

行业研究/动态点评

2019年03月29日

行业评级:

计算机软硬件 增持 (维持)

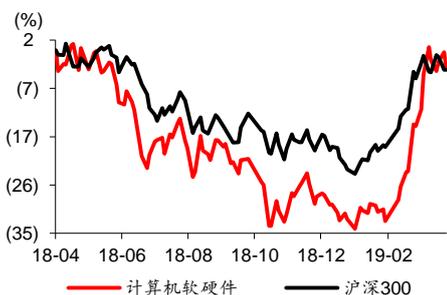
郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

郭梁良 021-28972067
联系人 guoliangliang@htsc.com

相关研究

- 1 《计算机软硬件: 行业周报 (第十二周)》
2019.03
- 2 《创业慧康(300451,买入): 医疗信息化旗舰扬帆起航》2019.03
- 3 《计算机软硬件: 行业周报 (第十一周)》
2019.03

一年内行业走势图



资料来源: Wind

科创板企业解读: 二十一世纪空间 科创投资手册系列

世纪空间: 卫星遥感大数据服务商

公司是领先的主遥感卫星运控及地球空间信息大数据服务商, 主要产品包括卫星遥感大数据产品和空间信息综合应用服务。2018 年空间信息综合应用服务收入占比为 61.85%, 卫星遥感大数据产品收入占比为 37.59%。公司是国内商业卫星遥感细分龙头, 自主拥有和独立运控商用遥感卫星系统的国家级高新技术企业, 是国内商业卫星遥感的开拓者。2018 年公司被中国地理信息产业协会评为“2018 中国地理信息产业百强企业第 18 位”, 是百强企业前 20 名中唯一的遥感卫星运营/地球空间大数据应用服务企业。

科创板有望成为孕育我国未来科技产业核心资产的火种箱

近年来我国在新兴技术领域的起步速度不再落后于人, 部分技术的发展和进步达到与全球巨头比肩的水平。我国拥有完善、规模可观的信息技术设施、充分饱满的终端持有量和渗透率、全球最大的互联网用户群体以及最全面的数据积累。在下一代信息技术催化之下, 中国的信息科技产业厚积薄发, 即将迎来最佳腾飞时点, 核心环节的攻坚需要大量资本投入, 科创板有望成为孕育我国未来科技核心资产的火种箱。

营收稳步增长, 毛利率有所下滑

公司 2009-2018 年营业收入 CAGR 为 22.82%, 归母净利润 CAGR 为 24.14%。2016-2018 年公司分别实现营业收入 2.86 亿元、4.63 亿元和 6.04 亿元; 分别实现归母净利润 1552.03 万元、4351.87 万元和 6950.67 万元。2016 年 7 月“北京二号”遥感卫星星座系统正式投入运营, 公司业绩进入快速发展期。2016-2018 年公司毛利率有所下滑, 分别为 58.85%、54.34%、53.16%。

卫星遥感行业空间广阔

根据美国卫星产业协会 (SIA) 数据, 2017 年全球卫星产业总收入为 2,686 亿美元, 我国目前的遥感卫星行业发展还处于初级阶段, 商业模式主要以民用遥感卫星为主, 以政府为主导。根据国家测绘地理信息局统计年报数据, 我国测绘地理信息服务 2016 年市场规模达到 946 亿元。政策助力, 底层技术进步和供给端允许民资进入遥感行业, 三管齐下有望推动行业加速发展。

可比公司与估值

公司主要竞争对手为数字地球公司 (DigitalGlobe)、空中客车防务及航天公司、欧比特、中国四维和长光卫星。A 股市场公司可比公司为北斗星通、四维图新、超图软件和欧比特。公司业务有稳定盈利, 我们认为适合使用 PE 估值法进行估值。根据 Wind 一致预期, 可比公司 2018 年平均市盈率为 49 倍, 2019 年平均市盈率为 40 倍。公司曾在 2016 年 1 月 6 日至 2016 年 12 月 5 日期间在新三板挂牌。公司最近一次股权转让是 2016 年 12 月 8 日, 股权转让价格 13.05 元/股, 对应当时市值 23.74 亿元。

风险提示: 科创板未能成功上市风险; 技术领先优势不能保持的风险; 卫星在轨运行稳定的风险; 行业竞争风险; 商誉减值风险。

世纪空间：卫星遥感大数据服务商

公司是领先的主遥感卫星运控及地球空间信息大数据服务商，主要产品包括卫星遥感大数据产品和空间信息综合应用服务。2018年空间信息综合应用服务收入占比为61.85%，卫星遥感大数据产品收入占比为37.59%。公司拥有自主运控的“北京二号”遥感卫星星座系统，包括3颗亚米级全色、优于4米多光谱分辨率的光学遥感卫星以及自主研发的地面系统。自有产品之外，公司代理了美国数字地球公司和法国空中客车防务及航天地理情报公司的遥感数据产品，形成了0.3米-0.5米-0.8米-1.5米的完整分辨率序列遥感数据产品。

图表1：公司主要产品分类

业务类别	业务细分	产品和服务
卫星遥感大数据产品	自有卫星遥感数据产品	基于公司自主可控的北京系列遥感卫星为客户提供满足需求的卫星遥感数据产品
	代理卫星遥感数据产品	主要包括公司代理的数字地球公司卫星数据产品、空中客车防务与航天地理情报公司卫星数据产品等
空间信息综合应用服务	影像应用服务	主要包括基于卫星遥感数据产品为用户提供高级影像产品增值服务和金字塔影像服务
	软件应用服务	主要包括自主研发软件服务、代理软件服务、软件运行与租赁服务
	综合应用服务	主要包括遥感动态监测应用服务、大区域数据统筹服务、专项服务
其他	其他服务	包括信息系统集成服务和其他服务

资料来源：招股意向书、华泰证券研究所

图表2：2016-2018年公司收入占比（单位：万元）

项目	2018年度		2017年度		2016年度	
	主营业务收入	比例 (%)	主营业务收入	比例 (%)	主营业务收入	比例 (%)
卫星遥感大数据产品	22,692.35	37.59	17,278.70	37.37	13,313.74	46.56
空间信息综合应用服务	37,334.73	61.85	28,615.86	61.88	14,739.85	51.55
其他服务	334.84	0.55	346.10	0.75	540.09	1.89
合计	60,361.93	100.00	46,240.65	100.00	28,593.68	100.00

资料来源：招股意向书、华泰证券研究所

公司客户主要为政府部门、科研院所及企事业单位，销售模式以直销为主。近年来政府类客户占比逐年降低。随遥感数据应用市场的开拓，公司企业类客户收入逐步增加，客户结构得到优化。

图表3：2016-2018年公司客户占比（单位：万元）

项目	2018年度		2017年度		2016年度	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
政府类	22,891.42	37.92	22,402.05	48.45	15,881.13	55.54
机构类	28,163.20	46.66	15,073.38	32.60	9,881.05	34.56
企业及其他	9,307.31	15.42	8,765.22	18.96	2,831.50	9.90
合计	60,361.93	100.00	46,240.65	100.00	28,593.68	100.00

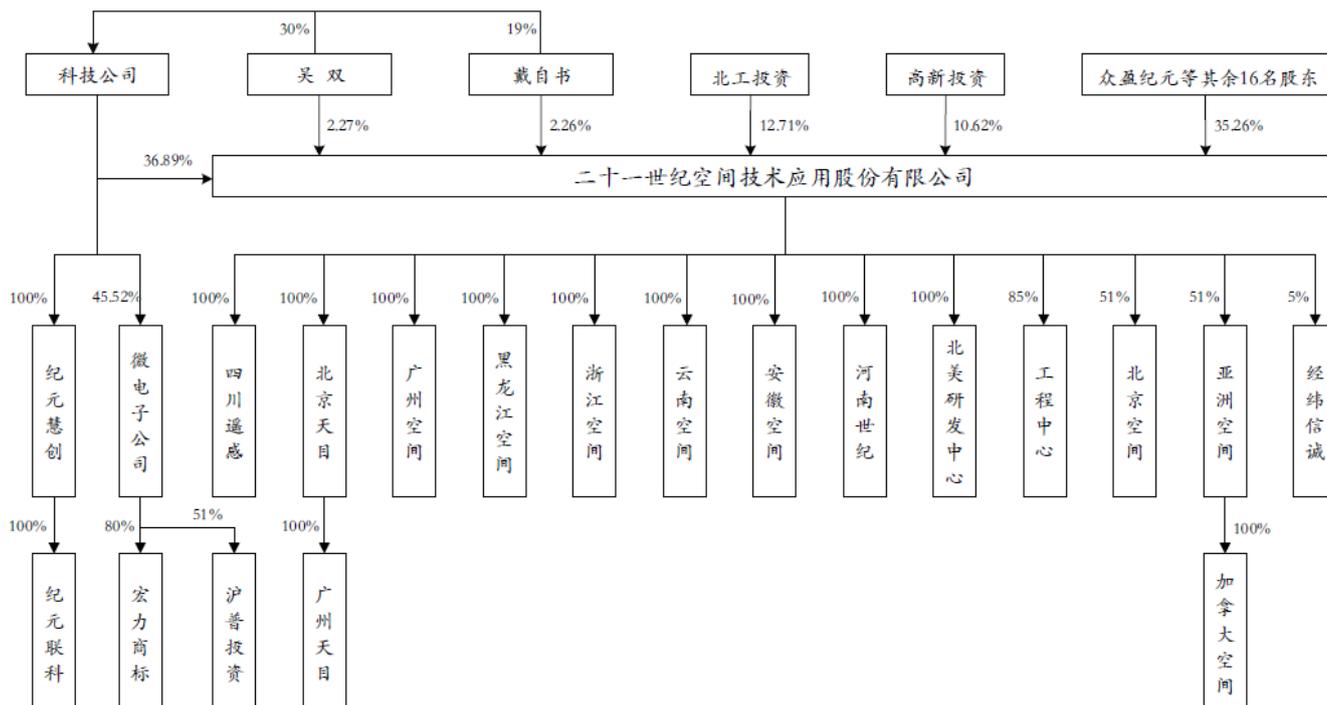
资料来源：招股意向书、华泰证券研究所

2018年公司被中国地理信息产业协会评为“2018中国地理信息产业百强企业第18位”，是百强企业前20名中唯一的遥感卫星运营/地球空间大数据应用服务企业，在国内具有行业领先地位。

股权结构较为分散

科技公司是公司控股股东，吴双、戴自书是公司实际控制人。科技公司直接持有公司 36.89% 的股份，是公司控股股东。吴双、戴自书、张敬东于 2017 年 1 月共同签署《一致行动协议》，截至发行前，吴双、戴自书分别直接持有发行人 2.27%、2.26% 的股权，吴双的一致行动人张敬东直接持有发行人 2.35% 的股权。吴双、戴自书通过控制科技公司间接支配发行人 36.89% 的股权，合计控制发行人 43.76% 股权。吴双任公司董事长，戴自书任公司董事、副总经理，其他股东较为分散，吴双和戴自书能够实际控制公司。

图表4：世纪空间发行前股权结构

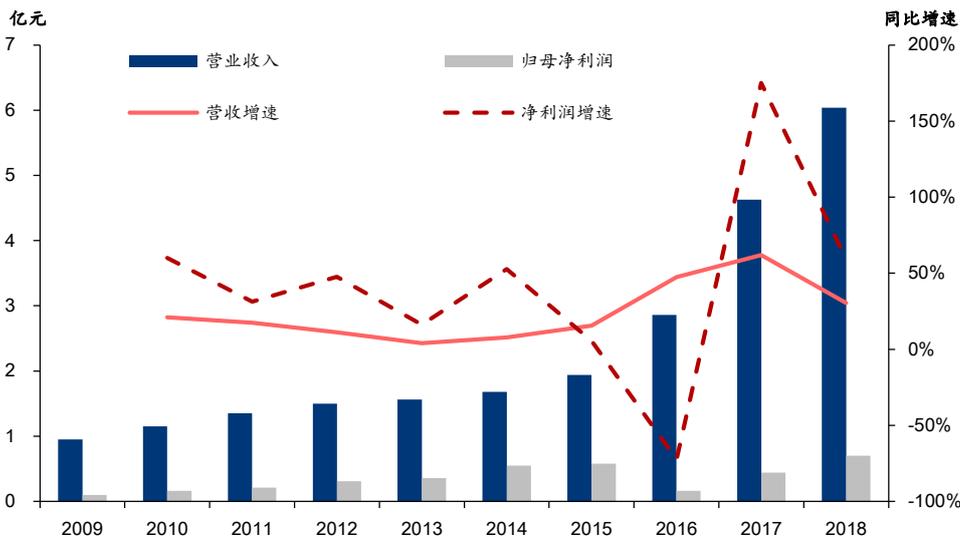


资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

营收稳步增长，毛利率有所下滑

公司2009-2018年营业收入CAGR为22.82%，归母净利润CAGR为24.14%。2016-2018年公司分别实现营业收入2.86亿元、4.63亿元和6.04亿元；分别实现归母净利润1552.03万元、4351.87万元和6950.67万元。2016年7月“北京二号”遥感卫星星座系统正式投入运营，公司自主获取遥感数据的能力得到恢复并大幅提升，同时空间综合信息应用服务能力显著增强。因此2016年起公司业绩进入快速发展期。2017年和2018年自有卫星遥感数据产品收入分别增长了32.73%和33.25%，卫星遥感综合应用服务收入分别增长了132.23%和59.68%。

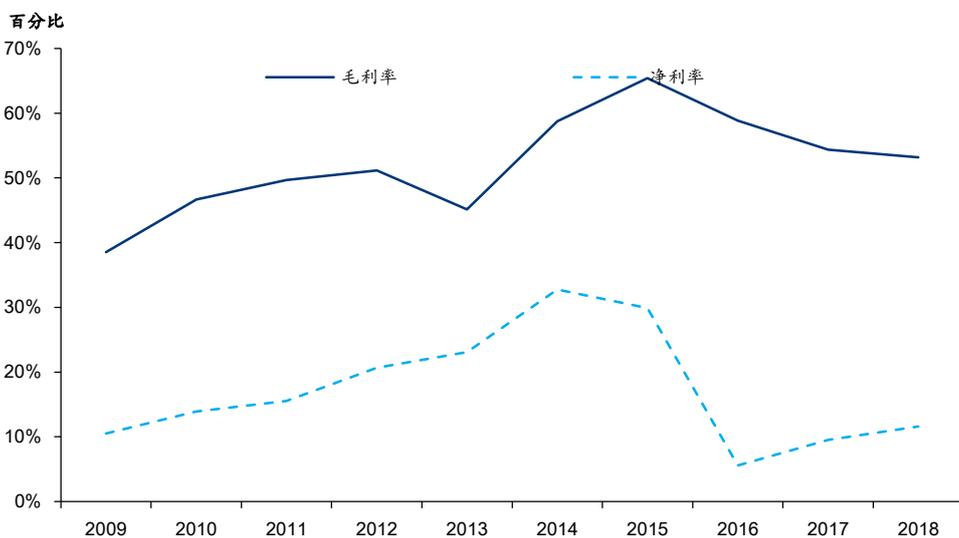
图表5：2009-2018年公司收入稳步增长



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2016-2018年公司毛利率有所下滑。2016-2018年，公司综合毛利率分别为58.85%、54.34%、53.16%；自有卫星遥感数据产品毛利率分别为60.82%、52.37%和53.72%；软件应用服务毛利率分别为62.40%、60.88%和48.97%；综合应用服务毛利率分别为58.06%、57.68%和52.66%。自有卫星遥感数据产品毛利率下滑的主要原因是星座相关资产自2016年7月转固后开始计提折旧摊销所致；软件应用服务毛利率下滑主要是由于部分项目使用的技术服务成本较高所致；综合应用服务毛利率下滑主要是由于受个别大额订单影响，该订单实施周期较短，毛利率相对较低。

图表6：2016-2018年公司毛利率走低

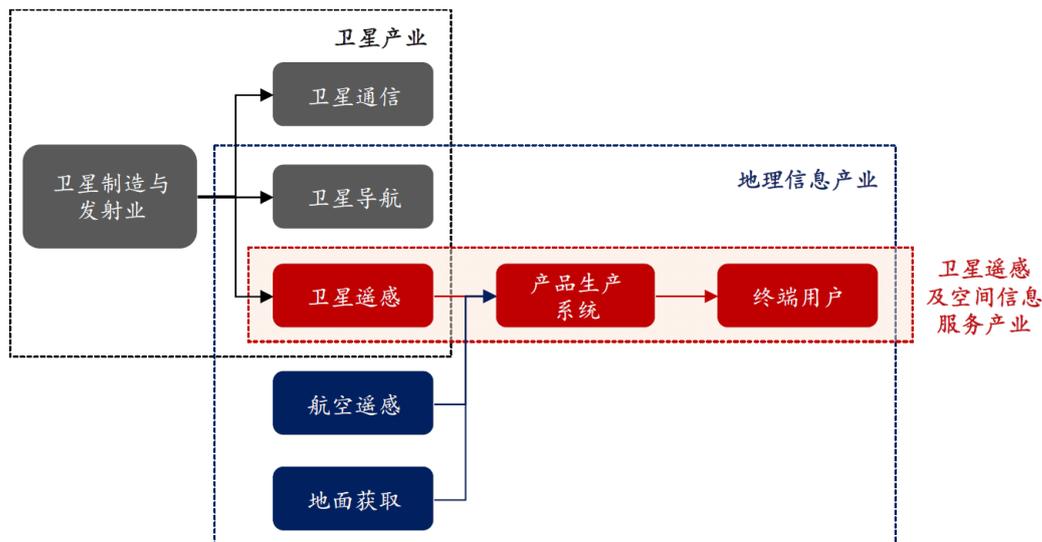


资料来源：Wind、华泰证券研究所

卫星遥感行业空间广阔

公司所在的卫星遥感及空间信息服务行业从属于地理信息产业的整体范畴。地理信息产业主要依托GIS（地理信息系统）、GNSS（全球卫星导航系统）、RS（遥感）三类地理信息技术。产业范围既包括地理信息系统产业、卫星定位与导航产业、航空航天遥感产业，也包括传统测绘产业和地理信息系统的专业应用，还包括LBS（基于位置服务）、地理信息服务和各类相关技术及其应用。

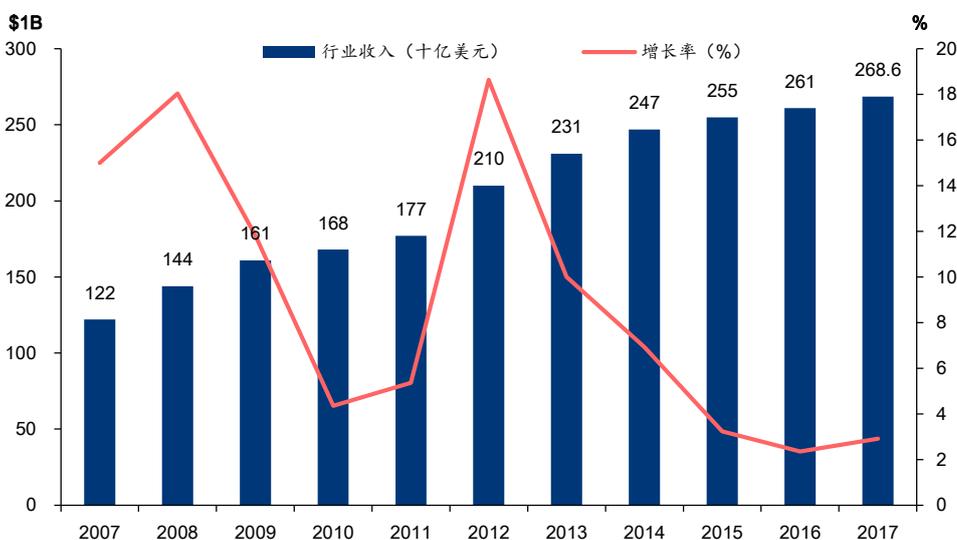
图表7：卫星遥感及空间信息行业



资料来源：招股意向书、华泰证券研究所

卫星遥感行业市场空间广阔。根据美国卫星产业协会（SIA）发布的《2018年卫星产业状况报告》，2017年全球卫星产业总收入为2,686亿美元，同比增长近3%。全球卫星产业产值从2007年的近1,220亿美元到2017年的2,686亿美元，十余年间增长近2.5倍。

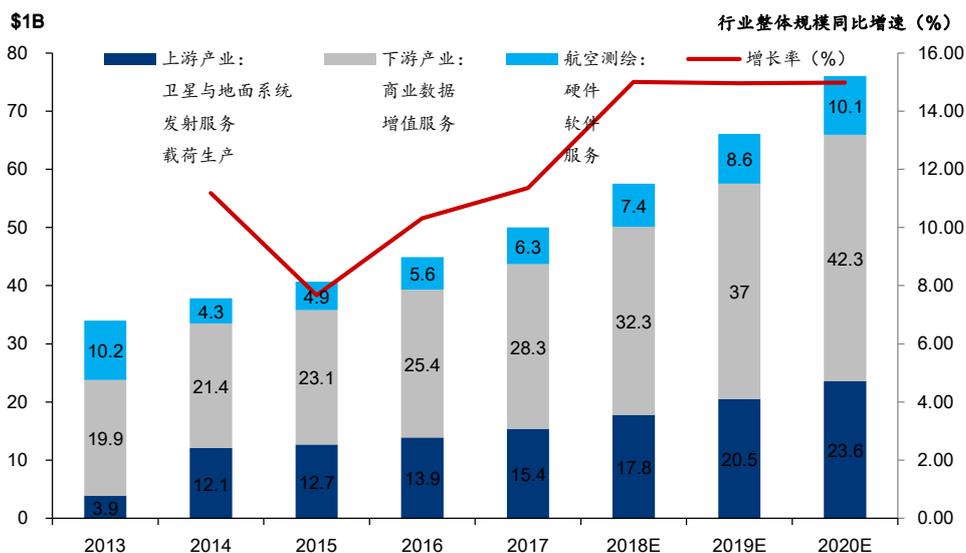
图表8：卫星产业市场规模



资料来源：美国卫星产业协会（SIA）、华泰证券研究所

根据中国地理信息产业协会发布的《中国地理信息产业发展报告（2018）》，至2017年，全球对地观测领域的产值为500亿美元，预计到2020年产值将达到759亿美元，年复合增长率达14.9%。对地观测卫星上游部分预计在2017-2020年期间将以15.2%的复合年增长率快速增长，从2017年的154亿美元产值增加至2020年的236亿美元。未来几年上游领域的发展驱动因素主要包括整个地理信息价值链条的商业化、地理信息以及卫星传感器初创公司的出现、民营和公共部门利益相关者之间的合作等。下游对地观测服务部门产值将从2017年283亿美元增至2020年423亿美元，商业对地观测数据和解决方案的稳步增长得益于越来越多的政府部门和企业客户需求的增长。

图表9：地理信息产业链市场规模



资料来源：中国地理信息产业协会、华泰证券研究所

我国遥感卫星行业任重道远。相较于国外成熟的遥感卫星发展阶段及运营模式，我国目前的遥感卫星行业发展还处于初级阶段，商业模式主要以民用遥感卫星为主，以政府为主导。商业遥感卫星发展刚刚起步，行业内企业数量有限，产业集群还未形成，规模以上的企业更是凤毛麟角，产业规模和整体行业竞争力相对于国际巨头还存在明显差距，完整产业链的形成还有待进一步的发展和完善。根据国家测绘地理信息局统计年报数据，2011年至2016年间，我国测绘地理信息服务的5年平均增长率为15.19%，2016年市场规模达到946亿元。

图表10：我国测绘地理信息服务总值及年度增长率（2012-2016）



资料来源：国家测绘地理信息局、华泰证券研究所

政策+技术+供给松绑推动行业加速发展。2014年以来国家陆续颁布《国务院办公厅关于促进地理信息产业发展的意见》、《关于印发国家地理信息产业发展规划（2014-2020年）的通知》，促进行业加速发展。底层技术的进步有望加速行业发展，多源遥感数据源信息融合技术、协同反演技术和四维数据同化等前沿技术快速发展和应用，将快速推动遥感应用领域纵深化发展和广泛化扩延。遥感下游客户涉及农业、国土、林业、水利、气象、海洋、环境、减灾、统计、交通、教育等领域，需求持续存在，随着供给端国家产业政策

的放开，鼓励民营资本进入遥感行业，未来若干年卫星遥感及空间信息服务行业不论在上游端的遥感卫星的研究制造和发射，还是在中游的卫星平台的运维、数据测控，以及下游的应用系统的开发、专业技术及增值服务，都有望迎来快速成长期。

公司主要竞争对手为数字地球公司 (DigitalGlobe)、空中客车防务及航天公司、欧比特、中国四维和长光卫星。A股市场公司可比公司为北斗星通、四维图新、超图软件和欧比特。北斗星通和四维图新的业务主要与卫星导航相关，与公司从事的卫星遥感及空间信息服务行业分属不同领域。超图软件主要从事 GIS 软件及其他代理业务，与公司业务重合部分较小。欧比特目前主要从事嵌入式芯片业务，其 2017 年 6 月发射了“珠海一号”卫星星座首批微纳遥感卫星，遥感相关业务收入在报告期内对其影响较小。

图表11: A股可比公司主营业务

公司名称	主营业务
北斗星通	导航基础产品业务、汽车电子与导航业务、国防装备业务、基于位置的行业应用与运营服务业务
超图软件	GIS 基础平台软件业务、GIS 应用软件业务、云 GIS 和大数据业务
欧比特	微纳卫星星座及大数据业务、宇航电子业务、人脸识别与智能图像业务、智能测绘业务、大数据运维业务
四维图新	导航电子地图产品的研发、生产、销售和服务

资料来源：各公司年报、华泰证券研究所

公司是国内商业卫星遥感细分龙头

公司是中国第一家与国际技术领先的卫星系统研建机构合作并自主拥有和独立运控商用遥感卫星系统的国家级高新技术企业，是国内商业卫星遥感的开拓者。公司是行业内少数具有独立运控自有遥感卫星系统能力的商业公司，自主研发的遥感卫星智能观测与获取技术，能高效拍摄地球高质量影像，形成标准化产品，供应全球客户；公司开发的专有算法、模型和软件系统，能实现遥感影像的规模化自动处理、空间信息的智能解译分析、业务应用产品的柔性生产。同时，通过统筹全球主要的对地观测数据，与新一代卫星技术和人工智能、云计算、高速移动互联技术的深度融合，基于遥感数据与信息即时服务平台，为政府科学治理、资源与环境监测、国家安全和“数字中国”建设等领域以及国家重大需求提供空间信息综合应用服务和解决方案。

拟募资 8 亿元进行 6 大项目建设

公司拟公开发行不超过 6,065 万股募资，募投项目总投资额为 8.076 亿元，其中 1.775 亿元用于卫星对地观测数据获取能力提升建设项目，9970 万元用于遥感数据产品柔性生产系统建设项目，3.976 亿元用于空间大数据应用平台(一期)建设项目，3600 万元用于北美研发中心建设项目，4500 万元用于欧洲研发中心建设项目，4280 万元用于西部遥感卫星地面系统建设项目。拟投入募集资金金额为 7.986 亿元。

图表12: 世纪空间募投项目

项目名称	投资总额 (亿元)	拟投入募集资金金额 (亿元)	建设期	实施主体
卫星对地观测数据获取能力提升建设	1.775	1.775	3 年	世纪空间
遥感数据产品柔性生产系统建设	0.997	0.997	2 年	世纪空间
空间大数据应用平台(一期)建设	3.976	3.976	3 年	世纪空间
北美研发中心建设	0.45	0.36	3 年	世纪空间
欧洲研发中心建设	0.45	0.45	3 年	世纪空间
西部遥感卫星地面系统建设项目	0.428	0.428	3 年	四川遥感
总计	8.076	7.986	3 年	

资料来源：招股意向书、华泰证券研究所

可比公司与估值

实际空间在 A 股市场可比公司为北斗星通、四维图新、超图软件和欧比特。

北斗星通

地理信息产品服务领域，公司基础产品主要包括 GNSS 芯片、模块和板卡、导航定位天线及微波陶瓷介质元器件等基础类产品、导航终端及相关产品、移动通信基站及其天线产品、物联网终端软硬件产品等卫星导航定位产品。另外公司为海洋渔业、港口作业、环境监测及智慧城市等领域提供基于位置的信息系统应用解决方案与信息服务，提升其管理水平和管理效率。

四维图新

公司导航业务主要包括地图数据、数据编译以及导航软件。其中地图数据产品主要有：高精度地图、三维地图、卡车地图等重要产品；高速收费、限行限号等在线服务型产品；行人导航、停车场、室内地图、核心公交等多模态导航数据；以及包含点要素和道路要素的基础地图产品。

超图软件

公司提供 GIS 基础软件和 GIS 应用软件。GIS 基础软件是 IT 领域开发各行业地理信息相关应用的通用性平台软件。SuperMap GIS 系列软件是公司 GIS 基础软件产品线，广泛应用于上百个细分行业。商业模式主要通过集成在各行业应用开发商的解决方案中，提供给政府和大型企业等最终客户。根据公司年报，2017 年已有超过 700 家应用开发商合作伙伴，80% 的 GIS 基础软件订单来自合作伙伴。GIS 应用软件产品目前主要围绕大资源产品线、大环境产品线、大智慧产品线、大国防产品线四大产品线展开。

欧比特

公司宇航电子业务主要为航空航天、工业控制领域提供高可靠的核心元器件及部件(Soc、SIP、EMBC 等)。卫星大数据业务涵盖大数据采集、大数据产品、智能测绘、大数据运维等领域，在军民融合、智慧城市、国土资源等领域均有一定应用。2017 年 6 月，“珠海一号”2 颗视频试验卫星成功发射，并顺利完成了卫星调姿、数据回传等，回传的图像及视频质量较好。公司已基本完成了从卫星运营，到数据存储、数据处理、数据分发、数据分析、数据应用的完善的产业链布局。

根据 Wind 一致预期，可比公司 2018 年平均市盈率为 49 倍，2019 年平均市盈率为 40 倍，截至 2019 年 3 月 28 日平均市值 141 亿元。

图表 13：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价		预测 EPS			PE 2018	PE 2019	PE 2020
		(3 月 28 日)	总市值 (亿元)	2018	2019	2020			
002151.SZ	北斗星通	25.13	129						
300036.SZ	超图软件	17.06	76.7	0.55	0.72	0.96	32	24	18
300053.SZ	欧比特	11.41	80.1	0.24	0.32	0.43	46	35	27
002405.SZ	四维图新	21.36	280	0.31	0.35	0.43	67	61	49
	平均		141.45	0.37	0.46	0.61	49	40	31

注：可比公司 EPS 为 Wind 一致预期，北斗星通进 6 个月内无盈利预测

资料来源：Wind、华泰证券研究所

上市标准的选择上，公司选择标准为“预计市值不低于人民币 10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5,000 万元，或者预计市值不低于人民币 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元”。公司曾在 2016 年 1 月 6 日至 2016 年 12 月 5 日期间在新三板挂牌。公司最近一次股权转让是 2016 年 12 月 8 日，股权转让价格 13.05 元/股，对应当时市值 23.74 亿元。估值方式上，公司业务有稳定盈利，我们认为适合使用 PE 估值法进行估值。

风险提示

1. 科创板未能成功上市风险：存在未能在科创板上市的可能性；
2. 技术领先优势不能保持的风险：知识产权保护不当，核心技术人员流失，新产品推出不利等因素会侵蚀公司技术领先优势；
3. 卫星在轨运行稳定的风险：在轨卫星若因不可抗力无法运行，影响公司经营可持续性；
4. 行业风险：行业政策变动，行业竞争加剧等会影响公司盈利能力；
5. 商誉减值风险：截至 2018 年末，公司商誉的账面价值为 7758.02 万元，若北京天目未来经营不达预期引发商誉减值，影响公司业绩。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com