

2020年09月19日

西菱动力 (300733.SZ)

布局航空零部件制造正当时，受益航空装备的高景气

■ 优质汽车零部件供应商，借助汽车行业的先进经验转向航空零部件制造领域。

公司拥有由数百台加工中心、进口精密磨床等专业生产设备组成的先进生产线以及国内外先进检测设备。配备了国、内外先进的柔性试制线及检测设备，行业中占据较高地位，产品覆盖全国并出口欧美、东南亚等国家和地区。目前已成为国内、国际汽车发动机的配套连杆、减震皮带轮、凸轮轴等汽车零配件优质供应商。与一般的单一发动机零配件制造商相比，公司产品覆盖面更广、产业链延伸更长，综合竞争实力和抗风险能力更强。此外，公司正在跟丰田等高端客户展开合作，有望在明年全面量产，带来可观增量，为汽车业务增长提供强劲动力。

■ 积极布局航空零部件业务，预计明年该业务显著提升。

在军品民用航空结构件领域，公司地处航空主机厂成飞附近，具备明显的地域优势，早在 2019 年开始投资建设军品与民用航空结构件项目，逐渐向军工、航空及工程机械等领域拓展，目前已经开始成为新的利润增长点。2020 年公司在加快新项目的调试、建设，公司的航空零部件制造车间已经具备规模，各类加工中心、五轴加工设备齐备，可直接进行机加、大型结构件生产。预计明年航空结构件领域将实现高速增长。此外，我们认为公司在汽车零部件制造行业积累的加工中心产能、先进管理经验、先进的柔性试制线及检测设备，将在航空零部件制造业务中体现出高效率、高成本控制能力的优势。

■ 实控人全额认购 1.5 亿定增，支撑公司向航空装备零部件制造产业链战略延伸。

公司本次向特定对象发行股票的目的主要是支撑公司航空零部件制造产业链的延伸。公司早在 2019 年就开始投资建设军品与民用航空结构件项目、涡轮增压器项目、凸轮轴毛坯及其他零部件铸造生产线，并拟将扩展民用航空结构件多期项目及新建涡轮壳项目，逐渐向军工、航空及工程机械等领域拓展，寻找新的利润增长点。2020 年公司加快新项目的调试、建设，新产品投入生产在即，业绩将实现新的增长。公司位于成都航空工业基地产业圈内，地理位置优越，未来有望逐步进入军品及航空零部件市场，将受益航空主机厂先进战机的外协配套。本次发行股票实控人魏晓林先生全额认购 1.5 亿，发行价格为 12.72 元/股，彰显实控人对公司发展和向航空装备零部件制造延伸的强烈信心。

公司快报

证券研究报告

汽车零部件

买入-A

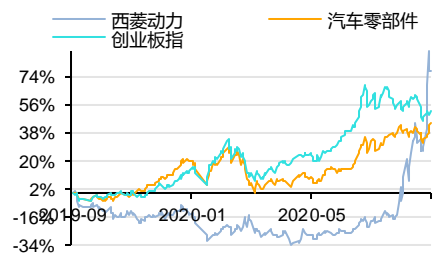
维持评级

6 个月目标价： 31 元
股价 (2020-09-18) 23.83 元

交易数据

总市值 (百万元)	3,812.80
流通市值 (百万元)	1,616.57
总股本 (百万股)	160.00
流通股本 (百万股)	67.84
12 个月价格区间	8.88/25.40 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	91.23	122.24	26.71
绝对收益	87.34	136.8	81.31

冯福章

分析师

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

王晗

报告联系人

wanghan1@essence.com.cn

相关报告

西菱动力:【安信军工】西菱动力: 实控人全额认购 1.5 亿定增、同步发布限制性股权激励方案, 值得期待的航空零部件制造新晋标的/冯福章

2020-09-15

■ **限制性股权激励绑定核心骨干，未来三年考核高增长。**

拟授予激励对象 320 万股，占总股本 2%，授予价格为 8.55 元/股。
 业绩考核要求：第一期 2020 年营业收入不低于 2019 年营业收入、
 第二期 2021 年营业收入较 2019 年营业收入增长率不低于 40%、
 第三期 2022 年营业收入较 2019 年营业收入增长率不低于 60%。

■ **投资建议：**公司布局航空零部件制造正当时，将受益航空装备尤其是成都航空主机厂先进机型的高景气，预计 2020-2022 年净利润分别为 0.50 亿元、1.71 亿元和 2.08 亿元，对应估值为 76X、22X 和 18X，公司业绩对应 21 年估值 22 倍，是航空主机厂产业链值得关注的零部件制造新晋标的，给予“买入-A”评级。

■ **风险因素：**汽车行业周期性波动及细分行业市场规模增速放缓的风险、新项目建设不及预期风险

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	521.0	525.0	551.3	832.4	957.3
净利润	66.7	21.2	50.3	171.4	207.5
每股收益(元)	0.42	0.13	0.31	1.07	1.30
每股净资产(元)	7.11	7.13	7.30	7.84	8.41

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	57.2	179.5	75.8	22.2	18.4
市净率(倍)	3.3	3.3	3.3	3.0	2.8
净利润率	12.8%	4.0%	9.1%	20.6%	21.7%
净资产收益率	5.9%	1.9%	4.3%	13.7%	15.4%
股息收益率	0.5%	0.4%	0.6%	2.2%	3.0%
ROIC	9.5%	2.2%	5.1%	15.2%	16.6%

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	521.0	525.0	551.3	832.4	957.3	成长性					
减:营业成本	373.4	419.1	403.5	506.1	574.4	营业收入增长率	-15.4%	0.8%	5.0%	51.0%	15.0%
营业税费	6.2	6.0	6.6	9.9	11.5	营业利润增长率	-36.8%	-73.0%	174.7%	258.4%	19.5%
销售费用	15.8	18.9	19.8	29.4	33.5	净利润增长率	-34.0%	-68.2%	136.8%	240.9%	21.0%
管理费用	40.1	31.0	63.4	91.6	105.3	EBITDA 增长率	-20.1%	-19.6%	-1.2%	115.9%	14.5%
财务费用	6.7	7.3	7.3	7.3	7.3	EBIT 增长率	-28.4%	-33.7%	1.1%	227.4%	18.8%
资产减值损失	5.9	-3.5	0.5	0.5	0.5	NOPLAT 增长率	-39.6%	-64.4%	116.7%	227.4%	20.7%
加:公允价值变动收益	-	4.2	0.1	-0.0	0.0	投资资本增长率	52.3%	-5.7%	10.1%	10.3%	-11.2%
投资和汇兑收益	10.7	2.0	3.0	3.0	3.0	净资产增长率	82.8%	0.2%	2.4%	7.4%	7.3%
营业利润	71.7	19.4	53.2	190.7	227.9	利润率					
加:营业外净收支	4.1	3.6	3.9	3.9	3.8	毛利率	28.3%	20.2%	26.8%	39.2%	40.0%
利润总额	75.8	23.0	57.1	194.5	231.7	营业利润率	13.8%	3.7%	9.6%	22.9%	23.8%
减:所得税	9.2	1.8	6.9	23.3	24.5	净利润率	12.8%	4.0%	9.1%	20.6%	21.7%
净利润	66.7	21.2	50.3	171.4	207.5	EBITDA/营业收入	28.7%	22.9%	21.5%	30.8%	30.6%
						EBIT/营业收入	17.3%	11.4%	11.0%	23.8%	24.6%
						运营效率					
						固定资本周转天数	269	277	256	145	105
						流动资产周转天数	229	221	178	186	175
						流动营业资本周转天数	455	490	471	423	414
						流动资产周转天数	94	107	96	99	101
						应收帐款周转天数	120	107	108	91	86
						存货周转天数	877	1,019	1,023	771	699
						总资产周转天数	631	735	714	521	448
						投资资本周转天数	1,198	1,421	926	813	704
						投资回报率					
						ROE	5.9%	1.9%	4.3%	13.7%	15.4%
						ROA	4.6%	1.4%	3.1%	8.7%	11.8%
						ROIC	9.5%	2.2%	5.1%	15.2%	16.6%
						费用率					
						销售费用率	3.0%	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%
						管理费用率	7.7%	5.9%	11.5%	11.0%	11.0%
						财务费用率	1.3%	1.4%	1.3%	0.9%	0.8%
						三费/营业收入	12.0%	10.9%	16.4%	15.4%	15.3%
						偿债能力					
						资产负债率	21.0%	25.6%	27.1%	36.1%	23.3%
						负债权益比	26.6%	34.4%	37.1%	56.6%	30.4%
						流动比率	2.59	1.73	2.13	1.90	2.55
						速动比率	2.02	1.35	1.63	1.52	2.00
						利息保障倍数	13.41	8.24	8.33	27.28	32.41
						分红指标					
						DPS(元)	0.13	0.10	0.14	0.53	0.73
						分红比率	30.0%	75.3%	43.0%	49.5%	55.9%
						股息收益率	0.5%	0.4%	0.6%	2.2%	3.0%

资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	86.9	150.3	157.8	238.3	274.0
交易性金融资产	-	51.0	51.0	51.0	51.0
应收帐款	125.1	185.8	109.4	348.7	186.7
应收票据	65.4	-	126.4	59.2	124.8
预付帐款	61.1	64.3	36.9	103.3	55.0
存货	167.2	146.1	183.3	236.9	221.5
其他流动资产	254.5	70.3	108.9	144.6	107.9
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	388.5	420.6	364.5	308.3	252.2
在建工程	219.8	352.2	367.2	379.2	389.2
无形资产	56.1	74.2	72.5	70.7	68.8
其他非流动资产	15.9	18.2	22.6	22.8	21.8
资产总额	1,440.6	1,533.0	1,600.5	1,962.9	1,753.1
短期债务	50.0	112.6	130.9	226.2	110.6
应付帐款	76.4	114.4	90.7	155.4	122.2
应付票据	112.9	119.9	83.9	188.1	117.8
其他流动负债	54.4	39.1	57.0	50.9	49.3
长期借款	-	-	60.5	80.1	-
其他非流动负债	8.7	6.6	10.1	8.5	8.4
负债总额	302.3	392.7	433.2	709.3	408.4
少数股东权益	-	-0.3	-0.4	-0.6	-0.9
股本	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0
留存收益	977.7	979.0	1,007.6	1,094.3	1,185.7
股东权益	1,138.3	1,140.3	1,167.3	1,253.7	1,344.7

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	66.7	21.2	50.3	171.4	207.5
加:折旧和摊销	59.1	60.3	58.1	58.2	58.2
资产减值准备	3.5	7.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-4.2	0.1	-0.0	0.0
财务费用	5.2	4.6	7.3	7.3	7.3
投资损失	-	-2.0	-3.0	-3.0	-3.0
少数股东损益	-	-0.1	-0.0	-0.2	-0.3
营运资金的变动	-315.2	129.6	-152.3	-163.7	94.1
经营活动产生现金流量	92.9	38.0	-39.6	69.9	363.6
投资活动产生现金流量	-370.9	-5.6	-13.4	-9.0	-7.0
融资活动产生现金流量	270.5	48.7	60.5	19.6	-320.9

业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.42	0.13	0.31	1.07	1.30
BVPS(元)	7.11	7.13	7.30	7.84	8.41
PE(X)	57.2	179.5	75.8	22.2	18.4
PB(X)	3.3	3.3	3.3	3.0	2.8
P/FCF	-8.5	28.9	104.9	23.0	25.3
P/S	7.3	7.3	6.9	4.6	4.0
EV/EBITDA	16.8	14.6	32.0	14.9	12.2
CAGR(%)	36.9%	113.9%	-20.8%	36.9%	113.9%
PEG	1.5	1.6	-3.6	0.6	0.2
ROIC/WACC	0.9	0.2	0.5	1.5	1.6
REP	2.4	7.7	6.6	2.0	2.0

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	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	徐逸岑	18019221980	xuyc@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	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
刘晓萱		010-83321365	liuwx1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@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	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	0755-82544825	yangping1@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