

2019年10月22日

长鹰信质 (002664.SZ)

Q3 逐季改善明显，单季度增长超出市场预期

■事件：

10月21日，公司发布三季报：第三季度实现营收7.31亿元，同比增长15.83%；归母净利0.85亿元，同比增长34.66%；前三季度实现营收19.52亿元，同比下降0.75%；归母净利2.18亿元，同比增长9.74%。

■点评：

1) 逐季改善明显，三季度业绩超出市场预期。

公司前三季度营收19.52亿元，同比下降0.75%，单季度营收同比增长15.83%，逐季改善明显，相比中报，三季报营收明显收窄，几乎转正，公司产品和技术服务方面拥有独特的竞争优势，形成了让较高的战略客户优势，在1-9月份汽车产销量同比下降11.4%和10.3%的行业背景下，单季度营收增长15.83%，大大优于行业增速，超出我们预期。其他业务上，预计电梯业务等受益老旧小区加装电梯改造，仍延续高增长（中报显示同比大幅上升144%）；无人机业务维持较好景气，下半年迎来集中交付。

前三季度归母净利2.18亿，同比增长9.74%，增速转正，改善更为明显，一方面公司整体毛利率25.34%，同比改善2.00个百分点，净利率改善1.13个百分点。影响毛利率的成本占比较大的无取向硅钢价格今年1-9月份平均5260元/吨，相比去年1-9月份平均5697元/吨下降7.7%，贡献部分公司业绩弹性。期间费用率平稳，净利率跟随毛利率有所改善。

从资产负债表看，公司“预付账款”较期初增加84.98%，主要是预付钢材款增加及天宇长鹰预付无人机材料款增加，预示电机定转子业务及无人机及电机业务在手订单较好，预计全年业绩有较好表现。公司“预收款项”较期初增加176.77%，同比增加147.47%，同样可以反映公司在手订单较好，电机及无人机业务增长有望。公司在建工程，较期初增加154.54%，公司持续投入智能工厂建设，未来达产后将大大拓展业绩增长空间。

2) 公司无人机业务进一步开拓军内市场、海外市场，同时着力加快布局大型物流无人机。

公司是国内第一家无人机研制单位，技术积累深厚，产品列装军方十余年，相关成果曾两获国家科技进步一等奖，未来我军无人化程度提

公司快报

证券研究报告

汽车零部件

投资评级 **买入-A**

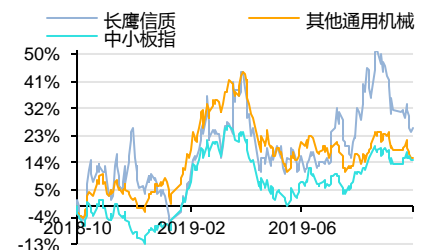
维持评级

6个月目标价：**20.00元**
股价(2019-10-21) **14.46元**

交易数据

总市值(百万元)	5,784.29
流通市值(百万元)	5,060.31
总股本(百万股)	400.02
流通股本(百万股)	349.95
12个月价格区间	10.65/17.42元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.01	0.42	9.03
绝对收益	-14.03	8.23	30.11

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

花超

报告联系人

huachao1@essence.com.cn

相关报告

长鹰信质：【安信军工】长鹰信质：2019H1 无人机业务景气，电机零部件业务优于行业/冯福章	2019-08-16
长鹰信质：【安信军工-公司深度】长鹰信质：定转子业务稳健，无人机军用为基、民用有望打开巨大空间/冯福章	2019-08-01

高趋势下，预计十四五需求仍有较大增长，核心受益这一进程。其中，在 8 月 2 日，天宇长鹰与某客户新增 7.8 亿元订货合同，占公司年度营业收入的 29.65%，主力型号 005 系列继续巩固在军方客户优势，持续签订供货合同，后续仍有采购。另外，公司出口型无人机 2018 年已获军品出口立项，有望取得军贸订单的突破。

民用领域，公司布局民用物流无人机，国内与阿里巴巴菜鸟合作“驼峰”计划，同时注重推进国际业务。公司已与阿里巴巴菜鸟合作“驼峰”无人物流计划，随着国内无人物流适航等政策推进，受益国内无人物流的市场。另外，根据雅加达彭博报道，印尼鹰航计划从公司采购 100 架无人机+50 架无人直升机，用于在该国岛屿间的货物运输，预计将在 5 年内建立 30 个物流中心运营物流无人机。目前，台州无人机生产基地目前已经完成了多批次无人机的组装工作，年生产能力 40 架，可满足同时 8 架飞机总装，未来正式厂房建成，可形成年交付 50 架大型无人机的能力，可满足目前大批量订单需求。

3) 投资建议:

公司军用无人机是目前国内最早定型的无人机型号，在手订单饱满，十四五随我军无人机化趋势，无人机在侦查领域的作用凸出，需求预计有大幅增长；民用领域，公司注重国际民用物流市场开拓，有望形成新的业绩增长点；电机零部件业务平稳，目前基本是处于行业底部，向上则有汽车行业复苏及布局新能源扁线电机、钢价改善等边际向好，另新能源驱动电机的扁线电机工艺国内领先可重点关注。我们预计 2019-2021 年净利润分别为 2.74、3.45、4.75 亿元，对应当前股价的 PE 为 21.1、16.8、12.2 倍，给予“买入-A”评级。

■风险提示：电机定转子业务发展低于预期、无人机订单不及预期、扁线业务研发不达预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,418.7	2,630.8	2,764.8	3,841.7	4,472.1
净利润	255.8	260.4	274.7	345.1	475.1
每股收益(元)	0.64	0.65	0.69	0.86	1.19
每股净资产(元)	4.82	5.41	6.02	6.80	7.87

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	22.6	22.2	21.1	16.8	12.2
市净率(倍)	3.0	2.7	2.4	2.1	1.8
净利润率	10.6%	9.9%	9.9%	9.0%	10.6%
净资产收益率	13.3%	12.0%	11.4%	12.7%	15.1%
股息收益率	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%
ROIC	27.2%	23.2%	19.8%	25.9%	38.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,418.7	2,630.8	2,764.8	3,841.7	4,472.1	成长性					
减:营业成本	1,860.7	2,005.8	2,121.1	2,826.7	3,203.3	营业收入增长率	35.9%	8.8%	5.1%	38.9%	16.4%
营业税费	14.7	17.4	18.8	26.1	30.0	营业利润增长率	23.2%	0.9%	5.7%	25.8%	38.6%
销售费用	50.5	60.7	66.9	132.5	159.2	净利润增长率	10.8%	1.8%	5.5%	25.6%	37.7%
管理费用	166.7	95.7	190.2	421.8	481.2	EBITDA 增长率	21.0%	34.5%	-15.1%	17.4%	33.3%
财务费用	6.7	16.6	11.5	-7.8	-13.8	EBIT 增长率	22.6%	35.6%	-18.6%	19.6%	37.9%
资产减值损失	4.2	8.3	7.2	5.9	6.0	NOPLAT 增长率	27.3%	5.5%	3.8%	19.5%	37.5%
加:公允价值变动收益	0.4	-0.9	-0.5	0.0	0.1	投资资本增长率	23.6%	21.7%	-8.4%	-8.5%	-3.7%
投资和汇兑收益	2.6	-1.6	-1.2	0.6	-0.7	净资产增长率	18.0%	11.6%	11.9%	13.4%	16.4%
营业利润	325.9	328.8	347.4	437.0	605.6	利润率					
加:营业外净收支	-3.1	-4.6	-5.1	-5.2	-4.9	毛利率	23.1%	23.8%	23.3%	26.4%	28.4%
利润总额	322.7	324.2	342.3	431.8	600.7	营业利润率	13.5%	12.5%	12.6%	11.4%	13.5%
减:所得税	43.5	39.3	41.8	53.2	75.4	净利润率	10.6%	9.9%	9.9%	9.0%	10.6%
净利润	255.8	260.4	274.7	345.1	475.1	EBITDA/营业收入	15.9%	19.7%	15.9%	13.4%	15.4%
						EBIT/营业收入	13.4%	16.7%	13.0%	11.2%	13.2%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	73	68	60	39	32
货币资金	737.6	868.2	1,039.0	1,504.4	2,029.7	流动营业资本周转天数	52	50	59	33	24
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	315	308	315	306	309
应收账款	569.9	556.4	611.0	989.7	600.4	应收账款周转天数	72	77	76	75	64
应收票据	267.9	200.7	260.1	337.5	283.7	存货周转天数	59	57	55	52	50
预付账款	251.3	150.8	202.7	381.6	223.5	总资产周转天数	454	474	470	414	400
存货	442.3	388.8	459.6	655.4	590.4	投资资本周转天数	176	198	198	131	105
其他流动资产	6.9	63.3	44.0	38.0	48.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.3%	12.0%	11.4%	12.7%	15.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.0%	8.3%	7.9%	7.5%	10.8%
长期股权投资	32.1	-	-	-	-	ROIC	27.2%	23.2%	19.8%	25.9%	38.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	511.6	488.3	432.2	402.2	387.0	销售费用率	2.1%	2.3%	2.4%	3.5%	3.6%
在建工程	1.4	38.0	58.0	68.6	49.3	管理费用率	6.9%	3.6%	6.9%	11.0%	10.8%
无形资产	212.5	220.7	216.3	213.3	209.4	财务费用率	0.3%	0.6%	0.4%	-0.2%	-0.3%
其他非流动资产	459.3	465.8	459.7	461.1	461.3	三费/营业收入	9.3%	6.6%	9.7%	14.2%	14.0%
资产总额	3,492.8	3,440.9	3,782.7	5,051.8	4,882.9	偿债能力					
短期债务	60.0	62.0	-	-	-	资产负债率	41.3%	33.5%	32.3%	42.5%	30.8%
应付账款	447.1	114.6	297.8	539.9	307.8	负债权益比	70.4%	50.4%	47.7%	73.9%	44.4%
应付票据	822.0	682.0	826.4	1,497.8	1,082.7	流动比率	1.65	2.44	2.22	1.87	2.61
其他流动负债	50.4	54.2	55.5	54.2	58.7	速动比率	1.33	2.02	1.83	1.55	2.20
长期借款	-	180.0	-	-	-	利息保障倍数	48.21	26.57	31.31	-55.30	-43.00
其他非流动负债	63.4	60.2	42.2	55.3	52.5	分红指标					
负债总额	1,442.8	1,153.0	1,221.8	2,147.2	1,501.8	DPS(元)	0.07	0.07	0.07	0.09	0.12
少数股东权益	121.7	125.2	151.0	184.5	234.6	分红比率	10.2%	10.8%	10.0%	10.1%	10.2%
股本	400.0	400.0	400.0	400.0	400.0	股息收益率	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%
留存收益	1,528.2	1,762.6	2,009.9	2,320.1	2,746.5						
股东权益	2,050.0	2,287.9	2,560.9	2,904.6	3,381.2						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	279.2	284.9	274.7	345.1	475.1	EPS(元)	0.64	0.65	0.69	0.86	1.19
加:折旧和摊销	60.3	77.2	80.4	86.4	95.3	BVPS(元)	4.82	5.41	6.02	6.80	7.87
资产减值准备	4.2	8.3	-	-	-	PE(X)	22.6	22.2	21.1	16.8	12.2
公允价值变动损失	-0.4	0.9	-0.5	0.0	0.1	PB(X)	3.0	2.7	2.4	2.1	1.8
财务费用	8.2	19.4	11.5	-7.8	-13.8	P/FCF	144.1	36.2	34.7	12.4	11.0
投资损失	-2.6	1.6	1.2	-0.6	0.7	P/S	2.4	2.2	2.1	1.5	1.3
少数股东损益	23.4	24.5	25.8	33.5	50.2	EV/EBITDA	26.7	8.4	11.0	8.5	5.7
营运资金的变动	14.6	-56.4	99.9	99.2	10.2	CAGR(%)	10.7%	22.6%	9.9%	10.7%	22.6%
经营活动产生现金流量	266.8	401.7	493.0	556.0	617.8	PEG	2.1	1.0	2.1	1.6	0.5
投资活动产生现金流量	-163.8	-402.9	-41.2	-63.5	-57.7	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-250.4	55.7	-280.9	-27.1	-34.8	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034