在今后的五年中，民航各中小型机场将全面采用国产化设备，大型机场也要支持国产化设备积极参与。此政策无疑将推动国产空管系统厂商在民航领域的市场占有率，而川大智胜作为该领域的领头羊，受益最为明显。

需要说明的是，尽管公司在民航中小型机场空管产品已较为成熟，而“国产化”方针也为其发展提供了政策机遇，但由于机场空管系统的投标的时间存在不确定性，故公司业绩高速增长的时点还难以把握。

第三，维持“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.65、0.83 元，虽然公司未来存在高速增长预期，但目前股价对应 2010 年 PE 已达 36 倍，在业绩爆发前，估值优势不明显，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	117	135	165	201	货币资金	239	181	136	109
营业成本	72	79	93	111	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	45	57	72	91	应收账款	48	54	65	78
% 营业收入	38.5%	41.7%	43.8%	45.0%	存货	41	44	50	59
营业税金及附加	2	2	3	3	预付账款	8	8	10	12
% 营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	6	7	9	10	流动资产合计	335	288	262	258
% 营业收入	5.3%	5.3%	5.2%	5.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	14	16	18	22	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.7%	11.5%	11.0%	11.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	0	-2	-2	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.2%	-1.6%	-1.0%	-0.6%	固定资产合计	53	144	228	302
资产减值损失	2	0	0	0	无形资产	21	20	19	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	22	33	44	56	其他非流动资产	25	25	25	25
% 营业收入	18.5%	24.6%	26.7%	27.6%	资产总计	435	478	534	603
营业外收支	10	10	12	14	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	31	43	56	70	应付款项	7	8	9	10
% 营业收入	26.6%	32.0%	33.9%	34.6%	预收账款	34	41	49	60
所得税费用	2	3	4	7	应付职工薪酬	3	3	3	4
净利润	29	41	52	63	应交税费	3	4	5	8
归属于母公司所有者的净利润	30.2	40.7	51.5	62.7	其他流动负债	2	1	2	2
少数股东损益	-1	0	0	0	流动负债合计	48	56	69	84
					长期借款	0	0	0	0

EPS (元/股)	0.48	0.65	0.83	1.00	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	10	10	10	10
经营活动现金流净额	36	48	63	83	负债合计	58	66	79	94
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	375	409	453	507
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	2	2	2	2
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	377	412	455	509
固定资产投资	-29	-101	-102	-102	负债及股东权益	435	478	534	603
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-29	-101	-102	-102	EPS	0.483	0.653	0.826	1.004
债券融资	0	0	0	0	BVPS	7.21	7.87	8.72	9.74
股权融资	183	0	0	0	PE	61.36	45.42	35.92	29.52
银行贷款增加 (减少)	-30	0	0	0	PEG	2.22	1.64	1.30	1.07
筹资成本	1	-4	-6	-8	PB	4.11	3.77	3.40	3.04
其他	-7	0	0	0	EV/EBITDA	57.68	39.69	27.84	20.94
筹资活动现金流净额	147	-4	-6	-8	ROE	8.0%	9.9%	11.4%	12.4%
现金净流量	153	-58	-45	-27					

资料来源：长江证券研究部

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。