

公司研究

C919 首飞试验成功交付在即，航空军工零部件业务景气度持续高涨

——西菱动力（300733.SZ）跟踪报告之三

要点

事件：

(1) 5月10日，中国东航公告定增预案，拟募集不超过150亿元，并使用不超过105亿元募集资金引进38架飞机，其中包含中国商飞供货的4架C919大飞机。此前，2021年，中国东航与中国商飞正式签署首批C919大型客机购机合同，将成为全球首家运营C919大型客机的航空公司。

(2) 5月14日，中国商飞公司即将交付首家用户的首架C919大飞机首次飞行试验圆满完成。目前，C919大飞机试飞取证和交付准备工作正在有序推进。

自主飞机谱系的建设为我国民用航空零部件产业带来广阔空间。根据中国航空工业发展研究中心发布的《中国商飞市场预测年报（2020-2039年）》，预计2020-2039年我国新增民航飞机数量将达8725架，价值约1.3万亿美元。近年来，我国自主飞机谱系建设初具雏形，新舟系列、涡扇支线飞机、国产干线飞机C919均取得显著成绩。其中，支线型ARJ21已开始量产；单通道型C919目前已累计有815架订单。C919由中国商飞自主设计，航空工业集团成飞、洪都、西飞、沈飞、哈飞、昌飞，航天特种材料及工艺技术研究所，浙江西子航空工业有限公司等单位共同制造，并由中国商飞负责总装。目前C919的国产化率为60%，预计于2022年完成交付，考虑未来国产化率有可能进一步提升，国内相关系统、设备配套厂商的下游市场需求有望持续扩大。

航空军工零部件业务，为公司打造第二增长极。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。公司军工事业部成功切入下游多家核心客户的供应体系，民用航空领域，成为包括中航某飞机有限公司、某物理研究院等客户在内的合格供方；军工航空领域，成为中航某飞机工业公司的合格供方。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，主要客户包含中航成飞、中航西飞等。公司航空军工零部件业务产能在2021年开始逐步释放，2021年实现收入0.96亿元。目前公司航空军工零部件业务订单饱满，产能初期建设完毕，2022年有望正式步入收获期。

盈利预测、估值与评级：西菱动力深耕精密制造，在汽车业务新产品涡轮增压器、航空零部件业务、创新性铸造工艺三重因素推动下，业绩有望加速成长。我们维持对公司2022-2024年的归母净利润预测1.60、2.22、3.13亿元，对应EPS为0.93、1.29、1.82元，对应PE倍数为23x、16x、12x，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	1,653	2,317	2,881
营业收入增长率	-2.25%	46.14%	120.45%	40.16%	24.33%
净利润（百万元）	8	20	160	222	313
净利润增长率	-61.80%	147.03%	699.76%	38.47%	41.12%
EPS（元）	0.05	0.12	0.93	1.29	1.82
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.71%	1.52%	10.85%	13.06%	15.56%
P/E	413	180	23	16	12
P/B	3.0	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-05-13

买入（维持）

当前价：20.96元

作者

分析师：贺根

执业证书编号：S0930518040002

021-52523863

hegen@ebsec.com

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523852

niyj@ebsec.com

联系人：汲萌

021-52523859

jimeng@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	1.72
总市值(亿元)	36.08
一年最低/最高(元)	16.42/28.29
近3月换手率	40.12%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.86	4.37	29.36
绝对	2.59	-9.26	6.29

资料来源：Wind

相关研报

业绩高速增长，盈利能力增强，成长潜力可期——西菱动力（300733.SZ）2022年一季度点评（2022-04-29）

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	1,653	2,317	2,881
营业成本	422	588	1,258	1,736	2,117
折旧和摊销	56	98	136	154	170
税金及附加	5	7	17	23	29
销售费用	6	8	17	28	39
管理费用	36	65	123	171	212
研发费用	22	27	58	85	107
财务费用	11	22	15	29	30
投资收益	1	0	1	1	1
营业利润	8	13	171	243	348
利润总额	8	17	177	249	354
所得税	0	-4	11	15	21
净利润	7	21	166	234	333
少数股东损益	-1	1	6	12	20
归属母公司净利润	8	20	160	222	313
EPS(元)	0.05	0.12	0.93	1.29	1.82

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1	36	93	301	443
净利润	8	20	160	222	313
折旧摊销	56	98	136	154	170
净营运资金增加	-19	149	409	246	201
其他	-44	-231	-612	-320	-241
投资活动产生现金流	-182	-365	-253	-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	-28	1	1
融资活动现金流	79	405	342	51	-113
股本变化	0	12	0	0	0
债务净变化	157	255	423	80	-83
无息负债变化	47	208	336	395	331
净现金流	-101	76	182	133	113

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	17.7%	21.6%	23.9%	25.1%	26.5%
EBITDA 率	17.0%	23.4%	19.0%	18.7%	19.3%
EBIT 率	6.0%	10.1%	10.7%	12.1%	13.4%
税前净利润率	1.5%	2.3%	10.7%	10.7%	12.3%
归母净利润率	1.6%	2.7%	9.7%	9.6%	10.9%
ROA	0.4%	0.9%	5.0%	5.8%	7.2%
ROE (摊薄)	0.7%	1.5%	10.8%	13.1%	15.6%
经营性 ROIC	2.1%	4.9%	6.9%	9.6%	12.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	34%	44%	54%	57%	55%
流动比率	1.05	0.97	0.99	1.07	1.18
速动比率	0.77	0.62	0.67	0.72	0.79
归母权益/有息债务	4.14	2.49	1.55	1.65	2.12
有形资产/有息债务	5.99	4.20	3.30	3.72	4.65

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	3,338	4,046	4,628
货币资金	92	149	331	463	576
交易性金融资产	30	0	30	32	34
应收账款	197	225	485	680	846
应收票据	0	66	145	203	253
其他应收款 (合计)	3	9	33	46	58
存货	161	311	549	768	944
其他流动资产	98	84	84	84	84
流动资产合计	605	874	1,714	2,356	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	80	80	80	80
非流动资产合计	1,132	1,538	1,624	1,690	1,738
总负债	597	1,060	1,819	2,294	2,542
短期借款	238	346	853	933	850
应付账款	122	229	314	434	529
应付票据	145	136	314	486	635
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	23	114	180	236
流动负债合计	576	904	1,730	2,204	2,452
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	22	22	22	22
非流动负债合计	21	156	89	89	89
股东权益	1,140	1,353	1,519	1,753	2,086
股本	160	172	172	172	172
公积金	632	782	798	821	842
未分配利润	342	362	506	706	997
归属母公司权益	1,135	1,317	1,477	1,699	2,012
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%	1.00%	1.20%	1.35%
管理费用率	6.98%	8.63%	7.42%	7.40%	7.35%
财务费用率	2.14%	2.95%	0.90%	1.26%	1.05%
研发费用率	4.37%	3.62%	3.50%	3.65%	3.70%
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	0.54	1.75	2.57
每股净资产	7.10	7.65	8.58	9.87	11.69
每股销售收入	3.21	4.36	9.60	13.46	16.74

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	413	180	23	16	12
PB	3.0	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	41.6	24.2	14.7	10.9	8.4
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