

## 公司研究

## 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

## 要点

**事件：**1月11日，中航电测公告，正在筹划发行股份购买资产事项，标的资产初步确定为成飞集团100%股权。本次交易前，成飞集团控股股东、实际控制人为航空工业集团，其持有成飞集团100%股份。

## 点评：

**成飞相关航空军工产业链关注度有望提升，有关先进航空装备研发有望受益。**成飞集团创建于1958年，是我国航空武器装备研制生产和出口主要基地、民机零部件重要制造商，国家重点优势企业。军机方面，成飞集团研制生产了歼5、歼7、枭龙、歼10等系列飞机数千架，歼-10飞机荣获国家科技进步奖特等奖；国外军机用户达十多个国家。民机方面，成飞集团与成飞民机一道承担了大型客机C919、新支线客机ARJ21、大型水陆两栖飞机AG600机头的研制生产；是国际一流的民机大部件供应商，累计生产交付民机转包产品一万多架份。据中航电子公告的未审数据，截至2021年12月31日，成飞集团总资产规模1511.77亿元，2020/2021年，成飞集团营业总收入分别为422.44亿元/567.33亿元，归母净利润分别为14.30亿元/355.74万元。伴随重组进程推进，预计一方面成飞集团相关航空军工产业链上供应商的关注度有望提升；另一方面若重组顺利完成，将助力成飞集团市场化发展，进而有望促进有关先进航空装备研发、列装。

**公司航空军工零部件业务有望持续发力，成飞集团为公司重要客户。**基于核心精密制造工艺，公司2018年布局航空及军用零部件市场，业务以生产机体结构件、钣金件等为主。2021年4月，公司并购的成都鑫三合并表，成都鑫三合主要从事军用飞机、民用飞机零部件、航空发动机零件精密制造和特种工艺处理，主要客户为中航成飞、中航西飞等。公司航空军工零部件业务产能于2021年起逐步释放，并开始贡献业绩。当前，公司航空航天业务客户主要包括中航工业下属军工单位、民用航空器生产单位、火箭军。随着我国国防和军队建设的不断深化及新冠疫情趋于平稳，民用航空业的复苏，公司军用、民用航空以及火箭军的业务订单均呈现增长趋势，航空军工零部件业务有望成为公司成长第二极。

**盈利预测、估值与评级：**考虑疫情对公司业务开展的影响，分别下调2022、2023年归母净利润预测27%、18%至0.77、1.82亿元，维持2024年归母净利润预测3.13亿元，对应EPS分别为0.45、1.06、1.82元，对应PE倍数分别为50x、21x、12x。我们认为伴随疫情影响的逐步减弱，及公司航空零部件业务持续拓展、涡轮增压器产品放量，公司业绩仍具备较大成长空间，故维持“买入”评级。

**风险提示：**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；汽车零部件业务受新能源车发展冲击的风险。

## 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	1,185	2,317	2,881
营业收入增长率	-2.25%	46.14%	58.05%	95.49%	24.33%
净利润（百万元）	8	20	77	182	313
净利润增长率	-61.80%	147.03%	282.26%	138.23%	71.34%
EPS（元）	0.05	0.12	0.45	1.06	1.82
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.71%	1.52%	5.50%	11.58%	16.55%
P/E	437	190	50	21	12
P/B	3.1	2.9	2.7	2.4	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-01-11

## 买入（维持）

当前价/目标价：22.18元

## 作者

分析师：贺根

执业证书编号：S0930518040002

021-52523863

hegen@ebsecn.com

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523852

niyj@ebsecn.com

联系人：汲萌

021-52523859

jimeng@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	1.72
总市值(亿元)	38.18
一年最低/最高(元)	16.42/31.02
近3月换手率	56.42%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.89	-10.57	4.95
绝对	-5.46	-4.60	-12.30

资料来源：Wind

## 相关研报

定增获证监会同意注册批复，涡轮增压器业务成长动力强劲——西菱动力（300733.SZ）跟踪报告之六：2022年三季度点评（2022-10-24）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	1,185	2,317	2,881
营业成本	422	588	925	1,744	2,117
折旧和摊销	56	98	138	156	172
税金及附加	5	7	12	23	29
销售费用	6	8	14	29	39
管理费用	36	65	89	176	209
研发费用	22	27	62	104	104
财务费用	11	22	12	30	36
投资收益	1	0	1	1	1
营业利润	8	13	82	201	348
利润总额	8	17	88	207	354
所得税	0	-4	5	12	21
净利润	7	21	83	194	333
少数股东损益	-1	1	6	12	20
归属母公司净利润	8	20	77	182	313
EPS(元)	0.05	0.12	0.45	1.06	1.82

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1	36	126	148	449
净利润	8	20	77	182	313
折旧摊销	56	98	138	156	172
净营运资金增加	-19	149	198	455	201
其他	-44	-231	-287	-645	-237
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	230	297	-119
股本变化	0	12	0	0	0
债务净变化	157	255	308	327	-84
无息负债变化	47	208	83	639	326
净现金流	-101	76	88	226	113

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	17.7%	21.6%	22.0%	24.7%	26.5%
EBITDA 率	17.0%	23.4%	18.3%	17.3%	19.5%
EBIT 率	6.0%	10.1%	6.6%	10.6%	13.5%
税前净利润率	1.5%	2.3%	7.4%	8.9%	12.3%
归母净利润率	1.6%	2.7%	6.5%	7.9%	10.9%
ROA	0.4%	0.9%	2.9%	4.8%	7.2%
ROE (摊薄)	0.7%	1.5%	5.5%	11.6%	16.6%
经营性 ROIC	2.1%	4.9%	3.3%	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	0.92	1.01	1.12
速动比率	0.77	0.62	0.63	0.68	0.75
归母权益/有息债务	4.14	2.49	1.66	1.35	1.75
有形资产/有息债务	5.99	4.20	3.21	3.30	4.08

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	2,886	4,046	4,621
货币资金	92	149	237	463	576
交易性金融资产	30	0	30	32	34
应收账款	197	225	348	680	846
应收票据	0	66	104	203	253
其他应收款 (合计)	3	9	24	46	58
存货	161	311	395	772	944
其他流动资产	98	84	84	84	84
流动资产合计	605	874	1,264	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	1,451	2,417	2,659
短期借款	238	346	738	1,065	981
应付账款	122	229	231	436	529
应付票据	145	136	231	488	635
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	23	67	180	236
流动负债合计	576	904	1,376	2,342	2,584
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	1,435	1,630	1,962
股本	160	172	172	172	172
公积金	632	782	790	808	840
未分配利润	342	362	431	595	876
归属母公司权益	1,135	1,317	1,394	1,576	1,889
少数股东权益	5	36	42	54	74

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.20%	1.12%	1.20%	1.25%	1.35%
管理费用率	6.98%	8.63%	7.50%	7.60%	7.25%
财务费用率	2.14%	2.95%	1.05%	1.28%	1.24%
研发费用率	4.37%	3.62%	5.20%	4.50%	3.62%
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	0.73	0.86	2.61
每股净资产	7.10	7.65	8.10	9.16	10.97
每股销售收入	3.21	4.36	6.89	13.46	16.74

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	437	190	50	21	12
PB	3.1	2.9	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	43.9	25.4	21.7	12.6	8.9
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