

## 中信证券研究部



**陈俊斌**  
 首席制造产业  
 分析师  
 S1010512070001



**宋韶灵**  
 首席新能源汽车  
 分析师  
 S1010518090002



**尹欣驰**  
 汽车分析师  
 S1010519040002

## 核心观点

公司是国内特斯拉业务占比最高的标的，对特斯拉的渗透不断加深，有望受益于其全球扩张和快速放量。公司当前铝合金高压铸造、铸锻和型材三大工艺布局基本成型，通过特斯拉、采埃孚等核心客户实现新产品、新项目不断落地。公司未来三大工艺有望进一步协同，实现对客户的总成和系统级别配套。我们预测公司2020/21/22年EPS为0.72/0.97/1.36元，当前价对应PE为50/37/27倍，给予公司2021年45倍PE估值，对应目标价43.70元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **旭升股份是特斯拉业务占比最高的企业。**公司是国内特斯拉业务占比最高的汽车零部件标的，2019年对特斯拉销售占比为54%。公司主要产品为精密铝合金汽车零部件和工业零部件。2019年公司实现营收10.97亿元，同比+0.1%；实现归母净利润2.07亿元，同比-29.6%。2014年至2019年，公司营收增长484%，5年CAGR为42.3%；归母净利润增长509%，5年CAGR为43.5%。2014年至今，公司营收和业绩快速增长，主要系下游特斯拉等客户快速放量。除了特斯拉，公司还配套宝马、北极星、广汽等主机厂和采埃孚、法雷奥西门子、宁德时代等一级供应商。

■ **新能源汽车轻量化升级，铝合金行业不断扩容。**根据全球权威咨询机构ResearchAndMarkets的统计，2018年全球铝合金高压铸造市场空间约为383亿美元，2024年有望达到597亿美元，6年CAGR为7.7%。当前行业格局较为分散，龙头皮尔博格（Pierburg）市占率不到10%，日本利优比市占率不到5%，整合空间较大。此外，根据Strategy Engineers的调查和预测，铝型材和铝锻造零部件未来的应用同样有望大幅提升：2030年，汽车铝型材件的市场空间有望相较2017年增长约350%，年复合增长率为12.3%；汽车铝锻造件的市场空间有望相较2017年增长57%，年复合增长率为3.5%。

■ **公司经营管理优秀，深度配套特斯拉。**过去5年特斯拉一直是公司第一大客户，2020年上半年对其销售额占总营收比例达49.3%。公司2014年开始与特斯拉全面合作，从个别零部件全面发展到供应传动系统、悬挂系统、电池系统等核心系统零部件。我们预计公司当前为特斯拉Model S/X配套的高压铸造件单车价值在3800元以上，为Model 3/Y配套的价值在1200元以上。随着特斯拉在中国产能不断提升和欧洲工厂量产，以及其零部件本地化生产需求的不断增加，公司有望为Model S/X和Model 3/Y车型配套铝合金铸锻件、型材件等新产品，而且有望跟随特斯拉成长为全球级别的汽车零部件供应商。

■ **铝合金产品布局前瞻，新业务开始收获。**公司借助特斯拉的背书不断拓展客户群，现已配套宝马、北极星、蔚来和广汽等新客户，在手订单充沛。上市之后，公司通过IPO、发行可转债和非公开发行累计募资19亿元，投资建设铝合金高压铸造件、铸锻件和型材件等轻量化零部件产能，三大工艺布局已基本成型，并依托于特斯拉不断实现新工艺、新产品的量产落地。公司自2014年起累计营收增长与累计资本开支的比值从1.5左右下滑至2019年的0.8，当前处于资本开支周期的高投入低回报阶段。随着未来新客户的新项目不断落地，公司将望开启经营周期向上的阶段。

■ **风险因素：**全球汽车行业景气度不及预期；特斯拉销量不及预期；新产品获单情况不及预期。

旭升股份	603305
评级	买入（首次）
当前价	36.15元
目标价	43.70元
总股本	447百万股
流通股本	415百万股
52周最高/最低价	58.59/27.04元
近1月绝对涨幅	0.86%
近6月绝对涨幅	8.73%
近12月绝对涨幅	48.59%

■ **投资建议：**公司是国内特斯拉业务占比最高的标的，对特斯拉的渗透不断加深，有望受益于特斯拉的全球扩张和快速放量。公司当前高压铸造、铸锻和挤压三大工艺布局基本成型，通过特斯拉、采埃孚等核心客户实现新产品、新项目不断落地。我们预测公司2020/21/22年EPS为0.72/0.97/1.36元，当前价对应PE为50/37/27倍，结合行业平均估值水平，以及公司未来3年业绩增速，我们认为公司合理估值为2021年45倍PE估值，对应目标价43.70元，首次覆盖给予“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,095.59	1,097.20	1,462.60	2,359.70	3,236.76
营业收入增长率	48%	0%	33%	61%	37%
净利润(百万元)	293.72	206.59	322.21	431.94	608.70
净利润增长率	32%	-30%	56%	34%	41%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.73	0.52	0.72	0.97	1.36
毛利率%	40%	34%	36%	35%	35%
净资产收益率 ROE%	20.32%	13.31%	18.20%	21.17%	25.04%
每股净资产 (元)	3.23	3.47	3.96	4.56	5.44
PE	50	70	50	37	27
PB	11.2	10.4	9.1	7.9	6.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年9月28日收盘价

## 目录

公司是特斯拉业务占比最高的企业 .....	1
<b>新能源汽车轻量化升级，铝合金行业不断扩容 .....</b>	<b>3</b>
铝合金高压铸造行业空间稳定，集中度有望提升 .....	3
铝合金行业扩容，铸锻、型材工艺应用提升 .....	4
<b>深度配套特斯拉，受益于特斯拉放量 .....</b>	<b>6</b>
供应特斯拉时间长，单车配套价值量高 .....	6
配套进一步渗透，建立深度合作关系 .....	7
<b>铝产品布局完善，未来成长可期 .....</b>	<b>9</b>
募投新能源项目，蓄力长远发展 .....	9
管理经营优秀，未来成长可期 .....	11
<b>风险因素 .....</b>	<b>13</b>
<b>盈利预测和估值评级 .....</b>	<b>13</b>

## 插图目录

图 1：公司主要产品示例	1
图 2：2014 -2019 年营业收入及同比增速（单位：亿元）	1
图 3：2014-2019 年归母净利润及同比增速（单位：亿元）	1
图 4：2019 年公司各项业务占比	2
图 5：公司营收按地域划分	2
图 6：公司主要客户	2
图 7：公司股权结构图	3
图 8：铝合金铸造的减速器壳体	3
图 9：铝合金铸造的变速箱壳体	3
图 10：全球汽车高压铸铝零部件行业空间（单位：亿美元）	4
图 11：2017 年全球主要高压铸铝企业汽车业务营收（单位：亿元）	4
图 12：工信部发布的 2015-2020 年乘用车平均油耗目标（单位：升/百公里）	5
图 13：传统乘用车减重对效能提升效果	5
图 14：铝铸锻件在汽车底盘上的应用	5
图 15：铝型材件在汽车上的应用	5
图 16：全球汽车铝合金零部件市场空间预测（单位：亿美元）	6
图 17：全球汽车铝合金零部件市场结构预测	6
图 18：特斯拉 Model S	6
图 19：特斯拉 Model S/X 的底盘和电驱动系统	6
图 20：公司披露的部分配套 model S/X 零部件的单车价值（单位：元）	7
图 21：公司获得特斯拉颁发的全球质量奖	7
图 22：公司对特斯拉销售额占总营收和汽车业务营收的比例	7
图 23：公司披露的部分配套 Model 3 的零件的单车价值量（单位：元）	8
图 24：特斯拉 Model 3	8
图 25：特斯拉 Model 3 的底盘	8
图 26：特斯拉车型销量预测（单位：万辆）	9
图 27：公司客户结构情况	11
图 28：特斯拉全系车型大量采用铝合金零件	11
图 29：同业公司毛利率水平对比	12
图 30：同业公司成本构成对比	12
图 31：公司累计资本开支增长与累计营收的概况（单位：亿元）	12
图 32：公司毛利率和边际利润率情况	13

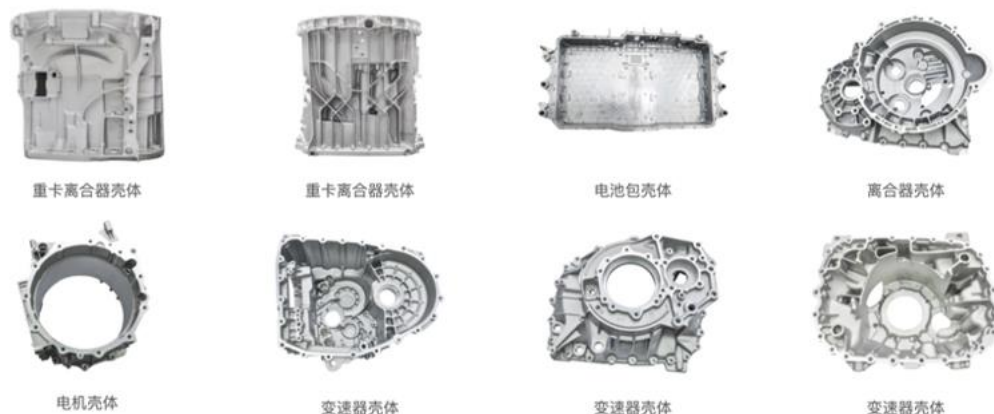
## 表格目录

表 1：公司早期为特斯拉 Model S/X 配套产品	6
表 2：IPO 募集资金用途	9
表 3：公司发行可转换债券募资用途	10
表 4：公司非公开发行股票募资用途（万元）	10
表 5：公司营业收入预测（单位：亿元）	14
表 6：可比公司估值	14
表 7：公司盈利预测与估值	15

## 公司是特斯拉业务占比最高的企业

公司是国内领先的铝合金高压铸造供应商。公司主要从事压铸成型精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产和销售，主要产品为新能源和传统汽车变速系统、传动系统、电池系统和悬挂系统等核心系统的精密机械加工零部件。公司配套下游汽车客户的产品种类较多，包括电池包壳体、变速器壳体、电机壳体和重卡离合器壳体等。

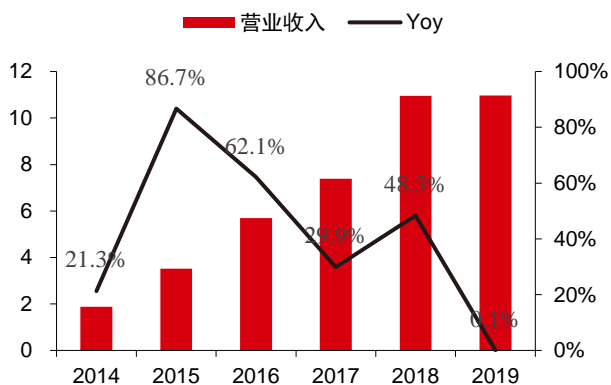
图 1：公司主要产品示例



资料来源：公司官网，中信证券研究部

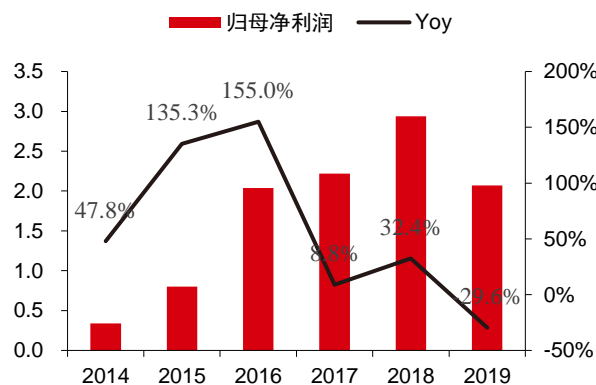
公司近年营收和归母净利润快速增长。2019 年公司实现营收 10.97 亿元，同比+0.1%；实现归母净利润 2.07 亿元，同比-29.6%。2014 年至 2019 年，公司营收增长 484%，5 年 CAGR 为 42.3%；归母净利润增长 509%，5 年 CAGR 为 43.5%。2014 年至今，公司营收和业绩快速增长，主要系下游特斯拉等客户快速放量。公司 2019 年营收增长放缓，归母净利润下滑，主要系受特斯拉 Model S/X 等车型的减产影响。未来公司有望受益于特斯拉 Model 3/Y 快速放量，重回业绩高速增长轨道。

图 2：2014-2019 年营业收入及同比增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

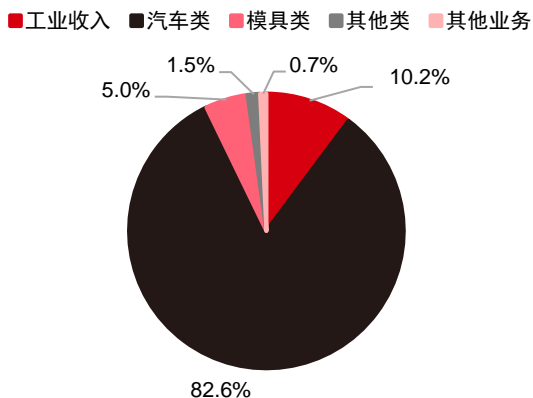
图 3：2014-2019 年归母净利润及同比增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

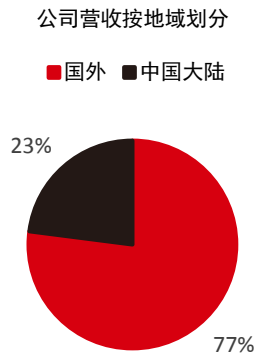
公司主要产品为汽车类压铸产品和工业类压铸产品。公司主要产品为精密高压铸造零部件，根据应用行业的不同可分为工业类、汽车类等。2019年，公司汽车类收入占总营收比例为 82.6%，工业收入占比为 10.2%，模具收入占比为 5%。公司主要营收来自国外市场，营收占比为 77%。

图 4：2019 年公司各项业务占比



资料来源：公司年报，中信证券研究部

图 5：公司营收按地域划分



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司客户优质，包含全球主流整车厂和龙头 Tier-1 供应商。公司客户优质，2019 年第一大客户为特斯拉，销售额占比为 53.7%，北极星（7.0%）、采埃孚（4.7%）排名第二和第三。同时，公司还配套宝马、广汽和宁德时代等主流整车厂和龙头 Tier-1。

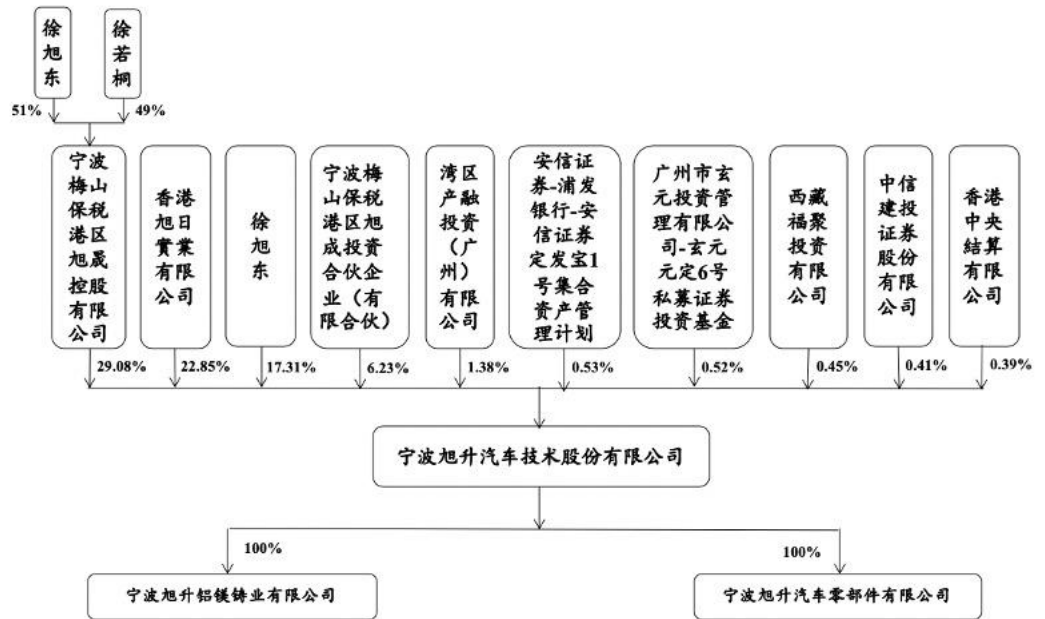
图 6：公司主要客户



资料来源：公司官网，中信证券研究部

公司股权集中，结构稳定。公司系由宁波旭升机械有限公司（下称“旭升有限”）整体变更设立。旭升有限为徐旭东与钟素惠于 2003 年共同创立，且 2007 年钟素惠将其持有的 75% 股权转让给徐旭东实际控制的旭日实业。在旭升有限改制前，徐旭东即担任旭升有限董事、总经理，实际主持公司的生产经营。截至 2020 年 6 月 30 日，徐旭东直接持股公司 17.31% 的股份，且通过旭晟控股、旭日实业间接持有公司 51.93% 的股份。

图 7：公司股权结构图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## ■ 新能源汽车轻量化升级，铝合金行业不断扩容

### 铝合金高压铸造行业空间稳定，集中度有望提升

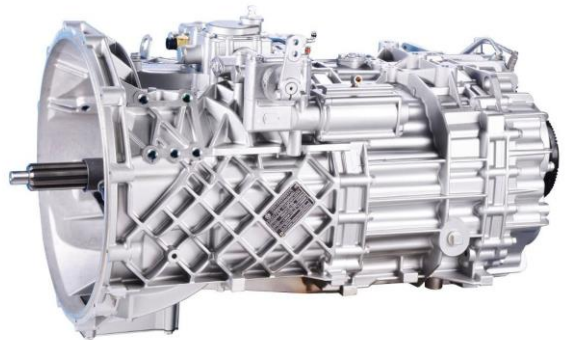
铝合金铸造工艺广泛用于制造结构复杂的结构件和壳体。铝合金铸造性能好，被广泛用于结构复杂的零件和壳体，如发动机机体、副车架和转向节等。铝铸件相比铸钢和铸铁件具有密度低、比强度高等诸多优点。在同等排量的发动机中，全铝发动机相比普通发动机能够减轻 20 公斤。同时，铝合金材料相比铸钢和铸铁具有更好的散热性能，能够提高发动机的工作效率和工作寿命。在汽车系统集成方面，一个整体铸造的铝制减震塔或后纵梁等零部件，能够替代 5-10 个冲压零部件，同时省去了焊接工艺。

图 8：铝合金铸造的减速器壳体



资料来源：shop.ebdoor.com

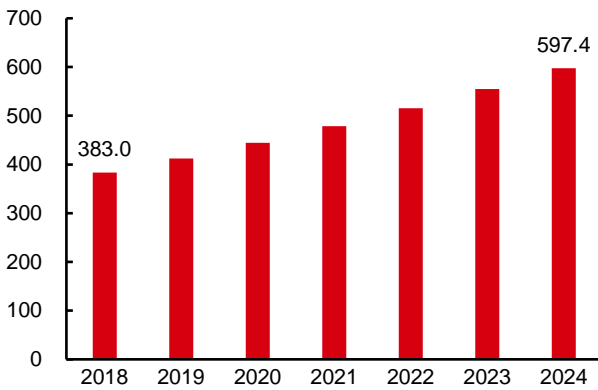
图 9：铝合金铸造的变速箱壳体



资料来源：时代汽车网

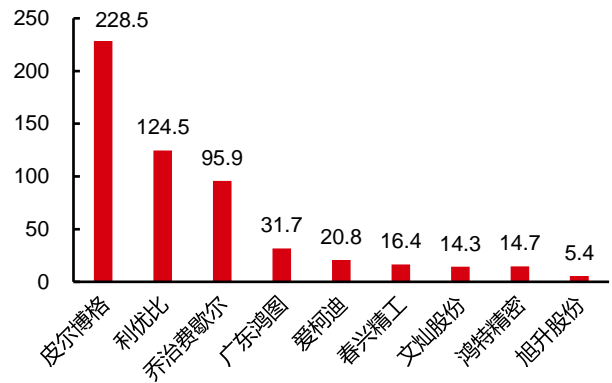
根据全球权威咨询机构 ResearchAndMarkets 的统计，2018 年全球铝合金高压铸造的市场空间约为 383 亿美元，预计 2024 年有望增长至 597 亿元，六年 CAGR 为 7.7%。当前全球汽车高压铸铝零部件行业格局较为分散，全球高压铸铝龙头皮尔博格（Pierburg）2017 年市占率不到 10%，日本利优比市占率不到 5%，主要系高压铸铝零部件品类繁多，供应链层级较多，且有较强的本地配套需求。但是，随着海外龙头企业对重资产行业投资的收缩，以及欧美人工成本进一步提升，国内的高压铸造企业全球渗透空间打开，迎来替代窗口。

图 10：全球汽车高压铸铝零部件行业空间（单位：亿美元）



资料来源：ResearchandMarkets（含预测），中信证券研究部

图 11：2017 年全球主要高压铸铝企业汽车业务营收（单位：亿元）

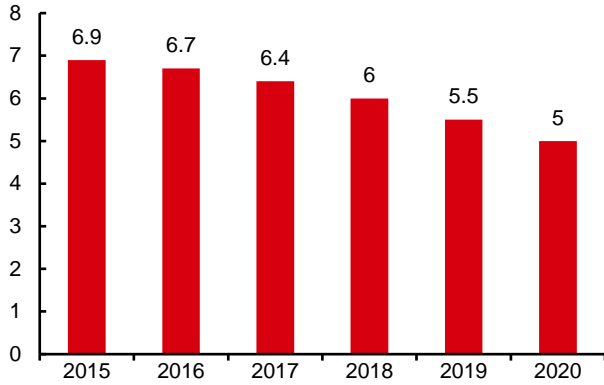


资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 铝合金行业扩容，铸锻、型材工艺应用提升

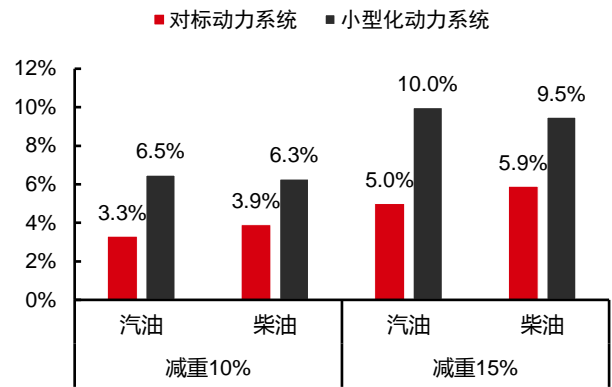
轻量化是汽车节能减排的主要途径之一。随着全球汽车的快速普及，汽车能耗和排放逐渐成为社会关注焦点。我国 2019 年 7 月 1 日起，大部分地区已经开始执行国六排放标准，平均要求降低一氧化碳、碳颗粒等排放 30% 以上；同时，双积分制度的施行将进一步推动整车厂降低汽车的油耗水平，工信部要求 2020 年乘用车平均百公里油耗需达到 5L。汽车轻量化是实现节能减排的重要途径之一，欧洲铝业协会（Aluminum Association）研究数据显示，汽车每减重 100 公斤，百公里油耗降低约 0.4 升，二氧化碳排放减少约 1 公斤。

图 12: 工信部发布的 2015-2020 年乘用车平均油耗目标 (单位: 升/百公里)



资料来源: 工信部网站, 中信证券研究部

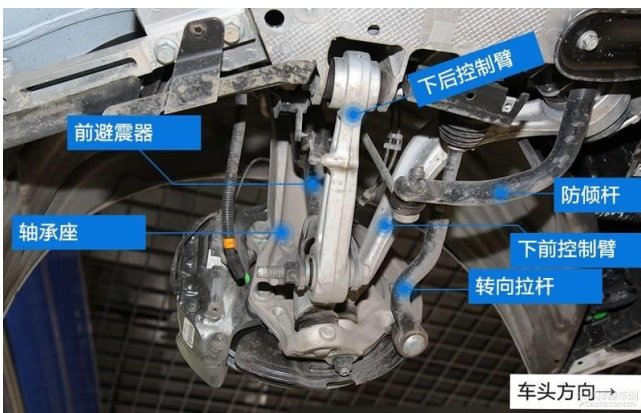
图 13: 传统乘用车减重对效能提升效果



资料来源: Aluminum Association, 中信证券研究部

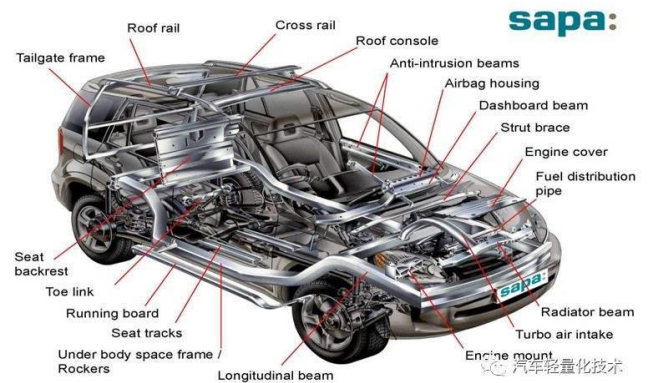
**铝合金铸锻和型材零部件在新能源汽车上应用进一步提升。** 铝合金高压铸造工艺主要用于形状复杂的结构件和壳体件, 但其机械性能相对不高, 不能满足部分车身结构件和汽车底盘件的要求。随着新能源车对轻量化的要求越来越高, 汽车底盘上有望采用更多的铝合金高压铸造件, 如控制臂、拉杆等; 汽车白车身上有望采用更多的铝合金型材件, 如纵梁、横梁、电池托盘等。

图 14: 铝铸锻件在汽车底盘上的应用



资料来源: 太平洋汽车网, 中信证券研究部

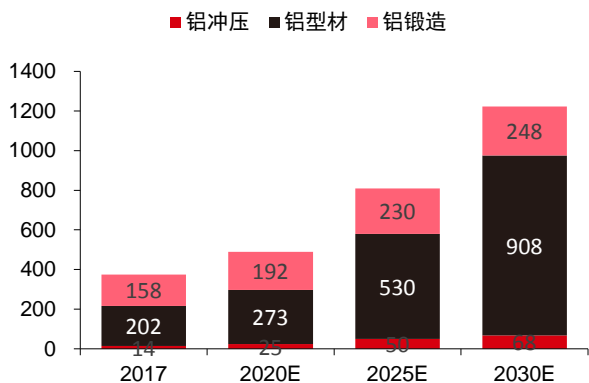
图 15: 铝型材件在汽车上的应用



资料来源: SAPA 官网

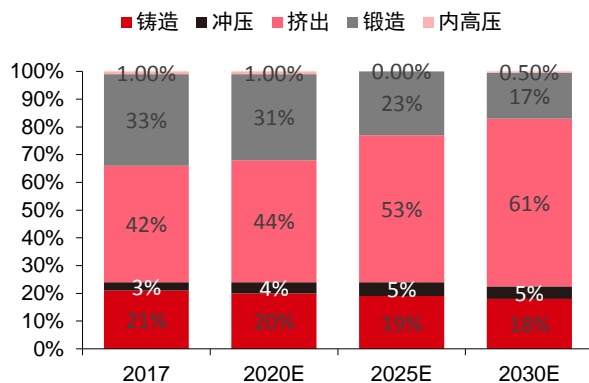
**全球汽车铝合金零部件市场 2025 年有望实现翻倍增长。** 根据全球权威咨询机构 Strategy Engineers 的调查和预测, 全球汽车铝合金市场 2017 年市场空间约为 480 亿美元, 预计 2020/2025/2030 年将达到 620/1000/1500 亿美元规模, 年复合增长率在 9% 左右。除了铝高压铸造外, 铝锻造、铝型材件的市场均有较大的增长空间。其中, 铝型材零部件受益于新能源汽车普及, 预计 2030 年市场规模有望增长超过 3 倍, 达到 908 亿美元。

图 16：全球汽车铝合金零部件市场空间预测（单位：亿美元）



资料来源：Strategy Engineers（含预测），中信证券研究部

图 17：全球汽车铝合金零部件市场结构预测



资料来源：Strategy Engineers（含预测），中信证券研究部

## 深度配套特斯拉，受益于特斯拉放量

### 供应特斯拉时间长，单车配套价值量高

进入特斯拉供应链时间早，配套传动、悬挂和电池系统部件。公司在 2013 年开始针对 Model S/X 等车型的部分铝合金高压铸造零部件与特斯拉接洽；2014 年开始与特斯拉全面合作，从供应个别零部件起步，全面发展到供应传动系统、悬挂系统、电池系统等核心系统零部件，包括变速箱箱体、变速箱悬挂、充电器壳体等，并进一步将零件组装为油泵等总成部件，延伸了公司产业链，建立了同步研发、共同成长的牢固合作关系。

图 18：特斯拉 Model S



资料来源：特斯拉官网

图 19：特斯拉 Model S/X 的底盘和电驱动系统



资料来源：汽车之家

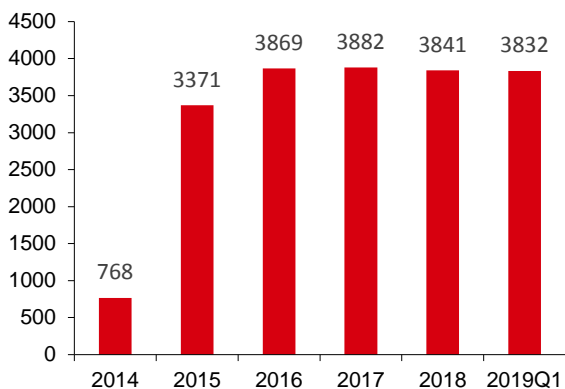
表 1：公司早期为特斯拉 Model S/X 配套产品

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，中信证券研究部

**与特斯拉合作紧密，获得认可度高。**根据招股说明书披露，公司为特斯拉 S/X 车型配套零部件不断增多，单车价值量不断提升：2014 年，公司为特斯拉配套变速箱悬挂部件和小铝架，配套单车价值仅为 768 元；公司通过出色的同步开发和工艺能力获得特斯拉的高度认可，2016 年之后配套价值提升至 3800 元以上。2014 年，公司获得特斯拉的全球质量奖，为获得该奖的 10 个供应商之一。

图 20：公司披露的部分配套 model S/X 零部件的单车价值（单位：元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

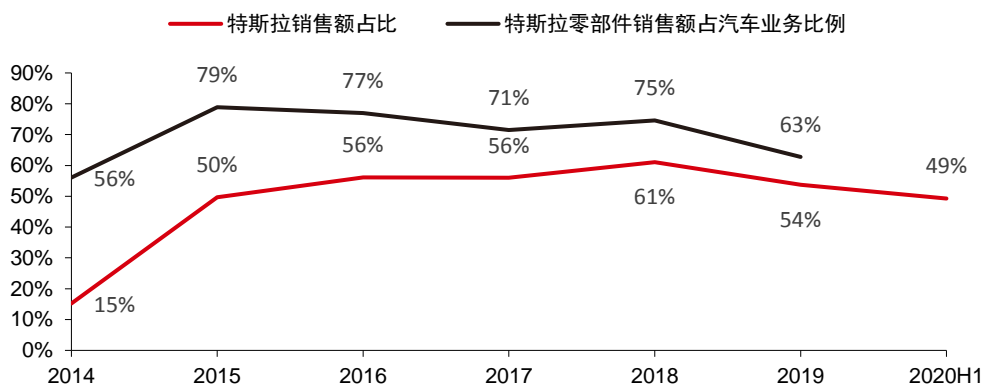
图 21：公司获得特斯拉颁发的全球质量奖



资料来源：公司官网

**特斯拉是公司第一大客户。**2014 年，公司主要业务为工业类高压压铸产品，汽车类产品营收仅为 0.47 亿元，占比仅为 25%；其中，对特斯拉销售额为 0.29 亿元，占比为 15%。随着对 S/X 等车型配套业务的快速增长，2015 年之后公司对特斯拉销售额占比提升至 50% 以上，特斯拉零部件销售额占汽车业务比例提升至 60% 以上。公司也成为 A 股中特斯拉业务纯度最高的汽车零部件公司。2020 年上半年，公司对特斯拉销售额占总营收的比例为 49%。

图 22：公司对特斯拉销售额占总营收和汽车业务营收的比例



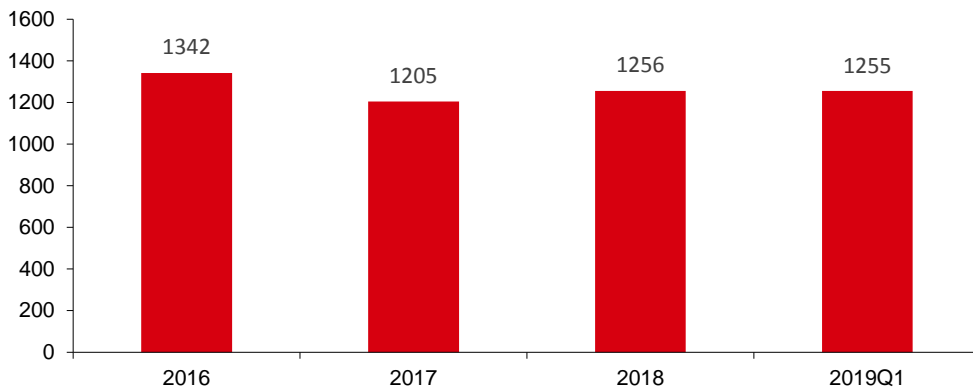
资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 配套进一步渗透，建立深度合作关系

**深度渗透特斯拉，Model 3 车型上继续配套。**2017 年，特斯拉北美 Model 3 在北美工厂量产，公司开始为 Model 3 配套动力系统零部件壳体。根据公司公告披露，公司为特斯

拉 Model 3 车型全球配套的单车价值量在 1200 元以上。此外，特斯拉 Model 3 和 Model Y 为同平台车型，其中的零部件具有较高的通用性，公司在获取 Model Y 订单上具有显著的先发优势。因此我们预计公司为 Model 3 全球配套的产品绝大部分还将继续配套 Model Y 车型。

图 23：公司披露的部分配套 Model 3 的零件的单车价值量（单位：元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

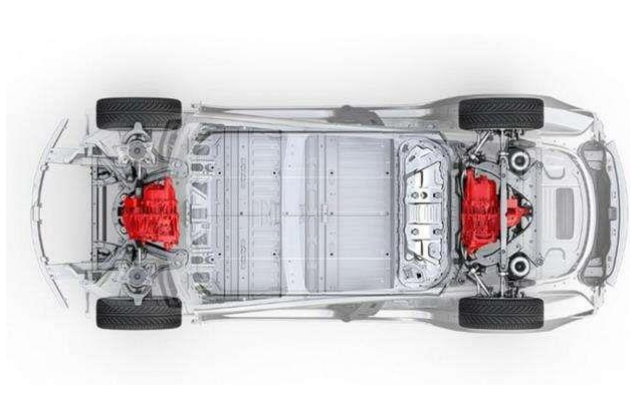
**特斯拉计划国产 Model 3 和 Model Y 后，双方合作进一步深化。**2019 年，特斯拉在上海临港建设的集研发、制造、销售等功能于一体的超级工厂（Gigafactory 3）投产，该项目中期规划产能为 50 万辆纯电动汽车。公司自量产前期就与特斯拉上海就动力系统壳体、电池壳体、车身部件、底盘等新能源汽车零部件展开合作，在同等条件下特斯拉上海生产的 Model 3 中的散热器、电机壳体、变速箱壳体等产品由公司独家供应。此外，公司在 Model S/X 和 Model 3/Y 车型上还开始就型材、铸锻等新工艺产品与特斯拉开始合作，且获得了部分新产品定点。

图 24：特斯拉 Model 3



资料来源：特斯拉官网

图 25：特斯拉 Model 3 的底盘

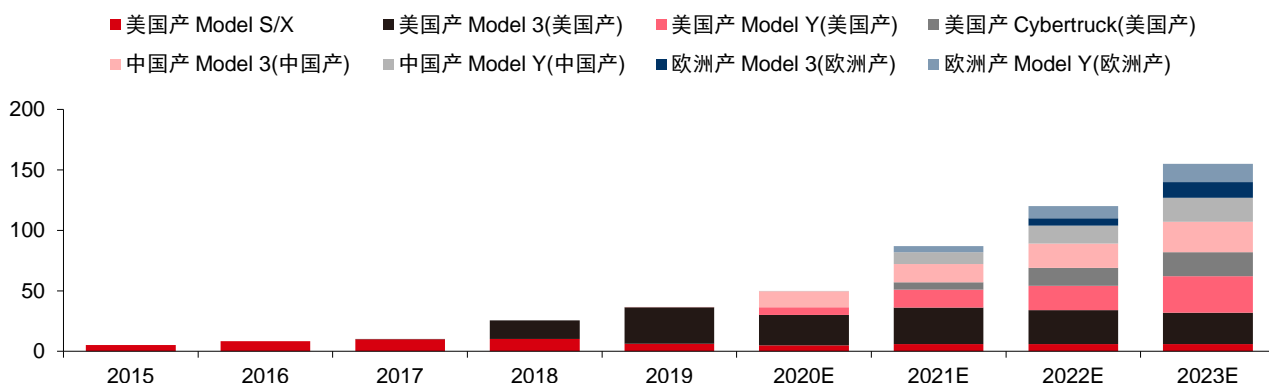


资料来源：特斯拉官网

公司深度渗透特斯拉供应链，料将受益全系车型放量。特斯拉在上海临港完成中国工厂一期建设后，公布了在德国建厂的计划。根据特斯拉销量规划，2022 年其全系车型销量计划超过 100 万辆，2023 年超过 150 万辆。其中，我们预测 2023 年 Model S/X 车型销量将保持在 6 万辆，Model 3/Y 车型销量有望达到 130 万辆。公司有望显著受益于特斯

拉全系车型的快速放量，实现营收高速增长。

图 26：特斯拉车型销量预测（单位：万辆）



资料来源：特斯拉公告，中信证券研究部（含预测）

## 铝产品布局完善，未来成长可期

### 募投新能源项目，蓄力长远发展

**IPO 募资建设铝镁合金高压压铸产能。**公司以新能源汽车和汽车轻量化为发展战略目标，不断做强铝制汽车零部件业务。2017 年，公司通过首次公开发行上市募集资金 4.3 亿元，扩展和延伸公司现有主营业务，主要包括新增汽车类、新能源汽车的铝压铸产能等投入，扩充公司产能，提高核心竞争力和盈利能力。截至 2020 年 6 月 30 日，公司 IPO 募投项目已基本完成建设，该项目产能也已经开始充分释放。公司汽车业务重点客户特斯拉的销售额相比上市初期大幅增长，在此基础上开拓了 Polaris、长城汽车、宁德时代、精进电动、蔚来汽车、法雷奥-西门子、马瑞利等新客户。

表 2：IPO 募集资金用途

序号	项目名称	投资额	拟使用募集资金
1	轻量化及环保型铝镁合金汽车零部件制造项目	49,030	36,769.60
2	新能源汽车配件装配生产线项目	4,532	-
3	铝压铸民用件生产技改项目	5,514	-
4	铝镁合金产品及精密压铸模具研发中心建设项目	5,900	5,900.00
	合计	64,976.00	42,669.60

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

**发行可转债，募投铝合金铸锻件项目。**2018 年 11 月，公司发行可转债募资 4.2 亿元，投资建设铝合金底盘铸锻件项目。该项目主要包括熔炼生产线、铸造生产线、锻压生产线、检测设备和加工中心等，计划年产能 350 万件连杆、40 万件扭臂、60 万件转向节和 50 万件下摆臂。项目全部达产后，预计将贡献 5.9 亿元营收，1.9 亿元净利润。公司的铸锻件工厂引入了国际顶尖的水平连续铸造设备和热模锻设备，并通过聘请国内外知名专家，培养和引进高级专业人才，建立了自己的核心技术团队。先进的设备和专业的团队保证了公司在产品上能够做到更加高精密、高质量，实现更高的附加值。

表 3：公司发行可转换债券募资用途

项目	具体内容	
项目名称	新能源汽车精密铸锻件项目	
募集资金总额	42,000 万元	
项目总投资	项目总投资	63,745 万元
	1.建设投资	56,420 万元
	2.流动资金	7,325 万元
项目产能	1.连杆	350 万件/年
	2.扭臂	40 万件/年
	3.转向节	60 万件/年
	4.下摆臂	50 万件/年

资料来源：公司公告，中信证券研究部

**非公开发行股票，募投精密铸锻和机加工产能。**2020 年，公司以 32.41 元/股的价格，非公开发行股票 32,335,686 股，募集资金 10.5 亿元，投资建设新能源汽车精密铸锻件项目（二期）和汽车轻量化零部件制造项目。其中，新能源汽车精密铸锻件项目（二期）拟新增年产 685 万件新能源汽车精密铸锻件产品的产能规模，主要包括连杆、扭臂、转向节、下摆臂等。预计项目建设期为 28 个月，达产后年营业收入为 5.6 亿元，净利润为 1.3 亿元。汽车轻量化零部件制造项目拟新增 720 万件汽车轻量化零部件产品的机加工产能，主要系为公司压铸生产线、铸锻生产线匹配相应的机加工能力。预计项目建设期为 24 个月，达产后年营业收入预计为 9.6 亿元，净利润为 1.9 亿元。

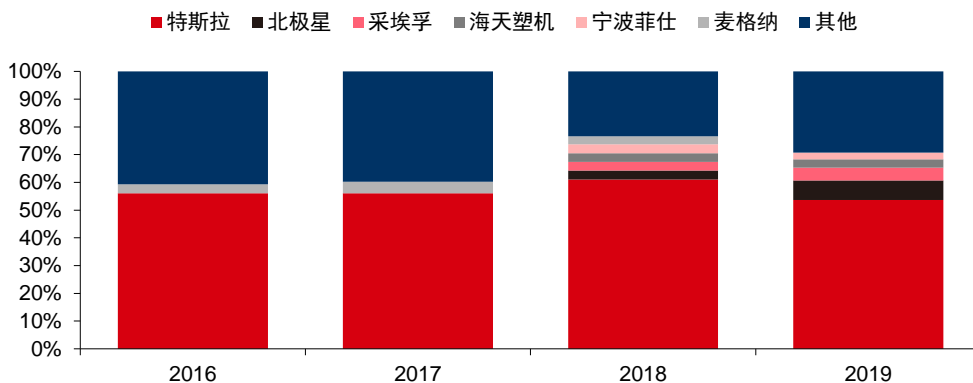
表 4：公司非公开发行股票募资用途（万元）

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金金额
1	新能源汽车精密铸锻件项目（二期）	48,413.00	45,000.00
2	汽车轻量化零部件制造项目	84,819.00	75,000.00
合计		133,232.00	120,000.00

资料来源：公司公告，中信证券研究部

**特斯拉强力背书，不断拓展客户。**公司与特斯拉的配套关系在行业中产生了较强的示范效应，公司借助特斯拉的背书不断拓展新客户。2017 年，公司对麦格纳的新能源汽车产品销售额超过 3000 万元，同比+50%以上，且开始批量供货北极星、蔚来和采埃孚等客户，并与宁德时代、长城汽车和江淮汽车开始前期合作。2018 年，公司继续拓展了伊顿、法雷奥-西门子和伟创力等客户。2019 年，公司合作客户新增全球主流豪华品牌宝马和国内主流自主品牌广汽，且为长城汽车、宁德时代、精进电动、蔚来汽车等配套的产品逐步实现量产。其中，公司对采埃孚销售 4,869.83 万元，同比+186.38%，占营业收入比例提升至 7.33%；此外，公司对北极星、马瑞利、伊顿、宁德时代等客户销量稳步增长。随着客户终端需求的提升以及新项目新产品的量产，公司预计非特斯拉客户营收占比将进一步提升。

图 27：公司客户结构情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**压铸、铸锻和挤压布局成型，铝合金产业集群协同效应可期。**公司在高压压铸、铸锻和挤压三大工艺上的布局现已基本成型，而且依托于和特斯拉的深度合作，不断实现新工艺、新产品的量产落地。公司的三大工艺已基本上能够覆盖汽车动力总成系统、底盘系统以及电池系统最核心的铝合金产品，未来有望为客户提供更多总成件，甚至实现系统级别配套，满足客户的多样化需求。

图 28：特斯拉全系车型大量采用铝合金零件

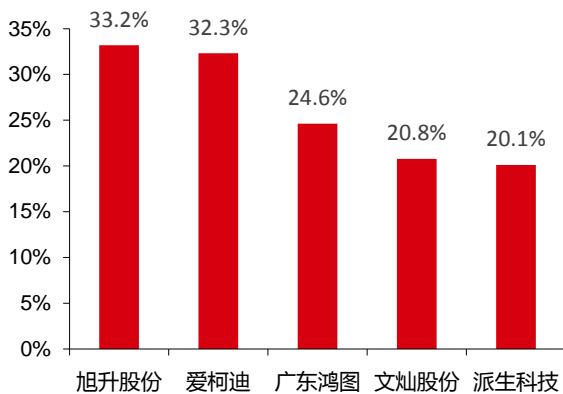


资料来源：特斯拉官网

### 管理经营优秀，未来成长可期

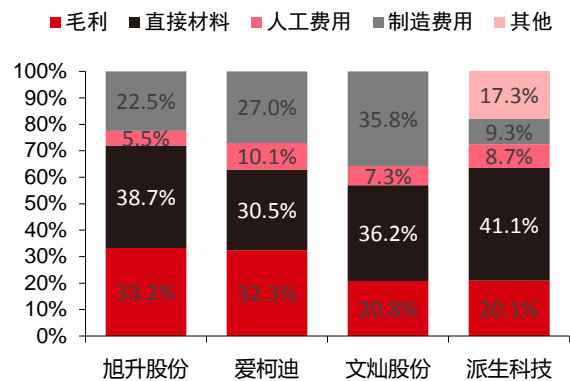
**专注新能源系统部件，经营管理优秀。**公司通过采埃孚和特斯拉等客户进入汽车行业，专注于底盘系统部件和新能源动力系统部件，不断提升自身的生产管理和工艺水平，各项指标好于行业平均水平。公司 2019 年毛利率为 33.2%，显著高于同行业其他上市公司。从公司的成本结构看，人工费用占比仅 5.5%，显著低于行业其他公司；制造费用占比为 22.5%，同样低于行业水平。

图 29：同行业公司毛利率水平对比



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

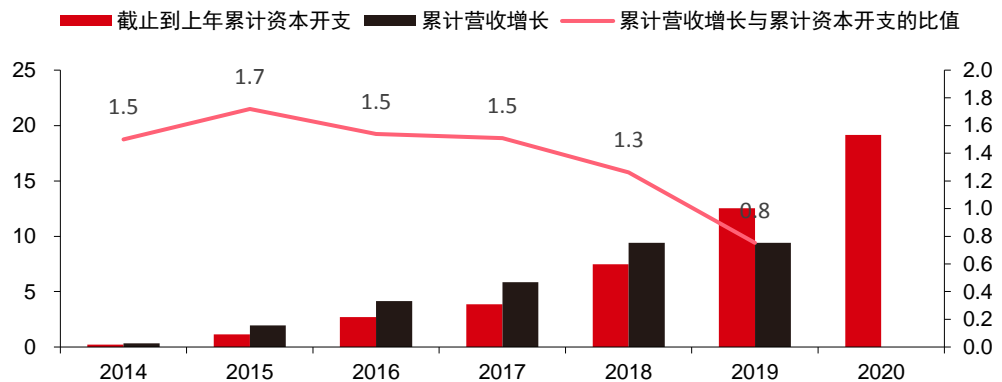
图 30：同行业公司成本构成对比



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

当前处于资本开支周期的低产出阶段，未来经营杠杆有望体现。自 2014 年起至 2020 年 6 月 30 日，公司累计投入资本开支超过 21 亿元，有望在 2022 年全部完成建设并开始释放产能。公司自 2014 年起累计营收增长与累计资本开支的比值从 1.5 左右下滑至 2019 年的 0.8。这说明公司当前处在资本开支周期的高投入、低产出阶段。未来随着下游行业景气度回暖，以及特斯拉、采埃孚等重点客户放量，公司的在手订单有望快速转化为营收，增厚公司业绩。

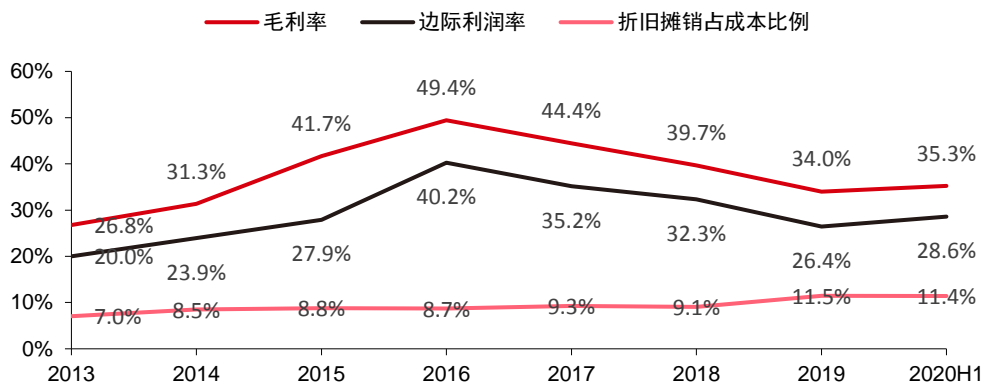
图 31：公司累计资本开支增长与累计营收的概况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**折旧摊销承压，但毛利率、边际利润率触底回升。**公司的毛利率和边际利润率从 2016 年开始逐步下滑，从 49.4% 下降至 2019 年的 34.0%，主要是因为公司早期获得的特斯拉 Model S/X 项目的毛利率普遍在 55% 以上，拉高了整体毛利率水平；2017 年后，随着特斯拉 Model 3 的放量，这部分高毛利产品比例下降，导致整体毛利率水平降低。但是，2020 年上半年开始，公司高毛利产品比重进一步变小，且其他产品开始快速放量，公司的毛利率、边际利润率开始触底回升。而且，公司折旧摊销占成本的比例当前超过 11%，未来随着新订单进一步释放，我们认为折旧摊销比例有望重新下降至 10% 以下，净利润弹性有望进一步体现。

图 32：公司毛利率和边际利润率情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 风险因素

1. 全球汽车行业景气度不及预期；
2. 与特斯拉的深度合作不及预期；
3. 新产品落地不及预期。

## 盈利预测和估值评级

### 公司盈利预测

我们预测公司 2020/21/22/23 年营业收入为 14.6/23.6/32.4 亿元，具体拆分如下：

- 1) 公司汽车类产品包含高压铸造件、铸锻件和型材件。公司高压铸造件主要配套特斯拉全系车型，且已成功拓展 POLARIS、马瑞利、伊顿和宁德时代等客户；产品线新拓展了铸锻件和型材件，2020 年开始贡献营收。我们预计公司 2020/21/22 年该业务收入为 12.7/21.6/30.2 亿元。
- 2) 公司工业类产品主要配套海天塑机等早期客户，我们预计该产品线未来将有所下滑。我们预计公司 2020/21/22 年该业务收入为 1.0/0.8/0.7 亿元。
- 3) 公司模具类业务主要为服务汽车类、工业类产品生产所需的模具，因此我们预计该业务收入会随着汽车类、工业类产品营收增长而快速增长。我们预计公司 2020/21/22 年该业务收入为 0.7/0.9/1.2 亿元。

表 5：公司营业收入预测（单位：亿元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	10.96	10.97	14.63	23.60	32.37
yoy	48.3%	0.1%	33.3%	61.3%	37.2%
汽车类	8.68	9.07	12.70	21.59	30.22
Yoy	60.7%	4.5%	40%	70%	40%
工业收入	1.42	1.12	1.01	0.81	0.65
Yoy	6.8%	-21.1%	-10.0	-20.0%	-20.0%
模具类	0.56	0.55	0.66	0.92	1.20
Yoy	47.4%	-1.8%	20.0%	40.0%	30.0%
其他类	0.21	0.16	0.15	0.15	0.15
其他业务	0.08	0.08	0.11	0.13	0.15

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

**综合参考可比标的，我们认为公司合理估值为 2021 年 45 倍市盈率。**公司为特斯拉产业链核心标的，主营铝合金高压铸造件，因此我们选取同为特斯拉产业链的拓普集团、新泉股份和文灿股份作为可比标的。拓普集团是国内汽车减震降噪（NVH）系统龙头，轻量化底盘业务具有国内先发优势；深度配套特斯拉，国产 Model 3 单车配套价值量高；公司有望跟随特斯拉成长为全球级别的汽车供应商，产品线有望向新能源热管理、汽车电子等方向快速拓展。新泉股份是国内领先的汽车内饰系统供应商，行业地位仅次于华域汽车旗下的延锋内饰。公司正向开发能力强，不断渗透国内合资和海外外资品牌客户，且有望跟随特斯拉成为全球级别的内饰供应商。文灿股份是国内领先的汽车铝合金高压铸造企业，配套特斯拉等新能源汽车客户；公司通过收购法国百炼集团，实现了产品、客户的全球拓展，业绩增厚空间大。几家可比公司均为特斯拉产业链供应商，显著受益于特斯拉全球销量的快速放量。几家可比公司 2019 至 2022 年平均 PE 估值为 71/64/39/26 倍。

旭升股份特斯拉销售占比高，特斯拉放量带来的业绩增量弹性大；公司在铝合金铸锻件、型材件上布局逐步成型，开始进一步渗透采埃孚、宁德时代等重点客户，未来成长空间较大；结合公司 2020 至 2022 年营收和净利润的增速，我们认为公司合理估值为 2021 年 45 倍市盈率。

表 6：可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价		EPS（元/股）				PE（倍）				PB（倍）
		（元）	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	
601689.SH	拓普集团	38.95	0.43	0.61	1.00	1.42	90	64	39	28	5.6	
603348.SH	文灿股份	22.74	0.32	0.35	0.58	0.89	71	65	39	26	2.2	
603179.SH	新泉股份	31.4	0.59	0.82	1.07	1.27	53	38	29	25	5.1	
平均数							71	56	36	26	4.3	
中位数							71	64	39	26	5.1	

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 27 日收盘价，文灿股份数据为 Wind 一致预期

公司是国内特斯拉业务纯度最高的汽车零部件标的，2019 年对特斯拉销售占比为 54%，主要产品为精密铝合金汽车零部件和工业零部件。公司 2014 年开始与特斯拉全面合作，从个别零部件全面发展到供应传动系统、悬挂系统、电池系统等核心系统零部件。我们预计公司当前为特斯拉 Model S/X 配套的高压铸造件单车价值在 3800 元以上，为

Model 3/Y 配套的价值在 1200 元以上。随着特斯拉在中国产能不断提升和欧洲工厂量产，以及其零部件本地化生产需求的不断提升，公司有望为 Model S/X 和 Model 3/Y 车型配套铝合金铸锻件、型材件等新产品，而且有望跟随特斯拉成长为全球级别的汽车零部件供应商。此外，公司借助特斯拉的背书不断拓展客户群，现已配套宝马、北极星、蔚来和广汽等新客户，在手订单充沛。上市之后，公司通过 IPO、可转债和非公开发行累计募资 19 亿元，投资建设铝合金高压铸造件、铸锻件和型材件等轻量化零部件产能，三大工艺布局已基本成型，并依托于特斯拉不断实现新工艺、新产品的量产落地。公司自 2014 年起累计营收增长与累计资本开支的比值从 1.5 左右下滑至 2019 年的 0.8，当前处于资本开支周期的高投入低回报阶段。随着未来新客户的新项目不断落地，公司的经营水平有望进一步向上提升。我们预测公司 2020/21/22 年 EPS 为 0.72/0.97/1.36 元，当前价对应 PE 为 50/37/27 倍，给予公司 2021 年 45 倍 PE 估值，对应目标价 43.70 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：公司盈利预测与估值

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,095.59	1,097.20	1,462.60	2,359.70	3,236.76
营业收入增长率	48%	0%	33%	61%	37%
净利润(百万元)	293.72	206.59	322.21	431.94	608.70
净利润增长率	32%	-30%	56%	34%	41%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.73	0.52	0.72	0.97	1.36
毛利率%	40%	34%	36%	35%	35%
净资产收益率 ROE%	20.32%	13.31%	18.20%	21.17%	25.04%
每股净资产 (元)	3.23	3.47	3.96	4.56	5.44
PE	50	70	50	37	27
PB	11.2	10.4	9.1	7.9	6.6

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：股价为 2020 年 9 月 27 日收盘价

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,096	1,097	1,463	2,360	3,237
营业成本	661	724	937	1,544	2,108
毛利率	39.65%	34.01%	35.96%	34.55%	34.88%
营业税金及附加	9	5	7	12	16
销售费用	13	21	22	59	81
营业费用率	1.17%	1.87%	1.50%	2.50%	2.50%
管理费用	41	61	66	112	154
管理费用率	3.79%	5.56%	4.50%	4.75%	4.75%
财务费用	(9)	9	7	9	8
财务费用率	-0.87%	0.84%	0.48%	0.38%	0.24%
投资收益	3	4	0	0	0
营业利润	342	241	380	509	717
营业利润率	31.23%	21.94%	25.99%	21.58%	22.16%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	342	240	379	508	716
所得税	48	33	57	76	107
所得税率	14.02%	13.84%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	294	207	322	432	609
净利率	26.81%	18.83%	22.03%	18.31%	18.81%

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	342	240	379	508	716
所得税支出	-48	-33	-57	-76	-107
折旧和摊销	60	83	106	121	134
营运资金的变化	35	169	-36	-23	-39
其他经营现金流	4	27	10	17	15
经营现金流合计	392	486	403	546	719
资本支出	-506	-662	-450	-520	-410
投资收益	3	4	0	0	0
其他投资现金流	-212	362	0	0	0
投资现金流合计	-715	-296	-450	-520	-410
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	620	100	281	446	211
股息支出	-40	-104	-104	-162	-218
其他融资现金流	-108	-206	-7	-9	-8
融资现金流合计	472	-210	170	275	-15
现金及现金等价物净增加额	150	-20	123	301	294

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	696	368	491	792	1,087
存货	231	298	385	635	866
应收账款	249	183	244	394	541
其他流动资产	87	34	44	63	80
流动资产	1,262	883	1,165	1,884	2,574
固定资产	650	746	1,000	1,159	1,275
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	122	213	213	213	213
其他长期资产	376	655	745	985	1,145
非流动资产	1,147	1,614	1,958	2,357	2,633
资产总计	2,410	2,497	3,122	4,241	5,207
短期借款	100	0	281	727	938
应付账款	192	220	284	469	640
其他流动负债	278	276	338	556	749
流动负债	569	496	903	1,752	2,327
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	395	449	449	449	449
非流动性负债	395	449	449	449	449
负债合计	965	944	1,352	2,200	2,776
股本	401	401	447	447	447
资本公积	385	385	339	339	339
归属于母公司所有者权益合计	1,445	1,553	1,771	2,040	2,431
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,445	1,553	1,771	2,040	2,431
负债股东权益总计	2,410	2,497	3,122	4,241	5,207

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	48.27%	0.15%	33.30%	61.34%	37.17%
营业利润增长率	32.64%	-29.6%	57.87%	33.97%	40.84%
净利润增长率	32.23%	-29.7%	55.96%	34.06%	40.92%
毛利率	39.65%	34.01%	35.96%	34.55%	34.88%
EBITDA Margin	36.47%	30.27%	33.67%	27.03%	26.49%
净利率	26.81%	18.83%	22.03%	18.31%	18.81%
净资产收益率	20.32%	13.31%	18.20%	21.17%	25.04%
总资产收益率	12.19%	8.27%	10.32%	10.19%	11.69%
资产负债率	40.03%	37.82%	43.29%	51.89%	53.31%
所得税率	14.02%	13.84%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	35.46%	50.42%	50.42%	50.42%	50.42%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。