

分析师： 马先文 027-65799506 maxw@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080256

联系人： 杨靖凤 021-68751636 yangjf@cjsc.com.cn

空管产品增速明显，全年仍能高增长

事件描述

川大智胜公布 2010 年中报，主要财务指标如下：

表 1：川大智胜 2010 年中报主要财务数据

	2010Q2	2009Q2	同比增速
营业收入（万元）	3354	2767	21.21%
营业利润（万元）	416	293	41.99%
净利润（万元）	530	978	-45.80%
经营活动现金流（万元）	-436	-929	53.07%
EPS（元）	0.07	0.13	
ROE	1.49%	2.56%	下降 1.07 个百分点

资料来源：公司公告，长江证券研究部

事件评论

第一，空管增速明显，营业外收入下滑影响中报业绩

公司上半年营收同比增长 21.21%，净利润同比下滑 45.80%，业绩下滑系营业外收入减少所致。今年上半年公司向玉树地震捐款 200 万元，同时去年同期收到成都市武侯区政府上市奖励 200 万元，而今年并无此项收入，这两项对公司上半年净利润有较大影响。实际上，公司营业利润同比增长 42%，保持良好增长势头。分产品来看，空管产品上半年实现收入 3017 万元，同比增长达 173%，空管产品实现高速增长主要因去年订单结转至今年所致。同时，我们注意到，空管产品毛利率下滑 25.82 个百分点，毛利率下滑主要因公司产品项目差异、软硬件占比差异所致，不具备可比性。对于地面交通产品，上半年收入仅为 88 万元，与去年 964 万相比下滑最为明显，主要系公司项目结算周期不同，同样不具备可比性。

表 2：川大智胜分产品收入（2010 年中报）

产品名称	收入（万元）	收入同比增长	毛利率同比
空管产品	3017	172.73%	下降 25.82 个百分点
地面交通产品	88	-90.79%	增长 4.72 个百分点

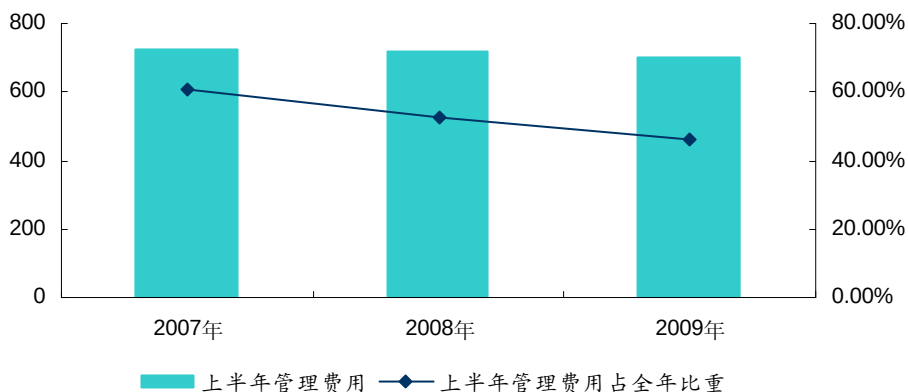
资料来源：公司公告，长江证券研究部

从历史比较看，由于公司产品主要面向政府、军工等领域，四季度是公司业绩结算高峰，07 年四季度占全年比重为 80%，08 年为 71%，09 年为 66%，上半年业绩并不具备太多参考价值。

第二，管理费用增长较慢，规模效应开始凸现

虽然公司上半年业绩占全年比重较小，但管理费用（大部分是人员工资和研发费用）在各季度分布较为均匀，中报管理费用占全年比重在 45%—60%之间，如此推算，预计公司全年管理费用与去年相比增长并不明显。在收入大幅增长的背景下，公司净利润增速较之收入增长将更快。我们认为，产生这一现象的主要原因在于公司空管产品乃相对标准化产品，呈现出边际成本低的特点，即在前期研发费用投入后，后续客户数量的增长并不引起成本的持续增加。

图 1：川大智胜历年中报管理费用占全年管理费用比例

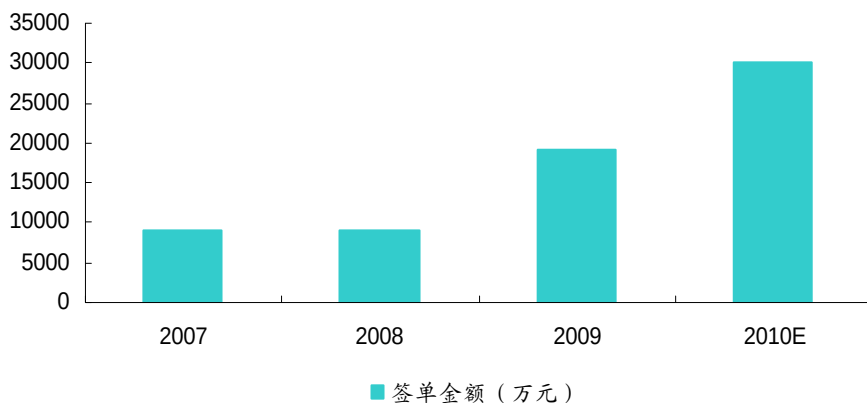


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，我们认为全年仍能实现高增长

虽然公司上半年总体业绩不甚理想，但全年业绩仍能实现高速增长，我们判断的理由主要基于空管产品已开始进入高速增长期。实际上，在 09 年公司空管签单 1.2 亿元实现同比大幅增长的背景下，我们测算公司跨期合同已超过 1 亿元。同时，在十一五和十二五交接之年，前期滞后的空管系统需求将在今年得到释放，我们判断上半年公司订单较去年同期仍有较大增长，基于以上两点，我们认为公司全年仍能实现高速增长。

图 2：川大智胜历年签单金额（2010 年为预测数据）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，维持“推荐”评级

我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.82、1.18 元，目前股价对应 2010、2011 年 PE 分别为 43、30 倍，维持“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	127	220	288	379	货币资金	203	192	229	281
营业成本	80	133	170	217	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	46	86	118	162	应收账款	61	106	139	183
% 营业收入	36.6%	39.3%	41.1%	42.7%	存货	35	59	75	96
营业税金及附加	1	2	3	4	预付账款	24	39	50	64
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	10	13	17	23	流动资产合计	323	397	494	624
% 营业收入	7.7%	6.0%	6.0%	6.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	15	18	20	23	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	12.0%	8.0%	7.0%	6.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-6	-1	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-4.8%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	固定资产合计	65	81	96	111
资产减值损失	2	2	2	2	无形资产	22	23	25	27
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	3	0	0	0
营业利润	24	52	77	111	其他非流动资产	37	37	37	37
% 营业收入	19.2%	23.8%	26.7%	29.2%	资产总计	450	539	652	799
营业外收支	11	15	20	25	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	35	67	97	136	应付款项	22	36	46	59
% 营业收入	27.6%	30.6%	33.7%	35.8%	预收账款	27	40	58	76
所得税费用	1	5	8	11	应付职工薪酬	3	5	7	9
净利润	34	62	89	125	应交税费	-2	-8	-11	-15
归属于母公司所有者的净利润	33.6	61.3	88.3	123.5	其他流动负债	3	5	7	9
少数股东损益	0	1	1	1	流动负债合计	53	79	106	137
EPS (元/股)	0.45	0.82	1.18	1.65	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	26	23	75	96	其他非流动负债	10	20	30	40
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	63	99	137	177
收回现金					归属于母公司	382	435	510	615
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	-3	-3	-3	少数股东权益	4	5	6	7
固定资产投资	-35	-22	-23	-24	股东权益	387	440	516	622
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	450	539	652	799
投资活动现金流净额	-35	-25	-26	-27	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2008A	2009E	2010E	2011E
股权融资	2	0	0	0	EPS	0.449	0.818	1.179	1.649
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	BVPS	6.13	6.96	8.17	9.85
筹资成本	24	-8	-12	-18	PE	78.98	43.31	30.06	21.49
其他	-49	0	0	0	PEG	1.45	0.80	0.55	0.40
筹资活动现金流净额	-22	-8	-12	-18	PB	5.78	5.09	4.34	3.60
现金净流量	-32	-11	37	52	EV/EBITDA	94.50	41.64	28.48	19.74
					ROE	8.8%	14.1%	17.3%	20.1%

分析师介绍

马先文，华中科技大学财务金融硕士，武汉理工大学计算机科学学士，从事计算机行业研究。

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) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。