

张良勇, 陈俊斌
021-82960072
chenjb@cmschina.com.cn

2009年9月21日

川大智胜(002253.SZ)/32.53元

——公司步入三年高速发展阶段

计算机软件

目标估值区间: 37—40元

审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	2990
总股本(万股)	6240
已上市流通股(万股)	2189
总市值(亿元)	19
流通市值(亿元)	6
每股净资产(MRQ)	5.7
ROE(TTM)	8.7
资产负债率	10.0%
主要股东	游志胜
主要股东持股比例	12.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	52	182
相对表现	-2	6	126



相关报告

本文详细分析了国内空管系统建设提速、国产化进程加快对川大智胜公司业绩的拉动作用; 分析了公司未来三年业绩高速增长的基础; 预测公司 09-11 年 EPS 为 0.7 元, 1.25 元, 2.06 元。目标区间 37-40 元, 给予审慎推荐 A 评级。

- 公司是我国空中交通管理领域具有自主知识产权的大型软件和重大装备供应商。主要产品包括空中交通管理系统、塔台模拟机、地面智能交通管理系统三大类。据调研, 我们认为公司未来三年将进入高速发展期。
- 未来三年是空管建设高峰期, 公司空管产品具有明显竞争优势, 可望获得新订单 1/3 强。民航机场建设规划从 06-10 年新建 50 个中小型机场, 改建扩建 37 个已有机场。新机场从 10 年起进入密集的空管系统建设期。出于国家安全考虑, 08 年开始国家要求中小机场全部采用国产空管系统; 国内只有三个公司可以提供合格的空管系统产品。公司在技术上领先于另外两个厂家。所以在新订单竞争中公司有望获得 1/3 强;
- 公司接连获得重要资质认证, 有助提升军品收入。公司属于军工企业序列, 军品收入占比 50% 以上, 在获得了这些重要资质认证后, 公司可以承接更多军方项目, 参与保密级别更高的军方项目;
- 公司塔台视景模拟机销售渐入佳境。国家政策相关政策要求一、强制要求空管员每年要有 20 个小时的模拟培训时间, 二、要尽量采用国产塔台视景模拟机。预计市场容量达 6 个亿。目前已经销售出 3 套;
- 地面交通产品发展势头良好。大中型城市, 高速公路网的交通管理需求以及公安部门监控稽查违章违法车辆的需求是地面交通产品发展推动力;
- 首次给予审慎推荐-A 评级, 目标区间 37-40 元。公司从 09 年开始步入高速增长期, 预计 09-11 年每股收益为 0.7 元、1.25 元、2.06 元, 同比增长 46%、77% 和 63%; 首次给予审慎推荐-A 评级, 按 10 年 EPS 给予 30 倍 PE, 或 11 年 EPS20 倍 PE, 结合 DCF 估值, 合理估值区间为 37—40 元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	115	117	127	212	345
同比增长	7%	2%	9%	67%	62%
营业利润(百万元)	22	22	34	65	118
同比增长	60%	-2%	56%	93%	81%
净利润(百万元)	26	30	44	78	127
同比增长	15%	15%	46%	77%	63%
每股收益(元)	0.72	0.66	0.70	1.25	2.03
PE	46	53	43	25	15
PB	7.0	4.2	4.7	4.1	3.5

资料来源: 招商证券

正文目录

一、基本结论	3
二、公司业绩高速增长的基础	4
1. 未来三年是空管建设高峰期，中小机场空管国产化进程加速	4
2. 公司的空管系统产品具有明显竞争优势	5
3. 公司接连获得重要资质认证，有助提升军品收入	5
4. 塔台视景模拟机渐入销售佳境	6
5. 地面交通产品发展势头良好	6
三、财务分析及盈利预测	7
1. 历史增长及盈利能力分析	7
2. 基本假设和业绩预测	8
四、投资建议和风险提示	10
1. 股票估值和投资建议	10
2. 主要风险提示	11

图表目录

图 1: 川大智胜历史 PE, PB Band	3
图 2: 公司近四年营业收入和增长率	7
图 3: 公司近四年净利润和增长率	7
图 4: 公司近年毛利率变化	8
图 5: 09-12 年预测营收和净利润	9
表 1: 公司 09-11 年盈利预测	3
表 2: 2006-2008 年国内航空吞吐量	4
表 3: 2009 年 1-6 月国内航班正点率和误点原因	4
表 4: 2005-2009H1 销售额构成和毛利率	8
表 5: 盈利预测基本假设	8
表 6: 公司 09-11 年盈利预测	9
表 7: 可比上市软件公司估值情况	10
表 8: 典型军工企业上市公司估值情况	10
表 9: DCF 法计算出的公司股价估值区间	11
附: 财务预测表	12
附: 全国民用机场布局规划 (2006-2020)	13

一、基本结论

1. 通过调研,我们认为未来三年是川大智胜高速增长的时段,营业收入和净利润的年复合增长率可超过 40%,公司具备长期投资价值。

- **未来三年是空管建设高峰期,公司可获得新订单 1/3 强。**国家机场建设规划从 06-10 年要新建 50 个中小型机场。新机场从 10 年起进入密集的空管系统建设期。前期部署的中小空管系统有升级换代的需求。国家要求新的中小机场的空管系统采用国产产品。国内只有三个厂商能提供合格的空管系统,公司对比其他两个厂家具有明显的技术优势,所以公司有望获得新订单的 1/3 强。
- **公司接连获得重要资质认证,有助提升军品收入。**在获得了某些重要资质认证后,公司可以承接更多军方项目,参与保密级别更高的军方项目。
- **公司塔台视景模拟机销售渐入佳境。**这也是靠国家政策推动,一个是强制要求空管员每年要有 20 个小时的模拟培训时间,一个是要求该系统全部采用国产的。预计市场达 6 个亿。目前已经销售出 3 套。
- **地面交通产品发展势头良好。**大中型城市,高速公路网的交通管理需求以及公安部门监控稽查违章违法车辆的需求是地面交通产品发展推动力。
- **公司毛利率可维持在高位。**公司毛利率逐年提升是因为软件产品销售占比提高,地面交通产品成本降低以及研发费用资本化等因素。

2. 盈利预测

表 1: 公司 09-11 年盈利预测

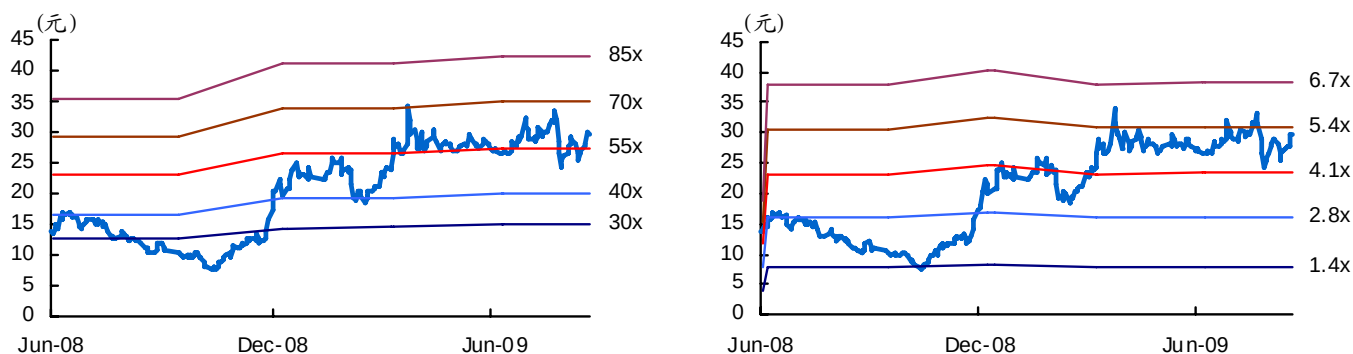
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	115	117	127	212	345
净利润(百万元)	26	29	44	79	128
同比增长	15%	15%	46%	77%	63%
每股收益(元)	0.72	0.66	0.70	1.25	2.03

资料来源: 公司年报, 招商证券

3. 首次评级“审慎推荐-A”

我们给予公司股价 37—40 元的目标价位区间,首次给予审慎推荐—A 评级。

图 1: 川大智胜历史 PE, PB Band



资料来源: 招商证券

二、公司业绩高速增长的基础

1. 未来三年是空管建设高峰期，中小机场空管国产化进程加速

- a) **新建、扩建机场进入空管招投标建设高峰期。**2008 年初公布的《全国民用机场布局规划》（见附录）明确指出机场建设规划分两步走，第一步从 2006-2010 年全国要新建 43 个中小型机场，迁建或扩建 30 个已有机场，到 2010 年达到民航运输机场 190 个；第二步到 2020 年全国民航机场总数要达到 244 个。09，10 两年是国家十一五规划的最后两年，机场建设将计入高投入期。

随着新机场各项建设的推荐，空管系统招投标也陆续开始。未来三年是机场空管系统建设的高峰期。安装国家规划，空管系统的建设高潮有望一直持续到 2020 年。

- b) **国内航空吞吐量持续增长要求空管系统升级扩容。**

表 2：2006-2008 年国内航空吞吐量

	2006	2007	2008
旅客吞吐量	332	387	405
增长率	16.7%	16.6%	4.7%
货邮吞吐量	753	861	883
增长率	19.0%	14.3%	2.6%
起降架次	348	394	422
增长率	14.1%	13.2%	7.1%
机场数目	142	148	158

资料来源：民航总局网站，招商证券

表 2 显示除了 2008 金融危机影响外，我国民航吞吐量每年都保持 10% 以上的增长率。吞吐量的持续增加使得空域资源成为制约我国航空运输发展的主要因素之一。部分主要地区空域紧张，航班延误和流量控制频繁。

表 3：2009 年 1-6 月国内航班正点率和误点原因

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月
航班正点率	81.6%	82.6%	84.7%	84.2%	86.0%	80.8%
航班不正常原因						
航空公司原因	49.9%	44.5%	47.0%	47.6%	45.1%	34.0%
天气原因	16.9%	28.1%	18.0%	24.3%	18.4%	33.2%
空管原因	25.6%	21.2%	25.2%	17.6%	23.5%	22.9%

资料来源：民航总局网站，招商证券

表 3 显示因空管原因（流量控制和航空保障）造成的航空公司不正常航班达到 17-25% 左右。空管系统的升级扩容破在眉睫。十一五期间，国家将投入 50 亿元人民币用于空管系统建设。

- c) **国产空管系统技术水平大幅提高，可用于中小型机场空管主用系统。**川大智胜公司空管系统作为太原机场的主用系统已经稳定、安全运行达三年之久，这是国内第一个采用国产空管系统作为主用系统的机场。之后贵阳机场亦采用了公司的系统作为主用系统。512 地震期间，成都双流机场原有的欧洲猫空管系统被震坏，公司临危受命利用公司空管系统搭建起双流机场空管指挥平台，在超大负荷的情况下连续稳

定运行了 15 天，保证了抗震初期频繁的飞机安全起降，受到国家民航总局和相关部門的高度赞扬。此次事件充分表明公司产品不仅可以作为中小机场的主用系统，还具备了作为大机场主用系统的实力，让国家相关部委加大了空管产品国产化的决心和进度。

基于以上三个因素，我们预计公司用于民航领域的空管系统产品未来三年的营收进入高速增长期。近期可见的空管领域建设项目包括拟新建的成都、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。

2. 公司的空管系统产品具有明显竞争优势

空管系统主要研发机构：除了公司之外国内空管自动化系统的其他主要研发生产单位有 4 家：中国电子科技集团第 28 研究所旗下的南京莱斯公司、中国民航第二研究所、民航空管装备公司、中国空军装备研究院第二研究所。国内市场的国外厂商主要包括法国泰雷兹公司、美国德雷菲尼克等。

当前空管系统市场格局：大型机场的空管主用系统基本为法国泰雷兹的“欧洲猫”，中小机场空管主用系统美国德雷菲尼克居多。国产空管系统作为主用系统的有公司在太原和贵阳机场布置的两套系统，28 所在青岛、长春建立的主用系统。其他国产的空管系统作为应急系统。

主要竞争对手法国泰雷兹公司：一家服务于全球防务、航空和安全市场，提供从飞机、坦克、空中管理系统到城市交通管理系统等众多产品，2008 年销售额达 140 亿欧元的巨型跨国企业。在空管系统方面，有 260 个欧洲猫空管中心已经在全球投入运行，意味着 4000 个管制员席位。在中国，他是国内大型空管系统的主要提供商。近年在中国主要业绩包括 NESACC 合同的成功实施（2001 年签订的北京、上海和广州三大区管中心，合同总价 1 亿欧元），2006 年成功签订了建立北京进近控制塔的合同、大量一二次雷达和导航设备的合同。

与国内外竞争对手相比，川大智胜的主要竞争优势：

- 和国内竞争对手相比，公司的竞争优势主要体现在技术优势上，这可以从太原机场用公司产品建设国内第一套空管主用系统以及“十五”以来公司空管自动化系统及相关产品在国内获销售合同 4.5 亿元，其他公司相关产品的销售收入均未上亿这两个事情上可以看出业内对公司技术优势的认可。
- 和国外竞争对手相比，技术上，公司产品和法国“欧洲猫”系统相比还有一定差距，但是目前公司产品尚未应用到大型空管系统上，所以和法国“欧洲猫”系统尚未有直接竞争。在中小型机场空管系统上，公司得益于国家国产化政策支持；另外公司在价格和服务方面也有明显的优势。

3. 公司接连获得重要资质认证，有助提升军品收入

一直以来军品收入占公司销售收入的 50%以上，军方已经在公司设立了军代表处，公司早已进入军工企业序列。但是在 2008 年中期以前，公司没有获得一些重要资质认证，限制了公司对某些军方项目的承接和参与。

自公司 2008 年中期上市这一年来，公司获得了几个重要的资质认证，包括武器装备科

研生产许可证、武器装备科研生产单位机密级资质、计算机系统集成一级资质等。获得这些重要资质有助于公司承接更多军方项目，参与保密级别更高的军方项目。这有利于提升公司军品收入。

4. 塔台视景模拟机渐入销售佳境

塔台视景模拟机是为从事空中交通管理的塔台管制员提供初始学习、技能提高及应急情况处理等多种不同训练课程的模拟训练装备。

- a) **市场规模庞大，政策推动明显。**民航总局于近年颁布的《空中交通管制员岗位培训大纲》要求，每个管制员每年的模拟训练时间不少于 20 个小时，未来会扩展到 80 个小时。目前，中国民航大学、民航飞行学院等正在培养的管制员约 5,000 人（平均 1,000 人/年），民航和军航在岗空中交通管制人员约 5,000 人，按每个模拟机席位（套）每年使用 250 天、每天可直接面向学员训练 4 小时计算（每次训练一小时，评讲一小时），需要超过 200 个席位（套）的塔台视景模拟机。每个席位（套）售价约 300 万元，故市场容量为 6 个亿。
- b) **公司是国内塔台视景模拟机市场领先者。**公司于 2004 年研制成功具有完整自主知识产权的塔台视景模拟机，技术居国内同行领先水平。公司产品已经为空军某部、民航华北空管局所使用，并于日前获得西南空管局的订单，产品将用于成都区域中心空管员的培训。国内的主要竞争对手是电讯盈科企业解决方案集团和空军第一飞行学院。由于国外厂家的塔台视景模拟机价格昂贵，除了香港机场外国内目前还没有一家使用的。
- c) **公司日前研制成功含天顶视图的塔台视景模拟系统，更加适合军航需求。**民航使用的塔台视景模拟系统主要关注地面飞机、机场建筑物等低空目标；军航不仅要关注低空目标，更要关注高空（天顶）飞机目标。公司成功研制出含天顶视图的塔台视景模拟系统更适合军航需求。

基于以上因素，我们预测未来三年随着市场和政策拉动，新产品的面世，公司的塔台视景模拟机销售会渐入佳境。

5. 地面交通产品发展势头良好

08 年地面交通产品营业收入比 07 年高出 77%，主要是由于公司加强地面交通产品研发，提高产品技术含量，得到更多的合同项目。09 年上半年毛利率同比大幅提高，主要是因为车辆自动识别系统设计基础由工程机转向单片机，降低了成本。

地面交通产品需求持续增加的推动力在于 1) 大、中型城市需要智能化车辆识别、指挥系统监控车流量，疏导交通。2) 国内高速公路增长迅速，路网的信息化管理形成对智能化车辆识别系统的较大需求。3) 公安部门需要智能化车辆识别系统进行监控和稽查违章、违法车辆。

综合以上五个支持公司业绩高速增长的基础，我们认为未来 3 年公司会步入高速增长期，营业收入和净利润的复合收入增长率都会超过 40%。

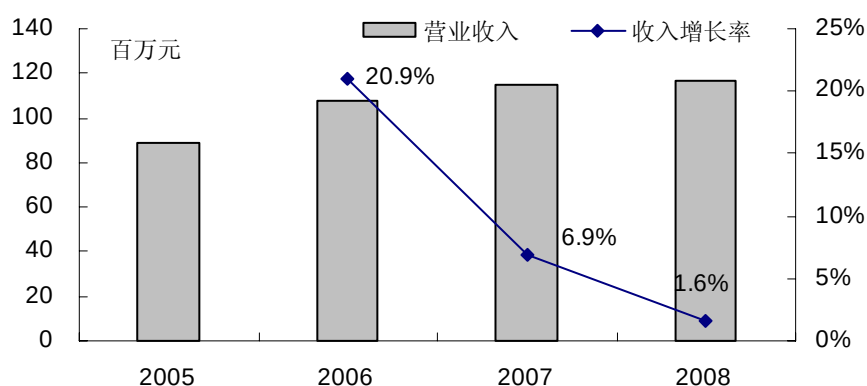
三、财务分析及盈利预测

1. 历史增长及盈利能力分析

从图 2，图 3 我们可以看出公司近两年的增长速度比较缓慢。增长速度放缓的主要原因在于 07，08 年空管业务受政府采购周期的影响收入有所下降。但是随着未来三年空管系统招投标密集期的到来，这种情况不会再出现。

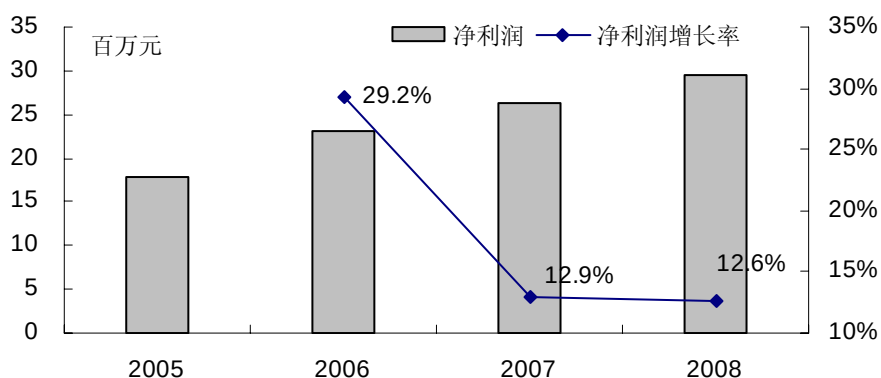
同期公司净利润增长幅度超过收入增幅，主要是因为公司整体毛利率不断提升所致；也反映出高毛利率的软件类产品在公司销售比重的提升。

图2：公司近四年营业收入和增长率



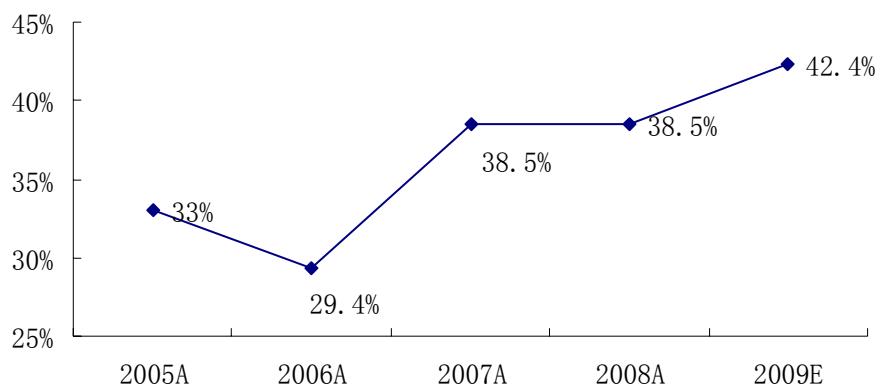
资料来源：公司年报，招商证券

图3：公司近四年净利润和增长率



资料来源：公司年报，招商证券

从图 4 我们可以看出公司近三年毛利率有持续升高走势。公司毛利率走高的原因在于第一，软件销售收入占比提升，软件销售毛利率远高于系统集成毛利率。第二，地面交通产品自主研发软件、硬件设备增多，相应成本降低。第三，2009 年开始开发费用进行资本化处理，分年度摊销。以往开发费用直接进入项目成本，降低了公司毛利率。我们认为公司毛利率未来三年可以维持在 40%以上。

图4：公司近年毛利率变化


资料来源：公司年报，招商证券

表 4：2005-2009H1 销售额构成和毛利率

收入 (百万元)	2005	2006	2007	2008	2009H1
空管产品	67.7	74.7	75.00	72.3	11.06
地面交通产品	16.9	28.1	35.00	29.9	9.64
其它	4.5	5.0	18.00	14.9	6.96
毛利率	2005	2006	2007	2008	2009H1
空管产品	33.9%	29.7%	55.5%	53.2%	62.9%
地面交通产品	24.8%	26.7%	13.2%	12.8%	24.3%
其它	44.0%	40.0%	17.8%	18.4%	27.37%

资料来源：公司年报，招商证券

表 4 显示除了 2008 年在雪灾、地震、金融危机等影响下销售额有所减少，其他年份公司销售都保持稳步增长。地面交通产品的增长特别明显。2009 年上半年销售额的减少主要是因为收入确认时点一般在下半年；2009 年上半年毛利率比 2008 明显提高，主要原因就是上文分析的三点。

2. 基本假设和业绩预测

主要假设包括第一，新机场陆续进入空管招投标流程，公司能够获得 1/3 的订单，空管系统收入增长率在 50%以上。第二，公司毛利率维持高位，软件和自制硬件产品占公司销售额比重提升，开发费用资本化导致毛利率逐年提高。第三，地面交通产品增长提速。

表 5：盈利预测基本假设

单位：百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
收入						
空管产品	74.7	66.8	72.3	59.1	124.0	230.0
地面交通产品	28.1	30.4	29.9	43.0	55.9	72.7
其它	5.0	18.0	14.9	25.0	32.5	42.3
收入合计	107.8	115.2	117.1	127.1	212.4	344.9
毛利率						
空管产品	29.7%	55.5%	53.2%	63%	65%	66%
地面交通产品	26.7%	13.3%	12.8%	24.3%	25.0%	25.0%
其它	40.0%	17.6%	18.4%	25.0%	27.0%	27.0%

资料来源：公司年报，招商证券

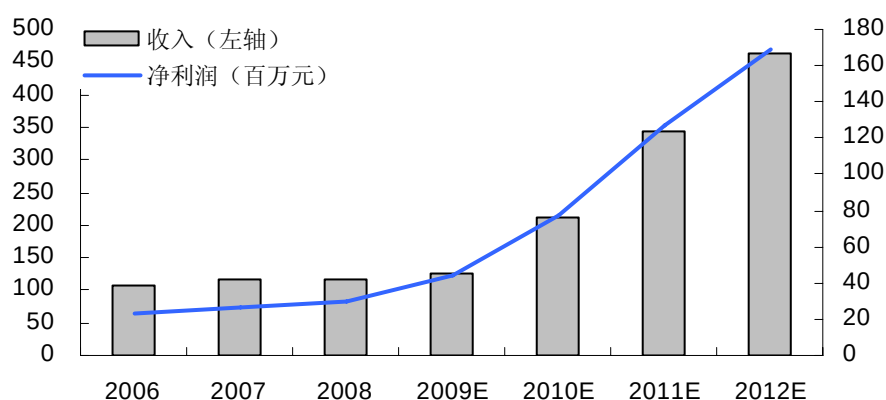
表 6: 公司 09-11 年盈利预测

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	108	115	117	127	212	345
营业成本	76	71	72	73	109	164
营业税金及附加	1	2	2	2	3	5
营业费用	5	6	6	5	12	19
管理费用	11	12	14	15	25	41
财务费用	0	2	(0)	(2)	(2)	(2)
资产减值损失	0	0	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	14	22	22	34	65	118
营业外收入	10	7	11	15	20	20
营业外支出	0	1	2	2	2	2
利润总额	24	29	31	47	84	136
所得税	1	2	2	3	5	8
净利润	23	26	29	44	79	128
少数股东损益	0	0	(1)	0	1	1
归属于母公司净利润	23	26	30	44	78	127
EPS (元)	1.02	0.72	0.66	0.70	1.25	2.03

资料来源: 公司年报, 招商证券

公司 09-11 年营业收入增速分别为 9%, 67%, 62%; 净利润增速分别为 46%, 77%, 63%。09 年净利润比 08 年大幅增长的原因在于空管和地面交通产品毛利率的大幅飙升。毛利率的增长在 2009 年公司中报中已经有体现, 毛利率增长的主要原因是因为高毛利的软件产品在公司销售额中比重提升, 以及公司开始把开发费用资本化、逐年分摊所致。随着中小机场更多采用公司的空管系统作为主用系统, 我们认为未来几年空管系统毛利率继续走高, 整体毛利率稳中略升。

预测公司 09-11 年 EPS 分别为 0.70 元, 1.25 元, 2.03 元。

图 5: 09-12 年预测营收和净利润


资料来源: 公司年报, 招商证券

四、投资建议和风险提示

1. 股票估值和投资建议

a) 市盈率估值法

公司的第一属性是软件行业类个股，表 7 显示了可比软件类上市公司 09, 10 年的预测 PE 和 10 年的 PEG。

表 7: 可比上市软件公司估值情况

证券代码	证券简称	09 PE	10 PE	10 PEG
000997.SZ	新大陆	43	32	0.9
002063.SZ	远光软件	29	24	1.0
002065.SZ	东华软件	29	21	0.6
002153.SZ	石基信息	36	29	1.1
002195.SZ	海隆软件	46	37	1.6
002279.SZ	久其软件	53	41	1.3
002280.SZ	新世纪	47	39	1.8
600446.SH	金证股份	15	11	0.3
600536.SH	中国软件	47	34	0.8
600570.SH	恒生电子	30	24	0.9
600588.SH	用友软件	25	27	
600718.SH	东软集团	30	24	1.0
600845.SH	宝信软件	28	22	0.9
行业均值		35	28	1.0
002253.SZ	川大智胜	43	25	0.3

资料来源: wind 资讯, 招商证券

由于公司近年收入 50%来自军品订单, 军队也在公司设立了代表处, 所以公司的第二属性是军工企业。表 8 显示了典型军工企业上市公司 09, 10 年的预测 PE 和 10 年的 PEG。

表 8: 典型军工企业上市公司估值情况

证券代码	证券简称	09 PE	10 PE	10 PEG
600118.SH	中国卫星	36	29	1.4
600169.SH	太原重工	20	17	1.2
600316.SH	洪都航空	90	72	2.9
600391.SH	成发科技	35	29	1.6
600435.SH	中兵光电	58	50	3.3
600523.SH	贵航股份	21	17	0.7
600677.SH	航天通信	60	43	1.0
600879.SH	火箭股份	37	32	2.1
002013.SZ	中航精机	56	43	1.4
002190.SZ	成飞集成	49	42	2.2
行业均值		46	37	1.8

资料来源: wind 资讯, 招商证券

考虑到公司未来几年的高成长性和软件、军工两个行业的估值情况, 我们给予公司 10

年 EPS 30 倍的估值, 11 年 EPS20 倍的估值, 合理估值区间为 37.5—40 元。

b) DCF 法估值

根据我们的 DCF 估值模型, 我们得出公司股价合理估值区间为 36.8-45.2 元。

表 9: DCF 法计算出的公司股价估值区间

每股内在价值 (元)		加权资本成本 WACC				
		9.7%	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%
永续增长率	1.0%	43.2	40.5	38.2	35.7	33.7
	1.5%	44.9	41.8	39.4	36.8	34.7
	2.0%	46.7	43.4	40.8	38.0	35.7
	2.5%	48.8	45.2	42.3	39.2	36.8
	3.0%	51.2	47.2	44.0	40.7	38.0

资料来源: wind 资讯, 招商证券

结合市盈率估值法和 DCF 估值法, 我们给出公司未来 6 个月股价目标区间 37—40 元。

给予公司股票“审慎推荐-A”评级。

2. 主要风险提示

- 机场建设速度低于规划预期的风险。**国家机场建设投入受宏观经济影响巨大, 能否达到国家在《全国机场建设规划》中的进度尚存在一定的不确定性。
- 军品订单可预测性较差, 存在军品订单低于预期的风险。**由于军品订单保密, 造成我们对军品订单的预测准确度下降, 所以存在军品订单无法达到预期的可能。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	183	335	331	343	390
现金	86	239	232	187	148
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	26	45	38	63	102
其它应收款	7	3	6	11	17
存货	52	41	44	65	98
其他	13	8	11	16	25
非流动资产	76	100	151	217	294
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	48	57	65	81	101
无形资产	19	21	49	89	136
其他	10	23	36	47	57
资产总计	260	435	482	560	685
流动负债	81	48	54	77	111
短期借款	30	0	0	0	0
应付账款	7	5	7	11	16
预收账款	29	34	33	49	74
其他	14	9	13	17	21
长期负债	7	10	20	20	20
长期借款	0	0	0	0	0
其他	7	10	20	20	20
负债合计	88	58	74	97	131
股本	39	52	62	62	62
资本公积金	40	202	192	192	192
留存收益	91	121	152	206	295
少数股东权益	2	2	3	3	5
母公司所有者权益	170	375	406	460	549
负债及权益合计	260	435	482	560	685

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	7	36	53	57	94
净利润	26	30	44	78	127
折旧摊销	0	0	10	14	20
财务费用	0	0	(2)	(2)	(2)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	2	(34)	(53)
其它	(19)	6	0	1	2
投资活动现金流	(21)	(29)	(59)	(80)	(97)
资本支出	0	0	(46)	(70)	(87)
其他投资	(21)	(29)	(13)	(10)	(10)
筹资活动现金流	16	147	(1)	(21)	(36)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	10	0	0
资本公积增加	0	0	(10)	0	0
股利分配	0	0	(13)	(23)	(38)
其他	16	147	12	2	2
现金净增加额	2	153	(7)	(45)	(39)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	115	117	127	212	345
营业成本	71	72	73	109	164
营业税金及附加	2	2	2	3	5
营业费用	6	6	5	12	19
管理费用	12	14	15	25	41
财务费用	2	(0)	(2)	(2)	(2)
资产减值损失	0	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	22	22	34	65	118
营业外收入	7	11	15	20	20
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	29	31	47	84	136
所得税	2	2	3	5	8
净利润	26	29	44	79	128
少数股东损益	0	(1)	0	1	1
母公司所有者净利润	26	30	44	78	127
EPS (元)	0.72	0.66	0.70	1.25	2.03

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	7%	2%	9%	67%	62%
营业利润	60%	-2%	56%	93%	81%
净利润	15%	15%	46%	77%	63%
获利能力					
毛利率	38%	38%	42%	49%	53%
净利率	23%	26%	35%	37%	37%
ROE	15%	8%	11%	17%	23%
ROIC	11%	5%	7%	13%	20%
偿债能力					
资产负债率	34%	13%	15%	17%	19%
净负债比率	11.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	6.9	6.2	4.5	3.5
速动比率	1.6	6.1	5.4	3.6	2.6
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
存货周转率	1.6	1.6	1.7	2.0	2.0
应收帐款周转率	4.8	3.3	3.1	4.2	4.2
应付帐款周转率	11.2	11.5	11.5	12.0	12.0
每股资料(元)					
每股收益	0.72	0.66	0.70	1.25	2.03
每股经营现金	0.18	0.69	0.85	0.91	1.51
每股净资产	4.36	7.21	6.50	7.37	8.79
每股股利	0.00	0.00	0.21	0.37	0.61
估值比率					
PE	46	53	43	25	15
PB	7.0	4.2	4.7	4.1	3.5
EV/EBITDA	106.7	118.8	62.3	33.2	18.8

附：全国民用机场布局规划（2006-2020）

名称 类别	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
	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江	上海、江苏、浙江、山东、安徽、江西、福建	广东、广西、海南、河南、湖北、湖南	重庆、四川、云南、贵州、西藏	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆
既有机场 (147个)	北京首都、南苑、天津、石家庄、秦皇岛、太原、运城、大同、长治、呼和浩特、包头、海拉尔、满洲里、锡林浩特、赤峰、通辽、乌兰浩特、乌海、沈阳、大连、丹东、锦州、朝阳、长春、延吉、哈尔滨、牡丹江、齐齐哈尔、佳木斯、黑河	上海浦东、上海虹桥、南京、无锡、常州、徐州、连云港、南通、盐城、杭州、宁波、温州、舟山、黄岩、义乌、衢州、济南、青岛、烟台、威海、临沂、潍坊、东营、合肥、黄山、安庆、阜阳、南昌、赣州、井冈山、九江、景德镇、福州、厦门、晋江、武夷山、连城	广州、深圳、珠海、梅州、汕头、湛江、南宁、桂林、北海、柳州、梧州、海口、三亚、郑州、洛阳、南阳、武汉、宜昌、恩施、襄樊、长沙、张家界、常德、永州、怀化	重庆、万州、成都、九寨沟、攀枝花、西昌、宜宾、绵阳、南充、泸州、广元、达州、昆明、西双版纳、丽江、大理、芒市、迪庆、保山、临沧、思茅、昭通、文山、贵阳、铜仁、兴义、安顺、黎平、拉萨、昌都、林芝	西安、延安、榆林、汉中、安康、兰州、敦煌、庆阳、西宁、木里、银川、乌鲁木齐、伊宁、库尔勒、泰和、和田、阿克苏、塔城、且末、那拉克拉玛依
	既有 30 个	既有 37 个	既有 25 个	既有 31 个	既有 24 个
新增机场 (97个)	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、武威、航天城、玉树、花土沟、德令哈、果洛、青海湖、固原、喀纳斯、吐鲁番、哈博乐、奎屯、楼兰、塔中、石河子
	新增 24 个	新增 12 个	新增 14 个	新增 21 个	新增 26 个

分析师简介

张良勇，工学学士、经济学硕士，3 年电子行业从业经历，6 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师。2006-2008 年《新财富》电子行业最佳分析师。

陈俊斌，工学硕士，五年计算机行业相关工作经验。现为招商证券计算机行业分析师。对从事在线软件服务，电子政务，软件外包等公司较为看好。

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，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。