

汽车零部件
轻量化持续推进，受益特斯拉国产

2019年09月16日

——旭升股份（603305.SH）深度研究报告

公司评级：增持（首次）
分析师：耿丙森

执业证书号：S1030517070001

联系电话：0755-83199599

邮箱：gengbs@csc.com.cn

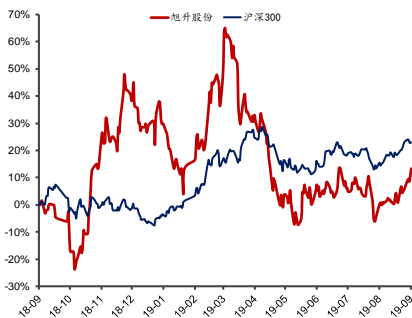
公司具备证券投资咨询业务资格

分析师的相关报告：

核心观点：

- 1) **轻量化和新能源汽车零部件行业未来持续增长。**未来十年，铝合金轻量化行业年复合增长率约为6%，新能源汽车行业也将保持高速增长。未来，领先企业将凭借其全方位优势更多分享行业成长红利。公司过去5年营收和净利润年化复合增长率分别为47.93%和66.4%，成长性远高于行业平均水平。
- 2) **短期因素影响公司营业收入，未来重回高速增长。**2019年1月特斯拉Model X/S换代停产标准版，相比去年同期产量下降20809台，公司相应营业收入下降8000万元，占19H1收入的16%。预计随着特斯拉新Model X/S上市、上海工厂投产以及公司募投项目的达产，公司营业收入将重回高速增长。
- 3) **中美贸易摩擦尚未对公司形成重大不利影响。**特斯拉未要求公司分摊进口关税，获取美国其他客户订单未受贸易摩擦影响。目前贸易摩擦对公司影响可控。
- 4) **募投项目为公司提供业绩弹性。**公司募投底盘铝锻件项目市场前景广阔，主要面向新能源汽车和传统汽车的高端车型市场。预计项目将于2020-2021年陆续达产，中性预测对当年分别贡献营收1.23/7.03亿元。
- 5) **盈利预测与投资评级。**根据我们的盈利预测，公司2019/2020/2021年动态市盈率分别为38/32/25倍。公司受益于轻量化和新能源汽车持续增长，特斯拉上海项目和募投项目陆续投产为公司带来业绩增量，虽然短期因素扰动盈利增长放缓，公司长期成长空间依然巨大。首次覆盖，给予公司“增持”的投资评级。
- 6) **风险提示。**贸易摩擦对公司影响超预期；特斯拉销量不达预期；新业务拓展不达预期。

旭升股份(603305)与沪深300对比表现



公司数据与预测	Wind 资讯
总市值（百万）	10611.91
流通市值（百万）	1675.87
总股本（百万股）	400.60
流通股本（百万股）	63.26
日均成交额（百万）	49.43
近一个月换手（%）	37.26
第一大股东	宁波旭晟控股

请务必阅读文后重要声明及免责条款

预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1095.59	1208.26	1618.29	2491.11
收入同比	48.27%	10.28%	33.94%	53.93%
净利润(百万元)	288.39	271.74	332.12	425.94
净利润同比	32.65%	-5.76%	22.21%	28.25%
毛利率	39.65%	35.69%	34.02%	31.47%
归母净利率	26.32%	22.49%	20.52%	17.10%
EPS（元）	0.72	0.68	0.829	1.063
PE（倍）	35.76	37.95	31.95	24.91

目录

一、高速成长的汽车零部件供应商	2
二、汽车轻量化大势所趋，公司竞争力优于行业水平	4
1. 环境及政策驱动力	4
2. 产业升级驱动力	5
3. 铝合金是当前首选的轻量化材料，单车铝合金使用量将持续提升.....	6
4. 全球压铸件制造中心向中国大陆转移，公司竞争力优于行业水平.....	7
三、公司受益特斯拉国产化和新客户开拓	8
1. 特斯拉是公司最重要的客户	8
2. 未来两年特斯拉交付保持高增长，上海超级工厂带来新增量.....	8
3. 客户开拓成效显著，非特斯拉汽车类业务持续高增长.....	10
4. 原材料和产品结构变化导致公司毛利率逐步下降，未来逐渐趋于平稳.....	11
四、美国客户订单平稳，贸易摩擦对公司影响可控	13
1. 中美贸易摩擦尚未对公司形成重大不利影响	13
2. 公司产品可替代性风险小，客户因贸易摩擦转移订单的可能性较低.....	14
3. 贸易摩擦敏感性分析	14
五、募投项目助力公司持续扩张	15
1. 募投项目为汽车底盘铝合金铸锻零件生产	15
2. 铝锻件性能优良，底盘铝锻件市场前景广阔	16
3. 公司有能力强消化新增产能	17
六、盈利预测与估值	18
1. 主要假设:	18
2. 盈利预测	19
3. 投资评级	19
七、风险提示	19

一、高速成长的汽车零部件供应商

公司是铝压铸行业龙头企业。压铸是应用最广泛、发展速度最快、技术最先进且效率最高的精密零部件制造技术。压铸，全称压力铸造，是一种金属铸造工艺，是一种利用模具腔对融化的金属施加高压使金属熔液凝固而形成铸件的铸造方法，广泛应用于汽车、家电、航空、机械等精密电子器件上。

公司产品按类别分为三大类：1. 汽车类：新能源汽车传动系统变速箱箱体、电池系统的电池组外壳、冷却系统配件、传统汽车的扭力转向系统配件等；2. 工业类：注塑机配件、清洗机配件、电机配件、灯具配件等；3. 模具类：变速箱体模具、注塑机零部件模具等。

Figure 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：公司公告、世纪证券研究所

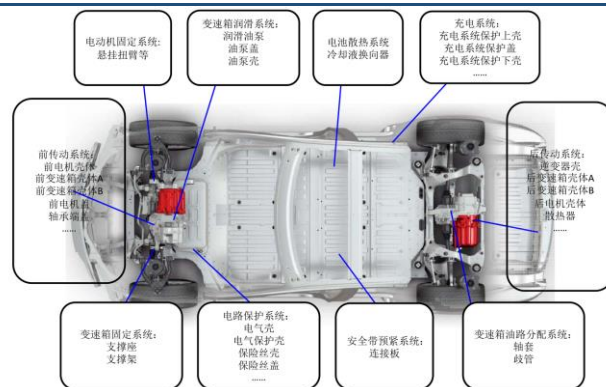
公司致力于轻量化领域，主要产品是铝合金汽车零部件。公司主要从事热成型压铸和锻造的精密铝合金汽车零部件和工业铝合金零件的研发、生产、销售。产品主要应用于新能源和传统汽车行业及其他机械制造行业。公司致力于新能源汽车和汽车轻量化领域，主导产品是新能源和传统汽车变速系统、传动系统、电池系统等核心系统的精密机械加工零部件。

Figure 2 公司产品示意图



资料来源：公司官网、世纪证券研究所

Figure 3 公司在汽车上应用示意图



资料来源：招股说明书、世纪证券研究所

公司创始人及实际控制人徐旭东行业经验丰富。其直接持有公司 19.31% 的股权，并通过控制旭晟控股、旭日实业二名法人股东间接持有公司 57.94% 的股权，合计控制了公司 77.25% 的股权，处于绝对控股地位。徐旭东先生在铝压铸行业及模具领域经营多年，具有丰富的行业、技术和管理经验，先后主导开发并成功量产新能源汽车传动系统、电池系统多项核心产品。

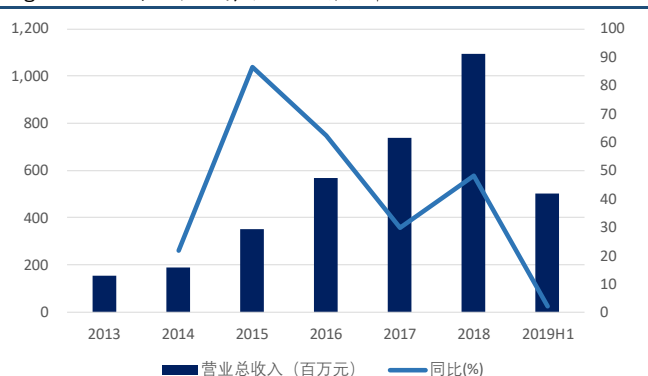
Figure 4 公司前十大股东（19年中报）

股东名称	持股数量	持股比	变动方向
宁波梅山保税港区旭晟控股有限公司	129,983,130	32.45	不变
香港旭日实业有限公司	102,129,397	25.49	不变
徐旭东	77,370,603	19.31	不变
宁波梅山保税港区旭成投资合伙企业(有限合伙)	27,853,374	6.95	不变
宁波梅山保税港区金旭投资合伙企业(有限合伙)	1,452,100	0.36	不变
中国建设银行股份有限公司-富国中证新能源汽车指数分级证券	1,272,800	0.32	新进
陈玉东	808,400	0.20	新进
吴金仙	787,600	0.20	新进
黄铭真	750,000	0.19	新进
交通银行股份有限公司-工银瑞信双利债券型证券投资基金	699,880	0.17	比上期减
合计	343,107,284	85.64	

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

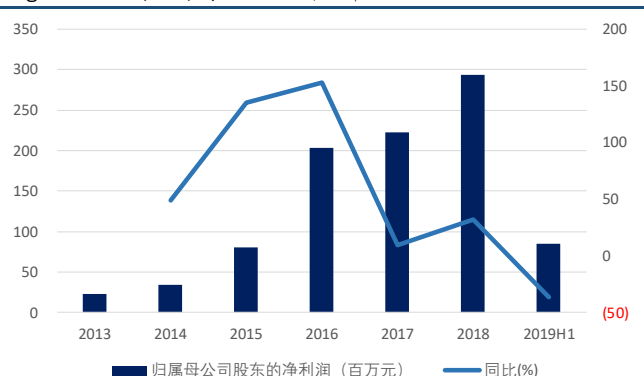
主要客户产品结构调整，公司营收及净利润增长回落，未来有望重回高增长。2013-2018年，公司营业收入和归母净利润持续保持高速增长，过去5年年化复合增长率分别为47.93%和66.4%。由于特斯拉产品结构调整，汽车行业增速下行等因素影响，2019H1公司的营业收入和归母净利润增速快速下滑，分别增长2.15%和-36.14%。未来随着Model X/S交付量回升，加之募投项目产能将在2020-2021年逐步释放，未来公司营收有望重回高增长。

Figure 5 公司主营业务收入及增长率



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 6 公司归母净利润及增长率



资料来源：Wind、世纪证券研究所

二、汽车轻量化大势所趋，公司竞争力优于行业水平

1. 环境及政策驱动力

节能环保成为汽车行业面临的主要课题。全球经济的持续发展，对石油资源的需求也在不断增长，能源供需矛盾不断激化，作为石油的重要消耗终端产业，汽车工业受到了能源供需矛盾恶化的不利的影响。《中国油气产业发展分析与展望报告蓝皮书（2018—2019）》显示，我国原油加工量和石油表观消费量双超 6 亿吨，石油对外依存度逼近 70%。同时，在全球变暖以及空气质量不断恶化的大环境下，环境保护成为了世界性的热点问题，《中国机动车环境管理年报（2018）》显示，中国国已连续九年成为世界机动车产销第一大国，机动车污染已成为我国空气污染的重要来源，是造成环境空气污染的重要原因，机动车污染防治的紧迫性日益凸显。汽车的环保问题也成为了限制汽车工业可持续发展的重要因素。

为缓解能源供需矛盾以及适应环境保护的现实需求，以推动和促进汽车节能技术发展、提高汽车燃料经济性水平，根据《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020年）》，我国要实现“燃料经济性显著改善，到2020年，当年生产的乘用车平均燃料消耗量降至5.0升/百公里，节能型乘用车燃料消耗量降至4.5升/百公里以下，商用车新车燃料消耗量接近国际先进水平。”

Figure 7 乘用车平均油耗目标

发展目标	技术路径	发展重点
<p>乘用车新车平均油耗 2020年：5L/100km 2025年：4L/100km 2030年：3.2L/100km</p> <p>商用车平均油耗相比2015年 2020年：降低10% 2025年：降低15% 2030年：降低20%</p> <p>节能汽车市场占有率 2020年：30% 2025年：40% 2030年：50%</p>	<p>节能乘用车 提高发动机热效率 优化动力总成匹配 降低传动损失 减少整车能量损耗 混合动力发动机专用化 提高混合动力系统效率</p> <p>节能商用车 提高柴油机热效率 降低整车能量损耗 混合动力</p>	<p>先进内燃机燃烧机理研究 自主控制系统开发 全可变气门技术 废气能量回收 发动机热管理技术 变速器自动化、高效化及核心零部件技术 低摩擦技术研究 增压器与应用技术 先进燃油喷射系统研究 48V系统开发 混合动力发动机技术 混合动力机电耦合技术</p>

资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图》、世纪证券研究所

汽车轻量化是实现汽车节能减排的重要路径。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。根据美国铝业协会（Aluminum Association）的数据显示，汽油乘用车减重 10%可以减少 3.3%的油耗；柴油车减重 10%则可以减少 3.9%的油耗。

产业政策引导轻量化推进。2017 年 9 月 28 日，国家工信部公布了《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》（简称“双积分”）。该政策规定，到 2020 年，所有车企生产的乘用车平均油耗要从 2015 年的 6.9L/100km 降至 5.0L/100km，年均降幅 6.2%。2019 年 3 月 26 日，财政部等四部委发布了《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，主要是稳步提高新能源汽车动力电池系统能量密度门槛要求，适度提高新能源汽车整车能耗要求，提高纯电动乘用车续航里程门槛要求。“双积分”政策的实施，将会促使传统汽车厂商加快推广新能源汽车。而国家补贴对续航里程的要求将逐步升高，轻量化将减重并提高续航，帮助车企获取政府补贴，有利于加速轻量化汽车零部件在新能源车型的渗透率。

2. 产业升级驱动力

1) **传统燃油车需要轻量化。**在消费升级的背景下，消费者对传统燃油车提出了更高的要求，轻量化对汽车操控性能的提升十分显著。

- 加速方面：汽车重量每减轻 10%，百公里加速时间可以降低 5%；
- 制动方面：对于一辆整备重量 1600kg，百公里加速时间 8s 的家用车，若汽车重量减轻 50kg，保持其他系统不变，百公里制动距离可以降低 1.25 米。

2) 新能源对轻量化需求更加迫切

电动汽车的充电时间长而续航里程又不及燃油车一直是制约其快速发展的短板。以特斯拉 (TESLA) Model S 为例，其总重达 2,108kg，仅电池重量就超过 500kg，此外还有驱动电机增加整车重量；而传统汽车的发动机总重量一般为 80-160kg。一辆 70L 汽油的汽车行驶里程可达 700-900km，而载有 500kg 电池的电动车续航里程仅 400km 左右。

提高续航里程不能搭载更多的电池。搭载更多的电池不仅意味着充电时间更长，也意味着汽车的重量会更重，做功效率会更低，也就是消耗 1kwh 电量汽车行驶的距离会减少，比如一辆搭载 20kwh 电量的汽车重量是 1.5t，它的效率是 10 km/kwh，续航里程为 200km，而一辆搭载 50kwh 电量的汽车其重量在 2t 以上，它的效率为 6-7 km/kwh，虽然续航里程提升到了 300-350km，但效率在降低。

电量不变的前提下，通过提高效率来提高续航里程。要使每消耗 1kwh 电量电动汽车行驶更远的距离，最主要的方法就是减轻汽车的重量，有研究表明

纯电动汽车整车重量降低 10kg，续航里程可以增加 2.5km（《汽车轻量化技术的应用现状及主要途径分析》），如果通过轻量化技术能将重要减轻 500kg，在搭载同样电量的情况下，续航里程将可以提升 125km，因此电动汽车对轻量化技术的渴望是非常迫切的。

3. 铝合金是当前首选的轻量化材料，单车铝合金用量将持续提升

汽车轻量化主要目标是轻质材料代替钢铁，铝的密度只有钢的三分之一，减重效果明显，特斯拉 (TESLA) Model S 系列车型中 95%结构采用铝合金材料。铝合金性价比高，技术成熟，应用范围广，是平衡轻量化收益与成本的最优解；上游供应稳定，配套产业完善，铝合金零部件厂商议价能力有保障。且铝合金作为汽车轻量化材料具备优势明显：

- 减重效果明显：理论上铝制汽车可以比钢制汽车减轻重量达 30%-40%，其中铝质发动机可减重 30%，铝散热器比铜的轻 20%-40%，全铝车身比钢材减重 40%以上，汽车铝轮毂可减重 30%。
- 吸收冲击能力强：铝的吸冲击能力是钢的 2 倍，在碰撞安全性方面有明显的优势。
- 易于回收：在使用过程中仅发生轻微的腐蚀，且铝合金熔点低，便于重熔回收，回收率高于 80%。

单车用铝量将持续上升。根据达科全球 (Ducker Worldwide) 的报告，在北美地区，平均每辆汽车的用铝量从 1975 年的不足 100 磅 (约合 45.36kg) 持续 40 年不间断的增长，至 2015 年的 394 磅 (约合 179kg)，并预计 2025 年，北美平均每辆轻型车的用铝量将会达到 550 磅 (约合 250kg)，占车身总重量的比例将从 2012 年的 9% 上升至 16%。根据欧洲铝业协会与达科全球 (Ducker Worldwide) 的统计，欧洲汽车市场中自 1990 年到 2012 年，平均每辆车铝合金使用量从 50kg 增长到了 140kg，并预计到 2020 年平均每辆车铝合金使用量将达到 180kg。

根据中国汽车工程学会编制的《节能与新能源汽车技术路线图》预计，2020 年/2025 年/2030 年车辆整备质量分别减少 10%/20%/35%，单车用铝量分别达到 190kg/250kg/350kg，即使在汽车销量保持不变的情况下，未来十年行业年平均复合增长率约为 6%。

Figure 8 乘用车平均油耗目标

	2020年	2025年	2030年
车辆整备质量	较2015年减重10%	较2015年减重20%	较2015年减重35%
高强度钢	强度600MPa以上的AHSS钢应用达到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的应用
铝合金	单车用铝量达到190kg	单车用铝量超过250kg	单车用铝量超过350kg
镁合金	单车用镁量达到15kg	单车使用镁合金25kg	单车使用镁合金45kg
碳纤维增强复合材料	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》、世纪证券研究所

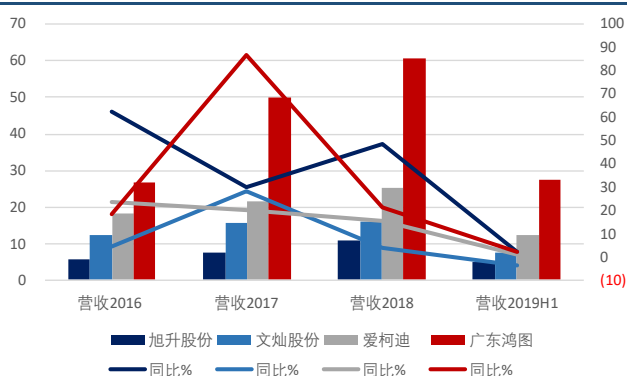
4. 全球压铸件制造中心向中国大陆转移,公司竞争力优于行业水平

全球压铸件制造中心向中国大陆转移。由于汽车产业的高速发展,二十一世纪以来全球压铸件生产呈现向亚洲尤其是中国大陆转移的趋势,目前这一趋势仍在持续。市场规模的扩大和国际优秀企业的进入,促进了国内压铸件生产厂商的技术水平和管理水平的提高,进一步推动了行业的发展。

领先企业在竞争中享有全方位优势,公司营收增速及毛利率高于行业水平。

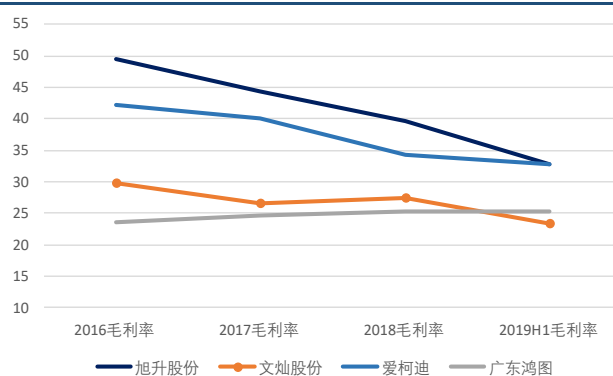
我国压铸行业企业多规模小,现有压铸企业暨压铸相关企业余约有 12,600 多家,其中生产压铸件的企业约占 70%以上,大型压铸企业占比仅为 10%左右。优势企业在过去三年高速发展,如广东鸿图、文灿股份、爱柯迪、旭升股份等行业领先企业凭借客户资源优势、技术优势、资金优势、研发优势、装备优势、先发优势、规模优势,均实现了超过 20%的营收增速。公司近三年营业收入增速(除广东鸿图 2017 收购业务并表)和毛利率显著高于行业其余公司,竞争优势明显。未来,领先企业仍将凭借诸多优势分享更多行业增长红利。

Figure 9 行业公司主营业务收入及增长率 单位:亿元



资料来源:Wind、世纪证券研究所

Figure 10 铝合金压铸行业公司毛利率 单位:%



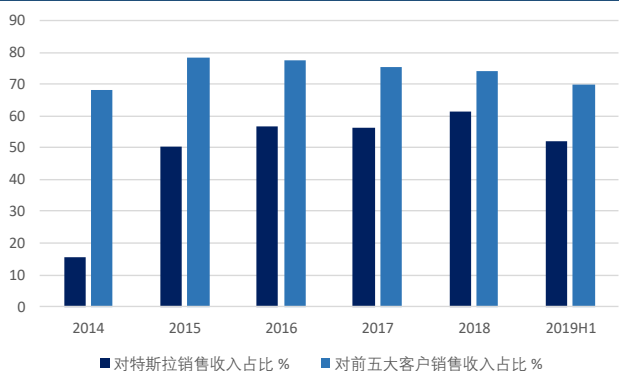
资料来源:Wind、世纪证券研究所

三、公司受益特斯拉国产化和新客户开拓

1. 特斯拉是公司最重要的客户

公司对特斯拉营收占比高。公司自 2013 年开始与特斯拉开展合作，在同步研发能力、产品设计能力、产品质量和良品率、反应速度、性价比等各方面得到了特斯拉的高度认可，是特斯拉一级供应商。2014 年至 2019 年 6 月末，公司对特斯拉的销售收入分别为 0.29、1.76、3.22、4.17、6.74、2.62 亿元，占公司营业收入比例分别为 15.41%、50.27%、56.61%、56.46%、61.51%、52.09%。2014 年至 2019 年 6 月末，公司对前五大客户的销售收入占主营业务收入的比分别为 68.04%、78.41%和 77.63%、75.28%、74.28%和 69.70%。

Figure 11 公司对特斯拉和前五大客户收入占比



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 12 2018 年公司对前五大客户收入及比例

客户名称	营业收入 亿元	占公司营业收入比例 %
Tesla, Inc.	6.69	61.08
POLARIS INDUSTRIES, INC.	0.36	3.27
AmTech International	0.36	3.24
海天塑机集团有限公司	0.35	3.17
Flex Ltd.	0.33	2.99
合计	8.08	73.75

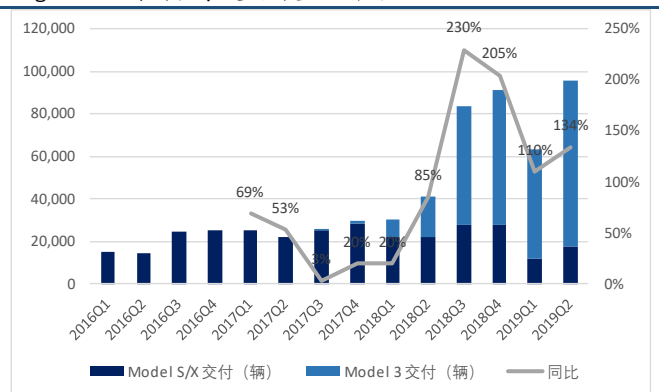
资料来源：公司年报、世纪证券研究所

特斯拉短期产品结构变化是公司营收增速降低主要原因。特斯拉在 19 年 1 月停止销售标准版 Model X/S, Model X/S 在 18H1 和 19H1 的产量分别为 49689/29680 辆，公司对 Model S/X 的单车价值量为 3832 元，假设公司 19H1 Model X/S 产量与 18H1 相同，则公司营业收入将增加 7974 万元，同比增长 18.37%。随着 2019 年下半年新 Model X/S 上市，公司生产的 Model X/S 产品占比将有所提升。

2. 未来两年特斯拉交付保持高增长，上海超级工厂带来新增量

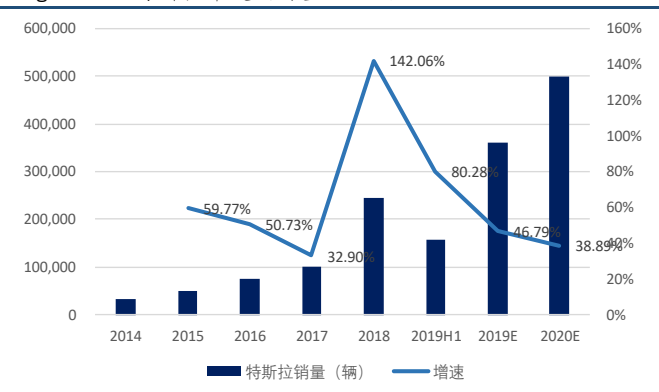
特斯拉交付保持高增长。特斯拉于 2003 年 7 月设立，注册地为美国加州硅谷，主要业务为电动汽车生产销售，是全球电动汽车领域的领军企业。根据特斯拉发布的公告，2014 年至 2019 年 H1 汽车交付量分别为 31655 辆、50574 辆、76230 辆，101312 辆，245240 辆和 158246 辆，其中 2019 年第二季度，特斯拉共交付汽车 95,200 辆，季度交付创历史新高。特斯拉预计 2019 和 2020 年分别交付 36 万辆和 50 万辆。

Figure 13 特斯拉季度交付量及增速



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 14 特斯拉年度交付量及预测



资料来源：公司年报、世纪证券研究所

上海超级工厂带来新增量。2019年，特斯拉上海超级工厂开工奠基，根据目前公布的进度，该项目目前进展顺利，计划将于年底投产，生产车型包括 Model 3 和 Model Y，初始生产目标是每周生产 3000 辆 Model 3，2020 年实现大规模量产，第一期工厂每年规划产能为 25 万辆，并逐步达到 50 万辆/年的最大产能。马斯克表示，在中国生产的 Model 3 车辆单价将比在美国 Fremont 超级工厂的至少低 50%，特斯拉此前宣布年产 50 万辆汽车的目标只是一个“临时”目标，长期来看，产能可能超过 100 万辆。

Model 3 单车价值量仍有提升空间。目前，公司已与特斯拉上海就动力系统壳体、电池壳体、车身零部件、底盘等新能源汽车零部件开展了前期合作，在同等条件下特斯拉上海生产的 Model 3 中的散热器、电机壳体、变速箱壳体等产品将由公司独家供应。

Model Y 有望成为新的盈利增长点。特斯拉 Model Y 已经于 2019 年 3 月正式发布，定位为 Model X 和 Model 3 之间的中型 SUV，与 Model 3 基于相同的平台开发，不同版本的售价在 3.9 万美元至 6 万美元之间。长续航版和高性能版 Model Y 将于 2020 年秋季正式上市，标准版本将于 2021 年春季上市。特斯拉 CEO 马斯克预计其全球销量将达到 50 万~100 万辆/年，Model Y 将是特斯拉未来销量继续增长的关键车型。公司通过与特斯拉保持同步研发，未来 Model Y 有望成为盈利的新增长点。

对特斯拉汽车类产品收入测算。预计 19 年特斯拉总计销售 36 万辆，其中 Model X/S 销售 8 万辆，Model 3 销售 27 万辆，以 18 年公司作为特斯拉配套比例，Model X/S 配件价格不变，下半年开始 Model 3 配件价格下降 6%，预计 19 年公司对特斯拉汽车类销售收入为 6.73 亿元。假设 2020/2021 年特斯拉总计销售 50/65 万辆，其中 Model X/S 销售 10/12 万辆，Model 3/Y 销售 40/53 万辆，配件价格和配套比例不变，预计公司对特斯拉汽车类营业收入

分别为 8.64/10.66 亿元。

Figure 15 公司对特斯拉汽车类主要产品销售收入预测

产品名称型号	配套车型	单车供应 (个/套)	2018		2019E			2020E		2021E	
			单车价值 量(元)	占特斯拉 当年交付 量比例	H1 销量 (万辆)	H2 销量 (万辆)	销售额 (万元)	销量 (万辆)	销售额 (万元)	销量 (万辆)	销售额 (万元)
变速箱箱体 1	Model X/S	2	759.92	100%	2.98	6	6551	10	7599	12	9119
变速箱箱体 2	Model X/S	2	770.04	96%	2.98	6	6372	10	7392	12	8871
充电器壳体	Model X/S	1	524.92	75%	2.98	6	3394	10	3937	12	4724
电动机端盖	Model X/S	2	332.92	76%	2.98	6	2181	10	2530	12	3036
变速箱悬挂 1	Model X/S	1	389.44	54%	2.98	6	1813	10	2103	12	2524
变速箱悬挂 2	Model X/S	1	197.54	100%	2.98	6	1703	10	1975	12	2370
变速箱悬挂 3	Model X/S	1	158.03	100%	2.98	6	1362	10	1580	12	1896
电动机壳体	Model X/S	1	189.68	100%	2.98	6	1635	10	1897	12	2276
充电器端盖	Model X/S	1	166.2	100%	2.98	6	1433	10	1662	12	1994
小铝架	Model X/S	32	343.68	48%	2.98	6	1422	10	1650	12	1980
动力系统零部件壳体 1	Model 3	2	601.42	100%	12.86	14	15649	40	22613	53	29963
动力系统零部件壳体 2	Model 3	2	653.94	100%	12.86	14	17016	40	24588	53	32579
主要零部件收入合计 (万元)							60529		79527		101333
对特斯拉汽车销售收入(万元)							67255		86443		106666

数据来源：公司公告整理、世纪证券研究所

3. 客户开拓成效显著，非特斯拉汽车类业务持续高增长

公司积极开拓国内外客户，降低对单一客户依赖及贸易摩擦影响，推动公司持续快速发展。

- **国内市场方面：**公司重点拓展以下客户，
 - 长城汽车、江淮汽车等国内规模整车厂的新能源汽车需求；
 - 宁德时代、精进电动、杭维柯等新能源汽车零件供应商；
 - 浙江零跑、蔚来汽车等新兴新能源汽车企业。
- **欧洲市场方面：**开拓宝马、奔驰、奥迪、保时捷、采埃孚等欧洲区域传统大型整车厂或其一级供应商的新能源零部件需求。公司正着手设立德国子公司，加强欧洲区域客户的市场开拓及技术合作。

Figure 16 公司国内主要客户及客户开拓进展情况

序号	客户名称	产品类别	是否已完成供应商评审体系	进展阶段
1	长城汽车	新能源减速器壳体	是	已量产
		新能源差速器零部件		已量产
		新能源变速箱壳体		已签订价格协议，已定点
		新能源控制器壳体		已签订价格协议，已定点
2	江淮汽车	新能源变速箱壳体	是	已量产
3	宁德时代	电池包箱体	是	已量产
4	精进电动	电机零部件	是	已量产
5	杭维柯	新能源变速箱壳体	是	已量产
6	纳铁福	传动零部件	是	通过评审，未定点
7	浙江零跑	新能源电机减速器箱体	是	已量产
8	蔚来汽车	新能源电机零部件	是	已量产

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 17 公司欧洲主要客户及客户开拓进展情况

序号	客户名称	产品类别	供货方式	进展阶段
1	宝马	新能源壳体类零部件	直接供应，已通过供应商评审	已签订价格协议，已定点
		铝锻汽车安全件	通过一级供应商	意向性合作
2	奥迪	铝锻汽车安全件、变速箱箱体	通过一级供应商	意向性合作
3	保时捷	铝锻汽车安全件、电机箱体	通过一级供应商	已签订价格协议，已定点
4	采埃孚	铝锻汽车安全件	直接供应，已通过供应商评审	已量产
5	奔驰	电机箱体	通过一级供应商	已签订价格协议，已定点

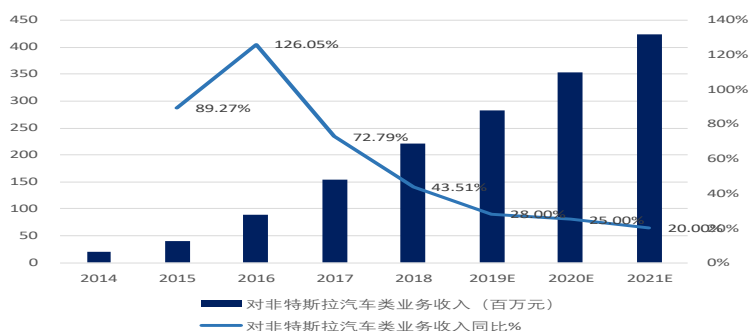
资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司受益于人民币贬值，有利于公司拓展海外客户。公司产品以出口为主，2016 -2019Q1 公司境外销售收入占主营业务收入比例分别为 75.16%、77.02%、80.03%和 78.05%，整体呈现增长的趋势。人民币贬值有利于公司海

外市场客户开拓。

公司非特斯拉汽车类业务持续高增长，预计未来三年仍将持续增长。2016-2018年公司汽车类业务对非特斯拉客户的营收分别为0.89/1.54/2.21亿元，分别增长126%/73%/43%。鉴于公司客户开拓成效显著，预计未来三年公司汽车类业务对非特斯拉客户的营收分别为2.82/3.53/4.24亿元，分别增长28%/25%/20%。

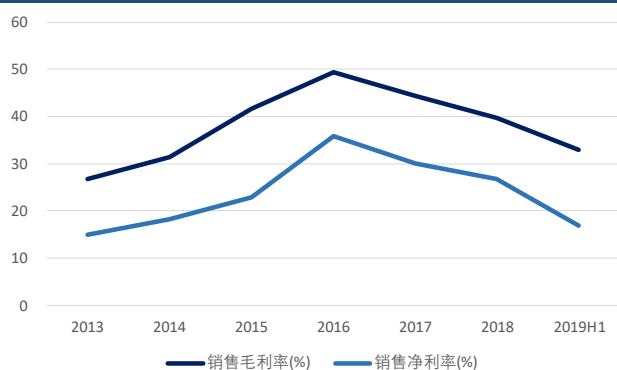
Figure 18 汽车类业务对非特斯拉客户



资料来源：Wind、世纪证券研究所

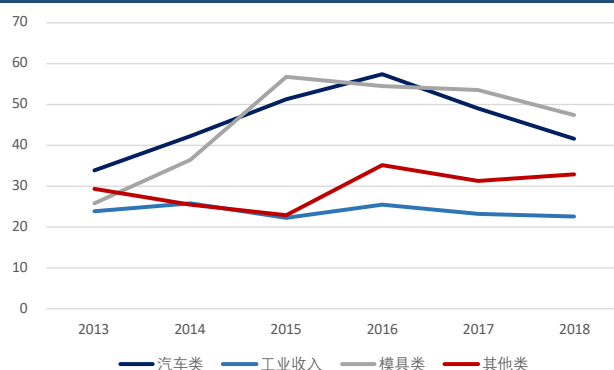
4. 原材料和产品结构变化导致公司毛利率逐步下降，未来逐渐趋于平稳
公司毛利率持续下滑是因为汽车类和工业类产品毛利率下滑。2016年，公司毛利率达到历史最高为49.43%，而后持续下滑，2017-2019H1公司毛利率分别为44.43%，39.65%和32.86%。其中汽车类和工业类产品毛利率下滑是公司综合毛利率下滑的主要因素。

Figure 19 公司综合毛利率、净利率 单位：%



资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 20 公司各项主营业务毛利率 单位:%



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2017年汽车类业务毛利率下滑主因是因为铝锭成本上涨。2017年汽车类产品营业成本中直接材料成本占其销售收入比例较2016年上升2.62%，主要

由原材料采购价格上升导致，16-18年公司主要原材料铝锭平均单价分别为1.17万元，1.32万元和1.35万元。相比2016年的1.17万元/吨，2017年铝锭成本上涨12.82%。

2018-2019H1 汽车类业务毛利率下滑主因是产品结构变化。

- 根据我们的测算，公司对 Model S/X 和 Model 3 的毛利率分别约为 53.5%/31.5%。
- **Model 3 零部件收入快速增长。**Model 3 收入从 2017 年的 2,726.20 万元增长至 2018 年的 23,304.41 万元，增长速度较快，其销售比重的上升，导致公司对特斯拉的综合毛利率逐步降低。
- **标准版 Model X/S 停产，导致 Model X/S 收入下降。**2019 年 1 月 13 日起特斯拉 Model S 75D 和 Tesla Model X 75D 不再生产，2019H1 Model X/S 产量下降 42%。
- **低毛利产品销量上升和高毛利产品销量下降而产生的结构变化，是公司毛利率下滑的主要原因。**

Figure 21 公司对特斯拉和前五大客户收入占比 单位：万元

客户	2018年			2017年			2016年		
	销售收入	占汽车类产品销售比例	毛利率	销售收入	占汽车类产品销售比例	毛利率	销售收入	占汽车类产品销售比例	毛利率
客户一	64,778.22	74.60%	45.60%	38,605.95	71.53%	52.93%	29,865.95	77.05%	59.99%
客户二	3,264.60	3.76%	41.91%	3,166.73	5.87%	37.90%	2,600.58	6.71%	46.26%
客户三	3,182.92	3.67%	59.98%	3,222.90	5.97%	57.27%	1,792.46	4.62%	58.62%
客户四	3,041.52	3.50%	15.47%	510.11	0.95%	20.35%	6.08	0.02%	36.28%
客户五	1,497.39	1.72%	20.79%	1,342.60	2.49%	25.67%	523.82	1.35%	36.51%
合计	75,764.65	87.25%	-	46,848.29	86.80%	-	34,788.89	89.76%	-

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

Figure 22 公司主要营业成本构成 单位：万元

汽车类	2018年营业成本		2017年营业成本		2016年营业成本	
	金额	占收入比例	金额	占收入比例	金额	占收入比例
直接材料	30,715.89	35.37%	17,375.62	32.19%	11,461.96	29.57%
人工成本	4,393.35	5.06%	2,674.61	4.96%	1,376.66	3.55%
制造费用	15,610.32	17.98%	7,485.77	13.87%	3,744.47	9.66%
合计	50,719.56	58.41%	27,536.00	51.02%	16,583.09	42.78%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2019 H1 汽车类业务毛利率下滑主因是产品结构变化。2019 H1 公司综合毛利率为 32.86%，较 2018 年 39.65% 有所下降的主要原因系由于 Model 3 产品占比上升 Model X/S 产品收入占比下降。

Figure 23 Model 3 收入占比 单位：万元

项目	2019年1-3月	2018年度	2018年1季度
Model 3 收入	8,884.60	23,304.41	1,307.99
占营业收入比重	35.32%	21.27%	6.09%
Model X/S 收入	4,074.57	41,473.81	10,667.80
占营业收入比重	16.20%	38.13%	49.71%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

工业类产品毛利率下滑的主因是原材料价格上涨。16-18 年公司工业类产品毛利率分别为 25.34%、23.13%和 22.47%，整体呈下滑趋势，主要是受 2017 年原材料采购价格增长导致。

未来公司综合毛利率将保持相对稳定，毛利率下滑的因素后续将基本消除。2019 年第二至第四季度，公司 Model 3 产品占比较第一季度趋于稳定，同时随着 2019 年下半年特斯拉对 Model X/S 发货量保持平稳，公司生产的 Model X/S 产品占比将有所提升。未来公司综合毛利率将保持相对稳定，毛利率下滑的因素后续将基本消除。

四、美国客户订单平稳，贸易摩擦对公司影响可控

1. 中美贸易摩擦尚未对公司形成重大不利影响

按 2018 年全年销售进行模拟测算，2018 年中美贸易摩擦涉及公司产品中 500 亿美元第一批、第二批清单涉及公司产品销售收入较多，经测算，中美贸易摩擦涉及公司产品销售金额占 2018 年营业收入比重约为 51.54%。

Figure 24 贸易摩擦涉及公司产品销售金额及比例 单位：万元

项目	500 亿征 25%关税		2000 亿征 25%关税	合计
	第一批清单	第二批清单		
2018 年销售金额	18,319.75	36,454.41	1,288.85	56,063.01
占 2018 年营业收入比例	16.84%	33.51%	1.18%	51.54%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

目前特斯拉承担进口关税。在外销业务中，公司与特斯拉主要采用 EXW（工厂交货）模式结算，由特斯拉承担运费及美国进口关税等税费。自 500 亿美元清单实施以来，公司经营未受到重大影响，公司营业收入仍保持一定幅度的增长，2018 年和 2019H1 公司营业收入分别增长 48.27%和 2.15%。

美国客户订单获取未受影响。截至 2019 年 6 月末，公司对美国客户在手订单金额约为 7.33 亿元，预计于 2019 年下半年实现交付的订单金额约为 4.09 亿元。其中，公司对特斯拉的在手订单金额为 6.22 亿元，预计于 2019 年下半年实现交付的订单金额为 3.25 亿元。公司 2018 年对美国客户营业收入约为 6.83 亿元，公司预计 2019 年全年对美国客户的营业收入约为 7.24 亿元（其中 2019 年下半年来源于美国客户的收入根据公司截至 2019

年6月末的在手订单预计), 预计比2018年有一定增长, 公司生产的产品得到客户的认可, 公司未因中美贸易摩擦影响美国客户订单的获取, 贸易摩擦尚未对公司造成重大影响。

2. 公司产品可替代性风险小, 客户因贸易摩擦转移订单的可能性较低

一般来说, 汽车整车厂商对零部件供应商在研发和生产能力、产品质量水平、响应速度等方面的要求较高, 确定零部件供应商的流程较长, 汽车整车厂商更换零部件供应商的时间、研发、沟通成本都较高。公司供应特斯拉的产品主要是变速箱、电池等核心系统的零件, 如果更换核心系统零件, 整车厂需要进行长期的供应商考察, 供应商也需要对不同整车厂进行针对性的调整, 零件研发初期试制时间长, 样件需要进行大量的台架试验, 量产件需进行大量的装车上路实验, 整个更换核心供应商的过程非常漫长, 甚至需要数年的时间。因此, 公司主要客户特斯拉等整车厂一般不会因为关税政策的调整轻易更换核心供应商。

此外, 公司产品价格与特斯拉在北美或者欧洲采购价格相比具有明显竞争优势, 具有综合性价比优势, 因关税政策变化对公司产品的竞争力影响有限, 进一步降低了公司产品替代风险。

3. 贸易摩擦敏感性分析

未来美国客户如将对应加征关税的成本通过降低采购价格的方式转嫁给公司承担, 在极端情况下, 如果美国加征25%的关税全部转移由公司承担, 将导致公司营业收入和净利润分别下降10.23%和35.63%。考虑到公司产品的竞争力、可替代性、双方合作关系等因素, 公司美国客户将加征关税全部或大部分转移至公司承担的可能性较小。截至目前, 加征关税政策对公司的整体影响可控。

Figure 25 贸易摩擦敏感性分析 单位: 万元

项目	营业收入		净利润	
	金额	降低比例	金额	降低比例
2018年已经实现的业绩数据	109,559.41	-	29,371.74	-
其中: 涉及关税的销售金额	56,063.01	-	-	-
商品征稅 25%的敏感性分析				
1%的关税由公司承担	109,004.33	0.51%	28,899.92	1.61%
4%的关税由公司承担	107,403.14	1.97%	27,538.91	6.24%
12.5%的关税由公司承担	103,330.19	5.69%	23,993.64	18.31%
25%的关税由公司承担	98,346.81	10.23%	18,906.64	35.63%

资料来源: 公司公告、世纪证券研究所

五、募投项目助力公司持续扩张

1. 募投项目为汽车底盘铝合金铸锻零件生产

募投项目与公司现有业务一致。公司募投项目产品主要应用于新能源汽车和汽车轻量化领域，是公司现有主营业务的扩展和延伸，公司具有多年的精密机加工经验，目前已建成国内领先的精密机加工中心，在铝合金毛坯精密机加工领域积累了良好的口碑及稳定的客户群体，并且培育了专业化的研发团队，积累了丰富的研发、创新经验，公司具备项目实施的技术、人才、市场储备，具有核心竞争力。

项目产品为新能源汽车铝合金精密铸锻毛坯件，包括连杆、扭臂、转向节、下摆臂等，应用于汽车底盘的悬挂系统和转向系统，以及对压铸件和铸锻件等毛坯件进行加工。

Figure 26 募投项目产品图示



资料来源：公司公告、世纪证券研究所

公司募投项目总投资 19.69 亿元，项目周期为 24-28 个月，2020-2021 年陆续达产。达产后公司将新增年产 1185 万件新能源汽车精密铸锻件产品的产能，并形成年产 720 万件汽车轻量化零部件产品的加工能力，可以满足 70-90 万辆整车配套需求。

募投项目全部达产后，公司预计每年新增营业收入 21.13 亿元，净利润 4.75 亿元。公司 2018 年营业收入 10.95 亿元，净利润 2.94 亿元，募投项目就带动公司营业收入和净利润分别增长 193%和 162%。项目达产后公司将具备完整的汽车悬挂系统的生产能力，丰富公司产品类别，进一步巩固公司在铝制新能源汽车配件领域的技术领先地位，同时可以优化客户结构，有利于降低美国客户的销售占比，降低公司经营风险。

Figure 27 公司募投项目明细

项目名称	投资总额 (亿元)	募集资金 (亿元)	项目周期	预计收入 (亿元)	产品名称	数量(万件)	单车用量 (件)	满足整车量 (万辆)
新能源汽车 精密铸锻件 项目(一 期)	6.37	4.2	24M	5.88	连杆	350	8-12	40
					扭臂	40	1-2	30
					转向节	60	2	30
					下摆臂	50	2	25
					合计	500		
新能源汽车 精密铸锻件 项目(二 期)	4.84	4.5	28M	5.63	连杆	420	8-12	50
					扭臂	95	1-2	60
					转向节	80	2	40
					下摆臂	90	2	45
					合计	685		
汽车轻量化 零部件制造 项目	8.48	7.5	24M	9.62	产品名称	加工能力 (万件/年)		
					压铸件加工	380		
					传动系统壳体	150		
					悬挂系统壳体	60		
					电池系统壳体	170		
					铸锻件加工	340		
					连杆	260		
					扭臂	40		
转向节	40							
合计	720							

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

2. 铝锻件性能优良，底盘铝锻件市场前景广阔

铝锻件具有优良的性能。主要体现在：1) 密度小，只有钢的 34%，铜的 30%。2) 比强度大、比刚度大、比弹性模量大，疲劳强度高，宜用于轻量化要求高的关键受力部件，其综合性能远远优于其他材料。3) 内部组织细密、均匀、无缺陷，其可靠性远高于铝合金铸件和压铸件，也高于其他金属铸件。4) 塑性好，可加工成各种形状复杂的高精度锻件，零件的机械加工余量小，仅为用铝合金拉伸厚板加工零件的加工量的 20%左右。5) 良好的耐蚀性、导热性和非磁性远优于钢锻件。

底盘作为支承、安装汽车各部件的总成，是汽车的重要安全结构件，上世纪末，以奥迪为代表的高端车型，开始引领铝合金锻件在汽车上底盘上的应用，近年来铝锻件用量在逐年增加。

公司募投项目主要面向新能源汽车市场和传统汽车的高端车型市场。新能源汽车的关键指标是续航里程，铝代钢是目前新能源汽车最普遍采用的轻量化途径，是铝锻件需求最为旺盛的细分市场。未来公司新能源汽车领域的主要目标市场包括北美和国内市场。在传统汽车领域，以铝代替钢在底盘悬架上零件的应用越来越广泛，欧、美、日系车型已在底盘部分零件上大量使用了铝合金零件，车型价位越高，其悬架系统使用的铝合金零部件数量就越多。奥迪 A4、A6、Q5、宝马 5 系、7 系和路虎揽胜等车型已推出了全铝悬架。为满足减排和“双积分”的要求，未来底盘铝合金渗透率将保持快速增长趋势，市场前景广阔。

3. 公司有能力和消化新增产能

公司针对新增产能从开拓客户以及销售机制等方面制定了相应的计划，项目产品销售方式与公司现有产品一致，目标客户群为国内外新能源汽车及传统汽车整车厂或其一级供应商，将会在现有客户群体的基础上积极开拓新客户，以实现产品产能消化。

公司已经向麦格纳销售汽车悬挂系统锻铸件，产品金额从 2015 年的 1.17 万元增长至 2017 年的 3,222.90 万元。未来也将积极争取向麦格纳供应底盘系统的铝锻压件。至 2020 年项目开始达产时，特斯拉上海超级工厂开始放量，计划销量将达到 50 万辆，公司是特斯拉的核心供应商，进入特斯拉底盘领域具有天然优势。2020 年我国新能源汽车产销规模将达到 200 万辆，公司已经开始和长城汽车、江淮汽车、蔚来汽车、浙江零跑等厂商建立了合作关系，目前主要是供应铝压铸汽车零部件，未来公司锻铸件形成生产能力后将与上述厂商积极合作。同时考虑到传统燃油汽车减重降耗需要，公司积极开拓传统汽车领域客户，已经开始和奥迪、保时捷、奔驰、宝马、大众、杭维柯等汽车品牌开始沟通接触，公司还将积极开发传统汽车的底盘系统客户。

募投项目为公司提供业绩弹性。按募投产能利用率 40%/60%/80%进行敏感度分析。假设募投一期项目 2020 年完成度 50%，2021 年完成度 100%；募投二期项目 2021 年完成度 50%，2022 年完成 100%。**中性预测募投项目在 2020 和 2021 年分别贡献营业收入为 1.23/7.04 亿元。**

Figure 28 募投项目敏感性测算

	预计收入 (亿元)	产能利用率	2019E	2020E	2021E	2022E
精密铸锻件项目 (一期)	4.1	40%	0	0.82	1.64	1.64
	4.1	60%	0	1.23	2.46	2.46
	4.1	80%	0	1.64	3.28	3.28
精密铸锻件项目 (二期)	5.63	40%	0	0	1.126	2.252
	5.63	60%	0	0	1.689	3.378
	5.63	80%	0	0	2.252	4.504
零部件制造项目	9.62	40%	0	0	1.924	3.848
	9.62	60%	0	0	2.886	5.772
	9.62	80%	0	0	3.848	7.696
合计	悲观	40%	0	0.82	4.69	7.74
	中性	60%	0	1.23	7.035	11.61
	乐观	80%	0	1.64	9.38	15.48

资料来源：公司公告、世纪证券研究所 *根据二期项目预计收入下修一期收入 1.78 亿

六、盈利预测与估值

1. 主要假设:

1) 收入增长假设:

- 公司汽车类业务营业收入增长假设:

按前述测算, 预计 2019-2021 年, 公司汽车类业务营业收入分别为 9.55/13.9/23 亿元, 同比增长分别为 10%/46%/65%。

- 公司非汽车类业务收入增长假设

2019-2021 年, 假设模具类收入分别增长 30%/20%/10%; 工业类收入每年增长 5%; 其他类业务每年增长 3%。

- 公司募投项目收入增长假设

按照前述中性假设, 预计 2019-2021 年, 募投项目营业收入分别为 0/1.23/7.06 亿元。

- 公司营业收入假设

依据前述假设, 预计 2019-2021 年, 公司营业收入分别为 12.08/16.18/24.91 亿元, 同比增长分别为 10.28%/38.36%/55.41%。

2) 毛利率假设:

假定全球经济下行趋势不变, 公司主要原材料铝锭采购价格不变或略有下降, 2019-2021 年公司综合毛利率分别为 35.69%/34.02%/31.47%。

3) 税费假设:

公司综合费用率保持平稳; 享受的所得税优惠政策不发生重大改变。

Figure 29 公司分项收入预测 单位: 百万元

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	154.66	188.04	350.74	569.10	738.89	1095.59	1208.26	1618.29	2491.11
同比		21.58%	86.52%	62.26%	29.83%	48.28%	10.28%	33.94%	53.93%
毛利率	26.77%	31.34%	41.70%	49.43%	44.43%	39.65%	35.69%	34.02%	31.47%
汽车类	24.14	47.13	186.06	387.60	539.75	868.36	954.89	1340.36	2193.68
同比		95.24%	294.78%	108.32%	39.25%	60.88%	9.96%	40.37%	63.66%
毛利率	33.76%	42.15%	51.20%	57.22%	48.98%	41.59%	36.54%	34.35%	31.39%
对特斯拉收入		26.34	146.71	298.65	386.05	647.78	672.55	864.43	1066.66
同比			456.99%	103.56%	29.27%	67.80%	3.82%	28.53%	23.40%
毛利率				59.99%	52.93%	45.60%	41.38%	39.19%	38.28%
对非特斯拉收入		20.79	39.35	88.95	153.70	220.58	282.34	352.93	423.51
同比			89.27%	126.05%	72.79%	43.51%	28.00%	25.00%	20.00%
毛利率		44.11%	21.15%	22.95%	28.48%	25.40%	25.00%	24.00%	23.00%
募投收入(中性)								123.00	703.50
同比									471.95%
毛利率								30.00%	26.00%
工业收入	108.03	112.63	108.63	128.65	132.81	142.24	149.35	156.82	164.66
同比		4.26%	-3.55%	18.43%	3.23%	7.10%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	23.79%	25.77%	22.26%	25.34%	23.13%	22.47%	22.00%	21.00%	20.00%
模具类	8.09	10.34	33.17	26.84	38.43	56.09	72.92	87.50	96.25
同比		27.81%	220.79%	-19.08%	43.18%	45.95%	30.00%	20.00%	10.00%
毛利率	25.85%	36.47%	56.65%	54.53%	53.28%	47.40%	46.00%	45.00%	44.00%
其他类	12.61	15.62	19.23	20.96	21.72	21.14	21.77	22.43	23.10
同比		23.87%	23.11%	9.00%	3.63%	-2.67%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	29.29%	25.41%	22.95%	35.11%	31.06%	32.78%	31.00%	30.00%	29.00%
其他业务	1.78	2.32	3.65	5.05	6.19	7.77	9.32	11.19	13.43
同比		30.34%	57.33%	38.36%	22.57%	25.53%	20.00%	30.00%	40.00%
毛利率	98.81%	99.18%	99.21%	97.90%	96.96%	99.62%	99.00%	99.00%	99.00%

数据来源: Wind、世纪证券研究所

2. 盈利预测

根据假设条件，我们预测公司 2019-2021 年公司实现的营业收入分别为 12.1 亿元、16.2 亿元和 24.9 亿元；实现的归属母公司净利润分别为 2.7 亿元、3.3 亿元和 4.3 亿元，实现的 EPS 分别为 0.68 元、0.83 元和 1.06 元。

3. 投资评级

根据我们的盈利预测，公司 2019/2020/2021 年动态市盈率分别为 39/32/25 倍。公司受益于轻量化和新能源汽车持续增长，特斯拉上海和募投项目陆续投产为公司带来业绩增量，短期因素扰动盈利增长放缓，公司长期成长空间依然巨大。首次覆盖，给予公司“增持”的投资评级。

七、风险提示

- 贸易摩擦对公司影响超预期
由于贸易摩擦升级，导致美国客户将加征关税全部或大部分转移至公司承担，而导致公司营业收入和净利润大幅下降的风险。
- 特斯拉销量不及预期
特斯拉产品销量低于预期，或特斯拉上海项目进度低于预期，导致公司营收增速低于预期的风险。
- 新业务拓展不及预期
募投项目进度、客户开拓或汽车市场需求低迷导致新业务增长低于预期的风险。

附表

Figure 9 报表预测 (单位: 百万元)

报表预测						
利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	569.10	738.89	1095.59	1208.26	1618.29	2491.11
减: 营业成本	287.79	410.57	661.22	776.99	1067.78	1707.21
营业税金及附加	6.34	4.21	9.33	10.28	13.77	21.20
营业费用	7.46	11.69	12.81	21.75	35.60	74.73
管理费用	37.63	59.40	41.48	72.50	113.28	199.29
财务费用	-3.82	2.66	-9.49	7.01	-2.87	-12.42
资产减值损失	2.91	1.94	5.84	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	2.81	3.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-43.67	0.00	0.00	0.00
营业利润	230.79	251.24	334.69	319.73	390.73	501.10
加: 其他非经营损益	8.21	2.31	-0.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	239.00	253.56	334.19	319.73	390.73	501.10
减: 所得税	35.38	36.15	45.80	47.96	58.61	75.17
净利润	203.62	217.40	288.39	271.77	332.12	425.94
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	203.62	217.40	288.39	271.77	332.12	425.94
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	72.60	204.98	639.43	902.28	1281.50	1750.99
应收和预付款项	159.80	181.00	272.19	264.53	454.60	653.02
存货	78.73	138.34	230.64	169.47	380.37	498.74
其他流动资产	2.17	150.45	62.29	62.29	62.29	62.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	298.02	587.83	854.71	752.72	650.73	548.75
无形资产和开发支出	73.40	73.09	121.60	108.48	95.37	82.25
其他非流动资产	32.94	58.88	171.18	170.91	170.65	170.65
资产总计	717.64	1394.57	2352.03	2430.69	3095.50	3766.68
短期借款	16.00	0.00	100.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	185.33	245.91	430.25	361.92	724.90	1008.99
长期借款	0.00	0.00	376.65	376.65	376.65	376.65
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	201.33	245.91	906.91	738.58	1101.56	1385.64
股本	359.00	400.60	400.60	400.60	400.60	400.60
资本公积	0.00	385.10	385.10	385.10	385.10	385.10
留存收益	157.31	362.96	659.42	906.41	1208.25	1595.34
归属母公司股东权益	516.31	1148.66	1445.12	1692.11	1993.94	2381.04
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	516.31	1148.66	1445.12	1692.11	1993.94	2381.04
负债和股东权益合计	717.64	1394.57	2352.03	2430.69	3095.50	3766.68
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E

经营性现金净流量	242.36	246.63	384.51	394.64	406.63	495.92
投资性现金净流量	-115.74	-492.56	-714.54	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-48.75	388.05	472.07	-131.79	-27.41	-26.42
现金流量净额	83.17	140.04	146.68	262.85	379.22	469.50
财务分析和估值指标汇总						
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率						
毛利率	49.43%	44.43%	39.65%	35.69%	34.02%	31.47%
三费/销售收入	7.25%	9.98%	4.09%	8.38%	9.02%	10.50%
EBIT/销售收入	42.22%	34.29%	30.32%	27.04%	23.97%	19.62%
EBITDA/销售收入	46.65%	39.41%	35.79%	36.59%	31.10%	24.24%
销售净利率	35.78%	29.42%	26.32%	22.49%	20.52%	17.10%
资产获利率						
ROE	39.44%	18.93%	19.96%	16.06%	16.66%	17.89%
ROA	33.48%	18.17%	14.13%	13.44%	12.53%	12.97%
ROIC	53.28%	46.25%	30.14%	21.48%	27.98%	37.60%
增长率						
销售收入增长率	62.25%	29.84%	48.27%	10.28%	33.94%	53.93%
EBIT 增长率	147.99%	5.45%	31.13%	-1.65%	18.71%	26.00%
EBITDA 增长率	130.91%	9.68%	34.67%	12.75%	13.82%	19.98%
净利润增长率	152.94%	6.77%	32.65%	-5.76%	22.21%	28.25%
总资产增长率	48.59%	94.33%	68.66%	3.34%	27.35%	21.68%
股东权益增长率	62.66%	122.4%	25.81%	17.09%	17.84%	19.41%
经营营运资本增长率	1.55%	278.7%	-37.1%	0.44%	28.83%	22.03%
资本结构						
资产负债率	28.05%	17.63%	38.56%	30.39%	35.59%	36.79%
投资资本/总资产	64.85%	68.20%	54.97%	48.47%	35.69%	27.37%
带息债务/总负债	7.95%	0.00%	52.56%	51.00%	34.19%	27.18%
流动比率	1.56	2.74	2.27	3.86	3.01	2.94
速动比率	1.15	1.57	1.72	3.23	2.40	2.38
股利支付率	4.05%	9.41%	13.89%	9.12%	9.12%	9.12%
收益留存率	95.95%	90.59%	86.11%	90.88%	90.88%	90.88%
资产管理效率						
总资产周转率	0.79	0.53	0.47	0.50	0.52	0.66
固定资产周转率	2.41	1.46	1.69	1.61	2.49	4.54
应收账款周转率	3.81	4.35	4.38	4.78	3.84	4.04
存货周转率	3.66	2.97	2.87	4.58	2.81	3.42

数据来源: Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“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客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，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，任何机构和個人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。