

## 万丰奥威 (002085.SZ) 铝轮及镁合金压铸龙头，布局通航飞机双擎驱动

2021年06月25日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

邓健全（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

日期	2021/6/24
当前股价(元)	5.79
一年最高最低(元)	8.33/5.17
总市值(亿元)	126.62
流通市值(亿元)	120.97
总股本(亿股)	21.87
流通股本(亿股)	20.89
近3个月换手率(%)	44.63

### ● 汽车轻量化零部件多领域细分龙头，收购通航飞机打造新增长极

公司是汽车金属材料轻量化多个细分领域的龙头，铝合金轮毂及镁合金零部件产业全球领跑，模具冲压件和环保涂覆产业国内领先，2020年确立金属材料轻量化汽车部件和通航飞机制造产业“双引擎”驱动的发展格局。我们预计2021-2023年公司营收为120.45/129.07/134.65亿元，归母净利润为7.24/8.05/9.07亿元，EPS为0.33/0.37/0.41元/股，对应当前股价PE为17.5/15.7/14.0倍，相较于可比公司估值处于较低水平，首次覆盖给予“增持”评级。

### ● 万丰镁瑞丁领跑全球，“T3+1”助力国内渗透提速

汽车轻量化镁合金应用前景广阔，政策持续推动，渗透率有望向欧美发达国家水平接近。万丰镁瑞丁是世界镁合金压铸行业的领导者，拥有强大产业链整合能力与深加工技术壁垒。公司镁合金产品在特斯拉、蔚来、小鹏等新能源汽车上均有成熟应用，已成为主机厂镁合金轻量化的首选合作方。2020年公司与中国一汽、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。

### ● 铝轮业务历史积淀深厚，龙头地位稳固

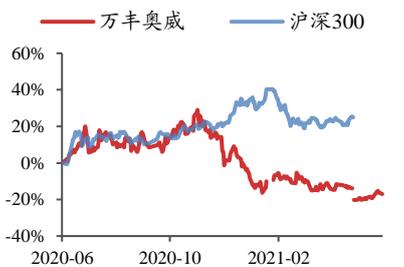
公司铝合金轮毂业务有近30年的发展历史，底蕴深厚，已成为公司稳定的现金流业务。2020年铝合金汽轮与摩轮全球市场份额分别为10%、35%，市场布局全面，客户资源丰富。汽轮方面，公司将进一步打开新能源车市场。摩轮方面，公司有望受益于大排量摩托车销量的高增长，为整体业务贡献边际增量。

### ● 收购全球通航飞机龙头，开拓国内通航市场

中国通航产业处于发展初期，具备广阔成长空间，航校培训需求较大。钻石飞机为全球前三大通用飞机制造商，2017年被万丰航空收购，2020年成为公司控股子公司，2021年引入国有资本。公司介入通航领域即取得了世界级领先的领先优势，在多笔订单的逐渐转化下，飞机工业有望成为公司成长的新引擎。

● **风险提示：**乘用车销量不及预期、镁合金轻量化进程不及预期、原材料价格持续上涨、通航产业政策推进不及预期

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,788	10,699	12,045	12,907	13,465
YOY(%)	-2.0	-0.8	12.6	7.2	4.3
归母净利润(百万元)	769	566	724	805	907
YOY(%)	-19.8	-26.5	28.0	11.1	12.8
毛利率(%)	20.2	20.2	19.5	20.1	20.6
净利率(%)	7.1	5.3	6.0	6.2	6.7
ROE(%)	12.2	10.2	10.1	10.4	10.7
EPS(摊薄/元)	0.35	0.26	0.33	0.37	0.41
P/E(倍)	16.5	22.4	17.5	15.7	14.0
P/B(倍)	2.1	2.4	2.2	2.0	1.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、汽车轻量化零部件细分龙头，双擎驱动多元发展 .....	4
1.1、铝轮及镁合金轻量化龙头，收购飞机工业开拓通航市场 .....	4
1.2、经营逐步改善，股权质押比例下降 .....	7
2、汽配业务：铝轮积淀深厚，镁合金业务发力 .....	9
2.1、铝合金汽轮：营收贡献高，细分市场全球领跑 .....	9
2.2、铝合金摩轮：产能全球领先，受益大排量摩托车高增长 .....	12
2.3、镁合金零部件：镁瑞丁领跑全球，“T3+1”助力国内渗透提速 .....	14
2.3.1、车用镁合金渗透率有望提升，市场空间广阔 .....	14
2.3.2、压铸技术筑护城河，镁瑞丁具备全球竞争力 .....	16
3、通航业务：收购通用飞机龙头，开拓国内通航市场 .....	18
3.1、国内通航市场空间广阔，航校培训需求高 .....	18
3.2、卡位通航飞机皇冠，订单催化加速成长 .....	20
4、盈利预测与投资建议 .....	22
5、风险提示 .....	23
附：财务预测摘要 .....	24

## 图表目录

图 1：公司近年来通过内生与外延式发展不断丰富业务结构 .....	4
图 2：公司汽车轻量化零部件业务在国内乃至全球范围内领先 .....	5
图 3：万丰航空小镇打造通用航空产业 .....	6
图 4：公司通用飞机产业主要机型包含单发、双发涡浆及活塞式飞机等 .....	6
图 5：2021 年一季度公司营收为 27.6 亿元，同比增长 15.6% .....	7
图 6：2021 年一季度公司净利润为 1.68 亿元，同比增长 37.2% .....	7
图 7：2015-2020 年公司营收结构以汽车零部件制造为主(百万元) .....	7
图 8：2016-2019 年公司主营业务毛利率(%)较为稳定 .....	7
图 9：2021 年 6 月公司股权质押比例已下降至 16.77% .....	8
图 10：公司铝合金汽轮业务经历近 30 年的发展走向全球领先 .....	9
图 11：2020 年公司新能源车铝合金汽轮产量占比约 4.6% .....	10
图 12：2020 年公司铝合金轮毂 OEM 产量占比约 85.2% .....	10
图 13：2011-2019 年公司铝合金汽轮营收复合增速为 9.6% .....	10
图 14：2007-2019 年大排量摩托车(>250cc)销量增速较快 .....	12
图 15：印度、中国摩托车销量位居世界前列(百万辆) .....	13
图 16：公司铝合金摩轮业务具备广泛的市场布局 .....	13
图 17：镁合金在车辆上典型应用包括车身、发动机、内饰件等 .....	14
图 18：镁瑞丁具备国际竞争力，2013 年被万丰集团收购 .....	16
图 19：万丰镁瑞丁生产较为丰富的车用镁合金产品 .....	17
图 20：万丰镁瑞丁为蔚来 ES8 提供仪表盘骨架、前端模块框架等镁合金零部件 .....	17
图 21：万丰镁瑞丁合作伙伴包含主流车企等 .....	17
图 22：中国通用航空处于初创期，市场规模远小于商业航空 .....	18
图 23：2020 年通用航空机队构成中涡浆和活塞固定翼飞机占比最高 .....	19
图 24：2020 年涡浆和活塞固定翼飞机市场钻石工业份额位居第二 .....	19
图 25：2019 年全球通用航空需求以商务、私人出行为主 .....	19

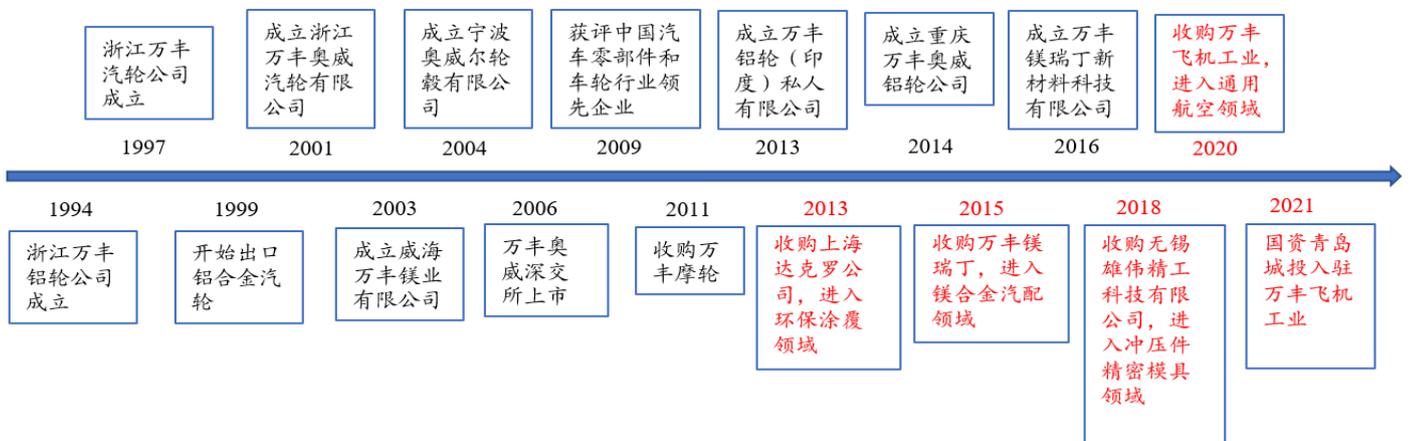
图 26: 2019 年中国通用航空需求以飞行培训作业为主.....	19
图 27: 2020 年公司通航飞机业务毛利率为 29.7%.....	20
图 28: 2019 年钻石飞机在通用飞机制造商中市占率排名第三.....	20
表 1: 公司铝合金汽轮已经形成了“26313+N”的市场布局.....	9
表 2: 2019 年吉林、浙江万丰奥威铝合金汽轮配套车型较为丰富.....	11
表 3: 根据汽车轻量化材料用量目标, 单车用镁量有较大提升空间.....	14
表 4: 汽车镁合金零部件减重效果明显.....	15
表 5: 万丰钻石飞机在奥地利、加拿大以及中国浙江均拥有制造基地.....	20
表 6: 2018-2023 年公司营收拆分及预测.....	22
表 7: 可比公司 PE/PEG 估值.....	23

## 1、汽车轻量化零部件细分龙头，双擎驱动多元发展

### 1.1、铝轮及镁合金轻量化龙头，收购飞机工业开拓通航市场

公司为汽车金属材料轻量化多领域的细分龙头，2020年确立“双引擎”驱动战略。公司自2001年成立以来实施了内生与外延并重的发展战略，通过一系列国际化并购及整合措施，形成了“轻量化镁合金、铝合金、高强度钢”等金属材料轻量化汽车部件产业和通航飞机制造产业“双引擎”驱动的发展格局。公司以汽车铝合金轮毂起家，2009年获评中国汽车零部件和车轮行业领先企业。2013、2015、2018、2020年公司通过收购依次进入环保涂覆、镁合金汽配、高强度钢冲压件以及通用航空领域，借助公司在铝合金车轮领域的领先优势，各业务实现了平稳协同发展。

图1：公司近年来通过内生与外延式发展不断丰富业务结构



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司铝合金及镁合金零部件产业全球领跑，模具冲压件和环保涂覆产业国内领先。公司拥有全球领先的轻量化铝合金车轮制造基地，2020年公司汽车铝合金车轮产量占全球市场约10%，摩托车铝合金车轮产量占全球市场约35%；子公司万丰镁瑞丁是全球镁合金供应商领导者，镁合金应用设计、开发技术世界领先，占北美市场份额约65%；子公司无锡雄伟是全国高强度钢片冲压件制造商领导者；公司环保达克罗涂覆业务规模亦为国内领先。

**图2: 公司汽车轻量化零部件业务在国内乃至全球范围内领先**

	市场地位	年产能	主要客户	生产基地	销售国家
铝合金汽车轮毂	 全球最大铝合金轮毂供应商之一	2000万套	宝马、奔驰、路虎、通用、福特、克莱斯勒、大众、丰田、本田、日产、现代	拥有浙江新昌、宁波、威海、吉林、重庆五大生产基地	美国、日本、德国、法国、俄国、韩国等30多个国家和地区
铝合金摩托车轮毂	 约占全球市场的三分之一，是世界上最大的摩托车铝合金轮毂生产基地之一	超2200万件，产品涵盖10—19英寸不同规格、1500多个品种	本田、雅马哈、铃木、比亚乔、宝马等全球顶级摩托车主机厂	拥有广东江门、印度巴沃尔两大生产基地	欧洲、美洲、日本、印度、东南亚等10多个国家、地区
镁合金零部件	 全球最大镁合金零部件供应商之一，北美市场占有率达65%以上	配备70台500吨~4500吨各类型号的压铸机，其中30台为2500吨以上特大型压铸机	保时捷、特斯拉、奥迪、奔驰、宝马、沃尔沃、路虎、丰田、本田、福特、通用、菲亚特、克莱斯勒等	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	亚洲市场、欧洲市场、北美市场
高强度钢冲压件	 全球前十大汽车冲压件供应商	年产值10余亿元	延锋安道拓、佛吉亚、博泽、瑞典“Autoliv集团”、日本“TAKATA”等全球性知名汽车零部件企业	旗下设有无锡杰夫机械科技、盐城雄伟汽车零部件、仪征雄伟机械科技、长春雄伟汽车零部件有限公司4家子公司	
环保涂覆	 全国最大环保涂覆加工基地之一，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%	拥有28条涂覆线，年最大加工能力7万吨。拥有12条自动涂覆线，年最大加工能力3.5万吨	下游行业包括汽车、绿色能源风力发电、地铁重大工程、航天产业、家电电力、机械建筑、公路设施、海洋工程、军事工业等	宁波、嘉兴	

资料来源：公司官网、盖世汽车、开源证券研究所

公司并购国际通用飞机龙头制造商，与青岛城投、航发基金开展战略合作，加速开拓国内通航市场。2016、2017年万丰航空工业先后收购加拿大、奥地利钻石飞机工业。2020年4月，公司向万丰航空收购了飞机工业55%的股权。2021年2月，飞机工业引进地方城投青岛万盛城丰作为战略投资者。目前万丰奥威持有飞机工业55%股权，青岛万盛城丰持有35%股权，万丰航空工业持有10%股权。2021年6月17日，万丰航空与北京航发基金签订协议，拟转让飞机工业10%的股权。航发基金是国内通用航空领域专业的投资机构，引入战投将为公司飞机业务在国内的发展奠定良好基础。

公司通用飞机制造产业具备国际领先的实力。万丰钻石飞机目前拥有3个制造基地、3个设计研发中心和1个制造工程中心，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，2020年双发飞机市占率世界第一、活塞飞机市占率世界前三。客户遍布欧洲、北美、亚太和中东等区域，在全球90余个国家和地区设有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。公司制造拥有自主知识产权的飞机整机，参与建设浙江省5.5平方公里的“万丰航空特色小镇”，打造国家级通用航空产业示范区。

图3: 万丰航空小镇打造通用航空产业



资料来源: 万丰航空官网、开源证券研究所

图4: 公司通用飞机产业主要机型包含单发、双发涡浆及活塞式飞机等



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

2020年万丰集团可交换债转股完成，流动性进一步释放。2020年8月15日公司控股股东万丰集团规模13亿元的可交换债全部完成换股，万丰集团持有公司股份的比例下降，流动性进一步释放。截至2021年一季度，前10名股东中，万丰奥特控股集团持有公司33.37%的股份，为控股股东。陈爱莲持有公司4.46%的股份，并持有万丰集团39.60%的股份，为公司的实际控制人。

## 1.2、经营逐步改善，股权质押比例下降

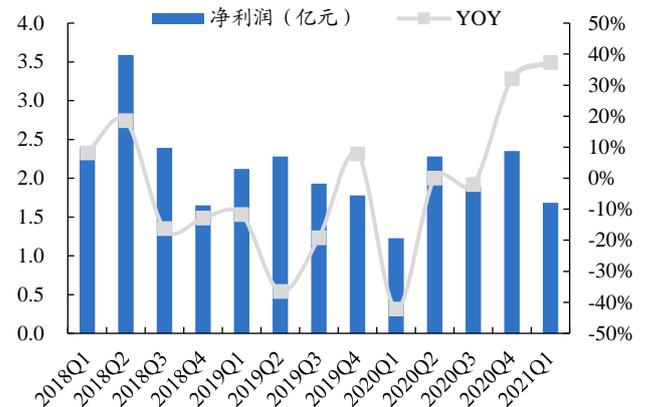
公司主营由汽车零部件制造与飞机制造构成，2020年Q2以来经营逐步改善。2020年公司营收中汽车零部件制造占比达84.8%，飞机制造占比15.2%。公司铝合金轮毂、镁合金压铸产品、冲压零部件、金属铸件、涂层加工业务2019年营收占比分别为57.4%、26.4%、7.2%、2.9%、2.6%，毛利率分别为18.6%、18.6%、25.4%、31.4%、34.4%，历史上毛利率较为稳定。2020年Q2以来，公司经营逐步改善，2021年Q1公司营收增长15.6%至27.6亿元，高于2019年Q1的24.6亿元，净利润同比增长37.2%至1.68亿元。

图5：2021年一季度公司营收为27.6亿元，同比增长15.6%



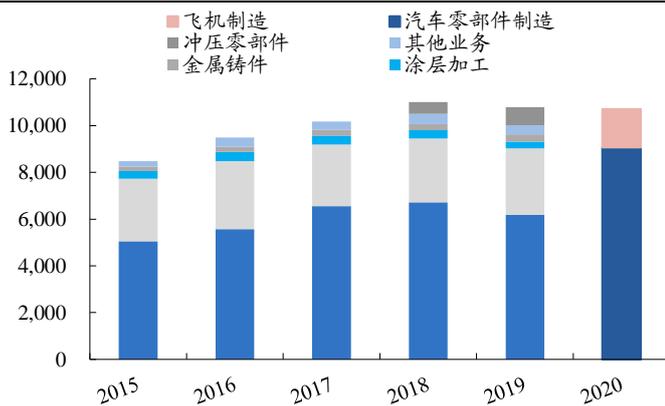
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2021年一季度公司净利润为1.68亿元，同比增长37.2%



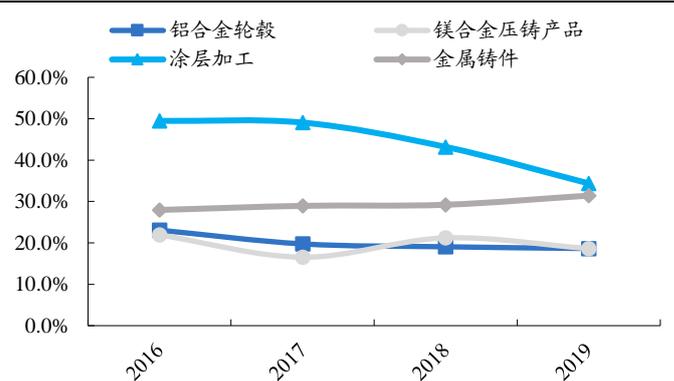
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2015-2020年公司营收结构以汽车零部件制造为主（百万元）



数据来源：公司年报、开源证券研究所

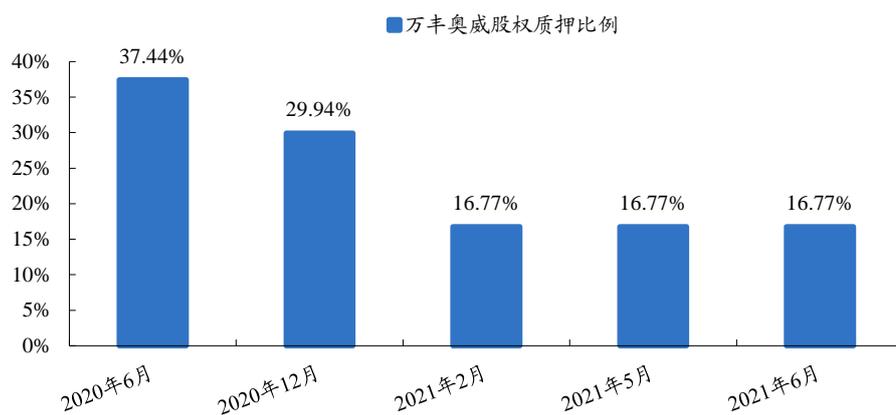
图8：2016-2019年公司主营业务毛利率（%）较为稳定



数据来源：公司年报、开源证券研究所

飞机资产引入国有资本，股权质押比例下降，流动性逐渐好转。2021年2月引入国资战投的飞机资产交割完成，此次交易中钻石飞机工业估值52.7亿元，较2020年飞机工业55%股权注入上市公司时交易作价增值约8.7亿元，表现出飞机工业资产的成长性以及国有资本对该资产的认可。交割完成后，公司控股股东万丰集团部分股权解除质押，公司整体股权质押比例从2020年12月的29.94%下降至2021年6月的16.77%，流动性逐渐好转。

图9：2021年6月公司股权质押比例已下降至16.77%



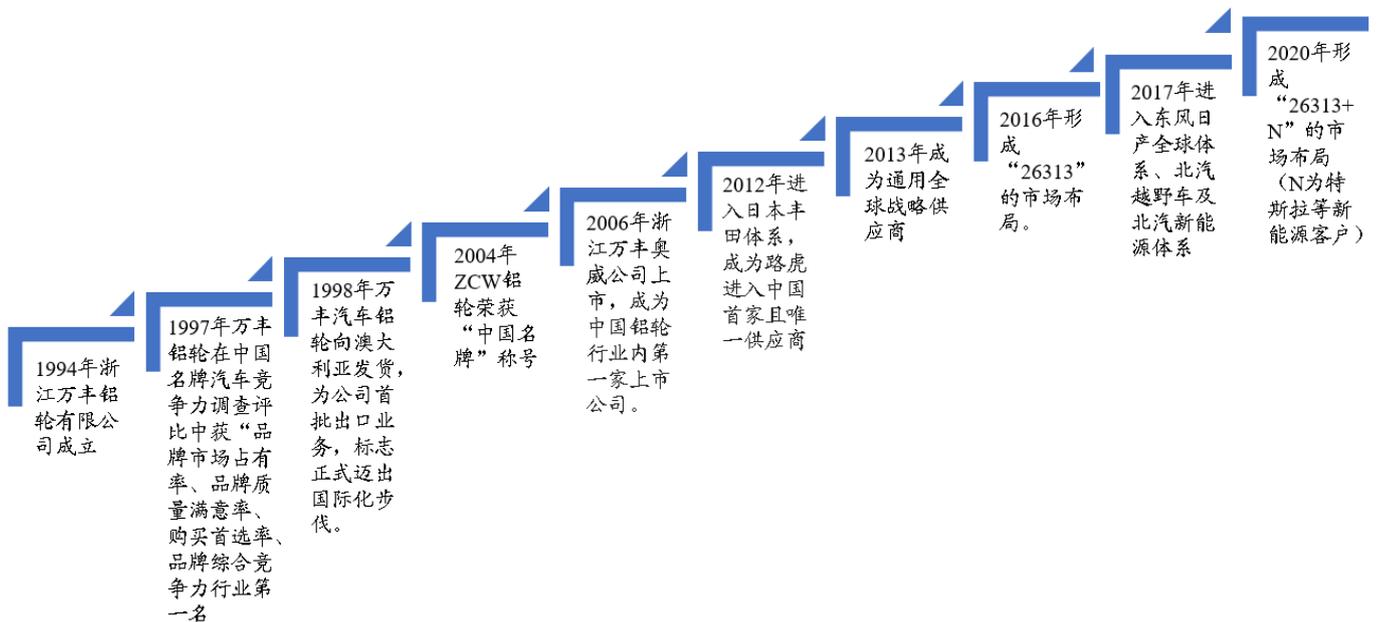
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、汽配业务：铝轮积淀深厚，镁合金业务发力

### 2.1、铝合金汽轮：营收贡献高，细分市场全球领跑

公司铝合金汽轮业务经历近 30 年的发展，建立起丰富的客户矩阵。1994 年万丰铝轮公司成立，1998 年首次出口澳大利亚市场，2004 年“ZCW”铝轮获中国名牌称号，2006 年万丰奥威上市，为铝轮行业首家上市公司。上市后公司铝合金汽轮客户群不断壮大，与全球六大汽车体系配套，份额不断提高，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，至 2020 年已形成了“26313+N”的市场布局。

图10：公司铝合金汽轮业务经历近 30 年的发展走向全球领先



资料来源：公司年报、开源证券研究所

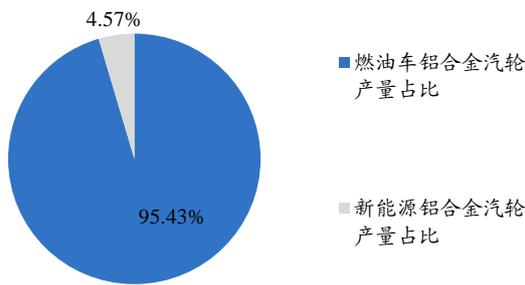
表1：公司铝合金汽轮已经形成了“26313+N”的市场布局

数量	体系	品牌
2	美系	福特、通用
6	欧系	宝马、奔驰、大众、路虎、标致、菲亚特
3	日系	本田、丰田、日产
1	韩系	现代
3	中国	奇瑞、比亚迪、江淮
N	新能源	小鹏、蔚来、理想、恒大

资料来源：公司年报、开源证券研究所

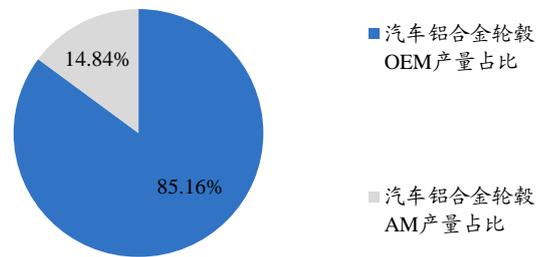
公司铝合金汽轮年产能可达 2000 万套，细分市场全球领跑，并向新能源车市场渗透。公司铝合金汽轮拥有浙江新昌、宁波、威海、吉林、重庆五大生产基地，年产能可达 2000 万套，其中 OEM 轮毂产量占比约 85.16%。公司加大新能源车企客户的拓展力度，2020 年公司新能源车铝合金汽轮产量为 64.8 万套，占总产量的 4.6%。目前公司铝合金汽轮产量占全球市场份额约 10%，国内市场份额约为 15%-20%，实现了细分行业的全球领跑。

图11: 2020 年公司新能源车铝合金汽轮产量占比约 4.6%



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

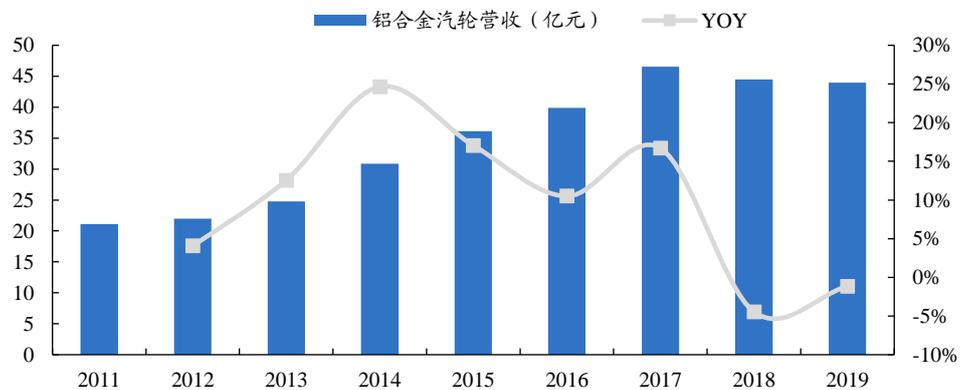
图12: 2020 年公司铝合金轮毂 OEM 产量占比约 85.2%



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

2011-2019 年公司铝合金汽轮营收复合增速为 9.6%，实现翻倍增长。铝合金汽轮历年营收占比超 40%，毛利率约为 20%，为公司重要的现金流资产，未来有望持续贡献主要营收。事业部下吉林、浙江万丰奥威等子公司均与主机厂建立了稳定的合作关系，配套车型丰富。据 Marklines 数据，2019 年浙江万丰奥威铝轮配套主机厂包括华晨宝马、北京现代、北京奔驰、一汽大众等，配套车型包括奔驰 C 级、宝马 3 系、宝马 5 系等，吉林万丰奥威铝轮配套主机厂包括上汽大众、东风日产、一汽丰田等。

图13: 2011-2019 年公司铝合金汽轮营收复合增速为 9.6%



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

**表2: 2019年吉林、浙江万丰奥威铝合金汽轮配套车型较为丰富**

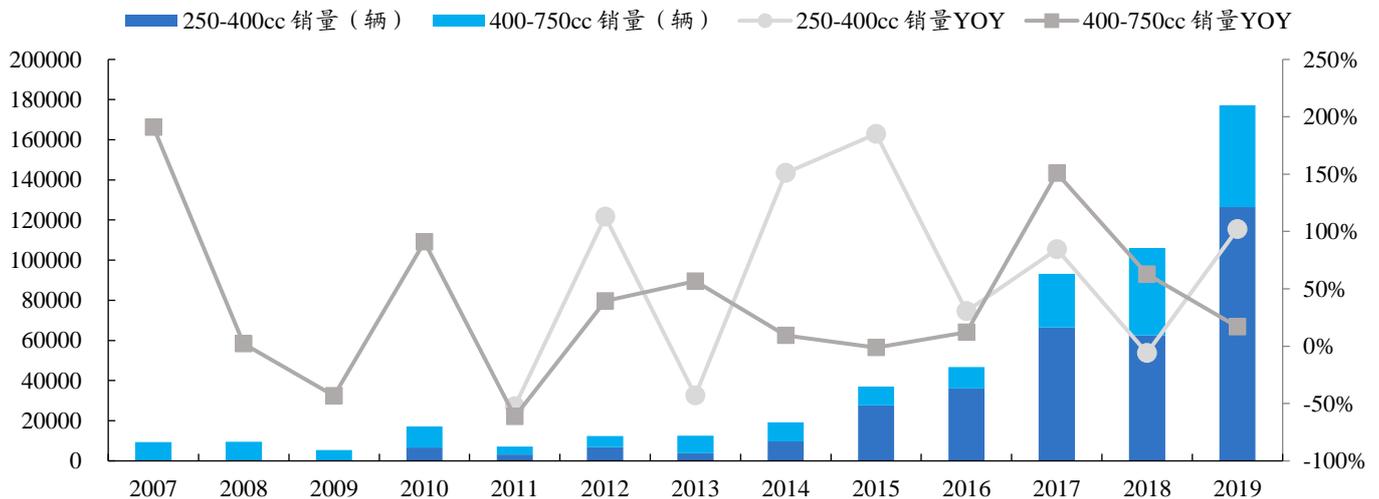
吉林万丰奥威铝轮配套车型		浙江万丰奥威铝轮配套车型	
整车厂	车型	整车厂	车型
上汽大众	大众 帕萨特	一汽-大众	大众 宝来
上汽大众	大众 朗逸	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 C 级
东风日产	日产 蓝鸟	北京奔驰	梅赛德斯-奔驰 E 级
东风日产	日产 轩逸	北京现代	现代 名图
东风本田	本田 思域	北京现代	现代 领动
天津一汽丰田	丰田 威驰 FS	华晨宝马	宝马 3 系
广州本田	本田 飞度	华晨宝马	宝马 5 系
江淮	瑞风 S3		
神龙	雪铁龙 C4L		

资料来源: Marklines、开源证券研究所

## 2.2、铝合金摩轮：产能全球领先，受益大排量摩托车高增长

国内市场方面，大排量摩托车景气度高，销量逆势增长。近十年，摩托车销量较为低迷，2010年达到顶峰后缓慢下滑，但中大排量摩托车实现了逆势增长。我国部分城市长期以来实行“限/禁摩令”，摩托车上路上牌存在困难，一定程度制约了摩托车行业的发展。而随着国民经济水平的提高，大排量摩托车的主要用途由代步工具向休闲娱乐转变，消费属性日益凸显。在供给端产品快速升级，自主、合资品牌精品车型持续推出的催化下，大排量摩托车销量增长强劲。据中汽协数据，250-400cc摩托车销量从2010年的6700辆增长至2019年的126372辆，9年复合增速达38.6%。400-750cc的摩托车销量从2007年的9410辆增长至2019年的50862辆，12年复合增速达15%。

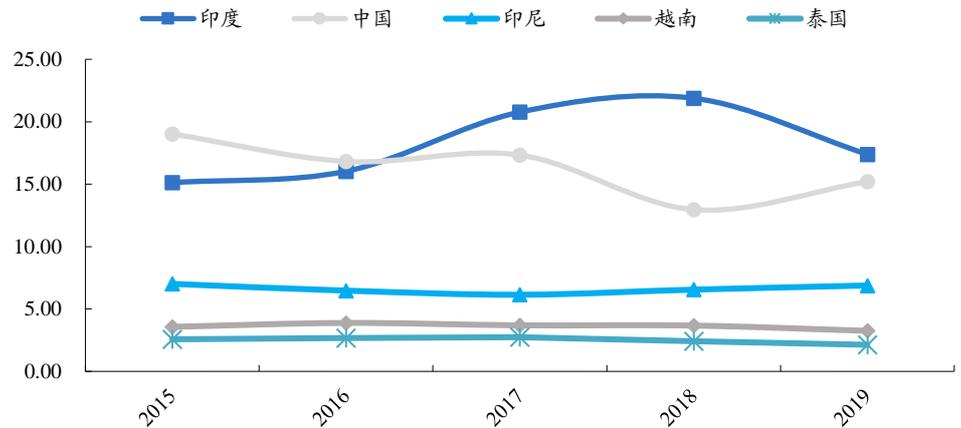
图14：2007-2019年大排量摩托车(>250cc)销量增速较快



数据来源：中汽协、开源证券研究所

国外市场方面，印度、印尼等亚非欠发达国家摩托车需求较大。Marklines 数据显示，2019年印度、中国、印尼摩托车销量分别为17.4、15.2、6.9百万辆。印度、中国、印尼、越南、泰国是摩托车销售的主要国家。由于较大的人口基数与道路设施的限制，印度等发展中国家的许多城市都面临严重的交通拥堵，摩托车作为更加灵活且效率更高的通勤方式，拥有着庞大的市场需求。

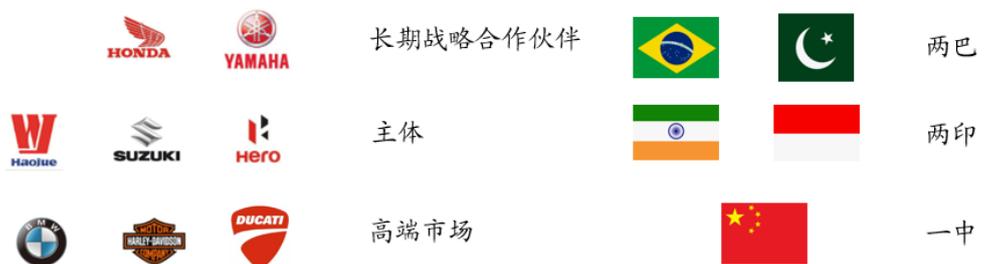
图15: 印度、中国摩托车销量位居世界前列 (百万辆)



数据来源: Marklines、开源证券研究所

公司铝合金摩托车轮毂全球市场份额约 35%，具备国际竞争力。公司铝合金摩轮业务经历了二十余年的发展沉淀，已具备全球竞争力。2013 年铝合金摩轮产销量已达全国第一，2017 年即拥有全球最大的铝合金摩轮生产基地，2020 年全球市场份额约 35%。客户方面，形成了“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。区域方面，以“两印两巴一中”为主导，印度市场具备本地供货与本土运营的优势，同时加速开拓柬埔寨、韩国、越南、泰国等新兴市场。2020 年随着大排量摩托车个性化需求增长，公司调整产品结构，优化产能技术布局，钱江、铃木、印度本田、雅马哈、百佳杰等客户占比不断提升。

图16: 公司铝合金摩轮业务具备广泛的市场布局



资料来源: 公司年报、开源证券研究所

## 2.3、镁合金零部件：镁瑞丁领跑全球，“T3+1”助力国内渗透提速

### 2.3.1、车用镁合金渗透率有望提升，市场空间广阔

轻量化进程加速下，汽车镁合金用量有较大提升空间。根据节能与新能源汽车技术路线战略咨询委员会 2016 年发布的轻量化目标, 2020/2025/2030 年分别较 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碳纤维材料的成本，其中镁合金材料目标 2020/2025/2030 年单车用镁合金达 15Kg/25Kg/45Kg。

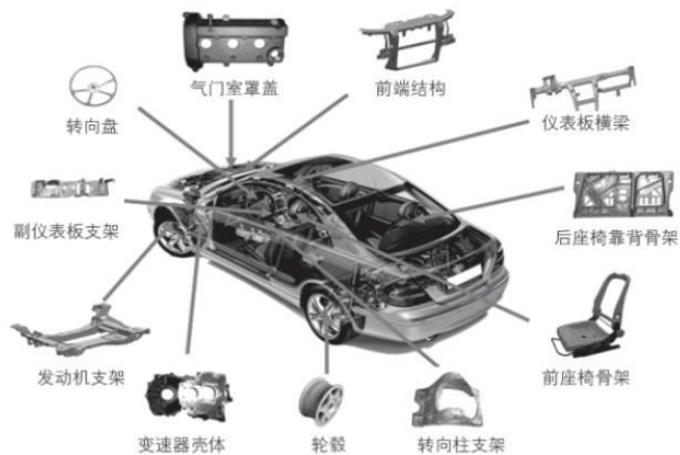
表3: 根据汽车轻量化材料用量目标，单车用镁量有较大提升空间

改进类别	2020	2025	2030
整车质量	较 2015 减重 10%	较 2015 减重 20%	较 2015 减重 35%
高强度钢	强度 600Mpa 以上的 AHSS 钢应用达 50%	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的 30%	2000Mpa 级以上钢材有一定比例应用
铝合金	单车用铝量达 190Kg	单车用铝量超过 250Kg	单车用铝量超过 350Kg
镁合金	单车用镁量达 15Kg	单车用镁合金 25Kg	单车用镁合金 45Kg
碳纤维材料	碳纤维有一定使用量，成本比 2015 年降低 50%	碳纤维使用量占车重 2%，成本比上阶段降低 50%	碳纤维使用量占车重 5%，成本比上阶段降低 50%

资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图》、开源证券研究所

镁合金材料在零部件开发中有密度小、减震性强、刚性好等优点，汽车应用主要集中在车身、发动机和内饰件上。镁合金材料质量密度较小，应用于新能源汽车中能够显著减轻质量，延长续航里程。其次，镁合金具备优异的减震性，较之铝、钢等材料性能突出，对于维系汽车运行的稳定性效果好。此外，镁合金比强度、比刚度良好，镁合金刚度随厚度的增加成立方比增加，对整体构件的设计十分有利。镁合金在汽车中的主要应用为转向盘、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。

图17: 镁合金在车辆上典型应用包括车身、发动机、内饰件等



资料来源：中国产业信息网

**表4: 汽车镁合金零部件减重效果明显**

汽车零部件	原用材料	原质量/Kg	改用镁合金后质量/Kg	减重效果/%
发动机缸体	铝合金	22	19	14
变速器壳体	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	19	50
框架	铝合金	14.4	7.3	50
方向盘	钢	4	0.9	78
脚踏板	钢	5	1.1	72
阀体零件	锌合金	2.5	0.7	72

资料来源：中国产业信息网、开源证券研究所

欧洲、北美、日本等车用镁合金渗透率较高，价格与技术是目前制约国内镁合金行业发展的主要因素，市场空间有待打开。据中国产业经济信息网，2019年中国原镁产销量占全球产销量的85%，我国镁资源储量丰富。但镁合金的深加工技术一直是国内的技术瓶颈，且相较于铝合金而言，镁合金产品种类相对较少，价格更贵，使得厂商投入镁合金产品研发意愿相对较低。中国产业信息网数据显示，目前北美单车用镁量约为3.5kg，奥迪A4上每辆车使用镁合金达到14kg。欧洲范围内60多种汽车零部件已采用镁合金材质，北美使用和研发中的镁合金零部件有100多种。而国产汽车每辆用量平均仅1.5kg，远低于欧美国家的使用量。随着汽车轻量化进程的加速，镁合金也是我国产业政策支持发展的重点领域，市场空间有待打开。

### 2.3.2、压铸技术筑护城河，镁瑞丁具备全球竞争力

万丰镁瑞丁是世界镁合金压铸行业的领先者。万丰镁瑞丁于2013年在英国成立，管理总部在加拿大安大略省，2015年被公司全资收购。万丰镁瑞丁是全球镁合金供应商领导者，镁合金应用设计、开发技术世界领先，占北美市场份额约65%。镁瑞丁自1981年在加拿大安大略省建厂以来，跟随客户的全球化步伐，不断在世界各地增加新的产能，为客户提供本地化配套服务，目前已经形成了美洲、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。

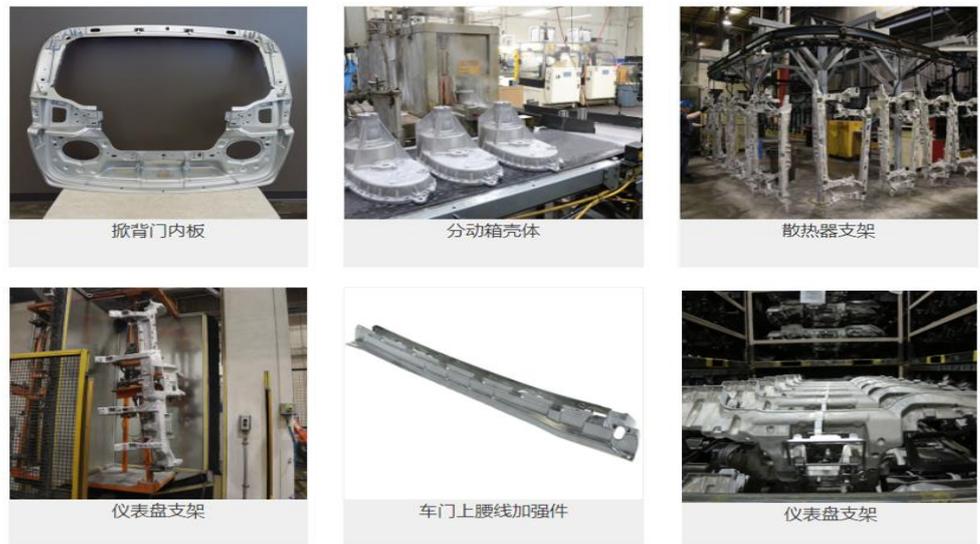
图18：镁瑞丁具备国际竞争力，2013年被万丰集团收购



资料来源：公司官网

公司作为轻量化镁合金深加工全球领导者，拥有产业链整合能力与核心技术壁垒。公司产品涉及动力总成、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、奥迪等知名品牌。万丰镁瑞丁拥有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、模具技术等，对镁合金压铸组合技术的掌握是公司成为行业领先者的关键。公司和设备制造商有多年的合作经验，设备制造商为其量身定做压铸件，使得对手无法简单复制。公司多项产品荣获北美压铸协会大奖、美国铸造学会设计大奖、IMA 汽车制造产品类别卓越奖、国际压铸竞赛大奖等多项国际奖项。

图19: 万丰镁瑞丁生产较为丰富的车用镁合金产品



资料来源: 公司官网

公司建立 T3+1 战略合作机制,为新能源汽车提供镁合金轻量化应用解决方案。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。2020 年 12 月,公司获得恒大新能源汽车 EM3 项目 2 款仪表盘支架定点函,项目订单金额约 4200 万元。镁瑞丁也是特斯拉的一级/二级供应商,与特斯拉的配套规划从国产车延伸至全球。公司为特斯拉、蔚来、小鹏等新能源汽车提供镁合金轻量化解决方案,开启国内镁合金应用的新时代。

图20: 万丰镁瑞丁为蔚来 ES8 提供仪表盘骨架、前端模块框架等镁合金零部件



资料来源: 网易汽车

图21: 万丰镁瑞丁合作伙伴包含主流车企等



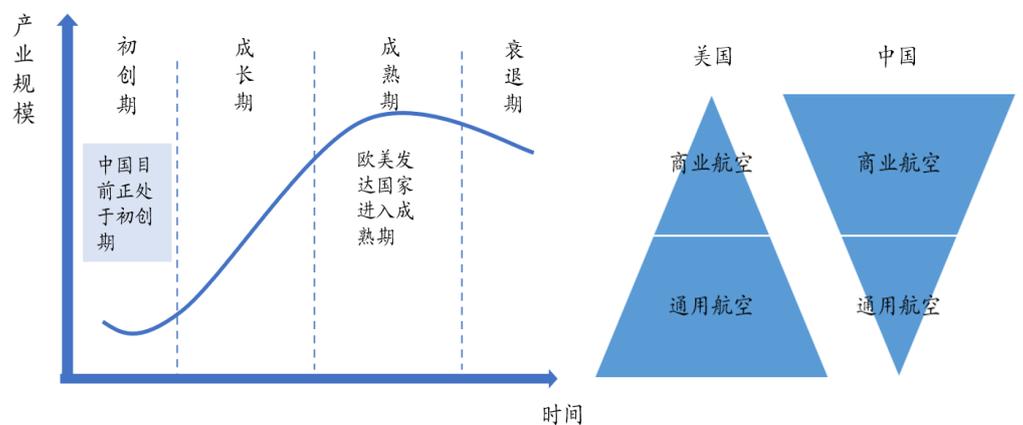
资料来源: 公司官网

### 3、通航业务：收购通用飞机龙头，开拓国内通航市场

#### 3.1、国内通航市场空间广阔，航校培训需求高

中国通用航空处于发展初期，欧美等发达国家通航产业较为成熟。通用航空是指除公共航空运输、军事、警务、海关缉私飞行以外的民用航空活动。通航涵盖了广泛的业务范围，包括飞行俱乐部、飞行训练、农业航空、轻型飞机制造及维护等。中国通用航空业目前处于发展初期，目前面临着低空管制政策、人才匮乏以及基础设施薄弱等问题，市场规模远小于商业航空。而欧美等发达国家已经进入成熟期，通用航空器、通用机场等数量庞大，但增速逐渐放缓。

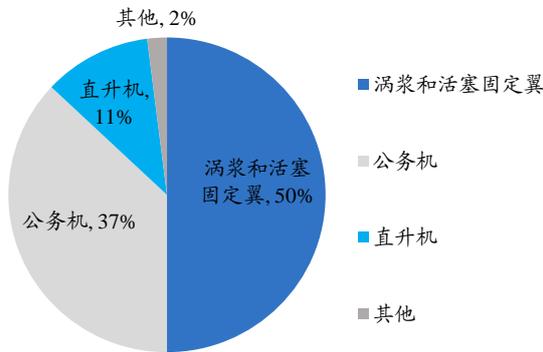
图22：中国通用航空处于初创期，市场规模远小于商业航空



资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

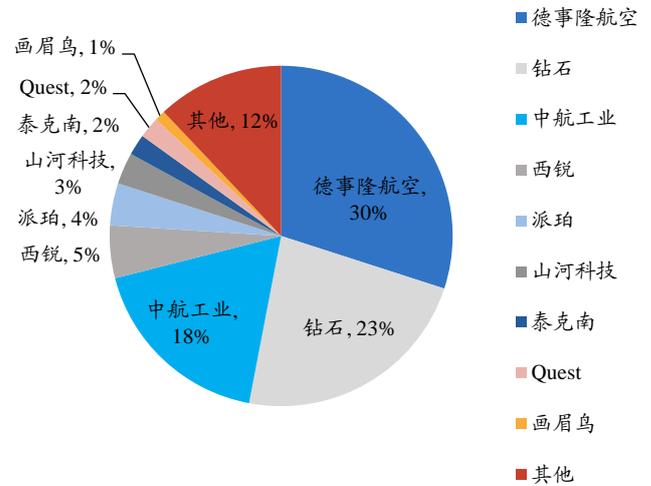
涡桨与活塞固定翼飞机是通航机队的主要组成部分，其中钻石飞机市场份额占比达 23%。从机队构成来看，截至 2020 年涡桨和活塞固定翼飞机占通航飞行器总数的 50%。其中活塞固定翼飞机主要应用于飞行培训，而涡桨固定翼飞机凭借更强的性能而广泛应用于农林作业、通勤运输、航拍航摄等领域。直升机占机队总数的 37%，主要应用于海上石油服务、空中巡查、农林植保、空中游览等领域。代表着高端出行的公务机则占比为 11%。从涡桨和活塞飞机制造商的市场份额来看，德事隆航空、钻石飞机、中航工业位居前三，市占率分别为 30%、23%、18%。

图23: 2020年通用航空机队构成中涡浆和活塞固定翼飞机占比最高



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

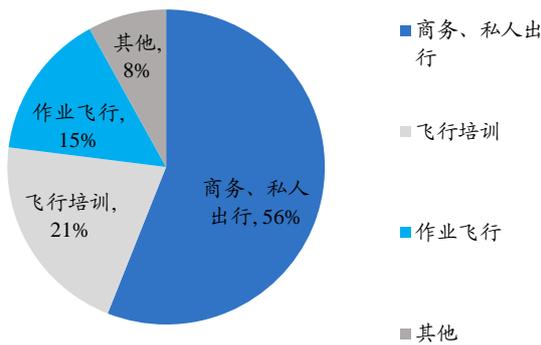
图24: 2020年涡浆和活塞固定翼飞机市场钻石工业份额位居第二



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

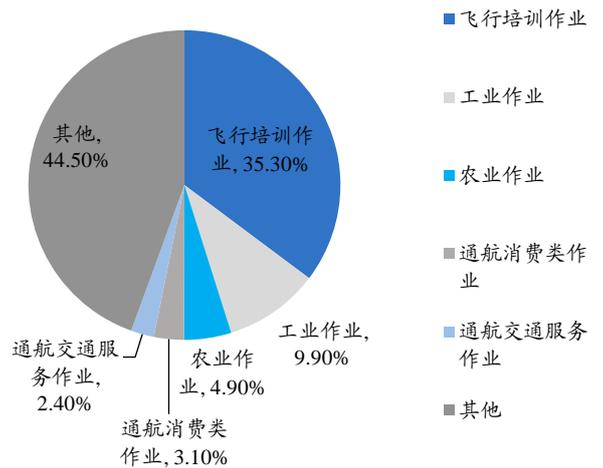
全球通航需求以私人 and 公务飞行为主，我国通航市场则以飞行培训需求为主。2019年全球通用航空主要从事的业务是私人 and 公务飞行，占比为56%，飞行培训排名第二，占比为21%。而我国通航飞行市场主要集中在飞行培训、工业和农业，占市场总额约50%。目前我国通航业务结构与全球通航业务结构存在较大差异，中国通用航空主要呈现出飞行培训比重偏高、农业及工业作业服务市场单一、私人消费比重偏低三种市场需求结构特点，此结构有望随着经济结构调整向成熟市场靠拢。

图25: 2019年全球通用航空需求以商务、私人出行为主



数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

图26: 2019年中国通用航空需求以飞行培训作业为主

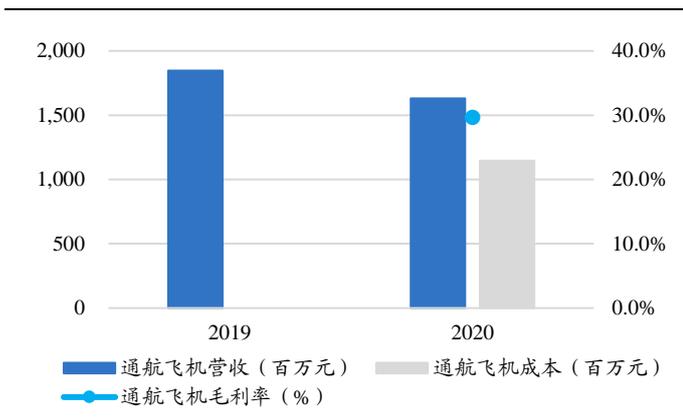


数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

### 3.2、卡位通航飞机皇冠，订单催化加速成长

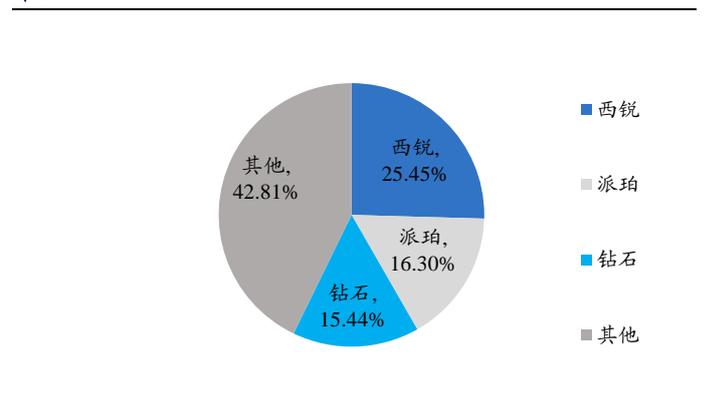
收购钻石飞机，卡位通航飞机“皇冠”。根据 GAMA 数据，2019 年钻石飞机交付的飞机占当年全球活塞式通航飞机交付数量的 15.44%，是全球通用飞机的领导者。公司从介入通航领域就取得了世界级领先的竞争优势。公司采用“领先研发—授权\技术转让—整机制造和销售”循环进阶模式，“授权\技术转让业务”支持研发和基础盈利，“整机制造和销售”攻占成熟国家市场份额，逐步实现通航飞机在不同国家和地区的推广和应用。

图27：2020 年公司通航飞机业务毛利率为 29.7%



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图28：2019 年钻石飞机在通用飞机制造商中市占率排名第三



数据来源：GAMA、开源证券研究所

公司通航飞机产业在技术、渠道和品牌等方面具备领先优势。技术方面，公司拥有以航空发动机、复合材料、新型活塞固定翼飞机设计为特色的通用飞机研发与设计技术，在全球拥有加拿大、奥地利和中国浙江三大制造基地。品牌方面，钻石飞机成立于 1981 年，在通用航空领域具有百年品牌积淀，业务遍布全球。钻石飞机共持有 39 个商标，已取得了欧洲航空安全局颁发的航空设计组织认证证书和航空研发组织认证证书，是行业内为数不多取得该证书的企业之一。渠道方面，万丰钻石飞机拥有强大的销售和服务网络，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。

表5：万丰钻石飞机在奥地利、加拿大以及中国浙江均拥有制造基地

研发基地	特点	面向市场
奥地利	(1) 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、售后核心业务形成一体化平台。 (2) 所有系列飞机整机采用复合材料设计，具有无限寿命、无变形、无腐蚀、低阻力、完美空气动力外形、高维修性等一系列优点。 (3) 奥地利钻石在行业竞争对手中是唯一同时拥有先进新一代机身、发动机和航电系统的飞机。在同类飞机中拥有最安全的飞行记录。 (4) 奥地利钻石是全行业内唯一配备具有自主知识产权的发动机，运行的经济性和航程在同类飞机中具有较大优势。	欧洲、非洲、中东及南亚东南亚地区
加拿大	(1) 加拿大钻石是航空强国加拿大最大的通用飞机制造商和行业领军企业。 (2) 加拿大钻石拥有加拿大运输部颁发的飞机制造组织和飞机设计组织资质，	北美市场和南美地区

具备从活塞式飞机到轻型喷气式飞机的研发和制造能力，目前产能约 300 架/年。

(3) 加拿大钻石拥有 DA20、DA40 和 DA62 三个机型的知识产权，组成覆盖从 2 座到 7 座，培训与个人娱乐两个市场的产品组合。

中国浙江	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，拥有中国民航局 CAAC 颁发的 PC 飞机生产许可证书，已获取中国民航局颁发钻石 DA20/DA40/DA42/DA62 飞机、DF/FM 轻型运动飞机的 VTC 证书，DA40/DF 飞机的 PC 证书，建设了轻型通用飞机浙江省工程研究中心，目前已完成年产 400 架轻型运动飞机和 100 架钻石飞机的生产线建设，其主要产品包括钻石 DA、捷克 DF、FM 等飞机系列产品。	中国大陆
------	---	------

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**积极开拓航校培训类客户，近期持续获飞机采购合同。**飞行培训是国内通航业务的主要组成部分之一。公司定位飞机制造、飞机授权业务、发动机的研发和生产、售后服务和其他业务的同时，发力航校培训市场。2020 年 9 月公司先后与中国民航大学、四川龙浩航校签署了 24 架、20 架钻石 DA40NG 购机协议和战略合作协议。2020 年 10 月公司与中东地区最大的飞行培训学校之一——Saudi National Company of Aviation 签署 39 架钻石飞机的采购合同。2021 年 4 月公司与中国航空教育开拓者——华夏云翼国际教育科技公司签署了 34 架飞机订单协议。

**超额完成业绩承诺，有望贡献更高利润。**2020 年飞机工业在疫情影响下仍实现营收 16.3 亿元，扣非归母净利润 3.3 亿元，超额完成 2.9 亿元的业绩承诺。随着国内通航市场空间的打开与公司航校培训订单的转化，通航飞机业务有望为公司贡献更高利润。

#### 4、盈利预测与投资建议

公司是汽车轻量化零部件多领域细分龙头，在铝合金轮毂、镁合金零部件等市场拥有国内乃至世界领先的产品与技术，通过收购切入通航飞机领域，实现双引擎驱动。我们对未来公司各项主营业务的收入成本预测如下：

**铝合金轮毂：**内销方面，汽车行业变革加速有望拐点向上，大排量摩托车销量高增长，配套铝轮有望迎来复苏。出口方面，2020年受疫情影响较大，我们预计伴随各国疫苗接种疫情逐渐好转，铝轮出口也将迎来改善。预计2021-2023年公司铝合金轮毂营收增速为13%、5%、3%，毛利率分别为16.5%、17%、17.5%。

**镁合金压铸产品：**万丰镁瑞丁为全球镁合金压铸行业的领导者，汽车镁合金轻量化应用前景广阔，公司具备产业链整合能力与核心技术壁垒，“T3+1”机制有望推动国内车用镁合金加速渗透。预计2021-2023年公司镁合金压铸产品营收增速为15%、10%、5%，毛利率为17.5%、18.5%、19.5%。

**飞机制造：**公司收购的飞机工业于2020年并表，2021年引入国资战投，加速开拓国内通航市场，公司近一年来收获多笔培训用飞机的采购订单，预计2021-2023年公司飞机制造业务营收增速为10%、8%、5%，毛利率为29.5%、29.5%、29.5%。

表6：2018-2023年公司营收拆分及预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>铝合金轮毂（百万元）</b>	<b>6721.96</b>	<b>6189.43</b>	<b>5058.43</b>	<b>5716.02</b>	<b>6001.82</b>	<b>6181.88</b>
YOY	2.63%	-7.92%	-18.27%	13.00%	5.00%	3.00%
毛利率	19.06%	18.64%		16.50%	17.00%	17.50%
<b>镁合金压铸产品（百万元）</b>	<b>2732.89</b>	<b>2843.43</b>	<b>2347.50</b>	<b>2699.63</b>	<b>2969.59</b>	<b>3118.07</b>
YOY	-2.08%	7.47%	-17.44%	15.00%	10.00%	5.00%
毛利率	21.21%	18.62%		17.50%	18.50%	19.50%
<b>涂层加工（百万元）</b>	<b>343.40</b>	<b>279.04</b>	<b>267.30</b>	<b>280.67</b>	<b>291.90</b>	<b>300.65</b>
YOY	-0.96%	-6.13%	-4.21%	5.00%	4.00%	3.00%
毛利率	43.18%	34.37%		34.00%	34.50%	35.00%
<b>金属铸件（百万元）</b>	<b>260.18</b>	<b>310.13</b>	<b>315.99</b>	<b>331.79</b>	<b>348.38</b>	<b>365.80</b>
YOY	6.72%	15.47%	1.89%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	29.21%	31.43%		30.00%	30.00%	30.00%
<b>冲压零部件（百万元）</b>	<b>497.99</b>	<b>772.45</b>	<b>683.66</b>	<b>820.39</b>	<b>943.45</b>	<b>1037.80</b>
YOY		54.53%	-11.49%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	25.11%	25.39%		26.00%	26.00%	26.00%
<b>其他业务（百万元）</b>	<b>448.66</b>	<b>393.26</b>	<b>403.30</b>	<b>411.36</b>	<b>423.70</b>	<b>436.41</b>
YOY		-12.35%	2.55%	2.00%	3.00%	3.00%
毛利率						
<b>飞机制造（百万元）</b>			<b>1623.04</b>	<b>1785.35</b>	<b>1928.17</b>	<b>2024.58</b>
YOY				10.00%	8.00%	5.00%
毛利率			29.67%	29.50%	29.50%	29.50%
<b>营业收入（百万元）</b>	<b>11005.07</b>	<b>10787.73</b>	<b>10699.22</b>	<b>12045.21</b>	<b>12907.02</b>	<b>13465.20</b>

数据来源：公司年报、开源证券研究所

综上，预计 2021-2023 年公司营收分别为 120.45、129.07、134.65 亿元，同比增长 12.6%、7.2%、4.3%，归母净利润分别为 7.24、8.05、9.07 亿元，每股收益 0.33、0.37、0.41 元/股，对应当前股价 PE 为 17.5、15.7、14.0 倍，3 家可比公司 2021 年 EPS 对应当前股价 PE 均值为 20.6 倍，公司当前估值水平较低，考虑到公司流动性逐渐好转，经营层面也有望迎来改善，首次覆盖给予公司“增持”评级。

**表7: 可比公司 PE/PEG 估值**

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE			EPS			PEG (2023)
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
300428.SZ	立中集团	未评级	78.39	13.07	13.49	11.31	0.00	0.97	1.16	0.00	0.00
002182.SZ	云海金属	未评级	82.10	12.70	21.95	16.76	13.54	0.58	0.76	0.94	0.57
603358.SH	华达科技	未评级	79.38	18.08	26.24	22.03	17.21	0.69	0.82	1.05	0.61
<b>平均</b>					<b>20.56</b>	<b>16.70</b>	<b>15.38</b>				
002085.SZ	万丰奥威	买入	126.62	5.79	17.48	15.73	13.95	0.33	0.37	0.41	1.09

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2021/6/24，立中集团、云海金属、华达科技数据采用 Wind 一致预测）

## 5、风险提示

乘用车销量不及预期、镁合金轻量化进程不及预期、原材料价格持续上涨、通航产业政策推进不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	7010	7009	10047	10272	10965
现金	2055	1675	3936	4218	4400
应收票据及应收账款	2424	2315	3020	2697	3267
其他应收款	560	68	639	119	672
预付账款	128	158	163	181	178
存货	1314	2310	1805	2574	1964
其他流动资产	530	483	483	483	483
<b>非流动资产</b>	6978	8964	9048	9018	8859
长期投资	0	1	1	2	2
固定资产	4837	4872	4945	4795	4492
无形资产	939	1736	1835	1957	2118
其他非流动资产	1203	2355	2268	2265	2246
<b>资产总计</b>	13989	15973	19096	19290	19824
<b>流动负债</b>	5734	6613	9363	9107	9097
短期借款	3070	3544	5942	6248	5527
应付票据及应付账款	1126	1128	1431	1293	1531
其他流动负债	1537	1940	1990	1566	2039
<b>非流动负债</b>	1594	1851	1625	1382	1117
长期借款	1165	1179	953	710	445
其他非流动负债	429	672	672	672	672
<b>负债合计</b>	7328	8464	10988	10489	10214
少数股东权益	510	2155	2248	2356	2476
股本	2187	2187	2187	2187	2187
资本公积	115	0	0	0	0
留存收益	4116	3780	4281	4841	5472
<b>归属母公司股东权益</b>	6151	5354	5859	6445	7134
负债和股东权益	13989	15973	19096	19290	19824

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1362	1736	1825	1366	2206
净利润	811	765	817	912	1028
折旧摊销	690	783	721	669	713
财务费用	221	269	254	291	265
投资损失	1	-1	0	0	0
营运资金变动	-314	-10	32	-506	200
其他经营现金流	-47	-71	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-435	1075	-805	-638	-554
资本支出	770	471	84	-31	-160
长期投资	98	0	-1	-1	-1
其他投资现金流	433	1545	-722	-670	-714
<b>筹资活动现金流</b>	-662	-2831	-1155	-753	-749
短期借款	930	474	0	0	0
长期借款	-437	14	-226	-243	-265
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-115	0	0	0
其他筹资现金流	-1155	-3204	-929	-510	-484
<b>现金净增加额</b>	281	-14	-136	-25	904

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	10788	10699	12045	12907	13465
营业成本	8606	8539	9695	10318	10693
营业税金及附加	63	54	65	70	73
营业费用	222	203	205	219	229
管理费用	541	591	626	671	714
研发费用	367	337	361	387	404
财务费用	221	269	254	291	265
资产减值损失	-12	-10	1	1	1
其他收益	91	105	91	91	91
公允价值变动收益	-0	2	0	0	0
投资净收益	-1	1	0	0	0
资产处置收益	-2	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	821	796	929	1040	1177
营业外收入	166	43	43	43	43
营业外支出	7	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	980	829	962	1073	1210
所得税	169	64	144	161	181
<b>净利润</b>	811	765	817	912	1028
少数股东损益	42	199	93	107	121
<b>归母净利润</b>	769	566	724	805	907
EBITDA	1871	1855	1921	2016	2169
EPS(元)	0.35	0.26	0.33	0.37	0.41

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-2.0	-0.8	12.6	7.2	4.3
营业利润(%)	-26.1	-3.1	16.7	12.0	13.2
归属于母公司净利润(%)	-19.8	-26.5	28.0	11.1	12.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.2	20.2	19.5	20.1	20.6
净利率(%)	7.1	5.3	6.0	6.2	6.7
ROE(%)	12.2	10.2	10.1	10.4	10.7
ROIC(%)	8.8	9.0	7.7	8.3	9.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	52.4	53.0	57.5	54.4	51.5
净负债比率(%)	44.2	52.7	42.1	36.3	21.1
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.9	0.6	0.8	0.8	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.2	4.5	4.5	4.5	4.5
应付账款周转率	7.4	7.6	7.6	7.6	7.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.26	0.33	0.37	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.79	0.83	0.62	1.01
每股净资产(最新摊薄)	2.81	2.45	2.68	2.95	3.26
<b>估值比率</b>					
P/E	16.5	22.4	17.5	15.7	14.0
P/B	2.1	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	8.6	10.1	9.5	9.0	7.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn