

中航证券研究所
 分析师: 张超
 证券执业证书号: S0640519070001
 分析师: 王宏涛
 证券执业证书号: S0640520110001
 电话: 010-59562525
 邮箱: wanght@avicsec.com

中国卫通 (601698) 2021 年中报点评: 高轨卫星互联网国家队, 净利润增速创新高

行业分类: 国防军工

2021 年 8 月 31 日

公司投资评级	买入
当前股价 (2021.8.30)	15.07
目标价格	17.90

基础数据 (2021.8.30)	
上证指数	3528.15
总股本 (亿股)	40.00
流通 A 股 (亿股)	4.08
资产负债率 (2021H1)	15.46%
ROE (2021H1 摊薄)	2.18%
PE (TTM)	109
PB (LF)	5.14



➤ **事件:** 公司 8 月 27 日公告, 2021 年 H1 营收 12.37 亿元 (-1.89%), 归母净利润 2.55 亿元 (+33.50%), 扣非归母净利润 2.31 亿元 (+46.87%), 毛利率 36.70% (+4.75pcts), 净利率 26.05% (+5.93pcts)。

➤ 投资要点:

● **净利润增速创历史新高, 国内卫星通信有望成为公司主要业绩增长点**

报告期内, 公司营业收入 (12.37 亿元, -1.89%) 略有下降, 公司毛利率 (36.70%, +4.75pcts) 有所增长, 我们认为主要系公司亚太 6 号、中星 9A 号卫星离轨, 折旧成本较 2020H1 有所减少, 导致公司成本 (7.83 亿元, -8.73%) 有所下降所致。公司归母净利润 (2.55 亿元, +33.50%) 及扣非归母净利润 (2.31 亿元, +46.87%) 均实现快速增长, 增速也创下公司上市以来历史新高, 我们认为主要原因包括公司毛利率有所增长, 同时公司报告期内其他收益 (0.51 亿元, +345.70%) 显著增长, 信用减值损失 (-0.15 亿元, 较 2020H1 减少 0.14 亿元) 有所减少等因素。

公司负责海外业务的子公司亚太卫星的收入 (3.76 亿元, -9.20%) 有所下降, 净利润 (0.89 亿元, +8.45%) 出现恢复性增长, 但较 2019H1 仍下降 55.90%; 中国卫星通信 (香港) 有限公司的收入 (0.63 亿元, -11.41%), 净利润 (0.11 亿元, -28.12%) 继续出现下降, 可以看出, 公司海外卫星通信业务的收入延续了下降趋势。因此, 我们判断, **公司国内卫星通信业务报告期内实现了稳定增长, 且有望成为公司 2021 年全年收入及净利润增长的主要驱动力。**

同时, 公司于 2020 年 12 月披露公司子公司亚太通信与航天科技五院、长城香港及火箭研究院订立投资合作协议书, 共同出资设立合资公司亚太星联 (注册事宜正在办理中) 采购亚太 6E 卫星, 并将通过亚太 6E 卫星为亚太地区提供卫星通信相关服务, 亚太 6E 卫星采用东方红三号 E 卫星平台并搭载高通量载荷, 适合提供宽带卫星业务并具备较好的性能价格比, 如果卫星建造过程顺利, 预计于 2023 年提供服务。我们认为, 亚太 6E 作为高通量卫星, **未来公司有望基于亚太 6E 提供相对较高性价比和质量的高通量卫星服务, 在“十四五”中期助力公司境外广播电视台和卫星传输服务业务收入恢复增长。**

另外, 公司在 2020 年末发布了非公开发行 A 股股票预案, 拟通过非公开发行募集资金不超过 33 亿元, 用于中星 6D 卫星项目、中星 6E 卫星项目、中星 26 号卫星项目以及补充流动资金。其中, 中星 6D 卫

股市有风险 入市须谨慎

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 号楼中航产融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

星是中星 6A 的接替卫星，并加大了 Ku 频段资源；中星 6E 卫星用于接替中星 6B、并新增了 Ku 频段多波束资源，一方面可以从业务、覆盖范围和波束等方面满足业务开展需求，实现业务接续、平稳过渡，另一方面也可以提升公司的通信卫星资源和性能，满足广电客户未来开展 8K 业务的需求；中星 26 号卫星搭载 Ka 频段载荷，能够开展星地一体化统筹设计和布局，实现 Ka 频段大容量宽带卫星与相应地面系统的无缝互联，实现其承载业务的全面落地，进一步完善我国卫星宽带网络体系，带动卫星宽带应用发展。以上三个项目建设周期均为三年，我们认为，公司募集资金拟投向的三个项目的推动将为公司在我国超高清卫星广播电视、高轨卫星互联网应用领域的拓展奠定核心基础，有望逐步提高公司高轨卫星通信应用市场（航空互联网、海洋互联网等）的拓展速度，公司“十四五”后期收入的增速有望得到一定提升。

● 研发费用创历史新高，公司 2021 年预计关联销售额出现大幅增长

费用方面，报告期内，公司三费费用率 (6.96%, +0.49pcts) 有所增长，其中，销售费用 (0.18 亿元, +3.98%) 有所增长，主要系 2020H1 受疫情影响部分营销活动取消或推迟；管理费用 (0.83 亿元, +5.40%) 有所增长，主要 2020H1 公司享受疫情阶段性社会保险费减免政策；公司研发费用 (0.26 亿元, +28.14%) 快速增长，创下公司上市以来历史新高，主要系公司研发投入力度加大所致，我们认为公司 研发费用的加大投入将有助于公司在卫星通信下游应用市场的拓展。

现金流方面，报告期内，公司经营活动产生的现金流量净额 (3.11 亿元, -41.61%)，主要系本期缴纳所得税、社保等因素使本期经营活动现金流出增加；投资活动产生的现金流量净额 (-1.68 亿元，较 2020H1 增加 14.78 亿元)，主要系 2020H1 公司利用闲置资金开展短期保本理财增加投资支出所致；筹资活动产生的现金流量净额 (-1.69 亿元，较 2020H1 下降 0.64 亿元)，主要系公司本期支付的现金股利较上年同期增加。

其他财务数据方面，公司应付账款 (3.22 亿元, +52.21%) 大幅增长，主要系卫星建设应付款项增加。公司曾披露，2021 年，为航天科技集团及下属单位等关联方预计提供空间段运营服务（主要包括向航天恒星科技有限公司和彩虹无人机科技有限公司等公司提供卫星空间段运营服务）、其他销售商品或提供劳务（主要包括向四川航天神坤科技有限公司等公司销售宽带卫星终端设备及宽带卫星流量服务等）的关联交易额 (2.30 亿元, +200.81%) 将大幅增长，或预示公司 2021 年在卫星通信部分领域的订单较 2020 年出现较大幅度的增长，建议重点关注公司在这些领域的收入拓展。

● 高轨卫星通信运营商，“十四五”公司国内业务收入有望稳定增长

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，被列为国家一类应急通信专业保障队伍。公司通过运营管理各类通信广播卫星为客户提供卫星空间段运营及综合信息服务等相关应用服务，主要业务流程包括卫星网络申报、协调及维护；卫星项目建设；卫星测控管理；业务运行管理；卫星转发器出租出售；宽带运营管理；综合信息服务。

公司拥有自主可控、体系完备的通信广播卫星资源、频率轨道资源和地面站网资源。截至 2021 年 6 月 30 日，公司运营管理着 14 颗商用通信广播卫星，在建的 5 颗通信广播卫星也将在 2022 年前后完成建设任务。目前，公司业务可以分为卫星运营服务业务与综合信息服务业务。

① 卫星运营服务业务

公司卫星运营服务包括境内广电与通信业务、境外业务以及基于卫星空间段运营的系统集成业务。

境内广电业务稳中有升，一是圆满完成各重大活动的广播电视信号传输工作，公司中星 6A、中星 6B、中星 9 号、中星 6C，以及亚太 6C 等卫星承担广播电视卫星信号传输，充分发挥平台优势，保障春节、两会、建党 100 周年庆典等各项重大活动安全播出；二是公司持续推进广播电视台节目高清化发展，新增北京奥运纪实 4K、青海卫视高清上星传输以及海南卫视和内蒙古卫视直播卫星高清同播；三是完成了北京奥运

纪实超高清节目直播卫星测试传输，推动了卫星传输标准制定以及地面终端的推广。

境内通信业务持续发展，报告期内，公司为重大活动、河南洪灾、云南大理森林火灾、四川凉山森林火灾等历次抢险救灾提供高质量应急通信服务，以高效优质的卫星网络服务为我国应急通信指挥体系保驾护航。同时，公司积极推动老用户扩容，大力开发政企用户，实现业务增长。

境外业务实现市场突破，公司利用通信卫星资源优势，长期在东南亚、中东、非洲面向当地电信运营商、政府、企业等提供稳定可靠卫星传输服务。报告期内，公司奋力开拓境外市场，实现马尔代夫市场突破，为拓展国际广播市场打开新局面。公司在印度尼西亚市场的农村普遍服务项目、油气勘探应用等实现扩容增租。在国际卫星运营市场持续低迷的情况下，公司国际业务局部实现重点突破。

在系统集成业务方面，报告期内，公司成功中标重庆市自然资源安全调度中心地质灾害卫星应急通信系统建设项目，完成工信部应急物资保障项目初验工作，并在贵州电网高压线覆冰预警监测系统项目中取得了用户的认可。

② 综合信息服务

公司加速行业应用平台建设，海洋船载业务持续增长。报告期内，公司全资子公司鑫诺公司的“全球网”宽带卫星通信网络进行了大西洋、印度洋等地区扩容，提升了全球网络服务能力。“海星通”船载综合信息服务平台增加多项综合信息服务新应用，为广大用户建立了岸与船之间的无缝连接，为涉海企事业单位的商船（包括货船、工程船、石油平台等）、渔船等多种船舶及船东、船员等个人用户，提供高速网络接入、语音、流媒体、视频监控等增值服务和强大的应用支撑。2021年上半年，总在网船只数量突破7600艘，较2020年末增加数百艘。

机载Ka高通量卫星网络获得市场进一步认可。报告期内，公司与中国国航顺利续签《Ka卫星通信网络验证飞行协议》，进一步验证Ka卫星通信系统在地空通信应用中的稳定性和可靠性，促进Ka卫星网络在机上互联网应用的规模部署。同时，青岛航空全面启动自有机队高速机上互联网项目建设，继续采用公司Ka高通量卫星为全舱旅客提供网络接入服务，实现由传统客舱服务向数字化客舱服务升级。公司还全面支持机载终端国产化研发，推动航电产品国产化进程，联合中电科航空电子有限公司圆满完成Ka频段机载相控阵天线卫星通信系统在国产飞机上的装机及飞行展示和基于Ka高通量卫星网络进行了空地视频会议、大文件传输、在线互联网视频等应用的演示。

总体来看，根据2020年12月我国广电总局组织编制的《广播技术迭代实施方案(2020-2022年)》中披露，我国将在2020-2022年间推进卫星传输系统升级以及推进卫星直播系统升级，具体措施包括实施卫星地球站高清超高清传输能力建设，升级卫星节目集成加密平台和卫星传输上行系统，满足高清、超高清以及Ka频段卫星传输技术试验等业务上星需要；在2022年底，基本实现中央和省级卫视节目在直播卫星高清同播，推动其他省级频道和少数民族语言节目高清同播。开展直播卫星与卫星互联网的技术融合应用研究等等。我们判断，“十四五”期间，我国超高清广播电视的推广，有望促使公司国内的卫星广播电视和卫星传输服务业务增速得到进一步提高。短期来看，公司现在已经拥有的中星16号等高通量卫星资源，可以逐步引领传统卫星通信应用市场的升级，拓展航空航天互联网市场应用，公司国内收入整体有望保持稳定增长，而中长期来看，伴随公司未来中星6D、中星6E以及中星26号等空间基础设施的建设，公司高通量卫星通信资源的扩充，均有望助力公司在基于高轨卫星互联网的多个新卫星通信应用领域市场的快速拓展，公司收入增速有望得到提升。

➤ 投资建议

我们认为，公司是航天科技集团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，是国内目前唯一拥有通信卫星资源且自主可控的卫星通信运营企业，

具体观点如下：

- ① 2021年上半年，公司国内卫星通信业务报告期内实现了稳定增长，且有望成为公司2021年全年收入及净利润增长的主要驱动力；
- ② 公司作为A股中唯一的高轨卫星通信运营上市公司，具有一定的稀缺性；
- ③ “十四五”期间，伴随我国高清超高清卫星电视传输需求的增长，公司传统卫星广播电视和卫星传输服务业务有望保持稳定增长。而公司目前已经开始逐步在航空航天等高轨卫星互联网应用领域布局，有望逐步为公司挖掘新的业绩增长点；
- ④ “十四五”中期，公司有望凭借基于亚太6E提供相对较高性价比和质量的高通量卫星服务，助力公司境外广播电视和卫星传输服务业务收入恢复增长；
- ⑤ 公司拟募集资金投向的三个项目，将为公司在我国超高清卫星广播电视、高轨卫星互联网应用领域的拓展奠定核心基础，有望逐步提高公司高轨卫星通信应用市场（航空互联网、海洋互联网等）的拓展速度，公司“十四五”后期收入的增速有望得到一定提升。

基于以上观点，我们预计公司2021-2023年的营业收入分别为28.62亿元、31.42亿元和35.59亿元，归母净利润分别为5.46亿元、5.77亿元及6.26亿元，EPS分别为0.13元、0.13元、0.14元，我们给予“买入”评级，目标价格17.90元，当前估价分别对应138倍、136倍及126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: 百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2734.19	2710.30	2861.77	3142.00	3559.12
增长率(%)	1.49	-0.87	5.59	9.79	13.28
归属母公司股东净利润	446.42	488.79	546.01	577.48	626.01
增长率(%)	6.73	9.49	11.71	5.76	8.40
每股收益(EPS) (元)	0.12	0.12	0.13	0.13	0.14

数据来源：WIND，中航证券研究所

◆ 2017-2021年公司半年报主要财务数据

图 1: 公司半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 3: 公司半年报三费情况 (单位: 百万元)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

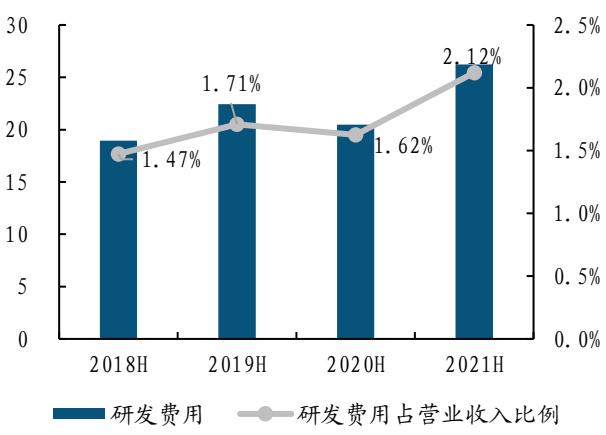
注: 表中管理费用包含研发费用

图 5: 公司半年报主要业务毛利率及净利率 (单位: %; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 2: 公司半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 4: 公司半年报研发费用及其占营收比例 (单位: 百万元; %)


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	2710.30	2861.77	3142.00	3559.12
减: 营业成本	1733.56	1726.27	1973.16	2254.03
营业税金及附加	23.30	24.61	28.91	30.61
销售费用	41.75	45.79	54.67	62.64
管理费用	266.26	285.32	302.26	349.51
财务费用	-28.32	-61.69	-94.48	-107.81
资产减值损失	-42.45	15.00	10.00	0.00
加: 投资收益	48.96	-12.00	-10.00	-12.00
公允价值变动损益	-1.78	-1.78	-1.78	-1.78
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	730.11	812.69	855.71	956.37
加: 其他非经营损益	10.62	91.28	61.37	56.22
利润总额	740.73	903.97	917.08	1012.59
减: 所得税	94.55	125.95	125.05	137.60
净利润	646.18	778.02	792.04	874.99
减: 少数股东损益	157.39	232.02	214.56	248.98
归属母公司股东净利润	488.79	546.01	577.48	626.01
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4036.27	8817.45	9962.02	11204.03
应收和预付款项	460.22	442.56	416.11	439.46
存货	12.08	4.41	8.44	14.82
其他流动资产	1589.38	1469.80	1689.76	1885.04
长期股权投资	365.75	365.75	365.75	365.75
投资性房地产	345.89	353.62	351.70	351.37
固定资产和在建工程	9230.68	8379.36	7958.56	7580.80
无形资产和开发支出	1523.56	1490.09	1456.62	1423.15
其他非流动资产	725.44	722.83	719.67	715.26
资产总计	18289.29	22045.88	22928.65	23979.68
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	440.60	1338.37	1370.72	1473.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2425.87	1255.49	1313.88	1387.17
负债合计	2866.47	2593.86	2684.60	2860.64
股本	4000.00	4400.00	4400.00	4400.00
资本公积	5874.71	8774.71	8774.71	8774.71
留存收益	1660.25	2206.25	2783.73	3409.74
归属母公司股东权益	11583.78	15380.96	15958.44	16584.45
少数股东权益	3839.04	4071.05	4285.61	4534.59
股东权益合计	15422.81	19452.01	20244.05	21119.04
负债和股东权益合计	18289.29	22045.88	22928.65	23979.68
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	2044.05	1742.33	1812.63	1999.78
投资活动现金流净额	-1954.00	-324.02	-812.54	-915.58
筹资活动现金流净额	-192.18	3362.87	144.48	157.81
现金流量净额	-201.66	4781.18	1144.58	1242.01

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。