



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  
电话: 010-59562519  
邮箱: wanght@avicsec.com

## 中国卫通 (601698) 2019 年半年报点评: 世界第六大固定卫星通信运营商, 营业收入稳健增长

行业分类: 通信

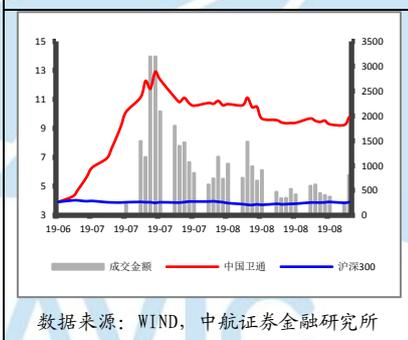
2019 年 8 月 27 日

公司投资评级	持有
当前股价(19.08.23)	9.77 元

### 基础数据 (2019.08.27)

沪深 300	3816.95
总股本(亿)	40.00
流通 A 股(亿)	4.00
流通 A 股市值(亿)	39.08
每股净资产(元)	2.76
PE	93.4
PB	3.59

上市以来公司与沪深 300 走势对比图



**事件:** 8 月 27 日, 公司公布 2019 年半年报, 2019H1 营收 13.12 亿元(+2.05%), 归母净利润 2.08 亿元(+24.34%), 毛利率 40.19%(-3.50pcts), 净利率 27.59% (+7.55pcts)。

### 投资要点

#### ● 公司营收保持稳健增长, 营业成本快速上升

2019H1, 受公司新增境内客户和部分境内客户增加带宽使用量影响, 公司营业收入为 13.12 亿元(+2.05%), 保持了稳健增长。其中, 公司主营业务卫星空间段运营及相关应用服务业务实现营业收入 12.65 亿元(+2.13%), 占公司营业总收入的 96.34%, 是公司的主要收入来源。公司 2019H1 归母净利润为 2.08 亿元(+24.34%), 较营业收入保持了更快速的增长, 我们认为主要原因为 2018H1 公司计提了亚太卫星 6 号因故障造成的资产减值损失(1.22 亿元)影响。

2019H1 公司营业成本为 7.85 亿元(+8.39%), 增长率超过营业收入的增长率, 导致公司本期毛利率(40.19%, -3.50pcts)出现下滑, 其主要原因为公司于 2018 年新发射的亚太 5C、亚太 6C 两颗卫星在本期增加累计折旧、测控费、运营费等影响。

同时, 公司三费增速较大, 均超过营业收入增速, 销售费用(0.25 亿元, +24.15%)增长主要原因为新增卫星业务推广, 增加展宣、销售服务费等; 管理费用(0.89 亿元, +16.29%)增长主要原因为业务发展增加人员导致人工成本增加, 同时增加了折旧、办公费等; 财务费用(-0.07 亿元, +81.70%)增长主要原因为利息收入减少、同时由于贷款利息不再资本化, 利息费用增加影响。另外, 受到当前部分合同未到收款期, 公司报告期末应收账款余额(6.20 亿元, +111.10%)较上期期末出现大幅增长, 经营活动现金流(6.48 亿元, -20.97%)出现下滑, 由于公司客户大多为政府机构或大型企业, 我们预计未来合同收款期至, 公司应收账款余额及经营活动现金流情况将有所改善。

#### ● 航天科技集团公司控股, 世界第六大固定通信卫星运营商

公司作为中国航天科技集团公司下属从事卫星运营服务业的核心企业, 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(香港上市公司亚太卫星为公司控股子公司), 被列为国家一类应急通信专业保障队伍。公司主营业务为卫星空间段运营及相关应用服务, 主要应用于卫星通信广播。

公司通过投资、建设和运营通信广播卫星及配套地面测控和监测系统, 为用户提供广播电视、通信、视频、数据等传输服务。中国卫通已经构建了完整

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: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 0755-83692635  
传真: 0755-83688539

的卫星空间段运营体系，2019H1 公司成功将中星 6C 卫星发射并投入运营，截至 2019 年 6 月，公司运营管理着 16 颗商用通信广播卫星，拥有的转发器频段资源涵盖 C 频段、Ku 频段以及 Ka 频段等，卫星通信广播信号覆盖包括中国全境、澳大利亚、东南亚、南亚、中东、欧洲、非洲等地区，是亚洲第二大、世界第六大固定通信卫星运营商。

卫星空间段运营方面，公司国内广电业务及通信业务稳定发展，同时积极拓展海外市场，开拓了多个境外新兴市场用户；卫星应用服务方面，公司船载通信平台用户数量稳定提升，获批了浙江智慧海洋项目，并在警用应急卫星通信系统运行维护、消防应急等项目实现实质性的突破；宽带应用业务方面，公司电信级高通量卫星互联网业务用户数量有所提升，同时正式发布了我国首例 Ka 终端企业标准，规范了 Ka 高通量卫星入网技术标准。航空卫星互联网、船载卫星互联网、远程教育、政府与企业专网、4G 基站回传、互联网直播等应用按预期推进。

根据 2018 年 Euroconsult 发布的数据，全球卫星通信市场规模目前较为稳定，2017 年 40 余家全球固定通信卫星运营商营业总收入 115 亿美元，预计 2022 年全球卫星转发器出租容量预计能达到 969.8GHz，较 2017 年增长 111.84%，年均复合增长率 16.20%。我们认为，在此背景下，公司作为国内唯一拥有通信卫星资源且自主可控的卫星通信运营企业，市场空间广阔。

2019 年 8 月 23 日，公司公告披露公司，于 8 月 19 日发射的中星 18 号卫星在星箭成功分离后，工作出现异常，当前正在开展故障排查工作。公司在中星 18 号卫星项目上投资 15.18 亿元，其中 10.57 亿元拟使用本次上市募集资金。公司披露该项目已由中国人民财产保险股份有限公司承保，保额可覆盖项目投资额，同时中星 18 号当前情况不会影响公司目前的在轨卫星运营和日常业务经营，我们预计尽管中星 18 号当前情况不会对公司未来业绩产生重大影响，但如果出现故障无法修复的情况，可能会延误公司在卫星通信业务拓展进程，建议后续对中星 18 号卫星故障排除工作保持密切关注。

### 投资建议

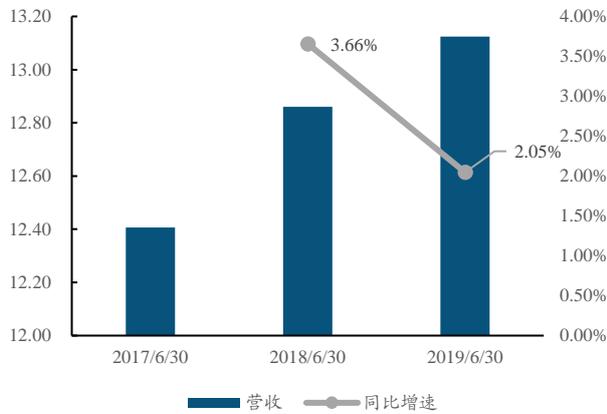
我们认为，公司作为世界第六大固定通信卫星运营商，依靠其在国内卫星通信行业内兼具的卫星资源优势及技术竞争力，有望助力公司成为国内卫星通信行业的领军者；公司当前已经构建了完整的卫星空间运营体系，境内用户数量保持稳定增长，同时积极拓展海外用户，有利于公司未来收入规模的增长；中星 18 号卫星当前出现故障，尽管该项目保险额可覆盖项目投资额，但如果中星 18 号卫星故障无法修复，将对公司卫星通信业务的发展进程造成不利影响，建议保持关注。

基于以上观点，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 28.34 亿元、30.67 亿元和 34.43 亿元，归母净利润分别为 4.54 亿元、5.02 亿元和 5.87 亿元，EPS 分别为 0.11 元、0.13 元和 0.15 元，当前股价分别对应 89 倍、75 倍及 65 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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2620.83	2693.99	2833.53	3067.30	3443.04
增长率 (%)	5.85	2.79	5.18	8.25	12.25
归属母公司股东净利润	389.46	418.26	454.18	501.62	586.77
增长率 (%)	-11.01	7.40	8.59	10.44	16.97
每股收益 (EPS)	0.11	0.12	0.11	0.13	0.15

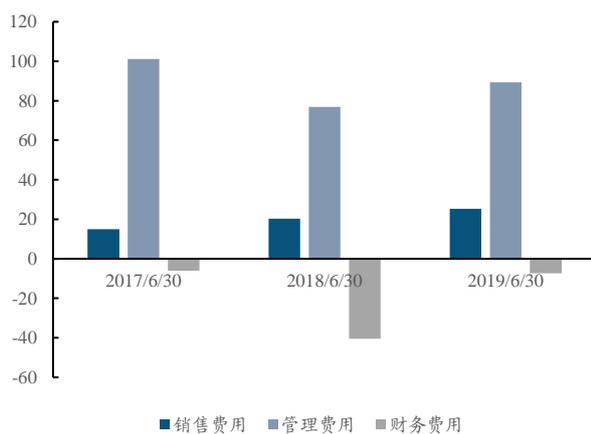
数据来源：WIND，中航证券金融研究所

**◆ 2017-2019H1 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; %)**


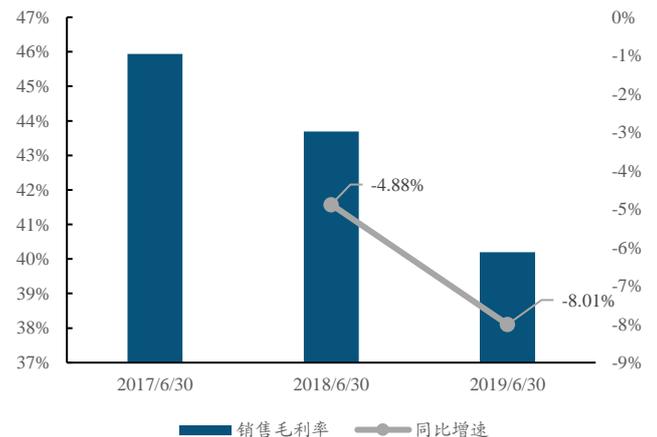
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

**图 2: 公司半年报归母净利及增速 (单位: 亿元; %)**

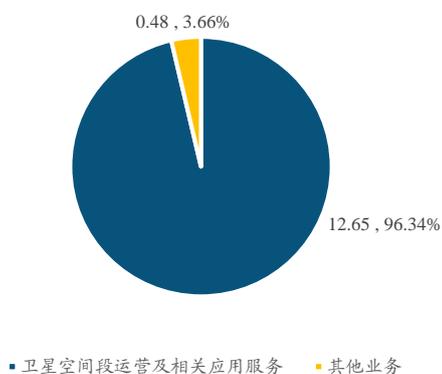

资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

**图 3: 公司半年报三费情况 (单位: 百万元)**


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

**图 4: 公司半年报毛利率情况及增速 (单位: %; %)**


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

**图 5: 公司 2019H1 收入构成 (亿元; %)**


资料来源: 公司 2019 年半年报, 中航证券金融研究所

**图 6: 公司主营业务收入及毛利率情况 (单位: 亿元; %)**


资料来源: WIND, 公司招股说明书 (2017 年 12 月报送版), 中航证券金融研究所



<b>报表预测</b>				
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
营业收入	2693.99	2833.53	3067.30	3443.04
减: 营业成本	1509.98	1608.60	1714.62	1895.40
营业税金及附加	21.57	22.95	25.46	28.92
销售费用	51.87	55.25	61.65	70.24
管理费用	176.78	239.43	261.33	296.45
财务费用	-89.52	-30.58	-63.12	-96.47
资产减值损失	141.67	152.00	140.00	120.00
加: 投资收益	-104.98	3.21	4.21	5.12
公允价值变动损益	1.56	1.56	1.56	1.56
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>751.55</b>	<b>790.65</b>	<b>933.12</b>	<b>1135.19</b>
加: 其他非经营损益	139.45	184.53	146.50	124.51
<b>利润总额</b>	<b>891.00</b>	<b>975.18</b>	<b>1079.62</b>	<b>1259.70</b>
减: 所得税	145.53	158.05	175.44	204.70
<b>净利润</b>	<b>745.47</b>	<b>817.13</b>	<b>904.18</b>	<b>1055.00</b>
减: 少数股东损益	327.21	362.94	402.56	468.24
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>418.26</b>	<b>454.18</b>	<b>501.62</b>	<b>586.77</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
货币资金	2625.47	5124.68	7972.89	11129.95
应收和预付款项	407.74	414.84	445.98	507.58
存货	9.80	16.78	19.33	20.86
其他流动资产	72.81	70.61	77.77	85.56
长期股权投资	450.09	450.09	450.09	450.09
投资性房地产	368.96	376.44	374.55	374.25
固定资产和在建工程	11233.16	9503.64	7695.81	5886.84
无形资产和开发支出	1480.92	1447.62	1414.31	1381.00
其他非流动资产	499.37	496.07	492.23	487.13
<b>资产总计</b>	<b>17148.33</b>	<b>17900.76</b>	<b>18942.97</b>	<b>20323.27</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2089.19	2280.03	2411.64	2724.52
长期借款	143.79	143.79	143.79	143.79
其他负债	1376.08	1206.98	1213.39	1225.81
<b>负债合计</b>	<b>3609.06</b>	<b>3630.79</b>	<b>3768.82</b>	<b>4094.12</b>
股本	3600.00	4000.00	4000.00	4000.00
资本公积	5217.35	5217.35	5217.35	5217.35
留存收益	817.04	1271.22	1772.84	2359.61
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>9763.82</b>	<b>10488.57</b>	<b>10990.19</b>	<b>11576.96</b>
少数股东权益	3775.45	4138.39	4540.95	5009.19
<b>股东权益合计</b>	<b>13539.27</b>	<b>14626.96</b>	<b>15531.14</b>	<b>16586.15</b>
负债和股东权益合计	17148.33	18257.76	19299.97	20680.27
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
经营活动现金流净额	2114.40	2821.57	2800.22	3069.01
投资活动现金流净额	-839.45	-18.08	-7.89	-8.01
筹资活动现金流净额	-704.48	52.72	55.88	96.06
<b>现金流量净额</b>	<b>661.69</b>	<b>2856.21</b>	<b>2848.22</b>	<b>3157.06</b>

数据来源: WIND, 中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 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。