

TMT 行业

川大智胜 (002253)

公司调研报告

评级: 增持 维持

收盘价(元)

37.22

进口替代迈向纵深, 空管翹楚“染指”地面交通

市场数据

52 周最高/最低(元)	56.59/29.01
市净率	8.07
总股本(百万)	74.88
流通 A 股(百万)	33.75
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-
总市值 (百万元)	3204.12
流通 A 股市值 (百万元)	1444.25



投资要点:

- **公司在空管重大软件和装备领域的市场占有率位居国内第一。**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。在高端技术密集的空中交通管理领域,以自主研发的大型实时软件为核心,通过系统集成,形成了空管自动化系统和空管仿真模拟训练系统两大系列的重大技术装备,并逐步取代同类进口设备。
- **低空领域开放将为公司业务带来重大契机。**“十二五”期间,低空领域的开放和通用航空的发展将是大势所趋,公司业务或迎来集中爆发期。尤其是低空领域的开放,无论是对空管系统还是模拟训练系统都将会是重大市场机会。
- **公司逐渐突入地面智能交通领域。**近年来公司逐步将空管领域形成的先进理念和技术应用到市场广阔的地面智能交通管理领域,在高速行驶的车辆自动识别方面取得重要进展,其核心技术“高速行驶汽车牌自动识别系统”居全国领先地位。
- **公司在医学成像、金相分析方面或有新进展。**公司利用自己在图像、图形领域的技术积累,开发了Mias医用图像分析仪。
- **风险提示:** 1、低空开放速度或低于预期,通用航空发展受阻; 2、空管系统市场受制于政策因素,发展速度低于预期; 3、空管市场新进入国际或国内竞争对手,影响公司业务发展。
- **盈利预测及估值分析。**随着空中交通和地面交通的大发展,“拥堵”会从地面扩展到天空。作为空管领域的领军公司和地面智能交通的新秀,预计公司2010~2012年EPS将分别达到0.63、和0.76。给予公司“增持”评级。

相关研究

TMT 行业研究员

李明选

证书编号 S0120511030005

8621-68761616-8518

limx@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

重要财务指标

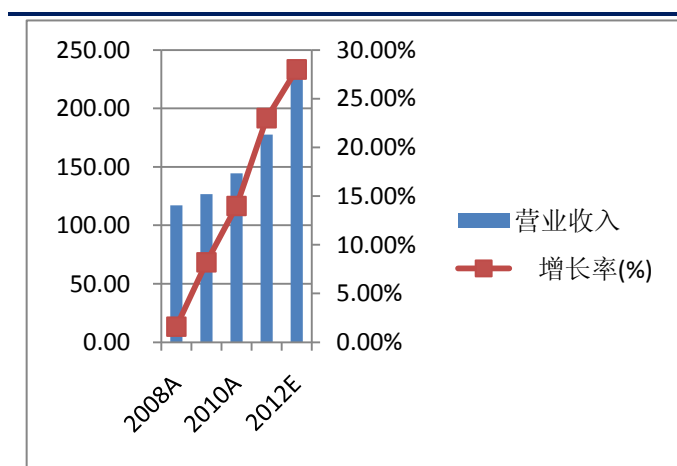
单位: 百万元

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	117.07	126.68	144.40	177.61	227.34
收入增幅 (%)	1.60%	8.21%	13.99%	23.00%	28.00%
净利润	30.15	33.60	40.57	47.00	56.51
净利增幅 (%)	15.26%	11.44%	20.74%	15.85%	20.23%
毛利率 (%)	38.46%	36.59%	35.13%	35.13%	35.13%
ROE (%)	8.04%	8.79%	10.35%	11.33%	12.78%
摊薄 EPS (元)	0.403	0.449	0.542	0.628	0.755

1. 空管系统和模拟训练系统仍是公司核心竞争力

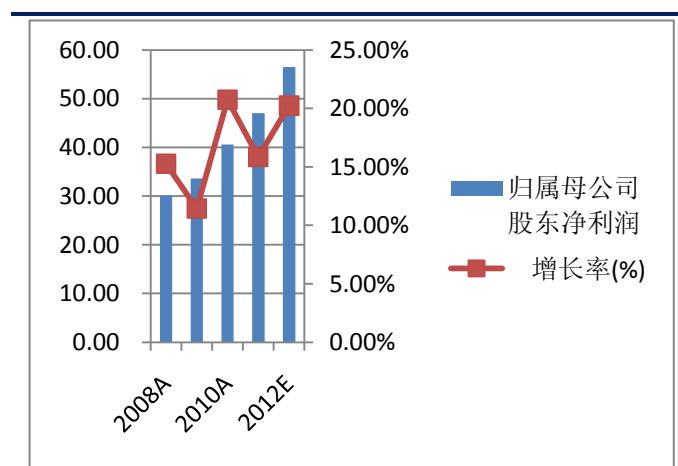
空管市场属于管制领域，市场的开放度很低，进入门槛相对较高，对技术的可靠性要求苛刻。在不多的玩家中，公司的空管指挥系统产品市场占有率居首。在模拟训练领域，公司的塔台模拟机、雷达模拟机和程序管制模块产品的市场占有率均在 90%以上。公司一直将航管系统和模拟训练系统作为公司的核心竞争力，两者并重，务实稳健地执行着进口替代战略。预计在相当长的时间内，国内不会出现更有竞争力的对手。

图 1：公司营业收入增长情况



资料来源：德邦证券研究所

图 2：公司净利润增长情况



资料来源：德邦证券研究所

按照保守的预测，预计中国到 2025 年民航客机可能需要新增 2000 架以上，航线和机场的稀缺性与飞机及航空流量的高速扩张之间的矛盾十分突出。针对以上问题，公司推出了飞行流量管理软件。该软件采用了多监视源融合技术，无论是卫星和雷达、军用与民用、低空与高空目标，均被纳入流量管理程序中。软件可以同时监控 10000 以上飞行目标，极大地提升航空管理的安全性。

图 3：中国民航飞机增长预测

	飞机净增加数量		
	2010年度	2011年度	2012年度
空中客车系列飞机			
A320系列	95 ~ 97	60 ~ 62	53 ~ 55
A330系列	10	13	16
A380	0	2	2
波音系列飞机			
B737系列	60 ~ 62	53 ~ 55	40 ~ 42
B747系列	-1	-2	-3
B747F	1	3	0
B777F	8	2	0
B767系列	-1	-3	-2
B777系列	0	4	6
B787系列	0	4	7
其他类型飞机			
MD系列	-10	-11	0
其他	7	5	3
合计	179 ~ 183	138 ~ 142	133 ~ 137
对应座位数增加	26413 ~ 27037	22420 ~ 23044	23649 ~ 24273
座位数增长比例	11.7% ~ 11.9%	9.8% ~ 10.2%	9.5% ~ 9.8%

资料来源：告和竞争情报平台

在飞行模拟训练领域，公司耗费巨资购入美国飞安公司 D 级模拟训练机，旨在进入飞行模拟训练市场。目前国内航空业扩张迅速，但是训练体系远远滞后，公司正是瞄准了这一市场，准备以视景系统为突破口，打开国内市场，完成进口替代过程。公司将会以成熟的塔台视景系统为基础，完成模拟机视景系统相关产品的研发，预计新产品在 2012 年年初将投放市场。

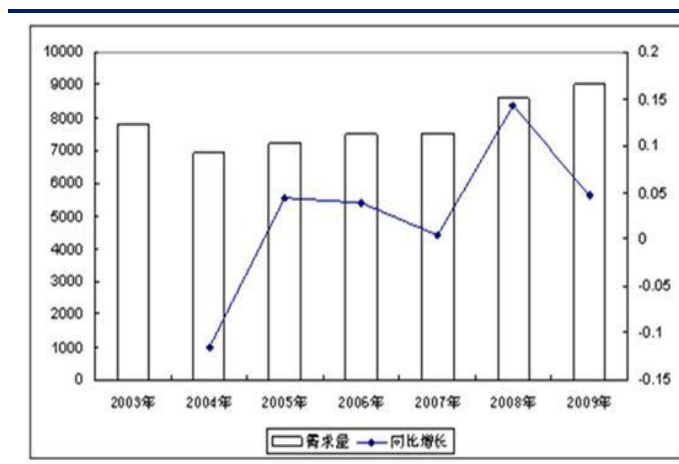
2. 低空领域开放带给公司发展历史性契机

根据发达国家的经验，中国在低空领域的发展空间巨大。以美国为例，美国目前有民用直升机约 2 万架，其中私人飞机估计至少有 1 万架以上。而中国截止 2010 年年底，民用直升机才 200 架，私人飞机约 20 架左右（不包括未登记在册的“黑户”飞机），发展的空间极为巨大。而制约低空产业发展的最大瓶颈就是目前我国对低空领域的管制。

低空领域开放一直是公司最大的看点，也是二级市场上长期给予公司高估值的动力所在。业内和民间对于低空开放的呼吁在 2010 年年底得到了国务院和中央军委的正面回应，出台了《关于深化我国低空空域改革的指导意见》。《意见》虽然对低空空域的开放仍然相对保守，但毕竟提出了具体的实施步骤和试点空域。

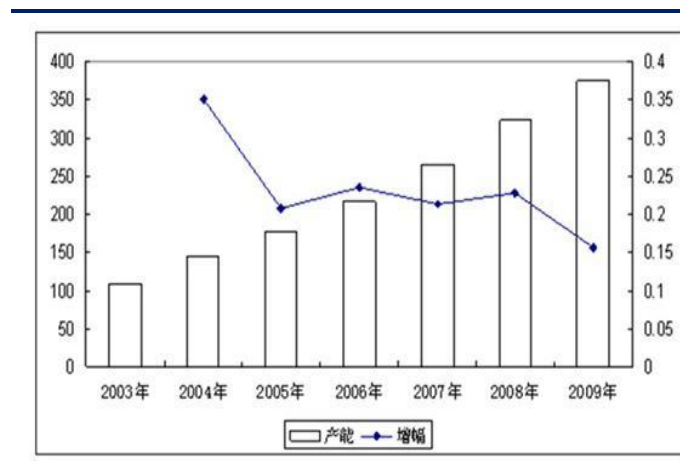
事实上，对低空开放的谨慎态度正是公司的价值所在，正是因为空域管理上的落后，才导致了低空开放的保守，而作为国内航管软件和大型装备的主要供应商，公司必然会从正在起步的低空开放产业链中掘取到价值。

图 4：中国直升机需求走势图



资料来源：睿驰达企业咨询信息中心

图 5：中国直升机产能走势图



资料来源：睿驰达企业咨询信息中心

3. 地面智能交通正在成为公司发展的双引擎之一

公司虽然以航管系统起家，但是在图形图像模拟识别领域的深厚技术积累，使得公司能够以后来者的身份迅速跻身竞争激烈但市场前景广阔的地面智能交通领域。公司自主开发的基于图形图像模拟识别技术的“高速车辆号牌识别系统”已经在全国30多个省市得到应用，与基于GPS技术和基于射频芯片（RFID）物联网技术的智能交通指挥体系同台竞技并互为补充。据业内粗略估计，仅车牌识别一项业务的市场容量可能高达30亿元。

但值得关注的是，公司的智能交通业务订单量和毛利润水平在去年均出现了一定的下降。尤其是毛利润水平，下降了62%，超过了市场的普遍预期。这暗示智能交通领域的确竞争激烈，与我们普遍预期的车牌识别系统订单量随着城市交通拥堵的日益严重而上升，毛利率温和下滑有较大出入。在公司其他两块业务快速增长的背景下，这种下滑还是值得留意。

虽然有以上的不利情况，我们还是看好公司的号牌识别系统，毕竟这是与GPS系统、RFID系统并驾齐驱的三大技术系统之一。并且公司在该系统的技术实力是有目共睹的，市场对其会有逐渐认可的过程。

图表 02 公司盈利预测 (单位: 百万元)

财务和估值数据摘要					
单位: 百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	117.07	126.68	144.40	177.61	227.34
增长率(%)	1.60%	8.21%	13.99%	23.00%	28.00%
归属母公司股东净利润	30.15	33.60	40.57	47.00	56.51
增长率(%)	15.26%	11.44%	20.74%	15.85%	20.23%
每股收益(EPS)	0.403	0.449	0.542	0.628	0.755
每股股利(DPS)	0.000	0.347	0.417	0.323	0.388
每股经营现金流	0.480	0.345	0.124	1.608	-0.830
销售毛利率	38.46%	36.59%	35.13%	35.13%	35.13%
销售净利率	25.19%	26.80%	30.01%	26.93%	25.29%
净资产收益率(ROE)	8.04%	8.79%	10.35%	11.33%	12.78%
投入资本回报率(ROIC)	17.70%	13.14%	14.85%	13.07%	25.44%
市盈率(P/E)	106.27	95.36	78.98	68.17	56.70
市净率(P/B)	8.55	8.38	8.18	7.73	7.25
股息率(分红/股价)	0.000	0.008	0.010	0.008	0.009
报表预测					
利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	117.07	126.68	144.40	177.61	227.34
减: 营业成本	72.04	80.33	93.67	115.21	147.47
营业税金及附加	2.01	1.35	1.85	2.28	2.91
营业费用	6.16	9.75	4.48	5.51	7.06
管理费用	13.65	15.18	14.30	17.59	22.52
财务费用	-0.21	-6.11	-3.48	-4.58	-4.96
资产减值损失	1.77	1.88	2.29	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	21.64	24.30	31.28	41.59	52.34
加: 其他非经营损益	9.53	10.68	14.42	11.54	11.54
利润总额	31.17	34.98	45.70	53.14	63.89
减: 所得税	1.68	1.03	2.36	5.31	6.39
净利润	29.49	33.95	43.34	47.82	57.50
减: 少数股东损益	-0.66	0.35	2.77	0.82	0.99
归属母公司股东净利润	30.15	33.60	40.57	47.00	56.51
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	235.00	205.14	149.89	261.13	185.35
应收和预付款项	55.38	84.91	123.92	69.39	178.04
存货	40.53	35.32	65.44	59.47	100.42
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	2.17	2.17	2.17

投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	61.71	64.93	67.52	58.01	48.50
无形资产和开发支出	37.37	58.91	73.19	64.58	55.97
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	429.99	449.21	482.13	514.75	570.46
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	42.95	51.81	64.16	73.12	100.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	10.06	10.47	14.89	14.89	14.89
负债合计	53.01	62.28	79.05	88.01	115.29
股本	52.00	62.40	74.88	74.88	74.88
资本公积	201.94	191.54	179.06	179.06	179.06
留存收益	120.94	128.54	137.91	160.74	188.18
归属母公司股东权益	374.87	382.47	391.85	414.68	442.12
少数股东权益	2.11	4.46	11.24	12.06	13.05
股东权益合计	376.98	386.93	403.09	426.74	455.17
负债和股东权益合计	429.99	449.21	482.13	514.75	570.46
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营性现金净流量	35.95	25.81	9.32	120.40	-62.12
投资性现金净流量	-29.37	-35.19	-25.74	10.39	10.39
筹资性现金净流量	146.72	-22.27	-25.53	-19.55	-24.04
现金流量净额	153.30	-31.65	-41.95	111.24	-75.77

资料来源:德邦研究所

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%

减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。