

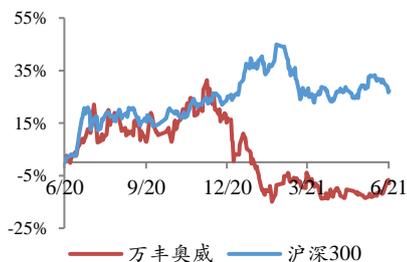
飞机资产引入战投，产业布局日趋完善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-06-17

收盘价（元）	5.66
近12个月最高/最低（元）	8.06/5.23
总股本（百万股）	2,187
流通股本（百万股）	2,089
流通股比例（%）	95.54
总市值（亿元）	124
流通市值（亿元）	118

公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

分析师：宋伟健

执业证书号：S0010520080002

邮箱：songwj@hazq.com

相关报告

1. 万丰奥威：飞机资产股权完成交割，大股东质押率稳步下行 2021-02-03
2. 万丰奥威：飞机资产引入战投，加速本土化开拓 2021-01-10
3. 万丰奥威：回购彰显信心，一体两翼稳步推进 2020-12-31

主要观点：

● 事件：

公司公告称万丰集团拟将持有的万丰航空 10% 的股权转让给航发基金。

● 引入航发集团，航空业务底层架构设计完成。

本次飞机工业 10% 股权转让价格为 6.32 亿元，对应估值 63 亿元，较上次引入青岛万盛时的估值增加约 10 亿元。此次引入的战投航发基金为航发集团发起设立的首支航空发动机产业基金具备丰富的产业投资经验，是国内通用航空领域领跑的专业投资机构。此次交易彰显专业产业投资机构对于万丰飞机工业的认可，同时借助此次股权转让，万丰飞机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，为万丰奥威飞机业务板块在国内快速发展提供了底层架构设计。

● 本土化加稳步开拓，新机型加速落地。

万丰飞机通过“技术领先——授权\专利转让\培训——飞机制造和销售”进阶模式，技术变现满足飞机研发设计持续领先的高投入，再逐步推动国外消费机市场稳步提升和国内新场景模式的形成。国内通航市场处于发展初期，培训市场快速发展，私人市场同样在快速培育新的应用场景，具备广阔的发展空间。当前万丰飞机 DA40 机型在国内培训市场占据较大份额，体形更大的 DA50、DA62 等机型也即将落户国内生产基地，通过持续生产基地拓展、新机型引进、技术引进、零部件生态培养的方式，万丰飞机持续加速国内市场开拓。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.28/0.38/0.45 元。维持“买入”评级。

● 风险提示

全球汽车销量不及预期；通航产业政策推进不及预期等风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10699	11793	13494	15432
收入同比（%）	-15.3%	10.2%	14.4%	14.4%
归属母公司净利润	566	610	836	985
净利润同比（%）	-36.8%	7.8%	37.1%	17.8%
毛利率（%）	20.2%	19.4%	20.6%	21.1%
ROE（%）	10.6%	10.2%	12.3%	12.7%
每股收益（元）	0.27	0.28	0.38	0.45
P/E	25.35	20.29	14.81	12.56
P/B	2.68	2.08	1.82	1.59
EV/EBITDA	10.29	9.37	8.03	7.38

资料来源：wind，华安证券研究所

盈利预测：

关键假设：

- 1、预计 2021-2023 年镁瑞丁销量增速分别为 15%/15%/15%。
- 2、预计 2021-2023 年通航飞机销量增速分别为 16%/20%/19%。

图表 1 分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
汽车金属轻量化部件	收入	9,068.83	9,520.23	10,831.33	12,260.80
	增速		4.98%	13.77%	13.20%
	毛利率	18.48%	17.97%	19.29%	19.87%
飞机制造	收入	1630.39	2272.96	2662.36	3171.04
	增速		39.41%	17.13%	19.11%
	毛利率	29.67%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	10699.22	11793	13494	15432
	增速		10.22%	14.42%	14.36%
	毛利率	20.19%	19.43%	20.57%	21.07%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7009	7286	8032	9121	营业收入	10699	11793	13494	15432
现金	1675	1533	1484	1697	营业成本	8539	9501	10718	12180
应收账款	2315	2447	2804	3227	营业税金及附加	54	71	81	123
其他应收款	68	236	263	270	销售费用	203	236	278	324
预付账款	158	147	172	198	管理费用	591	649	756	880
存货	2310	1956	2307	2696	财务费用	269	278	249	252
其他流动资产	483	968	1001	1033	资产减值损失	-10	-10	-6	-6
非流动资产	8964	9774	10360	11031	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	1	0	1	19
固定资产	4872	5146	5341	5563	营业利润	796	736	1039	1249
无形资产	1665	2183	2683	3226	营业外收入	43	80	80	80
其他非流动资产	2425	2444	2336	2241	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	15973	17061	18392	20152	利润总额	829	816	1119	1329
流动负债	6613	6966	7289	7848	所得税	64	82	111	128
短期借款	3544	3882	3863	4020	净利润	765	735	1007	1201
应付账款	936	980	1108	1271	少数股东损益	199	125	171	216
其他流动负债	2133	2104	2318	2557	归属母公司净利润	566	610	836	985
非流动负债	1851	1851	1851	1851	EBITDA	1758	1771	2070	2247
长期借款	1179	1179	1179	1179	EPS (元)	0.27	0.28	0.38	0.45
其他非流动负债	672	672	672	672					
负债合计	8464	8817	9141	9699					
少数股东权益	2155	2280	2451	2668					
股本	2187	2187	2187	2187					
资本公积	0	0	0	0					
留存收益	3167	3777	4613	5598					
归属母公司股东权益	5354	5964	6800	7785					
负债和股东权益	15973	17061	18392	20152					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1736	1384	1617	1769	成长能力				
净利润	566	610	836	985	营业收入	-15.3%	10.2%	14.4%	14.4%
折旧摊销	783	824	868	862	营业利润	-24.2%	-7.5%	41.0%	20.3%
财务费用	249	294	264	268	归属于母公司净利	-36.8%	7.8%	37.1%	17.8%
投资损失	-1	0	-1	-19	获利能力				
营运资金变动	-8	-404	-451	-474	毛利率 (%)	20.2%	19.4%	20.6%	21.1%
其他经营现金流	720	1075	1388	1606	净利率 (%)	5.3%	5.2%	6.2%	6.4%
投资活动现金流	1075	-1570	-1382	-1445	ROE (%)	10.6%	10.2%	12.3%	12.7%
资本支出	-422	-1570	-1383	-1463	ROIC (%)	7.0%	6.1%	7.2%	7.7%
长期投资	10	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	1486	0	1	19	资产负债率 (%)	53.0%	51.7%	49.7%	48.1%
筹资活动现金流	-2831	44	-283	-111	净负债比率 (%)	112.7%	107.0%	98.8%	92.8%
短期借款	474	338	-19	157	流动比率	1.06	1.05	1.10	1.16
长期借款	14	0	0	0	速动比率	0.69	0.74	0.76	0.79
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-115	0	0	0	总资产周转率	0.67	0.69	0.73	0.77
其他筹资现金流	-3204	-294	-264	-268	应收账款周转率	4.62	4.82	4.81	4.78
现金净增加额	-14	-142	-49	213	应付账款周转率	9.13	9.70	9.67	9.59

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

别依田：上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

滕飞：四年产业设计和券商行业研究经验，法国 KEDGE 高商金融硕士，电气工程与金融专业复合背景，覆盖锂电产业链。

盛炜：三年买方行业研究经验，墨尔本大学金融硕士，研究领域覆盖风电光伏板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。