

利润增速低 未来将加速增长

中国卫星 (600118.SH)

推荐 维持评级

分析师: 鞠厚林 电话: (8610) 6656 8946 邮箱: juhoulin@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130207091557

1. 事件

3月3日, 中国卫星公布2010年年报, 公司全年实现收入30.31亿元, 同比增长24.54%; 实现营业利润2.39亿元, 同比增长10.65%; 归属上市公司股东的净利润2.09亿元, 同比增长7.02%; 每股收益0.30元。2010年公司净资产收益率为11.55%, 比上年减少0.43个百分点。公司年度利润分配预案为: 以总股本705,075,980股为基数, 向全体股东每10股派发现金红利0.5元(含税)。

2. 我们的分析与判断

1) 公司利润增速明显低于收入增速, 是我们关注的重点之一。2010年公司利润增速仅为7%左右, 主要原因在于公司的毛利润有所降低, 同时销售费用增长超过收入的增长, 这些是公司利润增速较低的决定性因素。我们认为, 公司成本费用比率的变化一方面是由于军工行业特点决定的, 另一方面是由于公司卫星应用业务的比例持续提高, 由于这一领域面临一定程度的竞争, 因此销售费用的较快增长是合理的; 由于卫星应用业务面临的客户以行业用户和特种用户为主, 因此我们预计公司销售费用比率的增长将是适度的, 不会大幅超过预期。总体上看, 公司的毛利率和净利润率仍将保持相对稳定。

2) 分业务来看, 以小卫星研制为主业的东方红公司2010年实现净利润1.50亿元, 比上年的1.52亿元略有下降; 以卫星应用为主业的航天恒星科技公司和航天恒星空间技术公司分别实现净利润7049万元和2382万元, 分别比上年增长13.4%和10%。可见卫星应用业务在公司业务占比继续呈现明显的上升趋势。

3) 虽然公司2010年利润增速较低, 但根据卫星产业的发展趋势和公司的行业地位, 我们十分看好公司未来两年业绩的增长前景。我们认为, 卫星制造和卫星应用业务在未来2-3年都将快速增长, 尤其是卫星应用将呈现40%左右的复合增长率, 占公司业务比重进一步提高。

卫星制造方面: 十二五期间, 卫星事业加速发展, 卫星研制总量将比十一五提高2倍以上。公司在这方面做了充分准备, 2011年卫星总装产能将大幅提高, 支持卫星研制业务快速增长。卫星应用方面, 北斗卫星组网和国际业务大幅增长将卫星应用业务高速增长。目前公司在开发大量的北斗二代应用系统, 预计在2012年北斗组网后, 可满足行业用户的大量需求。卫星应用的国际业务也取得重大突破。预计2012年公司卫星应用的收入将增长到20亿元, 2013年-2015年将增长到30-50亿元。

3. 投资建议

我们预计, 公司2011-2012年每股收益分别为0.39元和0.61元。由于2012年北斗卫星组网后, 公司的卫星应用产品将加速增长, 而且公司的出口业务也面临广阔的发展市场, 因此我们认为公司的发展前景和业绩增长趋势是乐观的、明确的, 维持“推荐”评级。公司的主要风险在于潜在的行业竞争在加大, 可能加大公司的经营压力。

表 1: 中国卫星 (600118) 财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010	2011E	2012E
货币资金	1556	1921	1979	2641	3197	营业收入	1994	2407	3031	3514	4586
应收票据	17	5	4	7	9	营业成本	1685	2048	2593	2988	3826
应收账款	487	609	873	770	1005	营业税金及附加	9	6	14	9	12
预付款项	162	117	155	117	117	销售费用	12	23	31	33	43
其他应收款	10	86	25	70	92	管理费用	100	118	164	186	230
存货	306	338	441	493	631	财务费用	-24	-15	-22	-12	-14
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	11	11	0	0
长期股权投资	1	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	117	126	132	170	184	投资收益	-1	0	0	0	0
在建工程	34	74	131	74	74	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	206	216	238	310	489
无形资产	142	166	167	133	116	营业外收入	0	5	9	0	0
长期待摊费用	1	84	73	67	59	营业外支出	2	0	1	0	0
资产总计	2864	3549	4022	4566	5508	税前利润	205	220	248	310	489
短期借款	0	54	64	0	0	减: 所得税	24	17	19	31	49
应付票据	1	0	0	0	0	净利润	181	203	228	279	440
应付账款	694	1129	1570	1625	2081	归属母公司净利	176	196	209	272	429
预收款项	580	553	252	617	663	少数股东损益	5	7	19	7	11
应付职工薪酬	14	23	24	23	23	基本每股收益	0.50	0.56	0.30	0.39	0.61
应交税费	2	25	40	25	25	财务指标	2008A	2009A	2010	2011E	2012E
其他应付款	26	73	1	73	73	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	97.03%	20.68%	24.54%	22.89%	30.50%
长期借款	1	1	1	3	3	EBIT 增长率	135.8%	12.62%	12.44%	20.91%	59.40%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	99.97%	11.57%	7.02%	21.38%	57.80%
负债合计	1347	1878	2038	2386	2887	盈利性					
股东权益合计	1517	1671	1983	2180	2620	销售毛利率	15.51%	14.91%	14.5%	14.97%	16.57%
现金流量表	2008A	2009A	2010	2011E	2012E	销售净利率	9.06%	8.44%	7.52%	7.94%	9.60%
净利润	181	203	228	279	382.5	ROE	12.04%	12.07%	11.55%	12.84%	16.85%
折旧与摊销	18	21	38	39	56.0	ROIC	10.90%	11.30%	10.65%	12.28%	16.29%
经营活动现金流	-594	5692	2634	392	-260.4	估值倍数					
投资活动现金流	-2162	-4219	-167	-30	-70.0	PE	99.99	89.62	79.88	65.81	41.70
融资活动现金流	2060	-1387	210	12	17.6	P/S	12.04	10.82	9.70	8.45	7.03
现金净变动	-696	87	46	374	-312.8	P/B	8.80	7.29	6.26	5.10	3.90
期初现金余额	1664	1556	1932	2267	2470.0	股息收益率	0.40%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
期末现金余额	968	1642	1979	2641	2157.2	EV/EBITDA	28.39	30.05	55.33	45.54	28.71

资料来源: WIND; 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

鞠厚林，机械军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

A 股：徐工机械（000425.SZ）、中联重科（000157.SZ）、三一重工（600031.SH）、中国卫星（600118.SH）、光电股份（600184.SH）、哈飞股份（600038.SH）、昆明机床（600806.SH）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908