

## 中国卫星(600118)/国防军工

## 卫星制造与应用并举, 关注集团资产证券化和院所改制

**评级: 买入(首次)**

市场价格: 27.69

目标价格: 33.17

分析师: 杨帆

执业证书编号: S0740517060002

电话: 0755-22660861

Email: yangfan@r.qizq.com.cn

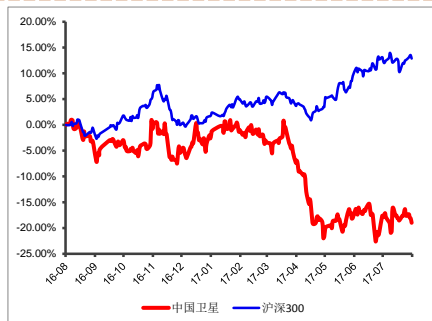
联系人: 吴张爽

电话: 021-51510613

Email: wuzs@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,182
流通股本(百万股)	1,182
市价(元)	27.43
市值(百万元)	32,672
流通市值(百万元)	32,672

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	54.48	6337.26	7477.97	8674.45	9975.61
增长率 yoy%	16.82%	16.31%	18%	16%	15%
净利润	383.50	397.66	448.62	497.03	553.95
增长率 yoy%	7.62%	3.69%	12.81%	10.79%	11.45%
每股收益(元)	0.32	0.34	0.38	0.42	0.47
每股经营现金流量	0.10	0.53	0.47	0.58	0.67
净资产收益率	8.35%	8.01%	8.57%	8.85%	9.16%
P/E	130	82	73	66	59
PEG	17.1	21.7	5.9	5.5	5.1
P/B	10.9	5.69	5.40	5.03	4.68

**投资要点**

- 事件: 公司发布 2017 年半年报, 上半年公司实现营收 26.79 亿元, 同比增长 21.85%, 归母净利润 1.76 亿元, 同比增长 8.67%。
- 公司为国内领先的卫星研制与应用服务商: 公司是专业从事小卫星及微小卫星研制、卫星地面应用系统及设备制造和卫星运营服务的航天高新技术企业, 具有天地一体化综合信息系统的设计、研制、集成和运营服务能力, 是中国卫星制造业及航天技术应用的龙头。公司围绕“转型升级”和“创新发展”, 聚焦主业卫星研制与应用的发展, 同时重点推动主业向智能制造和信息服务领域升级延伸, 持续提升公司级市场营销和研发能力, 实现了业绩稳健增长局面。2017 年上半年公司实现营收 26.79 亿元, 同比增长 21.85%, 归母净利润 1.76 亿元, 同比增长 8.67%。由于计提坏账和财务费用增加, 导致利润增速不及营收。
- 卫星研制与宇航应用并举, 公司充分受益我们航天事业的快速发展: 国务院以及国家航天局表示, 十三五是中国航天发展的战略机遇期, 《2016 中国的航天》白皮书指出, 我国将加快航天强国建设步伐, 促进卫星及应用产业发展。提升卫星系统水平和基础产品能力, 构建形成卫星遥感、卫星通信广播、卫星导航定位三大系统, 建设天地一体化信息网络。在“一带一路”空间信息走廊建设、卫星应用等重点领域, 积极开展国际空间交流与合作。根据美国工业协会(SIA)预计, 2017 年全球卫星产业总收入有望突破 2700 亿美元, 《国家卫星导航产业中长期发展规划》计划到 2020 年, 我国卫星导航产业创新发展格局基本形成, 产业应用规模和国际化水平大幅提升, 产业规模超过 4000 亿。公司目前在卫星地面应用系统及设备制造方面, 拥有地面站系统集成、卫星导航、卫星通信、卫星遥感、信息传输与图像处理五大领域 20 多类产品, 在北斗导航产品市场占有率方面处于国内领先地位, 同时具备部分宇航部件产品生产能力。公司作为卫星制造应用龙头企业, 有望充分受益我们航天事业快速发展带来的红利。
- 借势军民融合与商业航天, 为公司发展注入新动力: 《中国的军事战略》指出, 太空是国际战略竞争制高点, 中国一贯主张积极参与国际太空合作。同时目前商业航天方兴未艾, 公司商业遥感卫星后续星等在内的多个卫星型号研制工作进展顺利。我们认为, 随着国家太空战略和商业航天的逐步推进, 我们认为, 公司作为航天科技集团下属的卫星制造和应用领导者, 业务有望取得新突破。
- 航天五院旗下上市平台, 关注集团资产证券化和院所改制: 据《上海证券报》报道, 中国航天科技集团公司副总经理张建恒表示, 航天科技集团到“十三五”末的资产证券化率目标是 45%, 而目前资产证券化率只有 15%, 资产证券化空间较大。同时航天五院空间技术产品资产丰富优质, 与上市公司产业协同作用明显, 随着科研院所转制的持续推进, 公司作为五院上市平台, 存在资产注入和整合预期。
- 盈利预测及投资建议: 我们预测公司 2017-2019 年实现收入分别为 74.8/86.7/99.75 亿元, 同比增长 18%/16%/15%; 实现归母净利润 4.49/4.97/5.54 亿元, 同比增长 12.8%/10.8%/11.5%, 对应 17-19 年 EPS 分别为 0.38/0.42/0.47 元。公司目前 PE 与 PB 均处于 5 年平均水平以下。公司主业是涉及多门类学科的综合高科技产业, 研发和资本支出较大, 相应折旧提升。同时, 公司货币资金的增加集中于年底, 导致公司日常贷款增加, 相应利息支出增加, 影响了公司的盈利质量。但公司作为国内卫星制造和应用龙头, 每年营收保持稳定增长, 同时随着国家航天事业的快速发展, 军民融合和商业航天的推进, 公司的营收有望继续保持稳定增长, 也将受益集团资产证券化和院所改制。因此选取 PS 估值方法, 给予公司 17 年 5.25XPS, 对应市值为 392 亿元, 当前股本 11.83 亿股, 对应股价为 33.17 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示: 集团资产证券化不及预期; 科研院所改制不及预期; 公司产品技术研发不及预期; 航天事业发展不及预期。

## 内容目录

<b>1. 国内领先的卫星研制与应用服务商</b> .....	<b>- 3 -</b>
1.1 国内领先的卫星研制与应用服务商.....	- 3 -
1.2 转型升级与创新发展并举，公司业绩稳健增长.....	- 4 -
1.3 公司股权结构.....	- 5 -
<b>2. 军民应用空间广阔，充分受益航天事业快速发展</b> .....	<b>- 5 -</b>
2.1 小/微小卫星研制龙头企业，受益我国航天事业快速发展.....	- 5 -
2.2 宇航应用前景广阔，积极布局天地一体化信息网路.....	- 6 -
2.3 商业航天方兴未艾，公司有望成为潜在受益者.....	- 8 -
<b>3. 航天五院旗下上市平台，关注集团资产证券化和院所改制</b> .....	<b>- 8 -</b>
3.1 航天五院旗下上市平台，充分受益集团资产证券化推进.....	- 8 -
3.2 航天五院旗下资产丰富，有望受益院所改制和资产整合.....	- 9 -
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>- 10 -</b>
4.1 主营业务盈利预测与关键假设.....	- 10 -
4.2 相对估值.....	- 11 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 12 -</b>

## 图表目录

<b>图表 1: 公司宇航系统（卫星研制）业务</b> .....	<b>- 3 -</b>
<b>图表 2: 公司航天技术（卫星）应用业务</b> .....	<b>- 3 -</b>
<b>图表 3: 公司国内合作伙伴与客户</b> .....	<b>- 3 -</b>
<b>图表 4: 公司国际合作伙伴与客户</b> .....	<b>- 3 -</b>
<b>图表 5: 公司近年营收及其增长率</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 6: 公司近年归母净利润及其增长率</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 7: 公司近年毛利率状况</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 8: 公司近年三费率</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 9: 中国卫星股权结构</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 10: 长征系列部分火箭成员以及近年中国火箭发射次数</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 11: 世界主要国家飞行器数量</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 12: 公司卫星应用业务主要领域</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 13: “吉林一号”商业遥感卫星组星发射成功</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>图表 14: 航天科技集团资产证券化率</b> .....	<b>- 9 -</b>
<b>图表 15: 航天科技集团旗下科研院所与上市公司</b> .....	<b>- 9 -</b>
<b>图表 16: 航天五院旗下主要科研和制造单位</b> .....	<b>- 10 -</b>
<b>图表 17: 公司分业务盈利预测</b> .....	<b>- 10 -</b>
<b>图表 18: 公司近五年 PE(5 年平均值 92)</b> .....	<b>- 11 -</b>
<b>图表 19: 公司近五年 PB(5 年平均值 8)</b> .....	<b>- 11 -</b>
<b>图表 20: 公司近五年 PS(5 年平均值 6.4)</b> .....	<b>- 11 -</b>
<b>图表 21: 可比公司估值对比</b> .....	<b>- 12 -</b>
<b>图表 22: 中国卫星盈利预测</b> .....	<b>- 13 -</b>

## 1. 国内领先的卫星研制与应用服务商

### 1.1 国内领先的卫星研制与应用服务商

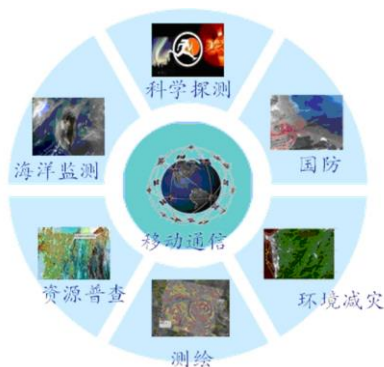
- 国内领先的卫星研制与应用服务商：**公司是专业从事小卫星及微小卫星研制、卫星地面应用系统及设备制造和卫星运营服务的航天高新技术企业，具有天地一体化综合信息系统的设计、研制、集成和运营服务能力，是中国卫星制造业及航天技术应用的龙头。公司卫星研制业务目前专注于1,000公斤以下的小卫星及微小卫星的研制与生产，产品和业务集系统开发、系统设计、系统集成和在轨服务于一体。公司卫星应用业务包括卫星地面应用系统集成、设备制造和卫星运营服务，产品和业务涵盖卫星通信、卫星导航、卫星遥感、卫星运营服务和综合应用多个领域。同时具备部分宇航部件产品的生产能力；在北斗导航、动中通产品市场占有率方面处于国内领先地位，并拥有天绘系列遥感卫星数据总代理权。

图表 1：公司宇航系统（卫星研制）业务



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 2：公司航天技术（卫星）应用业务



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 卫星制造与航天技术应用龙头，打造国际知名品牌：**公司积极实施“走出去”战略，依托强大的技术和研发优势，多层次、全方位地大力开拓海外业务，深化技术合作交流，精心策划并积极参与各类国际合作项目。目前，已成功实现遥感卫星出口零的突破，航天技术领域产品也成功进军国际市场，各类国际合作项目稳步推进。此外，公司积极探索海外兼并、收购等国际化新模式，通过资本手段，做强、做大公司业务。随着中国空间技术的迅速发展，中国卫星海外市场前景日益广阔，作为卫星制造业及航天技术应用业的龙头企业，公司有望将中国卫星推向全世界。

图表 3：公司国内合作伙伴与客户



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 4：公司国际合作伙伴与客户

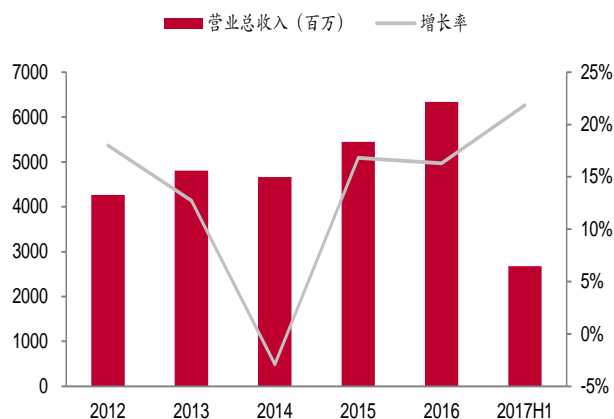


来源：公司官网，中泰证券研究所

## 1.2 转型升级与创新发展的并举，公司业绩稳健增长

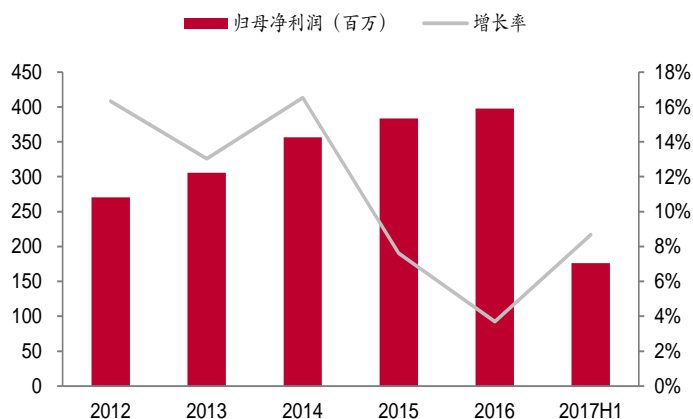
- **转型升级与创新发展的并举，业绩稳健增长：**公司围绕“转型升级”和“创新发展”，聚焦主业卫星研制与应用的发展，同时重点推动主业向智能制造和信息服务领域升级延伸，持续提升公司级市场营销和研发能力，实现了业绩稳健增长的局面。2017年上半年公司实现营收 26.79 亿元，同比增长 21.85%，归母净利润 1.76 亿元，同比增长 8.67%。

图表 5：公司近年营收及其增长率



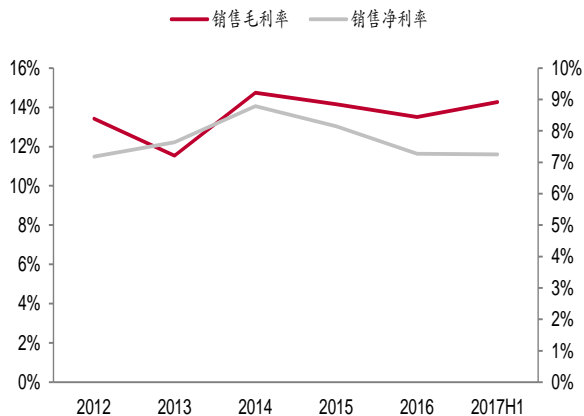
来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：公司近年归母净利润及其增长率



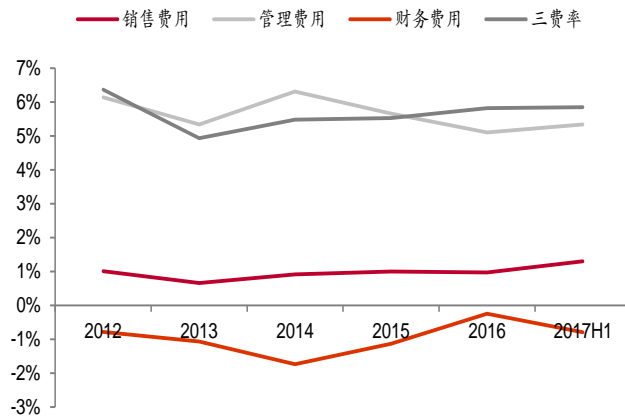
来源：wind，中泰证券研究所

图表 7：公司近年毛利率状况



来源：wind，中泰证券研究所

图表 8：公司近年三费率



来源：wind，中泰证券研究所

- **背靠航天科技五院，打造卫星制造领导者，技术优势明显：**公司作为航天科技集团公司下属重点企业，拥有航天核心技术积累和大量的高科技人才储备。公司研究开发力量雄厚，拥有“小卫星及其应用国家工程研究中心”，在北京、西安、深圳均有卫星研发基地，下属多家子公司为高新技术企业；重要子公司均设立拥有各自独立的研发部门，拥有完备的研发组织和实验、检测、研发设施，能够完成关键系统、核心零部件及关键技术的开发。“小卫星及其应用国家工程研究中心”是国内唯一的、世界最大的小卫星研制产业基地，总建筑面积 39,000 平方米。公司投资的中关村环保科技示范园科研楼项目、中关村环保科技示范园遥感科研楼建设项目、航天东方红国际业务合作中心项目正按计划

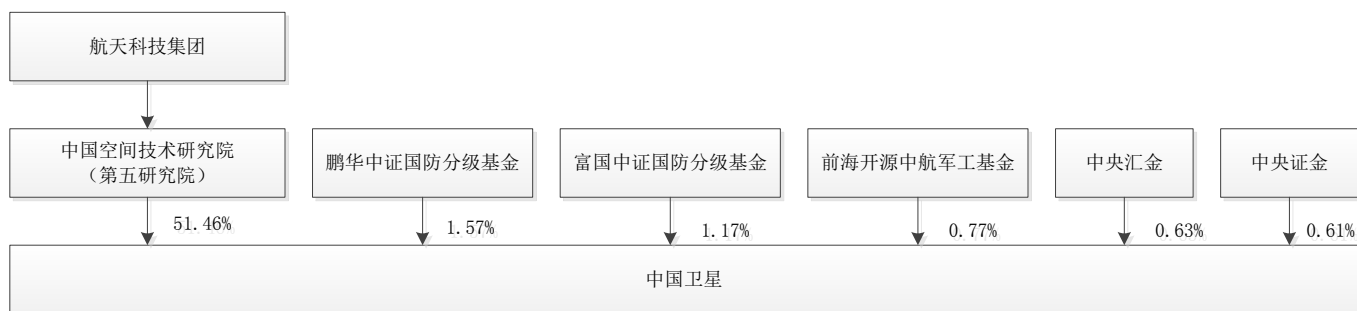


划实施，同时子公司航天恒星科技完成向老挝亚太公司出资，航天恒星空间吸收合并西安中恒星，此举有望进一步扩大公司产能与研发能力。

### 1.3 公司股权结构

- 公司的控股股东为中国航天科技集团公司第五研究院（简称：五院），持有公司 51.46% 的股份，其他社会公众股股东持有公司 48.54% 的股份。

图表 9：中国卫星股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 2. 军民应用空间广阔，充分受益航天事业快速发展

### 2.1 小/微小卫星研制龙头企业，受益我国航天事业快速发展

- 十三五是中国航天发展的战略机遇期，公司卫星产业迎来新机遇：**国务院以及国家航天局表示，十三五是中国航天发展的战略机遇期，十三五及未来一段时期，中国航天将按照以航天工程技术创新为主体，大力推动以空间应用、空间科学为两翼的“一体两翼”发展思路，论证和实施新的航天重大工程和项目，做强航天战略型新兴产业，培育“互联网+卫星应用”新业态。2020 年左右，完成载人航天、探月工程、北斗导航、高分辨率对地观测系统等现有的重大科技专项；2025 年前后，全面建成国家民用空间基础设施，推动空间信息应用规模化、业务化、产业化发展；2030 年实现整体跃升，跻身航天强国之列，以航天梦助力中国梦。“互联网+”、“一带一路”、“军民融合”等一系列国家战略的实施也为卫星产业发展带来了新的机遇与挑战，中国航天科技集团公司表示，2017 年计划实施近 30 次航天发射任务，或将刷新中国年发射纪录。我们认为航天装备体系化、信息化发展需求愈发迫切，包括国家能源资源开发、海洋权益维护等重大战略实施都需要空间基础设施的支撑。卫星产业和信息产业将进一步融合，市场潜力将得到极大的释放，公司作为小/微小卫星研制龙头企业，有望充分受益我国航天事业的快速发展。

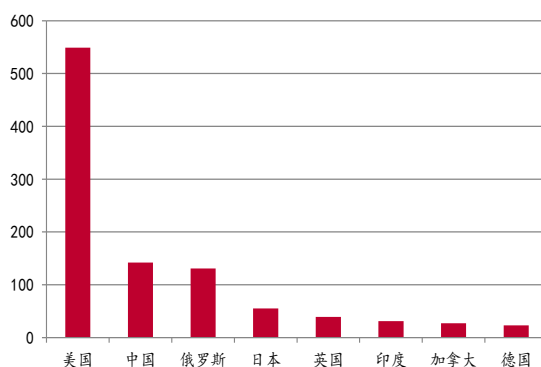
**图表 10: 长征系列部分火箭成员以及近年中国火箭发射次数**



来源: 国家航天局, 中泰证券研究所

- 卫星制造产业市场广阔, 卫星制造龙头前景可期:** 2016 年公司继续保持国内小卫星制造领域主导地位, 共发射小/微小卫星 6 颗, 此外, 包括商业遥感卫星后续星、委内瑞拉遥感二号等在内的多个卫星型号研制工作进展顺利。数十颗在轨卫星运行良好。公司同时加快创新型宇航产品和关键终端产品的升级开发, 创新适应市场需求的产品研制体系, 打造高性价比、数字化、信息化的研发体系, 创新商业运作模式, 形成多层次、多领域的产业格局, 2017 年上半年, 公司成功完成视频卫星 1A/1B 两颗卫星的发射任务。该视频成像卫星的顺利完成, 进一步验证了公司高集成度、低成本、短周期的卫星研制生产能力; 根据美国工业协会 (SIA) 在 2017 年 6 月发布的对全球卫星产业总体规模进行的统计数据, 2016 年全球卫星产业总收入达到 2605 亿美元, 其中卫星制造行业收入 139 亿美元, 地面设备制造收入 1134 亿美元。中国目前在轨卫星或飞行器数量与美国仍有较大差距, 公司作为卫星制造龙头企业面临广阔的卫星以及地面设备制造市场。

**图表 11: 世界主要国家飞行器数量**



来源: 中国商业信息网, 中泰证券研究所

## 2.2 宇航应用前景广阔, 积极布局天地一体化信息网路

- 航天应用前景可期, 公司积极布局:** 《2016 中国的航天》白皮书指出, 我国将加快航天强国建设步伐, 持续提升航天工业基础能力, 加强关键技术攻关和前沿技术研究, 促进卫星及应用产业发展。提升卫星系统水平和基础产品能力, 构建形成卫星遥感、卫星通信广播、卫星导航定位

三大系统，建设天地一体化信息网络。大力拓展空间信息综合应用，加强科技成果转化和市场推广，提高空间应用规模化、业务化、产业化水平。在“一带一路”空间信息走廊建设、卫星应用等重点领域，积极开展国际空间交流与合作。公司在卫星应用领域，将天基设施与地面网络服务充分融合，聚焦具有商业前景的星座组网服务、智慧产业服务、大数据服务等领域，将天基信息服务与互联网、云计算、大数据等技术紧密结合，构建全面覆盖和无缝连接的天地立体空间信息系统，为更加广泛的客户提供综合信息服务，逐步走向与信息产业融合的大市场。根据美国工业协会（SIA）在2017年6月发布的对全球卫星产业总体规模进行的统计数据，2016年全球卫星产业总收入达到2605亿美元，其中卫星服务1277亿美元。根据《国家卫星导航产业中长期发展规划》，到2020年，我国卫星导航产业创新发展格局基本形成，产业应用规模和国际化水平大幅提升，产业规模超过4000亿元，北斗卫星导航系统及其兼容产品在国民经济重要行业和关键领域得到广泛应用，在大众消费市场逐步推广普及，对国内卫星导航应用市场的贡献率达到60%，重要应用领域达到80%以上，在全球市场具有较强的国际竞争力，公司在北斗导航、动中通产品市场占有率方面处于国内领先地位，并拥有“天绘”系列遥感卫星数据总代理权。我们认为，航天产业作为国家重点发展的战略新兴产业，新兴市场不断涌现，航天技术长足进步，航天产业与信息产业融合发展不断深化，产业发展迎来新机遇，公司有望借助技术和品牌优势，实现业务上的突破。

■ **太空是国际战略竞争制高点，军民融合为卫星制造领导者注入新动能：**

《中国的军事战略》指出，太空是国际战略竞争制高点。有关国家发展太空力量和手段，太空武器化初显端倪。中国一贯主张和平利用太空，反对太空武器化和太空军备竞赛，积极参与国际太空合作。密切跟踪掌握太空态势，应对太空安全威胁与挑战，保卫太空资产安全，服务国家经济建设和社会发展，维护太空安全。我们认为，公司作为航天科技集团下属的卫星制造和应用领导者，按照军民融合发展的国家战略总体思路，结合国家和军队改革进程的推进，寻求对优势产品、业务和资源的整合，不断形成新的平台和产品支撑能力，拓展、壮大智能制造产业链，有望享受我国国防工业战略布局太空带来的机遇。

图表 12：公司卫星应用业务主要领域

应用领域	近期相关成就
卫星通信	依托天地一体化全链路仿真平台，公司完成了飒途便携卫星通信终端的产品研制，为后续民用终端的批量生产奠定了基础；公司完成了中星16地面系统研制与关口站建设，目前正在开展星地联调；重点推进三江源国家公园卫星通信系统的建设；阿尔及利亚通信卫星地面应用系统已完成了用户出厂测试，正在进行在站实施工作；公司完成了多款机载动中通产品研制交付，为后期批量列装奠定了基础。
卫星导航	公司持续加强产品研制能力建设，星载导航产品持续保持领先地位；公司研制的GNSS导航系统助力天宫二号和神舟十一号交会对接任务的圆满成功；公司完成了新一代射频天线的设计工作；公司导航业务产品已完成了多个型号的定型、批产及交付。各星载导航部组件产品的研制生产任务进展顺利，公司按计划开展了北斗用户终端维修器材和军用专装设备的批生产及射频芯片的开发。
卫星遥感	公司完成了委内瑞拉遥感二期地面应用系统等项目的海外实施及用户验收；公司持续推动多个国际项目的履约和售后服务任务，完成了巴基斯坦遥感卫星地面应用系统及中国—东盟海事应用中心的国内集成联试；此外，公司对高分一站式服务平台进行了升级，并成功部署至河北、云南等省的高分中心。

**卫星运营** 公司圆满完成了“春节”、“两会”、“一带一路”会议等重要保障期的安播任务，顺利通过了广电总局“重要会议”重要安播期检查工作，安全播出率达到 99.9999%。

**综合应用** 依托智慧城市通用基础服务平台，公司开展了嘉兴智慧化工园区、广东渔业、通州种业等智慧城市典型产品研制，城市空间普查、管网探测、土地确权等基础数据采集项目稳步推进；公司研制的“无人机集群地理信息获取系统”等系统级产品成功实现行业应用，自主研制的旋翼无人机等核心产品批量装备行业百余套，海洋监测和城市测绘运营服务实现常态化，初步具备了无人机全产业链整合能力；面向军工及政府信息化领域，依托公司企业网建设，自主研制企业信息化专题应用产品，形成了基于云安全操作系统的企业级应用产品；公司完成了某系列运载火箭用钛合金紧固件以及载人航天器紧固装置产品的研制。此外，公司还完成了百万余件高端紧固件的生产。公司产品参与首架国产大飞机的制造，为后续获取持续稳定的订单奠定基础。

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 2.3 商业航天方兴未艾，公司有望成为潜在受益者

- **商业航天方兴未艾，市场前景广阔：**根据国务院印发的《中国制造 2025》，民用航天列入五大工程之一—高端装备创新工程。2016 年举行的第二届中国商业航天高峰论坛上，中国航天科工集团公司发布了我国商业航天领域未来发展的宏伟蓝图，开发天信系列空间信息应用产品，在“空、临、天”多层次着力构建全域信息网络。2016 年 10 月中国长征火箭有限公司成立，未来将适时推出“太空星网、太空专车、太空顺风车、太空班车”等多类型发射服务。2015 年我国在酒泉卫星发射中心用长征二号丁运载火箭成功将 1 组吉林一号商业卫星发射升空。此次发射任务圆满成功，标志着我国航天遥感应用领域商业化、产业化发展迈出重要一步。公司目前商业遥感卫星后续星、委内瑞拉遥感二号等在内的多个卫星型号研制工作进展顺利。我们认为，随着商业航天的逐步推进，作为航天产业重要的一环，公司卫星制造和应用业务有望迎来新的快速发展期。

**图表 13：“吉林一号”商业遥感卫星组星发射成功**



来源：国防部，中泰证券研究所

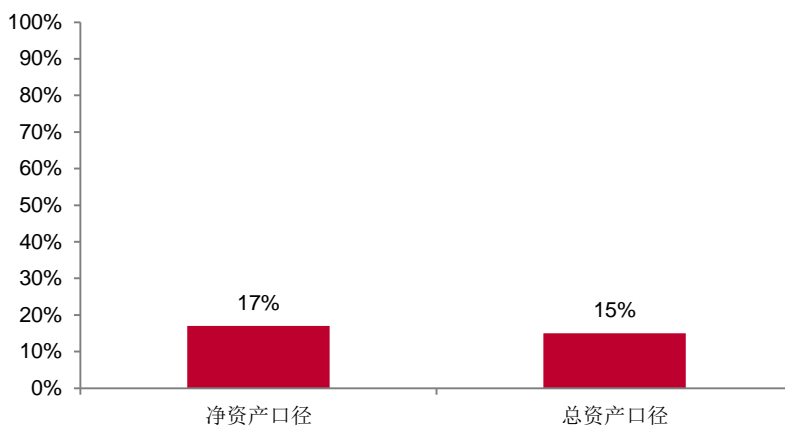
## 3. 航天五院旗下上市平台，关注集团资产证券化和院所改制

### 3.1 航天五院旗下上市平台，充分受益集团资产证券化推进

- **航天科技集团目前资产证券化率较低，资产证券化进程有望提速：**航天科技集团公司 2016 年实现营业收入 2131 亿元、利润总额 176 亿元，分别同比增长了 11%和 13.4%。据《上海证券报》报道，中国航天科技集团公司副总经理张建恒表示，航天科技集团到“十三五”末的资产证券化率目标是 45%，而目前资产证券化率只有 15%。中国卫星作为航天五院旗下业务上市平台，有望充分收益集团资产证券化推进。



图表 14: 航天科技集团资产证券化率



来源: 中泰证券研究所 (数据截止至 2016 年 12 月 31 日)

图表 15: 航天科技集团旗下科研院所与上市公司

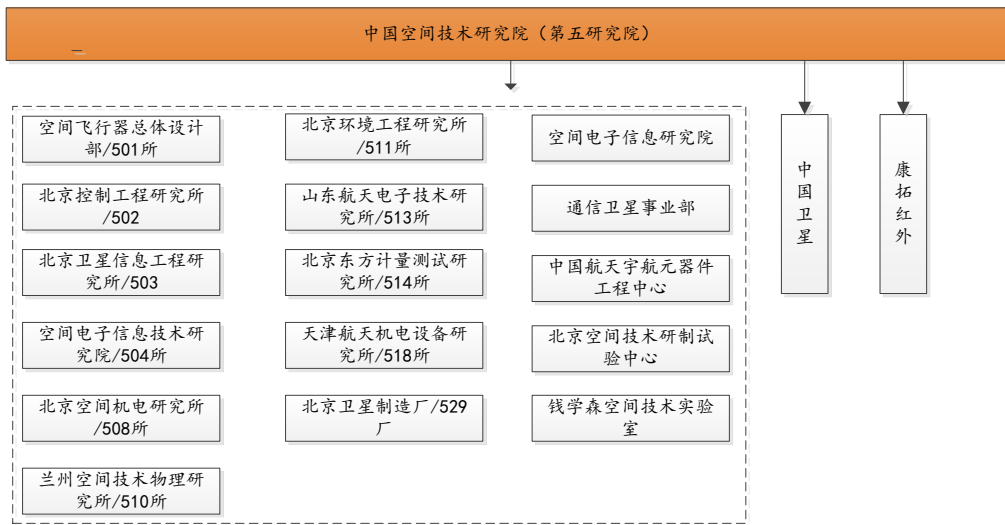
研究院	主营业务	旗下上市公司 (A 股)
一院 (中国运载火箭技术研究院)	导弹武器/运载火箭	航天工程
四院 (航天动力技术研究院)	固体火箭发动机	
五院 (中国空间技术研究院)	航天器 (卫星, 载人飞船)	中国卫星, 康拓红外
六院 (航天推进技术研究院)	液体火箭发动机	航天动力
七院 (四川航天技术研究院)	多管火箭武器系统	
八院 (上海航天技术研究院)	卫星/航天飞船/导弹武器/火箭	航天机电
九院 (中国航天电子技术研究院)	导航/遥控/微电子/机电组件	航天电子
十一院 (中国航天空气动力技术研究院)	空气动力技术/无人机	
十二院 (中国航天系统科学与工程研究院)	咨询研究与技术服务	

来源: 集团官网, 中泰证券研究所

### 3.2 航天五院旗下资产丰富, 有望受益院所改制和资产整合

- 航天五院空间技术产品资源丰富, 与上市公司产业协同作用明显, 中国卫星存在资产注入和整合预期:** 航天科技五院 (中国空间技术研究院) 为中国主要的空间技术及其产品研制基地, 是中国空间事业的主力军。中国空间技术研究院抓总研制和发射了 200 余个航天器, 百余颗航天器在轨稳定运行, 已经形成了载人航天、深空探测、导航定位、对地观测、通信广播、空间科学与技术试验等六大系列航天器, 实现了大、中、小、微型航天器的系列化、平台化发展。在载人飞船技术、卫星回收技术、一箭多星技术、地球静止轨道通信卫星技术和遥感卫星技术等领域已跨入世界先进行列, 铸就了东方红一号卫星、神舟五号载人飞船、嫦娥一号卫星等中国航天发展三大里程碑, 2004 年实现了首颗商业卫星出口合同签署, 截止到 2016 年, 已向国际用户交付了 9 颗商业卫星, 出口产品覆盖了通信卫星、遥感卫星、卫星应用、航天器研制基础设施和宇航单机部组件等。随着 7 月 7 日国防科工局启动首批 41 家军工科研院所改制, 我们认为, 院所改制有望迎来加速落地期, 公司作为航天五院旗下上市平台, 与五院航宇制造与应用业务协同作用明显, 存在资产注入和整合预期。

图表 16: 航天五院旗下主要科研和制造单位



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 主营业务盈利预测与关键假设

- 主营业务营收假设:** 公司近年营收增长较为稳定, 但由于毛利呈下降趋势, 以及资产减值, 坏账以及财务费用上涨等因素, 导致增利不及增收。目前公司在建工程航天东方红国际合作中心项目达到预定可使用状态结转至投资性房地产和固定资产, 其中结转至投资性房地产 12,440.18 万元, 结转至固定资产 16,359.41 万元, 预计将会进一步增加折旧。我们预计公司未来营收仍将保持稳增增速 15%-18%左右。
- 公司毛利与三费率假设:** 公司新项目和产品以及研发中心稳步推进, 预计 17 年毛利有所上升, 但由于产品竞争激烈以及军民融合政策导致市场参与者增加, 预计公司毛利率呈小幅下降趋势, 同时由于公司不断扩大市场规模和营销, 预计公司销售和管理费用有所上升, 公司货币资金的增加集中于年底, 随着投资项目的实施和日常经营活动的开展, 公司日常货币资金减少相应利息收入减少; 公司贷款增加, 相应利息支出增加, 预计公司财务费用小幅增加, 但保持相应稳定。
- 公司资本支出和折旧假设:** 公司近年持续加大在建工程的投入, 预计将来将保持增速。同时随着在建工程的转化, 公司折旧将有所增加。

图表 17: 公司分业务盈利预测

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	4664.10	5448.38	6337.26	7477.97	8674.45	9975.61
yoy	-2.90%	16.82%	16.31%	18.00%	16.00%	15.00%
营业成本	3976.03	4677.07	5480.95	6437.79	7477.37	8608.96
毛利率	14.75%	14.16%	13.51%	13.91%	13.80%	13.70%

来源: 中泰证券研究所

#### 4.2 相对估值

■ **PS 估值：**根据上述假定，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.38/0.42/0.47 元。公司目前 PE 与 PB 均处于 5 年平均水平以下。公司主业卫星研制和卫星应用是涉及多门类学科的综合性高科技产业，公司对于研发和资本支出较大，相应折旧提升。同时，公司货币资金的增加集中于年底，随着投资项目的实施和日常经营活动的开展，公司日常货币资金减少相应利息收入减少；公司贷款增加，相应利息支出增加，影响了公司的盈利质量。但公司作为国内卫星制造和应用龙头，每年营收保持稳定增长，同时随着国家航天事业的快速发展，军民融合和商业航天的推进，公司的营收有望继续保持稳定增长，因此选取 PS 估值方法，可比公司为国内设计航天，卫星通信与导航的相关公司，给予公司 17 年 5.25XPS。

图表 18：公司近五年 PE(5 年平均 92)



来源：wind，中泰证券研究所

图表 19：公司近五年 PB(5 年平均 8)



来源：wind，中泰证券研究所

图表 20：公司近五年 PS(5 年平均 6.4)



来源：wind，中泰证券研究所

**图表 21：可比公司估值对比**

		市值	营收	PS
		2017-9-10	17E	17E
600343.SH	航天动力	109.52	19.88	5.51
002465.SZ	海格通信	256.12	52.34	4.89
002151.SZ	北斗星通	137.11	20.21	6.17
300177.SZ	中海达	52.00	10.08	5.16
002383.SZ	合众思壮	113.34	21.59	5.25
平均值				5.40
中位数				5.25

来源：wind, 中泰证券研究所

- 通过测算，我们估算公司 17 年对应市值为 392 亿元，当前股本 11.83 亿股，对应股价为 33.17 元，相当于约 5.25XPS，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 风险提示：**集团资产证券化不及预期**：集团虽然已确定公司为动力业务上市平台并在加快推进速度，但集团内部各企业处置与竞争，改制仍需一定时间，存在不及预期的风险；**科研院所改制不及预期**：首批 41 家军工科研院所改制虽已经启动，但科研院所改制涉及人力，体系，资源较多，进度难以把控，存在进度不及预期的风险；**技术研发风险**：公司主业卫星研制和卫星应用是涉及多门类学科的综合性和高科技产业，如公司不能及时应对产业发展对技术研发能力的要求，或是技术研发不能达到预期效果并保持行业领先水平，将对公司的生产经营和业绩实现产生不利影响。**航天政策与环境风险**：公司主要从事小卫星、微小卫星研制业务和卫星应用业务，业务的发展受国家产业政策和行业规划的影响。若未来国家航天产业相关政策和发展规划发生调整，将可能导致公司的市场环境和发展空间出现变化，并可能对公司的生产经营产生重大影响。



**图表 22：中国卫星盈利预测**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6337.26	7477.97	8674.45	9975.61	净利润	460.69	519.66	575.77	641.69
营业成本	5480.95	6437.79	7477.37	8608.96	折旧与摊销	174.28	201.72	216.33	240.63
营业税金及附加	20.22	18.83	23.79	26.61	财务费用	-15.82	2.24	3.47	3.99
销售费用	61.77	76.28	91.95	106.74	资产减值损失	-1.42	18.00	22.00	25.00
管理费用	322.97	390.35	458.01	531.70	经营营运资本变动	22.55	-151.94	-109.06	-94.83
财务费用	-15.82	2.24	3.47	3.99	其他	-9.62	-18.10	-21.98	-24.99
资产减值损失	-1.42	18.00	22.00	25.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>630.65</b>	<b>571.59</b>	<b>686.53</b>	<b>791.49</b>
投资收益	-1.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	-395.66	-200.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-106.13	7.94	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-501.79</b>	<b>-192.06</b>	<b>-200.00</b>	<b>-100.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>467.32</b>	<b>534.49</b>	<b>597.86</b>	<b>672.62</b>	短期借款	235.00	527.09	368.35	238.47
其他非经营损益	56.85	53.49	53.65	54.13	长期借款	185.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>524.18</b>	<b>587.98</b>	<b>651.51</b>	<b>726.75</b>	股权融资	0.55	-83.80	0.00	0.00
所得税	63.49	68.32	75.74	85.06	支付股利	-118.25	-114.09	-133.52	-145.26
净利润	460.69	519.66	575.77	641.69	其他	19.54	-11.17	-3.47	-3.99
少数股东损益	63.03	71.04	78.74	87.74	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>321.84</b>	<b>318.03</b>	<b>231.36</b>	<b>89.21</b>
归属母公司股东净利润	397.66	448.62	497.03	553.95	<b>现金流量净额</b>	<b>450.71</b>	<b>697.56</b>	<b>717.89</b>	<b>780.70</b>
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3789.22	4486.78	5204.67	5985.37	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3534.61	4356.55	5018.37	5750.98	销售收入增长率	16.31%	18.00%	16.00%	15.00%
存货	887.83	978.67	1148.17	1329.67	营业利润增长率	4.18%	14.37%	11.86%	12.51%
其他流动资产	87.89	94.33	109.43	125.84	净利润增长率	3.72%	12.80%	10.80%	11.45%
长期股权投资	17.40	17.40	17.40	17.40	EBITDA 增长率	16.53%	18.01%	10.73%	12.18%
投资性房地产	272.00	272.00	272.00	272.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1276.83	1336.84	1382.25	1303.36	毛利率	13.51%	13.91%	13.80%	13.70%
无形资产和开发支出	659.50	604.42	549.34	494.27	三费率	5.82%	6.27%	6.38%	6.44%
其他非流动资产	332.35	325.69	319.03	312.37	净利率	7.27%	6.95%	6.64%	6.43%
<b>资产总计</b>	<b>10857.64</b>	<b>12472.70</b>	<b>14020.65</b>	<b>15591.26</b>	ROE	8.01%	8.57%	8.85%	9.16%
短期借款	663.00	1190.09	1558.43	1796.90	ROA	4.24%	4.17%	4.11%	4.12%
应付和预收款项	3883.56	4649.93	5360.87	6174.41	ROIC	7.06%	7.33%	7.28%	7.39%
长期借款	185.00	185.00	185.00	185.00	EBITDA/销售收入	9.87%	9.88%	9.43%	9.19%
其他负债	374.79	383.54	409.97	432.14	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5106.35</b>	<b>6408.56</b>	<b>7514.27</b>	<b>8588.45</b>	总资产周转率	0.62	0.64	0.65	0.67
股本	1182.49	1182.49	1182.49	1182.49	固定资产周转率	9.89	9.54	8.69	9.18
资本公积	1612.88	1529.08	1529.08	1529.08	应收账款周转率	2.35	2.43	2.34	2.35
留存收益	2072.29	2406.82	2770.33	3179.01	存货周转率	7.08	6.90	7.03	6.95
归属母公司股东权益	4876.58	5118.38	5481.89	5890.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.32%	—	—	—
少数股东权益	874.71	945.75	1024.49	1112.23	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5751.29</b>	<b>6064.14</b>	<b>6506.38</b>	<b>7002.81</b>	资产负债率	47.03%	51.38%	53.59%	55.09%
负债和股东权益合计	10857.64	12472.70	14020.65	15591.26	带息债务/总负债	16.61%	21.46%	23.20%	23.08%
					流动比率	1.78	1.66	1.62	1.62
					速动比率	1.59	1.50	1.46	1.46
					股利支付率	29.74%	25.43%	26.86%	26.22%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.34	0.38	0.42	0.47
					每股净资产	4.86	5.13	5.50	5.92
					每股经营现金	0.53	0.48	0.58	0.67
					每股股利	0.10	0.10	0.11	0.12
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	625.78	738.46	817.66	917.24					
PE	82.16	72.83	65.74	58.98					
PB	5.68	5.39	5.02	4.67					
PS	5.16	4.37	3.77	3.28					
EV/EBITDA	45.78	38.57	34.40	30.08					
股息率	0.36%	0.35%	0.41%	0.44%					

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。