

投资评级：推荐（首次）

分析师

周伟佳 CFA, ACCA 0755-83516551

Email:zhouwj@cgws.com

执业证书编号:S1070514110001

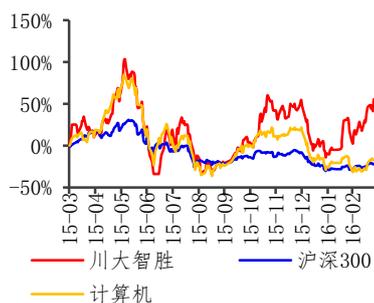
市场数据

目前股价	54.31
总市值（亿元）	81.69
流通市值（亿元）	68.82
总股本（万股）	15,042
流通股本（万股）	12,672
12个月最高/最低	77.28/23.18

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	319.39	401.90	510.50
(+/-%)	22.26%	25.83%	27.02%
净利润	47.62	60.97	75.75
(+/-%)	42.53%	28.04%	24.24%
摊薄 EPS	0.32	0.41	0.50
PE	171.54	133.98	107.84

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

业绩走出低谷，新老业务迎发展机遇

——川大智胜（002253）公司动态点评

投资建议

公司于3月28日晚间发布2015年年度报告，全年实现营业总收入2.61亿元，同比增长18.09%；实现归属于上市公司股东的净利润3,341.19万元，同比增长204.42%。业绩实现高速增长的主要原因是公司传统空管业务收入实现46.23%的高增长，同时人脸识别和文化科技等新产品带来超过3000万元收入，并带动毛利率向上攀升。展望未来，公司正迎来全面的老新业务发展机遇。传统业务方面，公司把握军民融合战略机遇，空管业务有望保持高速增长；新购置D级320模拟机，飞行模拟培训业务锁定增长。创新业务方面，公司已经形成了多款基于VR技术的全景立体互动体验产品，开始产生效益；与奥飞动漫、利亚德“强强联合”，以文化科技为切入点，加码VR布局；人脸识别技术积淀深厚，商业应用放量可期。公司技术先进、创新不断，尤其VR、人脸识别等创新业务未来成长空间巨大，高估值或成常态。预计公司2016-2018年分别实现营业收入3.19亿元、4.02亿元和5.11亿元，分别实现净利润0.48亿元、0.61亿元和0.76亿元，EPS分别为0.32元、0.41元和0.50元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

投资要点

- **空管业务强势回暖，业绩逐步走出低谷。**公司2015年业绩实现高速增长的主要原因是传统空管业务收入实现46.23%的高增长，同时人脸识别和文化科技等新产品带来超过3000万收入，并带动毛利率向上攀升。公司营收增长稳定、现金流保持健康、费用率无异常变化、毛利率呈回升态势，经营状况良好，业绩逐步走出低谷。此外，公司于2013年末中标的2.38亿元“新一代XX管制中心系统建设项目”两个标段的合同仍未能正式签订，但随着公司相关工作的不断推进，大合同有望在“十三五”期间落地。以公司空管业务净利水平为参考，保守估计共计可带来5000万以上净利润。
- **传统业务继续升级，增量业绩有望确认。**公司去年入选中上协国防军工板块，并继续获得海军特大型装备研制项目中航空管制分系统相关合同，订单支撑公司空管业务持续增长；公司第三台D级320模拟机将于今年下半年在上海开始运营，新购买的第四台预计将于2017年开始投入运营，估算每台每年将带来800万元左右的毛利润；自主开发的D级飞行模拟机视景系统和管制员体验飞行模拟机已通过民航鉴定，2015年新签合同额达到1400万元，2016年有望实现大幅增长。公司的空管、飞行模拟、飞行培训等传统业务继续得到升级，未来增长可期。
- **以文化科技为切入点的VR布局已经铺开，打开新的业绩增长点。**公司在年报中首次明确其文化科技领域相关的教育科普虚拟现实产业链布局内容：“显示系统研制（高清立体LED屏）、内容制作（全景互动节

目、立体互动节目、穿戴式虚拟现实节目)、互动检测技术、互动体验系统(座舱式、巨幕式、穿戴式)研发、虚拟现实科普体验馆建设和运营。”公司深入践行文化科技业务的发展战略,与奥飞动漫、利亚德达成合作,强强联合进行产品研发和推广。另外,公司已经形成了多款基于VR技术的全景立体互动体验相关产品,开始在科普、教育领域应用,将成为公司未来新的业绩增长点。考虑到公司技术先进、创新不断,预计未来有望继续拓宽VR布局,推出新产品,进军更广阔的VR蓝海。

- **人脸识别技术领先,商业化应用放量可期。**公司人脸识别技术正逐渐趋于成熟,在2015已贡献千万级收入。业务进展包括:建模用高精度三维人脸测量仪器已完成,新募投项目正在研制低成本现场采集三维人脸相机,有望大规模应用于人脸建库;针对视频监控需求开发的“3D建库+2D采集识别”系统,已开始进行试点;其他产品还包括协助相关部门开始建设特殊人员的三维人脸库、学生宿舍刷脸门禁、铁路人证票合一查验通道等。公司已形成从硬件到软件,从建模建库到采集识别的一整套人脸识别应用体系,二维和三维人脸识别产品已开始商业化应用,预计将对未来业绩产生重要贡献。
- **空管产品需求旺盛,创新业务逐步发力,高成长性显现。**未来几年内,公司业绩最主要的增长点在于空管业务以及创新业务。公司把握军民融合战略机遇,传统空管业务有望实现持续高增长;人脸识别、文化科技VR等创新业务在2015年已实现超过3000万元收入,已逐步得到市场认可,随着人脸识别产品商业化应用加速和教育科普VR产业链布局完善,未来几年内大概率保持高速增长。公司技术先进、创新不断,尤其VR、人脸识别等创新业务未来成长空间巨大,高估值或成常态。
- **风险提示:**VR、人脸等新业务推进不达预期;军工业务结算的不确定性。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	221	261	319	402	510	成长性					
营业成本	163	170	206	252	316	营业收入增长	-13.9%	18.2%	22.3%	25.8%	27.0%
销售费用	15	15	20	25	32	营业成本增长	-5.9%	4.8%	20.9%	22.4%	25.5%
管理费用	32	39	47	60	77	营业利润增长	-83.4%	387.2%	42.9%	31.3%	26.4%
财务费用	-3	-1	-8	-6	-3	利润总额增长	-78.0%	134.1%	37.2%	28.0%	24.2%
投资净收益	0	0	0	0	0	净利润增长	-79.3%	150.1%	42.5%	28.0%	24.2%
营业利润	7	35	51	67	84	盈利能力					
营业外收支	10	6	6	6	6	毛利率	26.5%	34.8%	35.6%	37.3%	38.1%
利润总额	18	41	57	72	90	销售净利率	6.7%	14.2%	16.5%	16.8%	16.4%
所得税	3	4	4	5	6	ROE	1.4%	2.6%	3.7%	4.8%	5.9%
少数股东损益	4	4	5	7	8	ROIC	0.5%	4.1%	4.6%	5.3%	6.8%
净利润	11	33	48	61	76	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	6.8%	5.8%	6.2%	6.3%	6.4%
					(百万)	管理费用/营业收入	14.4%	14.8%	14.9%	15.0%	15.0%
流动资产	366	822	615	756	615	财务费用/营业收入	-1.3%	-0.5%	-2.4%	-1.4%	-0.7%
货币资金	81	452	245	216	16	投资收益/营业利润	-2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款	149	170	268	280	415	所得税/利润总额	15.9%	10.1%	6.7%	6.7%	6.7%
应收票据	113	181	82	239	164	应收账款周转率	2.33	2.27	1.65	2.06	1.71
存货	23	20	20	20	20	存货周转率	1.44	0.94	2.51	1.05	1.93
非流动资产	610	731	799	858	909	流动资产周转率	0.26	0.21	0.33	0.43	0.69
固定资产	370	462	544	618	682	总资产周转率	0.23	0.17	0.23	0.25	0.33
资产总计	976	1553	1414	1614	1524	偿债能力					
流动负债	132	237	91	283	184	资产负债率	13.6%	15.3%	6.6%	17.7%	12.2%
短期借款	2	22	0	0	0	流动比率	2.78	3.47	6.74	2.67	3.34
应付款项	130	215	91	283	184	速动比率	1.75	2.63	5.62	1.75	2.34
非流动负债	1	2	2	2	2	每股指标 (元)					
长期借款	0	0	0	0	0	EPS	0.07	0.22	0.32	0.41	0.50
负债合计	133	238	93	285	186	每股净资产	5.60	8.74	8.78	8.83	8.90
股东权益	843	1315	1321	1329	1338	每股经营现金流	-0.73	2.49	-1.38	-0.19	-1.33
股本	139	150	150	150	150	每股经营现金/EPS	-10.06	11.21	-4.35	-0.47	-2.64
留存收益	226	259	260	261	262	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	35	39	44	51	59	PE	744.29	244.50	171.54	133.98	107.84
负债和权益总计	976	1553	1414	1614	1524	PEG	9.65	7.79	7.71	5.19	3.99
现金流量表					(百万)	PB	10.11	6.40	6.40	6.39	6.39
经营活动现金流	76	121	-46	127	-25	EV/EBITDA	36.97	31.27	25.58	20.33	16.00
其中营运资本减少	-373	351	-62	-51	-41	EV/SALES	184.15	105.18	94.30	70.76	57.29
投资活动现金流	-160	-201	-100	-102	-104	EV/IC	34.03	29.78	24.95	19.92	16.09
其中资本支出	116	104	105	107	109	ROIC/WACC	9.84	8.78	7.40	7.18	6.20
融资活动现金流	-26	452	-61	-55	-72	REP	-0.12	-0.09	-0.08	-0.07	-0.06
净现金总变化	-110	373	-207	-29	-200						

研究员介绍及承诺

周伟佳: 计算机行业首席分析师, CFA 会员, ACCA 资深会员, 悉尼大学商科硕士, 曾就职于华为技术、阿尔卡特朗讯、招商证券、大成基金等公司, 2014 年加入长城证券金融研究所。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>