

2019年12月18日

# 航天宏图 (688066.SH)

## 动态分析

### 卫星导航业务受益北斗三号核心星座组网完成

#### 投资要点

- ◆ **北斗三号核心星座部署完成，实现全球服务的跨越：** 2019年12月16日，中国在西昌卫星发射中心“一箭双星”再次成功发射两颗“北斗卫星”，北斗三号全球系统24颗中圆地球轨道卫星全部成功发射。至此，北斗三号全球系统核心星座部署完成，标志着北斗全球服务能力全面实现。
- ◆ **公司是国内领先的遥感和北斗导航应用服务商：** 航天宏图公司是国内领先的遥感和北斗导航卫星应用服务商。公司的主要业务可以划分为系统设计开发，自有软件平台销售、数据分析应用服务三大块。在北斗导航应用领域，公司借助参与北斗三号导航卫星项目，依托公司自主的PIE-MAP平台，具备很强的技术和经验壁垒。
- ◆ **航天宏图受益于北斗三号核心星座部署完成：** 北斗三号核心星座组网完成，标志我国北斗卫星导航系统全面建成。北斗导航空间基础设施建设取得突破性进展，导航应用市场前景巨大。公司依托有自主知识产权的核心基础软件PIE和PIE-MAP，为下游政府和行业客户提供卫星遥感和北斗数据应用分析服务。公司掌握了卫星遥感和北斗处理软件的核心技术，自主可控为公司发展带来新动力，未来前景广阔。
- ◆ **投资建议：** 我们预测公司2019、2020、2021年EPS分别为0.56、0.98和1.45元。经过前期科创板的调整后，公司对应PE已经下降为70、40、27倍，估值趋于合理。北斗三号核心星座组网完成，卫星导航应用软件的需求增长更加明确。因此，我们上调投资评级至“买入-B”。
- ◆ **风险提示：** 1，北斗系统潜在需求不及预期。2，软件开发进度受阻。

#### 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	296.3	423.3	614.6	881.9	1,171.9
同比增长(%)	52.0%	42.8%	45.2%	43.5%	32.9%
营业利润(百万元)	55.2	76.1	108.0	189.3	281.2
同比增长(%)	50.3%	37.9%	41.9%	75.3%	48.5%
净利润(百万元)	47.6	63.6	93.1	162.6	241.2
同比增长(%)	45.3%	33.6%	46.4%	74.6%	48.4%
每股收益(元)	0.29	0.38	0.56	0.98	1.45
PE	137.6	103.0	70.3	40.3	27.1
PB	15.7	13.7	5.1	4.5	3.9

数据来源：贝格数据、华金证券研究所

计算机 | 行业应用软件 III

投资评级

**买入-B(上调)**

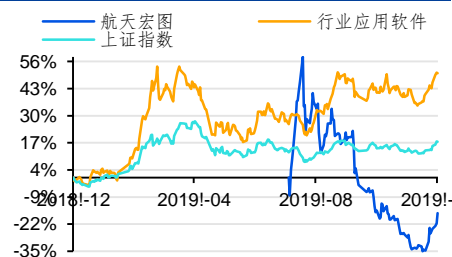
股价(2019-12-18)

39.45元

#### 交易数据

总市值(百万元)	6,548.04
流通市值(百万元)	1,485.18
总股本(百万股)	165.98
流通股本(百万股)	37.65
12个月价格区间	30.20/77.89元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.82	-31.05	-16.13
绝对收益	16.17	-29.74	

分析师

王轶铭

 SAC执业证书编号：S0910519030001  
 wangyiming@huajinsec.cn

#### 相关报告

航天宏图：自主可控的卫星遥感和北斗应用服务商 2019-09-02

## 内容目录

一、北斗三号核心星座部署完成，导航应用软件需求提升.....	3
1、北斗三号核心星座部署完成，实现全球服务的跨越.....	3
2、航天宏图（688066）是国内领先的遥感和北斗导航应用服务商.....	3
3、航天宏图受益于北斗三号核心星座部署完成.....	4
二、投资建议.....	5
1、收入预测及假设.....	5
2、投资建议：上调投资评级至“买入-B”.....	5
风险提示：.....	6

## 图表目录

图 1：北斗三号全球卫星导航系统核心星座部署成功.....	3
图 2：北斗军事化应用系统.....	4
图 3：北斗全球定位导航授时服务系统.....	4
表 1：航天宏图主营业务收入假设表.....	5

## 一、北斗三号核心星座部署完成，导航应用软件需求提升

2019年12月16日，中国在西昌卫星发射中心“一箭双星”再次成功发射两颗“北斗卫星”，北斗三号全球系统24颗中圆地球轨道卫星全部成功发射。至此，北斗三号全球系统核心星座部署全面完成。

### 1、北斗三号核心星座部署完成，实现全球服务的跨越

北斗三号全球系统核心星座部署完成，标志着北斗全球服务能力全面实现。今后在全球任意位置、任何时间都能看到五、六颗北斗导航卫星，北斗系统可以为全球用户提供性能优异的导航服务。

图1：北斗三号全球卫星导航系统核心星座部署成功



资料来源：新华社、华金证券研究所

北斗导航系统目前已经广泛应用于交通运输、农林渔业、减灾救灾及大众领域，并且已经走出国门为印尼、科威特、乌干达、巴基斯坦等国提供服务。伴随着北斗三号系统的组网完成，未来应用领域和区域势必将不断扩大，对于导航应用基础软件以及相关数据服务存在着广泛需求。

### 2、航天宏图（688066）是国内领先的遥感和北斗导航应用服务商

航天宏图公司是国内领先的遥感和北斗导航卫星应用服务商。公司的主要业务为主要业务可以划分为系统设计开发，自有软件平台销售、数据分析应用服务三大块。在北斗导航应用领域，

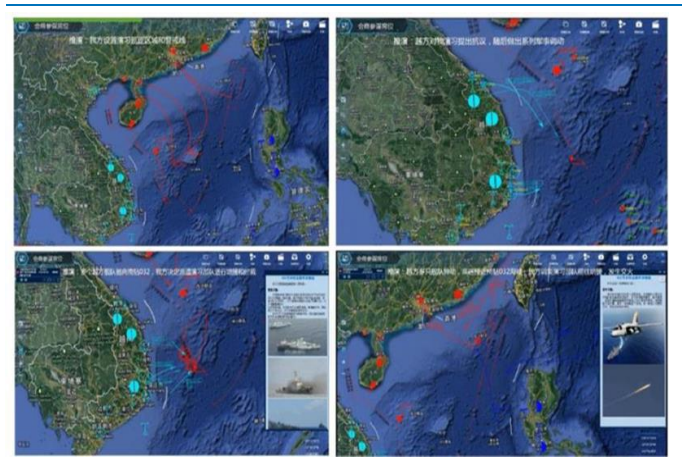
公司借助参与北斗三号导航卫星项目，依托公司自主的 PIE-MAP 平台，具备很强的技术和经验壁垒。

公司深度参与了北斗三号工程建设工作。公司承担了多个核心业务包括：

- 1、解决导航时频数据管理与应用。
- 2、系统状态监测评估。
- 3、提供系列导航数据产品并提升北斗服务能力。

目前公司在北斗领域主要专注于北斗卫星军事化应用系统。公司为军队用户开发了北斗指挥控制系统、北斗态势综合应用系统以及战场环境信息服务系统。以北斗指挥系统为例，公司开发的指挥控制系统可满足各级指挥机构和用户联合使用北斗卫星导航定位的需要，提高指挥保障能力。

图 2：北斗军事化应用系统



资料来源：招股说明书、华金证券研究所

图 3：北斗全球定位导航授时服务系统



资料来源：招股说明书、华金证券研究所

### 3、航天宏图受益于北斗三号核心星座部署完成

公司已经开始提供导航授时功能相关软件的定制开发服务。该业务是为军队、民政等行业客户提供导航授时功能相关软件的定制开发服务，而非运营服务。具体服务如下：

- 1.北斗短报文传输功能，实现短报文信息解码、压缩和信息上传、接收功能；
- 2.北斗位置监控功能，提供人员、车辆或物资的位置监控服务；
- 3.高精度定位功能，利用精密服务产品处理技术，实现厘米级、毫米级定位增强；
- 4.导航产品信息服务功能，实现对各类信息产品的可视化展现、推送和发布服务。

公司借助参与北斗三号导航卫星项目，依托公司自主的 PIE-MAP 平台，拓展了北斗导航业务领域，伴随北斗导航系统应用越来越广泛，这项业务将成为公司新的增长点。

北斗三号系统组网完成后，使其在全球范围内的实际应用更加具备竞争力。伴随着北斗导航系统市场的不断拓宽，公司长期以来专注开发的北斗导航系统基础软件及相关数据信息服务需求也会大幅增长。公司是北斗系统组网完成的直接受益方。

## 二、投资建议

### 1、收入预测及假设

我们根据以下假设和信息对公司 2019-2021 年的主营业务收入做出预测如下：

- 1、截至 2019 年 5 月（第二次问询回复日），公司在手订单合计 3.90 亿元。
- 2、公司项目自合同立项至提交验收的期限平均一般为 0.5-1.5 年。
- 3、公司募投项目实施进展顺利。

表 1：航天宏图主营业务收入假设表

		2017A	2018	2019E	2020E	2021E
系统设计开发	收入(百万)	279	364	533	770	1,025
	YOY	93%	30%	47%	44%	33%
	毛利率	59%	60%	59%	60%	60%
数据分析应用 服务	收入(百万)	13	40	52	67	84
	YOY	-56%	213%	30%	30%	25%
	毛利率	57%	55%	55%	55%	55%
自有软件销售	收入(百万)	5	20	30	45	63
	YOY	-78%	311%	50%	50%	40%
	毛利率	98%	98%	97%	97%	97%
合计	收入(百万)	296	423	615	882	1,172
	YOY	52%	43%	45%	43%	33%
	毛利率	60%	62%	61%	61%	62%

资料来源：公司公告、华金证券研究所

### 2、投资建议：上调投资评级至“买入-B”

北斗三号核心星座组网完成，标志我国北斗卫星导航系统全面建成。北斗导航空间基础设施建设取得突破性进展，导航应用市场前景巨大。公司依托有自主知识产权的核心基础软件 PIE 和 PIE-MAP，为下游政府和行业客户提供卫星遥感和北斗数据应用分析服务。公司掌握了卫星遥感和北斗处理软件的核心技术，自主可控为公司发展带来新动力，未来前景广阔。

**投资建议：**我们预测公司 2019、2020、2021 年 EPS 分别为 0.56、0.98 和 1.45 元。经过前期科创板的调整后，公司对应 PE 已经下降为 70、40、27 倍，估值趋于合理。北斗三号核心星座组网完成，卫星导航应用软件的需求打开。因此，我们上调公司投资评级至“买入-B”。

## 风险提示：

- 1，北斗系统潜在需求不及预期。
- 2，软件开发进度受阻。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	296.3	423.3	614.6	881.9	1,171.9	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	119.6	162.1	241.9	341.8	450.2	营业收入增长率	52.0%	42.8%	45.2%	43.5%	32.9%
营业税费	0.7	1.3	2.2	3.1	4.1	营业利润增长率	50.3%	37.9%	41.9%	75.3%	48.5%
销售费用	23.3	44.6	73.8	105.8	140.6	净利润增长率	45.3%	33.6%	46.4%	74.6%	48.4%
管理费用	48.1	63.7	155.2	210.1	267.5	EBITDA 增长率	29.5%	36.9%	45.1%	40.7%	32.3%
财务费用	1.9	2.0	4.6	2.8	-0.7	EBIT 增长率	29.1%	36.7%	-9.5%	70.6%	46.0%
资产减值损失	14.0	27.7	29.0	29.0	29.0	NOPLAT 增长率	45.1%	38.2%	43.9%	70.2%	46.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	23.4%	36.0%	55.8%	77.9%	6.2%
投资和汇兑收益	0.5	0.5	-	-	-	净资产增长率	96.5%	15.0%	168.3%	12.4%	16.5%
<b>营业利润</b>	55.2	76.1	108.0	189.3	281.2	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	-0.3	-1.5	-0.8	-0.9	-1.1	毛利率	59.6%	61.7%	60.6%	61.2%	61.6%
<b>利润总额</b>	54.9	74.6	107.2	188.4	280.1	营业利润率	18.6%	18.0%	17.6%	21.5%	24.0%
减:所得税	8.7	11.1	16.1	28.7	42.1	净利润率	16.1%	15.0%	15.1%	18.4%	20.6%
<b>净利润</b>	47.6	63.6	93.1	162.6	241.2	EBITDA/营业收入	32.5%	31.1%	31.1%	30.5%	30.4%
						EBIT/营业收入	30.7%	29.4%	18.3%	21.8%	23.9%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	26.2%	38.5%	33.1%	23.6%	22.5%
货币资金	199.7	209.6	840.7	560.6	740.6	负债权益比	35.6%	62.7%	49.5%	30.9%	29.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.96	2.73	8.09	5.05	6.04
应收帐款	284.7	436.9	586.4	899.5	1,063.4	速动比率	3.71	2.47	7.70	4.63	5.63
应收票据	-	6.0	4.2	10.5	9.0	利息保障倍数	46.93	62.61	24.36	68.33	-401.42
预付帐款	3.9	4.8	11.3	11.0	16.9	<b>营运能力</b>					
存货	32.2	69.1	73.5	133.9	135.3	固定资产周转天数	20	18	95	108	59
其他流动资产	1.4	2.9	5.0	3.1	3.7	流动营业资本周转天数	234	225	235	251	252
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	494	532	659	641	551
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	293	307	300	303	301
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	40	43	42	42	41
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	536	572	792	779	625
固定资产	19.1	22.3	301.9	228.9	155.2	投资资本周转天数	247	226	229	270	269
在建工程	-	-	10.8	8.6	6.9	<b>费用率</b>					
无形资产	4.7	5.7	1.8	-	-	销售费用率	7.9%	10.5%	12.0%	12.0%	12.0%
其他非流动资产	19.7	22.8	87.8	37.4	42.5	管理费用率	16.2%	15.0%	25.3%	23.8%	22.8%
<b>资产总额</b>	565.4	780.2	1,923.4	1,893.5	2,173.5	财务费用率	0.7%	0.5%	0.8%	0.3%	-0.1%
短期债务	27.3	59.0	-	-	-	三费/营业收入	24.8%	26.1%	38.0%	36.1%	34.8%
应付帐款	19.5	42.2	45.0	82.3	82.6	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	11.4%	13.3%	7.2%	11.2%	14.3%
其他流动负债	85.2	165.8	143.2	238.3	243.2	ROA	8.2%	8.1%	4.7%	8.4%	11.0%
长期借款	-	-	118.8	-	-	ROIC	26.4%	29.6%	31.3%	34.2%	28.1%
其他非流动负债	16.4	33.6	330.0	126.7	163.4	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	148.3	300.7	636.9	447.3	489.3	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-0.2	0.9	-1.1	-3.8	-7.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	124.5	124.5	166.0	166.0	166.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	292.8	354.1	1,121.5	1,284.1	1,525.3						
<b>股东权益</b>	417.1	479.5	1,286.5	1,446.3	1,684.3						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.29	0.38	0.56	0.98	1.45
净利润	46.2	63.5	93.1	162.6	241.2	BVPS(元)	2.51	2.88	7.76	8.74	10.19
加:折旧和摊销	6.0	10.9	78.6	76.9	75.5	PE(X)	137.6	103.0	70.3	40.3	27.1
资产减值准备	14.0	27.7	-	-	-	PB(X)	15.7	13.7	5.1	4.5	3.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	585.6	460.8	-368.6	-20.0	34.8
财务费用	2.1	1.9	4.6	2.8	-0.7	P/S	22.1	15.5	10.7	7.4	5.6
投资损失	-0.5	-0.5	-	-	-	EV/EBITDA	49.0	36.0	30.0	22.1	16.2
少数股东损益	-1.4	-0.1	-2.0	-2.8	-3.2	CAGR(%)	51.2%	55.3%	42.3%	51.2%	55.3%
营运资金的变动	-33.8	-64.1	50.8	-398.0	-133.5	PEG					
<b>经营活动产生现金流量</b>	32.8	39.3	225.2	-158.5	179.3	ROIC/WACC	2.7	1.9	1.7	0.8	0.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	4.1	-11.5	225.2	-158.5	179.3						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-13.1	-14.7	-365.1	-	-						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王轶铭声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。



### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn