

万丰奥威 (002085) 深度研究

# “双引擎”引领公司持续增长，镁合金业务高成长性即将凸显

2022 年 07 月 21 日

## 【投资要点】

- ◆ 近期，公司发布 2022H1 业绩预告，预计上半年实现归母净利润 3.26 亿元-3.58 亿元，同比增长 39.96%-53.60%。
- ◆ 汽配轻量化加通航飞机制造打造公司“双引擎”，原材料稳中有降助力公司利润高速增长。公司成立于 2001 年，最初主要从事汽车、摩托车铝合金轮的研发、生产与销售，2006 年上市之后逐步并入大股东优质资产，现今已经形成了汽配轻量化加通航飞机制造的“双引擎”驱动战略。公司主要原材料为镁铝合金，当前镁合金价格较去年下半年高点下降 60%左右，铝合金价格较去年下半年高点下降 30%左右，我们认为在今年原材料价格稳中有降的大背景下，公司利润有望高速增长。
- ◆ 铝合金轮毂基本盘稳步提升，镁合金产品应用跟随行业快速增长。铝合金轮毂作为公司汽配轻量化业务的基本盘，受益于以比亚迪和长城为首的国内主机厂客户崛起，铝合金轮毂销量及全球市占率有望稳步提升。汽配轻量化业务主要看点在于镁合金单车用量的提升，当前全球单车用镁量仅为 2.1kg/辆，欧美单车用镁量仅为 5kg/辆，仍处于较低位水平。在汽车轻量化大趋势下，单车用镁量有望逐步提升，公司全资子公司万丰镁瑞丁在全球处于行业龙头地位，车用镁合金产品已经有丰富储备，公司有望在行业快速成长过程中充分受益。
- ◆ 通航飞机制造业务利润持续释放，长期看好中国低空开放带来的巨大成长空间。公司通航飞机制造业务主要载体是万丰飞机工业，全球第三大固定翼活塞式通航飞机制造商，市场占有率 15.4%，较第二名仅少 0.9 个百分点。当前万丰飞机工业营业收入主要来自欧美等发达经济体，伴随着海外私人飞机占比提升和授权业务的展开，通航飞机制造业务的利润持续增长有保障。此外，中国近十年来有持续出台低空开放试点改革，且在 2019 年 3 月的全国两会上，通用航空首次政府工作报告中提出，我们认为未来低空开放是必然趋势，公司作为行业领军者有望充分受益。

**东方财富证券**  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入 (上调)

目标价：10.22 元

东方财富证券研究所

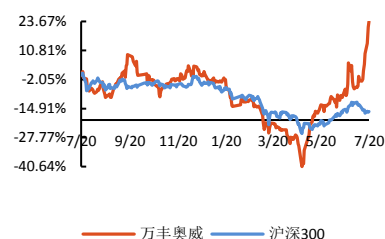
证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：张科理

电话：021-23586305

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	15308.16
流通市值 (百万元)	15308.16
52 周最高/最低 (元)	7.28/3.24
52 周最高/最低 (PE)	44.83/18.60
52 周最高/最低 (PB)	3.00/1.44
52 周涨幅 (%)	23.46
52 周换手率 (%)	252.66

相关研究

《2022H1 业绩预告超市场预期，“双引擎”战略持续引领公司增长》

2022.07.15

## 【投资建议】

- ◆ 公司“双引擎”驱动战略：成为“全球汽车金属轻量化推动者”和“通用飞机创新制造企业的全球领跑者”，持续引领公司增长。我们认为在汽车轻量化的大趋势下，公司有望持续受益，并且今年镁铝合金价格稳中有降，对公司利润将会有很好的正反馈。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 153.35/181.23/212.63 亿元，归母净利润分别为 7.45/9.42/11.61 亿元，对应 EPS 分别为 0.34/0.43/0.53 元/股，对应 PE 分别为 20.54/16.26/13.18 倍。考虑到高端轻量化产品镁合金压铸件营收和利润水平双释放，以及通航飞机制造业务未来的巨大成长空间，给予公司 2022 年 30 倍 PE，对应市值为 224 亿元，6 个月内目标价为 10.22 元，给予“买入”评级。

## 盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12436.07	15335.41	18122.53	21262.77
增长率(%)	16.23%	23.31%	18.17%	17.33%
EBITDA（百万元）	1555.56	1965.07	2313.53	2717.01
归母净利润（百万元）	333.36	745.31	941.54	1161.42
增长率(%)	-41.08%	123.57%	26.33%	23.35%
EPS(元/股)	0.16	0.34	0.43	0.53
市盈率（P/E）	34.31	20.54	16.26	13.18
市净率（P/B）	2.35	2.63	2.25	1.91
EV/EBITDA	10.68	9.89	7.96	6.33

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 下游客户需求不及预期；
- ◆ 新能源汽车业务拓展不及预期；
- ◆ 原材料价格波动风险。

## 1、关键假设

- ◆ **汽配轻量化：**汽配轻量化业务可以细分为镁合金压铸件、汽轮轮毂、摩轮轮毂、高强钢冲压件和涂覆加工五个细分业务，2021 年营业收入分别为 28.36、46.76、19.51、8.80、2.92 亿元。汽配轻量化业务主要增量将来自于镁合金压铸件和汽轮轮毂。
- ◆ **镁合金压铸件：**2021 年公司镁合金压铸产品销量 1501.97 万件，实现营业收入 28.36 亿元，若以 70 元/kg 的均价来计算，可以得出单个镁合金压铸件的平均重量 2.36kg。而公司目前 3-5kg 的支架正在快速导入客户中，我们认为公司单个镁合金压铸件的平均重量有望快速提升，同时叠加镁合金压铸件量的增加，镁合金压铸件业务收入有望快速增长，预计未来三年的营收分别为 36.53/44.89/54.23 亿元。
- ◆ **汽轮轮毂：**公司铝合金汽轮轮毂客户结构是“25317+N”，其中以比亚迪和长城为主的国产自主品牌强势崛起，2021 年比亚迪和长城销量分别为 74 万辆和 128 万辆，2022 年这两家厂商预期销量分别为 150 万辆和 190 万辆，共同比增加 138 万辆，对应新增 552 万个轮毂，再加上其它的一些自主品牌发力，公司自主品牌客户的轮毂增量有望达到 700-800 万个。公司去年铝合金汽车轮毂销量 1574 万个，公司只要占据下游客户新增的部分份额，即可维持稳步增长。在自主品牌崛起的背景下，预计未来三年的营收分别为 59.92/70.05/80.27 亿元。
- ◆ **其它：**预计摩轮轮毂/高强钢冲压件和涂覆加工将稳健发展，未来三年的营业收入分别为 20.31/21.96/24.31 亿元；10.30/11.87/14.32 亿元；3.22/4.10/5.79 亿元。将各项细分业务整合，得到汽配轻量化业务未来三年的营业收入分别为 130.28/152.87/178.92 亿元。
- ◆ **通航飞机制造：**公司通航飞机制造业务营收主要来自欧美等发达经济体，伴随着海外私人飞机占比提升和授权业务的展开，预计该项业务将保持 20%-30%左右的增速。2021 年通航飞机制造业务实现营业收入 18.01 亿元，预计未来三年的营收分别为 23.08/28.36/33.70 亿元。
- ◆ **各项业务毛利率：**公司汽配轻量化业务的毛利率受原材料价格和海运费价格影响严重，2021 年在原材料和海运费上涨的双重压力下，该项业务毛利率仅为 13.34%，较 2020 年同期下降 5.14pct，随着原材料价格的逐步回调，毛利率水平有望逐步回升，预计未来三年的毛利率分别为 15.80%/15.94%/16.40%。通用飞机制造业务 2021 年毛利率为 32.36%，随着规模的持续扩大，毛利率水平将略微下调，预计未来三年的毛利率分别为 31.00%/30.50%/30.00%。

主营业务拆分及预估（单位：百万）

项目	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>汽配轻量化</b>				
营业收入（百万元）	10634.23	13,027.82	15,286.78	17,892.42
YoY	17.26%	22.51%	17.34%	17.05%
毛利率	13.34%	15.80%	15.94%	16.40%
<b>通航飞机制造</b>				
营业收入（百万元）	1801.84	2,307.59	2,835.75	3,370.35
YoY	10.52%	28.07%	22.89%	18.85%
毛利率	32.36%	31.00%	30.50%	30.00%
<b>总计</b>				
营业收入（百万元）	12436.07	15335.41	18122.53	21262.77
YoY	16.23%	23.31%	18.17%	17.33%
毛利率	16.09%	18.09%	18.22%	18.55%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 2、创新之处

- ◆ 市场在轻量化赛道上主要关注的是铝合金行业标的，但从我们文中的分析可以得出，镁合金相比铝合金减重效果更好，整体性能更加优异，且在当前的镁铝合金价格下，镁合金在成本端也不输铝合金。镁合金全球单车用量仅为 2.1kg，在汽车轻量化的大趋势下，我们认为镁合金单车用量正处于快速增长的阶段，公司作为镁合金行业龙头标的，非常值得关注。
- ◆ 市场普遍认为铝合金汽车轮毂行业格局稳定，难以有增长。公司当前正在积极调整铝合金汽车轮毂客户结构，以比亚迪为首的国内主机厂客户崛起，带动公司能源客户占比从 2020 年的 4.81% 增加至 2021 年的 14.72%，全球市占率从 2020 年的 4.18% 提升至 2021 年的 4.47%，我们认为公司在铝合金汽车轮毂销量及全球市占率上依旧有增长的空间。

## 3、潜在催化

- ◆ **镁合金单车用量提升：**当前世界单车用镁量 2.1kg/辆，欧美单车用镁量 5kg/辆，用镁车型单车用镁平均在 20kg/辆左右。当前镁合金单车用量较低，在汽车轻量化行业大趋势下，单车用镁量也有望快速提升，而公司全资子公司万丰镁瑞丁在全球处于龙头地位，有望充分受益。
- ◆ **自主品牌铝合金汽车轮毂客户放量：**公司铝合金汽车轮毂当前全球市占率仅为 4.47%，随着公司大力开拓新能源汽车客户，以及“25317+N”核心客户体系中以比亚迪为首的国内主机厂客户崛起，我们认为公司铝合金汽车轮毂销量及全球市占率有望稳步提升。
- ◆ **国内低空逐步开放：**当前通航飞机市场主要集中在欧美等发达地区，我国市场规模小当成长潜力巨大。近十年国家有持续出台低空开放试点改革，且在 2019 年 3 月的全国两会上，通用航空首次由政府工作报告中提出，我们认为未来低空开放是必然趋势，公司作为行业领军者有望充分受益。

## 正文目录

1. “双引擎”驱动战略明晰：汽配轻量化+通航飞机制造 .....	7
1.1. 车用铝合金轮毂起家，拓展车用镁合金压铸件及通航飞机业务 .....	7
1.2. 公司股权结构稳定，实控人为创始人及其家属 .....	8
1.3. 汽配轻量化成为营收增长主要驱动力，利润端有望触底回升 .....	9
1.4. 股价复盘 .....	11
2. 汽配轻量化业务：短期看利润高速增长，长期看镁合金渗透率提升 ..	12
2.1. 全球车用镁合金领军者 .....	14
2.1.1. 镁合金在汽车上大有用武之地 .....	14
2.1.2. 子公司万丰镁瑞丁发展情况 .....	15
2.2. 全球车用轮毂优质供应商 .....	17
2.2.1. 铝合金汽轮轮毂竞争格局较稳定，公司市占率仍有提升空间 .....	17
2.2.2. 全球最大铝合金摩轮轮毂供应商 .....	18
2.3. 国内优质高强度钢和涂覆材料供应商 .....	19
3. 通航飞机业务：国内增长空间巨大，公司作为行业领跑者充分受益 ..	20
3.1. 通航市场规模巨大，国内市场处于爆发前夜 .....	20
3.2. 万丰飞机：世界前三强固定翼通用飞机制造商，竞争优势显著 ....	24
4. 盈利预测 .....	26
5. 风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	7
图表 2：公司“双引擎”驱动战略 .....	8
图表 3：公司股权结构 .....	9
图表 4：公司营收及增长情况 .....	10
图表 5：公司归母净利润及增长情况 .....	10
图表 6：公司毛利率及净利率情况 .....	10
图表 7：公司费用率情况 .....	10
图表 8：公司分产品情况 .....	11
图表 9：公司分地区情况 .....	11
图表 10：公司股价涨跌幅走势 .....	12
图表 11：汽配轻量化业务结构 .....	13
图表 12：镁铝合金价格对比 .....	13
图表 13：镁合金在汽配上的减重效果 .....	14
图表 14：镁瑞丁发展历程 .....	15
图表 15：镁瑞丁产品结构图 .....	16
图表 16：万丰镁瑞丁营收及增长情况 .....	16
图表 17：万丰镁瑞丁净利润及增长情况 .....	16
图表 18：2018 年-2021 年铝合金汽轮渗透率 .....	17
图表 19：2021 年汽车铝合金轮毂市场竞争格局 .....	17
图表 20：“25317+N”的核心客户体系 .....	17
图表 21：全球新能源汽车销量和增长率预测 .....	18
图表 22：中国新能源汽车销量和增长率预测 .....	18
图表 23：公司 2020 年新能源汽车铝合金轮毂占比 .....	18
图表 24：公司 2021 年新能源汽车铝合金轮毂占比 .....	18
图表 25：公司摩托车轮毂营收及增长情况 .....	19
图表 26：摩托车轮毂业务的主要客户 .....	19
图表 27：无锡雄伟营收及增长情况 .....	20

图表 28: 上海达克罗营收及增长情况 .....	20
图表 29: 通用航空应用场景丰富 .....	20
图表 30: 通航飞机交付量及市场规模 .....	21
图表 31: 固定翼飞机交付量及市场规模 .....	21
图表 32: 活塞式飞机占比情况 .....	21
图表 33: 固定翼活塞式飞机单机价格 .....	21
图表 34: 2021 年全球各主要厂商固定翼活塞式通航飞机市场份额 .....	22
图表 35: 2021 年全球各主要厂商固定翼活塞式通航飞机交付情况 .....	22
图表 36: 2018 年各主要国家通航飞机数量 .....	22
图表 37: 中美两国通航产业对比 .....	23
图表 38: 关于促进通用航空发展的相关政策文件 .....	23
图表 39: 国内通航机场数量及发展目标 .....	24
图表 40: 万丰飞机工业发展历程 .....	25
图表 41: 万丰飞机工业全球研发布局 .....	25
图表 42: 主营业务拆分及预估（单位：百万） .....	27
图表 43: 行业可比公司估值(截止到 2022 年 7 月 20 日) .....	27
图表 44: 万丰奥威盈利预测 .....	28



# 1. “双引擎”驱动战略明晰：汽配轻量化+通航飞机制造

## 1.1. 车用铝合金轮毂起家，拓展车用镁合金压铸件及通航飞机业务

车用铝合金轮毂起家，逐步并入大股东优质资产。万丰奥威的前身是浙江万丰铝轮有限公司，创立于 1994 年，公司最初从事汽车、摩托车铝合金轮毂的研发、生产与销售。2000 年，中央在第十个五年计划中提出了“鼓励轿车进入家庭”这一具有深远意义的建议，私人汽车保有量开始快速增长。公司紧随国家的政策，将与汽轮业务相关的资产从集团中分离，独立运营，并于 2001 年控股组建了浙江万丰奥威汽轮有限公司，更好地发展汽车相关业务。公司 2006 年在深交所上市之后，于 2011 年收购万丰摩轮、2015 年收购万丰镁瑞丁、2020 年收购万丰飞机工业，主要通过将大股东优质资产纳入上市公司体内，扩大业务规模和品类。现今公司业务主要分为两大类，以镁铝合金和高强度钢为材料的汽配轻量化业务，以及通航飞机制造业务。

图表 1：公司发展历程

阶段一：上市前发展	
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	浙江万丰奥威汽轮股份有限公司成立
2003 年	威海万丰镁业科技发展有限公司成立
2004 年	宁波奥威尔轮毂有限公司成立
阶段二：上市后增长	
2006 年	万丰奥威股票（证券代码 002085）在深圳交易所上市交易
2010 年	推出万丰首台自动铸造工业化机器人，成为制造装备自动化领域领跑者
2011 年	收购万丰摩轮
2013 年	成立万丰铝轮（印度）私人有限公司 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 控股宁波经济技术开发区达克罗股份有限公司
阶段三：双引擎驱动	
2015 年	收购万丰镁瑞丁，进入镁合金汽配领域
2016 年	成立上海丰途汽车科技有限公司 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
2020 年	收购万丰飞机工业，进入通用航空领域
2021 年	国资青岛城投入驻万丰飞机工业

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

2020 年，公司正式确立以“镁合金-铝合金-轻质高强度钢”金属材料轻量化应用为主线的新发展格局，实施“双引擎”驱动战略：成为“全球汽车金属轻量化推动者”和“通用飞机创新制造企业的全球领跑者”。经过 20 年的发展，公司已拥有汽配轻量化和通用飞机制造两大业务板块。汽配轻量化业务以镁铝合金为主，在全球处于领跑地位；高强度钢和涂覆材料为辅，在国内也具备极强领先优势。在通航飞机制造业务板块中，公司的钻石飞机在全球拥有 3 个飞机制造基地（中国、奥地利、加拿大）、3 个飞机设计研发中心（奥地利、加拿大、捷克）、1 个飞机制造工程中心（中国）。具体机型方面，公司拥有轻型运动飞机系列以及钻石系列飞机 DA20、DA40、DA42、DA62 和 DA50、DART 等 10 种基本型、18 款机型的知识产权，是全球前三强的活塞式固定翼飞机制造商。

图表 2：公司“双引擎”驱动战略



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

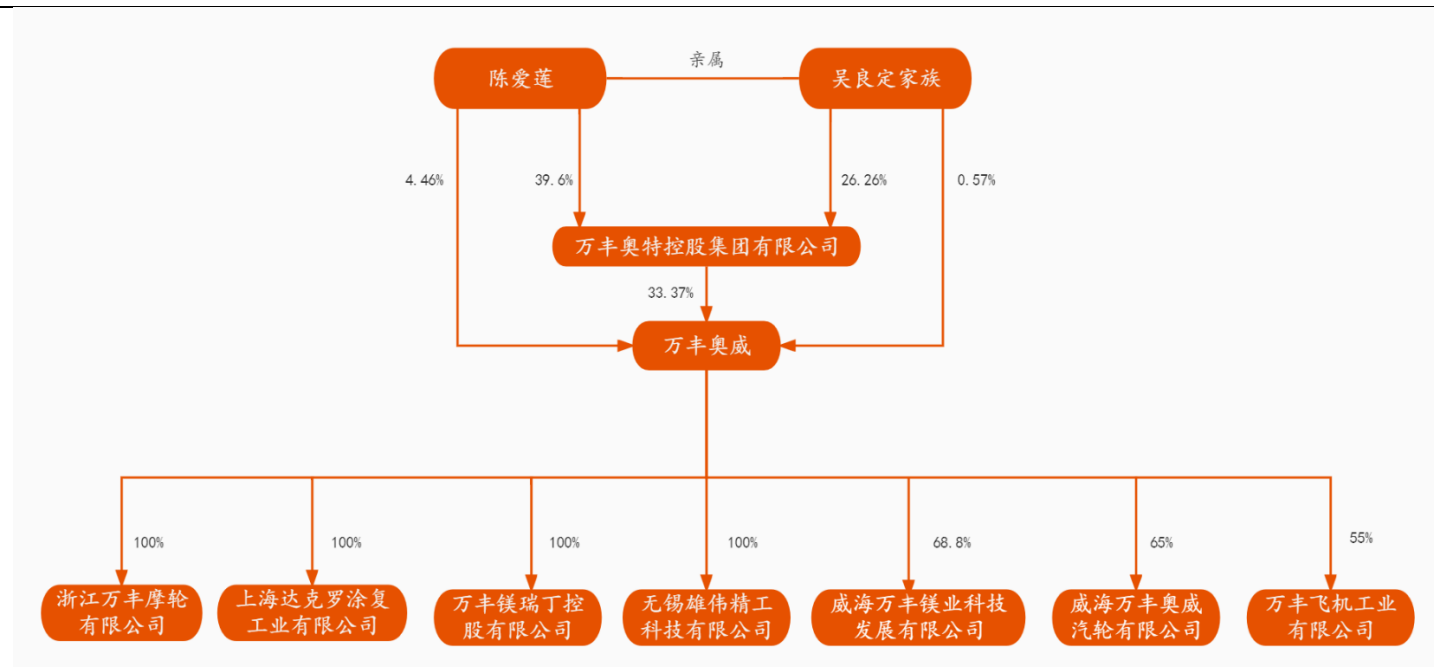
## 1.2. 公司股权结构稳定，实控人为创始人及其家属

公司实际控制人为陈爱莲及吴良定家族，两者为亲属关系。公司控股股东为万丰奥特控股集团有限公司（以下简称万丰集团），持有公司 33.37% 的股权。公司实际控制人为创始人陈爱莲女士，直接持有公司 4.46% 的股权，持有万丰集团 39.60% 的股权，直接或间接共持有公司 17.67% 的股权。吴良定家族（吴良定先生和吴捷先生）直接持有公司 0.57% 的股权，持有万丰集团 26.26% 的股



权，直接或间接共持有公司 9.34%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）共直接或间接共持有公司股权 27.01%。子公司方面，公司汽配轻量化业务由母公司和多家 100%控股的子公司经营，通航飞机制造业务由子公司万丰飞机工业经营，持股比例为 55%。

图表 3：公司股权结构

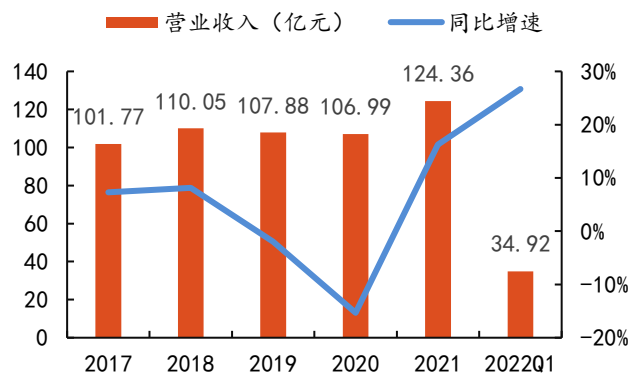


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

### 1.3. 汽配轻量化成为营收增长主要驱动力，利润端有望触底回升

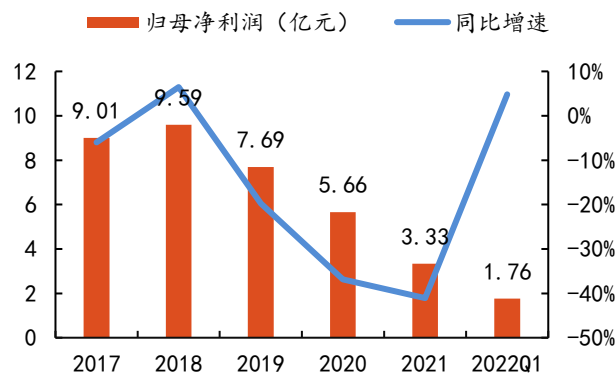
受新能源汽车高景气度带动，近两年营收持续增长。2017-2020 年期间，公司在 2018 年并表无锡雄伟，2020 年并表万丰飞机工业，整体营收情况保持稳定，维持在 100-110 亿元区间；归母净利润在 2018 年达到历史高点 9.59 亿元后，持续下滑。公司 2020 年受疫情影响严重，营业收入为 106.99 亿元，同比下降 15.32%（万丰飞机工业并表调整后）；归母净利润为 5.66 亿元，同比下降 36.83%。2021 年随着新能源汽车行业的快速爆发，公司营业收入达到历史高点 124.36 亿元，同比增长 16.23%；但受到原材料和海运费涨价的影响，归母净利润仅为 3.33 亿元，同比下降 41.08%。2022 年一季度营收继续增长，利润端有所恢复，营业收入为 34.92 亿元，同比增长 26.69%；归母净利润为 1.76 亿元，同比增长 4.84%。当前上游原材料价格较去年下半年高点明显回落，公司盈利水平有望触底回升。

图表 4：公司营收及增长情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

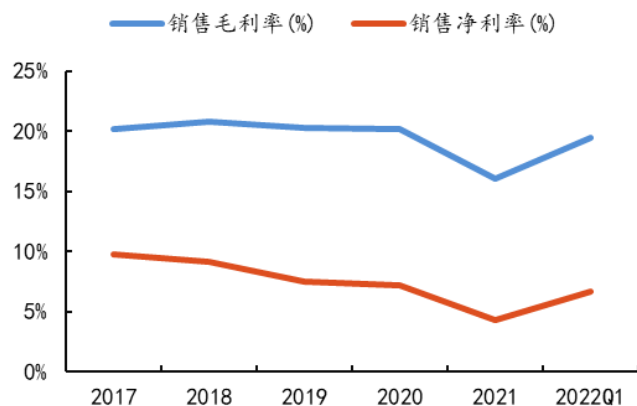
图表 5：公司归母净利润及增长情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

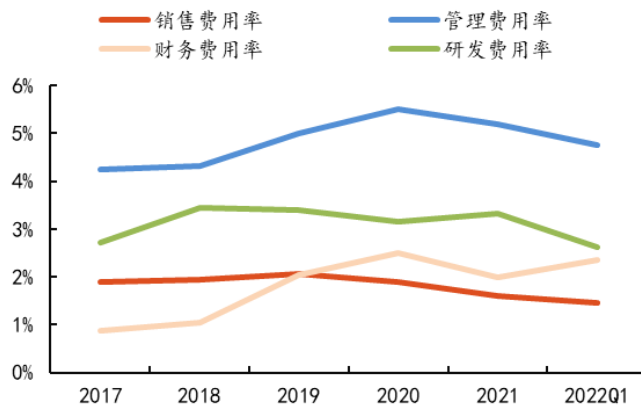
**毛利率、净利率触底回升，三费及研发费用率趋于稳定。**公司 2017-2020 年间毛利率平稳，维持在 20% 的水平，净利率水平略微下滑，从 10% 下滑至 7%。2021 年主要受原材料和海运费涨价影响，毛利率和净利率均遭受重挫，分别降至 16% 和 4%。今年随着原材料价格的下调，公司 2022Q1 毛利率和净利率水平分别回升至 19% 和 7%。虽然公司 2022Q2 有受到上海疫情影响，但考虑到公司海外业务占比较高，以及原材料成本压力继续减少，全年毛利率和净利率水平有望较去年大幅改善。从三费及研发费用率的角度来看，2017-2021 年各项费率指标均趋于稳定，销售、管理、财务和研发费用率分别在 2%、5%、3% 和 2% 水平震荡。

图表 6：公司毛利率及净利率情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 7：公司费用率情况

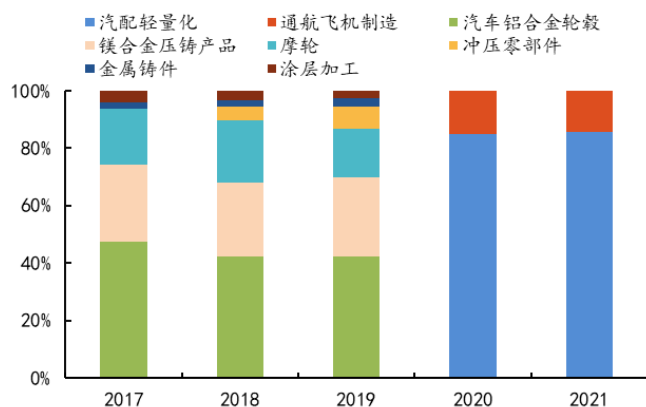


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**汽配轻量化贡献 2021 年主要营收增长，国内业务占比逐年提升。**分产品来看，公司在 2020 年之前将汽车业务分拆至汽车铝合金轮毂、摩轮、镁合金压铸产品等多个板块，2020 年提出“双引擎”战略之后，将镁铝合金为主的汽车业务统一归类至汽配轻量化业务板块。从 2021 年的数据来看，汽配轻量化营业收入为 106.34 亿元，同比增长 17.26%，占总体营收比重为 85.51%；通航飞机制造营业收入为 18.02 亿元，同比增长 10.52%，占总体营收比重为 14.49%。分区域来看，中国大陆地区业务占比逐步攀升，2021 年中国大陆地区营业收入为 56.48 亿元，同比增长 20.50%，占总营收比重为 45.41%，较 2020 年增加 1.61pct。其他国家和地区营业收入为 67.88 亿元，同比增长 12.91%，占总营收比重为

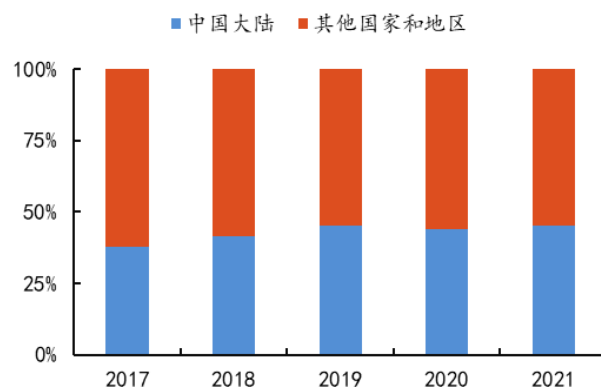
54.58%，较 2020 年减少 1.61pct。

图表 8：公司分产品情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 9：公司分地区情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

#### 1.4. 股价复盘

2014 年以来公司股价主要经历了 5 个不同的阶段：

1) 2014 年 1 月-2015 年 6 月，公司股价由 3.33 元一路狂飙至 12.93 元，涨幅 388.29%，本轮上涨主要系大盘带动。上证指数于 2013 年 6 月 25 日于 1849 点处探底后，开始进入盘整缓升期，之后随着 2014 年 11 月 22 日中国人民银行降息，上证指数开始进入高歌猛进模式——从 2014 年 11 月 21 日收盘的 2488 点，飞涨至 2015 年 6 月 12 日的 5178 点。

2) 2015 年 6 月-2017 年 9 月，公司股价先于 9 月下探至阶段性低点 4.93 元随后一路上扬至 19.15 元。彼时，上证指数于 2015 年 6 月中旬达到最高点 5178 点之后，中国股市在此后短短十几个交易日里暴跌。其中，上证指数于 2015 年 7 月 9 日一度下探至 3373.54 点，跌幅近 35%；而万丰奥威于 2015 年 9 月至阶段低点之后，在此后近两年维持上涨态势，走势极其坚挺。2015 年下半年虽然整体市场震荡下挫，但万丰奥威于当年 6 月底公布了向全体股东每 10 股转增 12 的高送转计划，以及控股股东万丰奥特在 8 月连续三次增持公司股份，再叠加定向增发股份用于收购万丰镁瑞丁 100%股权事项于年底正式落地，万丰奥威股价在 2015 年年底时已经超过了牛市时的最高点。

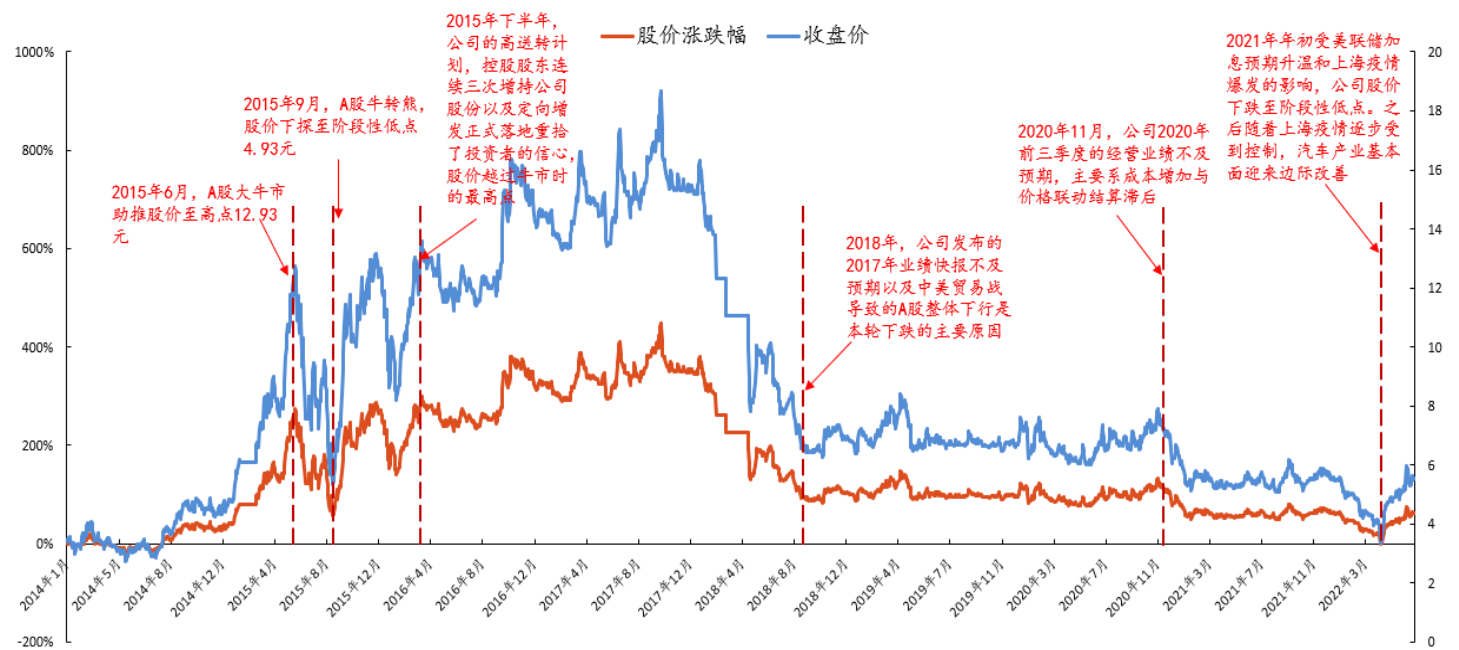
3) 2018 年 1 月-2018 年 12 月，公司股价从年初的 15.8 元下跌至 8 月的 6.35 元，其中经历多次闪崩，本轮下跌一方面是因为公司的业绩不及预期，2017 年业绩报告显示，报告期内公司归属于上市公司股东的净利润为 8.91 亿元，同比下降 6.99%。另一方面系中美贸易战对市场情绪的冲击导致了当年 A 股整体下行，公司股价也受到大盘的影响持续下跌。

4) 2020 年 11 月-2021 年 1 月，股价由高点 8.18 元下跌至低点 5.08 元，跌幅 37.90%。本轮下跌主要系公司 2020 年前三季度业绩不及预期，主要归因于原材料和海运费上涨导致成本提升，同时公司与下游客户的价格联动滞后以及

部分客户未联动造成公司盈利能力下降。

5)2021年12月-至今,公司股价由高点6.03元下跌至4月底低点3.24元,期间跌幅46.27%。本轮下跌前期主要系美联储加息预期升温造成A股整体下跌,后期主要系3月份上海疫情爆发,全国汽车产业受到巨大冲击,公司股价也因此下跌。5月初至今,公司股价触底反弹最高至6.30元,主要系上海疫情逐步得到控制,同时国家大力刺激汽车行业消费,带动整体汽车股行情回暖。

图表 10: 2014.01-2021.07 公司股价走势复盘



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 2. 汽配轻量化业务: 短期看利润高速增长, 长期看镁合金渗透率提升

公司汽配轻量化业务优势明显, 涵盖客户众多。公司汽配轻量化业务以镁铝合金为主, 高强度钢及涂覆材料为辅。其中优质镁合金产品主要由全资子公司万丰镁瑞丁生产, 镁瑞丁是全球最大的镁合金压铸件供应商, 在北美市场占有率达到65%。铝合金产品主要为汽轮轮毂和摩轮轮毂, 公司汽轮规模全球领先, 摩轮全球市场占有率第一。公司高强度钢生产主体无锡雄伟是全球前十大汽车高强度钢冲压部件制造商, 全资子公司达克罗拥有全国最大的环保涂覆加工基地。公司汽配轻量化业务生产基地众多, 客户广泛, 在浙江新昌、宁波、上海、重庆、江苏、山东、广东、吉林等地建有17个生产基地, 客户长期涵盖为宝马、奔驰、路虎、特斯拉、大众、丰田、通用、福特、比亚迪、长安等知名国内外品牌。

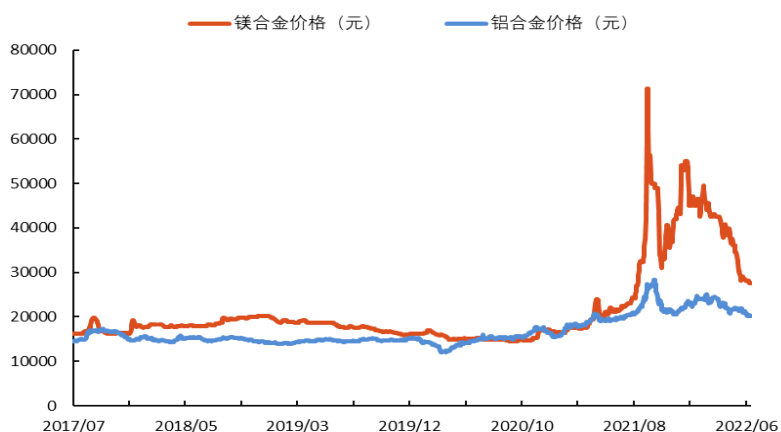
图表 11：汽配轻量化业务结构



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

上游镁铝合金价格稳中有降，公司今年利润有望高速增长。公司汽配业务主要原材料为镁铝合金，我们复盘了2017年7月至2021年7月国内镁铝合金的价格情况，发现镁铝合金价格在2017-2020年相差不大，均在15000元/吨-20000元/吨之间波动。而2021年受下游需求的快速增长，特别新能源汽车轻量化需求的快速提升，以及环保政策加深限制了镁铝合金的产能供应，导致镁铝合金供需强烈错配，价格快速上涨。其中镁合金价格涨幅远超铝合金，我们认为一方面是因为镁合金受环保管制更加严格，另一方面是镁合金下游行业中汽车的需求占比更高，占到了65%-70%，导致镁合金供需失衡更加严峻。根据中国有色金属工业协会等机构的预测，当前镁铝合金用户谨慎下单，采购以刚需为主，导致市场供大于求矛盾越发凸显，工厂库存压力增大，后市价格可能会进一步走弱。而公司在去年就已经开启调价机制，我们认为在今年原材料价格稳中下降的大背景下，公司利润有望高速增长。从公司最新发布的2022H1业绩预告来看，归母净利润3.26亿元-3.58亿元，同比增长39.69%-53.60%，也验证了我们的观点。

图表 12：2017.07-2022.07 镁铝合金价格对比



资料来源：DatayesPro!，东方财富证券研究所



## 2.1. 全球车用镁合金领军者

### 2.1.1. 镁合金在汽车上大有用武之地

国内镁合金主要应用领域在汽车制造，国内车企应用意愿增强。镁合金是以镁为基础加入其他元素组成的合金。其特点是：密度小，强度高，弹性模量大，散热好，消震性好，承受冲击载荷能力比铝合金大，被广泛用于汽车制造、航空航天、3C 等领域。目前国内镁合金压铸件 65%-70% 的下游应用领域在汽车制造，主要集中在转向盘、前端结构件、仪表盘支架、前后座椅背骨架、转向柱支架、变速器壳体、发动机支架等领域。由于镁合金优异的减重效果，国内许多车企应用镁合金进行汽车制造的意愿大幅上升，如蔚来 ES8 的仪表盘支架及前端模块框架皆由镁合金所制，相比于传统的钢结构减重 50% 以上，单车用镁量突破 7kg；2020 年特斯拉 Model Y 座椅骨架(靠背+座框)也全部使用镁合金。

镁合金性能相比高强度钢和铝合金更胜一筹，且成本端有望与铝合金打平。目前汽车主要轻量化材料是高强度钢和铝合金，但从材料性能上来看，镁合金减重效果更好，镁合金的密度只有铝合金的 2/3，高强度钢的 2/9，且比强度高，从下表可以看出镁合金替换的零部件减重效果更好。此外，镁合金压铸件比铝合金更薄，压铸速度更快，降震减噪效果更加优越。随着镁合金原材料成本回落，及模具生产技术的提升，铝合金与镁合金生产综合成本差距将不断减小。当前相同体积的金属配件用料，镁合金相对于铝合金来说密度小 20%-30% 左右，基本上可以对冲镁金属相对于铝金属的价格差。

图表 13：镁合金在汽配上的减重效果

汽车零部件	原用材料	原质量(kg)	改用镁合金质量(kg)	减重效果
发动机缸体	铝合金	22	16	27%
变速箱壳体	铝合金	21.5	15	30%
油底壳	铝合金	3	2	33%
轮毂	铝合金	23	18	22%
	钢	36	18	50%
仪表盘	铝合金	5	1.8	64%
框架	铝合金	14.4	7.3	49%
座椅靠背	钢	2.2	1.2	48%
座椅框架	钢	2.4	1.4	44%
方向盘	铝合金	1.4	0.9	36%
转向轴	铝合金	2.3	1.4	39%
脚踏板	钢	5	1.1	78%
阀体零件	铝合金	2.5	0.7	72%

资料来源：《中国镁合金行业发展现状分析与投资趋势预测报告（2022-2029 年）》，东方财富证券研究所

当前镁合金全球单车用量较少，万丰镁瑞丁有望跟随行业成长而充分受益。根据中国有色金属工业协会 2020 年披露的相关信息，当前世界单车用镁量仅

为 2.1kg/辆；欧美单车用镁量 5kg/辆，用镁车型单车用镁平均在 20kg/辆左右，在轻量化行业大趋势下，镁合金单车用量有望快速提升。北美作为镁合金使用量最大的区域，正在使用和研制的镁合金汽车零部件有 100 多种，万丰镁瑞丁北美镁合金市占率 65%，有望充分受益；中国汽车上镁合金的应用主要集中在中高端车、微车和卡车，随着近两年国产中高端品牌的崛起，万丰镁瑞丁有望享有本土配套的红利。目前，全球汽车镁合金压铸市场相对较分散，万丰镁瑞丁是行业龙头，与其在国内外竞争的企业主要有 Georg Fisher、DGS 和云海金属等。

### 2.1.2. 子公司万丰镁瑞丁发展情况

**全球镁合金压铸件领军者。**镁瑞丁成立于 1981 年，2013 年被万丰奥威控股股东万丰奥特集团收购，更名为万丰镁瑞丁，后于 2015 年纳入上市公司体内。万丰镁瑞丁是全球最大的镁合金压铸件供应商，致力于成为镁合金轻量化应用的推动者，已形成了美洲、欧洲、亚洲 5 个国家 7 个生产制造基地的全球布局。客户涵盖了保时捷、奥迪、奔驰、宝马、通用、福特、路虎等全球知名汽车厂商，以及特斯拉、比亚迪、蔚来、小鹏等新能源造车新势力。万丰镁瑞丁压铸设备以高压压铸为主，涵盖大、中、小吨位，目前拥有超过 60 台 420T—4400T 高压铸造机，其中 22 台为超过 2500T 的大型压铸设备，为轻量化镁合金新材料深加工业务全球领导者。

图表 14：镁瑞丁发展历程

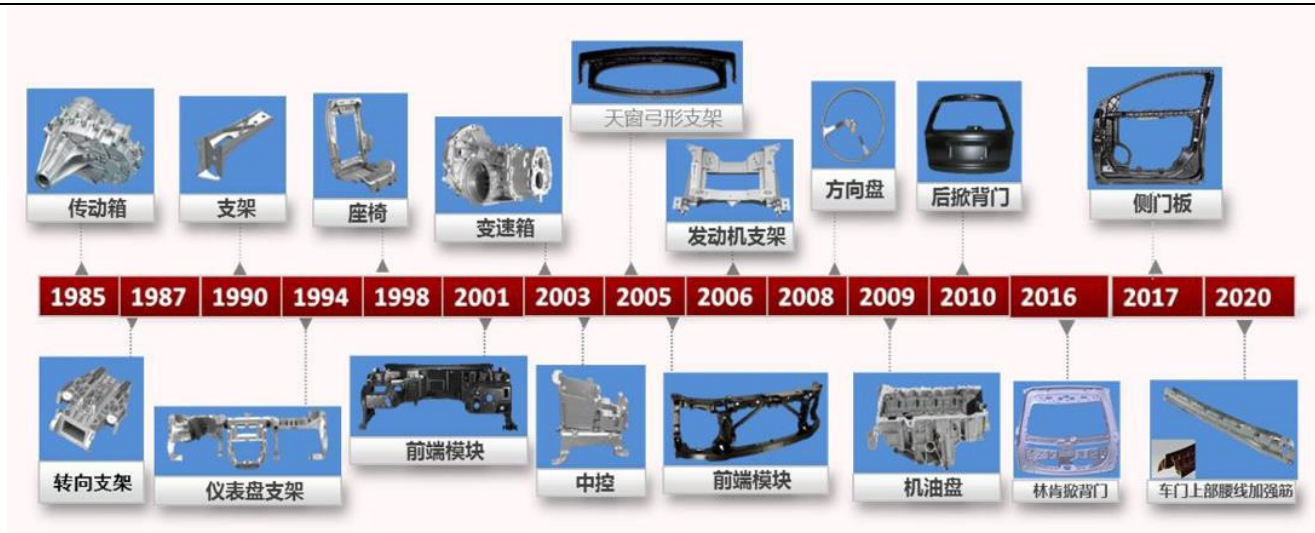


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

**产品应用丰富，从中小件向大件拓展。**万丰镁瑞丁的镁合金压铸件升级过程从内饰系统，方向盘、转向柱支架、座椅支架一些 1kg 以内的小件和 3-5kg 的仪表盘支架等大型件；再到车身系统，侧门内门板、后掀背门内门等 5-10kg 的超大型件；以及动力系统如变速箱壳体、发动机支架等均已经在北美有成熟应用。同时，公司在汽车底盘件如减震塔以及底板梁等都有技术储备和实践。目前国内镁合金产品发展推动路径是：首先，不断推动仪表盘支架这样成熟的大件在国内中高端车尤其是新能源车的普及；其次，加大侧门内门板、后掀背

门内门板成熟产品在国内的推广；再者，持续落实底盘件减震塔等研发和实践；最后，在前端模块、电池壳体、电动机壳体、变速箱壳体等应用不断努力增加使用场景。我们认为当前镁合金单车用量还有非常大的提升空间，公司作为全球行业龙头有望持续受益。

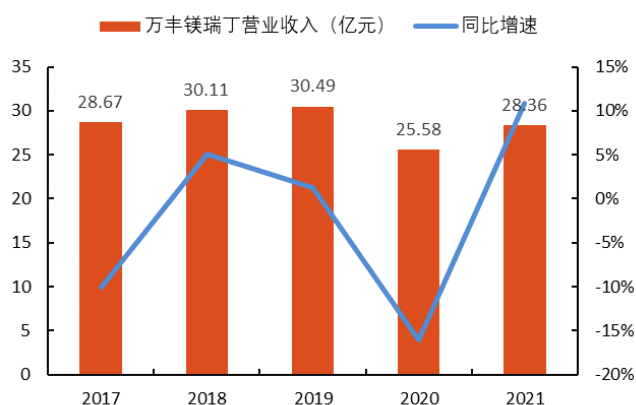
图表 15：镁瑞丁产品发展过程



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

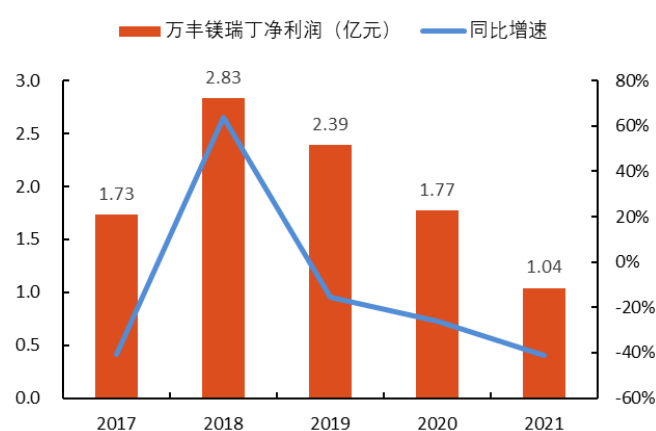
**万丰镁瑞丁净利润有望触底回升。**万丰镁瑞丁营收情况走势与全球汽车销量情况基本趋同，2017-2019 年营收略微增长，从 28.67 亿元增长至 30.49 亿元，年复合增长率 3.13%。2020 年因受到新冠疫情影响，全球车市大幅萎缩，万丰镁瑞丁营收也仅为 25.58 亿元，同比下降 16.10%。2021 年随着车市的恢复以及汽车轻量化需求的增加，营业收入恢复到 28.36 亿元，同比增长 10.87%。万丰镁瑞丁净利润在 2018 年达到 2.83 亿元高点之后，受中美贸易战，原材料涨价、海运费涨价等多重不利影响下，2021 年降至低点 1.04 亿元。我们认为随着原材料价格稳中有降，今年万丰镁瑞丁净利润有望大幅回升。

图表 16：万丰镁瑞丁营收及增长情况



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 17：万丰镁瑞丁净利润及增长情况



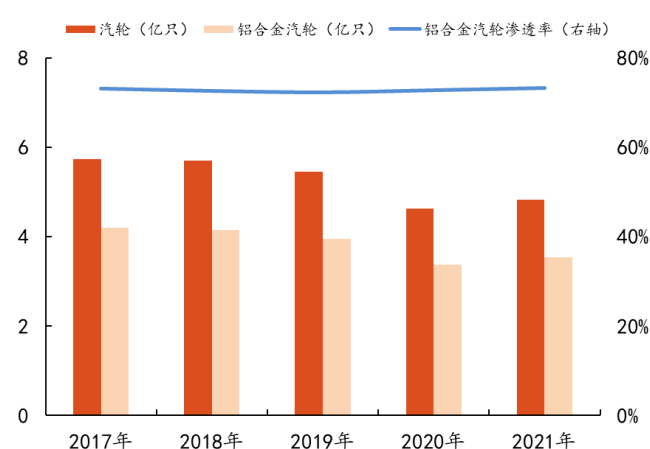
资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

## 2.2. 全球车用轮毂优质供应商

### 2.2.1. 铝合金汽轮轮毂竞争格局较稳定，公司市占率仍有提升空间

铝合金汽轮轮毂渗透率及行业竞争格局较稳定。根据华经产业研究院公布的最新数据，2021 年全球汽轮销量 4.82 亿只，其中铝合金汽轮销量 3.53 亿只，铝合金汽轮渗透率达到 73.24%，且近五年渗透率一直在 73% 左右，较稳定。中国作为全球最大的汽车轮毂生产国，铝合金轮毂产量占全球一半以上，除满足国内的庞大需求外，还大量出口海外。当前铝合金汽轮轮毂市场整体呈现出“一超多强”的竞争格局，其中中信戴卡为全球最大的铝合金汽车轮毂供应商，全球占有率为 17.02%，今飞凯达、万丰奥威、立中集团也处于前列。

图表 18：2018 年-2021 年铝合金汽轮渗透率



资料来源：华经产业研究院，东方财富证券研究所

图表 19：2021 年汽车铝合金轮毂市场竞争格局

	销量 (万只)	全球市占率
中信戴卡	6001	17.02%
今飞凯达	1590 (含摩轮)	4.51%
万丰奥威	1574	4.47%
立中集团	1469	4.17%
跃岭股份	322 (含摩轮)	0.91%

资料来源：各公司年报，东方财富证券研究所

公司深耕铝合金汽车轮毂近三十载，客户资源非常丰富。公司在 1994 年成立之初就开始从事铝合金汽车轮毂的研发、生产与销售。历经近三十年发展，以年产 1800 万套规模实现了行业全球领跑，拥有浙江新昌、宁波、威海、吉林、重庆五大生产基地，建立了完善的开发、制造、营销服务体系，并拥有自营进出口权。铝合金汽车轮毂的客户群也不断壮大，配套全球各大车企，形成了“25317+N”的核心客户体系。即美系通用、福特；欧系大众、宝马、奔驰、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 为以新能源为核心的客户。

图表 20：“25317+N”的核心客户体系

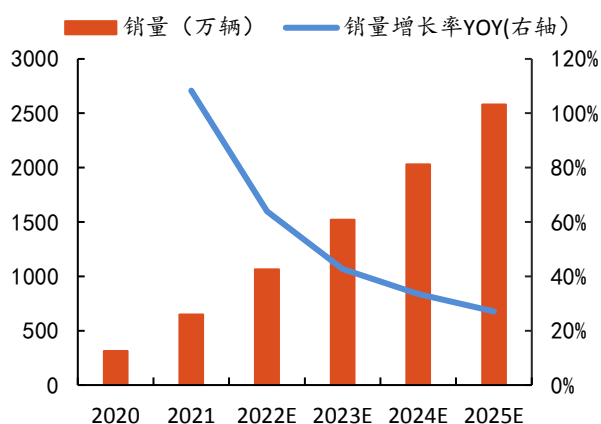
	体系	品牌
2	美系	通用、福特
5	欧系	大众、宝马、奔驰、STELLANTIS、路虎
3	日系	本田、丰田、日产雷诺三菱
1	韩系	现代-起亚
7	中国	奇瑞、比亚迪、长城、长安、红旗、吉利、蔚来
N	新能源	以新能源为核心的客户

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所



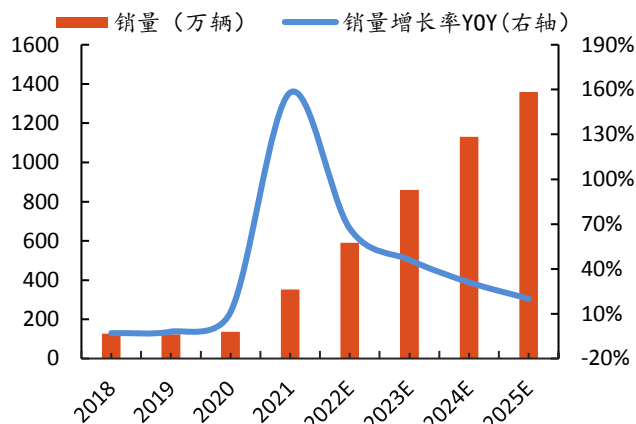
新能源大趋势下，公司铝合金汽车轮毂销量及全球市占率有望稳步提升。当前新能源汽车处于高速增长的态势，根据亿欧智库的预测，2025 年全球新能源汽车销售将达到 2580 万辆，2021-2025 年全球新能源汽车销量的复合增长率为 55%；其中中国新能源汽车销量将从 2021 年的 352 万辆增长到 2025 年的 1359 万辆，年均复合增长率为 41%。公司目前在铝合金汽车轮毂方面也是积极调整客户结构，提高新能源客户比例，2021 年铝合金汽车轮毂销量 1573.65 万只，同比增长 11.71%，全球市占率从 2020 年的 4.17% 提升至 2021 年的 4.47%；其中新能源汽车轮毂销量 231.70 万只，同比增长 242.09%，新能源客户占比从 2020 年的 4.81% 增加至 2021 年的 14.72%。我们认为在新能源大背景下，公司积极开拓新能源汽车客户，将有利于公司铝合金汽车轮毂销量及全球市占率稳步提升。

图表 21：全球新能源汽车销量和增长率预测



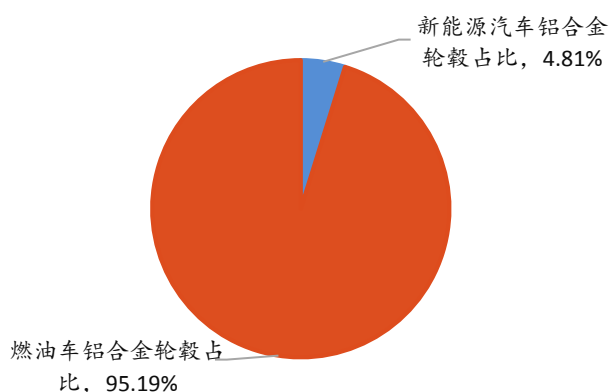
资料来源：亿欧智库，东方财富证券研究所

图表 22：中国新能源汽车销量和增长率预测



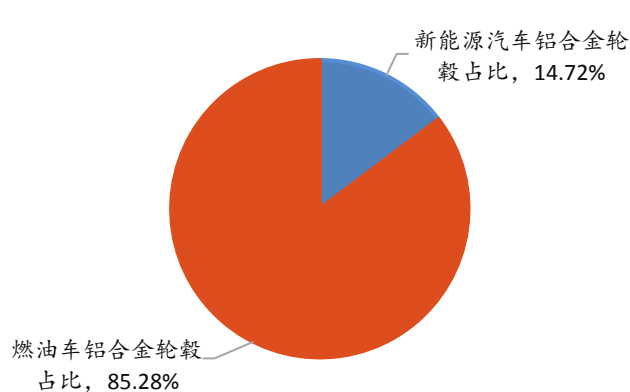
资料来源：亿欧智库，东方财富证券研究所

图表 23：公司 2020 年新能源汽车铝合金轮毂占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 24：公司 2021 年新能源汽车铝合金轮毂占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

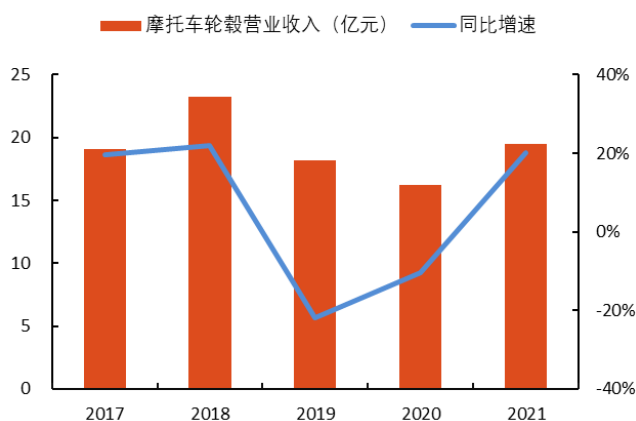
## 2.2.2. 全球最大铝合金摩轮轮毂供应商

全球最大铝合金摩轮轮毂供应商，市场占有率达三分之一。公司目前在浙



江新昌、广东江门、印度巴沃尔设有三大生产基地，年产能超 2200 万件，产品涵盖 10-19 英寸不同规格、1500 多个品种，约占全球市场份额的三分之一，是全球最大的摩托车铝合金轮毂制造商。当前公司铝合金摩托轮毂业务营收在 20 亿左右，相较稳定，拥有以“本田和雅马哈”为战略伙伴，大长江、铃木、HERO 等为主体，宝马、哈雷、杜卡蒂等高端客户为辅的客户体系。未来公司将构建“1+1+3”市场格局，以中国市场为基础，印度市场为核心，发展日本、东南亚、欧美市场。

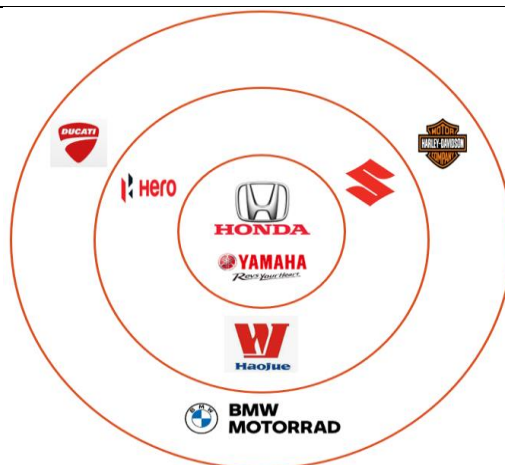
图表 25：公司摩托车轮毂营收及增长情况



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

注：公司各业务部门之间关联交易较少，因此取摩托车轮毂分部的对外交易收入作为摩托车轮毂的营收

图表 26：摩托车轮毂业务的主要客户



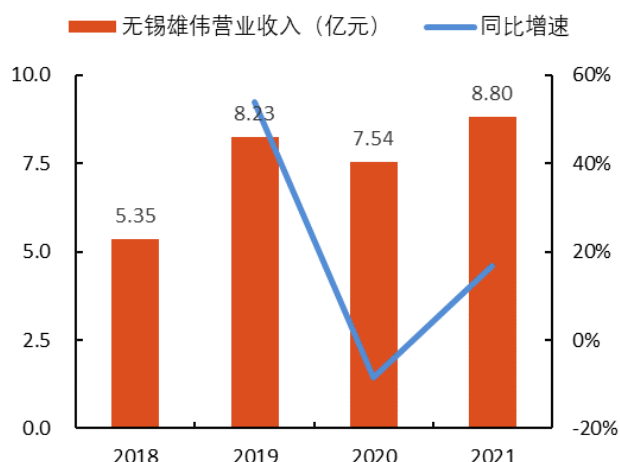
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

### 2.3. 国内优质高强度钢和涂覆材料供应商

**无锡雄伟是国内高强度钢冲压件领先供应商。**无锡雄伟成立于 1996 年，主要从事汽车高强钢冲压件和自动化模具的生产、研发与销售，专注于汽车轻量化车身系统，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、长春四大生产基地，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三位，已成为国际知名厂商佛吉亚、博泽、奥托立夫、延锋安道拓、恺博等核心供应商。公司于 2018 年收购无锡雄伟，营业收入从 2018 年的 5.35 亿元增长至 2021 年的 8.80 亿元。即便 2021 年在受原材料上涨的负面影响下，无锡雄伟净利润依旧达到 0.87 亿元，净利率近 10%。

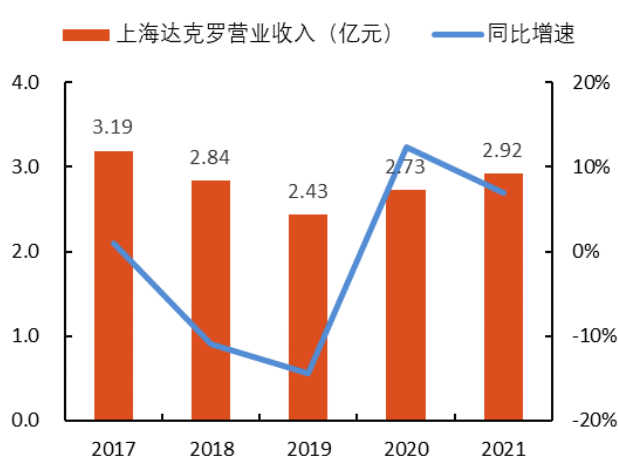
**上海达克罗是国内涂覆龙头。**上海达克罗成立于 1995 年，于 2013 年被公司收购。目前下设宁波、嘉兴两大生产基地，事业部目前拥有 28 条涂覆线，年最大加工能力 7 万吨，占全国环保无铬锌铝涂覆市场总量的 40%，占汽车行业涂覆市场的 70%，在涂覆行业一直处领先地位，是中国最大的涂覆加工基地之一。上海达克罗 2021 年营业收入为 2.92 亿元，净利润为 0.40 亿元，净利率达到 13.7%。

图表 27：无锡雄伟营收及增长情况



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 28：上海达克罗营收及增长情况



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

### 3. 通航飞机业务：国内增长空间巨大，公司作为行业领跑者充分受益

#### 3.1. 通航市场规模巨大，国内市场处于爆发前夜

**通用航空应用场景众多。**根据国际民航组织(ICAO)的定义，民用航空领域可以分为通用航空、空中作业和商业航空运输三大类。其中空中作业是指使用航空器从事农业、建筑、摄影、测量、观察巡逻、搜救、航空广告等专业服务。通用航空包括商业和非商业活动，按照国际航空器拥有者及驾驶员协会 (IAOPA) 的分类，涵盖公司航空（公司自用航班运营）；部分所有权运营（由专业公司代表两个或多个共同所有者运营的飞机）；商务航空；私人出行；空中旅行；娱乐飞行；空中运动七大应用场景。并且在实际统计过程中，国际民航组织还会将空中作业的应用场景包括在通用航空中。

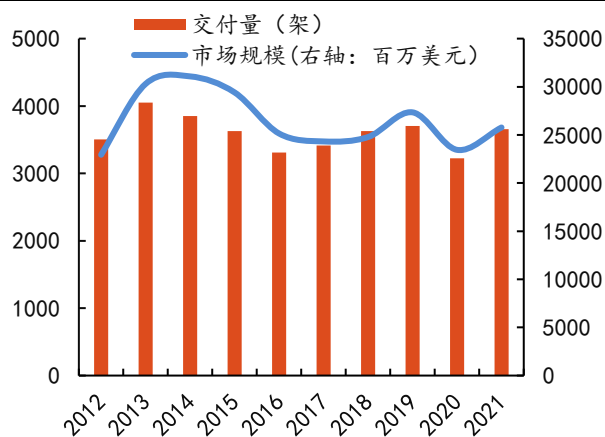
图表 29：通用航空应用场景丰富



资料来源：IAOPA，东方财富证券研究所

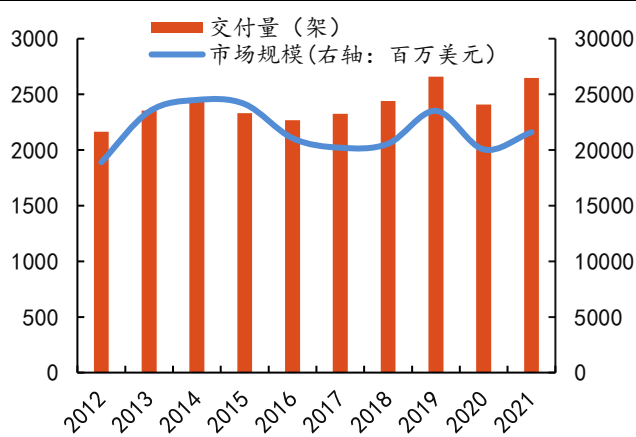
全球通用航空市场规模高达两百多亿美元，固定翼活塞式飞机占比不断提升。近几年全球通用航空市场规模整体相对稳定，处在 250 亿美元上下，2021 年共交付通用航空飞机 3657 架飞机，总价值高达 257 亿美元。通航飞机根据机型可分为固定翼和旋翼式，其中固定翼可分为活塞式和涡轮式（可进一步细分为涡轮螺旋桨飞机和商务喷气飞机）。涡轮式飞机由于发动机功率较高，能够爬升至更高的飞行高度，适合于长途飞行。而活塞式飞机通常是小型飞机，载客量不超过 6 名乘客，适合于 300 英里或更短的短途飞行且飞行高度较低，但是具备成本低廉、燃油消耗低的优点。2021 年固定翼通航飞机共交付 2646 架，总价值 216 亿美元，其中活塞式占比在近几年不断提升，2021 年占比达到 53%。与此同时，活塞式的单机价格也在不断上升，从 2012 年的 39.91 万美元上升至 2021 年的 53.59 万美元。

图表 30：通航飞机交付量及市场规模



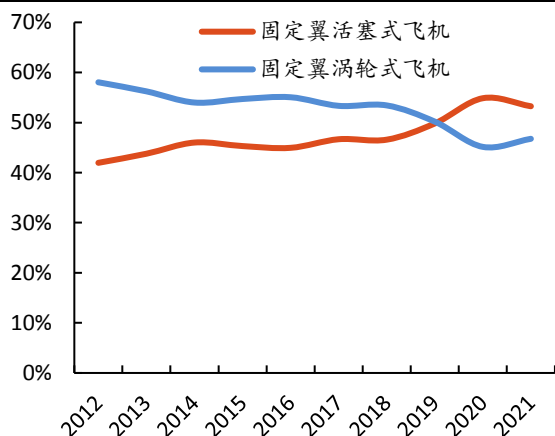
资料来源：GAMA，东方财富证券研究所

图表 31：固定翼飞机交付量及市场规模



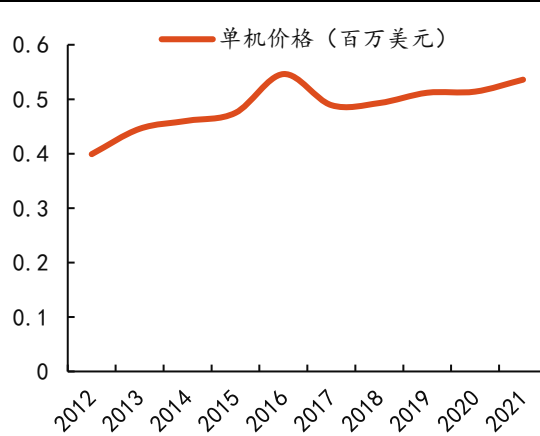
资料来源：GAMA，东方财富证券研究所

图表 32：活塞式飞机占比情况



资料来源：GAMA，东方财富证券研究所

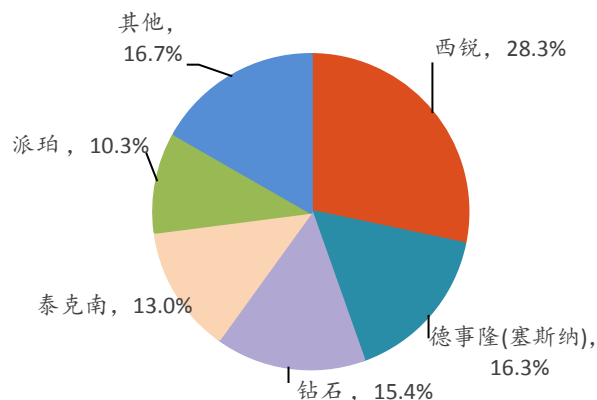
图表 33：固定翼活塞式飞机单机价格



资料来源：GAMA，东方财富证券研究所

固定翼活塞式通航飞机行业市场集中度较高。全球主要有五大厂商，西锐飞机 (Cirrus)、德事隆 (Textron) 旗下的赛斯纳飞机 (Cessna)、万丰飞机旗下的钻石飞机 (Diamond)、泰克南 (TECNAM) 飞机、派珀 (Piper) 飞机。2021 年前五大厂商占据固定翼活塞式通航飞机市场 83.3% 的市场份额，其中万丰钻石飞机市场份额为 15.4%，排名第三，市场份额仅比德事隆的赛斯纳飞机少 0.9 个百分点。

图表 34: 2021 年全球各主要厂商固定翼活塞式通航飞机市场份额



资料来源: GAMA, 东方财富证券研究所

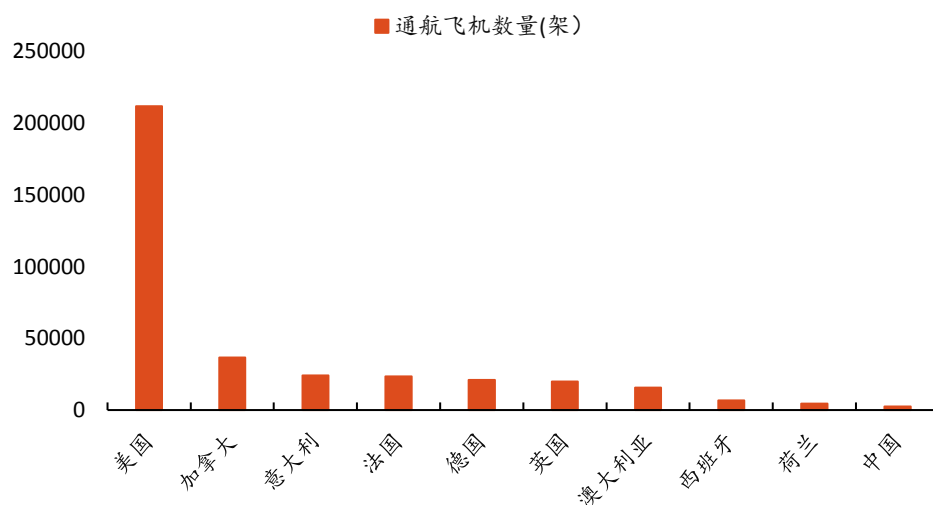
图表 35: 2021 年全球各主要厂商固定翼活塞式通航飞机交付情况

厂商	机型	交付数 (架)
西锐		442
	Cirrus SR20	81
	Cirrus SR22	131
	Cirrus SR22T	230
德事隆(塞斯纳)		254
	CE-172S Skyhawk SP	166
	CE-182T Skylane	38
	CE-T206H Turbo Stationair	50
钻石		240
	DA-20	23
	DA-40	122
	DA-42	55
	DA-50	7
	DA-62	33
泰克南		203
	ASTM - LSA	75
	P2002JF	6
	P200BJC	41
	P2006T	28
	P2010P Twenty Ten	36
	P2012 Traveller	17
派珀		161
	PA-28-181 Pilot 100i	38
	PA-28-181 Archer III	89
	PA-44-180 Seminole	15
	PA-46-350P Malibu Mirage / M350	19
其他		261

资料来源: GAMA, 东方财富证券研究所

对比发达国家,中国通航飞机市场发展潜力巨大。2018 年中国通用航空飞机机队规模为 2495 架,而美国通用航空飞机机队规模为 21.17 万架,加拿大为 3.67 万架,意大利 2.42 万架,法国为 2.34 万架,德国 2.11 万架,英国 1.98 万架,我国通用航空飞机规模较其他发达国家有较大的发展空间。

图表 36: 2018 年各主要国家通航飞机数量



资料来源: GAMA, 中国民用航空局, 东方财富证券研究所

对标美国,中国通航产业发展空间巨大。中美两同为世界经济大国,但在通航产业的发展差距较大。2019 年的数据显示,在通航飞机保有量方面国内通航飞机数量仅为 3640 架,而美国达到 21 万架。基础设施方面,国内仅有 290 个通航机场,而美国通航机场数量达到 5100 个。在对经济的拉动方面,美国通航产业年产值达到 2470 亿美元,而国内仅有 100 多亿元,对 GDP 的贡献差 120 倍。与美国通航产业的发展情况相比,我们认为在消费升级和低空领域逐步开放的背景下,中国的通用航空产业未来将逐渐向现在的美国接近。

图表 37：2019 年中美两国通航产业对比

2019 年	中国（通航潜力大国）	美国（通航强国）
面积（万平方公里）	960	937
人口（亿人）	14	3.3
国内生产总值（万亿美元）	12.24	19.36
GDP 增长幅度	6.10%	2.30%
通航飞机数量（架）	3640	210000
通航飞机年飞行小时（万小时）	112.5	2550
运输航空飞机和通航飞机比例	1:0.94	1:32
通用机场数量	246	5100
通航产业年产值	100 多亿元	2470 多亿美元
占 GDP 比例约为	0.007%	贡献率超过 1.3%
就业人员（万人）	1 万	120 多万
每十万人拥有通用机场	0.02 个	1.55 个

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

**制约我国通航发展的政策瓶颈正在逐步打通。**国务院中央军委 2010 年 8 月下发《关于深化我国低空空域管理改革的意见》明确了我国低空空域管理改革的目标，在 2015 年进行试点推广，2016-2020 年进一步深化改革。2014 年《低空空域管理使用规定（试行）》（征求意见稿）将真高 1000 米下低空空域进行了划分，并据此在 2014 年后半年起进行了部分地区的低空空域管理试点改革。在 2016 年 5 月国务院下发的《关于促进通用航空业发展的指导意见》中进一步提出要科学推广改革试点，扩大低空空域真高至 3000 米的目标。在 2019 年 3 月的全国两会上，通用航空第一次出现在政府工作报告中。目前我国低空空域管理改革仍处在试点阶段，未来低空开放是必然趋势。

图表 38：关于促进通用航空发展的相关政策文件

时间	法律法规	主要内容
2010 年 10 月	《关于深化我国低空空域管理改革的意见》	提出：将用 5 到 10 年时间逐步开放 4000 米以下低空空域，2015 年开展低空空域改革，在北京、成都、南京、济南、兰州飞行管制区分类划设低空空域，初步形成全国一体的低空空域运行和服务保障体系
2014 年 7 月	《低空空域管理使用规定（试行）》（征求意见稿）	将真高 1000 米以下低空空域进行了划分，并据此在 2014 年后边年起进行了部分地区的低空空域管理试点改革
2016 年 5 月	《关于促进通用航空发展的指导意见》	提出“要科学推广改革试点，扩大低空空域真高至 3000 米目标”，极大的加快了低空开发步伐
2017 年 2 月	《通用航空“十三五”发展规划》	进一步扩大低空空域开放
2017 年 5 月	《“十三五”交通领域科技创新专项规划》	实时、有序推进低空空域开放，促进通用航空快速发展和安全有序运行
2018 年 10 月	《低空飞行服务保障体系建设总体方案》	提出两大目标：1. 2022 年初步建成三级低空飞行服务保障体系，2. 2030 年该体系需全面覆盖低空报告、监视空域和通用机场
2019 年 3 月	《2019 年政府工作报告》	要加大民用和通用航空等基础设施投资力度
2021 年 2 月	中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》	到 2035 年，实现国际国内互联互通、全国主要城市立体畅达、



县级节点有效覆盖，有力支撑“全国 123 出行交通圈”

2021 年 4 月

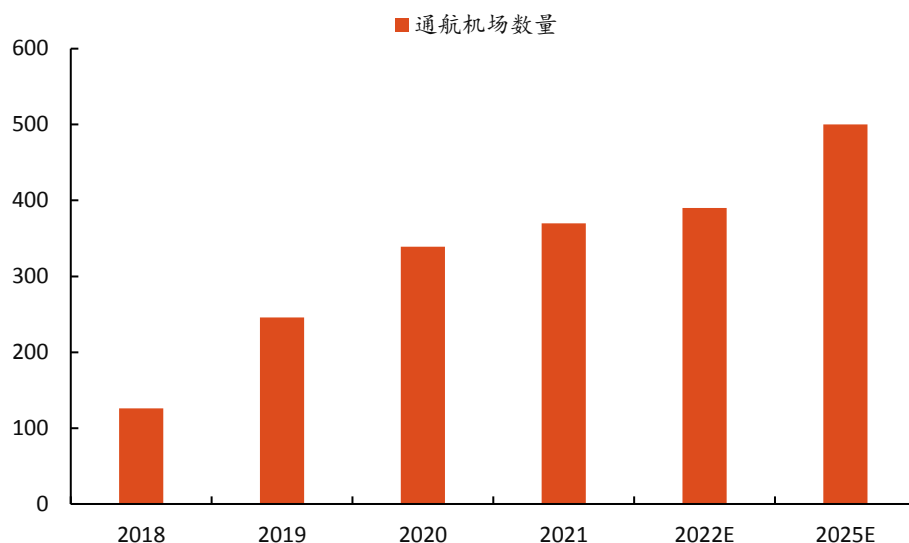
中央空中交通管理委员会成立

韩正兼任中央空中交通管理委员会主任，意味着通航行业的发展提高到了前所未有的高度

资料来源：中国政府网，东方财富证券研究所

**通航相关基础设施建设日趋完善。**根据《民航行业发展统计公报》，2021 年底国内在册管理的通用机场数量达到 370 个，较 2018 年底增加 168 个，每年都有新增的通用机场。根据民航局《“十四五”通用航空发展专项规划》，2025 年在册通用机场将达到 500 个，即 2022-2035 年规划新建通用机场 130 个。

图表 39：国内通航机场数量及发展目标

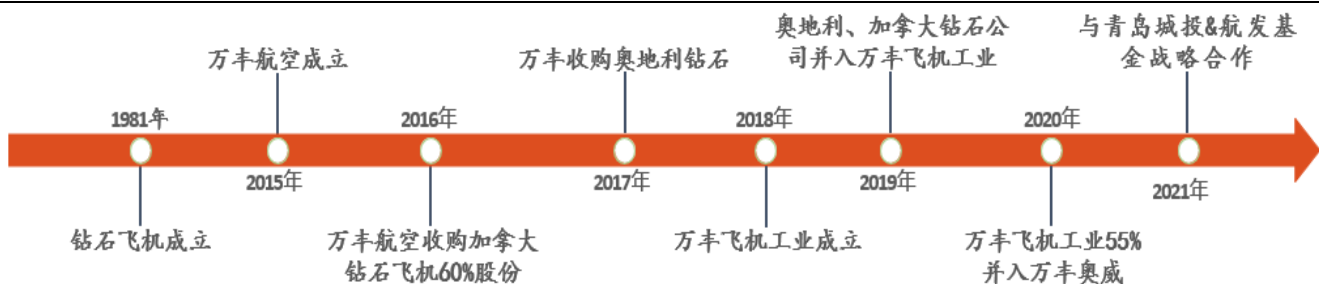


资料来源：民航行业发展统计公报，“十四五”通用航空发展专项规划，东方财富证券研究所

### 3.2. 万丰飞机工业：世界前三强固定翼通用飞机制造商，竞争优势显著

**万丰飞机工业是世界前三的固定翼通用飞机制造商。**万丰飞机工业是集研发、设计、制造、销售于一体的专业通用飞机制造商，核心产品为固定翼活塞式通用飞机。万丰航空通过收购钻石奥地利、钻石加拿大等国际知名通用航空飞机公司并将资源整合并入万丰飞机，实现万丰制造、钻石设计、全球销售的模式，成为世界固定翼通用飞机制造前三强。2020 年 4 月，万丰奥威以现金 24.18 亿元购买万丰航空持有的万丰飞机工业 55%的股权，将万丰飞机工业注入上市公司。

图表 40：万丰飞机工业发展历程



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

**六大竞争优势稳固公司市场地位。**公司通过全球性的研发和销售布局、丰厚的技术积累和优质的品牌积淀形成了较强的竞争力，具体而言有六大竞争优势：

1) 领先的市占率：万丰飞机旗下的钻石飞机（Diamond）在固定翼活塞式通航飞机行业的市场占有率为 15.4%，排名全球第三，其中双发活塞固定翼飞机全球市场占有率约 50%，系全球第一；

2) 领先的机型与核心部件产权储备：公司拥有钻石 4 大系列、8 个基本型、16 款机型及 2 款发动机的全部知识产权，机型可覆盖航空俱乐部、飞行培训、私人用途等应用场景；

3) 全球研发布局：公司全球拥有 3 个飞机制造基地（中国、奥地利、加拿大）、3 个飞机设计研发中心（奥地利、加拿大、捷克）、1 个飞机制造工程中心（中国），为全球各制造基地提供有力的技术保障和售后服务，实现国内外优势资源的互补；

4) 全球销售维护网络优势：公司在全球超过 90 个国家设有 192 个服务中心，拥有超过 40 个长期合作的销售代理商；

5) 核心零部件自主可控优势：拥有发动机、航电系统的设计研发、样机试制、试验、验证试飞、生产制造能力，全行业内唯一一家配备具有自主知识产权、自产柴油发动机的公司，经济性和航程在同类飞机中具有较大优势；

6) 品牌优势：公司共持有 39 个商标，并已取得欧洲航空安全局 EASA 颁发的 DOA 航空设计组织认证证书和 DUA 航空研发组织认证证书，成为行业内为数不多的取得该证书的企业之一。

图表 41：万丰飞机工业全球研发布局



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

循环进阶的商业模式确保公司的盈利能力，业绩承诺彰显其发展潜力。万丰飞机采用“技术领先——授权\专利转让——飞机制造和销售”循环进阶模式。即凭借钻石品牌飞机顶级研发平台，通过自研方式和与顶级客户合作方式对通航飞机机型进行持续研发；通过授权和技术转让，推动通航飞机产业化和零部件配套，形成产业生态圈；强力推出新机型来抢占成熟国家市场份额和在发展中国家进行产品推广以及场景挖掘。良好的商业模式使得万丰飞机具备较强的盈利能力，万丰飞机工业在 2020 年被并购的协议中承诺 2020 年、2021 年、2022 年净利润分别不低于 2.90 亿元、3.04 亿元、3.67 亿元。2020 年和 2021 年万丰飞机工业分别实现营收 16.30 亿元、18.02 亿元，净利润 3.40 亿元、3.77 亿元，目前已经兑现并购协议中关于 2020 年和 2021 年的业绩承诺。

#### 4. 盈利预测

**营业收入：**汽配轻量化业务可以细分为镁合金压铸件、汽轮轮毂、摩轮轮毂、高强度冲压件和涂覆加工五个细分业务，2021 年营业收入分别为 28.36、46.76、19.51、8.80、2.92 亿元。汽配轻量化业务主要增量将来自于镁合金压铸件和汽轮轮毂。

**镁合金压铸件：**2021 年公司镁合金压铸产品销量 1501.97 万件，实现营业收入 28.36 亿元，若以 70 元/kg 的均价来计算，可以得出单个镁合金压铸件的平均重量 2.36kg。而公司目前 3-5kg 的支架正在快速导入客户中，我们认为公司单个镁合金压铸件的平均重量有望快速提升，同时叠加镁合金压铸件量的增加，镁合金压铸件业务收入有望快速增长，预计未来三年的营收分别为 36.53/44.89/54.23 亿元。

**汽轮轮毂：**公司铝合金汽轮轮毂客户结构是“25317+N”，其中以比亚迪和长城为主的国产自主品牌强势崛起，2021 年比亚迪和长城销量分部为 74 万辆和 128 万辆，2022 年这两家厂商预期销量分部为 150 万辆和 190 万辆，共同比增加 138 万辆，对应 552 万个轮毂，再加上其它的一些自主品牌发力，公司自主品牌客户的轮毂增量有望达到 700-800 万个。公司去年铝合金汽车轮毂销量 1574 万个，公司只要占据下游客户新增的部分份额，即可维持稳步增长。在自主品牌崛起的背景下，预计未来三年的营收分别为 59.92/70.05/80.27 亿元。

**其它：**预计摩轮轮毂/高强度冲压件和涂覆加工将稳健发展，未来三年的营业收入分别为 20.31/21.96/24.31 亿元；10.30/11.87/14.32 亿元；3.22/4.10/5.79 亿元。将各项细分业务整合，得到汽配轻量化业务未来三年的营业收入分别为 130.28/152.87/178.92 亿元。

**通航飞机制造：**公司通航飞机制造业务营收主要来自欧美等发达经济体，伴随着海外私人飞机占比提升和授权业务的展开，预计该项业务将保持 20%-30% 左右的增速。2021 年通航飞机制造业务实现营业收入 18.01 亿元，预计未来三年的营业收入分别为 23.08/28.36/33.70 亿元。

**毛利率：**公司汽配轻量化业务的毛利率受原材料价格和海运费价格影响严重，2021 年在原材料和海运费上涨的双重压力下，该项业务毛利率仅为 13.34%，较 2020 年同期下降 5.14pct，随着原材料价格的逐步回调，毛利率水平有望逐步回升，预计未来三年的毛利率分别为 15.80%/15.94%/16.40%。通用飞机制造业务 2021 年毛利率为 32.36%，随着规模的持续扩大，毛利率水平将略微下调，

预计未来三年的毛利率分别为 31.00%/30.50%/30.00%。

图表 42：主营业务拆分及预估（单位：百万）

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>汽配轻量化</b>				
营业收入（百万元）	10634.23	13,027.82	15,286.78	17,892.42
YoY	17.26%	22.51%	17.34%	17.05%
毛利率	13.34%	15.80%	15.94%	16.40%
<b>通航飞机制造</b>				
营业收入（百万元）	1801.84	2,307.59	2,835.75	3,370.35
YoY	10.52%	28.07%	22.89%	18.85%
毛利率	32.36%	31.00%	30.50%	30.00%
<b>总计</b>				
营业收入（百万元）	12436.07	15335.41	18122.53	21262.77
YoY	16.23%	23.31%	18.17%	17.33%
毛利率	16.09%	18.09%	18.22%	18.55%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

从同业对比的情况来看，公司主要收入来源是汽配轻量化业务，我们选取汽车轻量化行业内较具备领先优势的企业，爱柯迪、旭升股份、文灿股份、立中集团进行对比，2022/2023/2024 年行业一致预期 PE 的平均值分别为 37.77/26.29/20.69 倍。虽然公司在汽配轻量化业务里面有大部分是铝合金轮毂产业，但考虑到高端轻量化产品镁合金压铸件贡献相当部分利润，以及通航飞机制造业务未来的广阔市场空间，我们认为公司 2022 年估值水平能够达到 30 倍的 PE，当前 2022 年 PE 仅为 21 倍。

图表 43：行业可比公司估值(截止到 2022 年 7 月 20 日)

代码	简称	总市值 (亿元)	PE				EPS (元)				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
600933.SH	爱柯迪	158	49.89	30.44	23.95	19.74	0.36	0.59	0.75	0.91	增持
603305.SH	旭升股份	237	41.22	35.77	27.09	21.67	0.92	1.06	1.40	1.75	增持
603348.SH	文灿股份	196	196.71	49.18	32.79	25.43	0.38	1.52	2.28	2.94	增持
300428.SZ	立中集团	236	52.33	35.70	21.34	15.92	0.73	1.07	1.79	2.40	未评级
	平均	207	85.04	37.77	26.29	20.69	0.60	1.06	1.56	2.00	
002085.SZ	万丰奥威	153	34.31	20.54	16.26	13.18	0.16	0.34	0.43	0.53	买入

资料来源：Choice，东方财富证券研究所，未评级标的的数据来自 choice 一致预期

公司“双引擎”驱动战略：成为“全球汽车金属轻量化推动者”和“通用飞机创新制造企业的全球领跑者”，持续引领公司增长。我们认为在汽车轻量化的大趋势下，公司有望持续受益，并且今年镁铝合金价格稳中有降，对公司利润将会有很好的正反馈。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 153.35/181.23/212.63 亿元，归母净利润分别为 7.45/9.42/11.61 亿元，对应 EPS 分别为 0.34/0.43/0.53 元/股，对应 PE 分别为 20.54/16.26/13.18 倍。考虑到高端轻量化产品镁合金压铸件营收和利润水平双释放，以及通航飞机制造业务未来的巨大成长空间，给予公司 2022 年 30 倍 PE，对应市值为 224 亿元，6 个月内目标价为 10.22 元，给予“买入”评级。

图表 44：万丰奥威盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12436.07	15335.41	18122.53	21262.77
增长率(%)	16.23%	23.31%	18.17%	17.33%
EBITDA（百万元）	1555.56	1965.07	2313.53	2717.01
归母净利润（百万元）	333.36	745.31	941.54	1161.42
增长率(%)	-41.08%	123.57%	26.33%	23.35%
EPS(元/股)	0.16	0.34	0.43	0.53
市盈率（P/E）	34.31	20.54	16.26	13.18
市净率（P/B）	2.35	2.63	2.25	1.91
EV/EBITDA	10.68	9.89	7.96	6.33

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 5. 风险提示

- ◆ 下游客户需求不及预期；
- ◆ 新能源汽车业务拓展不及预期；
- ◆ 原材料价格波动风险。



**资产负债表（百万元）**

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>7701.90</b>	<b>9630.17</b>	<b>10885.00</b>	<b>12847.53</b>
货币资金	1321.26	1794.89	1726.75	2151.56
应收及预付	3106.15	3532.06	4281.14	5057.08
存货	2567.85	3165.64	3788.82	4346.66
其他流动资产	706.64	1137.57	1088.29	1292.24
<b>非流动资产</b>	<b>8687.40</b>	<b>8239.50</b>	<b>7897.18</b>	<b>7533.99</b>
长期股权投资	0.44	0.44	0.44	0.44
固定资产	4504.50	4033.38	3630.01	3313.38
在建工程	222.94	186.16	177.21	143.65
无形资产	1572.67	1652.67	1734.67	1752.67
其他长期资产	2386.86	2366.86	2354.86	2323.86
<b>资产总计</b>	<b>16389.30</b>	<b>17869.67</b>	<b>18782.18</b>	<b>20381.52</b>
<b>流动负债</b>	<b>7463.04</b>	<b>7729.32</b>	<b>7157.42</b>	<b>7195.17</b>
短期借款	4160.49	3902.96	2710.38	2069.72
应付及预收	1218.14	1563.13	1787.14	2121.81
其他流动负债	2084.40	2263.24	2659.89	3003.65
<b>非流动负债</b>	<b>1673.31</b>	<b>1913.31</b>	<b>2013.31</b>	<b>1863.31</b>
长期借款	1017.33	1257.33	1357.33	1207.33
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	655.98	655.98	655.98	655.98
<b>负债合计</b>	<b>9136.35</b>	<b>9642.64</b>	<b>9170.73</b>	<b>9058.49</b>
实收资本	2186.88	2186.88	2186.88	2186.88
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	3889.90	4605.21	5591.74	6783.16
归属母公司股东权益	5105.56	5820.87	6807.40	7998.82
少数股东权益	2147.40	2406.17	2804.05	3324.21
<b>负债和股东权益</b>	<b>16389.30</b>	<b>17869.67</b>	<b>18782.18</b>	<b>20381.52</b>

**利润表（百万元）**

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>12436.07</b>	<b>15335.41</b>	<b>18122.53</b>	<b>21262.77</b>
营业成本	10434.56	12561.19	14819.84	17318.57
税金及附加	51.22	70.30	78.85	94.99
销售费用	199.91	285.24	309.90	389.11
管理费用	645.67	785.17	911.56	1056.76
研发费用	412.85	518.34	587.17	665.52
财务费用	246.57	194.37	170.61	126.87
资产减值损失	-41.91	-10.00	-12.00	-14.00
公允价值变动收益	-1.82	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.31	7.41	10.70	16.34
资产处置收益	0.13	-0.02	0.34	0.19
其他收益	91.98	124.89	152.91	169.95
<b>营业利润</b>	<b>493.38</b>	<b>1010.08</b>	<b>1369.55</b>	<b>1743.42</b>
营业外收入	117.56	120.30	128.40	130.50
营业外支出	5.88	12.00	13.50	15.00
<b>利润总额</b>	<b>605.05</b>	<b>1118.38</b>	<b>1484.45</b>	<b>1858.92</b>
所得税	73.20	114.30	145.03	177.34
<b>净利润</b>	<b>531.85</b>	<b>1004.08</b>	<b>1339.42</b>	<b>1681.58</b>
少数股东损益	198.49	258.77	397.88	520.16
<b>归属母公司净利润</b>	<b>333.36</b>	<b>745.31</b>	<b>941.54</b>	<b>1161.42</b>
EBITDA	1555.56	1965.07	2313.53	2717.01

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**现金流量表（百万元）**

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>816.95</b>	<b>1049.04</b>	<b>1632.25</b>	<b>1854.03</b>
净利润	531.85	1004.08	1339.42	1681.58
折旧摊销	797.41	849.90	898.32	979.19
营运资金变动	-672.97	-973.81	-741.31	-913.30
其它	160.65	168.88	135.82	106.56
<b>投资活动现金流</b>	<b>-459.40</b>	<b>-286.32</b>	<b>-430.06</b>	<b>-483.97</b>
资本支出	-464.23	-291.72	-437.76	-496.31
投资变动	-2.04	0.00	0.00	0.00
其他	6.87	5.41	7.70	12.34
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-515.76</b>	<b>-259.09</b>	<b>-1315.33</b>	<b>-975.26</b>
银行借款	5436.49	-17.53	-1092.57	-790.66
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-5952.25	-241.56	-222.76	-184.59
<b>现金净增加额</b>	<b>-325.68</b>	<b>473.63</b>	<b>-68.14</b>	<b>424.80</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1412.37</b>	<b>1321.26</b>	<b>1794.89</b>	<b>1726.75</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1086.69</b>	<b>1794.89</b>	<b>1726.75</b>	<b>2151.56</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	16.23%	23.31%	18.17%	17.33%
营业利润增长	-38.01%	104.73%	35.59%	27.30%
归属母公司净利润增长	-41.08%	123.57%	26.33%	23.35%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	16.09%	18.09%	18.22%	18.55%
净利率	4.28%	6.55%	7.39%	7.91%
ROE	6.53%	12.80%	13.83%	14.52%
ROIC	5.05%	7.08%	8.85%	10.24%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	55.75%	53.96%	48.83%	44.44%
净负债比率	63.62%	50.11%	32.24%	16.63%
流动比率	1.03	1.25	1.52	1.79
速动比率	0.65	0.80	0.95	1.13
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.76	0.86	0.96	1.04
应收账款周转率	4.39	4.69	4.58	4.56
存货周转率	4.84	4.84	4.78	4.89
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.16	0.34	0.43	0.53
每股经营现金流	0.37	0.48	0.75	0.85
每股净资产	2.33	2.66	3.11	3.66
<b>估值比率</b>				
P/E	34.31	20.54	16.26	13.18
P/B	2.35	2.63	2.25	1.91
EV/EBITDA	10.68	9.89	7.96	6.33

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

**分析师申明：**

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，本报告清晰准确地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，特此声明。

**投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

**股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

**行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

**免责声明：**

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。