



中航证券金融研究所

分析师: 张超

证券执业证书号: S0640519070001

分析师: 梁晨

证券执业证书号: S0640519080001

联系人: 邱净博

电话: 15810535661

邮箱: qiujb@avicsec.com

长鹰信质 (002664) 2019 年报点评:

无人机开拓顺利, 电机稳增长, 向科技型企业转型

行业分类: 国防军工

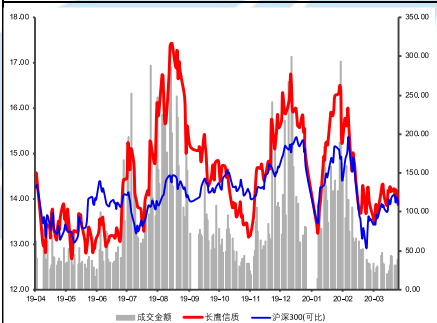
2020 年 4 月 28 日

公司投资评级	买入
当前股价(2020.4.28)	13.13
目标价格	17.60

基础数据 (2020.4.28)

上证指数	2810.02
总股本 (亿股)	4.00
流通 A 股 (亿股)	3.50
资产负债率	38.87%
ROE (加权)	13.30%
PE (TTM)	18.07
PB (LF)	2.12

过去一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

➤ **事件:** 公司 4 月 28 日公告, 2019 年营收 29.72 亿元 (+12.97%), 归母净利润 3.06 亿元 (+17.52%), 毛利率 24.20% (+0.44pcts), 净利率 11.35% (+0.52pcts)。受疫情影响, 2020 年 Q1 营收 4.93 亿元 (-17.87%), 归母净利润 4083.08 万元 (-27.29%)。

➤ 投资要点:

● **公司盈利稳增长, 降本增效持续推进:** 公司 2019 年营收同比增长 12.97%, 归母净利润同比增长 17.52%。四季度表现突出, 营收 10.20 亿元 (+53.56%), 归母净利润 0.88 亿元 (+42.66%)。年末总资产 42.49 亿元 (+23.49%), 在建工程同比增加 222.54%, 增幅较大的原因是公司与新能源汽车相关的智能工厂项目建设; 存货同比增加 17.63%, 计提跌价 1048.96 万元; 预付款项同比增加 48.17%, 因天宇长鹰预付材料款增加所致; 公司毛利较去年增长 0.44pcts, 但较 2016 年高位下滑明显, 主要是因为成本占比高的硅钢、铜等原材料价格大幅上涨, 为此公司持续强化内部管理、降本增效。

西藏北航长鹰天启股票质押的 104,005,200 股 (占总股份 26.00%, 占其所持股份比例 100%) 的质押到期日为 2020 年 4 月 23 日, 但受新冠疫情影响尚未执行。长鹰天启已递交延期申请, 具体执行以长鹰天启取得最终文件并办理质押延期登记为准。长鹰天启已与实际资金融出方中信证券商议, 对方将给予长鹰天启充足的时间来归还部分或全部质押款项。

● **公司“无人机+电机”双主业齐头并进, 规模与业绩稳定增长:** 公司主要从事电机零部件和无人机两大模块, 电机零部件营收占比 76.90%, 无人机 14.31%。

① **无人机业务:** 2017 年, 公司通过资产收购北航无人机产业天宇长鹰, 将无人机纳入主业。天宇长鹰军用无人机主要为 005 系列, 用于中远程侦察任务; 民用主要有天鹰系列, 可用于中高空勘测、电力巡线、环境监测、防灾植保等方面。2019 年公司无人机业务开拓顺利, 签订大额订单, 规模稳步增长。新增分部无人机系统营收 3.59 亿元, 毛利率 27.93%; 无人机技术服务费营收 6655.05 万元, 同比下降 51.96%, 毛利率 75.96%。技术服务费营收有所下降的原因是新增加了无人机系统的统计分部, 我们认为与结算方式调整相关。2019 年, 子公司天宇长鹰实现营收 4.25 亿元 (+205.76%); 净利润 7137.22 万元 (+2.96%)。

② **电机业务:** 公司定位于中高端专业化电机零部件生产制造领域, 主要产品为汽车发电机和电动自行车的定子及总成、电梯曳引机定子、微特和家电电机的转子等, 可用于汽车、电梯、冰箱和电动自行车等行业。

2019 年受国六排放标准提前实施以及新能源补贴退坡等因素影响, 汽车电机业务业务量有所下降, 营收 12.26 亿元 (-6.82%), 毛利率 18.30%; 电动车业务营收 6.25 亿元 (+15.02%), 毛利率 9.11%; 冰压机业务营收 2.73 亿元 (+7.93%), 毛利率 10.99%; 其他电机业务营收 1.61 亿元 (+10.37%), 毛利率 12.05%, 其中包含由于老旧小区电梯迭代加速导致增幅较大的电梯业务量。

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: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59562524
传真: 010-59562637

- **双主业客户基础稳定，充分利用区位优势实现产业化布局：**公司双主业都有客户基础稳定的特点：**电机方面**，由于电机零部件需要第三方和第三方认证，电机整机厂一般不轻易改变供应商。公司已与国内外众多大型电机电器厂商建立了长期合作关系，如法雷奥 (Valeo)、博世 (Bosch)、电装 (Denso) 等。**无人机方面**，公司控股子公司天宇长鹰是国内无人机定点研制单位，产品已列装海军、空军、战略支援部队十余年。公司面向军方客户及军贸公司进行直销，与国防军工相关部门建立了密切合作关系。同时，公司天鹰 BZK-005E 无人机 2018 年已获军品出口立项，客户群有望进一步拓展。

与此同时，公司充分利用区位优势实现专业化分工，提高生产效率。**电机方面**，浙江省台州市是电机及其配套产业较为集中的地区之一，上下游产业分布较为密集。**无人机方面**，公司正在积极推进产业化布局。2020 年 1 月，天宇长鹰与台州湾循环经济产业集聚区管理委员会签署北航无人机项目投资合作协议书，公司将在台州湾集聚区建设约 250 亩的大型无人机生产基地和无人机测试鉴定中心，同时收到政府专项补贴资金合计 7000.00 万元。公司将依托北京、台州两个业务中心，继续巩固现有型号产品的稳定供货，同时持续加大科研投入力度。

- **从传统电机零部件制造商逐步向科技型企业的转型成功：**公司向科技企业转型主要体现在两个方面，电机业务的行业拓展和无人机业务的引进。**电机方面**，公司已具备各类电机零部件的高技术和专业化优势，在大环境下维持传统行业的同时，持续开拓新兴市场的机会。汽车方面包括高速增长的新能源汽车和以双电机配置为主的中高端车型市场；家电方面有呈现较快增长的冰压变频产品；老旧电梯更换需求逐年增加；电动自行车的智能化、性能高效化等。值得一提的是，扁线电机已是新能源车的发展趋势，公司相关的智慧工厂在建设中，有望贡献新的业绩增量。**无人机方面**，公司通过引进无人机业务接轨我国经济创新发展的新亮点和增长点，以军品为基拓展外贸和民用。民用领域方面，公司已与阿里巴巴菜鸟合作“驼峰”无人物流计划，国外已斩获印尼鹰航 150 架份的订单；市场拓展方面，公司于 2019 年 12 月与某客户签订金额 9.25 亿元无人机系统与服务订货合同，金额占最近经审计会计年度营业收入的 35.16%。随着无人机行业的蓬勃发展和军民结合的持续开拓，公司还将继续推进天宇长鹰少数股权收购工作。通过“北航”技术平台和公司资本平台的协同作用，进一步加大无人机领域的各项创新工作。
- **新冠疫情为公司电机和外贸业务带来不确定性影响：**受疫情影响，公司 2020 年 Q1 营收下降 17.87%，归母净利润下降 27.29%。由于疫情限制出行，全球汽车消费市场受到断崖式冲击，公司的电机业务会受到一定程度的波及。但我们认为疫情消除后会出现反弹，相关影响偏向短期。与此同时，随着海外疫情的持续发酵，公司的外贸业务也将受到牵连。根据以往年度数据，公司的外贸业务收入的营收占比在 15% 左右（2019 年为 13.96%），预计该部分收入存在较大的不确定性。

- **投资建议：**公司近年来从传统电机零部件制造商逐步向科技型企业的转型成功，“无人机+电机”双主业齐头并进，客户基础稳定，积极利用区位优势，规模与业绩稳定增长。无人机业务通过“北航”技术平台和公司资本平台发挥协同作用，未来盈利增长空间较大；电机业务聚焦新能源汽车和老旧电梯改造等新兴行业细分领域发展趋势，业绩有望持续受需求拉动。

我们预测公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别为 3.53 亿元、4.23 亿元、5.10 亿元，EPS 为 0.88 元、1.06 元、1.28 元，当前股价对应 PE 分别为 14.92 倍、12.39 倍、10.26 倍。考虑到公司进军无人机市场的发展潜力，给予公司 2020 年 20 倍 PE，目标价格为 17.60 元，给予“买入”评级。

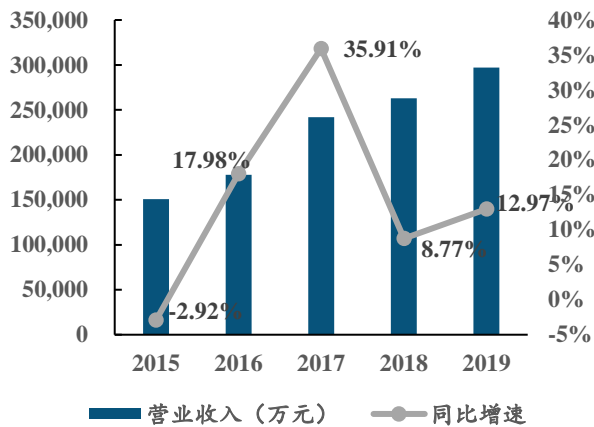
- **风险提示：**新冠疫情造成电机和外贸业务量下滑、无人机市场开拓不达预期、原材料价格上涨。
- **盈利预测：**

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2971.97	3293.24	3776.36	4351.50
增长率 (%)	12.97%	10.81%	14.67%	15.23%
归属母公司股东净利润	306.03	352.71	422.79	510.32
增长率 (%)	17.52%	15.25%	19.87%	20.70%
每股收益 (EPS)	0.77	0.88	1.06	1.28

数据来源: wind, 中航证券金融研究所

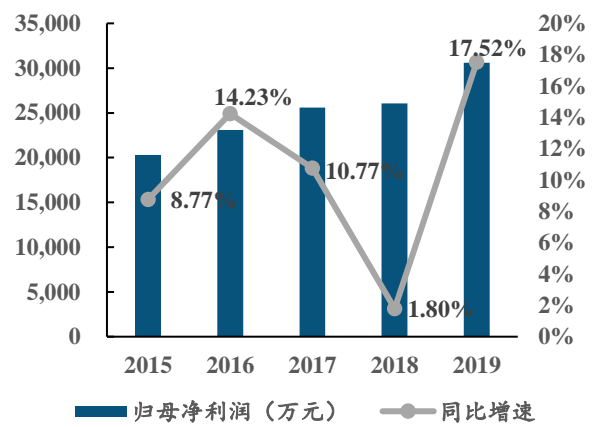
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近五年营业收入及增速情况



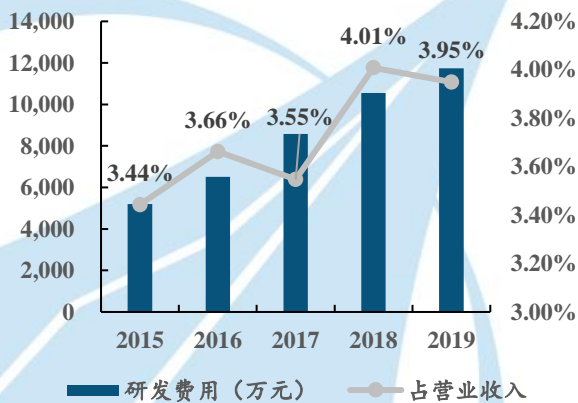
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司近五年归母净利润及增速情况



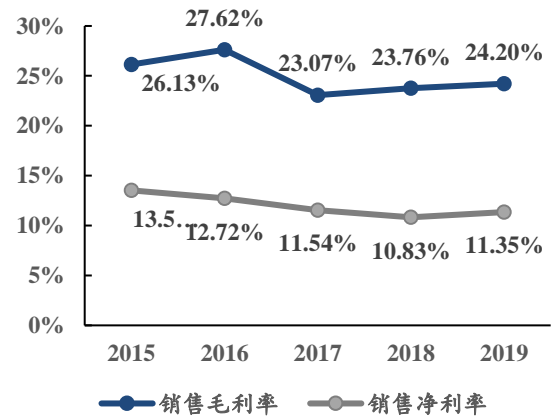
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司研发费用情况



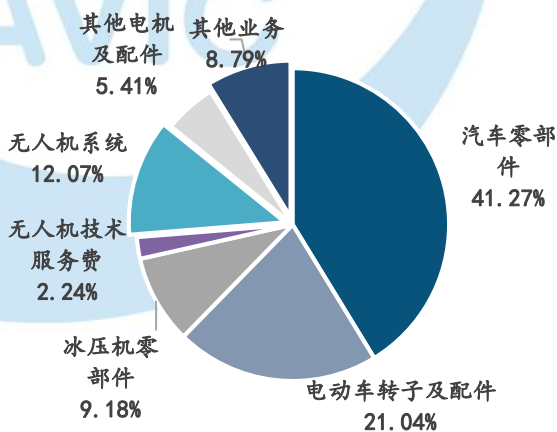
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司近五年毛利率及净利率情况



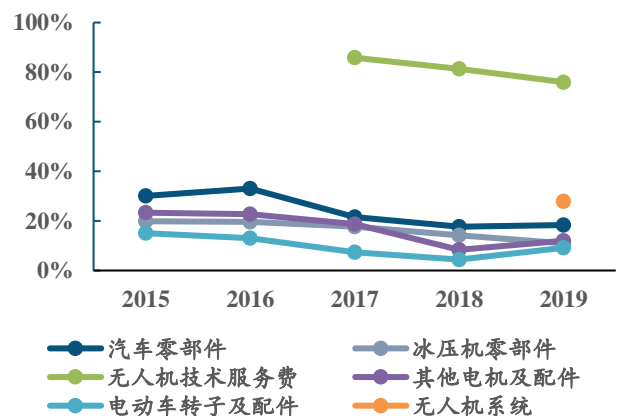
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 5: 公司产品收入结构情况



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 6: 公司产品毛利率情况



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

◆ 财务报表预测 (百万元)

利润表	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2971.97	3293.24	3776.36	4351.50	货币资金	1061.90	1152.63	1734.33	2269.15
营业成本	2252.67	2496.61	2862.48	3297.57	应收和预付款项	787.89	960.53	1067.99	1243.40
营业税金及附加	17.58	20.25	22.93	26.53	存货	457.36	501.56	581.12	671.19
销售费用	74.06	80.01	92.53	106.33	其他流动资产	698.10	443.81	479.19	483.14
管理费用	231.10	240.34	250.56	260.42	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	2.57	17.40	20.55	23.45	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-10.49	-2.23	-1.47	-0.80	固定资产和在建工程	602.40	460.06	439.56	418.37
投资收益	-0.07	3.21	4.21	5.12	无形资产和开发支出	602.26	595.46	588.66	581.87
公允价值变动损益	-0.61	-0.71	-0.67	-0.68	其他非流动资产	39.10	48.01	26.89	30.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	4249.01	4162.07	4917.75	5697.85
营业利润	387.27	443.36	532.31	642.44	短期借款	33.01	43.69	36.78	39.07
其他非经营损益	-2.58	-1.43	-1.99	-2.57	应付和预收款项	1476.63	1418.89	1723.44	1940.61
利润总额	384.69	441.94	530.32	639.87	长期借款	80.12	19.55	-10.88	-21.20
所得税	47.32	54.10	65.02	78.41	其他负债	62.02	157.05	195.23	220.95
净利润	337.37	387.84	465.30	561.46	负债合计	1651.77	1639.18	1944.57	2179.42
少数股东损益	31.34	35.13	42.50	51.14	股本	400.02	400.02	400.02	400.02
归属母公司股东净利润	306.03	352.71	422.79	510.32	资本公积	438.95	438.95	438.95	438.95
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	留存收益	1601.70	1938.75	2346.54	2840.65
经营活动现金流净额	890.77	481.43	651.65	615.90	归属母公司股东权益	2440.67	2777.72	3185.51	3679.62
投资活动现金流净额	-530.05	11.25	-7.05	-23.38	少数股东权益	156.56	191.69	234.19	285.34
筹资活动现金流净额	-398.79	-77.95	-62.90	-57.69	股东权益合计	2597.23	2969.41	3419.70	3964.95
现金流量净额	-38.95	414.73	581.70	534.82	负债和股东权益合计	4249.01	4608.59	5364.27	6144.37

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 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

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, 负责军工、机械、电子、通信、计算机、传媒等行业, 2016-2018年新财富第一团队核心成员, 2016-2018年水晶球第一团队核心成员。

梁晨, SAC执业证书号: S0640519080001, 北京科技大学材料硕士, 中航证券金融研究所军工行业分析师。

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其客户。

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此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替行使独立判断。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员个人的不同设想、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。