

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司点评

中国卫星 (600118)

推荐 (维持)

二季度收入大幅增长 合资成立空间电源公司意义重大

2009 年 08 月 12 日

叶国际

机械行业研究员

86-755-22627084

yegj@pasc.com.cn

事项

中国卫星 2009 年上半年营业收入 8.76 亿，同比增长 6.68%；净利润 7146 万，增长 23.46%；每股收益 0.2 元。

中国卫星与天津电源研究所合资成立恒电空间电源有限公司，中国卫星占比 50%。

主要观点

1、 上半年收入增长低于预期，但从趋势看，一季度收入同比下降 29.24%，二季度收入同比增长 51.1%，环比增长 72.7%，增幅明显，我们预计全年收入增长至 15-20%；

中国卫星历来下半年收入确认占全年约60%（其中四季度占约40%），下半年净利占全年约2/3；2009年要发射的5-6颗小卫星集中在下半年发射，

2、 中报净利润同比增长超收入增长原因：毛利率同比提升 0.59%；营业外收入增加 470 万，营业外支出减少 100 万；主要子公司税率从 18%降为 15%；

中国卫星期间费用水平和毛利率比较稳定，影响综合毛利率的主要因素在于收入构成中卫星制造和卫星应用占比变化，公司卫星制造毛利率约11.5%，卫星应用毛利率约25%。

我们预计中国卫星2009年综合毛利率约15.9%，卫星应用在收入中占比约1/3。

历史季度利润表

	2008-1Q	2008-2Q	2008-3Q	2008-4Q	2009-1Q	2009-2Q
一、营业收入						
营业收入	453.75	366.96	424.74	748.86	321.07	554.50
营业增长率	78.25%	14.07%	84.78%	4.53%	-29.24%	51.11%
减：营业成本	390.17	301.48	365.36	627.94	269.12	466.49
毛利率	14.01%	17.84%	13.98%	16.15%	16.18%	15.87%
减：营业税金及附加	0.35	1.73	0.19	6.61	0.65	1.15
减：营业费用	3.85	2.77	1.24	4.36	3.23	5.16
减：管理费用	23.93	21.36	19.77	35.28	21.91	27.32
减：财务费用	-2.53	-4.82	-9.32	-6.70	-2.64	-2.31
期间费用/收入	5.56%	5.26%	2.75%	4.40%	7.01%	5.44%
减：资产减值损失	0.00	2.97	0.00	0.80	-0.30	1.34
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资净收益	0.00	0.06	-0.86	-0.30	0.00	0.00
其中：对联营合营企业投资收益	-0.26	0.26	-0.80	-0.35	0.00	0.00
加：营业利润其他科目	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：营业利润调整项目	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润						
营业利润	37.99	41.52	46.64	80.27	29.10	55.35
加：营业外收入	0.03	0.10	0.18	0.02	0.10	4.60
减：营业外支出	0.00	1.05	0.15	0.37	0.00	0.10
三、利润总额						
利润总额	38.02	40.56	46.67	79.92	29.20	59.84
减：所得税	6.25	10.53	8.02	-0.37	5.99	10.22
四、净利润						
净利润	31.77	30.03	38.65	80.29	23.21	49.62
加：少数股东损益	2.53	1.42	-1.90	3.13	0.56	0.84
归属于母公司所有者净利润						
净利润	29.24	28.61	40.56	77.16	22.65	48.78
基本每股收益	0.10	0.10	0.14	0.26	0.06	0.14

资料来源：公司公告

3、与天津电源研究所合资（50%：50%）成立天津恒电空间电源公司意义重大：分享分系统制造收益、打开进一步涉足其它分系统制造领域空间。

方案：

中国卫星拟使用募集资金7,000 万元与天津电源研究所共同设立天津恒电空间电源有限公司；新公司注册资本14,000 万元，其中中国卫星和天津电源研究所分别以募集资金和自有资金出资7,000 万元，各占注册资本的50%。

新公司将主要从事空间电源产品的设计开发、生产制造和销售。主要产品包括：太阳单体电池及方阵、单体电池及电池组等。

背景：

卫星电源系统主要用来为整个卫星的正常运行提供稳定的电源。它是卫星电能产生、储存、变换、调节、传输分配和管理的重要分系统。其基本功能是通过物理和化学过程将太阳的光能、核能或化学能转化为电能，并根据需要对电能进行存储、调节和变换，然后向卫星其它各分系统不间断供电。我国的卫星大都采用太阳能 / 蓄电池供电系统。

中国电子科技集团公司第十八研究所(天津电源研究所)是目前国内规模最大、建所时间最长、专业覆盖面最广的综合性化学与物理电源研究机构。十八所在太阳电池、锂电池、锌银电池、热电池、氢镍电池、镉镍电池、燃料电池、温差发电机和温差制冷组件、蓄电池和电子控制器构成的电源系统等领域取得了显著成就，确立了十八所在国内的技术优势和国际电源界的知名地位。

十八所研发产品涉及30多个系列，500多个规格品种的电源产品，其产品广泛用于航空、航天、通信。天津电源研究所承担了国内多颗卫星及神舟飞船的电源系统，如嫦娥一号月球探测卫星的电源系统，其由太阳能电池阵、贮能蓄电池组、电源控制器和地面控制设备组成。

重大意义：

一、天津电源研究所2008年收入、净利分别约2亿、2000万，备考2008年合资公司可以为中国卫星带来超过1000万的净利。

与中国卫星合资后，天津电源研究所电源产品将进入中国卫星及其大股东空间技术研究院的所有航天器（卫星、飞船）电源应用领域，收入有大幅增长空间，2010年预计可以为中国卫星带来超过1500万净利。

二、恒电空间电源公司的成立意味着中国卫星迈开整合卫星制造分系统的重要一步，意义重大，整合模式可能会进一步推开。

卫星有 8 大分系统。

- 结构分系统：相当于骨架，为其他各分系统仪器提供安装位置和工作空间；
- 制导、导航与控制分系统：负责对控制器飞行路线偏差修正和控制，对探测器姿势测量和控制，保证飞行期间轨道稳定；
- 电源分系统：由太阳能电池帆板、蓄电池等组成。能保证全年在任何太阳方位条件下都能够发电；
- 热控分系统：温度调节系统，冷热变化作调控；
- 测控和数传分系统：空间测控与通信；
- 数据管理分系统：负责数据处理，传输和综合管理调度；
- 推进分系统：包括动力系统、火箭推进系统，实现轨道机动和姿势调整，以及“刹车”的动力等；

- 科学探测仪分系统：主要为各种空间载荷，实现对地观测、空间探测等职能。

我们认为中国卫星有可能还会进入新的卫星制造分系统，尤其在整合集团外与卫星制造相关的资源方面，本次作为航天科技集团的中国卫星与电子科技集团的天津电源研究所的“强强联合”模式具有巨大发展空间，电子科技集团在空间通信领域也有突出地位。

4、 航天科技集团新成立的“卫星应用研究院”依托中国卫星，中国卫星作为集团卫星应用平台地位确立

6月18日,中国航天科技集团公司卫星应用研究院成立。

该研究院依托中国空间技术院和中国卫星所属航天恒星科技有限公司,这进一步奠定了中国卫星作为集团公司卫星应用总体单位的地位；在我国卫星应用产业发展中具有主导地位。

中国卫星未来在政府研发支持、项目承揽、标准制定方面具有主导地位，发展潜力大。

5、 收购宏宇航天技术有限公司主要为理顺股权关系，无业绩增厚意义。

根据国资委《关于规范国有企业职工持股、投资的意见》等相关文件的要求，公司拟收购子公司航天恒星科技有限公司职工持有的北京宏宇航天技术有限公司14.75%的股权。此部分股权转让价格为78.77 万元。

同时，为提高北京宏宇业务发展能力，进一步完善产业布局，公司将收购航天恒星科技持有的北京宏宇70%的股权，使之成为中国卫星的控股子公司。

宏宇的规模比较小，业绩增厚意义不大。

6、 合资空间电源公司成立还要通过股东大会，2009 年净利贡献估计有限。预计中国卫星 2009、2010 年每股收益分别为 0.6、0.76 元，目前股价对应 2009 年市盈率约 35 倍，在军工龙头股中市盈率比较低，维持中国卫星“推荐”评级，目标价 24-30。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2538	3098	3683	4120	营业收入	1994.3 1	2321.5 8	2960.2 4	3204.2 6
现金	1556	1835	2023	2390	营业成本	1684.9 4	1953.4 5	2457.1 1	2640.1 7
应收账款	487	575	733	791	营业税金及附加	8.88	11.61	14.80	16.02
其它应收款	10	14	19	20	销售费用	12.22	14.16	18.71	19.81
预付账款	162	275	339	348	管理费用	100.34	106.05	143.63	166.09
存货	306	388	553	552	财务费用	-23.37	-16.87	-19.20	-21.98
其他	18	12	17	19	资产减值损失	3.77	4.00	4.00	3.92
非流动资产	325	458	671	807	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1	3	2	2	投资净收益	-1.10	0.00	0.00	-0.37
固定资产	116.66	176.08	293.76	412.88	营业利润	206.42	249.19	341.19	380.18
无形资产	142	200	230	213	营业外收入	0.33	4.70	1.90	2.31
其他	66.49	79.86	145.06	179.82	营业外支出	1.58	0.20	0.71	0.83
资产总计	2863.6 9	3555.8 7	4353.7 0	4927.0 2	利润总额	205.17	253.69	342.38	382.00
流动负债	1320.3 6	1810.3 9	2294.4 6	2514.4 2	所得税	24.42	38.05	51.36	57.30
短期借款	0	0	0	0	净利润	180.75	215.97	291.47	325.29
应付账款	694	586	737	841	少数股东损益	5.16	6.19	22.81	26.23
其他	626	1224	1557	1673	归属于母公司净利润	175.58	209.78	268.66	299.06
非流动负债	26.32	22.84	22.33	24.16	EBITDA	215	266	367	427
长期借款	1	1	1	1	EPS (元)	0.60	0.60	0.76	0.85
其他	25	21	21	23					
负债合计	1347	1833	2317	2539	主要财务比率				
少数股东权益	59	65	88	114	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	294	353	353	353	成长能力				
资本公积	791	828	828	828	营业收入	31.0%	16.4%	27.5%	8.2%
留存收益	373	501	793	1118	营业利润	26.7%	20.7%	36.9%	11.4%
归属母公司股东权益合计	1458	1682	1974	2299	净利润	28.0%	19.5%	35.0%	11.6%
负债和股东权益	2863.6 9	3580.4 9	4378.3 2	4951.6 5	获利能力				
					毛利率	15.5%	15.9%	17.0%	17.6%
现金流量表		单位:百万元			净利率	9.1%	9.3%	9.8%	10.2%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	11.9%	12.4%	14.1%	13.5%
经营活动现金流	406.05	418.54	425.77	555.62					
净利润	181	216	291	325	偿债能力				

折旧摊销	32	33	45	68	资产负债率	47.0%	51.2%	52.9%	51.3%
财务费用	-23	-17	-19	-22	净负债比率				
投资损失	1	0	0	0	流动比率	1.92	1.71	1.61	1.64
营运资金变动	205	179	78	157	速动比率	1.69	1.50	1.36	1.42
其它	11	7	30	26	营运能力				
投资活动现金流	-171.06	-170.18	-259.66	-207.00	总资产周转率	0.64	0.72	0.75	0.69
资本支出	11	114	211	197	应收账款周转率	4	4	4	4
长期投资	-2	2	-1	-0	应付账款周转率	3.03	3.05	3.71	3.35
其他	-162	-54	-49	-11	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-544.04	30.44	22.14	18.19	每股收益	0.60	0.60	0.76	0.85
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流	1.38	1.42	1.45	1.89
长期借款	-9	0	0	0	每股净资产	4.96	5.73	6.72	7.83
普通股增加	0	59	0	0	估值比率				
资本公积增加	-538	37	0	0	P/E	35.42	35.58	27.78	24.96
其他	4	-66	22	18	P/B	4.27	3.70	3.15	2.71
现金净增加额	-309.04	278.81	188.25	366.81	EV/EBITDA	20	17	12	10

资料来源：平安证券

平安机械行业小组：

王合绪	021-6248 3458	wanghexu@pasc.com.cn
叶国际	0755-2262 7084	yegj@pasc.com.cn
鲍无可	021-6207 8961	baowk@pasc.com.cn

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257