

西菱动力 (300733) / 国防军工

证券研究报告/公司点评

2021年10月28日

**评级：买入（维持）**

市场价格：20.43元/股

分析师：陈鼎如

执业证书编号：S0740521080001

Email: chendr@r.qizq.com.cn

联系人：方域林

Email: fangcl@r.qizq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	525	513	747	1045	1359
增长率yoy%	0.76%	-2.25%	45.50%	40.00%	30.00%
净利润(百万元)	21	8	48	117	220
增长率yoy%	-68.16%	-61.80%	493.31%	142.67%	87.99%
每股收益(元)	0.13	0.05	0.28	0.68	1.28
每股现金流量	7.13	7.10	6.87	7.45	7.94
净资产收益率	1.86%	0.71%	4.07%	9.11%	16.08%
P/E	153.93	402.92	72.75	29.98	15.95
PEG	-2.26	-6.52	0.15	0.21	0.18
P/B	2.87	2.88	2.97	2.74	2.57

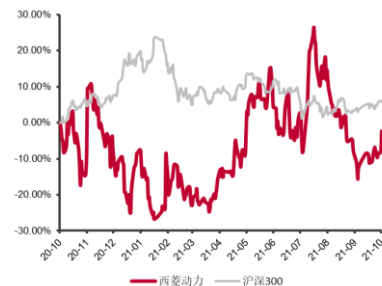
备注：股价为10月27日收盘价

**投资要点**

- 事件：**公司10月26日发布2021年三季报。2021年前三季度，公司实现营业收入5.23亿元，同比增长52.86%，实现归母净利润0.31亿元，同比增长261.42%，实现扣非归母净利润0.30亿元，同比增长331.72%。2021年第三季度，公司实现单季营收1.72亿元，同比增长32.51%，实现归母净利润-161.73万元，同比降低130.41%，实现扣非归母净利润-196.66万元，同比降低142.89%。
- 业绩短期承压，长期航空零部件业务有望高速增长。**收入端，公司营业收入实现稳健增长，2021年前三季度营收分别为1.48、2.02、1.72亿元，同比增速分别为148.41%、32.87%、32.51%，前三季度营业收入达到去年全年的101.86%。公司收入保持稳健增长的趋势。利润端，公司前三季度归母净利润分别为0.17、0.16、-0.02亿元，同比增速分别为574.31%、135.09%、-130.41%。扣非归母净利润分别为0.16、0.15、-0.02亿元，同比增速分别为463.37%、125.91%、-142.89%。前三季度毛利率为21.45%，比去年同期提升2.66%。公司业绩短期承压，一方面是因为钢材等原材料价格快速上涨导致产品成本上升，另一方面因为公司计提股权激励费用、涡轮增压器及涡壳业务尚未投产导致成本费用上升以及公司增加债务融资使得利息支出增加。目前传统汽车零部件制造仍为公司最大业务（2021H1收入占比52.08%），该业务受原材料价格扰动明显，长期来看，公司近年来重点布局高毛利率的航空零部件业务（2021H1收入占比19.10%，毛利率为48.07%），有望迎来较快增长并提升业务占比，助力公司提升盈利水平。
- 经营状况短期受到影响，加大研发投入增强竞争力。**公司前三季度三费占比为11.89%，同比上升0.5pct，其中，销售费用率同比下降2.17pct，管理费用率同比上升2.07pct，财务费用率同比上升0.6pct。公司前三季度经营性现金流为-35.57万元，去年同期为18.62万元，2021H1为-52.51万元。三费占比略升，现金流小幅转负但较上半年有所好转，公司经营状况短期受到小幅扰动。公司前三季度研发费用为0.17亿元，同比增长13.22%，公司研发投入稳定增长，有助于公司保持市场竞争力。
- 汽车零部件业务扩项，产品结构持续优化。**公司2019年投资建设涡轮增压器产品生产线，目前多种型号处于小批量试制阶段，形成批量生产之后将有效增厚公司的汽车零部件业绩，提升在核心客户群体内的配套能力。
- 大力进军航空零部件制造领域，有望受益于航空制造业高景气。**公司内生外延布局航空制造业务，于2019年设立西菱航空，目前已具备航空结构件、钣金件等零部件加工制造能力。同时并购鑫三合，其在军民机飞机零部件精密制造和特种工艺处理上具备成熟的加工经验和配套能力。鑫三合在2021年上半年实现收入0.39亿元（占比10.25%），实现净利润0.13亿元（占比39.97%），长期来看，军机和民机放量，整个航空产业链呈现高景气，公司收购优质标的有力发展航空制造业务，有望充分受益。
- 投资建议：**我们预计公司2021-2023年收入分别为7.47亿元、10.45亿元和13.59亿元，毛利率分别为69%、71.5%和73%，归母净利润分别为0.48亿元、1.17亿元和2.20亿元，对应EPS分别为0.28元、0.68元、1.28元，对应PE分别为72.75X、29.98X、15.95X。公司积极布局航空制造业务，相关业务有望迎来高速增长，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：**军品订单不及预期；产品交付不及预期；盈利预测不及预期。

**基本状况**

总股本(百万股)	171.4
流通股本(百万股)	118.9
市价(元)	20.43
市值(百万元)	3501.70
流通市值(百万元)	2428.31

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。