

中航证券金融研究所

分析师: 张超

证券执业证书号: S0640519070001

研究助理: 王宏涛

证券执业证书号: S0640118100010

研究助理: 宋博

证券执业证书号: S0640118080024

电话: 010-59562519

邮箱: wanght@avicsec.com

## 中国卫通（601698）2019 年报点评： 全球卫星通信市场竞争激烈，公司加快推动新 业务开拓

行业分类：国防军工

2020 年 4 月 20 日

公司投资评级	持有
当前股价(2020.4.17)	16.30

基础数据 (2020.4.17)	
上证指数	2838.49
总股本 (亿股)	40.00
流通 A 股 (亿股)	4.00
资产负债率	15.68%
ROE	3.95%
PE (TTM)	146.07
PB (LF)	5.77



➤ **事件:** 公司 4 月 17 日公告, 2019 年营收 27.34 亿元 (+1.49%), 归母净利润 4.46 亿元 (+6.73%), 毛利率 39.88% (-4.07pcts), 净利润率 25.23% (-2.44pcts)。

➤ **投资要点:**

● **公司营收实现稳健增长，新发射卫星折旧等因素导致毛利率下滑**

报告期内, 公司营业收入为 27.34 亿元 (+1.49%), 总体保持了稳健增长, 主要原因为公司境内收入保持了稳健增长, 同时高通量卫星业务增加所致。公司毛利率 (39.88%, -4.07pcts) 出现下滑, 主要原因为公司 2019 年新发射中星 6C 卫星引起累计折旧、测控费、运营费等增加影响, 导致营业成本 (16.44 亿元, +8.86%) 增速超过营收增速所致。

费用方面, 受公司业务发展增加人员等影响人工成本增加, 公司管理费用占营收比例 (9.79%, +1.25pcts) 出现明显提升, 同时公司在卫星应用相关研发项目上加大研发投入, 研发费用达 0.75 亿元 (+39.85%)。报告期末, 公司货币资金达到 40.86 亿元, 较上期期末增长 55.62%, 主要原因为公司收到上市募集资金及因中星 18 号卫星项目失利获得的保险赔款。

● **全球卫星通信市场竞争激烈，公司境内卫星通信运营服务业务营收保持稳定增长**

公司是中国航天科技集团有限公司从事卫星运营服务业的核心专业子公司, 具有国家基础电信业务经营许可证和增值电信业务经营许可证, 是我国唯一拥有通信卫星资源且自主可控的卫星通信运营企业。公司主营业务为卫星空间段运营及综合信息服务等相关应用服务。截至报告期末, 公司运营管理着 15 颗商用通信广播卫星, 拥有的卫星转发器资源涵盖 C 频段、Ku 频段以及 Ka 频段等, 是亚洲第二大、世界第六大固定通信卫星运营商。

从公司营收的分布地域来看, 公司 2019 年境外业务收入同比下滑 5.90%, 毛利率同比下降 7.54 个百分点。公司负责境外卫星运营业务的子公司亚太卫星披露是收入及毛利率下滑原因是由于 2019 年全球和亚太地区的卫星转发器市场持续低迷, 卫星广播电视及卫星通信业务需求增长乏力, 供大于求导致通信卫星转发器带宽出租费用出现大幅下滑所致, 同时亚太卫星展望未来海外转发器市场仍将

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航资本大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59562524

传真: 010-59562637

处于供大于求的状态。反观国内市场，区别于境外业务收入的下滑，公司2019年境内收入达17.87亿元(+5.90%)，延续了近三年的稳定增长态势。我们认为主要原因一方面是由于我国境内通信卫星运营行业具有一定的准入门槛和前置条件（如禁止外商参与），另一方面是在传统的C频段资源供给大于需求背景下，公司在2017年发射了中星16号高通量通信卫星，该发射是我国首次将高通量卫星资源投入到商业应用领域，成功拓展了我国卫星通信业务的市场规模。

● 中星18号项目失利难阻公司继续在高通量卫星业务领域布局，亚太6D卫星发射有望改变公司境外业务下滑趋势

2019年8月，中星18号卫星在西昌卫星发射中心成功发射升空，星箭分离正常，但卫星工作异常。中星18号卫星的所有权及风险自发射时点起转移至公司。公司于2019年11月公告披露未能与中星18号卫星建立有效连接，后续与卫星建立连接的可能性很低，即使重新建立连接，卫星也不具备正常通信服务能力。截至2019年12月31日，公司已收到保险赔偿款2.5亿美元，同时公司披露中星18号卫星保险赔付款将用于后续卫星资源建设项目。

我们认为，中星18号项目的失利虽然会延误公司在高通量卫星业务的布局，但在传统卫星转发器租赁市场处于供大于求的状态下，公司继续拓展高通量卫星业务的方向也不会发生改变。在2020年3月，航天科技集团披露，航天科技五院抓总研制的亚太星通全球高通量宽带卫星通信系统的首发星，亚太6D高通量通信卫星（亚太6D卫星由公司及亚太卫星在国内的联营公司亚太星通投资建设）通过出厂预评审，计划于2020年发射。我们预计亚太6D卫星的发射将是公司在高通量卫星业务全球布局的重要一步，也将有望改善公司在境外卫星通信运营业务收入的下滑趋势。

● 稳步推进行业应用平台建设，高通量卫星海洋服务产品已上线

公司当前在巩固传统转发器租售业务市场外，开始加快推动新业务开拓，稳步推进行业应用平台建设。现有业务方面，公司披露报告期内，境内卫星广播电视业务总体保持平稳，实现部分省市的电视节目在南海的覆盖及村村通业务备份，同时公司大力开发广播电视台传输卫星增量业务，高清上星节目取得新进展，通信业务也保持了持续增长，出色完成了相关应急通信保障工作。而在境外，公司大力开发东南亚、欧洲等区域新市场，获取了新的业务用户，并实现了重点项目的扩容。

新业务开拓方面，公司开始稳步推进行业应用平台建设，特别是在船载重点市场方面，2020年4月11日，航天科技集团披露，公司子公司鑫诺公司“海星通”高通量卫星海洋服务产品已经正式上线，该产品利用中星16号卫星资源，可提供高速率的宽带通信服务，为不同类型船舶提供更高质量的海洋卫星通信服务，助力海洋卫星通信产业优化升级，我们认为该产品的推出也有望成为公司2020年新的营收增长点。

➤ 投资建议

我们认为，公司作为世界第六大固定通信卫星运营商，依靠其在国内卫星通信行业内兼具的卫星资源优势及技术竞争力，有望助力公司成为国内卫星通信行业的领军者；中星18号项目虽然失利，但难阻公司继续在高通量卫星业务领域布局，亚太6D卫星的发射将有望改变公司境外业务下滑的趋势；公司积极推进行业应用平台建设，“海星通”产品的推广有望为公司打开新的业绩增长点。

基于以上观点，我们预计公司2020-2022年的营业收入分别为28.41亿元、30.40亿元和33.15亿元，归母净利润分别为4.53亿元、4.84亿元、5.28亿元，EPS分别为0.11元、0.12元、0.13元，当前股价分别对应148倍、136倍及125倍PE。

➤ 风险提示：卫星发射存在失败风险；卫星在轨工作中存在出现故障的风险；国内外卫星通信市场开拓不及预期。

➤ 盈利预测:

单位:亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	26.94	27.34	28.41	30.40	33.15
增长率(%)	2.79	1.49	3.90	7.01	9.03
归属母公司股东净利润	4.18	4.46	4.53	4.84	5.28
增长率(%)	7.40	6.73	1.56	6.66	9.13
每股收益(EPS)	0.12	0.12	0.11	0.12	0.13

数据来源: WIND, 中航证券金融研究所



## ◆ 2015-2019 年公司年报主要财务数据

**图 1：公司年报营业收入及增速（单位：亿元；%）**


资料来源：WIND，中航证券金融研究所

**图 3：公司年报三费情况（单位：百万元）**


资料来源：WIND，中航证券金融研究所

注：表中管理费用中包含研发费用

**图 5：公司近年各主营业务收入情况（亿元；亿元）**


资料来源：WIND，中航证券金融研究所

**图 2：公司年报归母净利润及增速（单位：亿元；%）**


资料来源：WIND，中航证券金融研究所

**图 4：公司年报研发投入及其占营收比例情况(单位：百万元；%)**


资料来源：WIND，中航证券金融研究所

**图 6：公司近年主要业务毛利率情况（单位：%；%）**


资料来源：WIND，中航证券金融研究所

<b>报表预测</b>				
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
营业收入	2734.19	2840.89	3040.03	3314.50
减: 营业成本	1643.74	1708.62	1818.34	1991.01
营业税金及附加	19.95	19.32	21.58	24.20
销售费用	52.03	53.41	58.67	62.98
管理费用	267.79	278.69	310.39	329.13
财务费用	-31.39	-37.19	-59.44	-79.38
资产减值损失	0.00	60.00	60.00	60.00
加: 投资收益	-39.50	3.21	4.21	5.12
公允价值变动损益	-4.26	-4.26	-4.26	-4.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>733.42</b>	<b>756.99</b>	<b>830.44</b>	<b>927.42</b>
加: 其他非经营损益	73.27	99.41	99.40	99.40
<b>利润总额</b>	<b>806.69</b>	<b>856.39</b>	<b>929.83</b>	<b>1026.82</b>
减: 所得税	116.85	131.79	141.75	155.73
<b>净利润</b>	<b>689.84</b>	<b>724.60</b>	<b>788.08</b>	<b>871.09</b>
减: 少数股东损益	243.42	271.22	304.51	343.38
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>446.42</b>	<b>453.38</b>	<b>483.57</b>	<b>527.71</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
货币资金	4085.75	5558.61	6928.63	8672.08
应收和预付款项	426.92	411.96	467.35	533.21
存货	14.24	18.30	21.68	22.81
其他流动资产	1008.14	722.25	888.57	926.31
长期股权投资	403.87	403.87	403.87	403.87
投资性房地产	357.55	365.11	363.23	362.91
固定资产和在建工程	9558.18	8728.77	7893.96	7058.00
无形资产和开发支出	1452.83	1422.57	1392.31	1362.05
其他非流动资产	849.93	994.46	1108.28	1231.40
<b>资产总计</b>	<b>18157.41</b>	<b>18625.89</b>	<b>19467.88</b>	<b>20572.64</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1748.85	1975.49	2046.65	2262.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1098.53	1137.69	1120.43	1138.56
<b>负债合计</b>	<b>2847.38</b>	<b>3113.18</b>	<b>3167.09</b>	<b>3400.75</b>
股本	4000.00	4000.00	4000.00	4000.00
资本公积	5874.71	5874.71	5874.71	5874.71
留存收益	1263.46	1716.84	2200.41	2728.12
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>11303.08</b>	<b>11591.55</b>	<b>12075.11</b>	<b>12602.82</b>
少数股东权益	4006.94	4278.16	4582.68	4926.06
<b>股东权益合计</b>	<b>15310.02</b>	<b>15869.71</b>	<b>16657.79</b>	<b>17528.88</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>18157.41</b>	<b>18982.89</b>	<b>19824.88</b>	<b>20929.64</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
经营活动现金流净额	1963.31	2148.51	1448.86	1806.16
投资活动现金流净额	-1834.82	-171.47	-131.03	-141.68
筹资活动现金流净额	585.61	-147.18	52.20	78.97
<b>现金流量净额</b>	<b>734.47</b>	<b>1829.86</b>	<b>1370.03</b>	<b>1743.45</b>

数据来源: WIND, 中航证券金融研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。  
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。  
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。  
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。  
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

张超，SAC执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

### 免责声明：

本报告并非针对意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印件给任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。