

002085.SZ

增持

原评级：未有评级

市场价格：人民币 14.09

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	187.6	118.8	191.1	138.4
相对深圳成指	184.4	109.9	186.7	152.4

发行股数(百万)	2,123.30
流通股(百万)	2,123.30
总市值(人民币 百万)	29,917.26
3个月日均交易额(人民币 百万)	856.42
主要股东	
万丰奥特控股集团有限公司	34.07

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2024年3月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机

证券分析师：杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

万丰奥威

“地空”双轮驱动的低空经济排头兵

万丰奥威用 20 余年发展成为“地空”双引擎驱动的全球化企业。在汽车金属部件轻量化产业的“地面”业务做到全球领先之时，积极开拓飞行器创新制造产业的“空中”业务。随着低空经济政策出台，公司布局的 eVTOL 领域成为新看点，和知名主机厂商合作，向万亿级市场挺进。首次覆盖，给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **智能制造全球布局，业绩表现良好。**在全球 10 个国家设立制造基地和研发中心，在国内建有 19 个生产基地，海外收入占比约一半。通过数字化改造和智慧工厂建设，推动生产转型升级。2023 年前三季度百亿级收入端稳中向好，新业务同比增速占优；归母净利润因减值因素有短期波动。毛利率保持 20% 左右，2022 年之后呈上升趋势。
- **率先布局电动垂直起降飞行器（eVTOL）空中业务，乘上“低空经济”东风。**如第三章所述：（1）低空经济政策面世，2024 年两会政府工作报告提到加快低空经济等新增长引擎，eVTOL 和电动通航飞机预计将成为主要实现路径。eVTOL 技术和产品成熟度发展迅速，有望成长为万亿级市场。2 月 4 日，万丰飞机与全球知名汽车主机厂签署合作协议，联合开展 eVTOL 研发、生产、适航认证和销售等业务，是行业内较早直接切入 eVTOL 具体业务的企业；（2）公司原有通航飞机业务也与低空经济直接相关，2022 年子公司万丰飞机位居活塞类固定翼飞机交付量的全球第二。
- **汽车轻量化符合产品趋势，公司领先地位巩固。**由于整车重量与燃油消耗显著相关，因此汽车轻量化不仅从经济角度看是趋势，也对节能减排、达成双碳目标有利。主流的减重方案是使用铝、镁合金等材料。公司铝合金轮毂制造规模全球靠前，并享受新能源汽车红利；据公司官网，子公司镁瑞丁是全球镁合金压铸件领先供应商，北美市占率达 65% 以上。

估值

- 预计 2023~2025 年归母净利润为 7.1 亿元、10.8 亿元和 12.9 亿元，对应 PE 为 42X、28X 和 23X。公司 PE 估值较可比水平有提升空间。考虑行业景气度快速提升、公司行业地位领先以及估值提升空间良好，首次覆盖，给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 技术研发进展不及预期；汽车业务需求放缓；材料价格波动。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	12,436	16,382	16,467	18,041	19,560
增长率(%)	16.2	31.7	0.5	9.6	8.4
EBITDA(人民币 百万)	1,432	2,257	1,863	2,301	2,491
归母净利润(人民币 百万)	333	809	715	1,081	1,292
增长率(%)	(41.1)	142.7	(11.7)	51.3	19.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.16	0.38	0.34	0.51	0.61
市盈率(倍)	89.7	37.0	41.9	27.7	23.2
市净率(倍)	5.9	4.9	4.6	4.1	3.6
EV/EBITDA(倍)	11.8	7.3	17.3	13.5	12.0
每股股息(人民币)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
股息率(%)	0.0	1.7	0.6	1.0	1.1

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

汽车轻量化和通航飞机双引擎驱动的智慧龙头	5
全球布局，双轮驱动.....	5
盈利能力良好，地面业务巩固，空中业务稳步增长	6
推动汽车金属部件轻量化，辐射全球卓有成效	9
低碳政策推动，汽车轻量化大势所趋.....	9
铝合金轮毂：制造规模全球领先，把握新能源汽车市场红利	9
镁合金压铸件：具备市场潜力，收购全球领先供应商镁瑞丁	11
领衔发展通航飞机和 EVTOL，成低空经济排头兵	15
通航飞机做到全球前三，自主研发技术优势领先	15
布局 EVTOL，打造全新业务增长点	17
盈利预测与投资分析	22
主要假设与盈利预测.....	22
估值与投资建议	22
风险提示	24

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司发展历程.....	5
图表 2. 公司研发、制造和销售全球化布局.....	5
图表 3. 公司主要产品覆盖地空两个场景.....	6
图表 4. 公司股权结构较为明晰.....	6
图表 5. 公司营业收入稳中有升.....	6
图表 6. 公司地空营业收入构成占比.....	7
图表 7. 公司国内外收入构成各占一半.....	7
图表 8. 公司归母净利润短期波动.....	8
图表 9. 公司利润率基本稳定.....	8
图表 10. 不同机动车型轻量化目标.....	9
图表 11. 汽车轻量化材料对比.....	9
图表 12. 全球汽轮及铝合金汽轮销量情况.....	10
图表 13. 全球铝合金汽轮销量结构.....	10
图表 14. 中国汽轮及铝合金汽轮销售情况.....	10
图表 15. 2021 年中国铝合金汽轮市场份额.....	11
图表 16. 公司铝合金汽轮产品布局.....	11
图表 17. 镁合金在汽车中的运用发展历程.....	12
图表 18. 2020~2030 年单车镁合金用量预测（单位：千克）.....	12
图表 19. 2022 年中国镁合金市场主要参与者.....	13
图表 20. 万丰镁瑞丁发展时间线.....	13
图表 21. 2019-2023 全球固定翼通用飞机出货量.....	15
图表 22. 中国通用航空在册航空器数量.....	15
图表 23. 中国通用机场数量.....	15
图表 24. 2022 年全球通用活塞类制造商交付数量排名.....	16
图表 25. 钻石飞机 2023 年不同型号产品出货量（架）.....	16
图表 26. 万丰飞机产品布局.....	17
图表 27. 2020-2023 前三季度万丰飞机营业收入.....	17
图表 28. eVTOL、无人机和飞行汽车的范畴示意.....	18
图表 29. 全球 UAM 行业可触达市场规模预测.....	18
图表 30. 我国低空经济行业相关政策整理.....	19
图表 31. 部分技术领域的成熟度分析.....	20
图表 32. Joby 采用倾转旋翼构型的 eVTOL 产品.....	20
图表 33. 亿航 eVTOL 产品展示.....	21
图表 34. 公司分板块业务预测.....	22

图表 35. 公司费用率预测	22
图表 36. 可比公司市盈率对比	23
损益表(人民币 百万)	25
现金流量表(人民币 百万)	25
财务指标	25
资产负债表(人民币 百万)	25

汽车轻量化和通航飞机双引擎驱动的智慧龙头

全球布局，双轮驱动

浙江万丰奥威汽轮股份有限公司（以下简称“万丰奥威”或“公司”）历经 20 余年积累，形成了汽车金属部件轻量化产业和通航飞机创新制造产业“双引擎”驱动的发展战略。汽车金属部件轻量化业务方面，公司以“镁合金-铝合金-轻质高强度钢”金属材料轻量化应用为主线；通航飞机制造业务方面，以飞机创新制造和 eVTOL 飞行器为核心，不断强化“研发-授权/技术转让-整机制造和销售-售后服务”经营模式。公司于 2006 年成功在深交所上市。

图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，中银证券

公司实现智能制造全球化布局。截至 2023 年半年报，公司在全球 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。积极参与智能制造方面的建设工作，通过数字化改造和智慧工厂建设，推动生产转型升级，提升生产效率。

图表 2. 公司研发、制造和销售全球化布局



资料来源：公司官网，中银证券

双主线产品均具备领先优势。公司汽车和飞行器两个驱动业务分别对应“地面”和“空中”两条主线。汽车金属部件轻量化所对应的地面条线具体包括轻量化铝轮、压铸镁合金制造基地，规模全球领先，在国内细分行业高强钢冲压件方面也有建树。此外，公司在涂覆行业也处于国内领先地位，据官网数据，市占率在全国环保无铬镀锌铝涂覆市场达 40%、汽车行业涂覆市场达 70%。通用飞机制造对应的空中条线方面，以子公司万丰飞机为主体，具备先进的飞机设计研发技术和丰富的生产管理产业化、工程化经验。据公司官网，现已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，为全球前三强的活塞式固定翼飞机制造商。

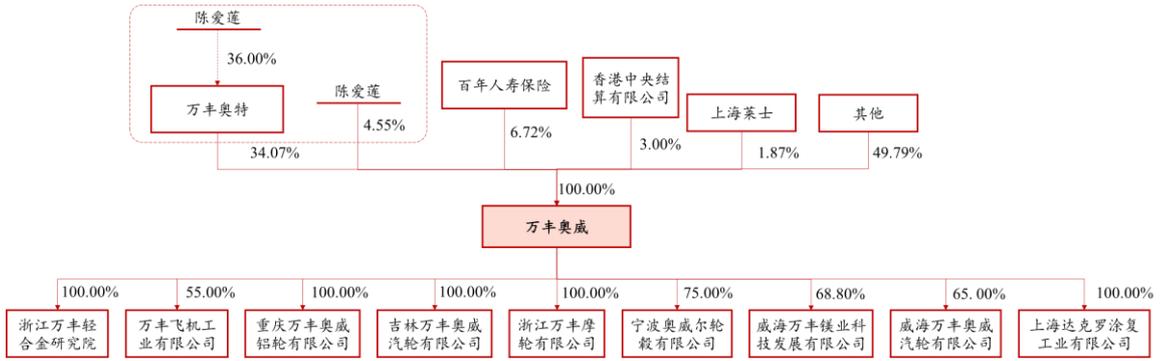
图表 3. 公司主要产品覆盖地空两个场景



资料来源：公司官网，中银证券

实控人为吴良定、陈爱莲家族。万丰奥特控股集团有限公司（简称“万丰奥特”或“集团”）持有万丰奥威约 34.1% 的股份，为控股股东。截至 2023 年半年报，陈爱莲、吴良定和吴捷分别持有集团约 39.6%、22.5% 和 3.8% 的股权，三人为直系亲属关系，为公司实际控制人。

图表 4. 公司股权结构较为明晰



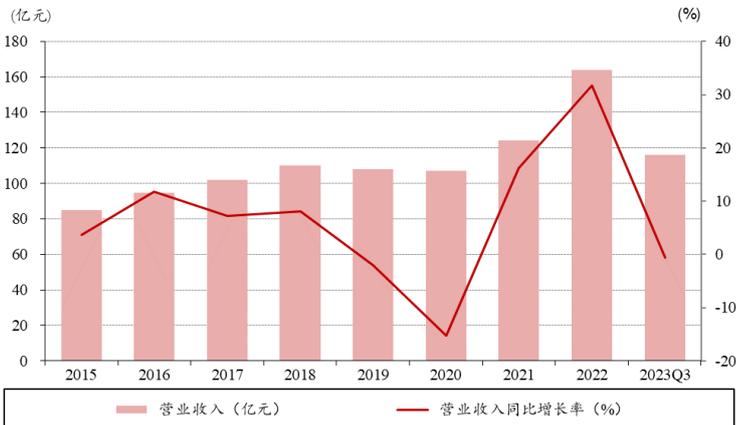
资料来源：同花顺 iFind，中银证券

注：截至 2023 半年报

盈利能力良好，地面业务巩固，空中业务稳步增长

收入指标方面空中业务增长明显，利润指标方面净利短期波动。2023 年前三季度，公司实现营收 116.0 亿元（-0.7%）。其中，地面业务实现营收 97.5 亿元（-4.6%），业务订单充足，销售情况良好，但受主要原材料铝锭、镁锭、钢材价格同比下降影响，致使营收同比小幅下降。空中业务实现营收 18.5 亿元（+26.5%），成长快速。

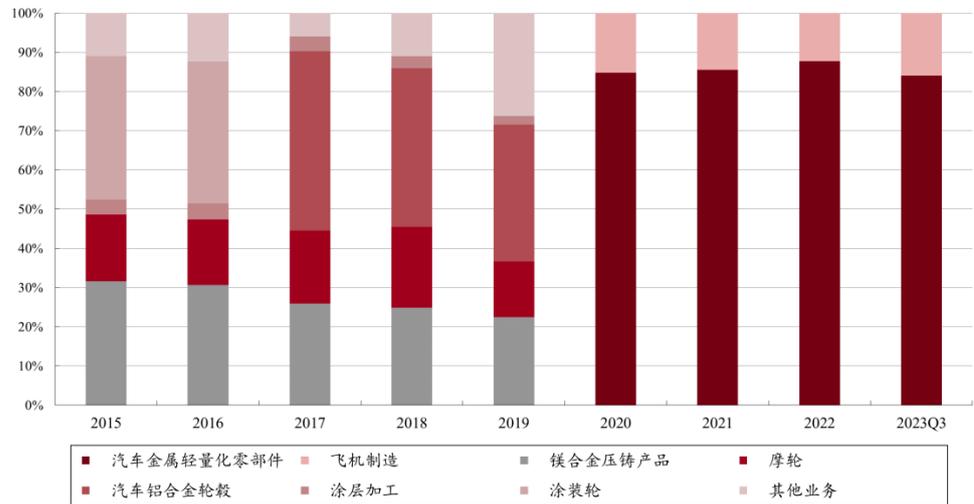
图表 5. 公司营业收入稳中有升



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

地面业务为主要收入来源，空中业务占比近两成。2015-2019 年期间公司专注于汽车金属轻量化业务，包含汽轮、摩轮、镁合金压铸件、涂层加工、冲压件等子板块；2020-2023Q3 期间，公司通过收购等方式开拓了飞机制造业务。2023 年前三季度汽车金属轻量化业务约占 84%，飞机制造业务约占 16%。

图表 6. 公司地空营业收入构成占比



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

海外收入体量明显。2023H1 公司境外收入占比 57.5%，超过一半，也反映出公司是一家业务辐射全球并有影响力的跨国企业。具体来看，在欧美、印度等优势地区产生了规模化收入，参与全球化市场的竞争。

图表 7. 公司国内外收入构成各占一半

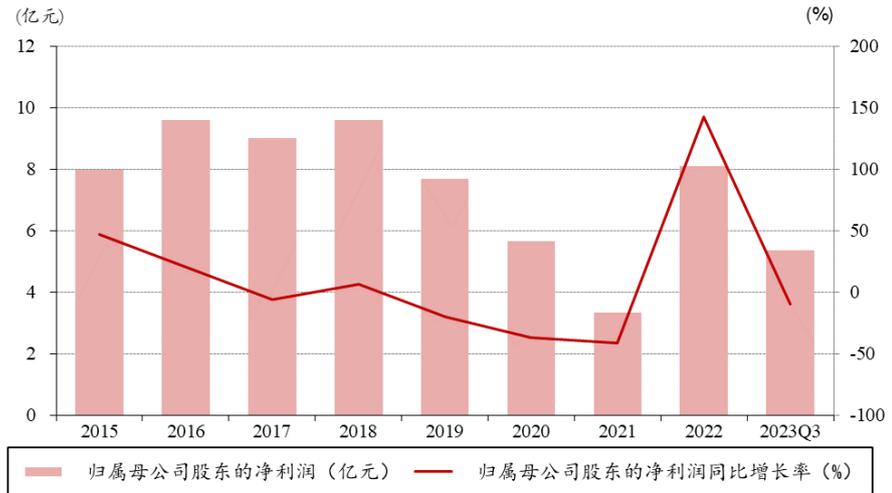


资料来源：同花顺 iFind，中银证券

毛利率保持平稳，净利率略有波动。近年来整体毛利率基本保持平稳，处于 20% 附近。据公司定期报告，2021 年原材料价格上涨叠加海外运输成本上升，导致毛利率、净利率下滑明显。2022 年随着原材料价格回落，毛利率、净利率有所改善，2023 年延续了改善趋势。

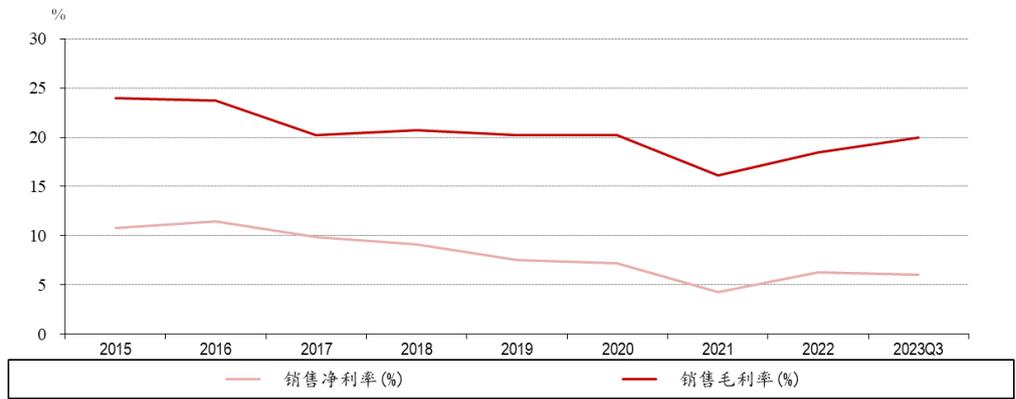
2023 年前三季度归母净利润为 5.4 亿元（-9.7%），主要是由于半年度计提无锡雄伟商誉减值约 1.5 亿元（拟转让）。若剔除该影响，净利润同比增长 15.4%，盈利水平有一定提升。

图表 8. 公司归母净利润短期波动



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

图表 9. 公司利润率基本稳定



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

推动汽车金属部件轻量化，辐射全球卓有成效

低碳政策推动，汽车轻量化大势所趋

整车重量与油耗线性相关，轻量化符合节能和减排双重目标。汽车轻量化就是在保证汽车的强度和安全性性能的前提下，尽可能地降低汽车的整备质量，从而提高汽车的动力性，减少燃料消耗，降低排气污染。这一趋势既符合汽车使用者节能的经济效益，也遵循政府对减碳环保的政策要求。

据中国政府网《第二次全国污染源普查公报》，2017年统计汇总机动车保有量 2.67 亿辆，其排放氮氧化物、颗粒物、挥发性有机物分别占全国比重为 33.34%、0.56%、19.29%。机动车为重要大气污染源。而《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》明确提出，要制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，争取 2060 年前实现碳中和，推动能源清洁低碳安全高效利用，深入推进工业、建筑、交通等领域低碳转型。汽车减排、低碳化发展迫在眉睫。

按国际铝业协会统计，燃油车的重量与耗油量呈正相关关系，各类汽车质量每降低 100kg，每百公里可节省约 0.3L~0.6L 燃油，减排 800~1200g 的二氧化碳。按中国汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，不同类型的汽车有着不同轻量化的要求，到 2035 年整车轻量化系数应降低 15%~35% 不等，汽车轻量化是大势所趋。

图表 10. 不同机动车型轻量化目标



资料来源：中国汽车工程学会《节能与新能源汽车技术路线图2.0》，中银证券

采用轻量化材料是实现汽车轻量化的主要途径。据《机械工程材料》，目前用于汽车行业的轻量化材料主要包括高强度钢、铝合金、镁合金、碳纤维材料。现阶段高强度钢发展相对成熟，碳纤维还在导入初期阶段，铝合金和镁合金在汽车轻量化方面有较强的潜力。尤其是镁合金，凭借良好的减重率有望成为轻量化材料的首选。

图表 11. 汽车轻量化材料对比

材料类型	主要应用	优点	缺点	减重比例
高强度钢	悬架、底盘、车身结构、前后保险杠	强度高、成本低、技术成熟	成形性差，价格贵	15~25%
铝合金	汽车车身、轮毂、动力系统及悬架系统等	低密度、高弹性、高抗冲击性能、技术成熟、耐锈蚀	延展率低，工艺复杂，焊接性能差，不易维修	40~50%
镁合金	仪表盘、变速箱体、转向支架、刹车支架等	密度较低、质量较轻、吸振性好、铸造性能好	高温疲劳性能较差和抗蠕变能力弱，易锈蚀	55~60%

资料来源：《汽车轻量化材料及制造工艺研究现状》、《机械工程材料》公众号，中银证券

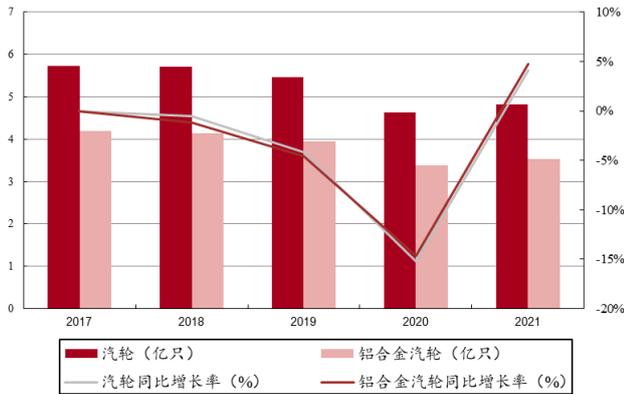
因此，我们认为近期铝、镁产品是市场规模化落地重点，公司在这两个领域均有优势。

铝合金轮毂：制造规模全球领先，把握新能源汽车市场红利

铝合金减重效果、提升汽车性能、循环利用等优势显著。已知铝是地壳中含量最丰富的金属元素，而且铝件不但轻、比强度高，而且易于成形，吸能效果好，耐腐蚀，循环利用价值大。因此，铝合金轮毂凭借重量轻、燃油效率高、散热性能优秀、抗震性良好等优势成为全球轮毂市场的主流产品。

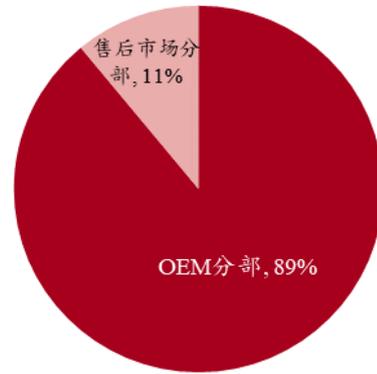
据华经产业研究院的统计：2017~2021 年全球铝合金轮毂销量均占汽轮总销量的 70% 以上；随着全球汽车生产逐步恢复以及汽车轻量化工作逐步推进，其预计全球铝合金汽轮销量将恢复持续增长；全球铝合金汽轮市场主要以 OEM 为主，2021 年 OEM 分部销量为 3.12 亿只（占比 89%），售后市场分部销量为 0.4 亿只（占比 11%）；2021 年我国汽轮销量达到 2.56 亿只，同比增长 5.8%；铝合金汽轮销量为 2.03 亿只，同比增长 11%。

图表 12. 全球汽轮及铝合金汽轮销量情况



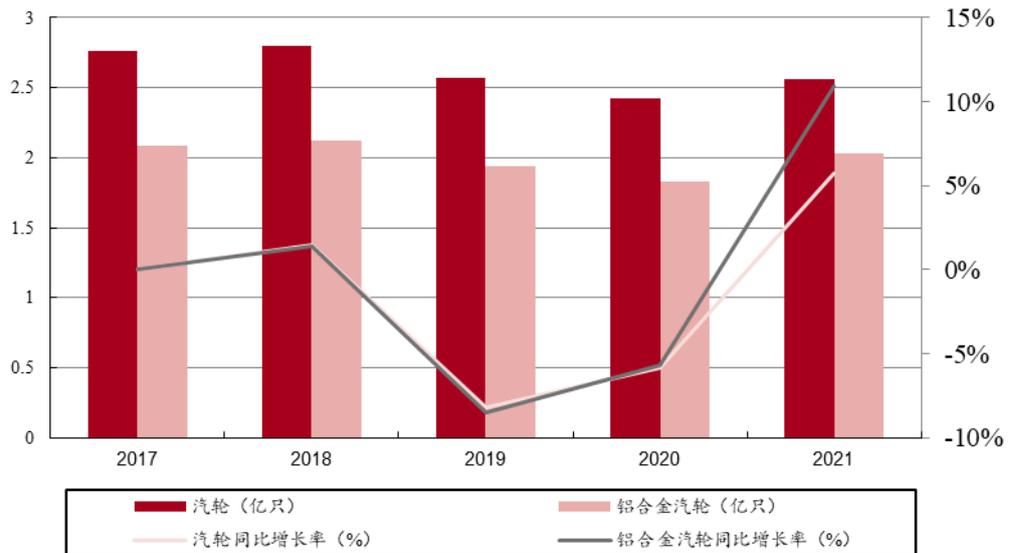
资料来源：华经产业研究院，中银证券

图表 13. 全球铝合金汽轮销量结构



资料来源：华经产业研究院，中银证券

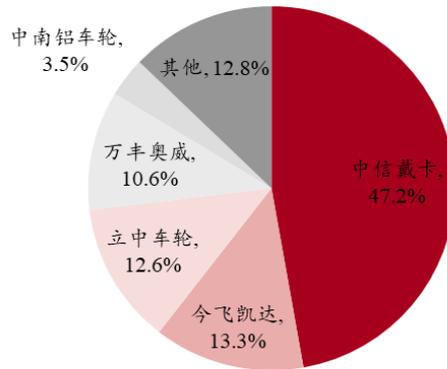
图表 14. 中国汽轮及铝合金汽轮销售情况



资料来源：华经产业研究院，中银证券

中国铝合金汽轮市场高度集中，CR5 占比近 9 成。根据中商产业研究院数据，按国内销量计 2021 年前五大制造商的份额合计约 87.2%。其中，中信戴卡、今飞凯达、立中车轮、万丰奥威、中南铝占比分别为 47.2%、13.3%、12.6%、10.6%、3.5%。公司铝合金轮毂业务位于领军梯队。

图表 15. 2021 年中国铝合金汽轮市场份额



资料来源：中商产业研究院，中银证券

据官网显示，公司以年产 1,800 万套规模实现了铝合金汽轮行业全球领跑，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。“ZCW”产品作为中国名牌、出口名牌，销往美、日、德、法、韩等三十多个国家和地区，是宝马、奔驰、路虎、通用、福特、克莱斯勒、大众、丰田、本田、日产、现代等体系的优秀配套商。

图表 16. 公司铝合金汽轮产品布局

产品系列	产品型号	产品图片	产品系列	产品型号	产品图片
铸造系列	FT502-亮铁灰全涂		旋压系列	HR353消光枪灰	
	FT503-黑色车辆洗肋			HR356高亮银	
	FT506-黑色车亮			FF181	
	FT519-银色涂装			FF183	
旋压系列	FR533亚黑涂装		铸造系列	FF198	
	FR650电镀银			FFS589高亮银	
	FR652亮铁灰铣肋车边			MF682贴纸-亚黑涂装	

资料来源：公司官网，中银证券

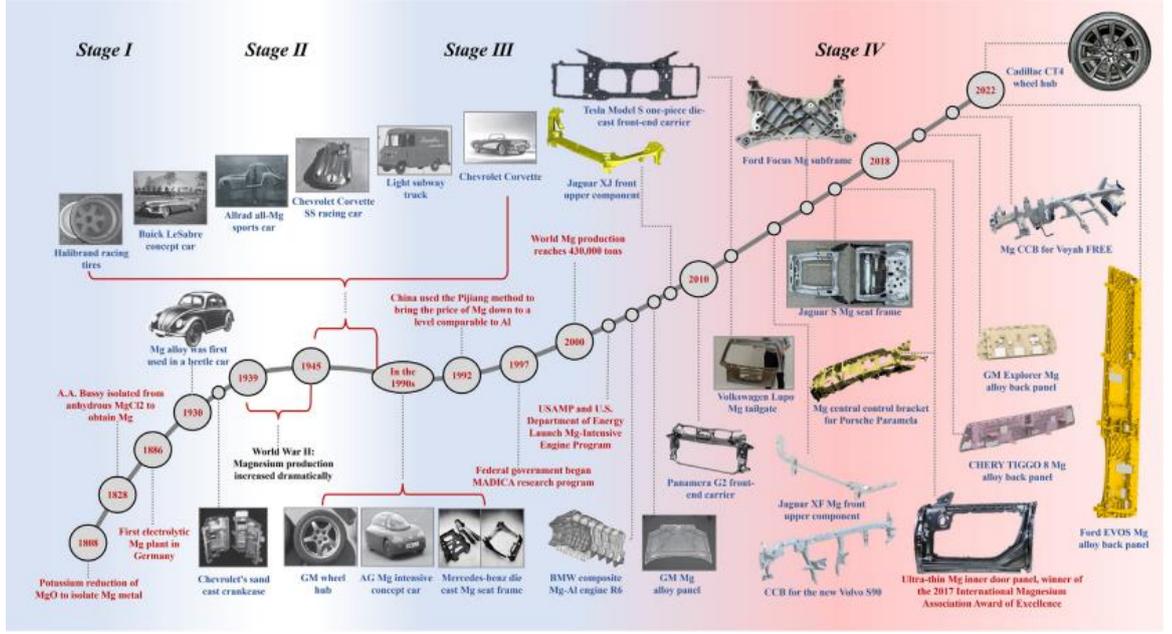
公司把握新能源汽车市场行业发展红利。针对新能源市场，公司聚焦铝合金、镁合金轻量化业务，充分发挥轻量化技术应用优势，抓住新能源汽车转型机遇，与主流新能源车企开展战略合作，持续优化客户结构，新能源汽车配套不断提升。

镁合金压铸件：具备市场潜力，收购全球领先供应商镁瑞丁

和铝类似，镁合金作为汽车轻量化材料也有诸多优势，包括密度较低但强度高，是目前商用最轻的金属结构材料；韧性好、阻尼衰减能力强，有效减少振动和噪声；热容量低、凝固速度快，压铸性能好，具有优异的切削加工性能；资源丰富且易于回收再生。

汽车用镁合金零部件绝大部分为压铸件，主要应用于壳体和支架类零部件中。壳体类主要包括离合器壳体、变速器壳体、发动机前盖、过滤器壳体等，由于其优异的铸造流动性，非常适合用于薄壁结构件和大型内部结构件；支架类主要包括转向支架、转向盘、大灯支架、制动器、制动支架、车镜支架和轮毂等，由于镁合金具有很好的抗冲击韧性，减振量大于铝合金和钢铁，用于制造支架类零部件可以提高汽车的平衡性、安全性和舒适性。

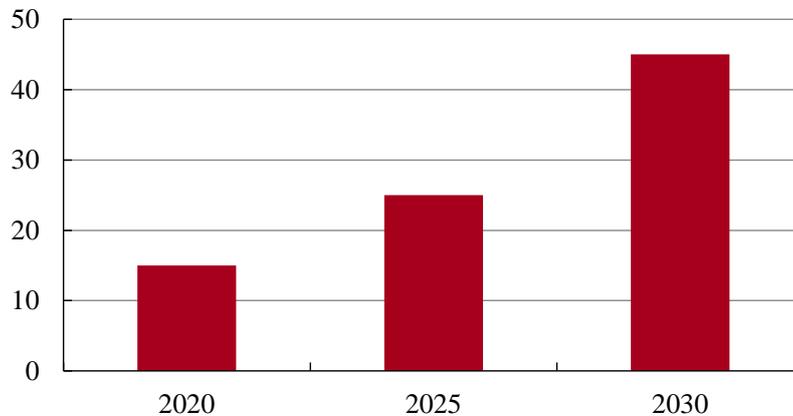
图表 17. 镁合金在汽车中的运用发展历程



资料来源：Bo Liu 等. 《Development and application of magnesium alloy parts for automotive OEMs: A review》，中银证券

我国单车镁用量偏低，未来发展潜力大。参考行业主要供应商之一云海金属互动易的数据，2023 年其北美市场镁合金单车平均用量约为 15 公斤左右，国内镁合金单车平均用量约为 3~5 公斤。两者存在一定差距，也与中国汽车工程学会年会《节能与新能源汽车技术路线图》预计的我国单车镁合金用量应于 2020 年、2025 年、2030 年分别达 15kg、25kg、45kg 相比有较大距离。因此，市场潜在空间还是比较充分的。

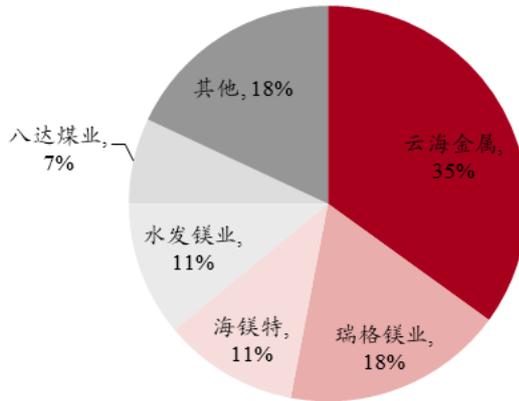
图表 18. 2020~2030 年单车镁合金用量预测（单位：千克）



资料来源：中国汽车工程学会《节能与新能源汽车技术路线图》(2016 年)，中银证券

中国镁合金市场集中度较高，前五企业市场份额占比超 80%。2022 年云海金属、瑞格镁业、海镁特、水发镁业、八达镁业在中国镁合金市场的份额占比分别为达 35%、18%、11%、11%、7%，合计超八成。公司产品主要以收购的海外市场龙头美瑞丁为主体展开。

图表 19. 2022 年中国镁合金市场主要参与者



资料来源：中商产业研究院，中银证券

万丰镁瑞丁是全球领先的创新型镁合金铸造部件供应商。镁瑞丁成立于 1981 年，总部位于加拿大安大略省，是全球领先的镁合金压铸件供应商，为客户提供镁合金部件自主研发设计、样件开发到完整量产方案全方位一体化的服务。

2015 年万丰奥威收购镁瑞丁，成为镁合金压铸业务的全球领导者，拥有行业尖端核心技术。据公司官网显示，镁瑞丁专注于大交通领域和 5G 等高科技行业，近年市场占有率在北美达 65% 以上，客户囊括保时捷、奥迪、奔驰、宝马、沃尔沃、路虎、丰田、本田、福特、通用、菲亚特、克莱斯勒等世界高端品牌。

图表 20. 万丰镁瑞丁发展时间线



资料来源：公司官网，中银证券

据官网所述，公司目前的核心镁合金产品包括动力总成、前端载体、仪表盘骨架、后掀背门内板、侧门内板等汽车部件，拥有 1800 余名高技能、国际化专业团队，配备 70 台 500~4500 吨压铸机，其中 30 台为 2500 吨以上特大型压铸机。万丰镁瑞丁不仅能为客户生产优质镁合金轻量化零件，更能为客户提供包括产品设计、工程技术研发和大规模生产的镁合金部件全流程服务，此外还可为客户提供二次车加工、涂覆和装配等配套服务。

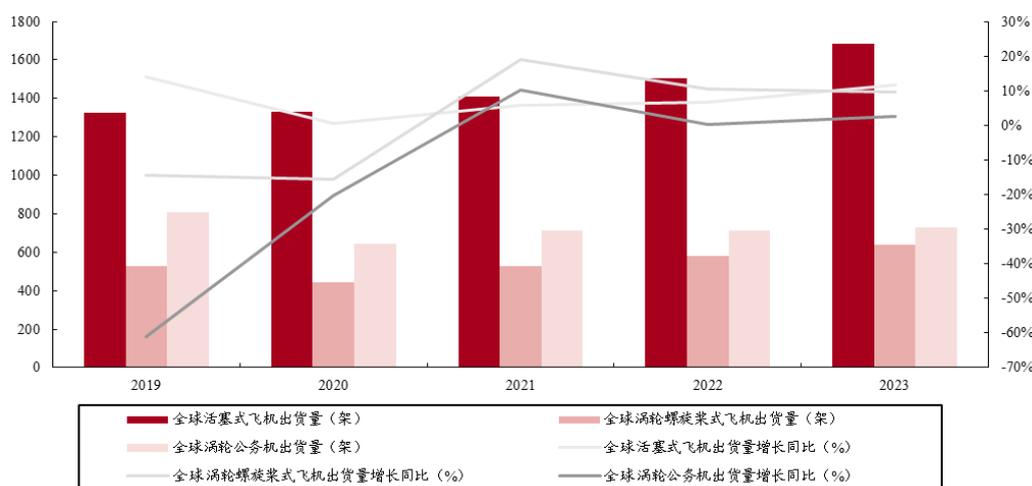
领衔发展通航飞机和 EVTOL，成低空经济排头兵

公司通过收购整合奥地利钻石飞机为万丰飞机，成为全球领先的通航飞机制造商。同时，在中国低空经济政策推动下，空中业务迎来包括 eVTOL（电动垂直起降飞行器）在内的新机遇。万丰飞机及相关主体逐渐成为公司新的增长驱动力。

通航飞机做到全球前三，自主研发技术优势领先

通用航空是以通用航空飞行活动为核心，涵盖通用航空器研发制造、市场运营、综合保障以及延伸服务等全产业链的战略性新兴产业体系。根据 GAMA（美国通用航空制造商协会）数据显示，2023 年全球固定翼通用飞机交付量为 3,050 架，同比增长 9.0%。其中，活塞飞机交付量 1,682 架，涡轮螺旋桨式飞机交付量 638 架，涡轮公务机交付量 730 架。

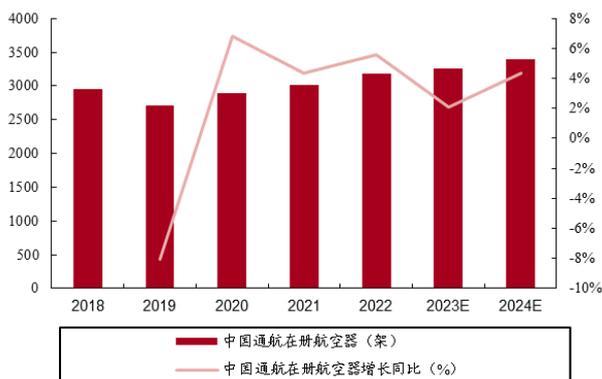
图表 21. 2019-2023 全球固定翼通用飞机出货量



资料来源: GAMA 官网, 中银证券

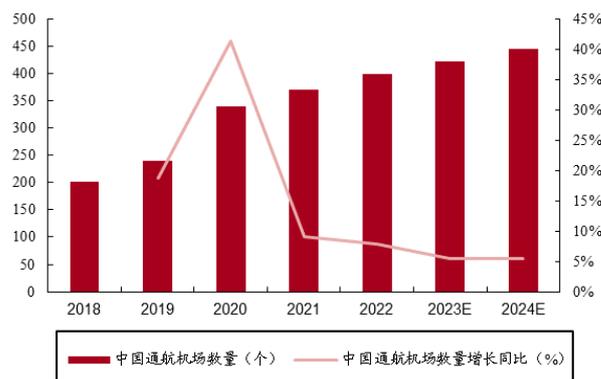
我国通用航空整体行业规模较小，尚处于行业发展的初期阶段。此前在国内受低空空域供给欠佳、通用航空基础设施建设较为滞后、通用航空法规体系尚待完善等因素影响，我国通用航空整体发展速度较为缓慢。但随着国家和地方政策不断助力通航产业发展，国内通航基础设施建设以及低空空域飞行服务保障体系不断完善，我国通航飞机行业也在逐渐发展中。根据中商产业研究院发布的报告，2022 年底，通用航空在册航空器总数达到 3,186 架，同比增长 5.57%，预计 2023 年进一步增至 3,253 架，2024 年将达 3,394 架。2022 年全国在册管理的通用机场数量达 399 个，同比增长 7.84%，预计 2023 年通用机场数量将达 421 个，2024 年将达 444 个。

图表 22. 中国通用航空在册航空器数量



资料来源: 中商产业研究院, 中银证券

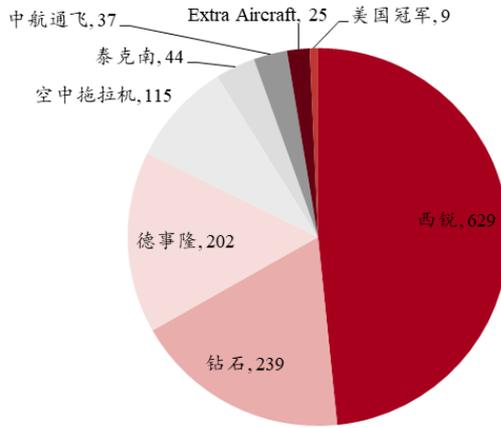
图表 23. 中国通用机场数量



资料来源: 中商产业研究院, 中银证券

通用航空行业集中度较高，格局基本稳定。据通用航空产服网统计数据，固定翼活塞式飞机全球竞争格局较为稳定。截至 2022 年，活塞类固定翼飞机市场份额超过 10% 的厂商有三家，其中前三家厂商西锐、钻石（即万丰飞机）和德事隆的交付量分列前三，合占全球的 82%。

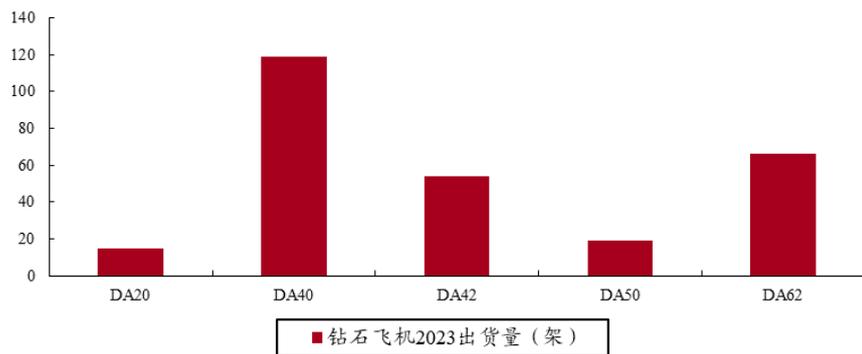
图表 24. 2022 年全球通用活塞类制造商交付数量排名



资料来源：航空产服网，中银证券

万丰飞机为全球前三大固定翼活塞式通航飞机制造商，具备同行领先的技术研发优势。2016 年公司收购原奥地利钻石飞机 55% 的股权，整合为万丰飞机，以此进军通航飞机制造领域。万丰飞机是一家集整机设计研发、发动机制造技术、新材料技术和先进制造等于一体的专业通航飞机制造商。据投资者关系活动记录，目前拥有奥地利、加拿大、捷克 3 大飞机设计研发中心及国内 1 个省级工程研究中心，以及奥地利、加拿大、中国（青岛、新昌）4 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，在全球范围内具备良好的品牌影响力。截至 2023 年中报，子公司万丰飞机总资产 58.8 亿元，净资产 44.5 亿元。

图表 25. 钻石飞机 2023 年不同型号产品出货量（架）



资料来源：GAMA，中银证券

产品系列丰富，不断自主研发推新，开拓新的应用场景。据公司 2020 年年报，万丰飞机已拥有 4 大系列、8 个基本型、16 款机型及多款发动机的全部知识产权，包括钻石 DA20、钻石 DA40、钻石 DA42、钻石 DA62 等型号通航飞机。据 2023 年三季报，万丰钻石飞机推出的 eDA40 纯电动飞机成功首飞；首架由国内制造的 DA50 飞机亦成功试飞并取得 PC 生产许可证；新型私人市场机型 DA50 获得美国 FAA 型号认可证书，并实现向美国客户的首次交付，标志着 DA50 飞机正式进军美国市场。随着通航市场发展，万丰钻石飞机将在航校培训等应用市场基础上不断开拓新的应用场景，通过丰富的机型系列进一步匹配和开发国内私人飞行、短途运输、特种用途等场景，与战略合作者共同致力于加速通航市场开拓。

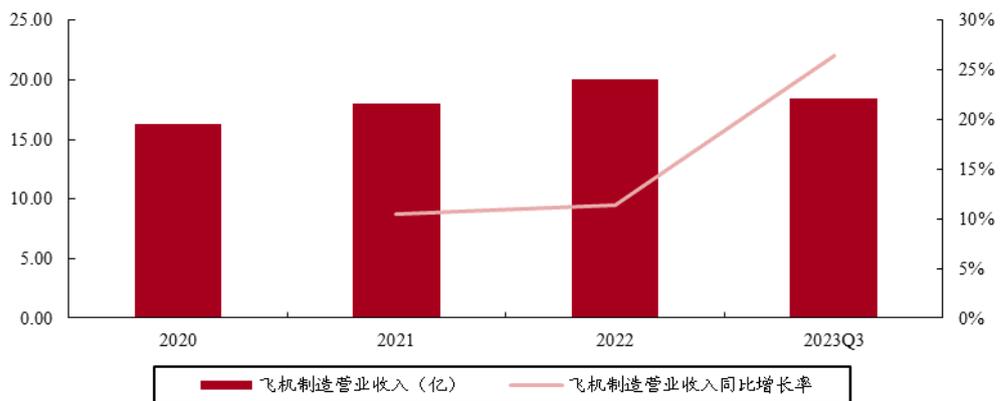
图表 26. 万丰飞机产品布局



资料来源：公司官网，中银证券

全球交付量保持稳定，交付保有量持续增加，配件售后服务及技术成果转化能力持续提升。2022 年公司通航飞机创新制造业务实现营业收入 20.1 亿元，同比增长 11.4%，经营情况稳健；2023 年前三季度公司飞机业务继续稳步增长，实现营业收入 18.5 亿元，同比增长 26.5%。

图表 27. 2020-2023 前三季度万丰飞机营业收入



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

布局 eVTOL，打造全新业务增长点

eVTOL 是指电动垂直起降飞行器，即以电力作为飞行动力来源且具备垂直起降功能的飞行器，也被称为低空出行、车载飞行、UAM (Urban Air Mobility, 城市空中交通系统) 等。在形态上具有创新性，因此和传统飞机、直升机以及无人机有所不同。我们在 2023 年 8 月 29 日发布的行业深度报告《智能驾驶专题报告之二：eVTOL，跨越地与天的界限》（以下简称“行业深度报告”）对行业发展做了部分分析。

图表 28. eVTOL、无人机和飞行汽车的范畴示意

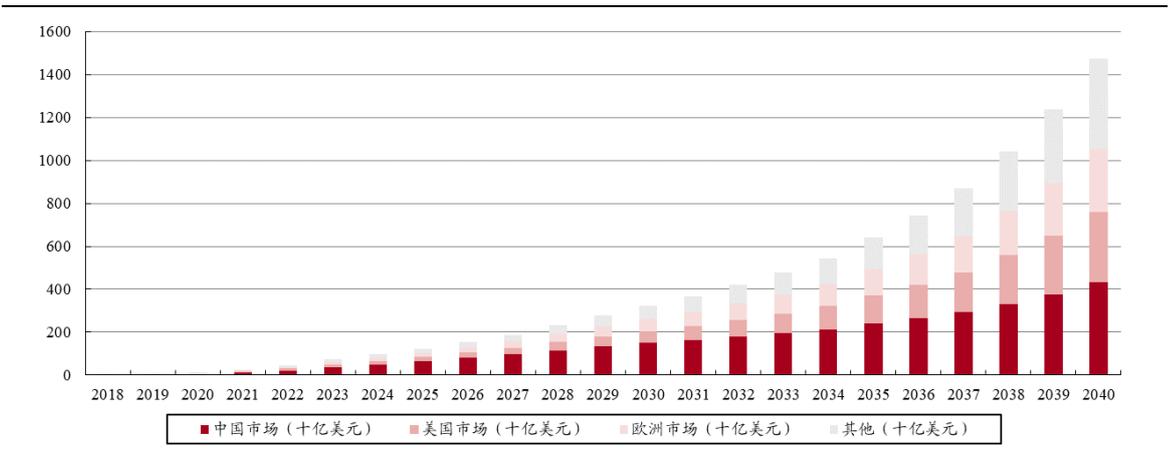


资料来源：飞行邦，中银证券

eVTOL 这种结合空、地两种场景的出行方式相比传统方式，具有较高的颠覆性和可替代性。类比汽车、短途飞行市场，即使仅考虑销售 eVTOL 飞行器的直接市场，规模也是十分可观的。具体来说，考虑以下因素，我们认为 eVTOL 市场规模应不低于汽车市场规模：（a）空中立体空间远大于地面，出行器容纳量更高；（b）共享出行、货运、短途航空等多种场景均可实现；（c）拥堵程度、出行时间有望更低，人们对空中汽车使用习惯容易形成。根据中商产业研究院，近年全球汽车销售量在年均 9000 万辆左右，因此 eVTOL 整体市场规模超万亿的置信度会比较高。

Morgan Stanley 在 2018 年《Are Flying Cars Preparing for Takeoff》中指出，2040 年 UAM 概念对应的可触达市场（TAM）规模将近 1.5 万亿美元（其中中国市场份额领先，2024~2040 年约在 30-50% 之间）。

图表 29. 全球 UAM 行业可触达市场规模预测



资料来源：Morgan Stanley Research，中银证券

国内对 eVTOL 相关领域也有相当的政策意识，不仅从中央，还从试点地区，都给出了政策支持和管理方向。例如，2022 年 5 月 30 日，交通部发布《正常类飞机适航规定》（新版 CCAR-23 部），专门增加了“H 章 电动飞机动力装置补充要求”，对 eVTOL 等新型飞行器是可以兼容的。2024 年 1 月 3 日，全国首部低空经济立法——《深圳经济特区低空经济产业促进条例》正式公布。《条例》专门建立两个机制。一是要求市政府建立低空经济产业发展协调机制，明确低空经济产业发展工作的职责分工；二是要求市政府与空中交通管理部门、民用航空管理部门建立低空飞行协同管理机制，协调解决本市低空飞行领域的空域划设、飞行活动监管等重大问题。今后，全国更多省份有望实现对低空飞行的规划和监管，实现跨域管理。

图表 30. 我国低空经济行业相关政策整理

政策名称	政策主要内容
《2024年国务院政府工作报告》	积极培育新兴产业和未来产业。实施产业创新工程，完善产业生态，拓展应用场景，促进战略性新兴产业融合集群发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。
两会期间《关于推动开展低空空域利用 加快培育发展低空经济的提案》	建议加快培育研发、制造、服务相关领军企业，聚焦发展无人机、电动垂直起降飞行器、通航飞机等重点整机产品，强化产品到服务的端到端数字化建设，抢占低空经济产业链高地；
《深圳经济特区低空经济产业促进条例》	建立低空飞行协同管理机制，市政府统筹低空飞行基础设施建设，发展空中通勤等空中交通新业态，全方位加强产业支持与技术创新
《广州开发区（黄埔区）促进低空经济高质量发展的若干措施实施细则》	对在黄埔区建设载人电动垂直起降飞行器（eVTOL）起降场等低空经济相关基础设施的企业，按照实际建设投入给予一次性补贴；对将总部或研发、生产、制造落户在黄埔区的低空经济企业，在获得中国民用航空局颁发合格证、生产许可证后，最高分别给予一次性补贴1500万元。其中，载人电动垂直起降飞行器（eVTOL）1500万元。
《关于支持横琴粤澳深度合作区放宽市场准入特别措施的意见》	支持合作区全域规划建设海陆空全空间智能无人体系，以口岸、产业园区、城市道路、地下管廊、空中海上运输线路为依托，面向需求开放物流配送、交通运输、环境监测、城市管理、边境管控、文化旅游等场景，汇聚智能无人体系产业和创新资源。
《绿色航空制造业发展纲要（2023-2035年）》	面向城市空运、应急救援、物流运输等应用场景，加快eVTOL、轻小型固定翼电动飞机、新能源无人机等创新产品应用。鼓励开展绿色航空示范运营，加快将eVTOL融入综合立体交通网络，初步形成安全、便捷、绿色、经济的城市空运体系。
《无人驾驶航空器飞行管理暂行条例》	坚持系统观念，健全监管体制机制，构建无人驾驶航空器从设计、生产到运行使用的全链条管理体系；坚持放管结合，对无人驾驶航空器实施分类管理，切实管住该管的、坚决放开该放的，在确保安全的前提下促进相关产业健康有序发展。
《安徽省人民政府办公厅关于印发支持通用航空产业发展若干政策的通知》	建立低空飞行服务保障体系，加快推进飞行服务站及其他配套设施建设，建立全省低空飞行服务保障体系并实现稳定运营。鼓励新开通航运输航线，支持采用多样化机型，进一步完善全省通用航空航线网络布局，开展常态化运营。
《关于深圳建设中国特色社会主义先行示范区放宽市场准入若干特别措施的意见》	放宽航空领域准入限制，完善低空飞行服务保障体系，积极发展跨境直升机飞行、短途运输、公益服务、航空消费等多种类型通用航空服务和通用航空投资、租赁、保险等业务。
《“十四五”现代流通体系建设规划》	推进智慧机场建设，在有条件的地区开展航空电子货运试点，研究部署服务区域流通的大型无人机起降点。推进综合交通运输信息平台建设。

资料来源：当地政府网站、中国证券网、发改委、工信部等，中银证券

除了构型方面包括多旋翼、复合翼和倾转旋翼等路径外，在通信、算力、传感器、材料、制造技术等方面都有较为成熟的商业化方案，在电池、电机、飞行控制等环节还有待继续发展。具体可参考我们的行业深度报告。

图表 31. 部分技术领域的成熟度分析

技术	发展状况
卫星通信	<ul style="list-style-type: none"> - 发射成本显著下降 - 带宽需求持续增长 - 资本积累达到足够程度 - 预计2040年太空经济达1.1万亿美元
算力/普及度	<ul style="list-style-type: none"> - 处理器和内存价格趋势是下降的 - 来自新型5G基础设施的速度和容量有望实现提升 - 摩尔定律带动 * 2023年新型AI算力得到大规模应用
AI/软件	<ul style="list-style-type: none"> - 大量投资和研发投入自动驾驶技术 - 2022年AI带动产值预计达3.9万亿美元 * 2023年AI大模型等新领域得到突破
传感器	<ul style="list-style-type: none"> - 激光雷达和其他传感技术的可用性和成本效能提升 - 企业在广泛的场景使用传感器技术，如智慧城市、智能驾驶/飞行
先进材料系统	<ul style="list-style-type: none"> - 制造复杂部件开始变得便宜并实用 - 技术可以制造更轻和更耐久的部件，而传统（金属材料）方法不太能做到
电池技术	<ul style="list-style-type: none"> - 每千瓦价格稳步下降，2030年目标价格降至50\$/kWh - 电动车渗透率增速在加快对电池技术的需求
电机	<ul style="list-style-type: none"> - 性能改善的同时，成本、重量和体积显著下降 - 2022年价格预计为2021年的一半
机器人技术	<ul style="list-style-type: none"> - 企业持续在机器人不同领域的应用进行研发，同时叠加AI/机器学习领域的发展 - 对更复杂的机械系统可以做到更快的组装

资料来源: Morgan Stanley, 中银证券

eVTOL 为技术与资本密集型产业，具备较高的准入门槛。参与 eVTOL 的厂商大致可分为三类：专门的初创型企业、传统汽车和飞机厂商、高科技企业。海外的代表性企业包括 Joby、Lilium、Vertical、Volocopter、Archer、Wisk、Beta 等初创企业，空客、波音（子公司 Aurora Flight Sciences）、阿斯顿马丁、通用、大众等传统主机厂，还有少数科技类企业（如 Uber）等。

图表 32. Joby 采用倾转旋翼构型的 eVTOL 产品



资料来源: Joby 官网, 中银证券

国内 eVTOL 市场厂商结构和国外类似，包括亿航、小鹏汇天、零重力、上海 eVTOL 五小龙（峰飞、时的、御风未来、沃兰特、磐拓）等专业类的创新企业，以及中国商飞、中航、广汽、吉利等传统飞机/汽车厂商。另外，上海和长三角地区 eVTOL 公司比较聚集的原因之一就是位于上海的中国商飞带来大量的人才和产业资源优势。

图表 33. 亿航 eVTOL 产品展示



资料来源：亿航官网，中银证券

2024年2月4日，万丰奥威公司子公司万丰飞机与合作方（因保密需求未公开）签署了《关于成立合资公司的谅解备忘录》，双方通过战略合作拟共同成立合资公司，将在电动垂直起降飞行器（eVTOL）领域开展深度合作。公告表示本次战略合作方为全球某知名汽车主机厂在中国设立的总公司。公告称，双方将联合开展电动垂直起降飞行器（eVTOL）研发、共建研发和生产设施、适航认证、产品销售、拓展产品在海外市场的商业潜力及协同效应。双方将在 eVTOL 原型机开发、电池系统、工业设计、航空工程、模具及工装制造、供应链及大规模量产、航空适航认证、品牌力和 B2C/B2B 销售和售后网络资源等领域深度合作并为合资公司提供支持。目前，公司 eVTOL 项目已联动海外钻石技术开发团队，在绿色、智能、垂直起降等方面的设计体现未来领域应用场景。

针对公司在 eVTOL 领域的优势，公司在投资者关系活动记录公告中表示：（1）万丰飞机在低空领域通航整机设计研发、发动机制造、新材料开发应用和整机先进制造领域具备全球领先优势，在清洁能源应用领域也拥有较多经验，如 eDA40 是世界第一架申请 EASA/FAA Part 23 认证的具有直流快充功能的电动飞机；（2）布局 eVTOL 领域多年积累了丰富的技术经验，在航空动力学、复合材料应用等具备领先优势。在适航认定层面，万丰钻石在 EASA（欧洲航空安全局）、CAAC（中国民航局）、FAA（美国联邦航空管理局）具备丰富的取证经验。在安全性方面，万丰钻石飞机在通航领域拥有业内领先的安全飞行记录。万丰进军 eVTOL 领域在机型开发、航空工程、模具及工装制造、适航认证、安全保障等方面具备显著优势。

盈利预测与投资分析

主要假设与盈利预测

对于公司两项主要业务的成长性、毛利率和整体主要费用，我们给出以下主要假设：

(1) 汽车轻量化业务 2023 年延续前三季度趋势收入略有下降，考虑材料类业务价格周期性，2024~2025 年有所恢复，同时增速较为平稳；

(2) 飞机业务保持较高增速，并预计 2025 年 eVTOL 联合产品落地产生收入，增速有所提升；

(3) 两个业务毛利率均保持稳定，其中汽车轻量化业务在 2022 年触底后有些许回升，飞机业务保持 2023 年水平后略有提高；

(4) 2023 年费用率基本保持前三季度态势，2024~2025 年销售费用率和管理费用率随收入规模增长略有下降，因新产品研发阶段开启使得研发费用率略有差异。

其中，研发费用影响因素包括海内外业务（如加拿大轻量化镁合金全球研发中心、奥地利/加拿大/捷克三大钻石飞机设计研发中心等）；管理费用影响因素包括跨国管理战略效果的落地，如国际化管理团队和原经营团队共同推动企业发展、上市公司集约化管理、成本控制管理和质量安全管理体系优势的发挥等。

基于以上假设，预计 2023~2025 年营收为 164.7 亿元、180.4 亿元和 195.6 亿元，同比增长 0.5%、9.6% 和 8.4%；毛利率随飞机业务占比提升而有所增长。

图表 34. 公司分板块业务预测

(人民币：百万)	2022A	2023E	2024E	2025E
汽车轻量化				
收入	14,374.66	13,655.93	14,611.84	15,342.43
YOY(%)	35.17	(5.00)	7.00	5.00
毛利率(%)	17.02	17.30	17.35	17.40
飞机及 eVTOL				
收入	2,007.65	2,810.71	3,429.07	4,217.75
YOY(%)	11.42	40.00	22.00	23.00
毛利率(%)	28.79	23.00	23.00	25.50
合计				
收入	16,382.31	16,466.64	18,040.91	19,560.19
YOY(%)	31.73	0.51	9.56	8.42
毛利率(%)	18.46	18.27	18.42	19.15

资料来源：同花顺 iFind，中银证券

图表 35. 公司费用率预测

(%)	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率	1.26	1.42	1.40	1.39
管理费用率	4.44	5.20	5.10	5.08
研发费用率	3.05	3.10	3.12	3.11

资料来源：同花顺 iFind，中银证券

估值与投资建议

采取相对估值法分析公司的合理估值。预计 2023~2025 年归母净利润为 7.1 亿元、10.8 亿元和 12.9 亿元，对应 PE 为 42X、28X 和 23X。选取汽车零部件及材料制造企业（星源卓镁、宝武镁业）、eVTOL/低空经济概念股（中信海直、莱斯信息、中直股份）作为可比对象。公司 PE 估值较可比水平存在提升空间。

对公司进行首次覆盖，考虑行业景气度快速提升、公司行业地位领先以及估值提升空间良好，给予 **增持** 评级。

图表 36. 可比公司市盈率对比

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	归母净利润			PE		
			2023A/E	2024E	2025E	2023A/E	2024E	2025E
星源卓镁	301398.SZ	43.7	80.8	112.4	148.9	54	39	29
宝武镁业	002182.SZ	125.2	404.0	822.0	1,453.5	31	15	9
中信海直	000099.SZ	101.7	239.1	273.0	319.0	43	37	32
莱斯信息	688631.SH	84.7	123.3	157.5	199.2	69	54	43
中直股份	600038.SH	243.1	442.7	653.7	786.7	55	37	31
平均			241.2	402.5	640.5	50	36	29
万丰奥威	002085.SZ	299.2	714.7	1,081.0	1,291.5	42	28	23

资料来源：同花顺 iFind，中银证券

注：股价截止 2024 年 3 月 19 日，可比公司采用 iFind 一致性预测；因四舍五入原因可能导致尾数存在差异，全文同。

风险提示

1、技术研发进展不及预期

公司 eVTOL 等新业务高度依赖技术和产品成熟度的顺利发展，如果在未来出现相关技术挑战，使得飞行器产品不能较好满足实际应用场景（如旅游体验、空中巴士、专用飞行等）的需要，则会面临产业发展迂回等风险。

2、汽车业务需求放缓

新能源汽车等驱动因素使得过去数年国内汽车产业需求提振，随着政策变化、保有量增长和价格战等因素导致的格局变化等潜在情况发生，可能导致整体汽车需求放缓或回落。公司作为供应商也会面临收入端的波动风险。

3、材料价格波动

上游原材料价格波动可能影响公司成本，下游客户采购价格波动会影响公司销售，综合会影响业绩方面的收入和毛利率等指标。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,436	16,382	16,467	18,041	19,560
营业收入	12,436	16,382	16,467	18,041	19,560
营业成本	10,435	13,357	13,458	14,717	15,815
营业税金及附加	51	58	64	70	76
销售费用	200	207	234	253	272
管理费用	646	727	856	920	994
研发费用	413	499	511	563	608
财务费用	247	276	232	209	225
其他收益	92	76	76	76	76
资产减值损失	(42)	(66)	(291)	(23)	(24)
信用减值损失	(16)	(10)	(11)	(12)	(11)
资产处置收益	0	3	1	2	2
公允价值变动收益	(2)	(2)	0	0	0
投资收益	15	(6)	5	(0)	2
汇兑收益	0	0	2	2	2
营业利润	493	1,252	894	1,353	1,617
营业外收入	118	5	5	5	5
营业外支出	6	3	3	3	3
利润总额	605	1,254	896	1,355	1,619
所得税	73	222	159	240	287
净利润	532	1,032	737	1,114	1,331
少数股东损益	198	223	22	33	40
归母净利润	333	809	715	1,081	1,292
EBITDA	1,432	2,257	1,863	2,301	2,491
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.16	0.38	0.34	0.51	0.61

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,702	9,608	9,769	12,956	14,868
现金及等价物	1,321	1,753	2,602	3,975	6,508
应收账款	2,833	3,699	2,980	4,036	3,462
应收票据	0	0	0	0	0
存货	2,568	3,165	2,816	3,725	3,304
预付账款	273	173	350	222	393
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	707	818	1,022	997	1,201
非流动资产	8,687	8,579	7,691	6,962	6,312
长期投资	13	30	30	30	30
固定资产	4,504	4,278	3,807	3,273	2,708
无形资产	1,573	1,546	1,535	1,510	1,474
其他长期资产	2,597	2,725	2,319	2,149	2,100
资产合计	16,389	18,187	17,460	19,918	21,180
流动负债	7,463	8,637	7,656	9,336	9,648
短期借款	4,160	4,343	4,145	4,464	5,762
应付账款	997	1,344	1,124	1,575	1,149
其他流动负债	2,306	2,950	2,387	3,298	2,737
非流动负债	1,673	1,174	898	848	808
长期借款	1,017	476	200	150	110
其他长期负债	656	698	698	698	698
负债合计	9,136	9,811	8,555	10,185	10,456
股本	2,187	2,142	2,123	2,123	2,123
少数股东权益	2,147	2,323	2,345	2,379	2,418
归属母公司股东权益	5,106	6,053	6,560	7,355	8,305
负债和股东权益合计	16,389	18,187	17,460	19,918	21,180

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	532	1,032	737	1,114	1,331
折旧摊销	797	800	821	818	731
营运资金变动	(721)	(560)	(61)	(469)	(356)
其他	209	63	358	183	206
经营活动现金流	817	1,335	1,855	1,646	1,912
资本支出	(495)	(354)	(65)	(65)	(65)
投资变动	(14)	(11)	0	0	0
其他	49	15	6	2	4
投资活动现金流	(459)	(350)	(59)	(63)	(61)
银行借款	454	(359)	(474)	269	1,258
股权融资	(787)	(169)	(207)	(286)	(342)
其他	(184)	(181)	(266)	(192)	(233)
筹资活动现金流	(516)	(708)	(948)	(210)	683
净现金流	(158)	276	848	1,373	2,534

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	16.2	31.7	0.5	9.6	8.4
营业利润增长率(%)	(38.0)	153.8	(28.6)	51.4	19.5
归属于母公司净利润增长率(%)	(41.1)	142.7	(11.7)	51.3	19.5
息税前利润增长(%)	(33.7)	129.7	(28.5)	42.3	18.7
息税折旧前利润增长(%)	(17.7)	57.6	(17.5)	23.5	8.2
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(41.1)	142.7	(11.7)	51.3	19.5
获利能力					
息税前利润率(%)	5.1	8.9	6.3	8.2	9.0
营业利润率(%)	4.0	7.6	5.4	7.5	8.3
毛利率(%)	16.1	18.5	18.3	18.4	19.1
归母净利润率(%)	2.7	4.9	4.3	6.0	6.6
ROE(%)	6.5	13.4	10.9	14.7	15.6
ROIC(%)	4.6	9.8	7.6	11.1	13.7
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
净负债权益比	0.6	0.5	0.3	0.2	0.0
流动比率	1.0	1.1	1.3	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	4.8	5.0	4.9	5.1	5.2
应付账款周转率	12.9	14.0	13.3	13.4	14.4
费用率					
销售费用率(%)	1.6	1.3	1.4	1.4	1.4
管理费用率(%)	5.2	4.4	5.2	5.1	5.1
研发费用率(%)	3.3	3.0	3.1	3.1	3.1
财务费用率(%)	2.0	1.7	1.4	1.2	1.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.2	0.4	0.3	0.5	0.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.4	0.6	0.9	0.8	0.9
每股净资产(最新摊薄)	2.4	2.9	3.1	3.5	3.9
每股股息	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	90.8	37.4	42.4	28.0	23.4
P/B(最新摊薄)	5.9	5.0	4.6	4.1	3.6
EV/EBITDA	11.8	7.3	17.5	13.7	12.1
价格/现金流(倍)	37.1	22.7	16.3	18.4	15.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371