

旭升股份 (603305)

证券研究报告

2017年06月30日

携手特斯拉 借力 Model 3 业绩再迎春

- 汽车新股系列报告八

行业	有色金属/工业金属
发行价格	11.26 元
合理估值	36 元

发行数据	
总股本(万股)	40,060
发行数量(万股)	4,160
网下发行(万股)	416
网上发行(万股)	3,744
保荐机构	华林证券股份有限公司
发行日期	2017/6/28
发行方式	网上发行,网下配售

作者	
崔琰	分析师 SAC 执业证书编号: S1110516100005 cuiyan@tfzq.com
娄周鑫	联系人 louzhouxin@tfzq.com
张程航	联系人 zhangchenghang@tfzq.com
周沐	联系人 zhoumu@tfzq.com

股东信息	
宁波梅山保税港区旭晟控股有限公司	36.21%
香港旭日实业有限公司	28.45%
徐旭东	21.55%
宁波梅山保税港区旭成投资合伙企业(有限合伙)	7.76%
宁波梅山保税港区金旭投资合伙企业(有限合伙)	2.59%
青岛金石灏沏投资有限公司	1.72%
宁波博创金甬投资中心(有限合伙)	1.72%

新能源汽车零部件专家，特斯拉一级供应商。公司主要从事压铸成型的精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产、销售，产品包括铝压铸精密汽车零部件和工业零部件，主要应用于新能源汽车行业及其他机械制造行业。15-16 年公司营业收入分别为 3.5、5.7 亿元，同比增长 87%、62%；净利润分别为 0.8、2.0 亿元，同比增加 135%、153%。其中，汽车类产品销售增长尤为迅速，15-16 年汽车类产品营收同比增长 295%、108%。特斯拉在 15 年一跃成为公司最大的客户，公司 15-16 年对其销售额分别为 1.7、3.2 亿元，营收占比高达 50%、57%，其余的四大客户为上海艾赫、海天塑机、AmTech、凯驰清洁。

特斯拉势头正劲，Model 3 订单释放在即。在 Model S 与 Model X 的良好口碑下，特斯拉积蓄了一大批的忠诚用户和潜在购买者。新车型 Model 3 定位中端市场，且性价比极高，为潜在购买者提供了低价购买特斯拉的机会。Model 3 将于 7 月上市，目前订单量接近 40 万辆。预计随订单逐步释放，特斯拉 Model3 于 16 年和 17 年的销量分别约为 9 万辆和 30 万辆。

绑定特斯拉，立于行业高点，迎汽车新能源时代。13 年，公司与特斯拉首次合作，从小零部件起步。此后，公司紧抓特斯拉需求不断渗透，先后获得电池组外壳、变速箱箱体、变速箱悬挂等配套权，并成功进入 Model S、Model X 以及 Model 3 供应链。14 年至 16 年，特斯拉对公司愈发重视，100 万元以上级订单数量、金额均持续增加，单数由 13 单升至 44 单，单价由 319 万元升至 667 万元；受此影响，公司 16 年对特斯拉营收占其汽车业务成本比超 1%。在此过程中，公司为特斯拉配套的平均单车价值不断攀升，分别约为 679、3,246、3,518 元。未来几年，Model 3 的订单放量，公司业绩将步入快速上升通道。此外，在汽车新能源化的大趋势下，新能源车轻量化备受关注，公司作为精密铝合金汽车零部件领域中的佼佼者，有望借势特斯拉，公司优享产业红利。

IPO 助公司克服产能瓶颈，紧跟特斯拉扩张步伐。14 年至 16 年，公司汽车件产量分别 480、757 和 894 万件，汽车类产品产能利用率趋于饱和。（16 年底公司库存产品达 6000+ 万元，其中为特斯拉准备的库存达 3000+ 万元，约为 100 万套）公司为紧跟特斯拉的步伐，先后规划了二、三、四工厂，其中二厂已于 15 年达产、三厂正处于建设和安装阶段、四厂为此次募投项目之一。此次 IPO 募投项目将主要用于包括新增汽车类、新能源汽车变速箱油泵及壳体、压铸产能等投入，将为公司新 810 万套铝镁合金汽车零部件的年产能，达产后将大大缓解产能紧张的局面。预计 IPO 项目全部达产后每年为公司新增营收 6.4 亿元，利润 1.6 亿元。

投资建议：在新能源汽车轻量化的大环境下，公司绑定特斯拉，有望随特斯拉共同成长，并借特斯拉之名快速拓展国内市场，业绩可期。预计公司 17 年至 19 年净利润分别约为 2.9、5.1、7.0 亿元，EPS 分别为 0.72、1.27、1.75 元。给予 18 年 25-30 倍 PE，合理价值区间价 32-38 元。

风险提示：特斯拉销量不及预期，订单数量不及预期等。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	350.74	569.10	826.77	1,454.67	2,000.16
增长率(%)	86.53	62.25	45.28	75.95	37.50
EBITDA(百万元)	111.69	251.57	352.04	613.65	840.77
净利润(百万元)	80.50	203.62	289.82	510.11	701.61
增长率(%)	134.87	152.94	42.33	76.01	37.54
EPS(元/股)	0.20	0.51	0.72	1.27	1.75
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 新能源汽车轻量化领域佼佼者 增长驱动力强盛.....	4
2. 绑定特斯拉 迎汽车新能源时代.....	7
2.1. 特斯拉势头正劲 Model 3 订单释放在即.....	7
2.2. 逐步绑定特斯拉 公司茁壮成长.....	9
2.3. 以特斯拉之名 优享国内产业红利.....	12
3. 克服产能瓶颈 跟上特斯拉扩张步伐.....	15
4. 盈利预测与估值.....	17
5. 附录：财务分析图表.....	18

图表目录

图 1：纯电动与插电式混合动力汽车总体技术路线图.....	4
图 2：公司销售区域分布（单位：%）.....	5
图 3：公司主要产品营收占比（单位：%）.....	5
图 4：公司股权结构设置情况.....	6
图 5：2014-2016 公司营业收入及毛利率（单位：万元、%）.....	6
图 6：2014-2016 公司净利润及净利率（单位：万元、%）.....	6
图 7：特斯拉营业收入及增速（单位：百万美元、%）.....	7
图 8：特斯拉出货量及增速（单位：辆、%）.....	7
图 9：公司与特斯拉合作历程.....	9
图 10：特斯拉订单构成情况（单位：万元，件）.....	9
图 11：平均单车价值量及配套比（单位：元，%）.....	9
图 12：向特斯拉的销售额占该类产品销售总额的比例（单位：%）.....	10
图 13：向特斯拉的销售额占汽车类产品销售总额的比例（单位：%）.....	10
图 14：公司对特斯拉销售的主要产品与特斯拉当年汽车实际交付量的匹配比例（单位：%）.....	10
图 15：纯电动与插电式混合动力汽车总体技术路线图.....	12
图 16：特斯拉净利率与竞争对手对比.....	13
图 17：2014-2016 公司产能利用率（单位：%）.....	15
图 18：2014-2016 公司主要产品产量（单位：万件、套）.....	15
图 19：公司期末固定资产情况（单位：万元）.....	16
图 20：公司期末在建工程情况（单位：万元）.....	16
图 21：2014-2016 公司期间费用占比（单位：%）.....	18
图 22：2014-2016 公司盈利能力分析（单位：%）.....	18
图 23：2014-2016 公司偿债能力分析（单位：倍，%）.....	18
图 24：2014-2016 公司运营能力分析（单位：次）.....	18
图 25：行业对比——综合毛利率（单位：%）.....	18
图 26：行业对比——存货周转率（单位：次）.....	19

图 27：行业对比——应收账款周转率（单位：次）	19
表 1：公司主要产品分类.....	4
表 2：公司主要客户销售额及营收占比（单位：万元、%）	5
表 3：Model 3 与竞争车型对比.....	7
表 4：特斯拉销量预计（单位：辆）	8
表 5：公司与特斯拉合作的主要产品.....	9
表 6：研发项目的进展情况	11
表 7：特斯拉单车价值量.....	11
表 8：公司核心技术取得情况	13
表 9：使用铝合金的部分车型	14
表 10：募集资金投资项目概览.....	15
表 11：募投项目达产后收益情况	16

1. 新能源汽车轻量化领域佼佼者 增长驱动力强盛

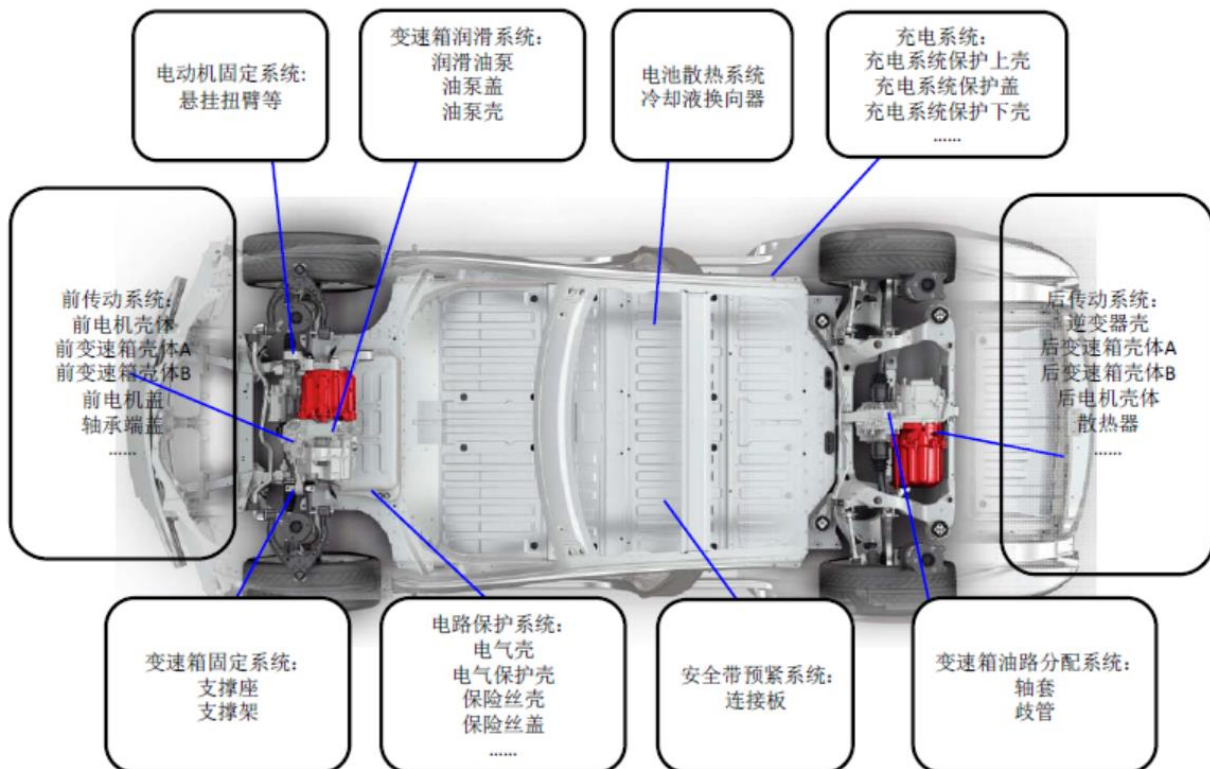
新能源汽车零部件专家，特斯拉一级供应商。公司主要从事压铸成型的精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产、销售，产品主要应用于新能源汽车行业及其他机械制造行业，主要产品包括铝压铸精密汽车零部件和工业零部件。2013 年以来，公司抓住新能源汽车的发展机遇，致力于研发生产新能源汽车动力系统、传动系统、电池系统等核心系统零部件，在变速箱、电池等关键零部件方面实现了多项技术和工艺突破，至 2016 年新能源汽车零部件已经成为公司主要产品。公司拥有先进的轻量化新能源汽车零部件的设计、研发能力，已成为特斯拉的一级供应商，并与多家新能源汽车企业开展合作。

表 1: 公司主要产品分类

产品类别	主要产品分类	典型产品名称
汽车类	新能源汽车传动系统	变速箱箱体
	新能源汽车悬挂系统	电动机、变速箱悬挂
	新能源汽车电气系统	电子元件保护外壳
	新能源汽车电池系统	电池组外壳、箱体、冷却系统组件
	新能源汽车液压系统	液压油泵
	传统汽车扭力转向系统	扭力转向器导轮
	传统汽车汽车外饰	车门支架
工业类	清洗机配件	高压清洗机泵头、马达
	电机配件	电机外壳
	注塑机配件	注塑机加料冷却器
	灯具配件	灯具外壳
模具类	各类模具	变速箱体模具、注塑机零部件模具等

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 1: 纯电动与插电式混合动力汽车总体技术路线图



资料来源：节能与新能源汽车技术路线图战略咨询委员会、天风证券研究所

客户资源优质，绑定新能源汽车标杆特斯拉。公司主要客户为特斯拉、上海艾热性能泵有限公司、海天塑机集团有限公司、AmTech International、凯驰清洁技术（常熟）有限公司等。14-16 年，公司向前五名客户的销售额合计占当期主营业务收入的比例分别为 68.0%、78.4%和 77.6%，占主营业务收入比例比较稳定，但排名变化较大。其中，特斯拉在 2015 年一跃成为公司最大的客户，公司 15-16 年对其销售额分别为 1.7 亿元、3.2 亿元，营收占比高达 50.3%、56.6%。

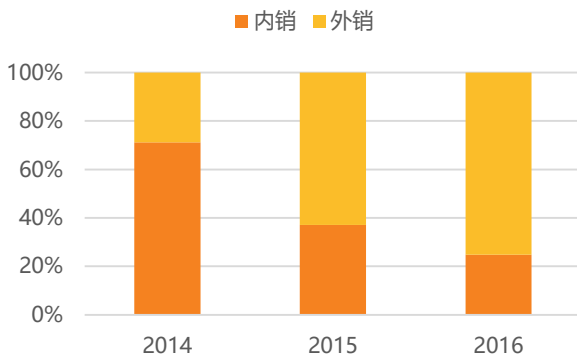
表 2：公司主要客户销售额及营收占比（单位：万元、%）

2014				2015				2016			
排名	客户名称	销售额 (万元)	营收 占比	排名	客户名称	销售额 (万元)	营收 占比	排名	客户名称	销售额 (万元)	营收 占比
1	海天塑机	3,100.1	16.7%	1	特斯拉	17,447.6	50.3%	1	特斯拉	31,930.5	56.6%
2	上海艾热	2,905.9	15.7%	2	上海艾热	2,863.7	8.3%	2	上海艾热	3,239.1	5.7%
3	特斯拉	2,862.1	15.4%	3	海天塑机	2,643.4	7.6%	3	海天塑机	3,162.0	5.6%
4	凯驰清洁	2,489.4	13.4%	4	AmTech	2,426.3	7.0%	4	AmTech	3,019.6	5.4%
5	AmTech	1,278.1	6.9%	5	凯驰清洁	1,834.8	5.3%	5	凯驰清洁	2,437.8	4.3%
	合计	12,635.6	68.0%		合计	27,215.8	78.4%		合计	43,789.0	77.6%

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

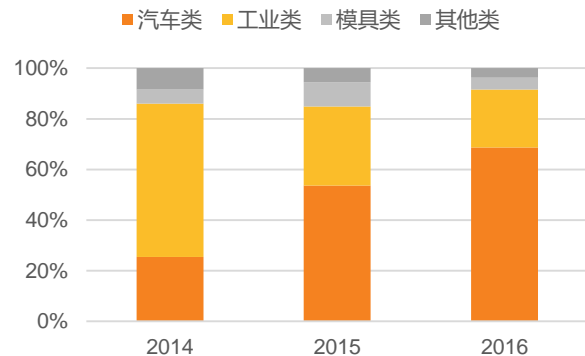
出口业务成为主导，汽车类产品增长迅猛。公司国内主要销售区域为江浙地区，国外主要销售区域是北美，14-16 年，出口业务由 29%迅速增长至 75%。公司主营业务收入占营业收入的比例超过 98%，汽车类和工业类产品销售收入是公司主要的收入来源。其中汽车类产品销售增长尤为迅速，从 2014 年 25%升至 2016 年 69%，绑定特斯拉是收入增长的主要因素。

图 2：公司销售区域分布（单位：%）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

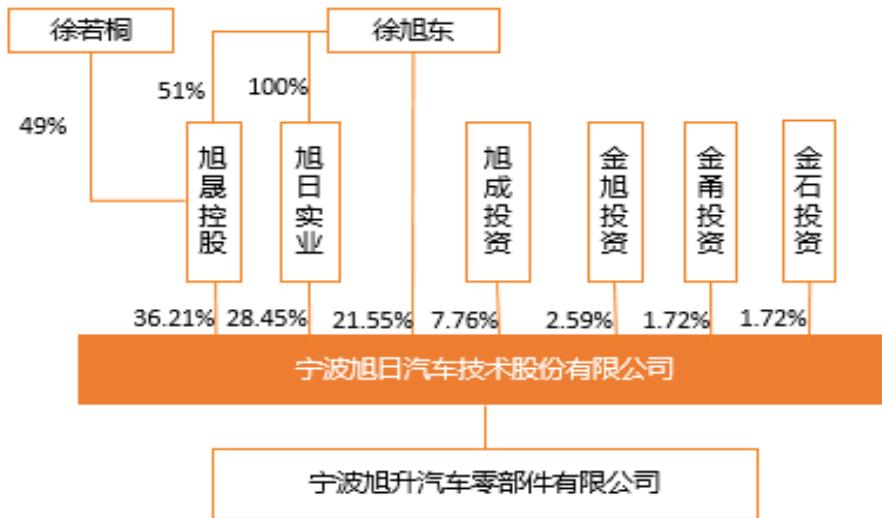
图 3：公司主要产品营收占比（单位：%）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

公司股权结构集中，募集资金主要用于产能扩增。公司预计公开发行股票不超过 4,160 万股，占发行后总股本的比例为 10.4%，募集资金总额为 4.7 亿元，扣除发行费用（不含税）合计 4,172 万元后，用于募投项目的募集资金净额为 4.3 亿元，将主要用于新能源汽车零部件等领域产能扩增以及研发中心建设。徐旭东为公司实际控制人，直接持有公司 21.6% 的股权，并通过控制旭晟控股、旭日实业间接持有公司 64.7% 的股权，合计持有公司 86.2% 的股权。

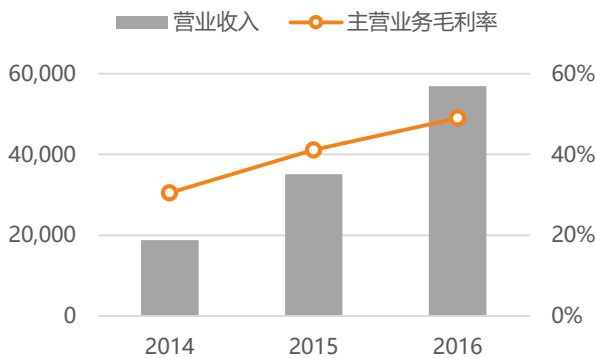
图 4：公司股权结构设置情况



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

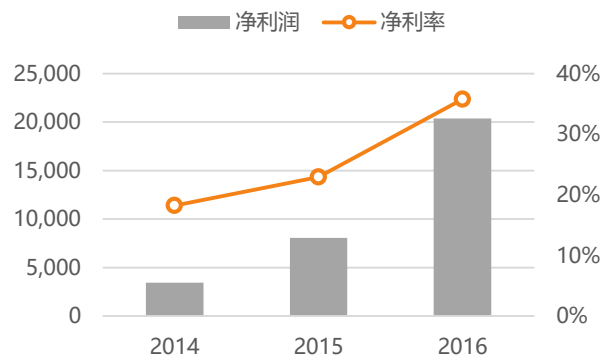
公司营收强劲增长，毛利率呈上升趋势，三费显著下降。2015-2016 年，公司营业收入保持了强劲的增长趋势，营收分别为 3.5 亿元、5.7 亿元，实现了 86.5%、62.3% 的高速增长；对应净利润分别为 0.8 亿元、2.0 亿元，净利增速分别为 134.9%、152.9%。其中，汽车类产品销售增长尤为迅速，是公司新的盈利增长点，15-16 年汽车类产品销售收入同比增长 294.7%、108.3%。与此同时，公司毛利率呈上升趋势，由 14 年 30.5% 增长至 16 年 49.0%，主要原因是公司汽车类产品附加值较高，产品毛利率较高。2016 年，公司三费率显著下降，销售费率、管理费率分别下降至 1.3%、6.6%，降幅为 0.2pp、6.5pp。

图 5：2014-2016 公司营业收入及毛利率（单位：万元、%）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 6：2014-2016 公司净利润及净利率（单位：万元、%）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

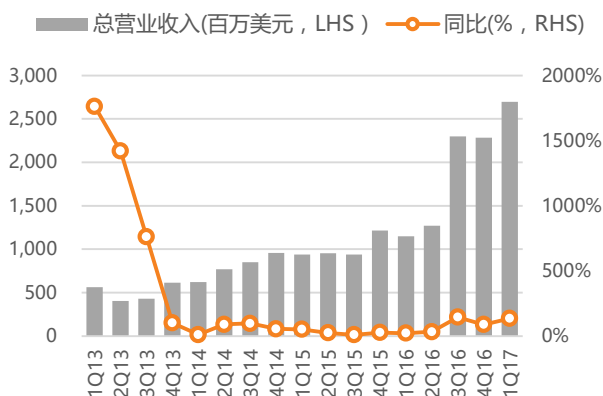
2. 绑定特斯拉 迎汽车新能源时代

2.1. 特斯拉势头正劲 Model 3 订单释放在即

光环加身，特斯拉一路走来都备受关注。特斯拉汽车从 2003 年成立，历经 13 年，到 2016 年发布第三阶段的里程碑产品——Model 3。期间，特斯拉汽车给汽车界和科技界带来了不少惊喜，2006 年发布其第一辆纯电动车——特斯拉 Roadster 跑车；Roadster 性能强悍，各项指标都不输传统动力的跑车，发布当年便登上《时代》杂志封面。之后发布的 Model S 与 Model X 更是凭借其美观的外表、出色的各项性能及智能化程度吸引了广泛的关注。而此次平民新车型 Model 3 的发布更是引起了大众阶层的广泛关注，掀起了一波订购热潮。

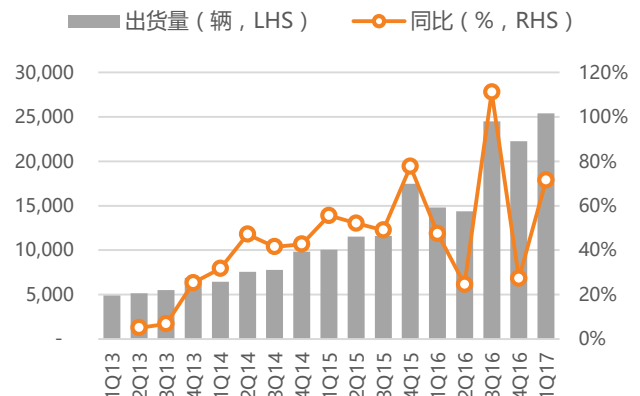
超强性能助特斯拉获得市场承认。特斯拉第一代产品 Roadster 定位跑车市场，且产量较小，所以社会反响较小；而第二代产品 Model S 定位中高端市场，是特斯拉第一款量产电动车，且 Model S 续航能力于 2012 年便能达到约 500 公里，远超当时竞争对手，基本可以满足现代城市人群的绝大多数时间的用车需求；其百公里加速时间约为 3-5 秒，可以为消费者提供超越传统汽车的超强动力，即便是与传统燃油豪华车相比，Model S 亦极具竞争力。其不断攀升的销售量也在不断印证这一年，1Q13 至 1Q17，特斯拉出货量由 4,901 辆上升至 25,418 辆，单季度平均增长率达 10.8%；营业收入由 5.6 亿美元提升至 27.0 亿美元，单季平均增长率达 14.5%。

图 7：特斯拉营业收入及增速（单位：百万美元、%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：特斯拉出货量及增速（单位：辆、%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

平民化明星车型 Model 3 高性价比引订购热潮，7 月份即将正式上市。在 Model S 和 Model X 良好的口碑下，特斯拉积累了一大批的忠诚用户和潜在购买者。Model 3 定价中端市场，为潜在购买者提供了低价购买特斯拉的机会；相较于前两款车型而言，Model 3 具备了成为爆款热销车型的潜质。而且，无论是相比传统的中端豪华车，还是竞争之列新能源汽车，Model 3 的性能都非常突出，性价比高，极具竞争力。此外，Model 3 预计于 7 月份正式上市，目前已有订单 40 万+辆。预计在产能充足的情况下，特斯拉 2017 和 2018 年的销量将达 21 万和 44 万辆，其中 Model 3 的销量将分别达 9 万辆和 30 万辆。

表 3：Model 3 与竞争车型对比

	价格 (万元)	续航里程 (km) / 油耗 (L/100km)	类型	车型大小 (mm)	百公里加速 (s)
Model 3	35K	346 km	纯电动	-	< 6.0
雪佛兰 Bolt	37K、42K	321 km	纯电动	-	7.0
日产 Leaf	31K 起	172 km	纯电动	4445*1770*1550	-
宝马 i3	42K 起	183 km	纯电动	4006*1775*1600	7.2-7.9
大众 e-Golf	22K 起	130km-190km	纯电动	4270*1799*1457	10.4

雷诺 Zoe	14K GBP 起	240km	纯电动	3450*1680*1420	8.1
丰田 Puris	27K-33K	40 km	插电混	4485*1745*1510	-
雪佛兰 Volt	27K 起	80 km	混动	4498*1787*1439	9.0
奔驰 C 级	40K 起	6.1-7.3 L/100km	传统	4783*1810*1442	7.8-9.8
奥迪 A4	35K 起	6.2-7.4 L/100km	传统	4761*1826*1439	6.6-8.7
宝马 3 系	33K 起	6.4-8.3 L/100km	传统	4643*1811*1454	5.7-9.9

资料来源：汽车之家，天风证券研究所

表 4：特斯拉销量预计（单位：辆）

	2015	2016	2017	2018
ModelS	50,372	50,944	76,416	87,878
YoY		1%	50%	15%
ModelX	208	25,299	48,068	55,278
YoY			90%	15%
Model3			90,000	300,000
YoY				300%
Total	50,580	76,243	214,484	443,157
YoY		51%	181%	135%

资料来源：公司官网、天风证券研究所

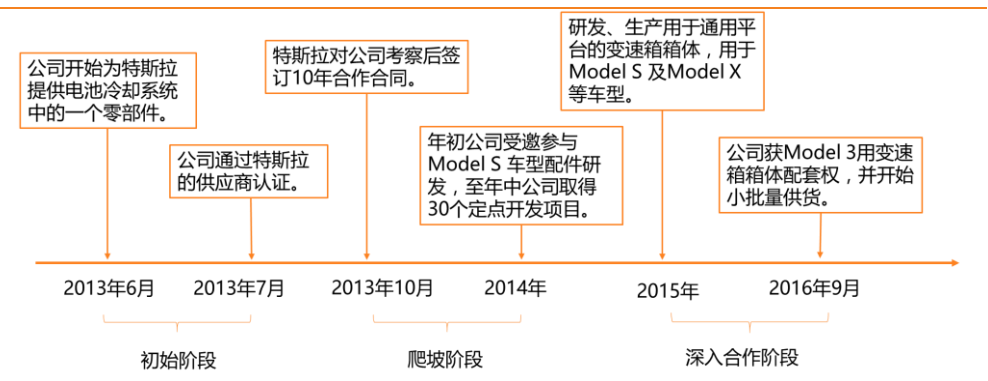
加州与欧洲工厂将保障产能，稳定新车供给。 特斯拉于 2010 年收购通用汽车和丰田汽车的合资的新联合汽车制造公司(NUMMI),到 2015 年,该厂产能仅为前身 NUMMI 的 1/10。2015 年特斯拉斥资 16 亿美元用于大规模升级生产线,提升自动化生产效率,改造升级后,产能将达到 50 万辆。此外, 特斯拉欧洲基地改装完成后最大可达每周 1000 辆的产能。

新车型 Semi 与 Model Y 将补齐特斯拉产品的短板。 Model Y 定位为紧凑型 SUV, 定价或与 Model 3 相近, 将补齐特斯拉在中档 SUV 的空缺, 预计于 2019 年上市。而 Semi 预计将于 9 月 28 日发布, 也预示着特斯拉正式进军商用车领域。

2.2. 逐步绑定特斯拉 公司茁壮成长

公司先行优势显著，逐步绑定特斯拉。2013年6月初，处于发展早期的特斯拉（当时年产仅为2万辆）向全球寻找优秀供应商。公司抓住机遇与特斯拉首次合作，获得特斯拉电池冷却系统中一个零部件的配套权。此后公司不断向特斯拉渗透先后获得电池组外壳、变速箱箱体、变速箱悬挂等配套权，并成功进入 Model S、Model X 以及 Model 3 的供应链。

图 9：公司与特斯拉合作历程



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

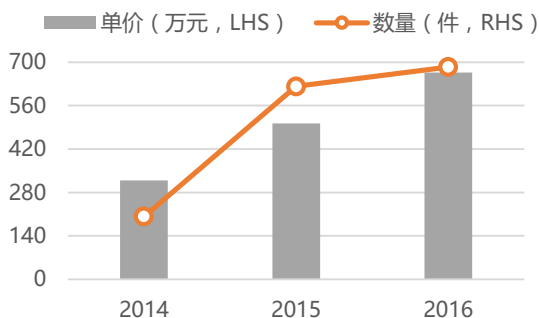
表 5：公司与特斯拉合作的主要产品

项目	典型产品
传动系统	变速箱箱体
悬挂系统	电动机、变速箱悬挂
电池系统	电池组外壳、箱体、冷却系统组件
电气系统	电子元件保护外壳
液压系统	液压油泵

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

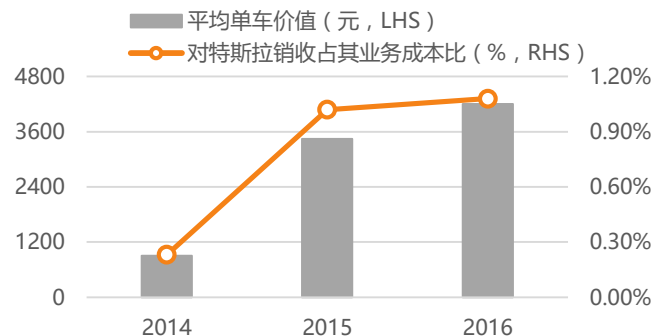
专注于特斯拉，收获信任与订单。特斯拉的采购习惯与一般传统整车厂不同，单次采购批量远低于一般整车厂，且其每次对交货时间、质量要求和技术水平要求均较高。因此诸多大型汽车零部件厂商承接特斯拉订单时，往往存在响应不及时、需求量小导致研发投入不够等情况。反观公司由于起初规模较小，对特斯拉的业务公司高度重视，充分发挥中小企业具有的灵活性等优势，在研发投入、产品质量、交货及时性等方面较好的满足特斯拉的要求。2014年至2016年间，特斯拉对公司采购的配件种类、金额不断增加，下达单份订单的金额也越来越大，尤其是2015年下半年开始向特斯拉供应变速箱箱体以来，100万元以上订单数量、金额均持续增加，单数由13单升至44单，单价由319万元升至667万元。受此影响，公司近年营收大幅攀升，特斯拉贡献营收从0.3亿元上升至3.2亿元，营收占比亦从15%上升至57%；其中对特斯拉汽车类产品销售占公司汽车类产品的总销售比例由56%上升至77%，模具类产品销售占比由22%升至77%。

图 10：特斯拉订单构成情况（单位：万元，件）



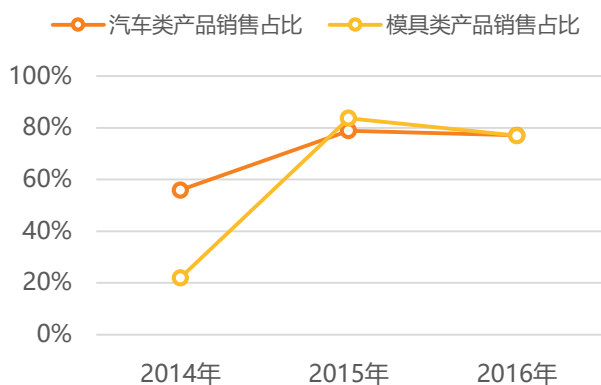
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 11：平均单车价值及配套比（单位：元，%）



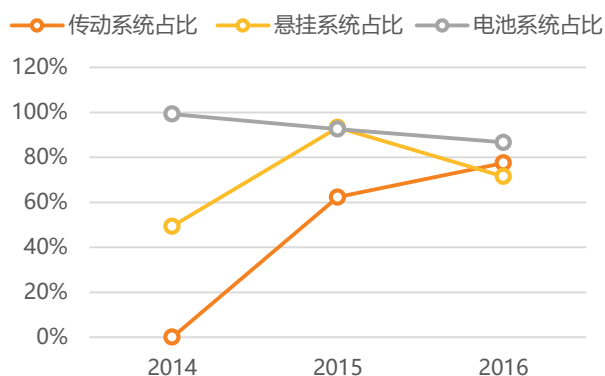
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 12: 向特斯拉的销售额占该类产品销售总额的比例 (单位: %)



资料来源: 公司招股说明书、天风证券研究所

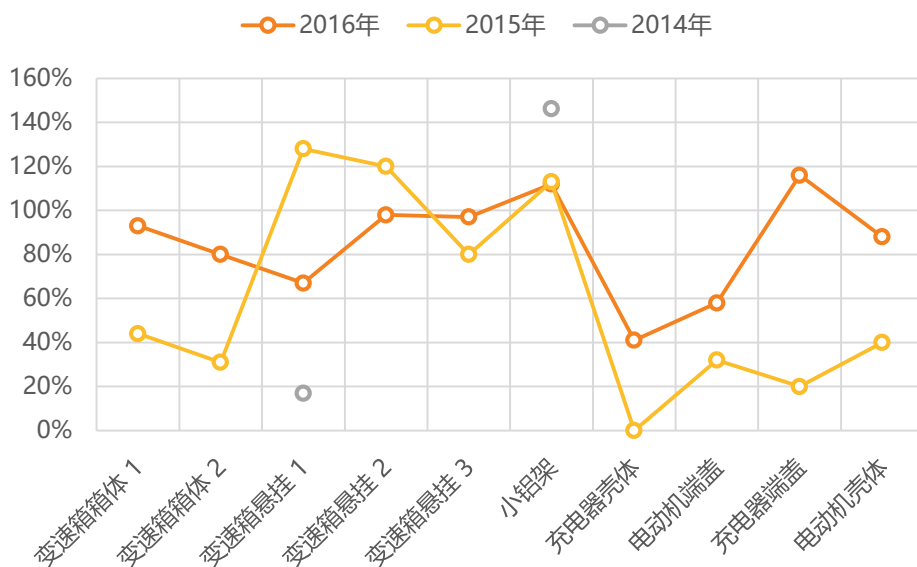
图 13: 向特斯拉的销售额占汽车类产品销售总额的比例 (单位: %)



资料来源: 公司招股说明书、天风证券研究所

公司重要性日益提升, 对特斯拉的绑定愈发牢固。得益于产品质量、研发实力、供货速度的契合表现, 公司与特斯拉双方合作深化, 公司向特斯拉供应的零件占特斯拉需求量 (交付量) 的比重不断增加。2014-2016 年期间, 公司对特斯拉的销售占其汽车业务成本的比例也由 0.23% 上升到 1.08%, 其中公司供货占特斯拉该产品需求量 70% 以上的重要零部件的品种由 3 种上升至 18 种, 相应的销售额由 0.2 亿元增加至 2.3 亿元。公司对特斯拉销售的主要产品在变速箱悬挂、小铝架的基础上新增了变速箱箱体、充电器壳体、电动机端盖、充电器端盖和电动机壳体, 通过匹配测算, 2016 年公司主要产品占特斯拉当年交付量比例均在 40% 以上, 部分产品占比甚至超过 110%。

图 14: 公司对特斯拉销售的主要产品与特斯拉当年汽车实际交付量的匹配比例 (单位: %)



资料来源: 公司招股说明书、天风证券研究所

特斯拉投资回报率高于行业均值, 可持续性合作背书公司发展。2014-2016 年, 公司对特斯拉汽车类产品研发累计投入 2117.6 万元, 累计创造了 4.8+ 亿营业收入, 收入对研发费用比达 23 倍, 远超过传统汽车类产品、工业类产品。目前, 公司正在进行的研发项目主要包括逆变器端盖、变速器前端盖、发动机引擎端盖、马达前后端盖、马达内外圈焊接件等项目, 主要供给包括特斯拉在内的国外新能源汽车生产企业, 将支撑公司未来稳步发展。

表 6：研发项目的进展情况

项目	项目性质	所处阶段
系统箱体、风扇等	传统汽车类产品	已产业化
阀门、风扇、散热片、支架等	工业类产品	已产业化
变速器箱体、电池壳体、电气系统壳体、油泵其他等	特斯拉汽车类产品	已产业化
特斯拉 Model 3 逆变器端盖等	特斯拉汽车类产品	研发阶段
发动机引擎端盖、扭力转向器、壳体	传统汽车类产品	研发阶段
新能源电机外壳体、变速箱、冷却系统、马达	新能源汽车类产品	技术储备

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

Model 3 订单消化期来临，公司业绩可期。 Model 3 将于 17 年 7 月开始量产并逐步开始放量，18 年迎来生产大年。考虑到 Model X 和 Model S 将与 Model 3 共同生产的因素，保守估计完全消化目前 Model3 的在手订单最早需要到 2018 年底。公司在与特斯拉合作中不断渗透，目前公司对特斯拉营收占特斯拉汽车业务采购成本的 1%，按特斯拉配套产品单价来估算，公司为特斯拉配套的平均单车价值不断攀升，分别约为 679、3,246、3,518 元。未来随巨大 Model 3 订单量逐步释放，公司业绩将再迎快速增长期。

表 7：特斯拉单车价值量

	单车需求量（件）	2014 年	2015 年	2016 年
变速箱箱体 1	2	424	376	383
变速箱箱体 2	2		381	386
变速箱悬挂 1	1		437	411
变速箱悬挂 2	1	11	223	208
变速箱悬挂 3	1		180	167
小铝架	32		11	11
充电器壳体	1			518
电动机端盖	2		165	168
充电器端盖	1		155	165
电动机壳体	1		183	187
合计		435	2110	2604
占比		64%	65%	74%
单车价值		679	3246	3518

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

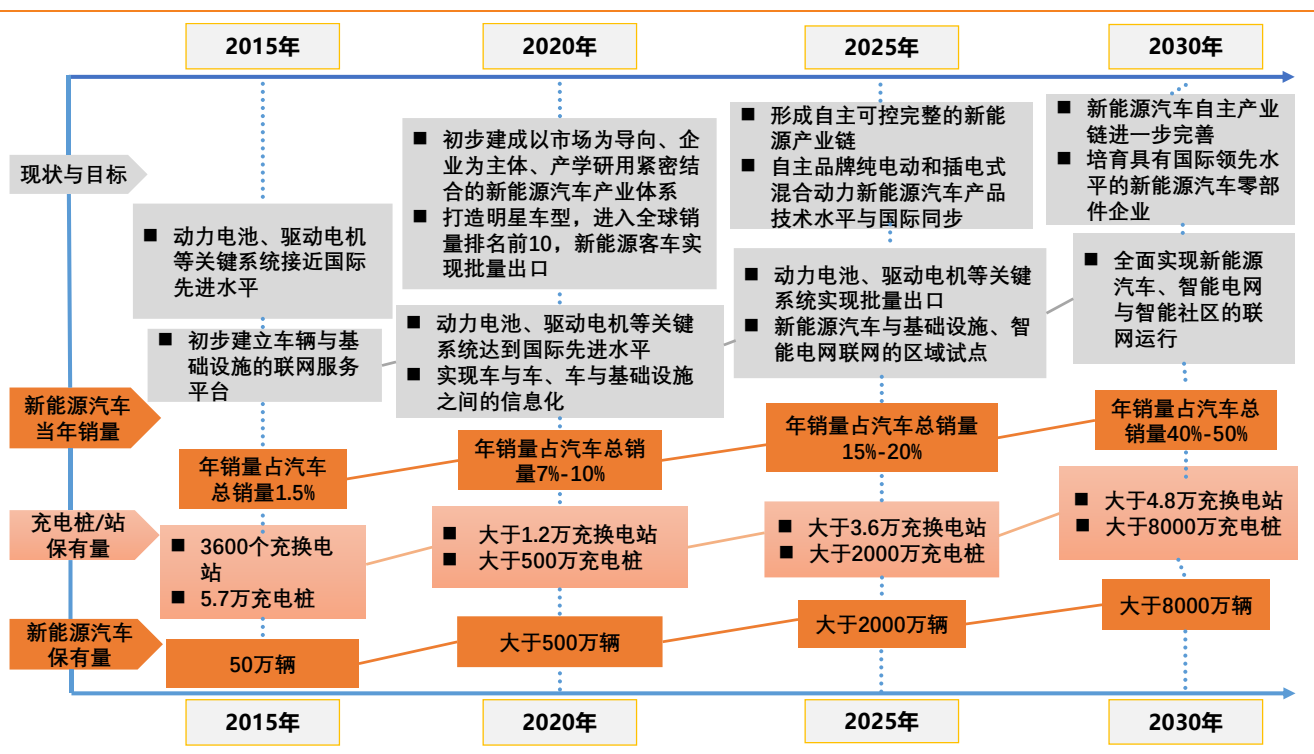
特斯拉国产进行时，助力公司崛起。 近期特斯拉国产化传闻愈演愈烈，而特斯拉方面亦表态正与上海政府进行建厂合作方面的洽谈，特斯拉国产化可期。以 Model S 为例，特斯拉 Model S 在国内售价 73 万元起(约为 12.1 万美元)，相较美国 8.1 万美元的售价高出 50%。其中，Model S 进口关税合计占售价约为 16%，增值税占比约为 15%，运输费用占比约为 3%。如果特斯拉进行国产化，仅进口关税和运输费用等额外支出就可节省将近 15 万元，同时新能源车在北京、上海等限购城市还享受免费牌照，将大大刺激特斯拉的消费。而公司作为特斯拉的老牌供应商，特斯国产后又具备就近配套优势，将先行受益。

2.3. 以特斯拉之名 优享国内产业红利

新能源汽车销量呈现井喷式增长，市场前景广阔。2012-2016年，全球电动汽车的销量分别为14、22、32、55、77万辆，呈现高速增长趋势。其中，中国在市场规模与发展速度上都处于领先地位，2015年已超过美国成为全球电动汽车的第一大市场。中国电动汽车近4年的销量分别为1.8万辆、7.5万辆、32万辆和51万辆。行业的繁荣主要源于市场需求、政策扶持以及国家规划。随着政府各项新政的陆续推出，未来中国新能源市场空间广阔。

路线图彰显力促新能源汽车发展决心。路线图给出了2020-2030年部分市场化和技术发展的目标，到2020年保有量过500万辆，2025年大于2,000万辆，2030年大于8,000万辆（2016年6月全国汽车保有量为1.84亿）；2020、2025、2030三年的渗透率从2015年的1.5%提高到7%-10%（对应年销量210万-300万辆）、15%-20%、40%-50%。同时纯电动乘用车的续航里程要在这三年分别达到300km、400km、500km。虽然销量和技术的组合目标略过宏伟，但其侧面彰显了政府大力发展新能源汽车的决心。

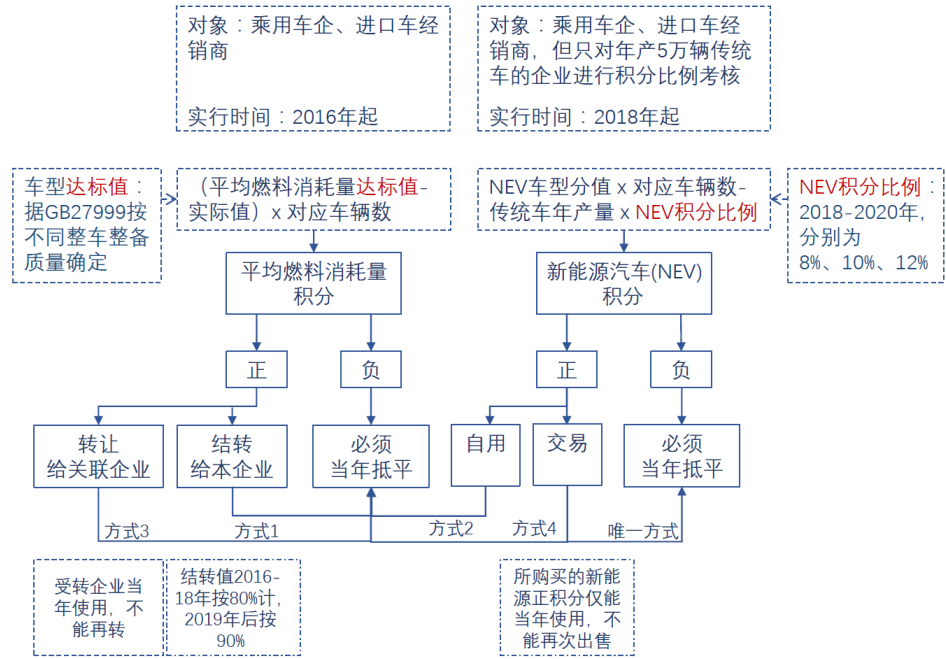
图 15：纯电动与插电式混合动力汽车总体技术路线图



资料来源：节能与新能源汽车技术路线图战略咨询委员会、天风证券研究所

碳排放与双积分政策促使传统车企反哺新能源车企，保障市场执行力。宏观层面，促进行业整体向低油耗、新能源汽车转型。其中年产5万辆以上的车企从2018年起必须按一定比例要求生产销售新能源乘用车；微观层面，导致部分车企的节能与新能源汽车产品结构发生变化。参数、积分抵偿细则的出台终于给予车企明确指引，传统车企向新能源转型的驱动力将由获取补贴转换为满足国家硬性要求的内生动力，从而保障各车企的执行力度，进一步增加对节能与新能源车型的投入，调整产品结构。

图 30：双积分机制简图



资料来源：工信部、天风证券研究所

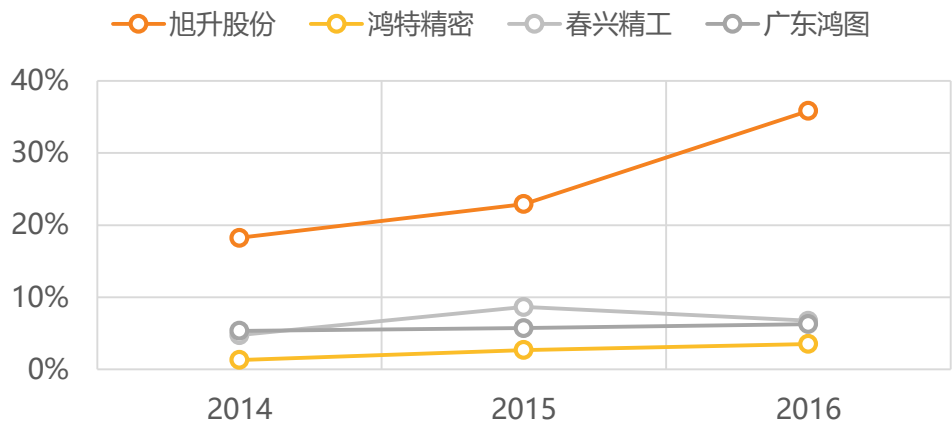
公司为领域内的佼佼者，自主研发能力强。公司在新能源汽车零部件领域具有显著的技术优势，依靠自主研发取得包括新能源汽车变速箱箱体、电池系统壳体等一系列生产技术。目前，公司拥有 4 项发明专利和 60 项实用新型专利。此外，依托于研发，公司对特斯拉等新能源汽车客户销售的产品技术含量高，具有较高净利率。

表 8：公司核心技术取得情况

序号	技术名称	取得时间	取得方式
1	新能源汽车变速箱箱体及总成生产技术	2014 年	自主研发取得
2	新能源汽车电池系统壳体生产技	2014 年	自主研发取得
3	装配技术	2013 年	自主研发取得
4	热成像仪在线监控技术	2010 年	自主研发取得
5	模具设计制造技术	2006 年	自主研发取得
6	精密加工技术	2006 年	自主研发取得
7	检测技术	2006 年	自主研发取得

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 16：特斯拉净利率与竞争对手对比



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

借势标杆企业特斯拉，公司有望拓宽客户覆盖优享产业红利。特斯拉的 Model S 与 Model X 是电动汽车的高端产品，具有行业标杆地位。公司通过与特斯拉的合作，积累了新能源汽车零部件的设计、研发、生产技术，占据了新能源汽车领域压铸零部件的制高点，与特斯拉的合作为公司开拓新能源汽车市场打下了良好的基础。在新能源车轻量化的大趋势下，越来越多的整车厂开始采用铝合金材料，公司有望优享行业红利。

表 9：使用铝合金的部分车型

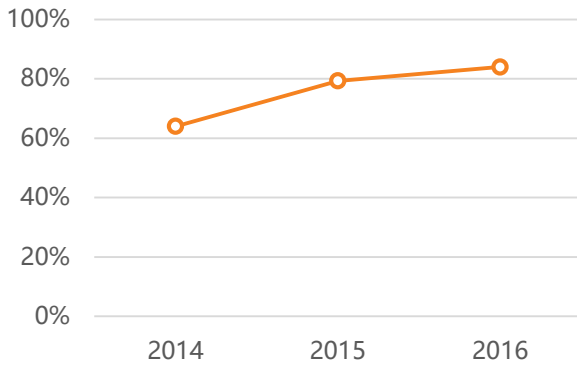
企业	车型	铝轻量化设计
特斯拉	Model S	全铝设计，95%结构采用铝合金材料
宝马	i 系列	铝制底盘（碳纤维车身）
比亚迪	腾势	铝合金减速机支架、机电壳体、电池组外壳
江淮	iEV5	铝合金动力总成箱体
北汽	E150II	铝合金动力总成箱体、机电壳体
长安	逸动电动版	安全横梁、控制臂

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

3. 克服产能瓶颈 跟上特斯拉扩张步伐

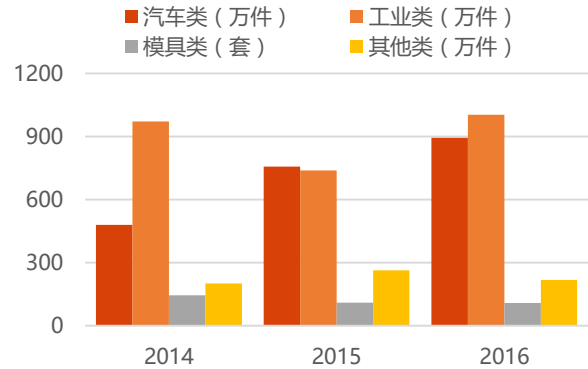
特斯拉热销将加速，公司未雨绸缪。2014-2016年，随公司与特斯拉的合作不断深入，汽车件产量大幅增长，分别为480万件、757万件和894万件，而主要生产汽车件的二厂的产能利用率已趋于饱和。未来随Model 3订单不断兑现及Model S与Model X的持续热销，公司现有产能将无法满足特斯拉未来增长所带来的需求。所以此次IPO公司准备斥资4.9亿元用于汽车类产品的扩产产能建设，将助力公司未来业绩的高增长。

图 17：2014-2016 公司产能利用率（单位：%）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 18：2014-2016 公司主要产品产量（单位：万件、套）



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

表 10：募集资金投资项目概览

序号	项目名称	核准或备案情况	投资额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
1	轻量化及环保型铝镁合金汽车零部件制造项目	甬发改办备[2015]24 号	49,030.00	36,769.60
2	新能源汽车配件装配生产线项目	仑经信备[2015]2088 号	4,532.00	-
3	铝压铸民用件生产技改项目	仑经信[2016]1 号	5,514.00	-
4	铝镁合金产品及精密压铸模具研发中心建设项目	宁开政备[2015]53 号	5,900.00	5,900.00
合计			64,976.00	42,669.60

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

此次 IPO 募投项目全部达产后，公司每年可新增销售收入 6.4 亿元，新增利润总额 1.6 亿元。

1) **轻量化及环保型铝镁合金汽车零部件制造项目**。项目建设规模为汽车轻量化及环保型铝镁合金汽车零部件精加工生产 810 万套 (件) / 年，预计投资 4.9 亿元，项目达产后，正常年份营业收入为 5.4 亿元，净利润为 1.3 亿元，项目财务内部收益率 (税后) 为 25.5%，项目投资回收期 (税后) 为 5.3 年。

2) **新能源汽车配件装配生产线项目**。项目建设规模为年产新能源汽车变速箱油泵及壳体 80 万套/年，预计投资 4,532 万元，本项目达产后，正常年份营业收入为 4,200.0 万元，净利润为 1,404.0 万元，项目财务内部收益率 (税后) 为 26.1%，项目投资回收期 (税后) 为 5.2 年。

3) **铝压铸民用件生产技改项目**。项目拟对公司现有一厂进行技术改造和设备升级，提高产品技术含量，增加 1,500 吨压铸件生产建设规模，预计投资 5,514.0 万元，本项目达产后，正常年份营业收入为 5,550.0 万元，净利润为 923.0 万元，项目财务内部收益率 (税后) 为 18.0%，项目投资回收期 (税后) 为 6.3 年。

4) **铝镁合金产品及精密压铸模具研发中心建设项目**。项目拟建设高端铝镁合金压铸件产品和精密压铸模具的研发中心，包括研发中心、新产品试制车间和新产品检测中心。项目总投资为 5,900.0 万元。

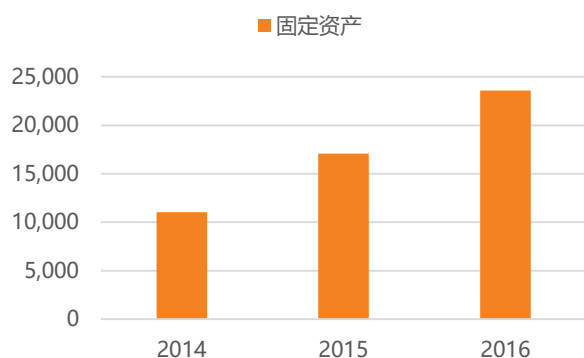
表 11：募投项目达产后收益情况

序号	项目名称	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	内部收益率 (税后)	投资回收期 (税后)
1	轻量化及环保型铝镁合金汽车零部件制造项目	54,330	13,268	0.255	5.3 年
2	新能源汽车配件装配生产线项目	4,200	1,404	0.261	5.2 年
3	铝压铸民用件生产技改项目	5,550	923	0.18	6.3 年

资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

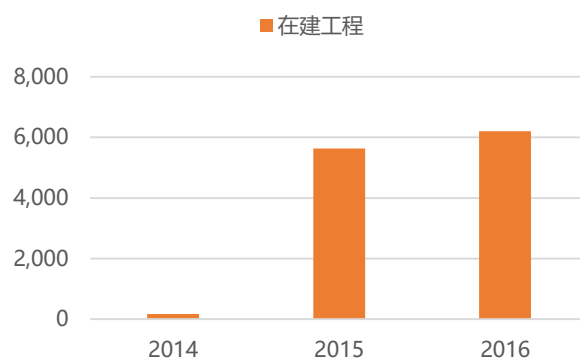
抓住新能源汽车快速发展的市场机会，建设计划先行一步，助力业绩快速增长。2014-2016 年，公司在建工程分别为 171 万元、5,639 万元和 6,205 万元，主要是与新能源汽车零部件生产相关的固定资产投入。为了充分抓住新能源汽车快速发展的市场机会，公司规划并相继投资了二厂、三厂(基建及相关设备正处于建设和安装阶段)和四厂(本次募投项目)。随着公司二厂附属工程三厂压铸车间、模具车间完工投产，以及新设备购置，14-16 年，公司固定资产也有所增加，分别为 1.1 亿元、1.7 亿元和 2.4 亿元。随着三厂和四厂的陆续达产，将保障公司对特斯拉的正常供货，助力业绩快速增长。

图 19：公司期末固定资产情况 (单位：万元)



资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

图 20：公司期末在建工程情况 (单位：万元)



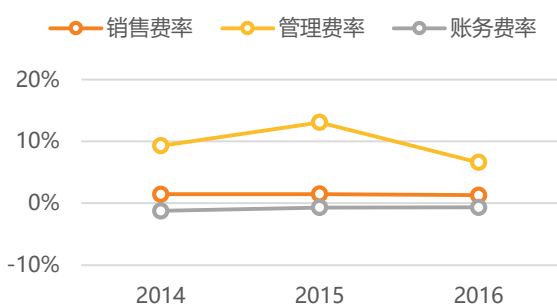
资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

公司绑定特斯拉，有望随特斯拉共同成长。在新能源汽车轻量化的大环境下，公司借特斯拉之名快速拓展国内市场，业绩可期。预计公司 2017 至 2019 年，我们预计公司主营业务收入分别约为 8.3 亿元、14.5 亿元、20.0 亿元，同比增长 45%、76%、38%；净利润分别约为 2.9 亿元、5.1 亿元、7.0 亿元，同比增长 42%、76%、38%；2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.72 元、1.27 元、1.75 元。考虑到特斯拉在电动化、轻量化领域的标杆效应，公司在享受到特斯拉销量高增长的同时，还有望拓宽新客户覆盖面，打开新增长空间，给予 2018 年 25 - 30 倍 PE，目标价 32 - 38 元。

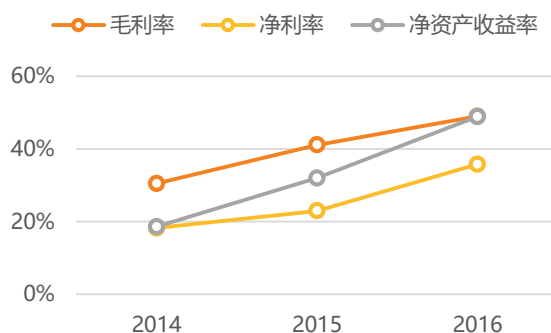
5. 附录：财务分析图表

图 21：2014-2016 公司期间费用占比（单位：%）



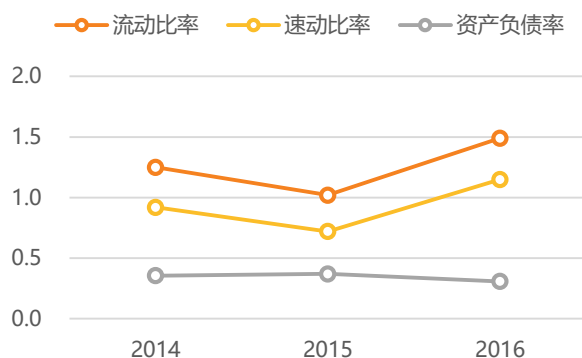
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 22：2014-2016 公司盈利能力分析（单位：%）



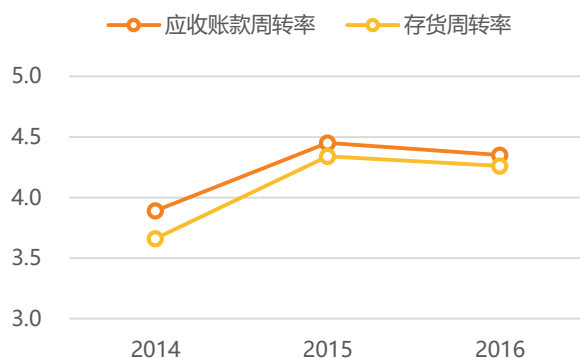
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 23：2014-2016 公司偿债能力分析（单位：倍，%）



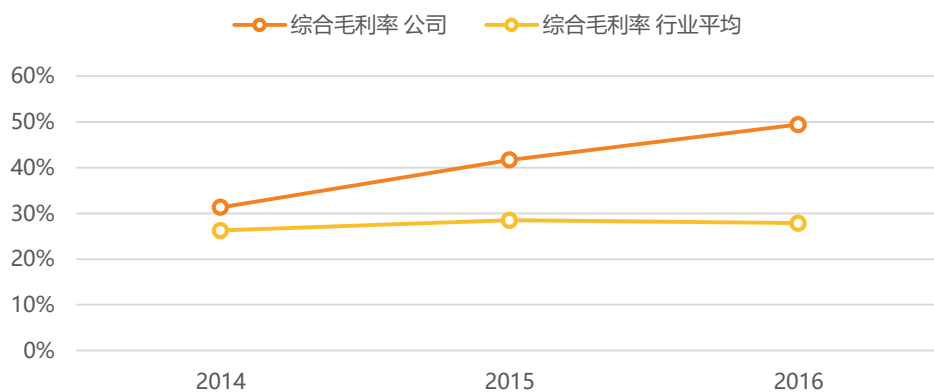
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 24：2014-2016 公司运营能力分析（单位：次）



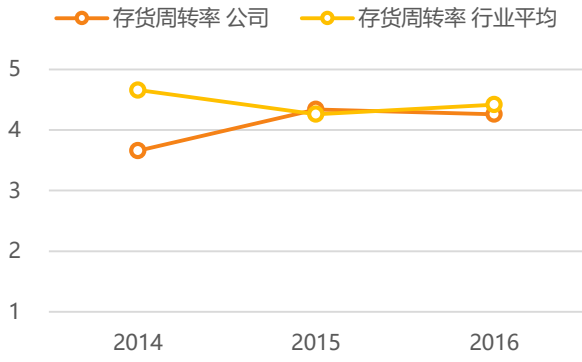
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 25：行业对比——综合毛利率（单位：%）



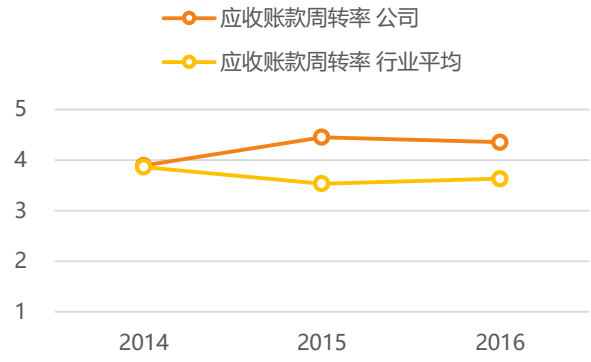
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 26: 行业对比——存货周转率 (单位: 次)



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

图 27: 行业对比——应收账款周转率 (单位: 次)



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	18.86	99.25	406.91	1,000.82	1,280.80	营业收入	350.74	569.10	826.77	1,454.67	2,000.16
应收账款	110.95	157.38	388.50	360.84	669.51	营业成本	204.47	287.79	418.09	735.62	1,011.48
预付账款	0.60	1.52	2.50	3.85	4.79	营业税金及附加	1.62	6.34	5.89	11.10	16.00
存货	55.60	78.73	126.00	220.98	270.67	营业费用	5.22	7.46	10.75	19.20	26.60
其他	1.37	3.06	4.84	3.17	7.50	管理费用	45.86	37.63	54.57	95.72	130.61
流动资产合计	187.38	339.94	928.76	1,589.67	2,233.28	财务费用	(2.41)	(3.82)	(0.48)	(3.36)	(6.38)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	(0.44)	2.91	1.08	1.18	1.72
固定资产	170.79	235.96	327.00	429.97	509.24	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	56.39	62.05	157.23	184.34	156.62	投资净收益	0.25	0.00	0.09	0.09	0.09
无形资产	74.36	73.40	71.61	69.82	68.04	其他	(0.49)	0.00	(0.18)	(0.18)	(0.18)
其他	14.52	34.49	20.56	22.29	25.19	营业利润	96.67	230.79	336.95	595.30	820.21
非流动资产合计	316.06	405.90	576.41	706.42	759.09	营业外收入	1.60	8.36	3.58	4.52	5.49
资产总计	503.44	745.84	1,505.17	2,296.09	2,992.36	营业外支出	0.72	0.15	0.30	0.39	0.28
短期借款	53.63	16.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	97.55	239.00	340.24	599.42	825.42
应付账款	60.80	83.20	133.50	242.65	273.20	所得税	17.05	35.38	50.42	89.31	123.81
其他	69.41	128.39	81.75	278.18	242.41	净利润	80.50	203.62	289.82	510.11	701.61
流动负债合计	183.84	227.59	215.25	520.83	515.61	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	25.22	0.00	0.00	归属于母公司净利润	80.50	203.62	289.82	510.11	701.61
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.20	0.51	0.72	1.27	1.75
其他	2.18	1.94	1.37	1.83	1.71						
非流动负债合计	2.18	1.94	26.60	1.83	1.71						
负债合计	186.01	229.53	241.85	522.66	517.32	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	165.00	359.00	400.60	400.60	400.60	营业收入	86.53%	62.25%	45.28%	75.95%	37.50%
资本公积	76.50	0.00	426.70	426.70	426.70	营业利润	146.32%	138.73%	46.00%	76.67%	37.78%
留存收益	144.84	146.21	862.72	1,372.83	2,074.44	归属于母公司净利润	134.87%	152.94%	42.33%	76.01%	37.54%
其他	(68.91)	11.10	(426.70)	(426.70)	(426.70)	获利能力					
股东权益合计	317.42	516.31	1,263.32	1,773.43	2,475.04	毛利率	41.70%	49.43%	49.43%	49.43%	49.43%
负债和股东权益总	503.44	745.84	1,505.17	2,296.09	2,992.36	净利率	22.95%	35.78%	35.05%	35.07%	35.08%
						ROE	25.36%	39.44%	22.94%	28.76%	28.35%
						ROIC	36.36%	57.26%	71.91%	58.50%	92.20%
						偿债能力					
						资产负债率	36.95%	30.77%	16.07%	22.76%	17.29%
						净负债率	20.49%	21.99%	9.05%	-10.73%	-19.32%
						流动比率	1.02	1.49	4.31	3.05	4.33
						速动比率	0.72	1.15	3.73	2.63	3.81
						营运能力					
						应收账款周转率	3.45	4.24	3.03	3.88	3.88
						存货周转率	7.48	8.47	8.08	8.38	8.14
						总资产周转率	0.85	0.91	0.73	0.77	0.76
						每股指标(元)					
						每股收益	0.20	0.51	0.72	1.27	1.75
						每股经营现金流	0.23	0.62	0.10	1.91	0.87
						每股净资产	0.79	1.29	3.15	4.43	6.18
						估值比率					
						市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						EV/EBIT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com