

内生+外延，航空零部件新晋企业跑步前进

西菱动力(300733)

公司深耕汽车发动机零部件二十余年，在精密零件制造领域具有较强的技术实力和丰富的管理经验。近年来，公司不断强化军品及民用航空零部件战略定位，通过内生发展和外延并购深化军品业务布局，2021Q1 军品业务成效初显，业绩迎来明显修复，实现营业收入 1.48 亿元(+148.41%)，归母净利润 1658 万元(+574.31%)，综合毛利率提升 14.98pct 至 26.58%，销售净利率提升 17.14pct 至 11.02%。

军用航空零部件市场空间

当前我国已进入加速列装军机补齐数量短板、加速升级换代提升先进战机占比的黄金时期，这为军用航空零部件制造行业带来巨大的增量空间。预计“十四五”期间我国新增军机 2900 架，对应航空零部件制造的市场空间约为 1140 亿元。

民用航空零部件市场空间

民用飞机对航空零部件同样有着巨大需求。中国商飞数据显示，未来 20 年中国航空市场将接收 8725 架新客机和 201 架新货机，对应国内航空零部件制造的市场空间约为 5760 亿元。

内生发展：投建新产线，拓宽新品类

2019 年公司发起设立西菱航空，正式进入军品及民用航空器零部件制造领域，同年启动建设军品及民用航空结构件项目，2020 年航空结构件生产线建成投产，并追加建设航空钣金件、轴类件、系统件生产线以满足客户需求和增强公司竞争力，建成后将扩大公司在军品及民用航空零部件领域的产品品类，增强公司在国内军品及民用航空零部件精密加工领域的市场地位。

外延并购：鑫三合扩大公司军品版图

公司收购鑫三合 74.5% 股权，鑫三合是一家专注于航空航天制造领域的优秀军工企业，主要从事军用飞机零部件、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业务，拥有优秀的航空、军工管理及技术团队，为多家航空主机厂的合格供应商。收购鑫三合有助于发挥其与公司现有军品业务之间的协同发展与优势互补，实现公司在军品及民用航空零部件业务领域的快速发展，快速提高公司在军品及民用航空零部件领域的市场占有率。

多元化激励措施，助推新业务快速发展

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	22.74
股票代码：	300733
52 周最高价/最低价：	29.0/9.86
总市值(亿)	39.85
自由流通市值(亿)	27.64
自由流通股数(百万)	118.88



军工首席分析师：陆洲
邮箱：luzhou@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520110001
联系电话：010-59775364

汽车首席分析师：崔琰
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

研究助理：张力涛

华西军工&汽车联合覆盖

公司以 8.55 元/股向公司高管及核心骨干员工 181 人授予限制性股票 320 万股，将军品业务子公司西菱航空 30%股权转让于 33 位公司高管及核心骨干员工，将鑫三合业绩对赌超额部分的 30%奖励给鑫三合经营团队。多元化的激励措施，有助于公司建立健全长效激励约束机制，吸引与留住高管及核心骨干员工，充分调动核心团队的积极性与创造性，促进新业务发展，扩展新产品领域，增强未来增长动力。

投资建议

随着我国国防事业的迅速发展和民航市场的逐渐复苏，国内航空制造业迎来前所未有的发展机遇，在航空主机厂持续深化社会化大协作战略背景下，公司通过内生发展和外延并购相结合的模式，不断深化军品及航空零部件领域的业务布局，未来业绩增长具有强劲动力支撑。预计公司 2021-2023 年实现营业收入 10.15 亿元、14.12 亿元、18.25 亿元，归母净利润 1.50 亿元、2.10 亿元、2.82 亿元，EPS 分别为 0.88 元、1.23 元、1.64 元，对应 PE 分别为 25.92 倍、18.53 倍、13.84 倍。首次覆盖，给予买入评级。

风险提示

汽车零部件业务受原材料涨价影响；军品产能释放进度不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	525	513	1,015	1,412	1,825
YoY (%)	0.8%	-2.3%	97.8%	39.1%	29.3%
归母净利润(百万元)	21	8	150	210	282
YoY (%)	-68.2%	-61.8%	1753.7%	39.9%	33.9%
毛利率 (%)	20.2%	17.7%	29.7%	30.1%	30.2%
每股收益 (元)	0.12	0.05	0.88	1.23	1.64
ROE	1.9%	0.7%	10.7%	12.0%	12.9%
市盈率	183.54	480.43	25.92	18.53	13.84

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 深耕汽车发动机零部件，布局军品及民用航空零部件.....	4
2. 航空零部件制造：短期受益于军机批产放量，长期受益于民机广阔市场.....	6
2.1. 航空零部件是航空制造产业的关键中游环节.....	6
2.2. 军用航空零部件市场分析.....	7
2.3. 民用航空零部件市场分析.....	10
3. 内生+外延，加速布局军品及民用航空零部件业务.....	11
3.1. 内生发展：投建新产线，拓宽新品类.....	12
3.2. 外延并购：鑫三合扩大公司军品版图.....	12
4. 多元化激励措施，助推新业务快速发展.....	13
4.1. 320万股限制性股票绑定核心骨干员工.....	13
4.2. 西菱航空30%股权转让利于核心管理人员.....	13
4.3. 超额业绩30%用于奖励鑫三合经营团队.....	14
5. 投资建议.....	14
6. 风险提示.....	16

图表目录

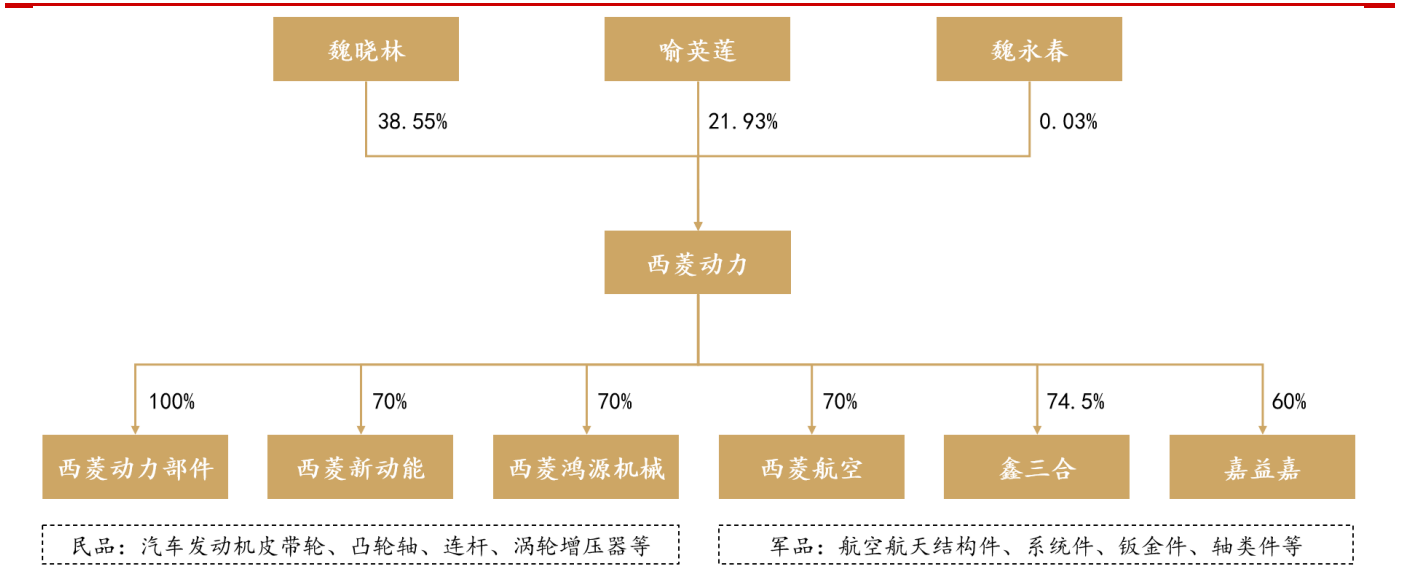
图 1 公司股权结构.....	4
图 2 2016-2021Q1 营业收入及增速情况.....	5
图 3 2016-2021Q1 归母净利润及增速情况.....	5
图 4 2016-2020 年汽车零部件毛利率变动情况.....	5
图 5 2016-2020 年汽车零部件收入占比变动情况.....	5
图 6 2016-2021Q1 期间费用率变动情况.....	6
图 7 2016-2021Q1 销售净利率变动情况.....	6
图 8 航空零部件处于航空制造业中游.....	7
图 9 世界各国现役军机数量.....	8
图 10 中美俄各型军机数量对比.....	8
图 11 我国战斗机代际结构.....	8
图 12 美国战斗机代际结构.....	8
图 13 F35 战斗机交付量以及各国计划采购量.....	9
图 14 航空结构件.....	12
图 15 航空钣金件.....	12
表 1 “十四五”期间我国新增军用飞机价值量测算.....	10
表 2 未来 20 年全球及中国民机需求量及价值量测算.....	11
表 3 未来 20 年国内航空零部件制造市场空间测算.....	11
表 4 业务拆分预测.....	14
表 5 可比公司估值.....	16

1. 深耕汽车发动机零部件，布局军品及民用航空零部件

公司于 1999 年成立，于 2018 年上市，主要从事汽车发动机零部件研发、设计、制造和销售，产品包括传统的皮带轮、凸轮轴、连杆以及新增的涡轮增压器等。近年来，公司不断深化军品业务布局，投建军工及航空结构件生产线，收购嘉益嘉、鑫三合壮大军品规模，军品及民用航空零部件制造领域成为公司战略发展方向。

控股股东全额认购定增，持股比例提升至 38.55%。2021 年 4 月 15 日公司完成定增，发行数量为 11,399,371 股，发行价格为 12.72 元/股，募集资金总额约 1.45 亿元，募集资金净额约 1.41 亿元。公司控股股东魏晓林先生全额认购本次增发股份，彰显其对公司未来发展的信心。定增完成后，魏晓林持股比例由 34.17% 提升至 38.55%，另外，魏晓林之妻喻英莲持有公司 21.93% 股权，魏晓林之子魏永春持有公司 0.03% 股权，魏晓林及其一致行动人合计持有公司 60.51% 股权，为公司实际控制人。

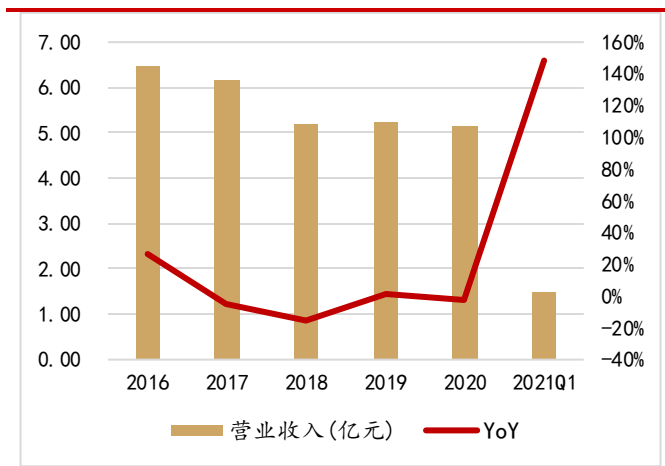
图 1 公司股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

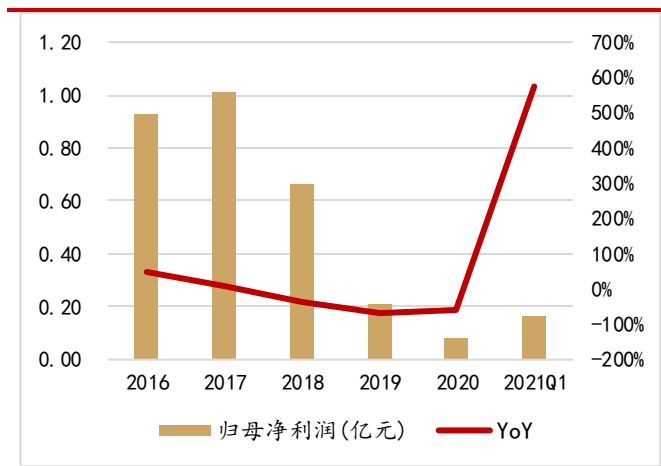
民品业务连年下滑，军品业务助力一季报扭亏为盈。2016-2020 年公司营业收入由 6.48 亿元下降至 5.13 亿元，年均复合增速-5.67%，归母净利润由 0.93 亿元下降至 0.08 亿元，年均复合增速-45.62%，主要原因是汽车消费需求下滑致公司汽车零部件业务发展不及预期。公司于业绩下滑严重的 2018 年开始积极布局盈利能力强的军品及民用航空零部件业务，2020Q4 公司军工及航空结构件生产线建成投产，军工及航空业务产能释放，反映在业绩端，2021Q1 公司实现营业收入 1.48 亿元，同比增长 148.41%，归母净利润 1658 万元，相较于去年同期的-350 万元，扭亏为盈，增长 574.31%。

图 2 2016-2021Q1 营业收入及增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

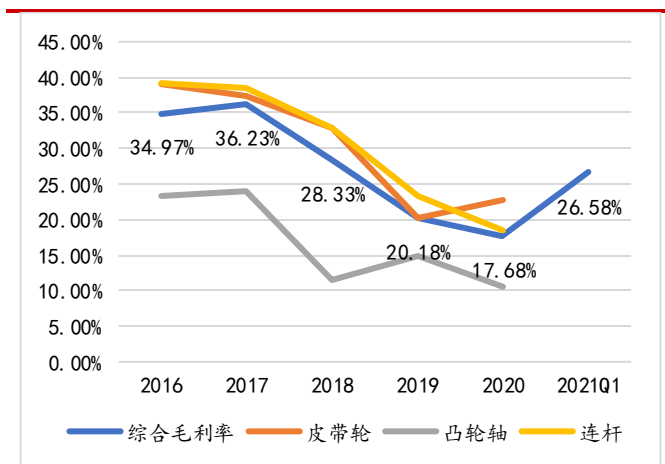
图 3 2016-2021Q1 归母净利润及增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

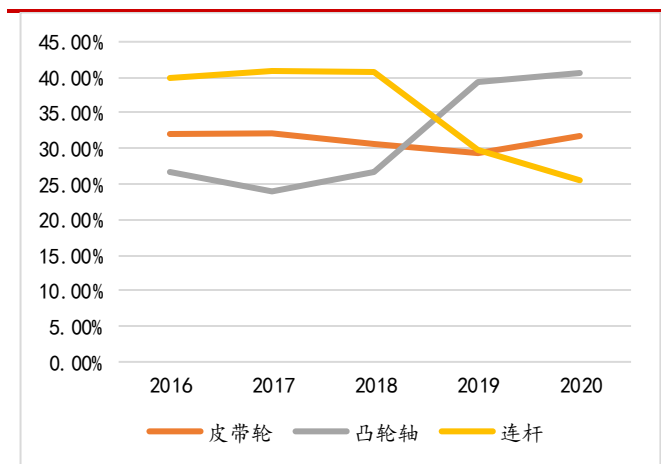
民品竞争加剧及产品结构调整致毛利率下降，新增军品业务助力毛利率回升。2016-2020 年公司综合毛利率由 34.97%下降至 17.68%，一方面，行业竞争加剧致公司三大汽车零部件业务均出现毛利率下滑，另一方面，高毛利的连杆业务收入占比由 39.90%下降至 25.53%，低毛利率的凸轮轴业务收入占比由 26.66%提升至 40.61%。2021Q1 公司军品业务开始贡献业绩，综合毛利率较去年同期提升 14.98pct 至 26.58%，后续随着新的军品生产线的陆续投产，军品品类拓宽，军品占比提升，综合毛利率有进一步提高的趋势。

图 4 2016-2020 年汽车零部件毛利率变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

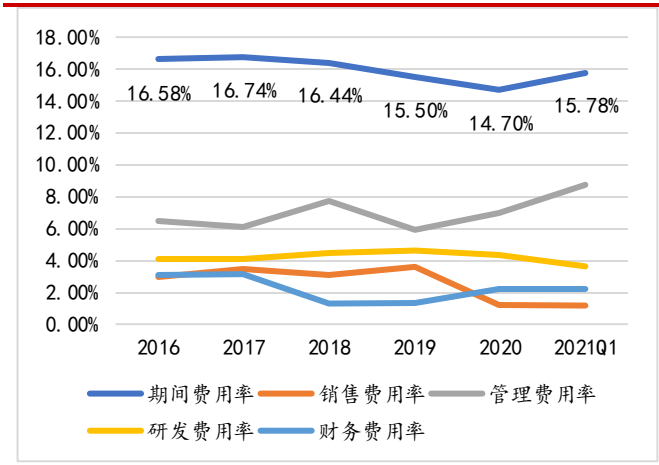
图 5 2016-2020 年汽车零部件收入占比变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

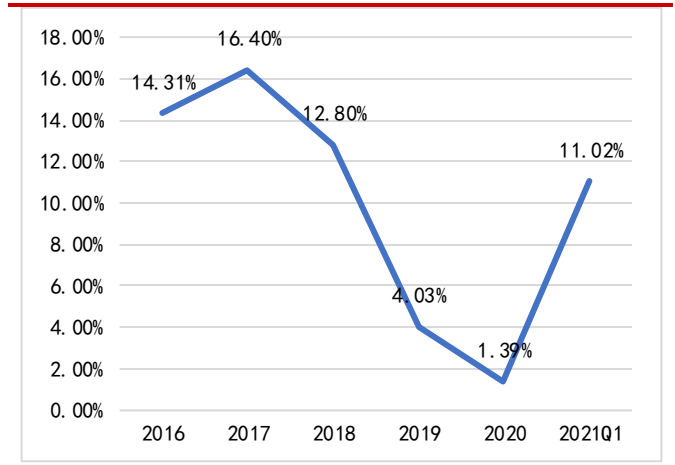
期间费用管控较好，军品业务贡献加大致净利率提升。2016-2020 年公司期间费用率由 16.58%下降至 14.70%，2021Q1 上升至 15.78%，主要原因是股权激励费用致管理费用同比增加 111.09%。2016-2020 年公司销售净利率由 14.31%下降至 1.39%，盈利能力下滑明显，2021Q1 大幅回升至 11.02%，较去年同期提升 17.14pct，考虑到 2020 年子公司西菱航空销售净利率高达 70.24%但体量较小贡献不明显，2021Q1 销售净利率大幅回升或与西菱航空军品贡献明显提升有关。

图 6 2016-2021Q1 期间费用率变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 2016-2021Q1 销售净利率变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

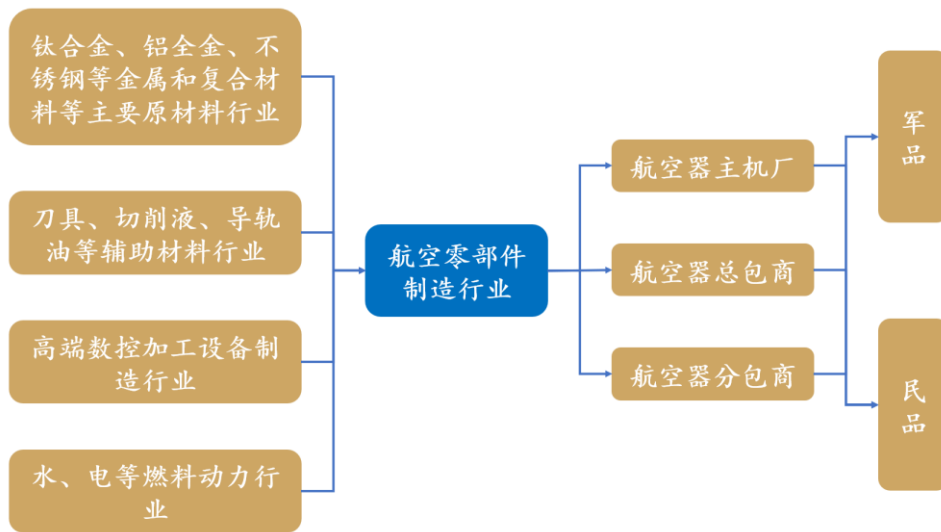
2. 航空零部件制造：短期受益于军机批产放量，长期受益于民机广阔市场

2.1. 航空零部件是航空制造产业的关键中游环节

航空零部件一般由金属材料（钛合金、铝合金、镁合金、结构钢、不锈钢、高温合金等）和非金属材料（碳纤维、航空陶瓷、特种陶瓷、特种橡胶等）加工而成。基础材料（板材、棒材、管材等）经机械加工（车削、铣削、刨削、磨削等）、钣金零件成形（热成型、弯压等）后再经特种工艺处理（无损检测、热处理等）加工成为飞机零部件。

航空零部件行业处于整个航空制造业的中游，上游行业主要为铝合金、钛合金、不锈钢等金属和复合材料、高端数控加工设备制造、刀具、切削液、导轨油等主、辅材料行业以及水、电等燃料动力行业，下游为军民用飞机主机厂和分承制厂。

图 8 航空零部件处于航空制造业中游



资料来源：爱乐达招股说明书，华西证券研究所

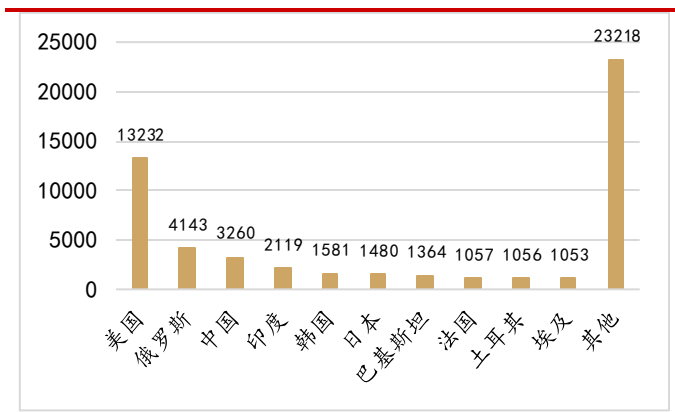
我国航空产业历经数次战略性和专业化重组，目前已经形成“以航空工业集团为主的军用飞机、以中国商飞集团为主的民用飞机、以中国航发集团为主的飞机发动机”的行业格局，各企业依据自身定位和技术实力，承接不同类型航空器产品的研发和制造，其中，航空工业集团下属飞机厂既是军用飞机主机厂，同时也是民用飞机分承制厂。

围绕航空工业的产业布局，我国航零部件制造行业形成了以内部配套企业为主，科研机构、合资企业和民营企业有效补充的市场竞争格局，其中，民营航空零部件制造企业主要有爱乐达、利君股份子公司德坤航空、西菱动力及其子公司鑫三合等。

2.2. 军用航空零部件市场分析

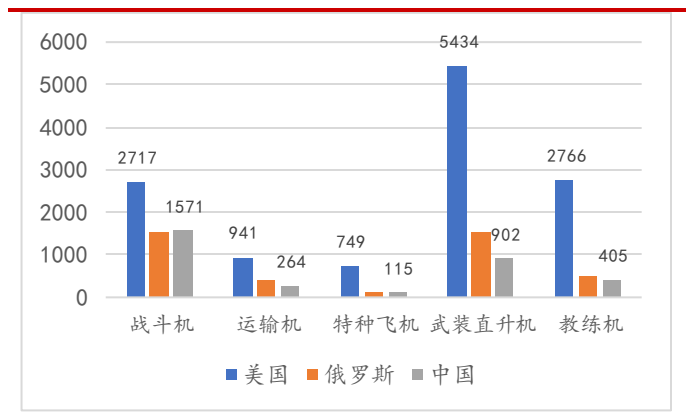
我国军用飞机保有量与美国存在较大差距，“十四五”期间将进入加速列装的上行通道。根据 Flight International 发布的 World Air Forces 2021 数据，目前美军拥有各型现役军用飞机共计 13232 架，我国军用飞机保有量为 3260 架，仅为美军保有量的 25%。从细分机种来看，我国战斗机数量约为美军保有量的 58%，运输机数量约为美军保有量的 28%，其余机种包括特种飞机、加油机、武装直升机、教练机等均不足美军保有量的 20%。

图 9 世界各国现役军机数量



资料来源: World Air Forces 2021, 华西证券研究所, 单位: 架

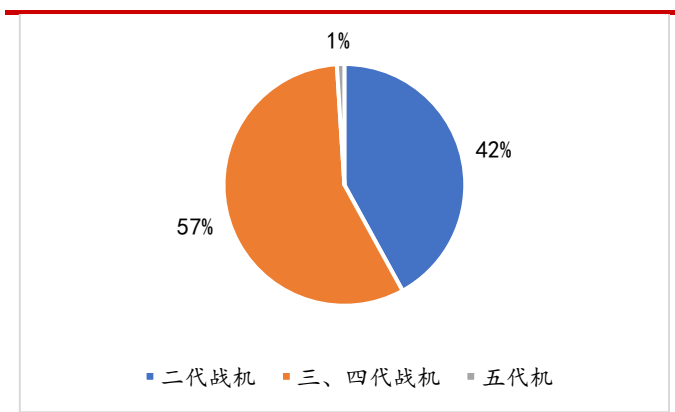
图 10 中美俄各型军机数量对比



资料来源: World Air Forces 2021, 华西证券研究所, 单位: 架

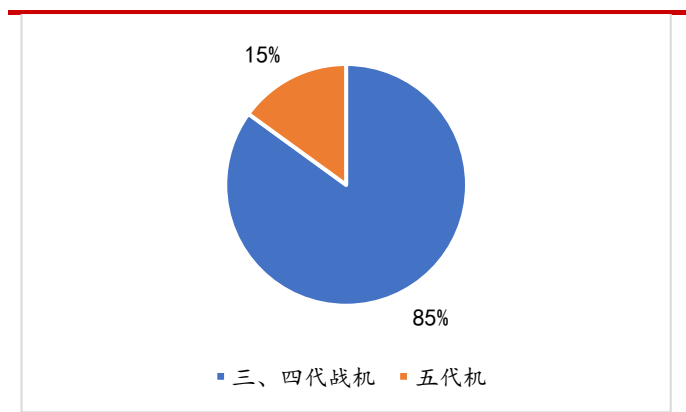
我国军用飞机的代际结构与美国存在较大差距, 存在结构性升级换装的强烈需求。根据 World Air Forces 2021 数据, 目前我国战斗机以歼 7、歼 8 为代表的二代机存量占比仍达 42%, 而美国空军二代机已经基本退役, 目前已经形成以 F15、F16 等四代机为主, F22、F35 等五代机为辅的格局, 四代机和五代机的占比分别为 85% 和 15%。“十四五”期间将是我国军机结构性升级换装的新时期, 四代机、五代机基本完成对二、三代机的替代, 成为空军、海军战斗机绝对主力。

图 11 我国战斗机代际结构



资料来源: World Air Forces 2021, 华西证券研究所

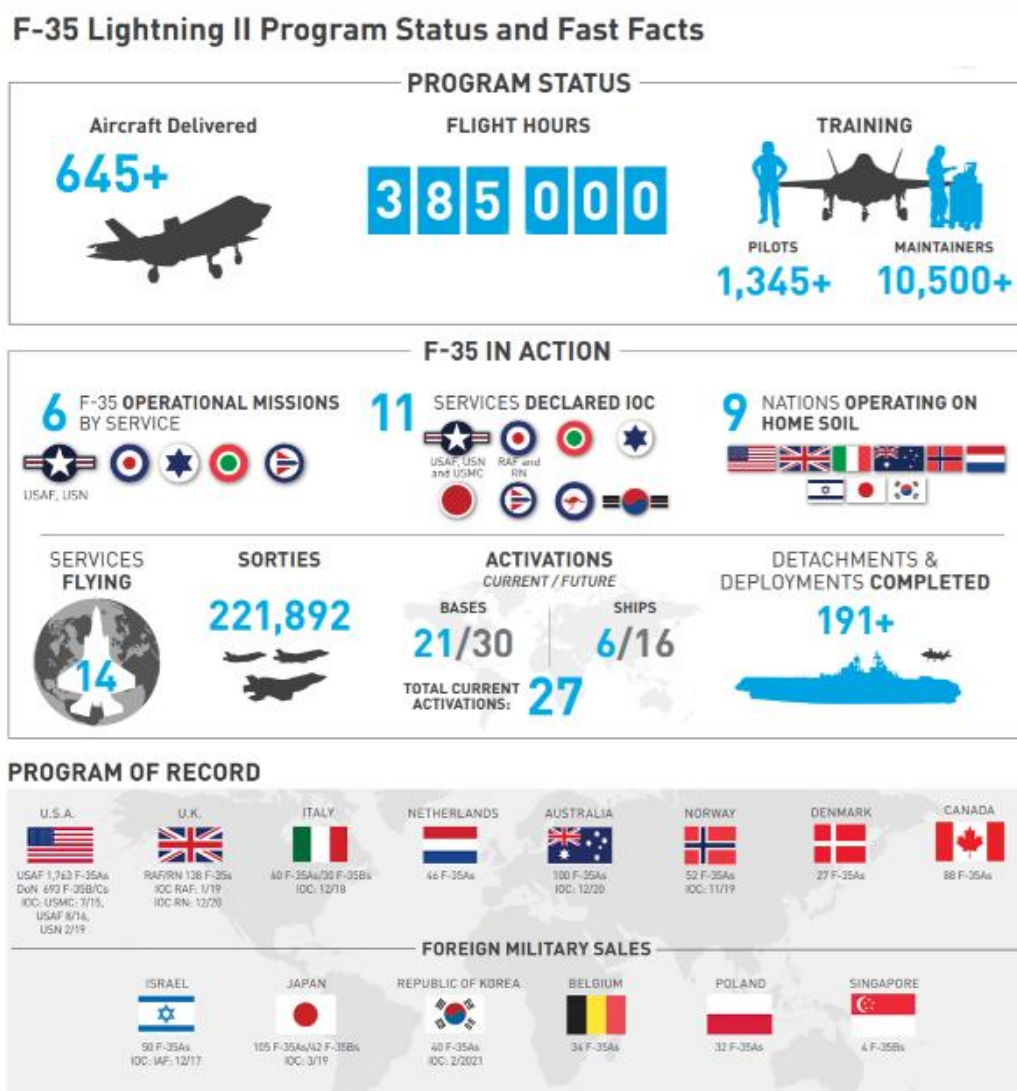
图 12 美国战斗机代际结构



资料来源: World Air Forces 2021, 华西证券研究所

面对周边国家日渐密集的五代机部署压力, 我国五代机列装进度有望加速。洛克希德·马丁公司官网数据显示, 截至 2021 年 5 月, 其研制生产的 F35 战斗机交付量已经超过 645 架; 而 World Air Forces 2021 数据显示, 我国仅有 15 架歼 20 战斗机。聚焦到亚太地区, 日本、澳大利亚、韩国针对 F35 战斗机的计划采购总数分别为 147 架、100 架、40 架, 且分别已于 2019 年 3 月、2020 年 12 月、2021 年 2 月形成初始作战能力。此外, 美军也在日本和韩国地区部署多个中队的 F35 和 F22 战斗机。亚太地区成为五代机部署最密集地区之一, 在周边国家强大压力下, 我国有望加快五代机的列装速度。

图 13 F35 战斗机交付量以及各国计划采购量



资料来源：洛克希德·马丁公司官网，华西证券研究所

加速列装补齐保有量短板、加速升级换装提升先进战机占比，都将会为军用航空零部件制造行业带来巨大的增量空间。我们预计，“十四五”期间我国新增军用飞机 2900 架，其中，1200 架战斗机、350 架运输机、100 架轰炸机、300 架教练机、950 架直升机。航空零部件制造（仅考虑加工制造环节，不含前端材料成本和后端装配成本）按照飞机价值量 10%进行测算，“十四五”期间新增军用飞机对应航空零部件制造的市场空间约为 1140 亿元。

表 1 “十四五”期间我国新增军用飞机价值量测算

飞机类型	细分机型	飞机数量 (架)	飞机单价 (亿元)	飞机价值量 (亿元)
战斗机				
	重型五代机	500	8	4000
	中型五代机	50	6	300
	重型四代机	300	4	1200
	轻型四代机	250	2	500
	舰载战斗机	100	4	400
运输机				
	战略运输机	250	10	2500
	战术运输机	100	1.5	150
轰炸机				
	战略轰炸机	100	6.5	650
教练机				
	双发教练机	200	1.1	220
	单发教练机	100	0.8	80
直升机				
	运输直升机	250	1.2	300
	通用直升机	500	1.6	800
	武装直升机	200	1.5	300
合计		2900		11400

资料来源：华西证券研究所，飞机数量与单价为估计值

2.3. 民用航空零部件市场分析

除军用飞机外，民用飞机对航空零部件制造也有巨大需求。根据中国商飞发布的《2020-2039 年民用飞机市场预测年报》，未来 20 年，中国航空市场将接收 50 座以上客机 8725 架，其中，50 座级以上涡扇支线客机交付 920 架，120 座级以上单通道喷气客机交付 5937 架，250 座级以上双通道喷气客机交付 1868 架。未来 20 年，中国航空市场将接收货机 608 架，其中，新货机 201 架（宽体货机 121 架，窄体货机 80 架），客改货机 407 架（不考虑客机改造中的零部件制造）。上述 8725 架新客机和 201 架新货机的价值量合计为 13916 亿美元。

表 2 未来 20 年全球及中国民机需求量及价值量测算

飞机类型	细分机型	全球民机需求量 (架)	中国民机需求量 (架)	中国民机需求占比	全球民机价值量 (亿美元)	中国民机价值量 (亿美元)
客机	支线客机	4318	920	21.31%	2258	481
	单通道客机	29127	5937	20.38%	34345	7001
	双通道客机	7219	1868	25.88%	23011	5954
货机	宽体货机	583	121	20.75%	1858	386
	窄体货机	383	80	20.89%	452	94
合计		41630	8926		61924	13916

资料来源：中国商飞《2020-2039 年民用飞机市场预测年报》，华西证券研究所

我们假设这 8926 架民用飞机中 30%由中国商飞交付，70%采购自波音、空客等国外航空企业。对于国内制造的民用飞机，航空零部件制造按照飞机价值量 10%进行测算；对于采购自国外的民用飞机，航空零部件转包价值量按照贸易补偿标准 5%测算。国内航空零部件制造企业能够分享的市场规模约为 905 亿美元，折合人民币 5760 亿元。

表 3 未来 20 年国内航空零部件制造市场空间测算

中国民机需求对应价值量 (亿美元)	13916			
	国内航空零部件制造		国外航空零部件转包	
	国产民机占比	30%	外购民机占比	70%
	零部件价值量占比	10%	贸易补偿标准	5%
	国产民机零部件市场空间 (亿美元)	417.48	转包民机零部件市场空间 (亿美元)	487.06
国内航空零部件市场空间 (亿美元)	904.54			

资料来源：华西证券研究所，飞机数量与单价为估计值

3. 内生+外延，加速布局军品及民用航空零部件业务

随着我国歼-20 隐形战斗机、运-20 战略运输机、直-20 通用直升机、C919 民用大飞机等型号陆续定型量产，航空装备制造行业迎来爆发式增长，主机厂正向“供应链管理+装配集成”模式转变，航空零部件的外协市场份额也将呈现逐步提升趋势。

公司军品及民用航空零部件业务主要为航空、航天等领域客户提供军用、民用航空航天精密零部件的加工生产。作为行业新进入者，公司采用内生发展与外延并购相结合的模式，积极推动军品及民用航空零部件业务的快速发展。

图 14 航空结构件



资料来源：网络图片，华西证券研究所

图 15 航空钣金件



资料来源：网络图片，华西证券研究所

3.1. 内生发展：投建新产线，拓宽新品类

2018 年公司提出新的发展战略，指出公司将紧抓国家军民融合战略机遇，发挥公司位于西南航空工业基地产业圈的区位优势以及较好的市场基础、人才基础等优势，结合公司在精密制造领域的技术储备和管理经验，择机多渠道布局军品及民用航空器零部件制造领域。

2019 年公司发起设立西菱航空，主营军品及民用航空结构件相关产品的研发、制造与销售，正式进入军品及民用航空器零部件制造领域。2019 年公司启动建设军品及民用航空结构件项目，2020Q4 公司军品及民用航空结构件生产线建成投产，2021Q1 首次反映在报表里便实现扭亏为盈，归母净利润 1658 万元，综合毛利率大幅提升 14.98pct 至 26.58%。

此外，2020 年公司根据市场需求和业务规划，计划追加建设航空钣金件、轴类件、系统件生产线以满足客户需求和增强公司竞争力，建成后将扩大公司在军品及民用航空零部件领域的产品品类，增强公司在国内军品及民用航空零部件精密加工领域的市场地位。

3.2. 外延并购：鑫三合扩大公司军品版图

除了投资建设航空结构件、系统件、钣金件、轴类件等生产线之外，公司还通过整合并购的方式，加快军品及民用航空零部件领域的业务布局。收购嘉益嘉、鑫三合，将发挥其与公司现有军品业务之间的协同发展与优势互补，实现公司在军品及民用航空零部件业务领域的快速发展，快速提高公司在军品及民用航空零部件领域的市场占有率。

2019 年公司收购嘉益嘉 60% 股权，嘉益嘉业务定位于航空发动机、燃气轮机、石油钻采设备等高端装备制造业的零件及部件销售，致力于为客户提供有国际竞争力的轴类产品及服务。虽然目前其规模较小，但是拥有行业经验丰富的年轻管理团队，现有客户与潜在客户以全球行业前五为主，结合公司在精益生产管理、设备硬件等方面的支持后，预计未来将取得快速发展。

2020年10月，公司与对手方签订股权转让框架协议，拟以1.56亿元现金收购鑫三合74.5%股权，鑫三合成立于2003年11月，是一家专注于航空航天制造领域的优秀军工企业，主要从事军用飞机零部件、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业务，具有开展军工业务的各项资质，拥有一支优秀的航空、军工管理及技术团队，为多家航空主机厂的合格供应商，具有广阔的市场前景。

鑫三合拥有高性能机械加工设备90余台套，包括五轴龙门加工中心、三轴龙门加工中心、五轴加工中心、立式加工中心、车铣复合中心、全功能数控车床、线切割机（含慢走丝）、三坐标测量机、影像测量仪等，可以进行航空结构件、液压件、系统件、飞控部件、光电接插件、飞机发动机等零件的制造加工和全程检测，掌握一般钢件零件精密加工，飞机结构类、液压类（钢件、航空铝合金、钛合金等材料）零件数控加工，铝材薄壁、框、梁、肋类零件防变形加工及高速加工，细长类铝材零件防变形加工，车铣复合加工，各种复杂五轴类零件高、低速加工以及各类非金属材料加工等多项核心、关键技术。

鑫三合拥有雄厚的技术研发实力和生产制造能力，承担了大量航空军品的研制任务，以及已定型列装军品的批量生产任务。公司凭借先进的技术、高质的产品和高效的服务，与航空工业集团及各主机厂一直保持着稳定、深入的合作关系：2015年12月被航空工业集团成飞数控厂评为优秀供应商；2016年1月被航空工业集团贵飞公司评为优秀供应商；2017年10月取得航空工业集团沈飞民机公司合格供应商资格；2018年6月取得航空工业集团西飞民机公司合格供应商资格。

通过对鑫三合的股权收购，公司进一步深化在军品及民用航空零部件领域的产业布局，随着收购事项的落地，鑫三合将与公司现有军品业务形成产业协同，实现优势互补，共同推动军品及民用航空零部件业务发展，助力公司完成战略转型。

4. 多元化激励措施，助推新业务快速发展

4.1. 320万股限制性股票绑定核心骨干员工

2020年10月30日，公司以8.55元/股的授予价格，向在公司（含分公司及控股子公司）任职的董事、高级管理人员及核心骨干人员合计181人，授予限制性股票合计320万股。本次授予的限制性股票考核年度为2020-2022年三个会计年度，各年度业绩考核目标为：2020年营业收入不低于2019年营业收入，2021年营业收入较2019年营业收入增长率不低于40%，2022年营业收入较2019年营业收入增长率不低于60%。

我们认为，业绩考核的高标准将保证公司未来至少三年业绩高速增长，股权激励计划的实施有助于进一步完善公司法人治理结构，建立与健全公司长效激励约束机制，吸引与留住公司高管及核心骨干员工，充分调动公司核心团队的积极性与创造性，有效提升管理团队凝聚力和企业核心竞争力，提高公司经营管理水平，促进公司经营业绩平稳快速提升，此外，股权激励还将公司、股东及核心团队三方利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展，确保公司长期发展战略和经营目标顺利实现。

4.2. 西菱航空30%股权让利于核心管理人员

2019年8月6日，公司与包括公司董事、监事及高级管理人员在内的33位自然人共同出资设立西菱航空，注册资本人民币1000万元：公司认缴出资人民币700万元，出资比例70%；其他自然人认缴出资人民币300万元，出资比例30%。

我们认为，公司管理团队在精密零件制造领域具有较强的技术实力和丰富的管理经验，这些技术储备和管理人才将为公司进入军品及民用航空零部件精密制造领域提供坚实的基础。公司将西菱航空 30%股权转让于核心管理人员，有助于激励经营管理团队，促进新业务的发展，扩展公司新的产品领域，提高公司未来的增长潜力。

4.3. 超额业绩 30%用于奖励鑫三合经营团队

2021 年 4 月 26 日，公司与鑫三合董事长李绍斌、总经理裴娟就业绩承诺、企业管理、竞业禁止等事项签订协议，后者承诺鑫三合 2021-2023 年分别实现经营性净利润 3000 万元、3500 万元和 4000 万元。若承诺期内鑫三合累计实现净利润数低于累计承诺净利润数，但不低于累计承诺净利润数的 95%，则不触发补偿程序；若承诺期内鑫三合累计实现净利润数低于累计承诺净利润数的 95%，则业绩承诺人应对累计承诺业绩不足部分进行补偿、且该补偿方案需经过上市公司股东大会通过；若承诺期内鑫三合超额完成业绩，则超额完成部分的 30%金额奖励给鑫三合经营团队，并在 2023 年度的最终审计报告出具后两个月内兑现。

我们认为，鑫三合业绩承诺将增厚公司军品业绩，强化公司行业地位，而对于鑫三合超额完成业绩部分的激励力度，将充分调动鑫三合经营团队的积极性和创造性，发挥其在军品零部件加工领域的优势，有望超额完成业绩承诺。

5. 投资建议

随着我国国防事业的迅速发展和民航市场的逐渐复苏，国内航空制造业迎来前所未有的发展机遇，在航空主机厂持续深化社会化大协作战略背景下，公司通过内生发展和外延并购相结合的模式，不断深化军品及航空零部件领域的业务布局，未来业绩增长具有强劲动力支撑。下面对公司各项业务进行拆分预测：

收入方面：受益于军用航空装备的高景气需求，公司新增的军品及民用航空零部件业务 2021-2023 年收入分别为 2.5 亿元、3.5 亿元、4.5 亿元；受益于车用涡轮增压器配置率的不断提升，公司新增的涡轮增压器业务 2021-2023 年收入分别为 1 亿元、2 亿元、3 亿元；考虑到公司汽车零部件业务复苏，部分高端客户产品从小批量试用过渡到批量生产交付，皮带轮、凸轮轴、连杆等原有汽车零部件业务 2021-2023 年收入增速分别为 30%、30%、25%。

毛利率方面：参考爱乐达、利君股份等航空零部件企业的毛利率水平，假设公司军品及民用航空零部件业务毛利率为 58%；考虑到公司军品加工余料可以用于民品以降低成本，假设公司涡轮增压器业务毛利率为 30%；皮带轮、凸轮轴、连杆三大汽车零部件业务毛利率较为稳定，分别为 24%、12%、20%。

表 4 业务拆分预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
皮带轮						
收入（百万元）	159.50	154.09	162.54	211.30	274.69	343.37
增速		-3.39%	5.48%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	32.89%	20.23%	22.63%	24.00%	24.00%	24.00%
凸轮轴						

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

收入 (百万元)	139.62	205.85	208.39	270.91	352.18	440.22
增速		47.44%	1.23%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	11.50%	14.97%	10.56%	12.00%	12.00%	12.00%
连杆						
收入 (百万元)	212.13	156.96	131.01	170.31	221.41	276.76
增速		-26.01%	-16.53%	30.00%	30.00%	25.00%
毛利率	32.92%	23.30%	18.49%	20.00%	20.00%	20.00%
涡轮增压器						
收入 (百万元)				100.00	200.00	300.00
增速					100.00%	50.00%
毛利率				30.00%	30.00%	30.00%
军品及民用航空零部件						
收入 (百万元)				250.00	350.00	450.00
增速					40.00%	28.57%
毛利率				58.00%	58.00%	58.00%
其他业务						
收入 (百万元)	9.80	8.11	11.23	12.35	13.59	14.95
增速		-17.24%	38.47%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	94.69%	90.75%	68.57%	70.00%	70.00%	70.00%
营业收入	521.05	525.01	513.17	1014.88	1411.87	1825.30

资料来源: wind, 华西证券研究所

基于上述假设, 预计公司 2021-2023 年实现营业收入 10.15 亿元、14.12 亿元、18.25 亿元, 归母净利润 1.50 亿元、2.10 亿元、2.82 亿元, EPS 分别为 0.88 元、1.23 元、1.64 元, 对应 PE 分别为 25.92 倍、18.53 倍、13.84 倍。首次覆盖, 给予买入评级。

表 5 可比公司估值

股票代码	股票简称	EPS (元)				PE			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300696.SZ	爱乐达	0.59	1.00	1.44	2.00	65.34	38.53	26.74	19.18
002651.SZ	利君股份	0.19	0.32	0.52	0.73	62.22	34.31	21.32	15.16
平均值						63.78	36.42	24.03	17.17
300733.SZ	西菱动力	0.05	0.88	1.23	1.64	491.00	25.92	18.53	13.84

资料来源: wind, 华西证券研究所, 对应 2021-06-16 股价

6. 风险提示

汽车零部件业务受原材料涨价影响; 军品产能释放进度不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	513	1,015	1,412	1,825	净利润	7	150	210	282
YoY (%)	-2.3%	97.8%	39.1%	29.3%	折旧和摊销	57	52	52	52
营业成本	422	714	987	1,273	营运资金变动	-74	-113	-87	-88
营业税金及附加	5	10	16	20	经营活动现金流	1	97	184	247
销售费用	6	12	21	27	资本开支	-205	-149	-157	-156
管理费用	36	71	99	128	投资	21	5	5	5
财务费用	11	11	11	8	投资活动现金流	-182	-142	-148	-146
资产减值损失	-6	-2	-3	-2	股权募资	6	0	0	0
投资收益	1	3	4	5	债务募资	281	44	-28	-89
营业利润	8	157	223	299	筹资活动现金流	79	32	-40	-98
营业外收支	-1	3	3	4	现金净流量	-101	-12	-5	3
利润总额	8	160	226	303	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	0	10	16	21	成长能力				
净利润	7	150	210	282	营业收入增长率	-2.3%	97.8%	39.1%	29.3%
归属于母公司净利润	8	150	210	282	净利润增长率	-61.8%	1753.7%	39.9%	33.9%
YoY (%)	-61.8%	1753.7%	39.9%	33.9%	盈利能力				
每股收益	0.05	0.88	1.23	1.64	毛利率	17.7%	29.7%	30.1%	30.2%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	1.4%	14.8%	14.9%	15.4%
货币资金	92	80	75	78	总资产收益率 ROA	0.5%	6.7%	7.6%	8.5%
预付款项	22	36	49	64	净资产收益率 ROE	0.7%	10.7%	12.0%	12.9%
存货	161	274	379	488	偿债能力				
其他流动资产	329	501	649	804	流动比率	1.05	1.10	1.19	1.33
流动资产合计	605	890	1,152	1,434	速动比率	0.73	0.72	0.75	0.82
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.16	0.10	0.08	0.07
固定资产	695	866	1,053	1,256	资产负债率	34.4%	37.1%	36.1%	33.4%
无形资产	74	82	90	98	经营效率				
非流动资产合计	1,132	1,353	1,598	1,860	总资产周转率	0.30	0.45	0.51	0.55
资产合计	1,737	2,243	2,750	3,294	每股指标 (元)				
短期借款	238	282	253	164	每股收益	0.05	0.88	1.23	1.64
应付账款及票据	267	430	595	767	每股净资产	6.62	8.20	10.23	12.77
其他流动负债	71	99	123	148	每股经营现金流	0.01	0.57	1.07	1.44
流动负债合计	576	811	971	1,080	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	21	21	21	21	PE	480.43	25.92	18.53	13.84
非流动负债合计	21	21	21	21	PB	2.94	2.77	2.22	1.78
负债合计	597	832	992	1,101					
股本	160	160	160	160					
少数股东权益	5	5	5	5					
股东权益合计	1,140	1,411	1,758	2,193					
负债和股东权益合计	1,737	2,243	2,750	3,294					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，10年军工行业研究经验。曾任光大证券、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，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

张力涛：华西证券研究所军工行业研究助理，清华大学航空宇航科学与技术硕士，西北工业大学飞行器动力工程学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。