

投资评级：增持（首次）

报告日期：2021 年 11 月 23 日

市场数据

| | |
|------------|-----------|
| 目前股价 | 5.51 |
| 总市值（亿元） | 120.50 |
| 流通市值（亿元） | 120.50 |
| 总股本（万股） | 218,688 |
| 流通股本（万股） | 218,688 |
| 12 个月最高/最低 | 8.06/5.09 |

分析师

分析师：汪毅 S1070512120003

☎ 021-61680675

✉ yiw@cgws.com

联系人（研究助理）：刘欢 S1070120050021

☎ 021-31829851

✉ liuhuan@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<主业盈利能力提升，美瑞丁业绩靓丽>>

2016-03-30

<<业绩贡献超预期，美瑞丁将持续发力>>

2016-02-29

<<业绩贡献超预期，美瑞丁将持续发力>>

2015-12-16

布局汽车轻量化及通航飞机业务，打造双擎驱动发展模式

——万丰奥威（002085）公司深度报告

盈利预测

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 10788 | 10699 | 11544 | 12873 | 14177 |
| (+/-%) | -2.0% | -0.8% | 7.9% | 11.5% | 10.1% |
| 归母净利润（百万元） | 769 | 566 | 290 | 568 | 698 |
| (+/-%) | -19.8% | -26.5% | -48.7% | 95.8% | 22.9% |
| 摊薄 EPS（元/股） | 0.36 | 0.27 | 0.13 | 0.26 | 0.32 |
| PE | 15 | 21 | 42 | 21 | 17 |

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 公司致力于成为“全球汽车金属轻量化推动者”，现已形成“镁合金-铝合金-高强度钢”等金属材料轻量化应用为主线的汽车部件细分龙头领先的产业板块。在积极发展铝合金、高强度钢产品布局的同时，公司将重点推动镁合金产品在汽车上的应用，将镁瑞丁成熟的产品导入国内市场。2020 年公司收购飞机工业 55% 的股权，正式确立了汽车轻量化和通航业务双擎驱动的发展模式。
- 公司旗下的镁瑞丁是全球最主要的轻量化镁合金部件制造商之一，在北美的镁合金市场占有较大份额。镁瑞丁已有成熟产品如仪表盘骨架、尾门内板、前端框架等，产品质量总计约 100Kg，已经成为主机厂汽车镁合金轻量化的首选合作方。根据调研，镁瑞丁在北美的镁合金市场份额占比超 65%（销售额）。公司与国内主机厂建立了 T3+1 战略合作机制，公司负责承担镁合金大型铸造件设计、制造和服务。T3+1 机制下首批研发产品聚焦在仪表盘支架、车轮、前端模块及变速箱壳体等，涉及近十款整车车型，其中正在研发或报价中的产品包括仪表盘支架、前端模块、显示屏壳体、屏幕升降器支架等镁合金产品。随着 T3+1 联盟技术研发的不断推进，将极大的推动中国汽车产业镁合金零部件应用和发展，形成市场推动示范效应。
- 收购飞机工业，确立了汽车轻量化及通航业务双擎驱动的发展模式。公司在发展“镁合金-铝合金-高强度钢”轻量化汽车零部件的同时，收购飞机工业，其核心资产为钻石飞机。钻石飞机旗下拥有 4 大系列、8 个基本型、16 个机型和多款飞机发动机的全部知识产权，主要机型有 DA20、DA40、DA42、DA50、DA62 和 DART 系列。2021 年飞机工业引入国资控制的青岛万盛城丰、北京航发基金作为战略投资者，共同加速国内通航市场的开拓，撬动通航产业万亿产业市场。随着国家政策助力通航飞机发

展,《低空飞行服务保障体系建设总体方案》、《中国民航四型机场建设行动纲要(2020-2035年)》等一系列政策颁布,通用航空产业未来发展开始提速,未来通用飞机制造业务成为公司业务新的产业增长极,为公司发展打开更大的空间。

- **盈利预测:** 预计公司 2021-2023 年营收依次为 115.44 亿元、128.73 亿元、141.77 亿元,同比增速依次为 7.9%、11.15%、10.1%。归母净利润依次为 2.90 亿元、5.68 亿元、6.98 亿元,同比增速依次为-48.7%、95.8%、22.9%。公司当前市值 121 亿元,对应 PE 分别为 42、21、17 倍,首次覆盖,给予“增持”评级。
- **风险提示:** 国内乘用车销量不及预期;原材料价格持续维持高位;镁合金市场开拓不及预期;通航飞机业务发展不及预期;商誉减值风险;信息披露风险。

目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1. 公司概况 | 5 |
| 1.1 汽车轻量化及通用飞机业务双擎驱动 | 5 |
| 1.2 全球研发及生产布局，具备规模化生产优势 | 6 |
| 1.3 业绩短期承压，注入飞机业务有望提升公司盈利能力 | 7 |
| 2. 汽车轻量化发展趋势下，公司布局铝合金、镁合金、高强钢等轻量化业务 | 9 |
| 2.1 节能减排驱动汽车轻量化进程，镁合金成长空间大 | 9 |
| 2.1 以镁瑞丁成熟的镁合金加工技术及产品开拓国内市场 | 11 |
| 2.2 铝轮业务积淀深厚，“25317”布局助力全球市场开拓 | 13 |
| 2.3 收购雄伟精工，布局高强钢业务 | 14 |
| 3. 收购通用飞机龙头、确立“双引擎”发展模式 | 16 |
| 3.1 政策驱动，通用航空业发展前景向好 | 16 |
| 3.2 公司通航飞机具备国际领先优势，珠海航展表现亮眼 | 17 |
| 4. 投资建议 | 19 |
| 5. 风险提示 | 20 |
| 附：盈利预测表 | 21 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 公司汽车轻量化主要产品 | 6 |
| 图 2: 公司全球化布局地图 | 7 |
| 图 3: 公司收入结构 | 7 |
| 图 4: 公司营收及增长情况 | 8 |
| 图 5: 公司归母净利润及增长情况 | 8 |
| 图 6: 公司历年毛利率及净利率 | 8 |
| 图 7: 公司汽车业务毛利率 | 8 |
| 图 8: 公司期间费率及构成 | 9 |
| 图 9: 公司研发投入变化 | 9 |
| 图 10: 公司股权结构 (2021H1) | 9 |
| 图 11: 镁瑞丁主要产品 | 12 |
| 图 12: 镁瑞丁主要客户 | 12 |
| 图 13: 镁瑞丁为蔚来供镁合金仪表盘支架 | 13 |
| 图 14: 镁瑞丁为特斯拉供镁合金座椅支架 | 13 |
| 图 15: 2016-2020 年汽车产量及增速 | 14 |
| 图 16: 公司铝合金汽轮营收及增速 | 14 |
| 图 17: 2020 年公司新能源铝合金汽轮占比 4.8% | 14 |
| 图 18: 雄伟精工主要产品 | 15 |
| 图 19: 雄伟精工先进生产设备 | 15 |
| 图 20: 中国国民经济规划通用航空政策的演变 | 16 |
| 图 21: 中国通用飞机数量及增速 | 17 |
| 图 22: 中国通用飞机类型占比 | 17 |
| 图 23: 2020 年全球固定翼通用飞机市场份额 | 18 |
| 图 24: 钻石 DA50 亮相第十三届珠海航展 | 19 |
| 图 25: 钻石 HEMEP 混合动力多引擎飞机珠海航展 | 19 |
| 表 1: 公司发展历程 | 5 |
| 表 2: 主要国家和地区乘用车燃料消耗量目标值对比 | 10 |
| 表 3: 各种材料性价比 | 10 |
| 表 4: 镁合金在汽车领域的使用 | 11 |
| 表 5: 中国汽车轻量化发展目标 | 11 |
| 表 6: “25317+N”市场布局 | 13 |
| 表 7: 飞机工业主要子公司情况 | 18 |

1. 公司概况

1.1 汽车轻量化及通用飞机业务双擎驱动

汽车轻量化及通用飞机业务双擎驱动。公司成立于1994年，以生产汽车铝合金轮毂起步。此后相继通过并购进入环保涂覆、镁合金轻量化、高强度钢冲压等业务，形成了“镁合金、铝合金、高强度钢”等金属材料轻量化应用为主线的汽车轻量化零部件产业。2020年，公司收购飞机工业55%的股权，正式确立了汽车金属轻量化零部件产业和顶级通航品牌“钻石”通用飞机制造产业“双引擎”驱动的发展格局。

表 1：公司发展历程

| 时间 | 事件 |
|--------|--|
| 1994 年 | 浙江万丰铝轮有限公司成立 |
| 1997 年 | 浙江万丰汽轮有限公司成立 |
| 1999 年 | 开始出口铝合金汽轮 |
| 2001 年 | 成立浙江万丰奥威汽轮股份有限公司 |
| 2004 年 | 成立宁波奥威尔轮毂有限公司 |
| 2006 年 | 万丰奥威股票在深交所上市（发行价 5.66、市盈率 26.95、实际募资 45280 万元） |
| 2011 年 | 收购万丰摩轮 |
| 2012 年 | 收购威海万丰镁业科技发展有限公司 |
| 2013 年 | 成立万丰铝轮（印度）私人有限公司； |
| | 成立吉林万丰奥威汽轮有限公司 |
| | 收购上海达克罗公司，进入环保涂覆领域 |
| 2014 年 | 成立重庆万丰奥威铝轮有限公司； |
| | 收购宁波经济技术开发区达克罗股份有限公司 |
| 2015 年 | 收购万丰镁瑞丁，助力公司镁合金业务的快速发展 |
| 2016 年 | 成立万丰镁瑞丁新材料科技有限公司 |
| 2018 年 | 收购无锡雄伟精工科技有限公司，进入冲压件精密模具领域 |
| 2018 年 | 成立浙江万丰上达涂复科技有限公司 |
| 2020 年 | 收购万丰飞机工业，进入通用航空领域，正式确立双擎驱动格局 |

资料来源：公司官网、长城证券研究院

公司致力于成为“全球汽车金属轻量化推动者”，现已形成了“镁合金-铝合金-高强度钢”等金属材料轻量化应用为主线的汽车部件细分龙头领先的产业板块。

- ① **在镁合金板块：**公司旗下子公司镁瑞丁作为轻量化镁合金新材料深加工业务全球领导者，拥有强大产业链整合能力，不断将产品从汽车行业推广到交通、5G 建设等其他领域。公司在美国、加拿大、英国、墨西哥和中国（威海、上海、新昌）拥有 7 个生产基地、4 个研发中心；主要产品涉及动力总成、前端载体、仪表盘骨架、支架类、后提升门内板等汽车部件，客户主要为福特、通用、保时捷、特斯拉、宝马、奔驰、奥迪等全球知名品牌。
- ② **在铝合金板块：**铝合金车轮年产能 4000 多万套（汽轮加摩轮），实现行业细分市场的全球领跑。公司汽车铝合金车轮持续构建“25317+N”市场布局（美系通用、福特；大众，奔驰，宝马，STELLANTIS，路虎；日系丰田、本田、日产雷诺三菱；韩系现代-起亚；中国奇瑞，比亚迪，长城，长安，红旗，吉利，蔚来；N 为以新能源为主

的核心客户)。摩托车车轮市场拓展始终以“两印两巴一中”为主导，以“本田和雅马哈”为长期战略合作伙伴，大长江、铃木、HERO 等为主体，宝马、哈雷、杜卡蒂等高端市场为发展的全球市场布局。

- ③ **在高强钢板块：**无锡雄伟主要产品包括汽车冲压件和模具，专注于汽车轻量化车身系统，主要生产座椅零部件和车身附件，包括座椅骨架及调节结构、安全带扣、安全气囊、门铰链等，拥有无锡、仪征、盐城、长春等五大生产基地，年最大产能 3.5 亿件，拥有行业领先的产品研发和模具设计制造能力，通过多年的发展，已成为国际知名厂商佛吉亚、博泽、奥托立夫、安道拓、江森等核心供应商。

图 1：公司汽车轻量化主要产品



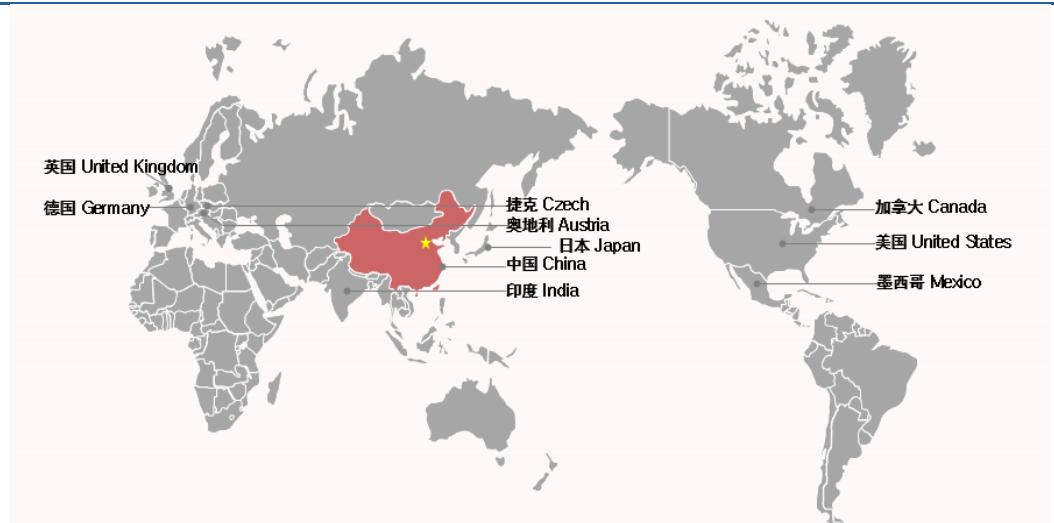
资料来源：公司官网、长城证券研究院

2020 年收购万丰飞机工业（核心资产为钻石飞机），进入通用航空领域，正式确立双引擎驱动的发展模式。飞机工业是集自主研发、顶级设计、先进制造、销售服务等于一体的专业通用飞机制造商，现有轻型运动飞机系列以及钻石系列 DA20、DA40、DA42、DA62 和 DA50、DART 等基本机型，为全球前三强的固定翼飞机制造商。主要客户面向飞行学校、航空公司、航空俱乐部以及私人消费者等，在全球范围内具备良好的品牌影响力。

1.2 全球研发及生产布局，具备规模化生产优势

公司汽车部件产业和飞机制造产业在全球 10 个国家设立制造基地和研发中心，在中国 7 个省市建有 19 个生产基地。镁瑞丁形成了美洲、欧洲、亚洲等 5 个国家 7 个实体工厂全生产工艺的全球布局。公司摩轮已在印度设厂，就近向市场提供产品。飞机工业已经建立了以奥地利、加拿大和中国为主要生产基地和覆盖欧洲、美洲、亚洲、非洲、澳洲等区域的全球销售及服务网络，在全球超过 90 个国家设有 192 个服务中心。公司产业基地布局为全球各制造基地提供有力的技术保障和售后服务，实现优势互补、资源共享、互动发展。

图 2: 公司全球化布局地图

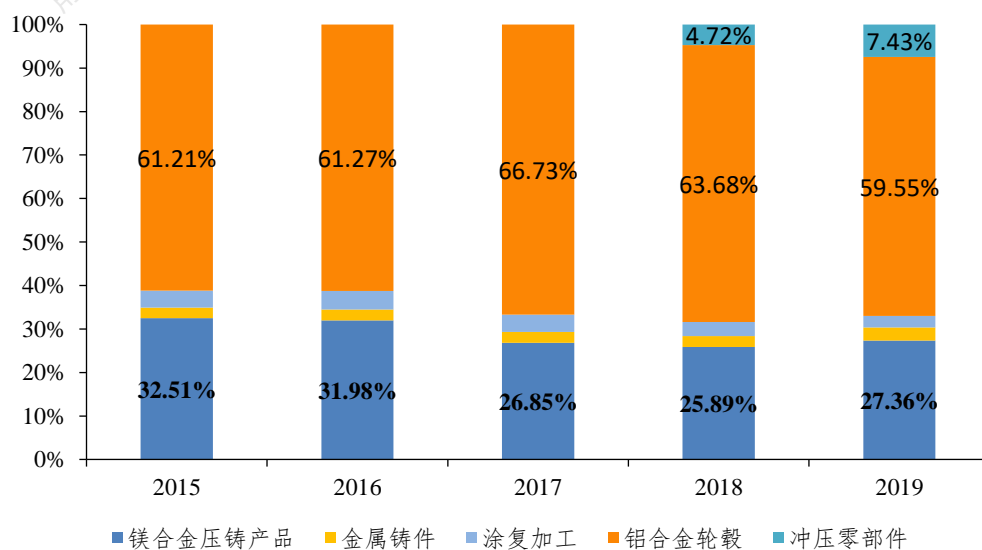


资料来源: 公司年报、长城证券研究院

1.3 业绩短期承压，注入飞机业务有望提升公司盈利能力

公司开启业务发展多元化，铝合金轮毂（包括汽轮和摩轮）仍是公司的主要的收入来源。2015 年，公司收购镁瑞丁之后，铝合金轮毂及镁合金压铸产品就成为公司主要的收入来源。2015-2017 年间公司的铝合金轮毂收入占比一直在不断提高，分别为 61.21%、61.27%、66.73%。2015 年镁合金收入占比便达到了 32.51%，随后几年镁合金收入占比略微有所下降，但其仍是公司第二大的收入来源。2018 年公司收购无锡雄伟精工科技有限公司，正式进入冲压件精密模具领域，随后公司汽车铝合金轮毂收入占比不断减小，冲压零部件收入占比不断提高。2020 年公司收购了飞机工业，飞机业务在当年的收入占比为 15.24%，剩余 84.76% 业务为汽车零部件制造业务。公司采取的多元化发展策略扩大了业务版图，其中铝合金轮毂业务仍为公司最主要的收入来源。

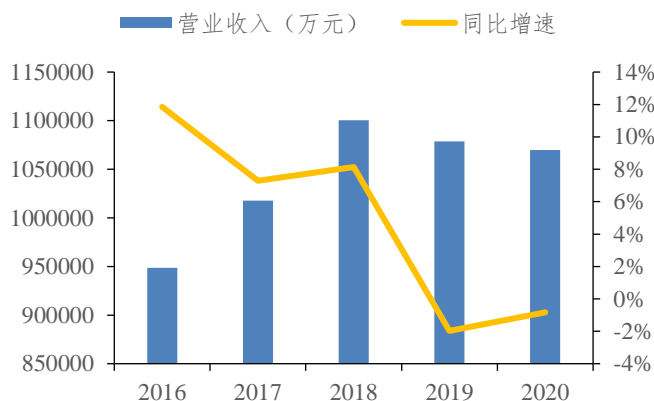
图 3: 公司收入结构



资料来源: 公司公告、长城证券研究院

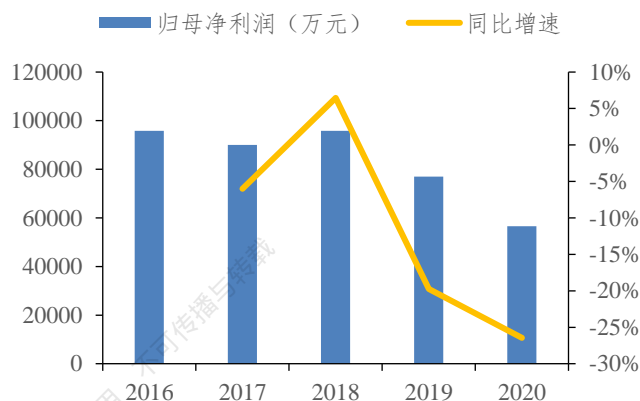
近年来营收小幅下滑，盈利能力有所下降。2016-2018 年公司营收处于增长阶段，同比增速分别达到 11.85%、7.92%、8.13%。到 2019 年公司营收同比-1.97%，2020 年公司的生产销售受新冠疫情影响较大，营收同比-0.82%。2016-2018 年公司的归母净利润处在相对稳定的水平，但在 2019-2020 年，归母净利润同样出现一定程度的下滑，公司近年来营收小幅下滑，盈利能力有所下降，一方面是受汽车行业景气度下滑，另一方面是公司部分产品主要出口至北美，受贸易战影响导致销量下滑。预计随着汽车轻量化进程的加快，以及新注入的飞机业务，公司盈利有望实现多元化的发展。

图 4: 公司营收及增长情况



资料来源: 公司公告、长城证券研究院

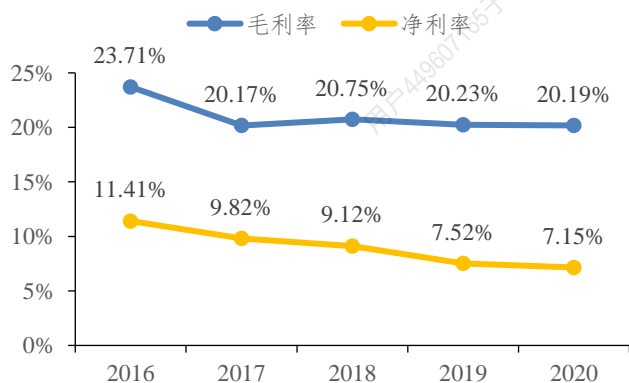
图 5: 公司归母净利润及增长情况



资料来源: 公司公告、长城证券研究院

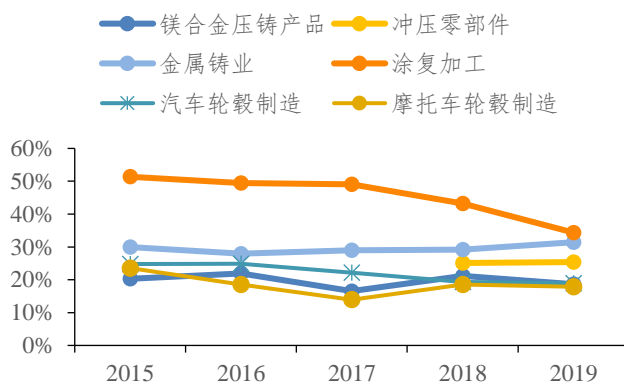
公司毛利率较为稳定，净利率小幅下滑。2016-2020 年公司的毛利率始终稳定在 20% 以上，并且近年来一直保持较为稳定。但是公司净利率近年来有所下滑，主要是公司期间费用率的上升。

图 6: 公司历年毛利率及净利率



资料来源: 公司公告、长城证券研究院

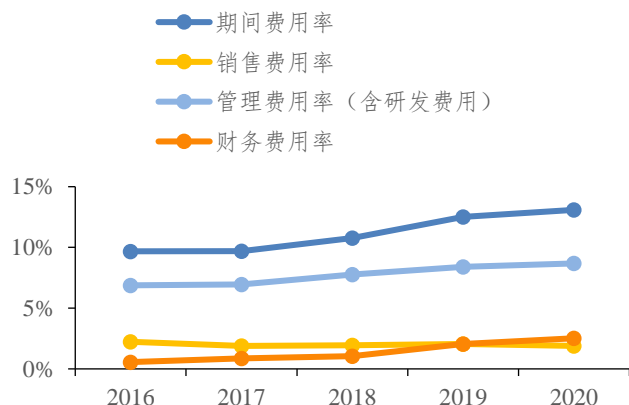
图 7: 公司汽车业务毛利率



资料来源: 公司公告、长城证券研究院

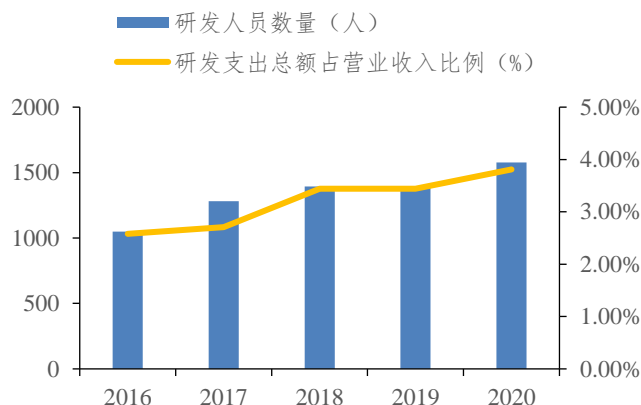
期间费用率有所提升，研发费用不断增加。2016-2020 年公司的销售费用率、财务费用率始终保持在较为稳定的水平，而管理费用率却呈现逐年上升的趋势，主要原因是公司不断加大研发支出。2016-2020 年公司研发支出在营收的占比分别为 2.58%、2.71%、3.44%、3.40%、3.81%。

图 8: 公司期间费率及构成



资料来源：公司公告、长城证券研究院

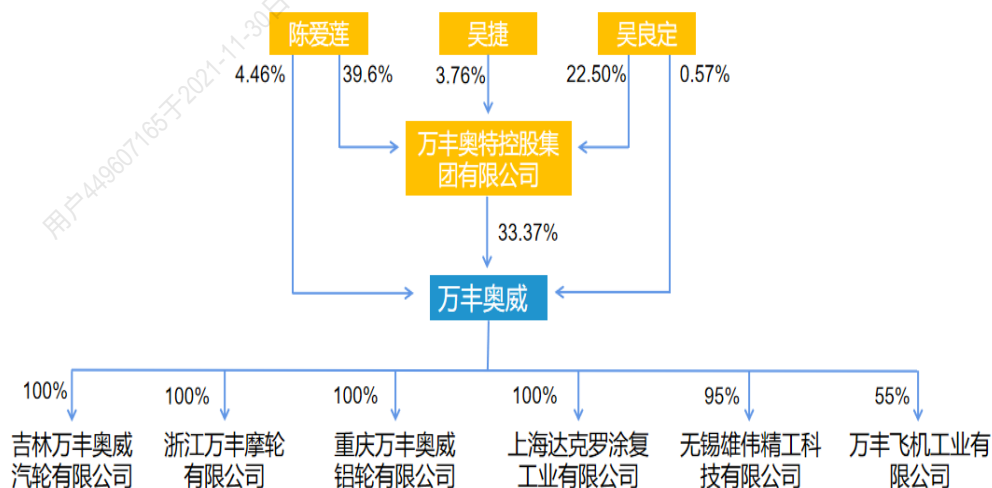
图 9: 公司研发投入变化



资料来源：公司公告、长城证券研究院

公司的实际控制人为陈爱莲女士及吴良定家族。万丰集团现持有本公司 33.37% 的股份，是本公司的控股股东，陈爱莲女士直接持有本公司 4.46% 股权，吴良定先生直接持有本公司 0.57% 股权；陈爱莲女士、吴良定先生和吴捷先生分别持有万丰集团 39.60%、22.50% 和 3.76% 的股权。陈爱莲女士和吴良定先生为夫妻关系，吴良定先生和吴捷先生为父子关系，陈爱莲女士和吴良定家族（吴良定先生和吴捷先生）共同为本公司的实际控制人，共直接和间接持有上市公司 27.01% 的股份。

图 10: 公司股权结构（2021H1）



资料来源：公司公告、长城证券研究院

2. 汽车轻量化发展趋势下，公司布局铝合金、镁合金、高强钢等轻量化业务

2.1 节能减排驱动汽车轻量化进程，镁合金成长空间大

“节能减排”驱动轻量化进程：

2016 年中国汽车工程学会发布《节能与新能源汽车技术路线图》提出：至 2020 年，乘用车新车平均油耗 5.0 升/百公里，2025 年 4.0 升/百公里，2030 年 3.2 升/百公里。国外政府也对汽车能源消耗和污染排放制定了高压限制，2020 年欧盟、日本汽车百公里耗油目标降至 3.8L、4.9L。根据一汽集团高工田洪福在《非金属材料在新能源汽车上的应用与发展》中披露：汽车重量每减少 100kg，每百公里可节省燃油 0.3-0.5L，每公里二氧化碳排放可减少 8-11 克。

表 2：主要国家和地区乘用车燃料消耗量目标值对比

| 国别 | 2015 | | 2020 | | 2025 | | -2020 | -2025 |
|----|------------|------------|----------|------------|---------|------------|-------|-------|
| | 原始指标 | 对应国标 | 原始指标 | 对应国标 | 原始指标 | 对应国标 | 年降幅 | 年降幅 |
| 欧盟 | 130g/km | 5.2L/100km | 95g/km | 3.8L/100km | 75g/km | 3L/100km | 5.4% | 4.2% |
| 美国 | 36.2mpg | 6.7L/100km | 44.8mpg | 6L/100km | 56.2mpg | 4.8L/100km | 3.5% | 3.4% |
| 日本 | 16.8km/L | 5.9L/100km | 20.3km/L | 4.9L/100km | | | 3.3% | |
| 中国 | 6.9L/100km | | 5L/100km | | | | 5.5% | |

资料来源：《乘用车燃料消耗量第四阶段标准解读》——工信部装备工业司、长城证券研究院

目前汽车行业轻量化材料主要有：高强度钢、铝合金、镁合金、碳纤维复合材料，对应减重效果及成本费用上由低到高。

高强度钢和铝合金性价比高，占据轻量化市场较大份额。市场上最主流的轻量化材料为高强度钢和铝合金材料，高强度钢由于其超高强度主要应用于车身骨架的关键部位；铝合金材料由于其良好的减重效果主要应用于覆盖件，壳体等位置。两者的性能和价格可达到平衡，因此实现了大规模商业化应用。根据赛瑞研究和产业信息网数据，2020 年高强度钢和铝合金占据了汽车轻量化市场的 85% 以上，其中铝合金占比近 65%。

表 3：各种材料性价比

| 材料 | 密度 | 抗拉强度 | 比强度 | 减重效果 | 参考价格 |
|-----------|----------|----------|------------|---------|--------|
| | (g/cm) | (Mpa) | (Mpa-g/cm) | | (元/kg) |
| 普通钢(低碳钢) | 7.64~8.1 | 274~412 | 70 | | 3.5 |
| 高强度钢(双相钢) | 7.9 | 600~1180 | 175 | 10%~30% | 5.45 |
| 铝合金 | 2.7 | 290 | 114 | 30%~60% | 16 |
| 镁合金 | 1.8 | 250 | 146 | 30%~70% | 16 |
| 碳纤维 | 1.5~2.0 | 3500 | 1334 | 50%~70% | 300 |

资料来源：《汽车轻量化材料的发展及展望》，公司调研、长城证券研究院

镁合金——市场成长空间大。镁合金材料耐凹陷性、机械加工性、吸振性好，生产模具寿命高、尺寸稳定，且易于回收，镁合金可在铝合金的基础上减重 20-30%。但受限于材料特性及加工成本，现阶段镁合金主要应用于强度要求不高的支架类，壳体类等零部件。随着镁合金制造工艺及技术升级，成本逐渐降低，轻量化需求升级，总需求将有望提高。

表 4: 镁合金在汽车领域的使用

| 汽车零部件 | 原用材料 | 原质量 | 改用镁合金后的质量 | 减重效果 |
|-------|------|------|-----------|------|
| 仪表盘横梁 | 钢 | 12.1 | 5.7 | 53% |
| 变速器壳体 | 铝合金 | 8.27 | 5.87 | 29% |
| 后背门内板 | 钢 | 10.9 | 6.8 | 38% |
| 轮毂 | 铝合金 | 23 | 18 | 22% |
| | 钢 | 36 | 18 | 50% |

资料来源: 公司调研, 长城证券研究院

单车用量递增, 轻量化进程加速。根据节能与新能源汽车技术路线图战略咨询委员会的轻量化目标, 在 2020/2025/2030 年要分别较 2015 年减重 10%/20%/35%, 提升高强度钢应用占比, 增加铝合金、镁合金、碳纤维材料单车用量以及降低材料的成本。鉴于新能源汽车对轻量化的需求更为迫切, 随着新能源车渗透率不断提高, 轻量化进程大幅提速, 镁、铝合金及碳纤维等优质轻量化材料发展空间巨大。

表 5: 中国汽车轻量化发展目标

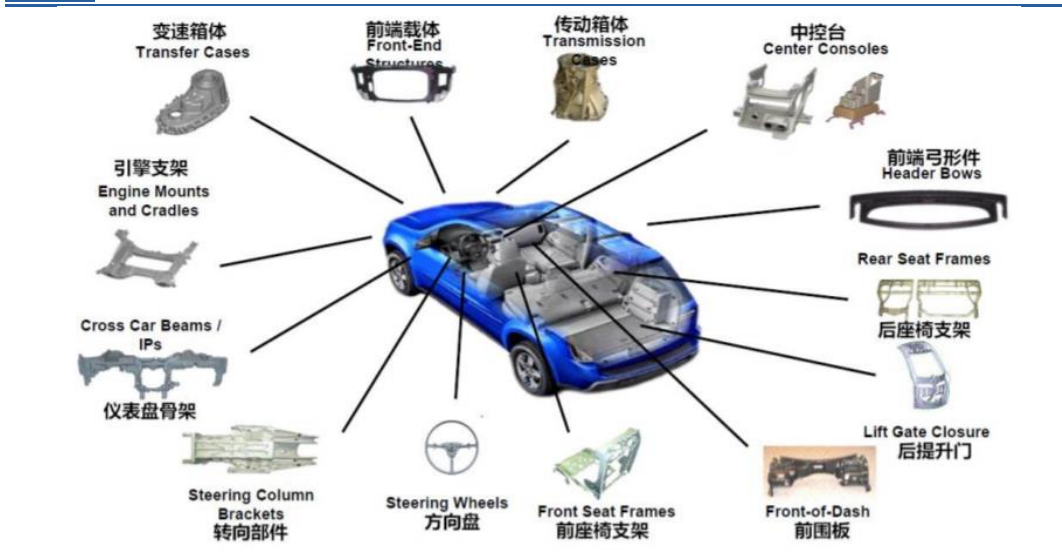
| 目标 | 2020E | 2025E | 2030E |
|-------------|-------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| 汽车减重目标 | 较 2015 年减重 15% | 较 2015 年减重 20% | 较 2015 年减重 35% |
| 高强度钢 | 强度在 600MPa 以上的 AHSS 钢应用达到 50% | 第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的 30% | 2000MPa 以上的钢材有一定比例的应用 |
| 单车铝合金用量(kg) | 190 | 250 | 350 |
| 单车镁合金用量(kg) | 15 | 25 | 45 |
| 碳纤维增强复合材料 | 碳纤维有一定使用量, 成本比 2015 年低 50% | 碳纤维用量占车重 2%, 成本比上阶段低 50% | 碳纤维用量占车重 5%, 成本比上阶段低 50% |

资料来源: 《节能与新能源汽车技术路线图》, 长城证券研究院

2.1 以镁瑞丁成熟的镁合金加工技术及产品开拓国内市场

子公司万丰镁瑞丁是全球最主要的镁合金部件制造商之一, 公司引入其先进镁合金技术产品大力开拓国内市场。2015 年公司收购镁瑞丁, 进入镁合金汽配领域。镁瑞丁是全球最主要的轻量化镁合金部件制造商之一, 主要产品为应用于汽车领域的镁合金产品。公司已有成熟产品如仪表盘骨架、尾门内板、前端框架等, 产品质量总计约 100Kg, 已经成为主机厂汽车镁合金轻量化的首选合作方。公司在美国、加拿大、英国、墨西哥和中国拥有 7 个生产基地、4 个研发中心, 拥有完备的开发、设计、制造及检测能力。公司收购镁瑞丁后, 将顺应全球汽车行业发展趋势, 抢抓发展中经济体汽车市场的巨大机会, 利用镁瑞丁成熟的镁合金生产技术, 在国内更大规模和范围地投入资源, 整合双方的优势, 实现中国业务的快速增长。

图 11: 镁瑞丁主要产品



资料来源: 公司公告、长城证券研究院

镁瑞丁技术优势明显且客户资源优质，在北美镁合金市场占据较高市场份额。镁瑞丁产品涉及汽车动力总成、前端载体、仪表盘骨架、后提升门内板等部件。公司集二十多年的行业经验，核心技术主要涉及材料技术、熔炼技术、压铸技术、模具技术、仿真技术、连接技术、耐腐蚀技术等，对镁合金压铸组合技术的掌握是标的公司成为行业领先者的关键。根据调研，镁瑞丁在北美镁合金市场占有率超 65% (销售额)，客户囊括北美通用、大众、福特、保时捷、特斯拉、奥迪、奔驰、克莱斯勒等全球知名品牌。经过长期合作，公司与有关客户已超越一般意义上的供货关系，形成了战略合作共进退的伙伴关系，为公司持续发展打下了坚实的基础。

图 12: 镁瑞丁主要客户



资料来源: Meridian 官网、长城证券研究院

公司联合中国一汽、东风汽车以及长安汽车建立了 T3+1 战略合作机制，助力国内镁合金渗透提速。2020 年，公司与 T3 (中国一汽、东风汽车以及长安汽车) 建立了 T3+1 战略合作机制，公司负责承担镁合金大型铸造件设计、制造和服务。T3+1 机制下首批研发产品聚焦在仪表盘支架、车轮、前端模块及变速箱壳体等，涉及近十款整车车型。公司目前在和主机厂联合推广镁合金应用技术，建立了 T3+1+N 的策略共同推进镁合金在汽车上的使用。镁瑞丁凭借在特斯拉、蔚来、小鹏等新能源汽车的成熟应用，不断加强与中高端新能源主机厂汽车部件研发源头合作，开启国内镁合金应用的新时代。

图 13: 镁瑞丁为蔚来供镁合金仪表盘支架



资料来源: 公司公告、长城证券研究院

图 14: 镁瑞丁为特斯拉供镁合金座椅支架



资料来源: 公司公告、长城证券研究院

2.2 铝轮业务积淀深厚, “25317” 布局助力全球市场开拓

公司铝轮积淀深厚, 领跑全球细分市场。1994 年万丰铝轮公司成立, 公司定位高端铝合金车轮研发、制造、销售, 服务全球知名主机厂商。根据调研信息, 公司铝合金汽轮产量占全球市场份额约 10%, 摩托车铝合金车轮产量占全球市场约 35%, 拥有浙江新昌、宁波、威海、吉林、重庆五大生产基地, 年产能 2000 多万套, 实现行业细分市场的全球领跑。公司不断丰富客户矩阵, 与全国六大汽车体系配套, 陆续成为路虎中国、通用全球、东风日产全球供应商, 2017 年进入北汽新能源体系, 2020 年形成 “25317+N” 市场布局, 国际影响力进一步提升。

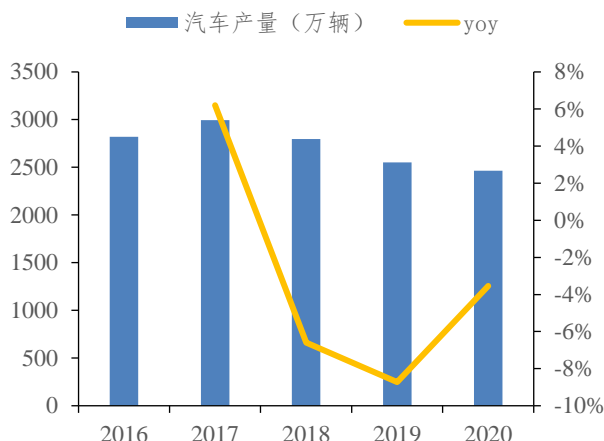
表 6: “25317+N” 市场布局

| 数量 | 体系 | 品牌 |
|----|-----|-----------------------------|
| 2 | 美系 | 福特、通用 |
| 5 | 欧系 | 大众, 奔驰, 宝马, STELLANTIS, 路虎 |
| 3 | 日系 | 丰田、本田、日产雷诺三菱 |
| 1 | 韩系 | 现代-起亚 |
| 7 | 中国 | 奇瑞, 比亚迪, 长城, 长安, 红旗, 吉利, 蔚来 |
| N | 新能源 | 小鹏、蔚来等新能源客户 |

资料来源: 公司年报、长城证券研究院

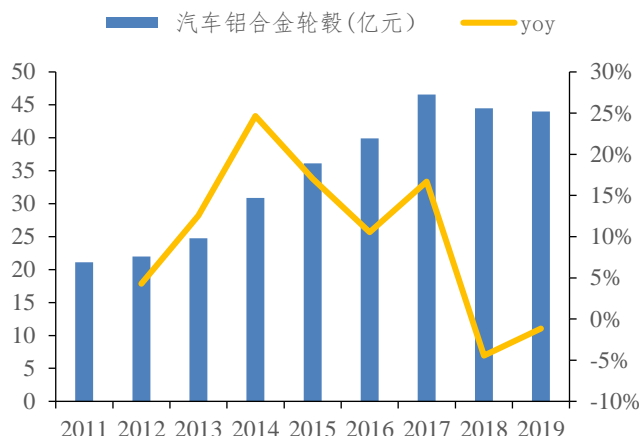
汽车行业盘整叠加贸易战影响, 公司铝合金汽轮业务出现下滑。汽车铝合金轮毂业务是公司起家及主要的业务, 公司铝合金汽轮历年营收占比超 40%, 毛利率约为 20%。2011 年-2017 年公司铝合金汽轮营收大幅增长, 年复合增长率达 14.1%, 2018 年后营收出现下滑, 主要由于国内汽车行业进入调整期, 汽车总产量出现下滑, 公司作为上游供应商营收受到影响。另外公司主要生产基地在国内, 主要客户在北美, 受到贸易战加关税影响, 部分北美客户转向其他实现全球化布局的供应商 (如中信戴卡、立中采购), 使公司铝合金汽轮业务营收下降。随着公司加速国际建厂, 构建全球产销网络, 将有效规避正在发生和未来可能的贸易冲突, 预期后期营收将恢复增长趋势。

图 15: 2016-2020 年汽车产量及增速



资料来源: wind、长城证券研究院

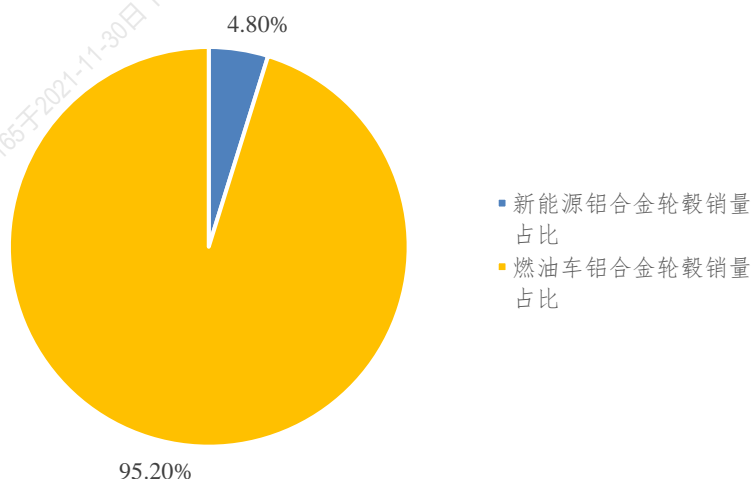
图 16: 公司铝合金汽轮营收及增速



资料来源: wind、长城证券研究院

公司加大新能源车企开拓力度，将充分受益于新能源汽车渗透率快速提升。2020 年，新能源汽车表现出强大的发展韧性和内生动力，全年产销分别完成 136.7 万辆和 133.6 万辆，同比分别增长 10.9% 和 7.5%。公司大力开拓新能源车客户，加大新能源车配套力度。2020 年新能源车铝合金汽轮销量为 67.73 万套，占总销量 4.8%。公司新能源客户包括比亚迪、小鹏、蔚来等多个主流新能源车企，铝合金汽轮业务将充分受益于新能源汽车渗透率的快速提升。

图 17: 2020 年公司新能源铝合金汽轮占比 4.8%



资料来源: 公司年报、长城证券研究院

2.3 收购雄伟精工，布局高强度业务

收购雄伟精工，布局高强度冲压部件业务。1996 年雄伟精工创立，2018 年被公司收购。雄伟精工专注于汽车轻量化车身系统，主要生产座椅零部件和车身附件，包括座椅骨架及调节结构、安全带扣、安全气囊、门铰链等。拥有无锡、仪征、盐城、长春等五大生产基地，年最大产能 3.5 亿件。通过多年的发展，公司市场占有率、销售额和品牌知名度

均居行业细分市场领域前列。高强钢汽车零部件业务将与公司现其他轻量化业务形成良好的协同效应，对于完善公司“大交通”领域的战略发展规划起着积极的作用。

图 18: 雄伟精工主要产品



资料来源：公司公告，长城证券研究院

雄伟精工模具研发能力卓越，客户资源优质稳定。雄伟精工将模具研发设计能力作为核心竞争力，其运用自产模具生产的产品精度高、质量好，能完成部分竞争对手无法完成的高难度模具的研发、设计和生产。此外，雄伟精工引入具有国际先进水平的机器人铆压全自动生产线，使用法朗克机器人、日本 OTC、CNC 弧焊机等检测设备，生产设备和检测设备行业领先。依靠优质的产品质量和稳定的供货能力，公司已成为延锋江森、佛吉亚、博泽、高田、麦格纳和奥托立夫等国际知名厂商的核心供应商，客户资源丰富稳定。

图 19: 雄伟精工先进生产设备



资料来源：公司官网，长城证券研究院

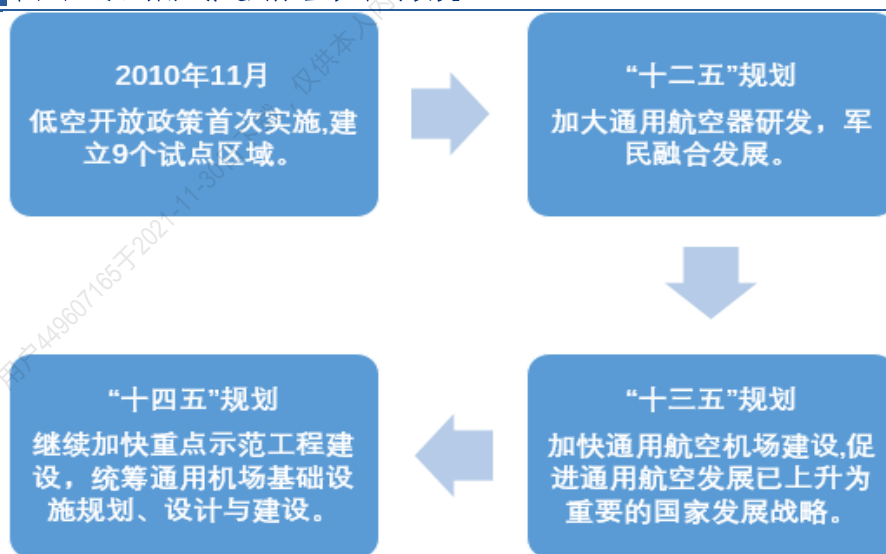
公司全方位布局汽车大轻量化产品，拥有“镁合金、铝合金、高强钢”等轻量化金属材料丰富的产品矩阵，致力于全方位、一站式满足客户需求，实现了金属材料轻量化应用为主线的汽车部件细分龙头领先地位，为后续产品、客户的开拓奠定了良好基础，公司后续轻量化业务发展前景广阔。

3. 收购通用飞机龙头、确立“双引擎”发展模式

3.1 政策驱动，通用航空业发展前景向好

低空领域逐渐开放，打开商务飞行、休闲飞行的新市场。国内正加速开放低空领域，新疆、西藏、西北、中部现已基本开放。随着国家对通航“放管服”政策的落实和民航“两翼齐飞”战略的实施，通航产业快速发展，“十三五”时期，全国通用航空业发展取得显著成绩，与“十二五”期末相比，各项数据将近翻了一倍。越来越多的省份如海南、山西、四川、湖南、安徽、江西、河南加速开发通航飞行业务。此外，深圳、广州、珠海、香港连通大湾区各大商圈及旅游景区已实现常态接驳，低空出行正逐渐成为粤港澳大湾区的新常态。预计未来五年，我国通航产业将迎来高速发展阶段。

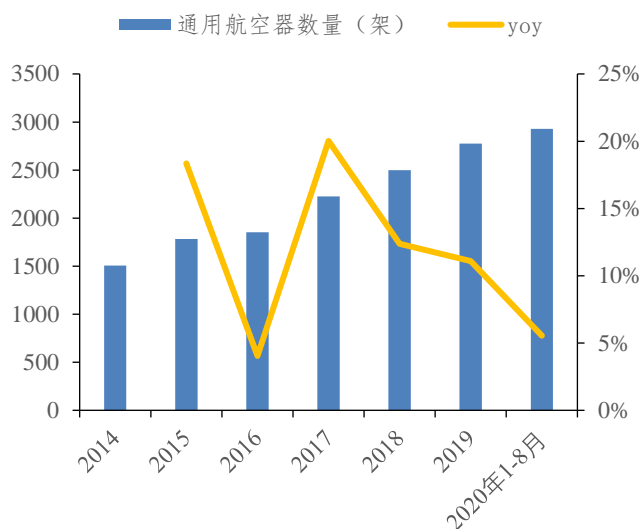
图 20：中国国民经济规划通用航空政策的演变



资料来源：前瞻产业研究院、长城证券研究院

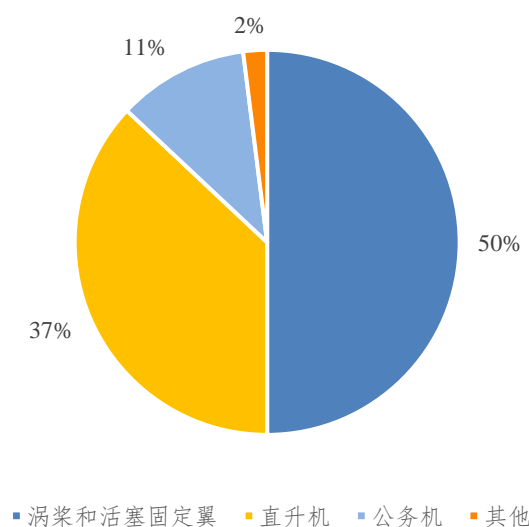
中国通用航空业呈稳定发展态势。中国通用航空器的数量自 2014 年以来始终保持上升的趋势，机队规模稳步扩大。截至 2020 年 8 月，中国内地在运营的通用航空器数量达 2930 架，相比于 2019 年底增加 154 架，相比与 2014 年的 1505 架几乎翻了一倍。从细分市场格局看，涡桨和活塞固定翼机队占整个通用航空器机队的 50%，2020 年涡桨和活塞固定翼机队总数达 1472 架，是构成通用航空器机队的最主要力量。

图 21: 中国通用飞机数量及增速



资料来源: 前瞻产业研究院、长城证券研究院

图 22: 中国通用飞机类型占比



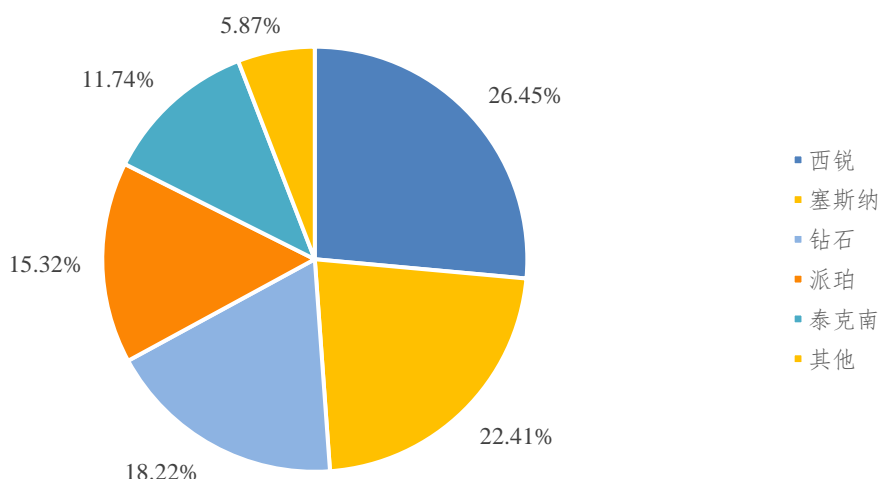
资料来源: 前瞻产业研究院、长城证券研究院

3.2 公司通航飞机具备国际领先优势，珠海航展表现亮眼

公司通航飞机业务具备国际领先优势。飞机工业是集自主研发、顶级设计、先进制造、销售服务等于一体的专业通用飞机制造商。旗下钻石飞机公司在发动机制造技术、新材料技术和先进制造领域具备同行领先的技术研发优势。目前拥有奥地利、加拿大、捷克三大飞机设计研发中心及国内一个省级工程研究中心，以及奥地利、加拿大、中国（浙江新昌）三大飞机制造基地，为全球通用飞机的领导者。客户遍布欧洲、北美、亚太和中东等区域，在全球超过 90 个国家和地区设有 192 个服务中心。主要客户面向飞行学校、航空公司、航空俱乐部以及私人消费者等，在全球范围内具备良好的品牌影响力。

公司从介入通航领域就取得了世界级别的领先优势，主导产品领跑全球行业细分市场。飞机工业具备较强的盈利能力，根据并购说明书 2018 年、2019 年 1-9 月、2020 年飞机工业分别实现营收 15.53 亿元、13.03 亿元、16.30 亿元，净利润 2.32 亿元、1.77 亿元、3.40 亿元。飞机工业旗下的钻石飞机主要生产固定翼通用飞机，2020 年在固定翼通用飞机市场钻石飞机以 18.22%（239 架）的市场占有率位居全球第三。

图 23: 2020 年全球固定翼通用飞机市场份额



资料来源: GAMA、长城证券研究院

引入战略投资者，多方发力开拓国内通航市场。2021 年 2 月及 6 月，万丰航空分别将持有的飞机工业 35% 及 10% 的股权转让给青岛万盛城丰（国资控股）、北京航发基金，二者将作为战略投资者。转让之后万丰奥威持有飞机工业 55% 股权，青岛万盛城丰持有 35% 股权，北京航发基金持有 10% 股权，形成了万丰奥威控股、地方城投公司和央企投资基金共同持有的股权架构。该股权的转让是公司通航飞机制造产业战略发展布局的需要，同时也是积极响应国家“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”战略决策号召的需要，共同致力于撬动通航产业万亿产业市场，有利于将飞机工业打造成世界级通航飞机制造领导型企业。

设立青岛全资子公司，加速钻石飞机国产化布局。2021 年 6 月公司拟通过飞机工业全资子公司奥地利钻石在青岛设立全资子公司并投资年产 220 架钻石飞机（其中 120 架 DA50、100 架 HK36）。项目建设期预计 7 个月，建成达产后将加速钻石飞机国产化布局，推动通航飞机制造新技术的创新与研发，增加公司利润增长点。

表 7: 飞机工业主要子公司情况

| 飞机工业子公司 | 特点 | 主要机型 | 产能 | 面向市场 |
|---------|--|--|-----------|-------------------|
| 奥地利钻石 | 是世界上最早采用通用飞机整机复合材料设计的公司，集研发、生产、售后等核心业务形成一体化平台 | 钻石全系列机型 DV20E、DA40、DA42、DA62 及相关 MPP 特殊用途、DART 系列等飞机 | 约 200 架/年 | 欧洲、非洲，中东及南亚东南亚地区。 |
| 加拿大钻石 | 是加拿大最大的通用飞机制造商和行业领军企业。 | DA20、DA40 和 DA62 | 约 100 架/年 | 北美市场和南美市场 |
| 万丰飞机制造 | 万丰飞机主要研发、生产、销售捷克轻型运动飞机和钻石系列固定翼飞机，拥有多个 PC 资料来源：长城证券研究所证书及 VTC 证书。 | 钻石 DA、捷克 DF、FM 等 | 约 100 架/年 | 中国大陆 |

资料来源：并购说明书、公司调研、长城证券研究院

珠海国际航展万丰钻石表现亮眼。2021年9月28日至10月3日，第十三届中国国际航空航天博览会在广东省珠海市国际航展中心举办，万丰钻石飞机参加了本次航展，参展的机型有钻石 DA20、DA40、DA42、DA50、DA62 以及 HEMEP 混合动力多引擎飞机。本次参展重点推出 DA50 和 HEMEP 混合动力飞机，其中 DA50 机型多次获得国际工程设计大奖，在今年刚结束的美国飞来者大会上受到了极大关注；HEMEP 是万丰在通航制造产业混合动力飞机技术方面取得的重大科技成果，显示强大设计研发能力。

公司计划推出电动飞机，引领通航飞机发展。万丰钻石针对飞行培训用途的教练机市场，计划推出四座钻石 eDA40 电动飞机，推动纯电动飞机样机生产和型号合格证取得，预计将于 2022 年推出样机，2023 年取得 STC。该机型将成为业界标杆机型。凭借钻石飞机顶级研发平台，万丰钻石按照飞机研发、取证等节奏不断推出具有竞争力和引领性的新机型，持续以优质的产品和全生命周期服务赢得全球领先的市场地位与优势。

图 24：钻石 DA50 亮相第十三届珠海航展



资料来源：公司官网、长城证券研究院

图 25：钻石 HEMEP 混合动力多引擎飞机珠海航展



资料来源：公司官网、长城证券研究院

4. 投资建议

公司致力于成为“全球汽车金属轻量化推动者”，现已形成“镁合金-铝合金-高强钢”等金属材料轻量化应用为主线的汽车部件细分龙头领先的产业板块。在积极发展铝合金、高强钢产品布局的同时，公司将重点推动镁合金产品在汽车上的应用，将镁瑞丁成熟的产品导入国内市场。2020 年公司收购飞机工业 55% 的股权，正式确立了汽车轻量化和通航业务双擎驱动的发展模式。

公司旗下的镁瑞丁是全球最主要的轻量化镁合金部件制造商之一，在北美的镁合金市场占有率占有较大份额。镁瑞丁已有成熟产品如仪表盘骨架、尾门内板、前端框架等用量总计约 100Kg，已经成为主机厂汽车镁合金轻量化的首选合作方。根据调研，镁瑞丁在北美的镁合金市场份额占比超 65%（销售额）。公司与国内主机厂建立了 T3+1 战略合作机制，公司负责承担镁合金大型铸造件设计、制造和服务。T3+1 机制下首批研发产品聚焦在仪表盘支架、车轮、前端模块及变速箱壳体等，涉及近十款整车车型，其中正在研发或报价中的产品包括仪表盘支架、前端模块、显示屏壳体、屏幕升降器支架等镁合金产品。随着 T3+1 联盟技术研发的不断推进，将极大的推动中国汽车产业镁合金零部件应用和发展，形成市场推动示范效应。

收购飞机工业，确立了汽车轻量化及通用飞机业务双擎驱动的发展模式。公司在发展“镁合金-铝合金-高强度钢”大轻量化汽车零部件的同时，收购飞机工业，其核心资产为钻石飞机。钻石飞机旗下拥有 4 大系列、8 个基本型、16 个机型和多款飞机发动机的全部知

识产权，主要机型有 DA20、DA40、DA42、DA50、DA62 和 DART 系列。2021 年飞机工业引入国资控制的青岛万盛城丰、北京航发基金作为战略投资者，共同加速国内通航市场的开拓，撬动通航产业万亿产业市场。随着国家政策助力通航飞机发展，《低空飞行服务保障体系建设总体方案》、《中国民航四型机场建设行动纲要（2020-2035 年）》等一系列政策颁布，通用航空产业未来发展开始提速，未来通用飞机制造业务成为公司业务新的产业增长极，为公司发展打开更大的空间。

盈利预测：预计公司 2021-2023 年营收依次为 115.44 亿元、128.73 亿元、141.77 亿元，同比增速依次为 7.9%、11.15%、10.1%。归母净利润依次为 2.90 亿元、5.68 亿元、6.98 亿元，同比增速依次为 -48.7%、95.8%、22.9%。公司当前市值 122 亿元，对应 PE 分别为 42、21、17 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

国内乘用车销量不及预期；原材料价格持续维持高位；镁合金市场开拓不及预期；通航飞机业务发展不及预期；商誉减值风险；信息披露风险。

附：盈利预测表

| 利润表 (百万) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 主要财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入 | 10,787.73 | 10,699.22 | 11,544.25 | 12,873.26 | 14,176.96 | 成长性 | | | | | |
| 营业成本 | 8,605.77 | 8,539.41 | 9,697.17 | 10,427.34 | 11,412.45 | 营业收入增长 | -1.97% | -0.82% | 7.90% | 11.51% | 10.13% |
| 销售费用 | 221.67 | 202.94 | 219.34 | 244.59 | 269.36 | 营业成本增长 | -1.33% | -0.77% | 13.56% | 7.53% | 9.45% |
| 管理费用 | 540.90 | 590.84 | 611.85 | 682.28 | 737.20 | 营业利润增长 | -26.14% | -3.07% | -44.08% | 100.88% | 20.42% |
| 研发费用 | 366.79 | 337.45 | 380.96 | 411.94 | 446.57 | 利润总额增长 | -21.77% | -15.41% | -32.16% | 79.83% | 18.05% |
| 财务费用 | 220.50 | 269.12 | 230.88 | 257.47 | 283.54 | 归母净利润增长 | -19.75% | -26.45% | -48.72% | 95.76% | 22.89% |
| 其他收益 | 91.21 | 104.56 | 79.19 | 87.11 | 95.82 | 盈利能力 | | | | | |
| 投资净收益 | -1.44 | 0.61 | 7.77 | 8.55 | 9.41 | 毛利率 | 20.23% | 20.19% | 16.00% | 19.00% | 19.50% |
| 营业利润 | 821.17 | 795.96 | 445.08 | 894.08 | 1,076.65 | 销售净利率 | 7.61% | 7.44% | 3.86% | 6.95% | 7.59% |
| 营业外收支 | 158.86 | 33.06 | 117.36 | 117.36 | 117.36 | ROE | 12.18% | 10.19% | 5.17% | 8.92% | 10.19% |
| 利润总额 | 980.02 | 829.02 | 562.44 | 1,011.44 | 1,194.01 | ROIC | 5.72% | 10.80% | 4.81% | 7.27% | 8.07% |
| 所得税 | 168.70 | 64.15 | 129.36 | 222.52 | 250.74 | 营运效率 | | | | | |
| 少数股东损益 | 42.00 | 199.06 | 142.92 | 220.90 | 245.25 | 销售费用/营业收入 | 2.05% | 1.90% | 1.90% | 1.90% | 1.90% |
| 归母净利润 | 769.32 | 565.82 | 290.16 | 568.02 | 698.02 | 管理费用/营业收入 | 5.01% | 5.52% | 5.30% | 5.30% | 5.20% |
| 资产负债表 | (百万) | | | | | 研发费用/营业收入 | 3.40% | 3.15% | 3.30% | 3.20% | 3.15% |
| 流动资产 | 7,010.44 | 7,009.45 | 6,452.94 | 6,891.16 | 7,050.53 | 财务费用/营业收入 | 2.04% | 2.52% | 2.00% | 2.00% | 2.00% |
| 货币资金 | 2,054.66 | 1,674.98 | 712.28 | 794.28 | 874.72 | 投资收益/营业利润 | -0.18% | 0.08% | 1.75% | 0.96% | 0.87% |
| 应收票据及应收账款合计 | 2,555.70 | 2,314.98 | 3,457.14 | 2,958.03 | 3,860.04 | 所得税/利润总额 | 17.21% | 7.74% | 23.00% | 22.00% | 21.00% |
| 其他应收款 | 560.28 | 68.32 | 314.30 | 191.31 | 252.80 | 应收账款周转率 | 4.41 | 4.39 | 4.50 | 4.50 | 4.50 |
| 存货 | 1,314.37 | 2,309.91 | 1,461.21 | 2,304.22 | 1,499.93 | 存货周转率 | 8.01 | 5.90 | 6.12 | 6.84 | 7.45 |
| 非流动资产 | 6,978.49 | 8,963.78 | 8,805.22 | 8,634.87 | 8,421.46 | 流动资产周转率 | 1.57 | 1.53 | 1.72 | 1.93 | 2.03 |
| 固定资产 | 4,836.76 | 4,872.46 | 4,814.80 | 4,562.94 | 4,130.35 | 总资产周转率 | 0.79 | 0.71 | 0.74 | 0.84 | 0.91 |
| 资产总计 | 13,988.93 | 15,973.23 | 15,258.15 | 15,526.03 | 15,471.99 | 偿债能力 | | | | | |
| 流动负债 | 5,733.66 | 6,613.08 | 6,326.14 | 6,923.16 | 7,695.93 | 资产负债率 | 52.38% | 52.99% | 49.06% | 49.71% | 50.64% |
| 短期借款 | 3,070.12 | 3,544.30 | 3,075.95 | 3,626.59 | 4,079.76 | 流动比率 | 1.22 | 1.06 | 1.02 | 1.00 | 0.92 |
| 应付款项 | 1,598.78 | 1,319.76 | 1,622.18 | 1,710.66 | 1,859.93 | 速动比率 | 0.99 | 0.71 | 0.79 | 0.66 | 0.72 |
| 非流动负债 | 1,594.45 | 1,851.31 | 1,744.87 | 1,820.59 | 1,805.23 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 长期借款 | 1,165.22 | 1,179.20 | 1,194.20 | 1,209.20 | 1,224.20 | EPS | 0.36 | 0.27 | 0.13 | 0.26 | 0.32 |
| 负债合计 | 7,328.10 | 8,464.39 | 8,071.01 | 8,743.74 | 9,501.16 | 每股净资产 | 4.93 | 2.45 | 2.78 | 2.89 | 2.97 |
| 股东权益 | 6,660.83 | 7,508.83 | 8,381.35 | 8,846.48 | 9,259.23 | 每股经营现金流 | 2.81 | 0.79 | 0.62 | 0.73 | 1.09 |
| 股本 | 2,186.88 | 2,186.88 | 2,186.88 | 2,186.88 | 2,186.88 | 每股经营现金/EPS | 0.28 | 2.94 | 4.65 | 2.82 | 3.42 |
| 留存收益 | 4,231.09 | 3,779.86 | 3,896.33 | 4,140.56 | 4,308.06 | 估值 | | | | | |
| 少数股东权益 | 510.01 | 2,155.22 | 2,298.14 | 2,519.04 | 2,764.29 | PE | 15.42 | 20.56 | 41.83 | 21.37 | 17.39 |
| 负债和权益总计 | 13,988.93 | 15,973.23 | 16,452.36 | 17,590.22 | 18,760.38 | PEG | -16.59 | 2.84 | -1.71 | -23.00 | 2.40 |
| 现金流量表 | (百万) | | | | | PB | 1.97 | 2.27 | 2.00 | 1.92 | 1.87 |
| 经营活动现金流 | 807.70 | 1,735.78 | 1,350.33 | 1,604.14 | 2,385.26 | EV/EBITDA | 11.14 | 11.41 | 12.68 | 9.55 | 8.67 |
| 其中营运资本减少 | -150.50 | 547.98 | -81.73 | -286.34 | 248.02 | EV/SALES | 1.69 | 1.85 | 1.59 | 1.49 | 1.39 |
| 投资活动现金流 | -1,757.00 | 1,074.53 | -812.80 | -667.15 | -719.43 | EV/IC | 2.01 | 1.83 | 1.49 | 1.44 | 1.40 |
| 其中资本支出 | -255.67 | 647.07 | 815.42 | 539.23 | 630.70 | ROIC/WACC | 1.36 | 1.38 | 0.61 | 0.93 | 1.03 |
| 融资活动现金流 | 438.89 | -2,830.77 | -1,500.23 | -854.99 | -1,585.39 | REP | 1.48 | 1.33 | 2.43 | 1.55 | 1.36 |
| 净现金总变化 | -510.41 | -20.46 | -962.70 | 82.00 | 80.44 | | | | | | |

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>