



# 关联交易彰显无人机盈利水平高 ——信质电机（002664）事件点评

2017年12月14日

强烈推荐/维持

信质电机

事件点评

陆洲	分析师	执业证书编号: S1480517080001
	luzhou@dxzq.net.cn 010-66554142	
张高艳	研究助理	执业证书编号: S1480116080036
	zhanggy-yjs@dxzq.net.cn 021-25102859	

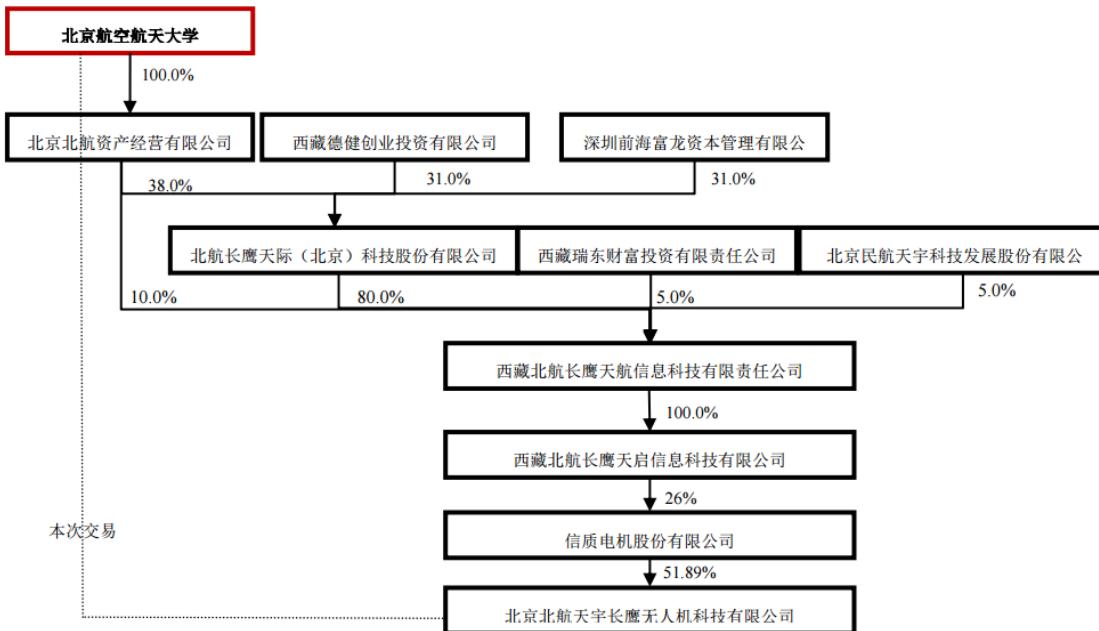
## 事件:

公司发布关于新增控股子公司天宇长鹰与北航大学 2017 年度发生的关联交易额的公告,2017 年度天宇长鹰向关联方北航大学提供劳务合同预计金额 6037 万元, 其中 4245 万元对应的无人机系统维修保养项目对应的事项已经完成, 但尚未结算收入。此外, 公司预计 2017 年度可能新增的关联交易合计不超过 2000 万元, 但尚未签署具体合同, 是否发生需根据天宇长鹰的实际经营情况确定。

## 观点:

- **控股天宇长鹰完成, 股权关系理顺, 无人机业务按照服务模式有序进展。**公司于11月27日完成对天宇长鹰增资的工商变更登记, 实现对天宇长鹰无人机业务控股51.89%。天宇长鹰承接原北航无人机所的业务, 由于目前军工资质尚未落实, 暂以劳务合同模式承接业务。根据此次公告, 2017年已签订的劳务合同包括: 943万元的“一批无人机系统维修保养项目”、3302万元的“二批无人机系统维修保养项目”、1792万元的“某无人机系统的研制、试验、保障”, 目前2批次的无人机系统维修保养项目均已完成, 无人机业务正按照服务模式有序开展。

图 1: 天宇长鹰与公司的关联关系



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **天宇长鹰2017年有望贡献超2100万净利润。**根据公司公告，截至2017年11月30日天宇长鹰与北航大学合计发生交易2006.79万元，此前公司尚未取得天宇长鹰控股权，而12月份已完成控股后所发生的关联交易金额将计入报表合并范围。

目前，两批次的无人机系统维修保养项目合计4245万元的合同事项已完成，尚未结算收入，若考虑12月份继续执行已签订的《技术服务合同》（某无人机系统的研制、试验、保障）及其他相关业务，12月份可结算订单金额有望超过5000万元。按照公司之前收购公告的预测，2017年天宇长鹰将以服务模式承接北航大学的无人机业务，测算的净利率水平为42.1%，2017年贡献净利润或有望达2105万元。

## 结论：

我们看好公司无人机产业的发展前景，特别是在军用内销，出口，民商用、检测培训等领域。假设天宇长鹰2017年度已完成的项目当期完成结算，预计公司2017-2019年营业收入为22.74亿元、27.86亿元和37.87亿元，净利润分别为2.95亿元、3.92亿元和4.32亿元，每股收益0.74元、1.00元和1.10元，对应P/E分别为38X/28X/24X。

如果未来公司继续围绕无人机产业链内生外延并举，不排除业绩进一步上升的空间。给予公司2018年40倍PE，目标价40元，维持“强烈推荐”投资评级。

**风险提示:**

电机业务订单下滑；无人机业务实际订单不及预期；无人机出口政策发生变化的风险。

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			
<b>流动资产合计</b>	2066	1961	3231	3861	5058	<b>营业收入</b>	1508	1780	2274	2786	3787			
货币资金	1100	646	1532	1612	1895	<b>营业成本</b>	1114	1288	1668	2028	2852			
应收账款	381	392	526	637	881	<b>营业税金及附加</b>	13	16	21	29	40			
其他应收款	4	3	4	5	6	<b>营业费用</b>	39	47	60	77	106			
预付款项	178	220	301	383	510	<b>管理费用</b>	102	128	160	206	288			
存货	232	346	398	514	701	<b>财务费用</b>	-2	0	-10	-16	-6			
其他流动资产	1	62	162	289	515	<b>资产减值损失</b>	8.66	17.67	10.00	10.00	10.00			
<b>非流动资产合计</b>	676	645	559	527	485	<b>公允价值变动收益</b>	0.10	-0.35	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	100	32	32	32	32	<b>投资净收益</b>	1.66	-17.47	1.00	1.00	1.00			
固定资产	432.26	469.73	430.67	388.07	345.48	<b>营业利润</b>	235	265	316	453	499			
无形资产	78	76	89	100	100	<b>营业外收入</b>	6.28	3.93	5.00	5.00	5.00			
其他非流动资产	30	56	0	0	0	<b>营业外支出</b>	4.42	3.18	5.00	5.00	5.00			
<b>资产总计</b>	2742	2606	3789	4388	5543	<b>利润总额</b>	237	265	316	453	499			
<b>流动负债合计</b>	1211	866	946	1211	2003	<b>所得税</b>	33	39	42	61	66			
短期借款	651	26	0	0	379	<b>净利润</b>	204	226	295	392	432			
应付账款	134	149	194	234	331	<b>少数股东损益</b>	2	-5	-6	-7	-10			
预收款项	5	8	10	14	19	<b>归属母公司净利润</b>	202	231	279	400	442			
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	<b>EBITDA</b>	353	392	356	489	545			
<b>非流动负债合计</b>	0	3	3	3	3	<b>BPS (元)</b>	0.51	0.58	0.70	1.00	1.10			
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>								
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			
<b>负债合计</b>	1211	869	949	1214	2006	<b>成长能力</b>								
少数股东权益	45	40	35	28	18	<b>营业收入增长</b>	-2.92%	17.98%	25.00%	25.25%	35.93%			
实收资本(或股本)	400	400	400	400	400	<b>营业利润增长</b>	10.95%	12.37%	19.30%	43.54%	10.05%			
资本公积	439	439	1317	1317	1317	<b>归属于母公司净利润</b>	20.99%	42.98%	20.99%	42.98%	10.59%			
未分配利润	569	756	866	1033	1211	<b>盈利能力</b>								
归属母公司股东权	1486	1696	2806	3147	3519	<b>毛利率 (%)</b>	26.13%	27.62%	25.00%	27.21%	24.70%			
<b>负债和所有者权</b>	2742	2606	3789	4388	5543	<b>净利率 (%)</b>	13.53%	12.72%	12.31%	14.08%	11.41%			
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>	<b>总资产净利润 (%)</b>	14.15%	7.38%	8.86%	7.37%	9.10%			
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	<b>ROE (%)</b>	13.61%	13.61%	9.96%	12.70%	12.56%			
<b>经营活动现金流</b>	252	307	44	152	-13	<b>偿债能力</b>								
净利润	204	226	274	392	432	<b>资产负债率 (%)</b>	44%	33%	25%	28%	36%			
折旧摊销	118.83	126.96	0.00	42.59	42.59	<b>流动比率</b>								
财务费用	-2	0	-10	-16	-6	<b>速动比率</b>								
应收账款减少	0	0	-134	-110	-244	<b>营运能力</b>								
预收帐款增加	0	0	2	4	5	<b>总资产周转率</b>	0.65	0.67	0.70	0.68	0.76			
<b>投资活动现金流</b>	-53	-114	27	-29	-19	<b>应收账款周转率</b>	4	5	5	5	5			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>应付账款周转率</b>	13.08	12.56	12.95	13.01	13.42			
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>								
投资收益	2	-17	1	1	1	<b>每股收益(最新摊薄)</b>	0.51	0.58	0.70	1.00	1.10			
<b>筹资活动现金流</b>	390	-529	814	-43	315	<b>每股净现金流(最新)</b>	1.47	-0.84	2.21	0.20	0.71			
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>每股净资产(最新摊</b>	3.71	4.24	7.01	7.87	8.80			
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>								
普通股增加	200	0	0	0	0	<b>P/E</b>	53.04	46.64	38.72	27.08	24.49			
资本公积增加	-199	0	878	0	0	<b>P/B</b>	7.28	6.38	3.86	3.44	3.08			
<b>现金净增加额</b>	588	-335	886	80	283	<b>EV/EBITDA</b>	29.41	26.03	26.11	18.84	17.07			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

### 研究助理简介

单击此处输入文字。

### 张高艳

清华大学工学硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注航空智能制造、军民融合等方向。

## 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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。