

## 中国卫星 (600118) 2020 年报点评: 研发投入占收入比超过 7%, 蓄能卫星下游应用 终端软硬件市场

行业分类: 国防军工

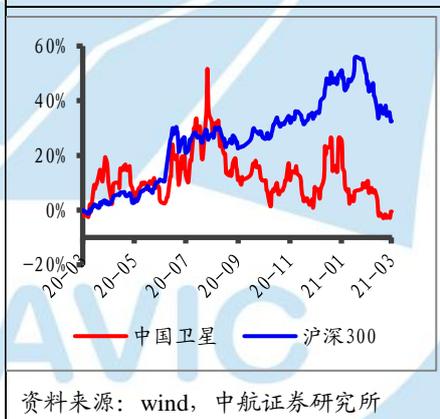
2021 年 3 月 26 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.3.25)	29.75
目标股价	40.00

### 基础数据 (2021.3.25)

上证指数	3363.59
总股本 (亿股)	11.82
流通 A 股 (亿股)	11.82
资产负债率	33.20%
ROE (摊薄)	5.99%
PE (TTM)	99.51
PB (LF)	5.96

公司近一年与沪深 300 走势对比图



➤ **事件:** 公司 3 月 25 日公告, 2020 年营业收入 70.07 亿元 (+8.42%), 归母净利润 3.54 亿元 (+5.34%), 毛利率 13.80% (-0.69cts), 净利率 6.09% (+0.08pcts)。

➤ **投资要点:**

● **疫情影响有限, 业务稳中有进**

2020 年, 面对复杂多变的市场环境和繁重艰巨的各项任务, 公司坚持稳中求进总基调, 各项工作有序开展。公司 2020 年营业收入 70.07 亿元 (+8.42%)、归母净利润 3.54 亿元 (+5.34%) 平稳上升, 营业利润 4.77 亿元 (+15.34%), 增速较快。

具体到业务层面, 公司业务可分为宇航制造及卫星应用两大类业务。

宇航制造业务主要包括航天器系统集成商和部组件提供商, 主要经营主体为子公司航天东方红及钛金科技等。其中, 航天东方红是公司小卫星及微小卫星制造业务的主要经营主体, 2020 年净利润为 2.75 亿元 (+1.50%), 略有增长; 钛金科技主要业务为钛合金紧固件, 目前钛金科技正在进行钛合金紧固件二期项目建设, 2020 年高端紧固件完成 1100 万余件, 同比增长 28.35%。

卫星应用业务主要包括系统集成与产品制造、卫星综合应用与服务、智慧城市三大类, 主要经营主体为子公司航天恒星科技等。航天恒星科技 2020 年营业收入 23.30 亿元 (+13.10%), 净利润为 1.28 亿元 (+10.94%), 表明公司在卫星下游应用市场拓展上取得了一定进展。

● **研发投入持续增加, 深度布局卫星应用, 为未来蓄能**

从研发费用看, 公司 2020 年研发费用占营收比例 (2.57%, +0.86pcts), 较上年同期增加 59.17%。从研发总投入看 (包含资本化投入), 研发投入总额占营业收入比例 2020 年为 7.32% (+0.88pcts)。主要原因为公司为了提高核心竞争力, 持续进行技术和产品迭代创新, 加大研发投入, 继续研发投入 Anovo3.0 卫星通信系统、导航芯片、基于北斗时空基准服务的工业互联网安全保障平台等项目。其中 Anovo 卫星通信系统为公司拟打造具有国际先进水平、自主可控的高通量卫星通信领域产品和服务平台; 导航芯片中宇航 SOC 芯片完成流片, 专用 SOC 芯片完成研制开发; 完成北斗时空基

股市有风险 入市须谨慎

中航证券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

准服务业务软件 v1.0 版框架开发,完成远洋船舶能效管理系统搭建,完成数据柔性接入网关方案确认。

期间费用率下降,2020 年期间费用率(4.88%, -0.98pcts),对应的销售费用率(1.23%, -0.14pcts)、管理费用率(4.26%, -0.73pcts)、财务费用率(-0.60%, -0.11pcts)均出现下降。其主要原因为公司 2020 年因疫情享受阶段性减免企业社会保险费政策,社会保险费减少,差旅费、业务招待费等费用支出相应减少,同时公司日均贷款额减少,相应利息费用减少。

现金流方面,公司 2020 年经营活动现金流净额(-0.72 亿元, +88.14%),主要原因是公司卫星应用类子公司的到款高于上年同期;筹资活动现金流净额(-5.55 亿元, -164.35%),主要原因一是上年同期子公司航天恒星科技收到增资款 5 亿元;二是子公司航天恒星科技和钛金科技年初偿还借款 5.16 亿元,而报告期新增借款仅 142.89 万元。

此外,2020 年末,公司存货 21.00 亿元(+7.40%),仍旧保持较高的水平,主要构成为在产品 8.78 亿元、合同履约成本 8.34 亿元。我们认为,主要原因可能包括公司受疫情影响,部分项目延迟交付或验收,部分收入延迟确认;同时公司结合销售合同或者销售意向的项目提前投产、备货所致。

### ● 航天发射活动持续增加,卫星应用在各行业持续深化,公司迎来发展机遇

公司作为航天科技集团公司下属空间技术研究院的重要上市公司平台,公司致力于从事航天产业,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。公司业务主要分为两大类:宇航制造和卫星应用。

#### ① 宇航制造业务

公司卫星研制业务主要包含小卫星制造、微小卫星研制、宇航部组件制造三大类。发射任务方面,全年共成功发射 10 颗小/微小卫星。环境减灾二号 01 组卫星大幅提升了我国环境保护、应急减灾数据的获取能力;海洋一号 D 卫星与当前服役的海洋一号 C 卫星组成我国首个海洋民用卫星星座,将为我国近海海域与海岛海岸带资源环境调查、海洋防灾减灾、海洋资源可持续利用、海洋生态预警与环境保护提供数据服务。同时,小卫星及微小卫星研制生产任务有序推进,澳门科学一号、海南一号等数十个在研型号研制工作顺利开展,近百颗在轨卫星稳定运行,公司继续保持国内小卫星制造领域主导地位。

宇航部组件方面,宇航单机产品按计划交付,星载导航产品、空间站交换机等产品完成研制,有力保障了型号任务;完成 45 万余片空间太阳能电池生产及交付,保障了多个空间工程型号用单体太阳能电池的生产任务需求;高端紧固件完成 1100 万余件产品生产及交付,增长较快。

2020 年,航天科技集团共实施 34 次发射任务,发射 82 个航天器。根据航天科技集团发布《中国航天科技活动蓝皮书(2020 年)》,2021 年,航天科技集团全年发射次数有望首次突破 40 次,创历史新高。我们认为,当前,小卫星及微小卫星星座组网计划不断被提出,小卫星及微小卫星星座组网的下游应用市场不断拓展将不断带动对各类小卫星及微小卫星的研制需求,在此背景下,公司作为小卫星及微小卫星研制“国家队”,技术积淀深厚,宇航制造业务收入也有望保持稳定增长。

#### ② 卫星应用业务

公司卫星应用业务包括卫星应用系统集成与产品制造、卫星综合应用与服务、智慧城市三大类。

卫星应用系统集成与产品制造方面,公司业务主要围绕卫星通信、导航及遥感等子领域。卫星通信方面,2020 年公司持续加大了对 Anovo3.0 卫星通信系统及导航芯片等项目的研发投入,完成 Anovo3.0 系统技术改进,产品在主要高通量卫星运营商上线运行;某国际信关站首次实现在国际运营商系统的跨境远程安装,完成系统上线。卫星导航方面,2020 年公司民航北斗机载终端设备完成首飞验证,通过适航认证,并获得首批订单;北斗终端产品成功进入某装备采购目录;某省北斗高分综合应用示范工程有序推进、北斗高精度定位服务系统获工信部持续支持。卫星遥感方面,火星数据预处理工程化软件项目完成用户初步验收;完成轻小型机动站批采项目研制;以五型卫星运控系统改造项目为代表的 20 套地面应用系统研制工作顺利推进;成功中标海洋局南极站、气象局 03 批地面站等项目。

卫星综合应用与服务方面,公司完成祁连山遥感一站式平台验收交付,完成了西部卫星网三期建设

项目各模块技术方案选型；无人值守系列产品型谱不断完善，实现小批量销售；完成共上百套广播电视节目总计超过百万小时传输，安全播出率达到 99.9999%。

智慧产业方面，公司在城市管理信息化、工业（企业）信息化及智慧健康领域多个项目稳步推进。

2020 年中央提出加快新型基础设施建设，卫星互联网被纳入新基建范围。信息通信、广播电视、自然资源、生态环境、应急减灾、交通运输、气象等诸多行业相继出台细分领域的卫星应用相关政策和发展规划，助推卫星应用向各行业拓展。我国卫星应用产业将进入以政府和商业投资并行推动产业发展的新阶段，用天装备信息化需求为卫星应用业务提供了广阔天地，空间基础设施等国家重大专项，北斗应用及商业航天等发展热点为产业带来新的机遇。卫星应用技术不断与物联网、云计算、大数据等领域深度融合，整合多种技术手段、多种信息资源、多种用户需求，提供综合应用服务，实现跨界融合应用将成为产业发展的重要趋势。随着天基资源的日益丰富，卫星互联网、物联网加速推进，应用领域和场景迅速扩展，传统的卫星通信、卫星导航、卫星遥感终端与系统集成也在向高度集成化、与信息服务深度融合的方向发展。我们认为，公司下属航天恒星科技作为航天科技集团卫星应用的主力军，具备深厚的技术储备和持续迭代更新的技术产品。在卫星通导遥应用需求快速增长的背景下，公司有望取得先发优势，优先受益。

#### ➤ 投资建议

我们认为，公司背靠空间技术研究院，技术积淀深厚，2020 年公司业绩平稳增长，新产品、新项目研发有序推进。航天科技集团在 2021 年次数有望首次突破 40 次，可能促使公司宇航制造业务收入保持稳定增长的态势；公司卫星应用上已取得较好的技术积累并持续迭代开发新产品、新技术，在下一代高通量卫星通信系统及导航芯片的研发升级布局，积极拓展在无人值守系统、电力领域、环境监测领域等行业应用，已取得较好的效果；伴随国家将卫星互联网纳入新基建概念，未来我国在卫星应用相关的空间基础设施及地面基础设施建设上或将长期加大投入力度，而公司作为航天科技集团卫星应用业务的主力军，也有望优先受益。

基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 77.06 亿元、87.04 亿元和 100.05 亿元，归母净利润分别为 4.12 亿元、4.88 亿元、5.81 亿元。我们给予目标价格 40.00 元，对应 2021-2023 年的 PE 为 115 倍、97 倍及 81 倍 PE。

➤ 风险提示：卫星应用市场推广不及预期；卫星产品研制周期较长。

#### ➤ 盈利预测：

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6463.26	7007.40	7706.13	8704.20	10004.74
增长率 (%)	-14.77	8.42	9.97	12.95	14.94
归属母公司股东净利润	335.62	353.54	412.12	488.29	581.36
增长率 (%)	-19.64	5.34	16.57	18.48	19.06
每股收益 (EPS)	0.28	0.30	0.35	0.41	0.49

数据来源：WIND，中航证券研究所

**◆ 2016-2020 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, 中航证券研究所

**图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

**图 3: 公司年报三费情况 (单位: 百万元)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

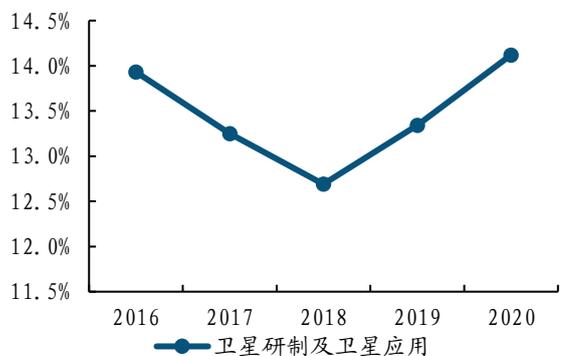
注: 表中管理费用中包含研发费用

**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, 中航证券研究所

**图 5: 公司近年收入构成 (单位: 亿元)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所

**图 6: 公司近年主要业务毛利率情况 (单位: %)**


资料来源: WIND, 中航证券研究所



报表预测				
利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7007.40	7706.13	8704.20	10004.74
减: 营业成本	6040.30	6602.74	7416.37	8496.95
营业税金及附加	17.24	23.24	25.64	28.90
销售费用	86.06	97.28	110.45	126.06
管理费用	478.27	462.37	539.66	620.29
财务费用	-42.31	-16.55	-26.05	-29.03
资产减值损失	7.84	6.00	6.00	6.00
加: 投资收益	-8.15	3.21	4.21	5.12
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	477.13	534.26	636.33	760.69
加: 其他非经营损益	-0.12	0.38	0.21	0.27
<b>利润总额</b>	477.01	534.64	636.55	760.96
减: 所得税	50.55	52.56	61.93	75.39
<b>净利润</b>	426.46	482.08	574.62	685.57
减: 少数股东损益	72.93	69.96	86.33	104.20
<b>归属母公司股东净利润</b>	353.54	412.12	488.29	581.36
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2119.35	2249.14	2329.79	2772.95
应收和预付款项	2909.26	4234.96	4822.31	5289.89
存货	2100.70	2311.25	2593.68	2975.92
其他流动资产	1588.28	177.91	208.34	221.29
长期股权投资	62.82	62.82	62.82	62.82
投资性房地产	322.84	328.92	327.40	327.15
固定资产和在建工程	1171.27	1008.80	840.71	671.48
无形资产和开发支出	1145.89	1118.73	1091.57	1064.41
其他非流动资产	170.03	165.52	160.46	154.14
<b>资产总计</b>	11590.45	11658.04	12437.06	13540.04
短期借款	177.81	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2880.42	3376.95	3705.90	4279.33
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	789.38	374.75	395.40	411.42
<b>负债合计</b>	3847.61	3751.71	4101.31	4690.75
股本	1182.49	1182.49	1182.49	1182.49
资本公积	1732.54	1732.54	1732.54	1732.54
留存收益	2975.26	3262.81	3605.90	4015.23
<b>归属母公司股东权益</b>	5905.11	6177.84	6520.93	6930.25
少数股东权益	1837.72	1907.69	1994.02	2098.22
<b>股东权益合计</b>	7742.83	8085.52	8514.94	9028.47
负债和股东权益合计	11590.45	11837.23	12616.25	13719.22
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	-71.85	647.32	216.85	596.19
投资活动现金流净额	-291.13	-18.24	-9.81	-9.62
筹资活动现金流净额	-555.38	-320.10	-126.39	-143.42
<b>现金流量净额</b>	-918.36	308.98	80.65	443.16

数据来源: WIND, 中航证券研究所注: 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。

王宏涛，SAC 执业证书号：S0640520110001，航天二院博士，中航证券研究所军工行业分析师。

## 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发或为任何就送发、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、内容或其复印本给予任何其他人。

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。