

旭升股份 (603305.SH) 增持 (首次评级)

行业点评(简报)

市场价格(人民币): 31.57 元

目标价格(人民币): 36.10 元

市场数据(人民币)

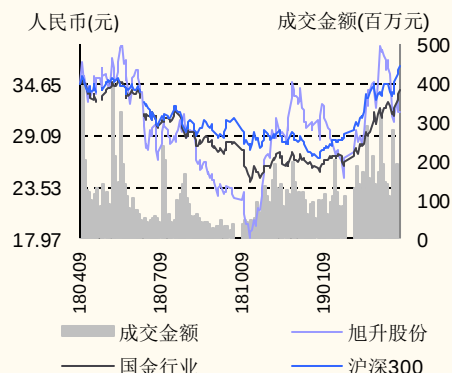
已上市流通 A 股(百万股) 63.26

总市值(百万元) 12,646.94

年内股价最高最低(元) 38.90/17.97

沪深 300 指数 4062.23

上证指数 3246.57



深度绑定特斯拉, Model 3 放量释放业绩弹性

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.554	0.733	1.128	1.312	1.436
每股净资产(元)	2.87	3.61	6.74	7.81	8.97
每股经营性现金流(元)	0.61	0.98	1.41	1.54	1.67
市盈率(倍)	68.62	41.49	27.98	24.07	21.99
净利润增长率(%)	9.09%	32.23%	51.45%	15.80%	8.16%
净资产收益率(%)	19.34%	20.32%	14.98%	14.97%	14.09%
总股本(百万股)	400.60	400.60	440.66	440.66	440.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司专注铝合金压铸件生产, 积极入局轻量化赛道。**轻量化是汽车节能减排的有效技术路线, 汽车减重 10%, 乘用车能效提升 3.3%+, 新能源乘用车提升约 6.3%+, 效果更为显著。轻量化材料中, 铝合金减重效果佳, 经济性强, 为最佳材料, 预计 **2025 年国内车用铝合金市场有望达 2996 亿元。**
- **绑定特斯拉, 加速成长步伐。**公司于 2013 年与特斯拉展开合作, 此后合作纵深发展, 2018 年特斯拉营收贡献上升至 61% (vs 2014 年 15%), 使得 2015-2018 年公司收入 CAGR 55%, 扣非后归母净利润 CAGR 达 71%。
 - **配套车型方面:** 由 Model S/X 车型逐步拓展至 Model 3 车型;
 - **产品方面:** 由变速箱悬挂/小铝架拓展至变速箱箱体/充电器壳体等;
 - **供应数量方面:** 各零部件供应数量占特斯拉销量比例大幅提升。
 - **合作持续性分析:** 公司凭先发优势积累经验并大力投入研发, 特斯拉产品的研发投入占其带来的营业收入比例超 4%, 预计合作继续深化。
- **公司充分受益于特斯拉 Model 3 在全球范围的放量, 业绩弹性逐渐释放。**
 - **Model 3 销量有望继续上升。**特斯拉产能瓶颈已突破 (2018 年 Model 3 产量 14.6 万辆), 其价格下探凸显性价比优势, Model 3 已成为 2018 年美国最畅销电动车型, 随着中国工厂 (2019 年初开工, 预计下半年小范围运营) 和欧洲工厂落地, 预计海外市场销量进一步催化。
 - **Model 3 放量释放公司业绩弹性。**2018 年特斯拉对公司的收入贡献为 6.7 亿元 (Model 3 约 2.73 亿元), 预计 2019 年特斯拉销量 39.4 万辆 (Model 3 约 29 万辆), 给公司带来收入 9.6 亿元 (Model 3 5.55 亿元), 同比增长 43%。

投资建议

- **公司绑定特斯拉, 成长性强、业绩弹性大。**Model 3 的畅销打开公司增长空间, 特斯拉中国工厂的落地有望进一步催化销量。预计 2019-2021 年净利润为 5.0/5.8/6.3 亿元, 对应 2019-2021 年 EPS 为 1.13/1.31/1.44 元, 给予目标价 36.10 元, 对应 2019 年 32 倍 PE, “增持”评级。

风险提示

- **对单一客户过于依赖的风险; 毛利率降低风险; 新客户拓展不及预期的风险; 原材料价格大幅波动的风险; Model 3 销量不及预期的风险; 新能源车市场销量不及预期风险; 汇率波动风险。**

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

周俊宏 联系人
zhoujunhong@gjzq.com.cn

内容目录

总论：1~5 年中短期业绩有支撑，长期有望成长为成熟汽配企业.....	4
一、专注铝合金压铸件，以小快灵优势深度绑定特斯拉	5
二、紧迎轻量化大势， Model 3 放量支撑业绩	9
2.1 铝合金为车用最理想轻量化材料，预计 2025 年国内 2996 亿市场空间...	9
2.2 特斯拉产能爬坡成功，预计中国工厂落地催化销量	10
2.3 Model 3 放量至关重要，预计特斯拉 2019 年贡献收入 9.6 亿元.....	14
三、开拓客户、募投扩产，降低长期发展单一客户风险	16
四、盈利预测与投资建议.....	18
五、风险提示	19

图表目录

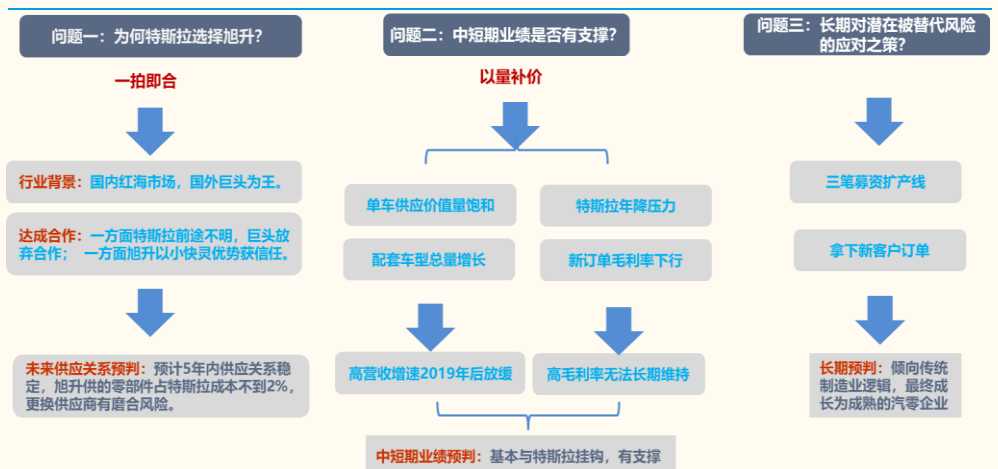
图表 1：公司三个核心问题.....	4
图表 2：公司产品广泛应用于新能源汽车上.....	5
图表 3：旭升与特斯拉合作历程.....	5
图表 4：公司为特斯拉供应的产品.....	5
图表 5：与特斯拉合作力度加大,零部件占特斯拉当年交付量的比例大幅提升...	6
图表 6：占特斯拉需求量 70%以上的零部件增加.....	6
图表 7：2018 特斯拉收入贡献提升至 61%.....	6
图表 8：特斯拉占比提升带动营业收入增长.....	7
图表 9：2018 年归母净利润增速提高	7
图表 10：公司综合毛利率高于同行业公司	7
图表 11：旭升股份与特斯拉合作时间最早，构筑先发优势.....	8
图表 12：公司进行的研发活动.....	8
图表 13：公司研发投入占营收的比例居行业前列.....	8
图表 14：新能源汽车轻量化的能效提升效果相比汽油、柴油车更为显著.....	9
图表 15：碳纤维的轻量化成本最高，镁合金、铝合金次之（美元/kg）	9
图表 16：预计铝合金在车身和覆盖件上的渗透率不断提升.....	9
图表 17：新能源车型铝合金使用量更多.....	10
图表 18：2025 年国内车用铝合金市场空间（亿元）	10
图表 19：Model 3 交付量呈指数上升.....	11
图表 20：特斯拉工厂人均产量提升.....	11
图表 21：Model 3 价格大幅下探.....	11
图表 22：同等带电量下，Model3 能效较优	11
图表 23：对比相似价格区间车型，Model 3 具有性价比优势.....	12
图表 24：2018 年 Q4 Model 3 产能爬坡成功，销量增长提速.....	12
图表 25：Model 3 已成为美国市场最畅销车型.....	13
图表 26：2018 年特斯拉销量中 16%来自亚洲和欧洲.....	13

图表 27: 公司营收增速在 2019 年后将放缓, 高毛利难以长期保持.....	14
图表 28: 给特斯拉配套的车型单车价值估算.....	14
图表 29: 三种情境下的特斯拉销量假设.....	15
图表 30: 特斯拉各车型对公司收入贡献 (单位: 亿元)	15
图表 31: 公司当前客户	16
图表 32: 公司工厂扩产情况	16
图表 33: IPO 募投项目进度	17
图表 34: 可转债募投项目进度.....	17
图表 35: 2019 年公司拟非公开发行股票募投项目情况.....	17
图表 36: 收入拆分及预测.....	18
图表 37: 公司成本结构稳定, 直接成本占比 6 成以上, 铝锭成本占比约 3 成19	
图表 38: 铝价呈小范围波动 (单位: 元)	19
图表 39: 铝锭价格上涨 1%, 公司毛利率变动情况	19

总论：1~5 年中短期业绩有支撑，长期有望成长为成熟汽配企业

- **核心观点：**公司背靠电动车铝压铸件千亿高增长行业，凭借小快灵优势深度绑定特斯拉。预计 1~5 年内业绩仍由特斯拉支撑，5 年以上实现将积累的技术及规模优势移植至与其他车企及零部件供应商的合作中。
- **短期看，**Model 3 全球放量支撑 1~3 年短期业绩，预计 2019/2020 年 Model 3 给公司带来的收入分别为 5.6/6.7 亿元，特斯拉全系车型给公司带来的收入分别为 9.6/13.5 亿元，同比增长 43%/41%；
- **中期看，**3~5 年特斯拉风头正盛，凭借夯实基础，有望接下 Model Y（与 Model 3 共用 75% 零部件）及特斯拉新车型订单，带来增量业绩；
- **长期看，**公司 5 年以上的发展，有望在伴随特斯拉成长后，凭借之前扩大的产能规模、积累的技术和口碑，待新能源汽车行业日趋成熟，车体构架日趋完善，开拓其他客户成为业绩稳定的成熟汽配企业。
- **公司持续发展面临的三个核心问题：**
 - **第一个问题，为何特斯拉选择旭升，合作关系是否稳固？**公司所在的铝压铸行业为红海市场，国内 3000 多家企业。旭升于 2013 年切入特斯拉供应链，营收 6 年增长 7 倍，特斯拉营收占比六成。与特斯拉合作由两方面促成：一方面，特斯拉 2013 年还是产销不到 2 万辆的电动车企。铝压铸主流公司出于对其前途的担忧放弃合作。另一方面，是公司快速反应客户需求的优势。此外，我们预计这种供应关系在中短期稳定，特斯拉尚在快速发展期，更倾向维持稳定供应体系，直接更换供应商有磨合风险。
 - **第二个问题，旭升中短期业绩是否有支撑？**公司中短期业绩基本与特斯拉挂钩。营收方面，Model S/X/3 车型框架已定，拿下新种类铝件难度加大，且在特斯拉压价下其单车供应价值承压，营收增速在 2019 年高增长后将放缓。毛利率方面，特斯拉降本压力公司 40% 的高毛利率无法长期保持，在公司与特斯拉的 10 年期合约（2013 年签订）中，前 3 年订单价固定，后 7 年每年谈价，但预计好于传统车 3%~5% 的年降水平。出于“以量补价”，特斯拉销量处爆发期，公司业绩仍有支撑。
 - **第三个问题，旭升对潜在被替代风险的应对之策？**任何主机厂均不会过度依赖单一供应伙伴。特斯拉已与部分公司竞争者初步接触，公司存在被替代风险。公司现阶段采取两条应对之策：一是以制造业的发展逻辑，扩产能和拓展新能源汽车铝铸件项目（上市募投 4.3 亿、2018 年底募投 4.2 亿、2019 年拟募投不超过 12 亿）；二是拓展新客户，已与宁德时代、长城、伊顿、法雷奥-西门子、北极星等正式合作。

图表 1：公司三个核心问题

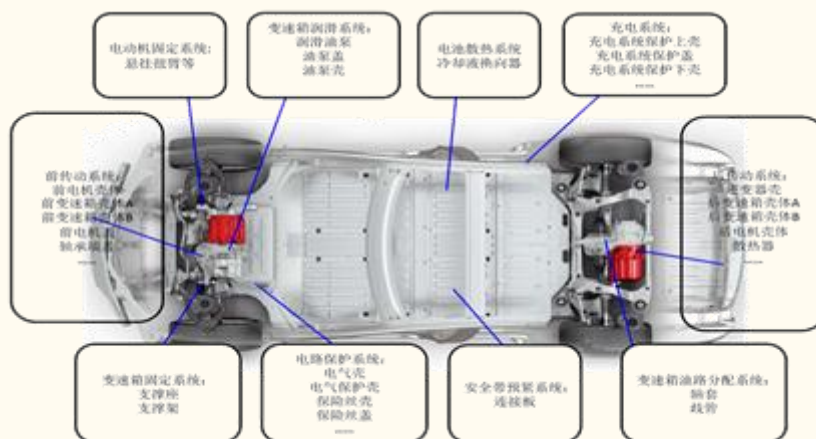


来源：公司公告，国金证券研究所

一、专注铝合金压铸件，以小快灵优势深度绑定特斯拉

- 公司主营铝合金压铸件生产，专注汽车轻量化，产品布局完善。公司成立于 2003 年，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。公司通过以精密铝制零部件应用来实现节能减排，提高新能源汽车的整体性能。2013 年公司接触新能源汽车领域，研发生产新能源汽车零部件，2018 年募资 4.2 亿元用于新能源汽车底盘悬挂件产能建设。

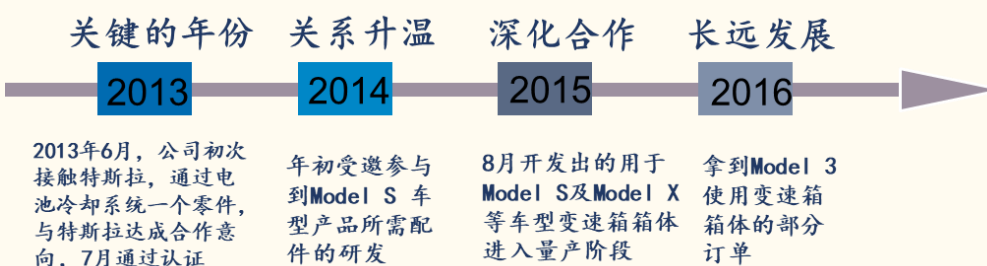
图表 2：公司产品广泛应用于新能源汽车上



来源：公司公告，国金证券研究所

- 紧抓新能源汽车发展机遇，以小快灵反规模优势深度绑定特斯拉。2013 年 6 月，公司通过电池冷却系统中的一个零件打入特斯拉供应链，于当年 7 月通过供应商认证，10 月与特斯拉签订十年期通用合同。2014 年初参与 Model S 车型配件的研发，取得了 30 个定点的开发项目，荣获特斯拉“杰出合作伙伴”荣誉，合作关系进一步稳固。2015 年公司与特斯拉共同设计研发用于 Model S 与 Model X 车型的变速箱箱体，取得配套权，后进一步取得 Model 3 车型的变速箱箱体的订单。

图表 3：旭升与特斯拉合作历程



来源：公司公告，国金证券研究所

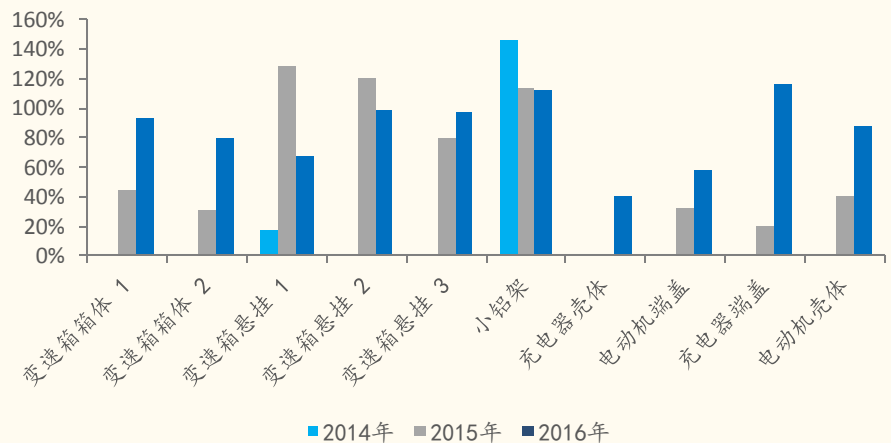
图表 4：公司为特斯拉供应的产品

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	液压油泵组件

来源：公司公告，国金证券研究所

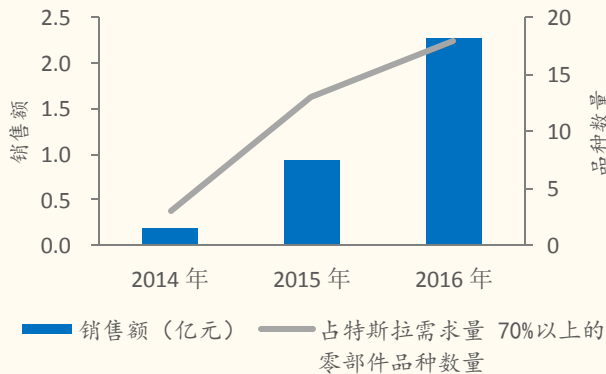
- 与特斯拉合作范围和力度加深，特斯拉收入占比上升至 61%。合作范围方面：2014 年公司仅为特斯拉供应变速箱悬挂和小铝架，2015 年拓展至变速箱箱体/电动机端盖等，2016 年又拓展至充电器壳体，配套车型从 Model X/S 拓展至 Model 3。合作力度方面：各零部件占特斯拉当年交付量的比例大幅提升（2016 为 41~112%），采购数量增加。截至 2016 年，公司占特斯拉需求量的 70% 以上的重要零部件的品种从 3 个增加到 18 个，预计目前已超 20 个。合作深化使得 2018 年特斯拉收入占主营业务比例提升至 61% (vs 2014 年 15.4%)。

图表 5：与特斯拉合作力度加大，零部件占特斯拉当年交付量的比例大幅提升



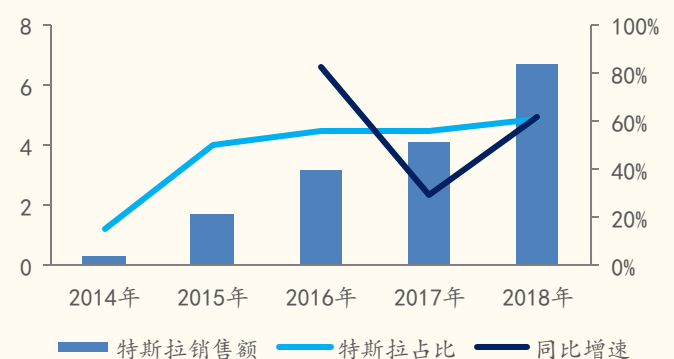
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：占特斯拉需求量 70% 以上的零部件增加



来源：公司公告，国金证券研究所

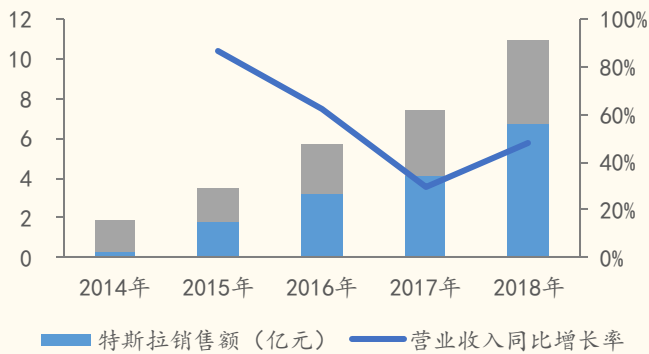
图表 7：2018 特斯拉收入贡献提升至 61%



来源：公司公告，国金证券研究所

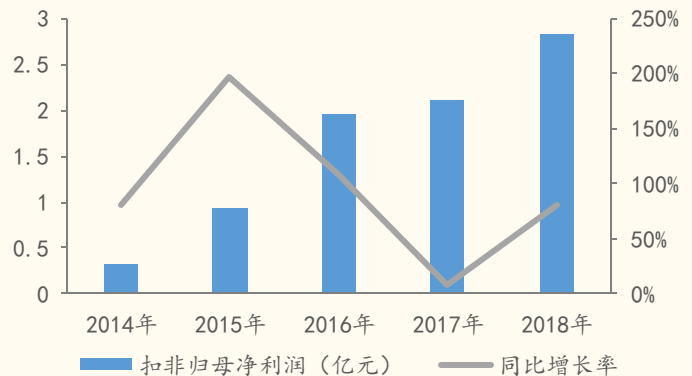
- 与特斯拉的合作深化带动业绩增长提速。特斯拉收入贡献力度加大带动公司营业收入增长至 2018 年的 11.0 亿 (vs 2014 年 1.8 亿元)，同比增长 62%，扣非归母净利润 2.8 亿，同比增长 34%。随特斯拉 Model 3 周产能由 5000 辆向 7000 辆进发，预计 2019 年仍具较高营收增速基数。

图表 8：特斯拉占比提升带动营业收入增长



来源：公司公告，国金证券研究所

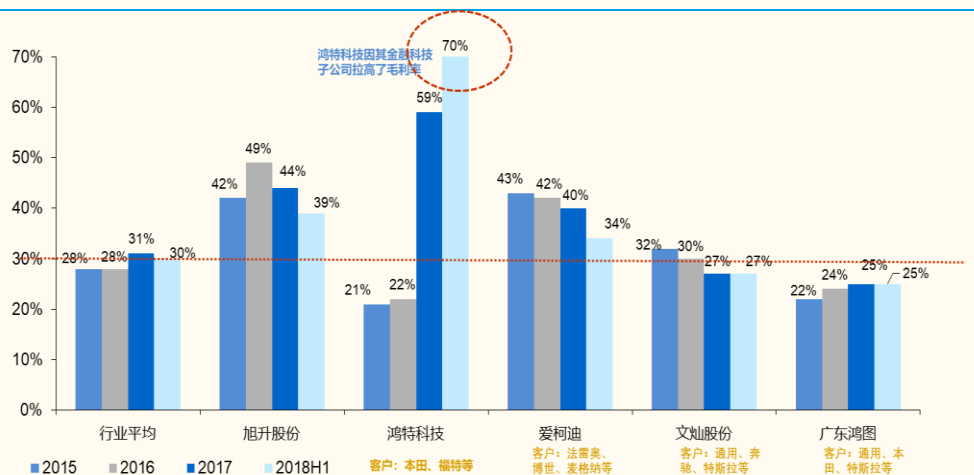
图表 9：2018 年归母净利润增速提高



来源：公司公告，国金证券研究所

- **定制件叠加特斯拉出价合理优势，公司毛利率高于行业。**定制化下，特斯拉供应商多为独供模式，在发展初期对零部件供应商出价合理，更倾向与零部件厂商形成稳定的合作关系。因此公司向特斯拉销售的产品毛利率远高于一般工业类产品，其综合毛利率高于同行业公司。

图表 10：公司综合毛利率高于同行业公司



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

- **先发优势与研发投入支撑与特斯拉合作深化，预计中短期合作关系稳固。**
 - **先发优势积累合作经验。**公司与特斯拉的合作始于 2013 年，2014 年开始大量供货，相比同行业的特斯拉供应商，公司进入时间更早。由于整车厂在车型周期内不会轻易更换供应商，公司抢占先机积累较多经验，合作关系更容易维持。特斯拉已和广东鸿图、文灿股份、鸿特精密等供应商接触，签订了支架、车身结构件、底盘结构件等订单，但暂时单车价值量相对较小，且未与旭升结构件重合。

图表 11：旭升股份与特斯拉合作时间最早，构筑先发优势

	合作时间	产品
旭升股份	2013 年 6 月合作，2014 年开始大量供货	变速箱箱体、电动机、变速箱悬挂、电池组外壳、箱体、冷却系统组件等
广东鸿图	2014 年 11 月建立合作，2015 年 5 月开始供货	主要供支架
文灿股份	2014 年下半年合作，2015 年开始大批量生产	车身结构件
鸿特精密	2016 年 3 月表示已通过特斯拉供应商资格认证	——

来源：公司公告，国金证券研究所

- 研发投入进一步巩固合作关系。公司积极研发并储备产品，研发投入居行业前列（平均约 4.12%）。其中特斯拉产品 2014-2016 年的研发费用占其所贡献收入的比例达 4.4%，研发投入满足了特斯拉小批量、多品种的需求，叠加公司建立的快速响应客户需求的机制，合作关系进一步深化。预计未来合作关系继续深化。

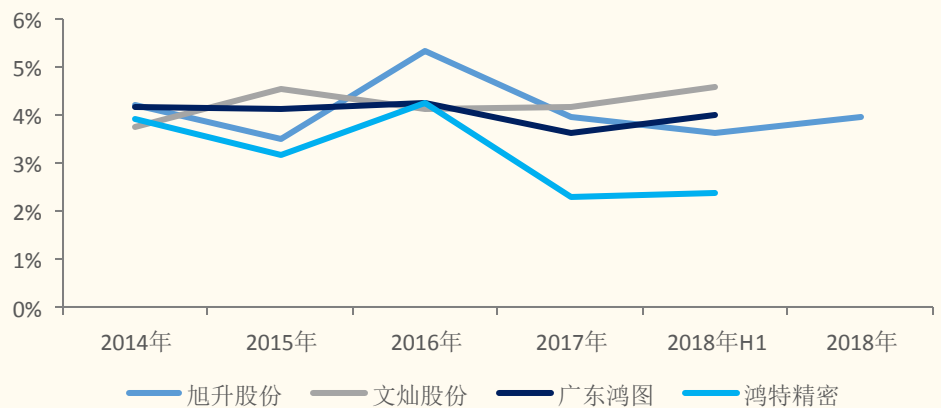
图表 12：公司进行的研发活动

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

来源：公司公告，国金证券研究所

注：时间截至 2017 年 4 月

图表 13：公司研发投入占营收的比例居行业前列



来源：公司公告，国金证券研究所

二、紧迎轻量化大势，Model3 放量支撑业绩

2.1 铝合金为车用最理想轻量化材料，预计 2025 年国内 2996 亿市场空间

- 轻量化降低能耗，是大势所趋，新能源汽车轻量化效果更为显著。节能减排的技术路线之一是轻量化，汽车每减重 10%，能耗提升 3.3%以上；减重 15%，能耗提升 5%。其中，新能源乘用车轻量化的能耗提升效果更为显著，减重 10%/15%下，能耗提升约 6.3%/9.5%，是提升续航、降低电池成本的有效途径。

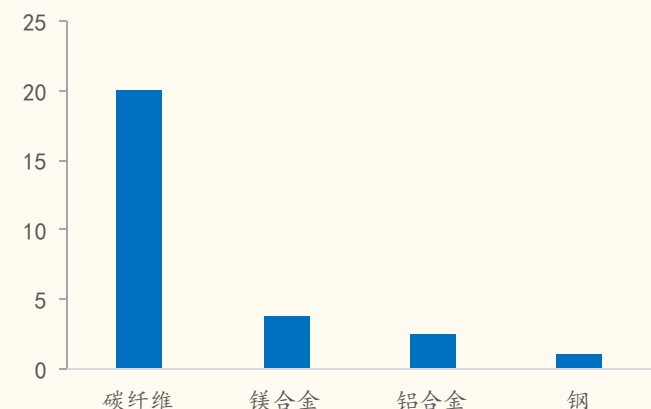
图表 14：新能源汽车轻量化的能效提升效果相比汽油、柴油车更为显著

	减重 10%的能效提升效果				减重 15%的能效提升效果			
	乘用车		卡车		乘用车		卡车	
	对标动力系统	小型化动力系统	对标动力系统	小型化动力系统	对标动力系统	小型化动力系统	对标动力系统	小型化动力系统
汽油	3.3%	6.5%	3.5%	4.7%	5.0%	10.0%	5.3%	7.1%
柴油	3.9%	6.3%	3.6%	4.7%	5.9%	9.5%	5.4%	7.0%
EV	6.3%	/	5.7%	/	9.5%	/	8.6%	/
PHEV	6.3%	/	5.7%	/	9.5%	/	8.6%	/

来源：文灿股份公告，国金证券研究所

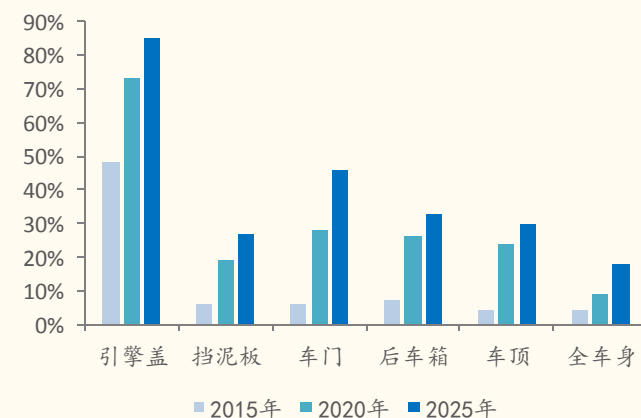
- 铝合金是当前最理想的轻量化材料，预计其渗透率不断提升。当前轻量化材料（碳纤维/镁合金/铝合金）中经济型较强的是铝合金，且铝制汽车比钢制汽车减轻重量达 30%-40%，其中铝质发动机可减重 30%，铝散热器比铜轻 20%-40%，全铝车身比钢材减重 40%以上，汽车铝轮毂可减重 30%。当前铝合金已广泛用于汽车车身和覆盖件，新能源车型铝合金用铝量增加（Model S 白车身铝合金用量 190kg，蔚来 ES8 323kg，均高于乘用车平均用量），预计其渗透率随节能减排趋严加速提升。

图表 15：碳纤维的轻量化成本最高，镁合金、铝合金次之（美元/kg）



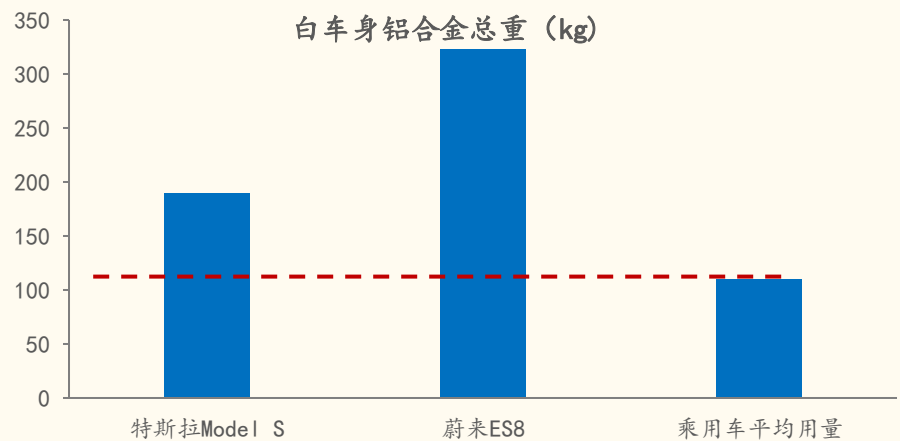
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 16：预计铝合金在车身和覆盖件上的渗透率不断提升



来源：文灿股份公告，国金证券研究所

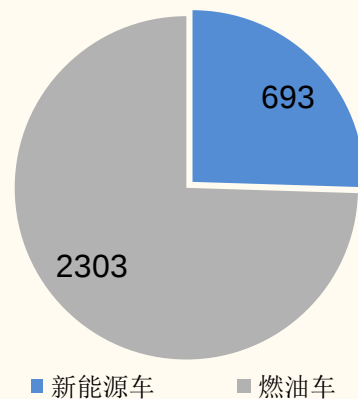
图表 17：新能源车型铝合金使用量更多



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- **2025 年国内车用铝合金市场空间有望达到 2996 亿元。**在国内 2025 年汽车年复合增长率 2%，新能源车产销占比达 20%，铝合金产品单吨价值 4.2 万元核心假设下，新能源汽车单车用铝量超传统车，为 300kg，带来市场空间为 693 亿元；传统车受油耗限制，假定 2025 年单车用铝量为 215kg，带来市场空间为 2303 亿元，两者合计 2996 亿元。

图表 18：2025 年国内车用铝合金市场空间（亿元）

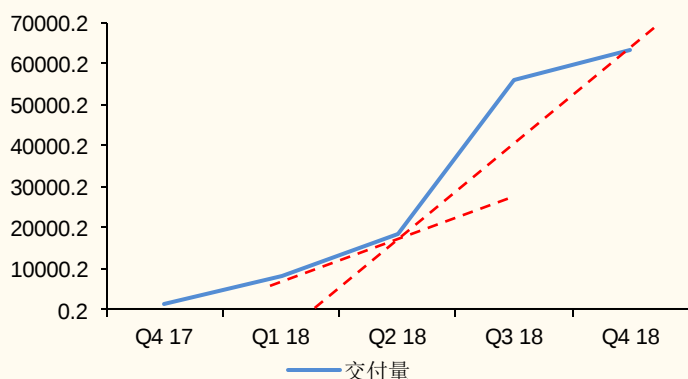


来源：中国产业信息网，国金证券研究所

2.2 特斯拉产能爬坡成功，预计中国工厂落地催化销量

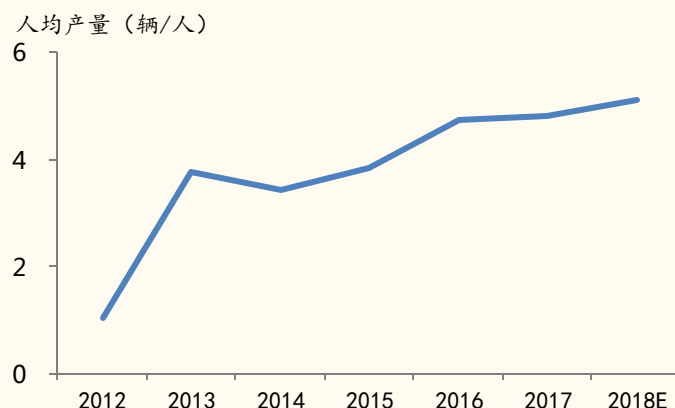
- **特斯拉产能瓶颈突破，产量即将释放。**此前特斯拉受限于产能，Model 3 交付迟延，产能目标屡次跳票。后公司通过大棚生产线、工人加班等方式于 2018 年 7 月周产能突破 5000 辆，交付量呈指数式上升，并且实现了现金流转正。截至 2018 年底，特斯拉周产能已突破 7000 辆，产能瓶颈已逐渐突破，工厂单人单产量的上升从侧面印证了产能的爬升，预计后续产能继续爬坡。

图表 19: Model 3 交付量呈指数上升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

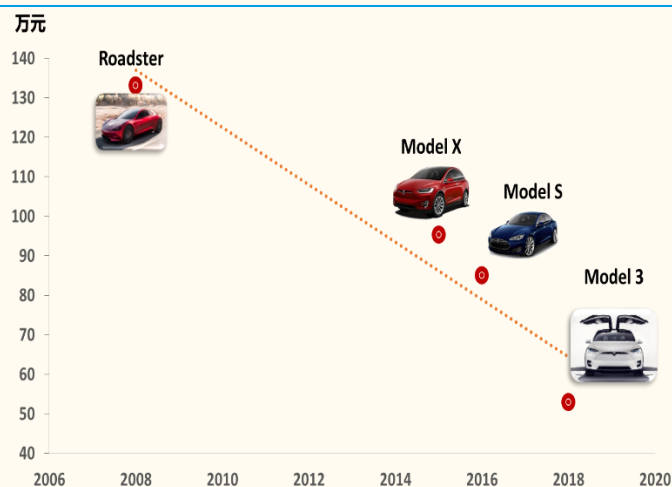
图表 20: 特斯拉工厂人均产量提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 员工人数以总汽车业务人数计, 实际生产业务人员仅占一定比例, 若以 50% 计, 单人产量约 13 辆仍远低于行业

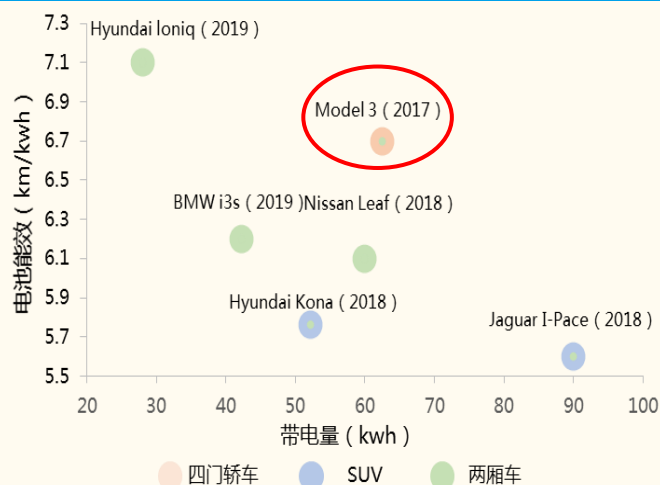
- **Model 3 价格下探, 性价比优势凸显, 具备爆款潜质。**纵向对比公司推出的 Model X/Model S, Model 3 价格大幅下探, 已步入平民车型的价格区间, 受众范围扩大。横向对比竞品车型 BMW i3s、现代 Kona、捷豹 i-Pace 等车型, 公司电池能效、续航里程均处于行业上游, 相比同价格区间的车型具备性价比优势, 叠加特斯拉品牌的明星效应, 爆款特质明显。

图表 21: Model 3 价格大幅下探



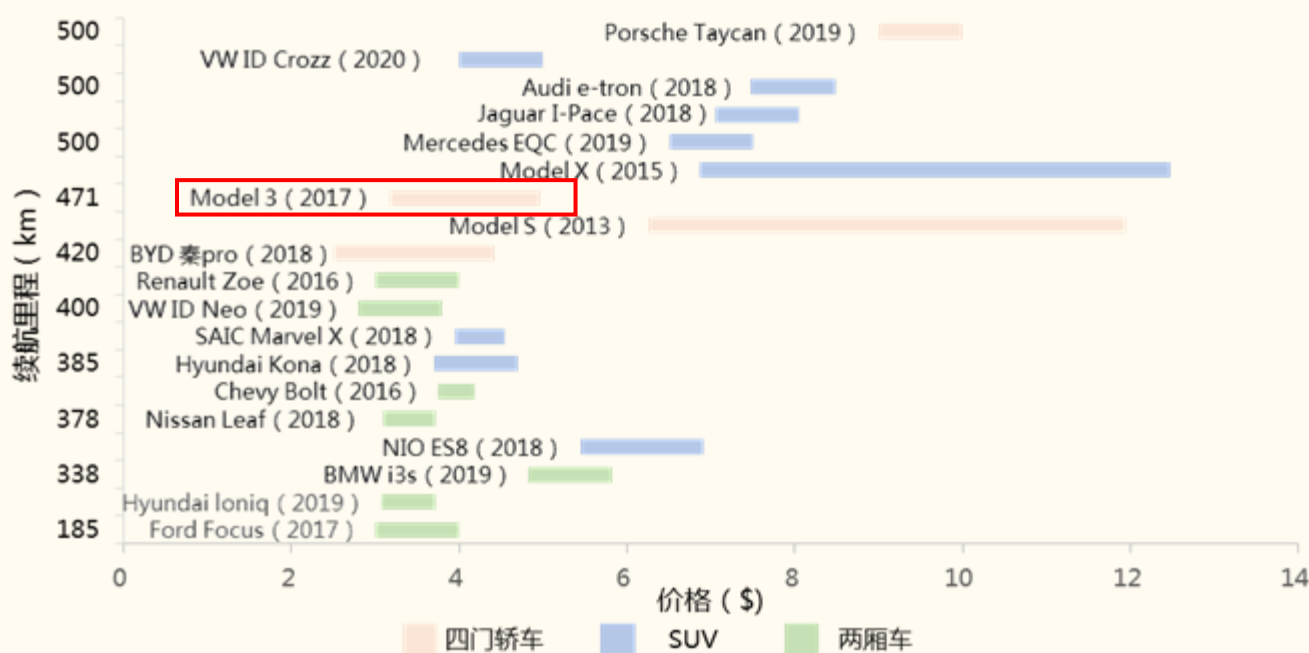
来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 22: 同等带电量下, Model3 能效较优



来源: 公司官网, 国金证券研究所

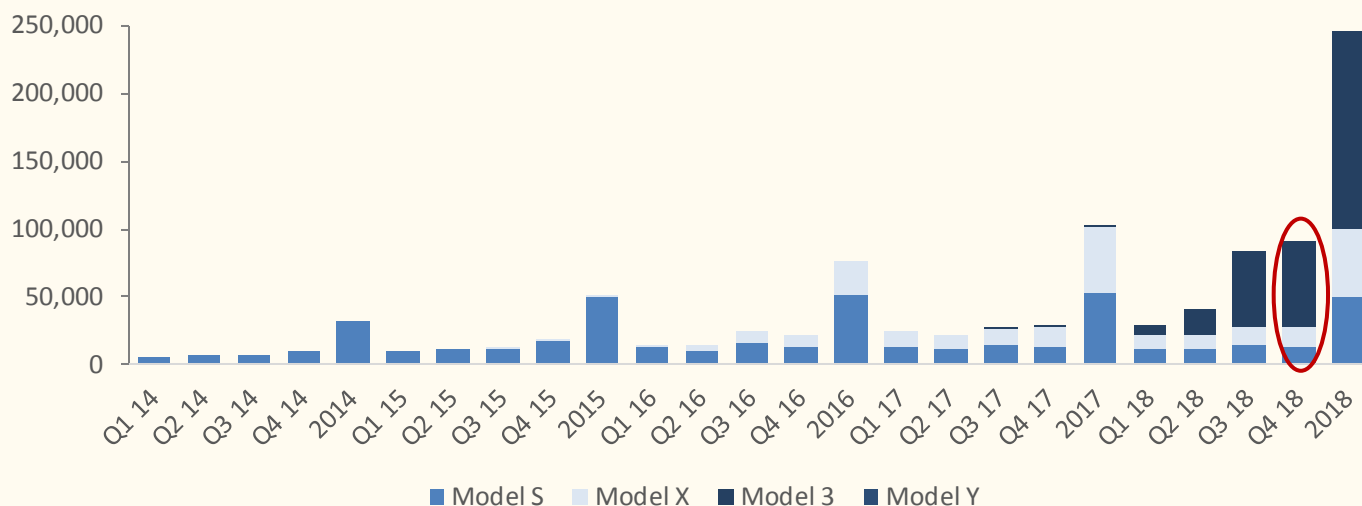
图表 23：对比相似价格区间车型，Model 3 具有性价比优势



来源：公司官网，国金证券研究所

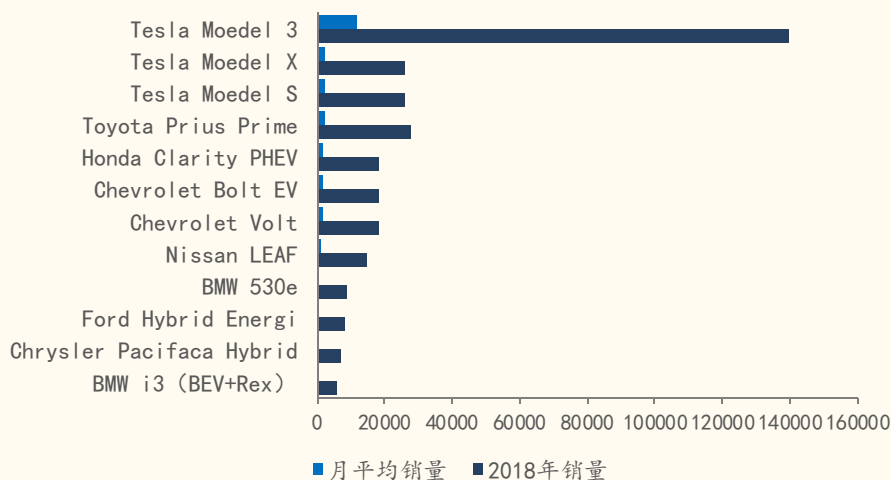
- 从销量表现来看，Model 3 已成为爆款车型。2018 年特斯拉产能瓶颈突破后，销量迅速释放，Q4 累计交付 6.3 万辆 Model 3，2018 年 Model 3 销量达 14.6 万辆（vs Model S 5.07 万辆、Model X 4.87 万辆），成为美国市场最畅销的电动车型。

图表 24：2018 年 Q4 Model 3 产能爬坡成功，销量增长提速



来源：公司公告，国金证券研究所

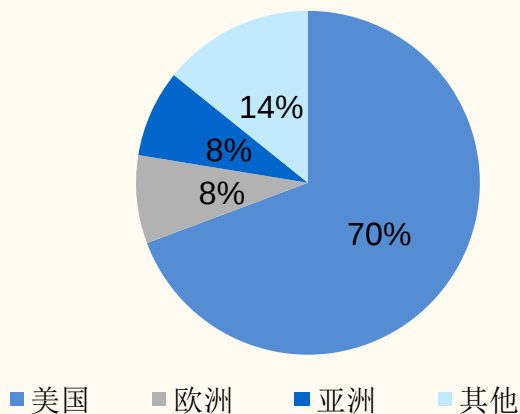
图表 25: Model 3 已成为美国市场最畅销车型



来源: EV sales, 国金证券研究所

- 上海工厂已开工, 预计本土化生产降低成本, 催化海外市场销量。2018 年中国/欧洲市场销量占比约 16%, 2018 年随着 Model 3 在美国的热销, 美国市场销量占比 70%, 但欧洲、中国仍是第二、三大市场。特斯拉计划在上海、欧洲建立海外工厂, 2019 年 1 月上海工厂已经动工 (规划产能 50 万辆), 预计下半年小规模投产, 欧洲工厂尚在筹划中。当前中国市场 28 万以上车型销量增速高于其他价位车型, 预计海外工厂的建设降低生产成本、削减关税, 中国、欧洲市场销量有望进一步催化。

图表 26: 2018 年特斯拉销量中 16% 来自亚洲和欧洲

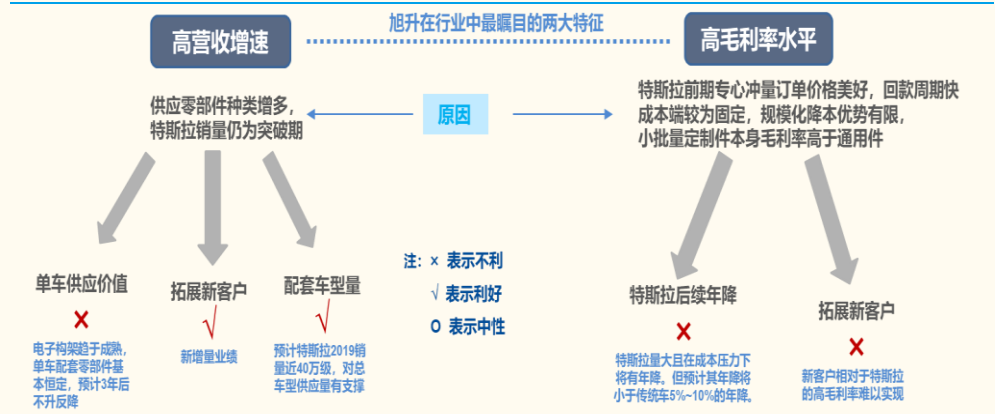


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3 Model 3 放量至关重要，预计特斯拉 2019 年贡献收入 9.6 亿元

- “以量补价”逻辑，旭升中短期业绩基本与特斯拉挂钩。近年公司最受瞩目的两大特征为高营收增速（营收 6 年翻 7 倍）与高利率水平（近两年 40%~50% 的毛利率远高于行业 30% 的水平）。由于其单车供应价值量逐渐饱和且特斯拉销量增长基数减缓，预计营收增速在 2019 年后将放缓。同时，由于特斯拉降本倾向向下将向零部件厂商转移价格压力，且特斯拉规模化后议价权增大，高毛利难以长期保持。但业绩仍由风头正劲的特斯拉销量带动，中短期有支撑。

图表 27：公司营收增速在 2019 年后将放缓，高毛利难以长期保持



来源：公司公告，国金证券研究所

- 采用中性销量假设，预计 2019/2020 年 Model 3 给公司带来的收入分别为 5.6/6.7 亿元，特斯拉全系车型给公司带来的收入分别为 9.6/13.5 亿元，同比增长 43%/41%。主要假设如下：

依据招股说明书 Model S/X 的收入及其销量测算得，2015/2016 年配套于 Model S/X 的单车价值分比为 2899/3907 元，采用审慎假设，预计未来三年原供应零部件单车价值减小，但公司募投新产品产能逐步释放，假定每年新增 1~2 个特斯拉小件订单，综合估计下单车供应价值每年上涨 1%；

公司供货于特斯拉 Model 3 的单车价值约 2700 元，随着上海工厂落地，预计公司作为本土公司配套有望进一步深入，每年单车价值上涨 3%；

Model Y 与 Model 3 共用 75% 零部件，预计其初期配套单车价值 1800 元，此后每年上涨 10%；

公司对 Model S/Model X 部分零件为独家供应商，假定公司对 Model S/X 均为 100% 供应；2018 年旭升对 Model 3 的供应约为 69%，随着 Model 3 大规模生产，预计二供比例提升，假定 2019/2020 年公司对 Model 3 的供应比例分别为 68%/60%。

以三种情景假设特斯未来销量，取中性预测，即 2019/2020 年 Model 3 销量分别为 29/40 万辆，特斯拉全系乘用车销量分别为 39/63 万辆。

图表 28：给特斯拉配套的车型单车价值估算

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
配套于 Model S 和 Model X 的单车价值	2899	3907	3946	3985	4025	4065
配套于 Model 3 的单车价值				2700	2781	2837
配套于 Model Y 的单车价值					1800	2000

来源：公司公告，国金证券研究所预测

图表 29：三种情境下的特斯拉销量假设

		2018	2019E	2020E
情景一 (乐观)	Model 3	145846	320861	481292
	Model S&X	99394	114303	120018
	Model Y	0	1800	144000
	合计	245240	436964	745310
情景二 (中性)	Model 3	145846	293620	395413
	Model S&X	99394	99351	100916
	Model Y	0	1500	133000
	合计	245240	394471	629329
情景三 (悲观)	Model 3	145846	247938	347113
	Model S&X	99394	84485	92933
	Model Y	0	0	12500
	合计	245240	332423	452546

来源：公司公告，国金证券研究所测算

图表 30：特斯拉各车型对公司收入贡献（单位：亿元）

		2018	2019E	2020E
情景一 (乐观)	Model 3	2.73	6.07	8.19
	Model S&X	3.96	4.60	4.88
	Model Y	0.00	0.03	2.88
	合计	6.69	10.70	15.95
情景二 (中性)	Model 3	2.73	5.55	6.73
	Model S&X	3.96	4.00	4.10
	Model Y	0.00	0.03	2.66
	合计	6.69	9.58	13.49
情景三 (悲观)	Model 3	2.73	4.69	5.91
	Model S&X	3.96	3.40	3.78
	Model Y	0.00	0.00	0.25
	合计	6.69	8.09	9.94

来源：公司公告，国金证券研究所预测

三、开拓客户、募投扩产，降低长期发展单一客户风险

- **开拓新客户，降低单一客户依赖风险。**特斯拉所生产的 Model S 与 Model X 是电动汽车的高端产品，具有行业标杆效应，公司与特斯拉的合作为公司拓展优质客户夯实基础，目前已与宁德时代、长城、伊顿、法雷奥-西门子、北极星等客户已经开始正式合作。

图表 31：公司当前客户



来源：公司公告，国金证券研究所

- **IPO 募投项目扩张产能，可转债募投项目强化新能源汽车布局。**上市前公司压铸件产能利用率处于高位（84%），公司 IPO 募集约 4.3 亿元用于轻量化及环保型铝镁合金汽车零部件（约 3.7 亿元）和研发中心建设项目（约 5900 万元），目前二者进度均已过半，产能有望进一步释放。2018 年 12 月，公司发行可转债募集 4.2 亿元投入“新能源汽车精密铸锻件项目”。2019 年 3 月，公司发布非公开发行预案，拟募集资金不超 12 亿元，用于精密铸锻件项目和轻量化零部件制造项目（主要为新能源汽车铝合金精密铸锻毛坯件，包括 420 万件连杆、95 万件扭臂、80 万件转向节、90 万件下摆臂等）。预计随着轻量化趋势的加强及新能源汽车快速发展，公司增长空间继续打开。

图表 32：公司工厂扩产情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：IPO 募投项目进度

投资项目	承诺募集资金投资 总额（万元）	实际投入募集资金 总额（万元）	进度
轻量化及环保型铝镁合金 汽车零部件制造项目	36,769.60	26765.77	73%
铝镁合金产品及精密压铸 模具研发中心建设项目	5,900.00	4305.73	73%
合 计	42,669.60	23,059.41	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：可转债募投项目进度

投资项目	承诺募集资金投资 总额（万元）	实际投入募集资金 总额（万元）	进度
新能源汽车精密铸锻件项 目	41283.87	1428.75	3.46%
合 计	41283.87	1428.75	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：2019 年公司拟非公开发行股票募投项目情况

投资项目	投资总额（万 元）	拟使用募集资金总 额（万元）	占比
新能源汽车精密铸锻件项目 （二期）	48,413.00	45,000.00	93%
汽车轻量化汽车零部件制造项目	84,819.00	75,000.00	88%
合 计	133,232.00	120,000.00	

来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

- 预计 2019/2020/2021 年的营业收入分别为 20.1/24.8/27.8 亿元，同比增长 83.7%/23.4%/12.1%。

汽车类业务：由上文分析特斯拉得知 2019/2020/2021 年对公司的收入贡献为 9.6/13.5/16.1 亿元，考虑到特斯拉放量，假设 2019/2020/2021 年特斯拉收入贡献占比分别为 54%/60%/64%，则对应的汽车类业务分别为 17.6/22.6/25.0 亿元，同比增长 103%/28%/11%，考虑到特斯拉采购批量变大后议价能力增强，预计毛利率分别为 40.5%/38.3%/37.9%。

工业类业务：公司工业类业务主要生产清洗机配件、电机配件等，预计业务较为稳定，低速发展，2019/2020/2021 年收入分别为 1.54/1.61/1.68 亿元，毛利率分别为 22.5%/22.5%/22.2%。

模具类业务：模具类业务主要生产变速箱模具，预计低速发展，2019/2020/2021 年收入分别为 6282/7099/7162 万元，毛利率分别为 48.2%/47.6%/47.1%。

图表 36：收入拆分及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、汽车类业务					
收入（百万元）	539.80	868.36	1,764.76	2,259.02	2,500.02
同比增速	39.27%	60.87%	103.23%	28.01%	10.67%
毛利率	48.98%	41.59%	40.50%	38.30%	37.90%
二、工业类业务					
收入（百万元）	132.80	142.24	154.14	160.62	167.52
同比增速	3.19%	7.11%	4.00%	4.20%	4.30%
毛利率	23.13%	22.47%	22.50%	22.50%	22.20%
三、模具类					
收入（百万元）	38.40	56.09	62.82	70.99	71.62
同比增速	43.28%	46.07%	12.00%	13.00%	14.00%
毛利率	53.28%	47.40%	48.20%	47.60%	47.10%
四、其他					
收入（百万元）	27.90	28.91	31.00	36.00	44.00
同比增速	6.90%	3.62%	10.00%	11.00%	12.00%
毛利率	31.06%	33.06%	30.00%	29.00%	28.00%
营收合计（百万元）	738.90	1095.60	2012.72	2482.76	2783.16
同比增速	29.84%	48.27%	83.71%	23.35%	12.10%
毛利率	44.43%	39.65%	39.20%	37.24%	37.04%

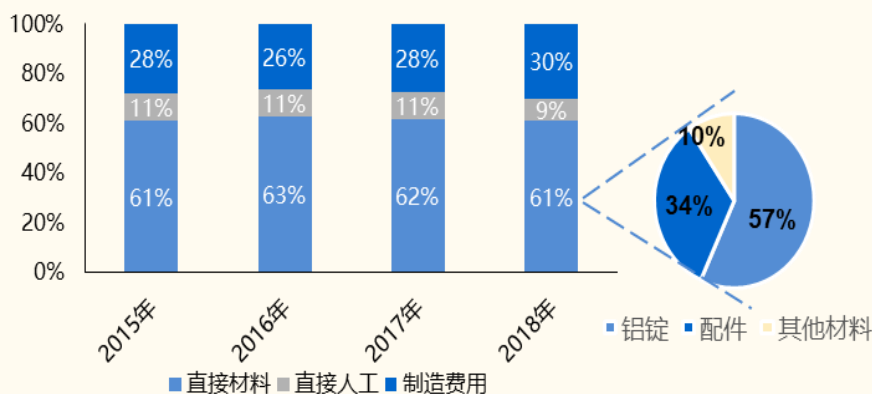
来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司绑定特斯拉，成长性强、业绩弹性大。Model 3 的畅销打开公司增长空间，特斯拉中国工厂的落地有望进一步催化销量。预计 2019-2021 年净利润为 5.0/5.8/6.3 亿元，对应 2019-2021 年 EPS 为 1.13/1.31/1.44 元，给予目标价 36.10 元，对应 2019 年 32 倍 PE，“增持”评级。

五、风险提示

- **客户集中度过高：**公司最主要客户为特斯拉，公司的销售收入占公司主营业务收入的比例高达 61%，若公司不能及时匹配特斯拉需求，特斯拉可能会减少对旭升的采购，转向其他供应商采购。
- **毛利率降低的风险：**当前公司毛利率高于同行业公司，系来自特斯拉的收入占比较高且特斯拉出价合理，随着特斯拉采购批量的增加，存在特斯拉压价带来公司毛利率降低的情况。
- **客户拓展不及预期：**公司目前与长城、北极星、江淮、蔚来等厂商达成前期合作，若未来合作进展不及预期，则公司增速会略有下降。
- **原材料价格波动：**公司成本结构稳定，直接成本占比 6 成以上，其中原材料主要为合金铝锭（占比约三成）。而原材料价格波动将影响盈利水平。

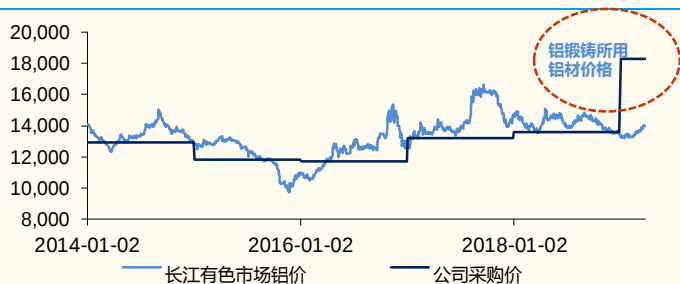
图表 37：公司成本结构稳定，直接成本占比 6 成以上，铝锭成本占比约 3 成



来源：公司公告，国金证券研究所 注：2015/2016 年年报中外协费用归入制造费用，直接费用结构采用 2016 年披露数据

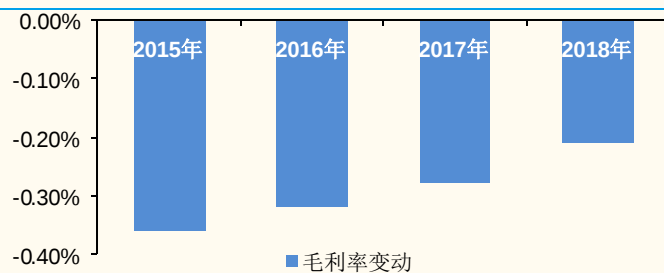
- **定性看，铝价波动幅度较小。**若铝锭的价格波动较大，则会对公司经营产生影响。而公司采购铝锭价格与长江市场铝价价格波动基本一致（19 年采购价按可转债项目预估），且铝价大幅波动概率较小。
- **定量看，铝价对毛利率影响较小。**以 2018 年为例，铝锭价格上涨 1%，公司毛利率约下降 0.2%。

图表 38：铝价呈小范围波动（单位：元）



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

图表 39：铝锭价格上涨 1%，公司毛利率变动情况



来源：公司官网，国金证券研究所

- **Model 3 销量不及预期：**公司未来盈利情况是基于特斯拉 Model3 的产销顺利的情况下预测的，若特斯拉销量不及预期，对公司盈利影响较大。
- **新能源车销量不及预期：**若新能源汽车市场低迷，客户销量超预期下滑，公司作为上游行业厂商，公司的产品销售会受到很大程度的影响，进而影响公司的经营业绩。
- **汇率波动：**公司产品以出口为主，除了特斯拉逐步采用人民币结算外，其他外销收入仍采用外币结算，近几年来人民币汇率波动较大，如果不能有效规避汇率波动风险，会对公司经营业绩产生不利影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	569	739	1,096	2,013	2,483	2,783
增长率		29.8%	48.3%	83.7%	23.4%	12.1%
主营业务成本	-288	-411	-661	-1,224	-1,558	-1,752
%销售收入	50.6%	55.6%	60.4%	60.8%	62.8%	63.0%
毛利	281	328	434	789	925	1,031
%销售收入	49.4%	44.4%	39.6%	39.2%	37.2%	37.0%
营业税金及附加	-6	-4	-9	-22	-26	-25
%销售收入	1.1%	0.6%	0.9%	1.1%	1.1%	0.9%
营业费用	-7	-12	-13	-26	-35	-41
%销售收入	1.3%	1.6%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%
管理费用	-38	-59	-85	-163	-206	-245
%销售收入	6.6%	8.0%	7.8%	8.1%	8.3%	8.8%
息税前利润 (EBIT)	230	253	327	578	658	719
%销售收入	40.4%	34.2%	29.9%	28.7%	26.5%	25.8%
财务费用	4	-3	9	3	8	6
%销售收入	-0.7%	0.4%	-0.9%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	-3	-2	-6	-10	-3	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	3	3	3	3
%税前利润	0.0%	1.1%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%
营业利润	231	258	342	574	666	727
营业利润率	40.6%	34.9%	31.2%	28.5%	26.8%	26.1%
营业外收支	8	2	-1	0	2	3
税前利润	239	260	342	575	668	730
利润率	42.0%	35.2%	31.2%	28.5%	26.9%	26.2%
所得税	-35	-38	-48	-77	-90	-97
所得税率	14.8%	14.6%	14.0%	13.4%	13.4%	13.3%
净利润	204	222	294	497	578	633
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	204	222	294	497	578	633
净利率	35.8%	30.1%	26.8%	24.7%	23.3%	22.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	204	222	294	445	515	557
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	28	40	66	113	176	225
非经营收益	-4	-1	-2	13	12	10
营运资金变动	20	-18	35	51	-25	-55
经营活动现金净流	247	244	392	622	677	738
资本开支	-117	-359	-505	-979	-758	-697
投资	0	-140	-220	0	0	0
其他	2	6	11	3	3	3
投资活动现金净流	-116	-493	-715	-976	-755	-694
股权募资	0	438	0	1,144	0	0
债权募资	-38	-16	514	-98	0	1
其他	-6	-36	-37	-84	-61	-61
筹资活动现金净流	-43	386	477	962	-61	-60
现金净流量	88	137	154	608	-138	-16

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	99	238	696	1,304	1,165	1,149
应收账款	158	179	265	507	656	769
存货	79	138	231	396	470	504
其他流动资产	4	154	71	23	38	52
流动资产	340	708	1,262	2,229	2,328	2,474
%总资产	45.6%	49.5%	52.4%	52.4%	47.1%	44.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	298	588	855	1,703	2,292	2,771
%总资产	40.0%	41.1%	35.5%	40.0%	46.4%	49.8%
无形资产	75	74	122	120	118	116
非流动资产	406	722	1,147	2,026	2,613	3,090
%总资产	54.4%	50.5%	47.6%	47.6%	52.9%	55.5%
资产总计	746	1,431	2,410	4,255	4,941	5,564
短期借款	16	0	100	0	0	0
应付款项	185	246	430	778	969	1,066
其他流动负债	26	29	39	110	134	146
流动负债	228	275	569	888	1,104	1,212
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	2	7	395	397	397	397
负债	230	282	965	1,285	1,500	1,610
普通股股东权益	516	1,149	1,445	2,970	3,441	3,954
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	746	1,431	2,410	4,255	4,941	5,564

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.567	0.554	0.733	1.128	1.312	1.436
每股净资产	1.438	2.867	3.607	6.740	7.809	8.973
每股经营现金净流	0.689	0.609	0.979	1.412	1.537	1.674
每股股利	0.000	0.100	0.260	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	39.44%	19.34%	20.32%	14.98%	14.97%	14.09%
总资产收益率	27.30%	15.53%	12.19%	10.45%	10.42%	10.01%
投入资本收益率	36.79%	18.80%	14.63%	13.37%	13.27%	12.66%
增长率						
主营业务收入增长率	62.25%	29.84%	48.27%	83.71%	23.35%	12.10%
EBIT增长率	145.67%	10.07%	29.27%	60.58%	13.22%	8.27%
净利润增长率	152.94%	9.09%	32.23%	51.45%	15.80%	8.16%
总资产增长率	48.15%	91.82%	68.43%	76.58%	16.13%	12.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	79.7	78.5	69.6	88.0	92.0	96.0
存货周转天数	85.2	96.5	101.8	118.0	110.0	105.0
应付账款周转天数	91.3	101.8	93.1	95.0	98.0	97.0
固定资产周转天数	151.3	250.1	216.5	244.4	255.3	251.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.12%	-20.70%	-15.18%	-31.23%	-22.93%	-19.53%
EBIT利息保障倍数	-60.2	95.3	-34.5	-152.0	-78.2	-107.8
资产负债率	30.77%	19.71%	40.03%	30.20%	30.36%	28.94%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	8	9	10	19
增持	0	1	1	2	6
中性	1	1	1	2	4
减持	0	0	0	0	0
评分	3.00	1.30	1.27	1.43	1.48

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明：

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH