

公司研究

签约头部车企，涡轮增压器市场拓展取得重大突破

——西菱动力（300733.SZ）跟踪报告之八

要点

事件：2月6日，西菱动力公告，近日与汽车整车行业某头部企业签订《涡轮增压器开发合作框架协议》，约定公司在2023年底前为客户投资不低于50万个涡轮增压器总成的装配产能和相应的辅助设备。

点评：

协议项目预计于2023年底建成，建成后有望提升公司涡轮增压器市占率。该框架协议约定，客户将公司作为发动机核心零部件重要供应商，在“同等优先”条件下采购公司的产品和服务；公司将于2023年底前，在客户本地化投资不低于50万个涡轮增压器总成的配套产能和相应的辅助设备，并同步建立客户要求的技术、质量管控体系，并获得相应的资质，尽快形成涡轮增压器配套和服务能力。协议项目预计于2023年底建成，项目建设有望扩大公司涡轮增压器产品总装产能，提升公司涡轮增压器产品的市场占有率，对公司未来业绩产生积极影响。

涡轮增压器业务已成为公司汽车零部件业务的重要增长动力。公司具备从核心零部件设计到整机制造验证的全流程的涡轮增压器核心技术。此外，2022年公司投建高温合金铸造线，采用自主研发的快速主动充型工艺，批量生产涡壳，在涡轮增压器产品的生产中具备成本优势。市场拓展方面，截至2022年8月，公司产品已应用在吉利、理想、比亚迪等多家客户共计30多款发动机的研发中，并已开始对包括吉利、航天三菱、江淮等多家客户在内的多款发动机型号批量供货。2022年，公司涡轮增压器产品开始量产，并合计销售约31.61万台。

定增顺利募资约3.36亿元，有望助力涡轮增压器扩产、氢燃料电池领域布局。

2023年1月20日，公司定增新股上市，公司通过此次定增募资约3.36亿元，计划投向涡轮增压器扩产项目、研发中心项目并补充流动资金。其中，涡轮增压器扩产项目建成后，公司涡轮增压器产能预计将提升20万台/年至80万台/年，项目新增的上游零部件产能还可用于匹配公司总装线的产能需求，节约成本；研发中心项目的研发内容包括第一代燃料电池空气供给系统、第一代燃料电池氢气循环泵的研制，有助于公司在市场竞争中抢占先机。

盈利预测、估值与评级：据公司业绩预告，公司2022年归母净利润为4200-4800万元，我们调整2022年归母净利润预测为0.46亿元，维持2023、2024年归母净利润预测1.82、3.13亿元。我们认为伴随疫情影响的逐步减弱，及涡轮增压器产品放量、公司航空零部件业务持续拓展，公司业绩仍具备较大成长空间，故维持“买入”评级。

风险提示：合作进度不及预期风险；创新工艺市场拓展不及预期风险；市场竞争风险；政策调整风险；原材料价格波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	513	750	1,120	2,317	2,881
营业收入增长率	-2.25%	46.14%	49.28%	106.97%	24.33%
净利润(百万元)	8	20	46	182	313
净利润增长率	-61.80%	147.03%	131.66%	292.24%	71.71%
EPS(元)	0.05	0.12	0.27	0.96	1.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.71%	1.52%	3.41%	11.78%	16.83%
P/E	505	220	95	27	16
P/B	3.6	3.3	3.2	3.2	2.6

注：2020-2024年总股本分别为1.60亿股、1.72亿股、1.72亿股、1.90亿股（预测）、1.90亿股（预测）。
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-02-06

买入（维持）

当前价：25.60元

作者

分析师：贺根

执业证书编号：S0930518040002

021-52523863

hegen@ebscn.com

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523852

niyj@ebscn.com

联系人：汲萌

021-52523859

jimeng@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.90
总市值(亿元)	48.68
一年最低/最高(元)	16.42/31.02
近3月换手率	67.41%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.54	-8.87	19.78
绝对	13.37	-0.62	7.97

资料来源：Wind

相关研报

中航电测拟收购成飞集团，航空军工零部件业务高速增长——西菱动力（300733.SZ）跟踪报告之七（2023-01-12）
充分受益混动车趋势，涡轮增压器产品实现进口替代——西菱动力（300733.SZ）跟踪报告之五（2022-09-15）
精密制造为基，工艺创新为翼，全面腾飞在即——西菱动力（300733.SZ）投资价值分析报告（2022-04-22）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	513	750	1,120	2,317	2,881
营业成本	422	588	885	1,744	2,117
折旧和摊销	56	98	138	156	172
税金及附加	5	7	11	23	29
销售费用	6	8	14	29	34
管理费用	36	65	96	180	207
研发费用	22	27	58	100	109
财务费用	11	22	12	30	37
投资收益	1	0	1	1	1
营业利润	8	13	54	200	348
利润总额	8	17	60	206	354
所得税	0	-4	4	12	21
净利润	7	21	56	194	333
少数股东损益	-1	1	10	12	20
归属母公司净利润	8	20	46	182	313
EPS(元)	0.05	0.12	0.27	0.96	1.64

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1	36	116	131	450
净利润	8	20	46	182	313
折旧摊销	56	98	138	156	172
净营运资金增加	-19	149	168	485	201
其他	-44	-231	-237	-692	-236
投资活动产生现金流	-182	-365	-267	-219	-217
净资本支出	-205	-239	-225	-220	-218
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	23	-125	-42	1	1
融资活动现金流	79	405	226	327	-121
股本变化	0	12	0	18	0
债务净变化	157	255	304	357	-84
无息负债变化	47	208	53	669	326
净现金流	-101	76	75	240	113

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	17.7%	21.6%	21.0%	24.7%	26.5%
EBITDA 率	17.0%	23.4%	16.8%	17.4%	19.6%
EBIT 率	6.0%	10.1%	4.4%	10.7%	13.6%
税前净利润率	1.5%	2.3%	5.4%	8.9%	12.3%
归母净利润率	1.6%	2.7%	4.1%	7.9%	10.9%
ROA	0.4%	0.9%	2.0%	4.8%	7.2%
ROE (摊薄)	0.7%	1.5%	3.4%	11.8%	16.8%
经营性 ROIC	2.1%	4.9%	2.1%	8.4%	12.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	34%	44%	50%	60%	58%
流动比率	1.05	0.97	0.90	1.00	1.11
速动比率	0.77	0.62	0.62	0.67	0.75
归母权益/有息债务	4.14	2.49	1.63	1.30	1.68
有形资产/有息债务	5.99	4.20	3.15	3.22	3.98

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	1,737	2,412	2,826	4,046	4,621
货币资金	92	149	224	463	576
交易性金融资产	30	0	30	32	34
应收账款	197	225	329	680	846
应收票据	0	66	98	203	253
其他应收款 (合计)	3	9	22	46	58
存货	161	311	377	772	944
其他流动资产	98	84	84	84	84
流动资产合计	605	874	1,204	2,360	2,890
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	695	959	1,053	1,113	1,148
在建工程	315	308	269	245	231
无形资产	74	101	111	121	130
商誉	0	71	71	71	71
其他非流动资产	28	53	53	53	53
非流动资产合计	1,132	1,538	1,622	1,686	1,732
总负债	597	1,060	1,417	2,443	2,686
短期借款	238	346	734	1,091	1,008
应付账款	122	229	221	436	529
应付票据	145	136	221	488	635
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	23	60	180	236
流动负债合计	576	904	1,342	2,368	2,611
长期借款	0	65	65	65	65
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	8	8	8	8
非流动负债合计	21	156	75	75	75
股东权益	1,140	1,353	1,409	1,603	1,936
股本	160	172	172	190	190
公积金	632	782	787	787	818
未分配利润	342	362	404	567	849
归属母公司权益	1,135	1,317	1,363	1,546	1,858
少数股东权益	5	36	46	58	78

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.20%	1.12%	1.25%	1.25%	1.18%
管理费用率	6.98%	8.63%	8.60%	7.75%	7.20%
财务费用率	2.14%	2.95%	1.10%	1.30%	1.28%
研发费用率	4.37%	3.62%	5.20%	4.30%	3.80%
所得税率	6%	-21%	6%	6%	6%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.01	0.21	0.68	0.69	2.37
每股净资产	7.10	7.65	7.92	8.13	9.77
每股销售收入	3.21	4.36	6.50	12.18	15.15

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	505	220	95	27	16
PB	3.6	3.3	3.2	3.2	2.6
EV/EBITDA	50.2	28.7	28.2	15.2	10.8
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE