



川大智胜（002253）中报点评：

地面交通业务大增，空管产品业绩平平

高端装备制造

评级：中性

分析师

马金良

(执业证书编号：S0350208080555)

联系人 冯胜 电话：0755-83706284

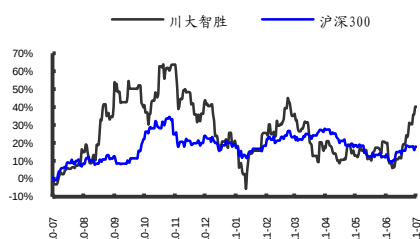
邮件：fengs@ghzq.com.cn

合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%？

☐ 是☒ 否

相对沪深 300 表现



市场数据

2011. 7. 14

当前价格 (元)	45.900
52 周价格区间 (元)	30.91-56.59
总市值 (百万)	3436.99
流通市值 (百万)	3436.99
总股本 (万股)	7488.00
流通股 (万股)	7488.00
日均成交额 (百万)	30.02
近一月换手 (%)	29.98

财务数据

FYE

毛利率	36.6
净利率	26.5
净资产收益率	8.8
总资产收益率	0.07
资产负债率	14.1
现金分红收益率	0.0
市盈率	84.7
市净率	8.8

事件

公司 2011 年 7 月 14 日发布半年度报告，完成营业收入 4,725.16 万元、营业利润 657.52 万元，同比分别增长 40.89%、58.20%；实现利润总额 1,310.02 万元、归属于母公司所有者的净利润 1,198.36 万元，同比分别增长 121.38%、126.01%。符合 6 月 9 日公司业绩预告修正公告所提出来的 80-130% 的增长范围。

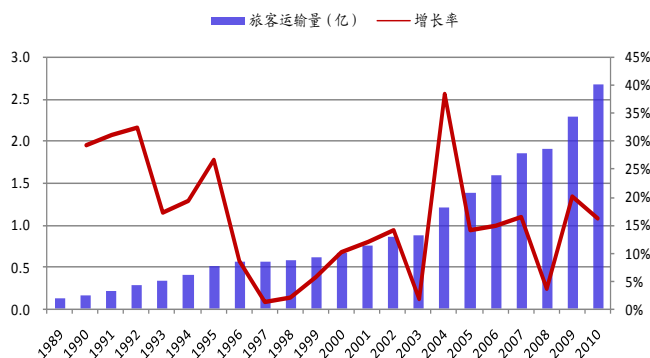
点评

民航业飞速发展加大对空管自动化产品的市场需求

近二十年来，我国民用运输航空飞速发展，客运量和货运量年均增速分别达到 15.57% 和 14.80%。根据中国民用航空局的统计，2010 年我国民航业完成旅客运输量 2.68 亿人次，比上年增加 0.37 亿人次，增长 16.1%；完成货邮运输量 563.0 万吨，比上年增加 117.5 万吨，增长 26.4%；截至 2010 年底，民航全行业运输飞机期末在册架数 1597 架，比上年增加 180 架，增长了 12.70%；共有颁证运输机场 175 个，比上年增加 9 个，并全部开通定期航班，同比增长了 5.42%。随着我国经济的稳步发展和人民生活水平的逐渐提高，我国民航事业还将继续保持蓬勃发展的态势，从而拉动对空管自动化系统的市场需求。

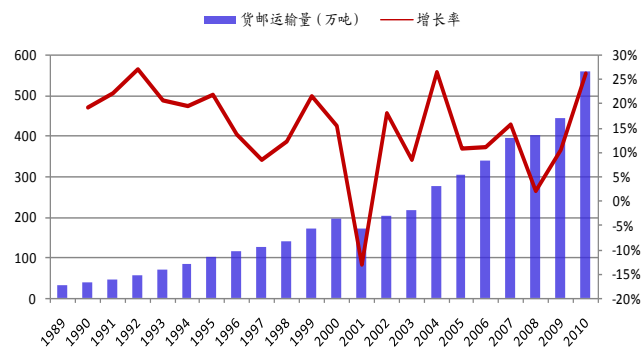
“十二五”期间，全行业投资规模将在 1.5 万亿元以上，旅客运输量将达到 4.5 亿人，年均增长 11%；货运量达到 900 万吨，年均增速 10%；运输机场数量将达到 230 个以上，运输机队规模将达到 2750 架以上，民航业服务国民经济、服务社会公众的能力将进一步增强。

图 1 我国民航旅客运输量年均增长 15.57%



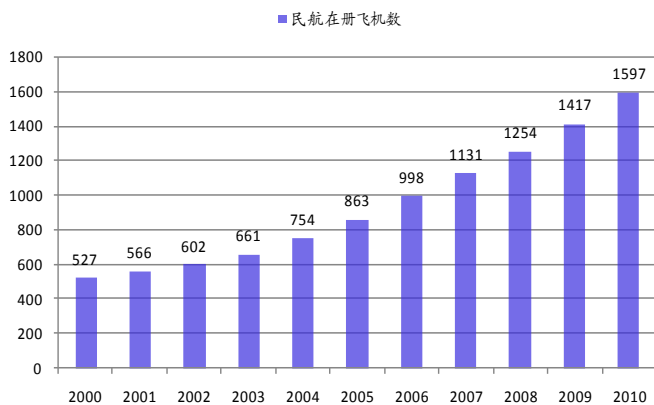
资料来源：中国民航局，国海证券研究所

图 2 我国航空货运量年均增长 14.80%



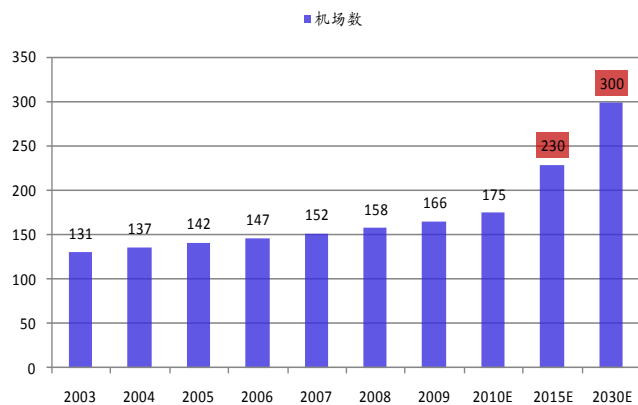
资料来源：中国民航局，国海证券研究所

图 3 我国民航飞机增长趋势（不含通用飞机）



资料来源：中国民航局，国海证券研究所

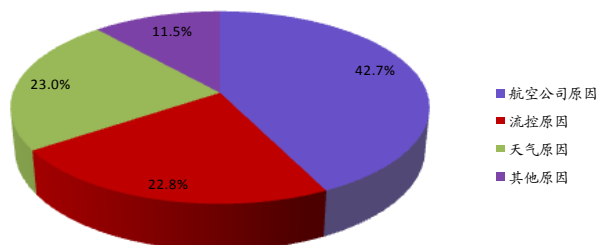
图 4 我国民用运输机场增长趋势（单位：个）



资料来源：中国民航局，国海证券研究所

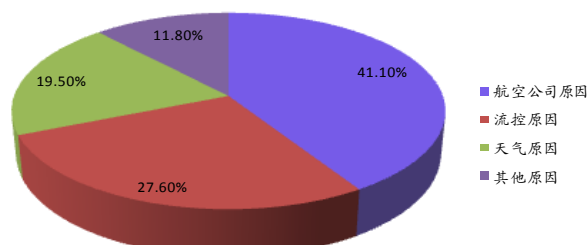
但是民航公共运输的急剧膨胀给空中交通管理带来了严峻的挑战。据统计，2010 年由于流控原因导致的误点航班数占延误航班总数的 27.6%，较 2009 年上升了 4.8%。因此我国亟需增加空管设备以提高空域容纳能力和航班飞行效率。

图 5 2009 年延误航班原因分类统计



资料来源：中国民航局，国海证券研究所

图 6 2010 年延误航班原因分类统计



资料来源：中国民航局，国海证券研究所

我国空管体系正在发生深刻的变化，“十二五”将成为重要的发展契机。一方面我国空域管理将由军、民双重管理走向军民共管。目前，我国空中交通实行双重管理，民航负责对 29 条航路和终端区（航空港及其近空）进行空中交通管理，仅管理 20%左右的空域范围；军航负责对全国空域进行统一的空中交通管制，其中包括对民航飞行的监视。“十二五”规划将按照“军民共管，联合指挥”的思想进行空管系统的构建，这必然将对原有空管系统进行升级改造。另一方面，我国通用航空的发展已经提速，而国内在空管等配套设施方面几乎处于空白状态。“十二五”规划到 2015 年通用飞机数量达到 2000 架以上，在 2010 年 1010 架的基础上增长 100%左右。“低空开放，空管先行”，通用航空的管理和服务市场空间巨大。

表 1 “十二五”时期空管系统重点工程

工程名称	主要内容
运行管理中心工程	建设运行管理中心一期工程、飞行流量信息集成系统、空管设备运行监控系统和运行管理席位。
管制中心工程	新建沈阳、武汉等 10 个区域（终端）管制中心，扩容改造北京、上海、广州等 10 个管制单位的自动化系统，建设北京、上海、广州、成都、西安、沈阳 6 套进离场排序系统。
通信系统工程	新建、扩建以及更新地空通信系统，建设完善民航宽带数据通信网、空管核心业务网、区域传输网络等平面通信系统，建设大中型机场终端通信系统。
导航网络工程	更新老化设施，完善陆基导航网络布局，建设 DME 网。
监视系统工程	实现主要航路航线雷达连续覆盖和繁忙机场的多重覆盖，建设繁忙机场 MLAT 系统和适应高原航路监视的 ADS-B 地面站。
航空情报服务能力建设工程	建设航空情报数据库，开发全国通用航空目视航图和数字化航行通告系统，研发机载导航数据源数据系统。
气象系统工程	完善气象中心、气象信息平台、气象预报系统、机场探测设施等。

资料来源：中国民航局，国海证券研究所

公司技术实力雄厚，市场占有率高

公司技术力量雄厚。公司董事长游志胜先生现兼任四川大学教授，他于 1986 年在国内率先开展了空管系统应用基础研究，取得了丰硕成果；其中，公司核心产品“CDZS 系列空中交通管制中心系统”于 2005 年获国家科技进步一等奖。据不完全统计，川大智胜是目前 A 股上市公司里唯一一个取得该奖项的公司。

公司的市场占有率在国内同行中处于前列。军航方面，由于保密等因素限制，不能采购国外产品，公司的市场占有率居第一位。民航方面，目前大型机场主用系统都是国外进口产品，国内产品只能应用于应急系统；自 2009 年 8 月国家提出“中小机场的空管自动化系统国产化”之后，国产主用系统受到了较大的政策扶持。目前，公司已经成功进入了太原、贵阳机场的主用系统，建立了良好的品牌形象。

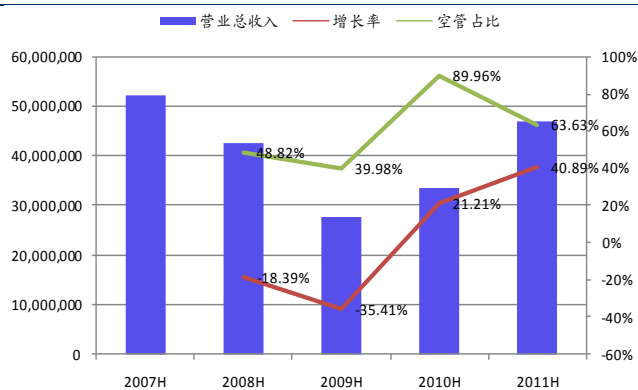
空管产品增幅很小，主要依靠地面交通业务拉动

虽然 2011 年中报业绩整体增速较快，但是存在两个问题。一是产品呈结构性增长。空管设备收入同比增速为-0.35%，较 2010 年反而有所下滑；今年上半年收入增长主要来自于地面交通设备和其他产品。由于空管业务的开展取决于政府招投标的情况，导致公司业绩增长具有较大不确定性，这里再一次得到验证。

另一方面，营业外收支项占净利润的比重上升。2011 年上半年，公司营业外收入 655.6 万，较上年同期 278.0 万；营业外支出仅为 3.1 万，较上年同期减少 198.4 万元。根据公告，归属于母公司的净利润同比增速达到 126.01%；而排除营业外收支的影响，公司净利润同比增速大致为 58%。

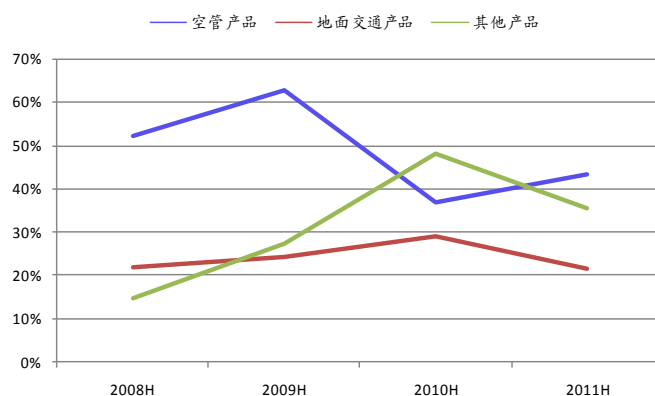
但是公司产品结构中，空管产品的主体地位没有动摇，2011 年上半年收入占比 63.63%。

图 7 半年报披露的收入及空管系统占比



资料来源：中国民航局，国海证券研究所

图 8 半年报披露的各项业务毛利率变化情况



资料来源：中国民航局，国海证券研究所

考虑到公司收入确认的波动性，中报数据难以对全年业绩预测提供有效的支持。同时公司预计今年前三季度，归属母公司的净利润同比增长 50-80%。不排除下半年空管产品大幅增长的可能性。

二级市场投资建议

我们认为，由于公司的业绩释放取决于空管系统的招标进度。在空管系统重点工程的带动下，“十二五”期间国家对于空管系统的投入将有较大的增长，公司作为行业领先者必将受益。在此条件下，我们对公司主营业务进行如下假设：

表 2 公司营业收入预测

收入	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
空管产品	72,305,438	48,678,265	77,465,670	108,451,938	151,832,714	212,565,799
地面交通产品	29,855,149	61,151,210	38,304,801	49,796,242	59,755,490	71,706,588
其他	14,908,878	16,845,606	28,513,748	34,216,497	41,059,797	49,271,756
增速(%)						
空管产品	8	-33	59	40	40	40
地面交通产品	-2	105	-37	30	20	20
其他	-17	13	69	20	20	20
毛利率						
空管产品	53.17%	44.71%	44.85%	40%	40%	40%
地面交通产品	12.84%	33.86%	20.47%	29%	28%	27%
其他	18.44%	23.01%	28.47%	30%	30%	30%
毛利						
空管产品	38,444,801	21,764,052	34,743,353	43,380,775	60,733,085	85,026,320
地面交通产品	3,833,401	20,705,800	7,840,993	14,440,910	16,731,537	19,360,779
其他	2,749,197	3,876,174	8,117,864	10,264,949	12,317,939	14,781,527
综合						
收入	117,069,464	126,675,082	144,284,219	192,464,677	252,648,000	333,544,143
收入增速	1.60%	8.21%	13.90%	33.39%	31.27%	32.02%
毛利	45,027,399	46,346,026	50,702,210	68,086,635	89,782,562	119,168,625
毛利率	38.46%	36.59%	35.14%	35.38%	35.54%	35.73%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

在以上假设条件下，公司 2011、2012、2013 年每股收益分别为 0.69 元，0.79 元，0.96 元，以 2011 年 7 月 13 日的收盘价 45.90 元计算，对应的 P/E 值分别为 67、58、48 倍。公司未来将极大受益于“十二五”空管系统建设热潮，且本身技术突出，质地优良，是一个具有长期投资价值的标的。但是考虑到近期估值水平过高，给予“中性”评级；公司股价弹性较大，建议逢低介入。

表 3 利润表预测 (单位:百万元)

会计年度	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	115.23	117.07	126.68	144.40	192.46	252.65	333.54
减: 营业成本	70.90	72.04	80.33	93.67	124.38	162.87	214.38
营业税金及附加	2.13	2.01	1.35	1.85	2.04	2.69	3.58
销售费用	5.96	6.16	9.75	4.48	12.51	17.69	25.02
管理费用	11.92	13.65	15.18	14.30	15.87	17.62	19.56
财务费用	1.68	-0.21	-6.11	-3.48	-0.66	2.16	6.95
资产减值损失	0.44	1.77	1.88	2.29	-1.86	2.47	2.97
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.04	0.11	0.17
其中: 联营企业收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.04	0.11	0.17
二、营业利润	22.19	21.64	24.30	31.28	40.22	47.27	61.27
加: 营业外收入	6.95	11.03	11.05	16.48	19.77	21.75	21.75
减: 营业外支出	0.59	1.51	0.37	2.06	2.16	2.27	2.38
三、利润总额	28.55	31.17	34.98	45.70	57.83	66.75	80.64
减: 所得税费用	2.36	1.68	1.03	2.36	5.78	6.67	8.06
四、净利润	26.18	29.49	33.95	43.34	52.05	60.07	72.58
归属母公司净利润	26.16	30.15	33.60	40.57	51.53	59.47	71.85
少数股东损益与调整	0.03	-0.66	0.35	2.77	0.52	0.60	0.73
五、总股本(万股)	39.00	52.00	62.40	74.88	74.88	74.88	74.88
EPS (元)	0.67	0.58	0.54	0.54	0.69	0.79	0.96

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

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。本报告版权归国海证券所有。