

2009 年 04 月 23 日

市场数据(人民币)

市价(元)	20.00
已上市流通A股(百万股)	171.61
总市值(百万元)	7,050.76
年内股价最高最低(元)	22.01/7.39
沪深 300 指数	2593.56
上证指数	2463.95
2007 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《年报靓丽,增长确定》, 2009.3.2
- 2 《中国卫星产业发展的最大受益者》, 2009.2.6

机械行业研究小组
张昊

(8621)61038223
zhangh@gjzq.com.cn

董亚光

(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

中国卫星 (600118.SH)

——收入季度波动属于正常现象


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.243	0.299	0.598	0.586	0.704	0.870
净利润增长率	756.14%	59.20%	99.97%	17.62%	20.18%	23.62%
先前预期每股收益(元)			0.589	0.703	0.840	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.695	N/A	N/A
市盈率(倍)	82.05	128.65	29.73	34.14	28.41	22.98
行业优化市盈率(倍)	60.65	147.71	68.35	68.35	68.35	68.35
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
PE/G(倍)	0.11	2.17	0.30	1.94	1.41	0.97
已上市流通A股(百万股)	95.04	111.43	143.01	171.61	171.61	171.61
总股本(百万股)	227.40	293.78	293.78	352.54	352.54	352.54

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

事件:

- 中国卫星公布 09 年 1 季报, 实现主营收入 321 百万元, 同比下滑 28.79%; 实现净利润 22.65 百万元, 同比下滑 24.50%; 按 10 送 2 股后, 实现摊薄每股收益 0.064 元。

基本结论:

- 公司 09 年 1 季度主营业务毛利率达到 16.2%, 高于去年同期 13.8% 的毛利率水平。按照公司卫星制造与卫星服务业务毛利率分别为 11% 与 23% 的假设推算, 1 季度公司卫星应用业务收入占比达到 40% 以上, 继续保持稳定增长, 而卫星制造业务同比有较大幅度下滑。
- 由于卫星制造业务时间跨度较大, 因此卫星制造企业按季度收入波动属于正常情况。
- 从 1 季度预收与存货上看, 公司在研项目或由于 08 年已交付 4 颗卫星而有所减少, 但我们看好中国卫星产业趋势的发展, 预计 09 年全年公司在研卫星数目仍会保持增长。
- 我们建议投资者以更加长期的眼光看待中国卫星产业的发展及其间最大的受益上市公司中国卫星。公司垄断国内小卫星的制造, 更为重要的是卫星应用业务覆盖面广, 中国任何一个卫星应用业务的拓展都有可能给公司带来业务增量。
- 例如 09 年后航天科技集团重要的任务之一来自建设北斗导航系统, 中国卫星未来可占据相当份额的北斗导航接收机, 2~3 年将成为公司的又一增长点。

- 我们预计中国卫星 09~11 年销售收入分别为 2,393、2,821 及 3,328 百万元，维持摊薄后 09~11 年每股收益 0.583、0.703 及 0.869 元的盈利预测，同比增长分别为 17.62%、20.09%及 23.57%。维持“买入”评级。

图表1：卫星制造及应用细分营业收入(百万元)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总计	465	621	1183	1497	1962	2362	2789	3296
卫星制造	240	401	849	972	1245	1494	1718	1976
小卫星制造	240	401	849	972	1245	1494	1718	1976
卫星应用	180	187	304	520	712	863	1066	1321
卫星广播通信	32.5	41	50	100	135	176	228	297
卫星导航	67.5	60	80	100	120	142	184	258
卫星遥感与图像传输	16	16	45	140	238	298	372	446
综合应用	34	40	84	120	150	173	198	228
其他应用服务	30	30	45	60	69	76	83	92

来源：国金证券研究所

图表2：分项盈利预测

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E
卫星制造及应用					
销售收入 (百万元)	864.00	1,490.12	1,962.86	2,361.82	2,788.89
增长率 (YOY)	189.73%	72.47%	31.73%	20.33%	18.08%
毛利率	11.70%	15.83%	15.27%	15.36%	15.57%
销售成本 (百万元)	762.91	1,254.23	1,663.14	1,998.99	2,354.73
增长率 (YOY)	240.11%	64.40%	32.60%	20.19%	17.80%
毛利 (百万元)	101.09	235.88	299.73	362.83	434.17
增长率 (YOY)	36.80%	133.34%	27.07%	21.05%	19.66%
占总销售额比重	100.00%	97.95%	98.42%	98.68%	98.87%
占主营业务利润比重	100.00%	95.11%	96.88%	97.45%	97.85%
其他					
销售收入 (百万元)		31.25	31.45	31.64	31.83
增长率 (YOY)		#DIV/0!	0.62%	0.60%	0.60%
毛利率		38.81%	30.66%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)		19.12	21.81	22.14	22.28
增长率 (YOY)		#DIV/0!	14.03%	1.56%	0.60%
毛利 (百万元)		12.13	9.64	9.49	9.55
增长率 (YOY)		#DIV/0!	-20.52%	-1.57%	0.60%
占总销售额比重		2.05%	1.58%	1.32%	1.13%
占主营业务利润比重		4.89%	3.12%	2.55%	2.15%
销售总收入 (百万元)	864.00	1521.37	1994.31	2393.46	2820.72
销售总成本 (百万元)	762.91	1273.36	1684.94	2021.13	2377.00
毛利 (百万元)	101.09	248.01	309.37	372.32	443.71
平均毛利率	11.70%	16.30%	15.51%	15.56%	15.73%

来源：国金证券研究所

图表3：同类可比公司估值

	市值	货币单位	PB				PE			
			07	08	09E	10E	07	08	09E	10E
西飞国际	26.33	CNY	12.72	2.99	2.74	2.66	287.10	67.67	63.38	48.32
成发科技	2.52	CNY	4.91	4.60	4.01	3.62	38.50	37.67	27.19	23.27
洪都航空	7.26	CNY	3.85	4.21	3.94	3.64	62.62	70.60	57.93	50.50
哈飞股份	5.88	CNY	4.78	4.54	4.22	3.91	60.41	59.68	52.01	45.50
火箭股份	7.12	CNY	2.78	2.54	2.31	2.10	25.80	27.68	23.84	19.88
航空动力	8.57	CNY	12.98	5.68	5.13	4.63	314.31	72.68	51.78	41.25
中国卫星	7.05	CNY	7.07	3.58	3.53	3.07	128.65	29.73	34.14	28.41
平均			7.00	4.09	3.73	3.43	131.46	56.00	46.02	38.12

来源：wind、国金证券研究所

图表4：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	894	1,012	1,994	2,393	2,821	3,328
增长率		13.2%	97.0%	20.0%	17.9%	18.0%
主营业务成本	-775	-896	-1,685	-2,021	-2,377	-2,788
% 销售收入	86.7%	88.5%	84.5%	84.4%	84.3%	83.8%
毛利	119	116	309	372	444	541
% 销售收入	13.3%	11.5%	15.5%	15.6%	15.7%	16.2%
营业税金及附加	-2	-1	-9	-11	-13	-15
% 销售收入	0.2%	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-15	-5	-12	-15	-17	-21
% 销售收入	1.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-30	-30	-100	-122	-144	-170
% 销售收入	3.4%	3.0%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	72	80	188	225	270	335
% 销售收入	8.1%	7.9%	9.4%	9.4%	9.6%	10.1%
财务费用	4	10	23	31	31	36
% 销售收入	-0.5%	-1.0%	-1.2%	-1.3%	-1.1%	-1.1%
资产减值损失	0	-8	-4	-6	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-9	27	-1	0	0	0
% 税前利润	n.a	24.5%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	67	108	206	250	300	370
营业利润率	7.5%	10.7%	10.4%	10.4%	10.6%	11.1%
营业外收支	1	0	-1	0	0	0
税前利润	68	108	205	250	300	370
利润率	7.6%	10.7%	10.3%	10.4%	10.6%	11.1%
所得税	-10	-19	-24	-38	-45	-55
所得税率	14.3%	17.8%	11.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	58	89	181	213	255	314
少数股东损益	3	1	5	6	7	8
归属于母公司的净利	55	88	176	207	248	306
净利率	6.2%	8.7%	8.8%	8.6%	8.8%	9.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	55	89	181	213	255	314
少数股东损益	3	0	0	0	0	0
非现金支出	13	18	36	38	45	56
非经营收益	12	-24	1	0	0	0
营运资金变动	59	-246	206	-233	-1	28
经营活动现金净流	143	-163	424	18	299	398
资本开支	-13	-9	-189	-102	-129	-100
投资	11	61	-563	-1	0	0
其他	-13	1	-1	0	0	0
投资活动现金净流	-15	53	-753	-103	-129	-100
股权募资	0	1,207	10	0	-20	0
债权募资	-80	0	-9	-25	0	1
其他	-3	-36	-29	-3	0	0
筹资活动现金净流	-83	1,171	-28	-28	-20	1
现金净流量	44	1,061	-357	-113	150	299

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	599	1,664	1,556	1,443	1,593	1,893
应收款项	106	415	514	640	747	881
存货	275	342	306	415	488	573
其他流动资产	101	247	162	204	240	281
流动资产	1,080	2,668	2,538	2,703	3,068	3,627
% 总资产	86.6%	97.8%	88.6%	87.3%	86.5%	87.4%
长期投资	85	2	1	2	1	1
固定资产	66	51	151	235	308	342
% 总资产	5.3%	1.9%	5.3%	7.6%	8.7%	8.2%
无形资产	17	8	173	156	169	180
非流动资产	168	61	325	394	479	525
% 总资产	13.4%	2.2%	11.4%	12.7%	13.5%	12.6%
资产总计	1,248	2,729	2,864	3,097	3,548	4,152
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	790	1,096	1,301	1,349	1,555	1,830
其他流动负债	23	11	20	17	26	41
流动负债	813	1,107	1,320	1,366	1,581	1,871
长期贷款	0	0	1	1	1	2
其他长期负债	17	7	25	0	0	0
负债	830	1,114	1,347	1,367	1,583	1,873
普通股股东权益	389	1,598	1,458	1,665	1,893	2,199
少数股东权益	28	17	59	65	72	80
负债股东权益合计	1,247	2,729	2,864	3,097	3,548	4,152

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.243	0.299	0.598	0.703	0.844	1.043
每股净资产	1.712	5.438	4.964	5.667	6.443	7.487
每股经营现金净流	0.628	-0.554	1.442	0.063	1.017	1.356
每股股利	0.000	0.050	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	14.17%	5.50%	12.04%	12.41%	13.10%	13.93%
总资产收益率	4.42%	3.22%	6.13%	6.67%	6.99%	7.38%
投入资本收益率	14.89%	4.05%	10.90%	11.03%	11.66%	12.49%
增长率						
主营业务收入增长率	102.74%	13.16%	97.03%	20.01%	17.85%	18.00%
EBIT增长率	286.47%	9.76%	135.87%	19.54%	20.04%	24.29%
净利润增长率	756.14%	59.20%	99.97%	17.62%	20.09%	23.57%
总资产增长率	11.79%	118.75%	4.95%	8.15%	14.55%	17.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	25.8	91.9	81.7	85.0	85.0	85.0
存货周转天数	109.4	125.6	70.2	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	24.9	71.7	104.4	110.0	105.0	105.0
固定资产周转天数	26.0	13.8	21.4	27.4	31.4	31.5
偿债能力						
净负债/股东权益	#####	-103.09%	#####	-83.36%	-81.02%	-82.93%
EBIT利息保障倍数	-17.0	-8.0	-8.0	-7.3	-8.6	-9.3
资产负债率	66.51%	40.84%	47.03%	44.15%	44.62%	45.11%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	6	8	21
买入	0	2	6	8	17
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.53	1.52	1.48

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-02-06	买入	16.38	21.10~24.62
2 2009-03-02	买入	16.40	21.10~24.62

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=强买；1.01~2.0=买入；2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持；4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
- 持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
- 卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。