

中信证券研究部



**陈俊斌**  
 首席制造产业  
 分析师  
 S1010512070001

## 核心观点

**公司 2018 年实现 EPS 0.35 元，业绩低于预期。公司产品交付略低于我们预期，据此下调 2019/20 年 EPS 预测至 0.38/0.42 元（原预测为 0.42/0.47 元），给予 2021 年 EPS 预测 0.46 元。考虑到公司的行业地位和科研院所改制预期，维持“增持”评级，目标价 30 元。**

**■ 四季度收入下滑，全年业绩略低于预期。**公司 2018 年实现营收 75.83 亿元（+2.68%），归母净利 4.18 亿元（+1.96%），实现 EPS 0.35 元，业绩低于预期。或是由于产品交付节奏原因，四季度收入同比下滑 9.98%，但年度末在产品同比增加 26%。公司加大卫星应用领域研发投入，研发费用大幅增长 81%，利息收入减少导致财务费用增加 73%，坏账准备增加导致资产减值损失增加 112%，净利增速低于营收增速。随着北斗三号、鸿雁星座等天基系统建设推进，以及公司在卫星应用领域的持续拓展，公司业务发展前景向好。

**■ 宇航制造业务：小卫星制造龙头地位稳固，有望受益航天高密度发射。**2018 年主要卫星研制子公司航天东方红实现净利 3.08 亿元，同比增长 7.9%。卫星研制方面，2018 年公司成功发射全年成功发射 30 颗小/微小卫星，包括嫦娥四号中继卫星、中法海洋卫星、鸿雁星座首发星等，同时，在研型号推进有序，近百颗在轨卫星运行良好。部组件制造方面，星载、船载导航接收机的生产和交付如期进行，电源产品、高端紧固件完成了航空航天领域多项配套任务。2019 年航天发射次数预计将超 30 次，发射航天器超 50 颗，公司有望受益。

**■ 卫星应用业务：加大研发投入及市场开拓，发展前景持续向好。**卫星应用系统方面，信息链、“动中通”天线等产品实现批量订货，完成中外运北斗三号全球用户验证及数千套导航终端交付。卫星应用服务方面，完成广东海洋渔业一期等 30 余个系统项目，无人机及数据链产品实现销售，并持续将卫星应用服务推广至智慧城市、工业信息化领域。2018 年公司研发支出 2.65 亿元，主要投入大数据公共服务平台、卫星应急通信试验系统、北斗三代技术平台研制等项目。随着研发投入及市场开拓力度的加大，公司卫星应用业务发展有望提速。

**■ 集团改革稳步推进，资产注入值得期待。**航天科技集团被纳入创建“世界一流”示范企业，未来有望加快推进旗下企业混改、员工持股、股权激励等工作进度。公司作为航天五院卫星相关业务上市平台，有较强的相关科研院所资产注入预期，随着资产证券化率的进一步提升，有望成为五院卫星制造及相关卫星应用业务的整合平台，若注入实现，则公司业绩有望得到大幅增厚，同时竞争力或将进一步增强。

**■ 风险因素：**科研院所改制推进不达预期；卫星应用业务拓展不达预期；资产注入不达预期等。

**■ 投资建议：**公司产品交付略低于我们预期，据此下调 2019/20 年 EPS 预测至 0.38/0.42 元（原预测为 0.42/0.47 元），给予 2021 年 EPS 预测 0.46 元。当前价 26.18 元，对应 2019/20/21 年 PE 分为 68/63/57 倍。考虑到公司的行业地位和科研院所改制预期，维持“增持”评级，目标价 30 元（对应 2019 年 78 倍 PE 估值）。

<b>中国卫星</b>	<b>600118</b>
<b>评级</b>	<b>增持（维持）</b>
当前价	26.18 元
目标价	30 元
总股本	1,182 百万股
流通股本	1,182 百万股
52 周最高/最低价	26.2/15.24 元
近 1 月绝对涨幅	34.81%
近 6 月绝对涨幅	38.52%
近 12 月绝对涨幅	23.38%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,385.23	7,583.02	8,755.79	10,214.53	11,997.79
营业收入增长率	17%	3%	15%	17%	17%
净利润(百万元)	409.60	417.64	451.98	491.03	539.08
净利润增长率	3%	2%	8%	9%	10%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.35	0.35	0.38	0.42	0.46
毛利率%	13%	14%	14%	13%	13%
净资产收益率 ROE%	7.90%	7.63%	7.80%	8.00%	8.28%
每股净资产（元）	4.38	4.63	4.90	5.19	5.51
PE	75	75	68	63	57
PB	6	6	5	5	5

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 19 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,385	7,583	8,756	10,215	11,998	货币资金	2,602	3,057	4,378	5,056	5,880
营业成本	6,429	6,550	7,571	8,850	10,421	存货	1,105	1,297	1,342	1,614	1,937
毛利率	12.95%	13.63%	13.53%	13.36%	13.15%	应收账款	2,667	2,696	3,152	3,714	4,406
营业税金及附加	23	25	28	33	39	其他流动资产	815	854	1,001	1,172	1,386
销售费用	76	87	102	119	140	流动资产	7,188	7,903	9,873	11,556	13,609
营业费用率	1.03%	1.15%	1.16%	1.16%	1.17%	固定资产	1,252	1,159	1,067	975	885
管理费用	349	317	385	450	532	长期股权投资	38	53	53	53	53
管理费用率	4.72%	4.19%	4.40%	4.41%	4.43%	无形资产	618	606	606	606	606
财务费用	(27)	(7)	(8)	16	41	其他长期资产	647	711	736	765	798
财务费用率	-0.37%	-0.10%	-0.09%	0.15%	0.34%	非流动资产	2,556	2,528	2,461	2,399	2,342
投资收益	5	9	11	12	14	资产总计	9,743	10,432	12,335	13,956	15,951
营业利润	558	530	594	646	701	短期借款	282	207	977	1,542	2,270
营业利润率	7.55%	6.99%	6.79%	6.32%	5.84%	应付账款	2,150	2,892	3,331	3,933	4,677
营业外收入	4	2	2	3	3	其他流动负债	788	528	827	859	925
营业外支出	0	0	0	0	0	流动负债	3,221	3,626	5,135	6,334	7,873
利润总额	562	532	596	648	703	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	69	63	72	78	84	其他长期负债	200	171	171	171	171
所得税率	12.26%	11.82%	12.00%	12.00%	12.00%	非流动性负债	200	171	171	171	171
少数股东损益	84	51	73	79	80	负债合计	3,421	3,797	5,305	6,505	8,043
归属于母公司股东的净利润	410	418	452	491	539	股本	1,182	1,182	1,182	1,182	1,182
净利率	5.55%	5.51%	5.16%	4.81%	4.49%	资本公积	1,640	1,640	1,640	1,640	1,640
						归属于母公司所有者权益合计	5,185	5,472	5,794	6,136	6,513
						少数股东权益	1,138	1,162	1,235	1,315	1,394
						股东权益合计	6,322	6,635	7,029	7,451	7,908
						负债股东权益总计	9,743	10,432	12,335	13,956	15,951

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	562	532	596	648	703
所得税支出	-69	-63	-72	-78	-84
折旧和摊销	206	240	112	114	117
营运资金的变化	-1,086	143	89	-371	-419
其他经营现金流	16	15	-18	4	27
经营现金流合计	-371	868	708	317	343
资本支出	-283	-173	-45	-52	-60
投资收益	5	9	11	12	14
其他投资现金流	-15	-9	0	0	0
投资现金流合计	-293	-173	-34	-40	-46
发行股票	186	5	0	0	0
负债变化	2,041	2,131	770	566	728
股息支出	-130	-130	-130	-149	-162
其他融资现金流	-2,589	-2,251	8	-16	-41
融资现金流合计	-491	-245	647	401	525
现金及现金等价物净增加额	-1,156	449	1,321	678	823

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	16.54%	2.68%	15.47%	16.66%	17.46%
营业利润增长率	19.38%	-4.96%	12.09%	8.70%	8.49%
净利润增长率	3.00%	1.96%	8.22%	8.64%	9.78%
毛利率	12.95%	13.63%	13.53%	13.36%	13.15%
EBITDA Margin	0.00%	0.00%	7.17%	6.84%	6.51%
净利率	5.55%	5.51%	5.16%	4.81%	4.49%
净资产收益率	7.90%	7.63%	7.80%	8.00%	8.28%
总资产收益率	4.20%	4.00%	3.66%	3.52%	3.38%
资产负债率	35.11%	36.40%	43.01%	46.61%	50.43%
所得税率	12.26%	11.82%	12.00%	12.00%	12.00%
股利支付率	31.76%	31.14%	33.00%	33.00%	33.00%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。