

强烈推荐-A (维持)**中国卫星 600118.SH**

目标估值: 22.00-25.00 元

当前股价: 17.43 元

2010 年 6 月 3 日

北斗系统加速布网、公司长期增长明确**基础数据**

上证综指	2571
总股本(万股)	70508
已上市流通股(万股)	34323
总市值(亿元)	124
流通市值(亿元)	60
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	12.2
资产负债率	48.8%
主要股东	中国航天科技集团公司
主要股东持股比例	51.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	53	87
相对表现	20	77	91

**相关报告**

- 1、《中国卫星(600118)-卫星产业龙头,把握长期投资价值》2008/10/7
- 2、《中国卫星(600118)-被低估的航天核心资产》2009/7/28
- 3、《中国卫星(600118)-业绩增长无忧,拓展航天产业链雄心初显》2010/2/10

王轶铭

0755-82960334
wangym@cmschina.com.cn
S1090210030004

6月2日中国成功发射第四颗北斗导航卫星。我国北斗卫星导航系统进入密集发射期。公司产品覆盖大部分北斗卫星导航设备产业链,作为设备供应商将率先受益。上调6个月目标价为22-25元,维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **北斗导航系统进入密集发射窗口:** 2010年连续发射2颗北斗导航卫星表明我国北斗导航系统布网速度加快,按计划2012年北斗导航卫星在轨数量将达到12颗。到2020年左右,我国将建成5颗静地轨道(GEO)卫星和30颗非静地轨道(NGEO)卫星组成的全球卫星导航系统;
- **北斗导航即将进入产业化快速成长阶段:** 目前,北斗入网用户突破4万,累计提供定位服务2.5亿次,通信服务1.2亿次,授时服务2500万次,系统运行可靠性达到99.98%。我国北斗系统主要客户是政府部门,估计终端装备套数约5万套,按每台均价1.5万元估算,市场规模约在7.5亿元左右;随着北斗系统第2阶段组网完成,北斗导航系统将进入产业化快速成长阶段;
- **公司产品涉及北斗设备制造产业链的大部分环节:** 尽管北斗导航卫星基于“东方红”大卫星研制平台,但公司配套研制宇航级导航系统和卫星电源。公司同时为北斗导航系统建设地面站。在用户端领域,公司旗下星地恒通、西安恒星、北京恒星三家公司均有终端产品进入了特殊用户的采购名录;
- **公司作为设备制造商率先受益北斗导航系统组网:** 我们认为未来十年内,设备制造商最先开始从北斗卫星导航系统受益,覆盖多个产业链环节的公司有望获取更多市场份额。公司首先受益北斗系统组网加速。仅特定用户导航终端的市场规模保守估计有80-100亿左右,按目前公司占30%市场份额估算,公司将新增收入30亿左右,预计2011年北斗二代用户终端就可以产生收益;
- **重申“强烈推荐-A”投资评级:** 航天产业是21世纪最具活力的行业,公司随着北斗系统加速布网,长期增长性十分确定,公司拥有高垄断性航天核心资产,随着改革深入,资产整合预期不断增强,估值水平将推移逐步提高。预计10、11、12年EPS分别是0.35、0.43、0.53元,公司应该享受高于平均水平的估值,上调6个月目标价为22-25元,维持“强烈推荐-A”投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1994	2407	2926	3517	4308
同比增长	97%	21%	22%	20%	22%
营业利润(百万元)	206	216	283	347	435
同比增长	91%	4%	31%	22%	25%
净利润(百万元)	176	196	245	300	376
同比增长	100%	12%	25%	22%	25%
每股收益(元)	0.25	0.28	0.35	0.43	0.53
PE	70.0	62.7	50.1	40.9	32.7
PB	8.4	7.6	6.8	6.1	5.4

资料来源:招商证券;注:08-09年EPS按最新股本摊薄

一、中国卫星受益北斗导航系统组网

北京时间 6 月 2 日晚 23 时 53 分，中国在西昌卫星发射中心用“长征三号丙”运载火箭，将第四颗北斗导航卫星成功送入太空预定轨道，这标志着北斗卫星导航系统组网建设又迈出重要一步。2010 年以来我国已经发射了第 3 和第 4 颗北斗导航卫星，这意味着我国北斗卫星导航系统进入密集发射期。

1、北斗导航系统组网进入第二阶段

中国北斗卫星导航系统(英文简称 COMPASS，中文音译名称 BeiDou)，是中国正在实施的自主发展、独立运行的全球卫星导航系统。2007 年，ICG 确定北斗卫星导航系统与 GPS、GLONASS、Galileo 系统一起成为全球导航卫星系统 (GNSS) 核心供应商。

表 1：世界各国导航系统概述

系统名称	国家	计划卫星数	在轨卫星数	轨道	区域
GPS	美国	24	28	MEO	全球
Galileo	欧洲	27	1	MEO	全球
GLONASS	俄罗斯	24	16	MEO	全球
IRNSS	印度	7	0	GEO	区域
Quasi-Zenith	日本	3	0	GEO	区域
北斗	中国	5GEO+30MEO	6-8	GEO/MEO	全球

资料来源：招商证券研发中心

北斗导航系统按照“三步走”的发展战略稳步推进。2000-2003 年，我国已经发射了 4 颗北斗导航试验卫星（俗称北斗一代），完成了北斗导航系统第 1 期建设。在北斗试验系统和网络应用的基础上，我国在 2007 年发射首颗中地轨道（MEO）卫星，正式启动了北斗卫星导航系统第 2 阶段组网计划，预计到 2012 年，在轨卫星将达到 12 颗，实现中国周边区域导航。第 3 步是到 2020 年左右，建成 5 颗静地轨道（GEO）卫星和 30 颗非静地轨道（NGEO）卫星组成的全球卫星导航系统（俗称北斗二代），实现全球范围导航。

表 2：我国北斗导航系统分三步建设

步骤	时间节点	在轨卫星	实现功能
1	2000-2003 年	4	组成北斗卫星导航试验系统，成为世界上第三个拥有自主卫星导航系统的国家
2	2012 年前	12	覆盖中国周边区域
3	2020 年左右	5+30	实现全球覆盖

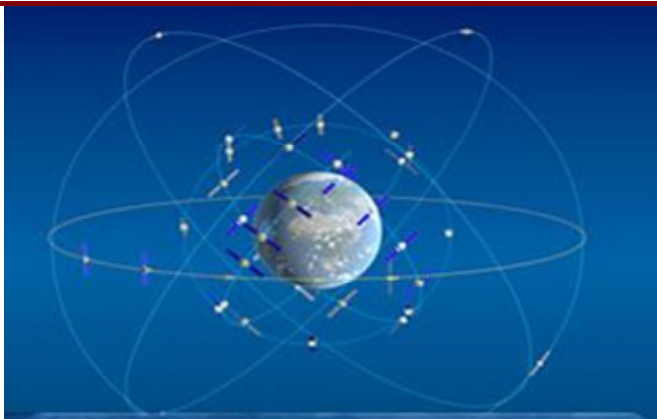
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

北斗导航系统应用领域广泛。我国自主建成的北斗卫星导航定位系统开通应用 7 年以来，我国北斗导航试验系统已应用于测绘、电信、水利、渔业、交通运输、森林防火、减灾救灾和公共安全等诸多领域，特别是在 2008 年北京奥运会、汶川抗震救灾中发挥了重要作用，产生显著的经济效益和社会效益。

北斗导航系统建设是我国提升产业结构的具体体现。航天产业是 21 世纪最具活力和发展潜力的产业之一。在 08 年全球经济危机的情况下，全球卫星产业依然实现收入 1,444 亿美元，同比增长 19%。地面设备 08 年实现营业收入 460 亿美元，同比上升 34%，增

速是各子行业中最快的。卫星应用业务在 08 年实现收入 840 亿美元，占全行业收入的 58%，是卫星产业中规模最大的子行业，同时还保持了同比 16% 的较高增速。我国政府希望通过北斗卫星导航系统建设，不仅建成独立自主、开放兼容、技术先进、稳定可靠的覆盖全球的北斗卫星导航系统，还要促进卫星导航产业链形成，形成完善的国家卫星导航应用产业支撑、推广和保障体系，推动卫星导航在国民经济社会各行业的广泛应用，实现国家产业结构的升级换代。

图1：北斗导航系统星座图



资料来源：招商证券研发中心

图2：北斗导航系统应用领域



资料来源：招商证券研发中心

我国北斗系统即将进入产业化的成长阶段。经过近 10 年发展，北斗产业从无到有，从零散到规模，从单一行业辐射到多个行业，初步形成了用户终端、信息服务系统、集团系统等 20 余款应用产品，40 余家研制生产厂家，7 家分理服务专业公司和国家级卫星导航定位信息服务中心，数万名科技人员的建设应用队伍，数万台年设备生产能力，数十亿元市场占有率的产业化规模。北斗卫星导航产业将成为继移动通信、互联网之后的又一新兴高科技产业。

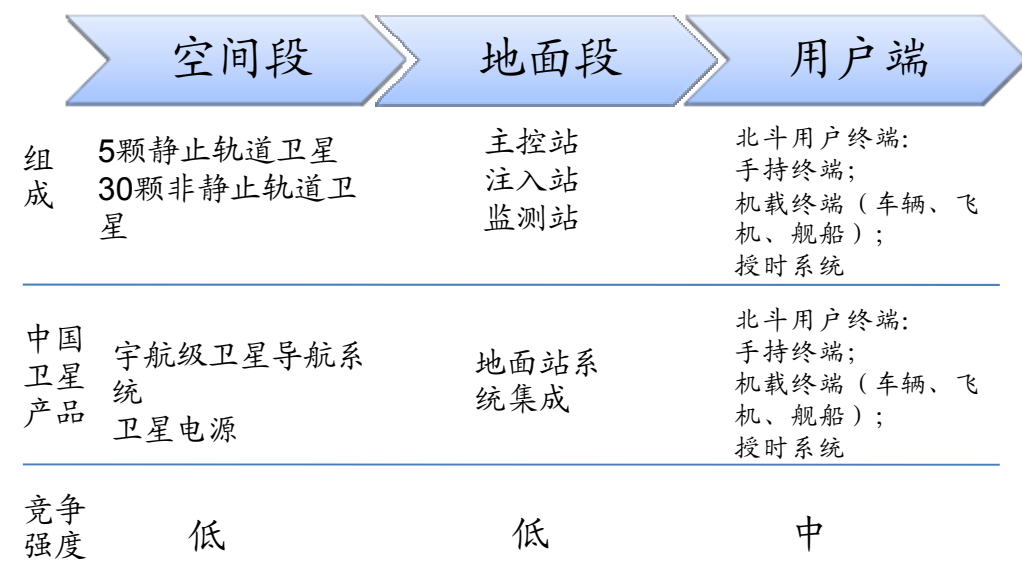
北斗二代导航系统组网加速将促进我国卫星导航市场出现爆发式增长。截止到 2008 年 12 月 31 日，入网用户突破 4 万，北斗系统累计提供定位服务 2.5 亿次，通信服务 1.2 亿次，授时服务 2500 万次，系统运行可靠性达到 99.98%。目前我国北斗系统的主要客户是政府部门，过去十年北斗一代的装备套数约 5 万套，按每台均价 1.5 万元估算，市场规模约在 7.5 亿元左右。北斗二代导航系统投入使用后，北斗卫星导航系统的市场将出现量级上的变化，有预测显示到 2020 年，我国北斗导航市场规模将达 3000 亿。

2、北斗系统为中国卫星长期增长提供保障

北斗卫星导航系统由空间段、地面段和用户段三部分组成。空间段包括 5 颗静止轨道卫星和 30 颗非静止轨道卫星，地面段包括主控站、注入站和监测站等若干个地面站，用户段包括北斗用户终端以及与其他卫星导航系统兼容的终端。

公司产品覆盖大部分北斗卫星导航系统设备产业链。中国卫星大股东中国空间技术研究院是北斗导航卫星的研制和生产部门。公司与北斗导航系统有天然的血缘优势。尽管北斗导航卫星基于“东方红”大卫星研制平台，但是公司研制的宇航级导航系统和卫星电源系统直接配套北斗导航卫星。由于现代小卫星功能越来越强大，不排除下一代的北斗导航卫星使用小卫星平台。公司同时负责为北斗导航系统建设地面站。在用户端领域，公司旗下的星地恒通、西安恒星、北京恒星三家公司均有产品进入了特殊用户采购名录。

图3: 中国卫星产品在北斗卫星产业链中的地位



数据来源: 招商证券研发中心

中国卫星作为重要设备制造商首先受益。在北斗卫星导航系统产业链包括设备制造商和系统服务提供商两大类。2010年-2012年市场还处于北斗二代导航系统组网的过程中,该阶段的重点在硬件设备的投资和建设。我们认为未来十年内,设备制造商最先开始从北斗卫星导航系统受益。在这个过程中,能够覆盖整个制造产业链的公司有望获取更多的市场份额。中国卫星产品几乎覆盖了北斗卫星空间段、地面段、用户终端全产业链,将首先受益北斗卫星导航系统的组网加速。我们预计2011年公司为北斗二代导航系统开发的终端产品就可以产生收益。

未来10年特定用户卫星导航终端市场规模预计80-100亿。北斗二代没有通道限制,定位精度也远远高于一代,并且不需要发射信息定位。预计北斗二代导航系统建成后,政府部门和军方的需求将会首先释放,经过特定用户一段时间的使用后,再向民用市场推广。保守估计,仅特定用户卫星导航终端的市场规模就是现在的10倍以上,约80-100亿左右,按目前公司占30%的市场份额估算,公司将获得约30亿左右的市场份额。

二、估值和投资建议

1、业绩预测

小卫星制造和卫星应用业务均保持增长。卫星制造领域,新介入的卫星电源业务在 2010 年约新增 1 个亿左右的收入,小卫星制造由于订单增加和卫星单价的上升继续保持 15% 左右的增长。卫星应用领域仍然以数据和图像传输业务增长最快,未来 2-3 年依然可以保持 30% 左右的增速。导航业务随着北斗 2 代组网加速,收入增速将提高到 20% 左右。

表 3: 公司主营业务收入及盈利预测

收入	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
卫星制造 (百万)	1012	1,396	1,608	1,959	2,331	2,827
YOY	12%	38%	15%	22%	19%	21%
毛利率	11%	11%	11%	12%	12%	12%
卫星应用 (百万)	490	655	799	967	1,187	1482
YOY	48%	34%	22%	21%	23%	25%
毛利率	23%	23%	22%	23%	23%	23%
合计	1,502	2,051	2,407	2,926	3,517	4308
YOY	22%	37%	17%	22%	20%	22%
毛利率	15%	15%	15%	15%	16%	16%

资料来源:公司公告,招商证券研发中心

注:本表 2007 年的营业收入是根据公司公告模拟注入航天恒星和 503 所后的情况

2、估值水平

中国卫星 10 年动态 PE 为 52 倍,与航天军工板块的平均估值水平基本相当。我们认为中国为航天工业景气度正处在上升初期,周期性风险较小,并且在中国国防工业整合的序幕已经拉开的大背景下,航天工业的资产证券化趋势不可避免,资产整合预期带来的估值溢价随时间推移应是提高的,公司的估值应该高于航天军工平均估值水平。

表 4: 国内航天军工重点上市公司估值比较表

股票名称	最新收盘价	09EPS	10EPS (E)	11EPS (E)	09PE	10PE	11PE	PB	ROE (TTM)	市值 (亿)
中国卫星	17.52	0.28	0.35	0.40	62.6	52.3	43.8	7.5	12.2%	124
西飞国际	11.08	0.17	0.22	0.26	65.2	50.4	42.6	3.0	3.6%	275
洪都航空	32.85	0.35	0.36	0.43	94.3	92.2	76.2	5.8	11.2%	116
成发科技	18.88	0.37	0.40	0.43	51.6	47.2	43.9	4.6	7.5%	25
航空动力	26.15	0.38	0.48	0.65	68.8	54.5	40.2	4.0	4.6%	142
哈飞股份	23.87	0.21	0.29	0.34	113.7	82.3	70.2	6.0	5.9%	81
中航重机	12.73	0.35	0.40	0.49	36.7	31.5	25.9	3.9	12.2%	99
成飞集成	9.66	0.20	0.26	0.28	47.7	37.7	34.3	3.8	8.1%	20
中兵光电	12.68	0.24	0.26	0.29	53.0	49.7	43.2	4.7	8.1%	94
航天电子	11.38	0.25	0.28	0.38	45.5	40.6	30.2	3.0	6.5%	92
平均					60.7	50.8	41.6	4.1	7.6%	1067

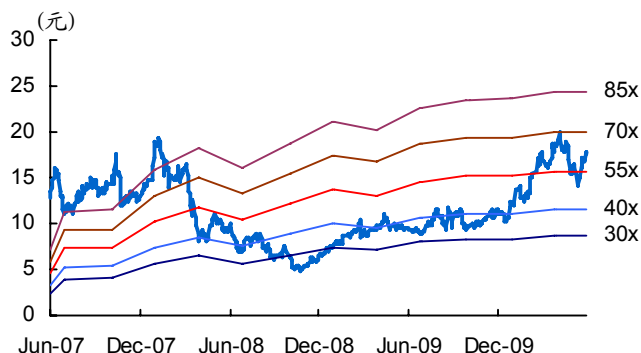
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

敬请阅读末页的重要说明

3、投资建议：强烈推荐-A

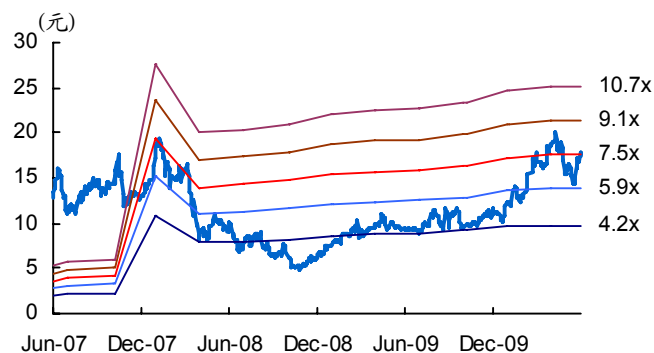
航天产业是 21 世纪最具活力的行业，公司随着北斗系统加速布网，长期成长性十分确定，公司拥有高垄断性航天核心资产，随着改革深入，资产整合预期不断增强，估值水平将推移逐步提高。预计 10、11、12 年 EPS 分别是 0.35、0.43、0.53 元，公司应该享受高于平均水平的估值，上调 6 个月目标价为 22-25 元，维持“强烈推荐-A”投资评级。

图 4：中国卫星历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 5：中国卫星历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

4、风险因素

航天发射是一个高风险的任务，任何一次事故或质量问题均会对航天工业的整体发展带来冲击。

参考报告：

- 1、《中国卫星(600118)-卫星产业龙头，把握长期投资价值》2008/10/7。深度报告，本篇报告对公司做了全面介绍。并首次用 DCF 模型探讨了公司的估值。
- 2、《中国卫星(600118)-被低估的航天核心资产》2009/7/28。深度报告，根据最新经济参数对 DCF 模型结果进行修正，介绍全球卫星产业现状和公司在数据链产品上进展。
- 3、《中国卫星(600118)- 利润稳定增长、产品符合装备发展趋势》2009/10/28。介绍公司数据链产品、动中通指挥车产品、小卫星制造业务已经受益于我军无人机部队和卫星通讯、数据传输的快速发展。说明公司主要产品符合我军装备信息化发展的趋势。
- 4、《中国卫星(600118)- 业绩增长无忧，拓展航天产业链雄心初显》2010/2/10。09 年报点评，分析公司收购卫星电源业务的影响。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2538	3075	3476	4087	4872
现金	1556	1921	2030	2350	2747
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	17	5	29	35	43
应收款项	487	609	710	853	1045
其它应收款	10	86	117	141	172
存货	306	338	441	530	647
其他	162	117	149	178	218
非流动资产	325	474	413	416	436
长期股权投资	1	0	0	0	0
固定资产	117	126	196	227	272
无形资产	142	166	150	135	121
其他	66	182	67	54	43
资产总计	2864	3549	3889	4503	5307
流动负债	1320	1859	2036	2427	2954
短期借款	0	54	50	50	50
应付账款	694	1129	1239	1486	1815
预收账款	580	553	743	892	1089
其他	46	122	4	0	0
长期负债	26	19	1	1	1
长期借款	1	1	1	1	1
其他	25	18	0	0	0
负债合计	1347	1878	2037	2429	2955
股本	294	353	705	705	705
资本公积金	791	799	446	446	446
留存收益	373	472	643	853	1117
少数股东权益	59	48	58	70	84
母公司所有者权益	1458	1623	1795	2005	2268
负债及权益合计	2864	3549	3889	4503	5307

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	424	497	228	451	567
净利润			245	300	376
折旧摊销			48	50	49
财务费用			(16)	(19)	(23)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(113)	95	131
其它			64	25	33
投资活动现金流	(753)	(158)	(38)	(60)	(80)
资本支出			(60)	(60)	(80)
其他投资			22	0	0
筹资活动现金流	(28)	21	(81)	(71)	(90)
借款变动			(6)	0	0
普通股增加			353	0	0
资本公积增加			(353)	0	0
股利分配			(74)	(90)	(113)
其他			(1)	19	23
现金净增加额	(357)	360	110	320	396

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1994	2407	2926	3517	4308
营业成本	1685	2048	2477	2972	3629
营业税金及附加	9	6	12	14	17
营业费用	12	23	23	28	34
管理费用	100	118	146	176	215
财务费用	(23)	(15)	(16)	(19)	(23)
资产减值损失	4	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	0	0	0	0
营业利润	206	216	283	347	435
营业外收入	0	5	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	205	220	283	347	435
所得税	24	17	28	35	43
净利润	181	203	255	312	391
少数股东损益	5	7	10	12	15
母公司所有者净利润	176	196	245	300	376
EPS (元)	0.25	0.28	0.35	0.43	0.53

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	97%	21%	22%	20%	22%
营业利润	91%	4%	31%	22%	25%
净利润	100%	12%	25%	22%	25%
获利能力					
毛利率	15.5%	14.9%	15.3%	15.5%	15.8%
净利率	8.8%	8.1%	8.4%	8.5%	8.7%
ROE	12.0%	12.1%	13.7%	15.0%	16.6%
ROIC	10.6%	10.7%	12.6%	13.9%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	47.0%	52.9%	52.4%	53.9%	55.7%
净负债比率	0.2%	1.6%	1.3%	1.1%	1.0%
流动比率	1.9	1.7	1.7	1.7	1.6
速动比率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.4
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	5.2	6.4	6.4	6.1	6.2
应收帐款周转率	4.5	4.4	4.4	4.5	4.5
应付帐款周转率	3.5	2.2	2.1	2.2	2.2
每股资料(元)					
每股收益	0.25	0.28	0.35	0.43	0.53
每股经营现金	0.60	0.70	0.32	0.64	0.80
每股净资产	2.07	2.30	2.55	2.84	3.22
每股股利	0.13	0.10	0.10	0.13	0.16
估值比率					
PE	70.0	62.7	50.1	40.9	32.7
PB	8.4	7.6	6.8	6.1	5.4
EV/EBITDA	88.5	80.2	56.4	47.2	38.6

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。

王轶铭，南京航空航天大学空气动力学学士、湖南大学精算专业硕士，5 年航天航空国防科研工作经历，通过北美产险精算师考试 EXAM1-5，机械军工行业分析师，曾获 2009 年《新财富》机械行业最佳分析师第一名（小组）。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。