

2017年07月17日

旭升股份 (603305.SH)

公司深度分析

证券研究报告

## 新能源车轻量化龙头，特斯拉助力业绩高速增长

■轻量化龙头，进入特斯拉产业链带动公司业绩高速增长：公司是铝压铸汽车零部件领先制造商，是新能源汽车零部件轻量化龙头。自2013年进入特斯拉产业链以来，近三年营收的复合增速73.97%。2016年公司汽车类零部件业务实现营收3.88亿元，占营业总收入的68%，同比增长108%，近三年复合增速187%。公司客户优质，包括特斯拉、AmTech International、Magna International Inc.以及马勒等。其中，公司对特斯拉的销售额占总营收的57%，毛利占比达64%。

■特斯拉一级供应商，未来将享Model 3量产红利：公司与特斯拉的合作分为三个阶段，合作的深度与广度在不断增长。自2015年公司成为特斯拉核心供应商之后，公司主导了Model系列传动系统关键部件的研发与制造，极大地增厚了公司的业绩。随着Model 3的产能逐步释放，公司未来业绩弹性巨大，根据我们的预测Model 3单车价值约3481元，预计2017-2019年公司对特斯拉的销售额将达5.22亿元、10.29亿元、14.01亿元，未来三年保持年化63.77%的增速。

■新能源车行业加速轻量化发展，公司有望显著受益：轻量化提升续航里程效果明显，根据奇瑞汽车实车测试数据显示，电动汽车减重10%，平均续航能力可增加5%-8%。油耗标准及新能源汽车积分制正加速汽车轻量化发展。预计中国在未来3年轻量化材料市场规模将逼近5000亿元，其中仅在新能源汽车领域就将拥有350亿元市场规模。铝压铸件作为轻量化的主要材料，预计2020年需求将达470万吨，复合增长率约11%。旭升股份作为轻量化零部件领先制造商将显著受益。

■募投项目扩充产能，产业链延伸打开新市场：公司本次IPO募集资金将用于轻量化及环保型铝镁合金汽车零部件制造项目、新能源汽车配件装配生产线项目等。项目建成后，公司将新增汽车零部件产能810万套/年、新增新能源汽车变速箱油泵及壳体产能80万套/年，募投项目的建成将解决公司产能不足、业务链单一的问题。随着下游需求的爆发，有望带动公司业绩快速增长。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价36.00元。我们预计公司2017年-2019年的收入增速分别为42.2%、68.0%、31.1%，净利润增速分别为42.4%、66.9%、38.0%。公司2016~2019年间复合增速为48.5%，综合考虑公司成长性、轻量化行业龙头地位及新股发行等因素，给予公司2017年50倍PE，对应目标价36.00元。

■风险提示：客户集中度过高；Model 3销量不及预期；新能源汽车销量不及预期。

投资评级 买入-A

首次评级

6个月目标价： 36.00元  
 股价(2017-07-17) 26.10元

### 交易数据

总市值(百万元)	10,455.66
流通市值(百万元)	1,085.76
总股本(百万股)	400.60
流通股本(百万股)	41.60
12个月价格区间	16.21/26.10元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.71	2.14	-4.0
绝对收益			

邓永康

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050005  
 dengyk@essence.com.cn

陈乐

报告联系人

chenle1@essence.com.cn

吴用

报告联系人

wuyong1@essence.com.cn

袁伟

报告联系人

yuanwei2@essence.com.cn

### 相关报告

新能源车专题报告之三：新能源汽车加速轻量化发展，行业前景广阔

2017-06-28

新能源车专题报告之二：产业进步能量密度提升进行时，紧抓关键材料环节

2017-06-20

新能源车专题报告之一：乘用车趋势明确，紧抓高能密度与轻量化提升性价比

2017-06-12

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	350.7	569.1	809.1	1,359.1	1,781.3
净利润	80.5	203.6	290.6	484.3	666.1
每股收益(元)	0.20	0.51	0.72	1.21	1.67
每股净资产(元)	0.79	1.29	2.09	3.30	4.97
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	129.9	51.3	36.0	21.6	15.6
市净率(倍)	32.9	20.3	12.5	7.9	5.3
净利润率	23.0%	35.8%	35.8%	35.6%	37.5%
净资产收益率	25.4%	39.4%	34.7%	36.7%	33.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	36.4%	57.3%	72.2%	74.0%	80.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 压铸零部件领先厂商，扎根特斯拉产业链</b> .....	<b>6</b>
1.1. 铝压铸零部件领先厂商，竞争实力强.....	6
1.2. 股权结构明晰，研发成果丰厚、回报巨大.....	8
1.3. 进军特斯拉产业链，公司业绩高速增长.....	10
<b>2. 特斯拉一级供应商，募投项目助力业绩攀升</b> .....	<b>15</b>
2.1. 纯电动车顶级厂商，特斯拉引领全球市场.....	15
2.2. 特斯拉一级供应商，借力特斯拉快速成长.....	17
2.3. 募投项目扩充产能，产业链延伸打开未来市场.....	20
<b>3. 汽车行业进入全面轻量化时代</b> .....	<b>22</b>
3.1. 汽车轻量化国外引领，国内加速追赶.....	22
3.2. 汽车轻量化加速，带动铝压铸产业增长.....	24
3.3. 续航要求提升，新能源汽车轻量化迫在眉睫.....	27
<b>4. 盈利预测、估值与投资建议</b> .....	<b>31</b>
4.1. 关键假设.....	31
4.2. 盈利预测.....	32

## 图表目录

图 1: 公司主要产品.....	6
图 2: 公司产品在新能源汽车应用的示意图.....	7
图 3: 旭升股份的战略合作伙伴.....	8
图 4: 上市前公司股权结构.....	8
图 5: 公司近三年研发费用与占比情况.....	9
图 6: 公司研发费用率与行业其他上市公司的对比.....	9
图 7: 公司知识产权情况.....	9
图 8: 2013-2017 年年中公司营业收入情况.....	10
图 9: 2013-2017 年年中公司归母净利润情况.....	10
图 10: 2014-2016 年公司主要产品产量、产销率.....	11
图 11: 2014-2016 年公司销售区域分布（单位：万元）.....	11
图 12: 公司近年来营业成本情况.....	12
图 13: 公司近年来分业务成本情况（单位：万元）.....	12
图 14: 2014 年至今国内铝价走势.....	12
图 15: 2013-2016 年公司净利率、毛利率对比.....	13
图 16: 2013-2016 年公司分业务毛利率情况.....	13
图 17: 2013-2016 年公司各项业务占比.....	13
图 18: 2013-2016 年公司分业务毛利状况（单位：百万元）.....	13
图 19: 2013-2016 年公司费用率状况.....	13
图 20: 2013-2017Q1 公司经营性现金流及 ROE 情况.....	14
图 21: 2014-2016 年公司流动比率、速动比率情况.....	14
图 22: 2013-2017Q1 公司总资产、资产负债率情况.....	14
图 23: 特斯拉 Model S.....	15
图 24: 特斯拉 Model 3.....	15
图 25: 特斯拉 Semi 预告图.....	15
图 26: 特斯拉 Model Y 假想图.....	15

图 27: 特斯拉营收、销量预测.....	16
图 28: 公司与特斯拉的合作时间线 .....	17
图 29: 公司供货占特斯拉需求量 70%以上的重要零部件销售情况 .....	18
图 30: 公司对特斯拉的销售收入占比情况.....	19
图 31: 公司对特斯拉的销售收入预测 .....	20
图 32: 全球汽车轻量化材料市场规模 (亿美元) .....	22
图 33: 全球汽车轻量化材料需求量 (百万吨) .....	22
图 34: 2015 年德国车用材料占比 .....	22
图 35: 2020 年德国车用材料占比预测 .....	22
图 36: 2015 年美国车用材料占比 .....	23
图 37: 2020 年美国车用材料占比预测 .....	23
图 38: 2015 年日本车用材料占比 .....	23
图 39: 2020 年日本车用材料占比预测 .....	23
图 40: 2005-2014 年世界主要国家汽车尾气排放标准推进情况.....	25
图 41: 奥迪 A8LASF 全铝合金车身结构.....	25
图 42: 奥迪 A6 车身多使用高强度钢、铝合金及其他材料.....	25
图 43: 实现汽车轻量化的三种途径 .....	26
图 44: 我国汽车销量 .....	27
图 45: 我国铝压铸件产量 .....	27
图 46: 纯电动与插电式混合动力汽车发展目标及路径 .....	27
图 47: 轻量化技术是总路线图的七大专题之一 .....	27
图 48: 2016-2025 年我国新能源各车型销量及同比.....	29
图 49: 中通客车“轻舟”系列全铝车身纯电物流车.....	30
图 50: 上海申龙全铝车身混动客车 .....	30
表 1: 旭升股份新能源汽车零部件制造核心技术.....	9
表 2: 公司目前的研发项目 .....	10
表 3: 公司已产业化的研发项目投入与隔年收入合计的匹配情况 .....	10
表 4: 2014-2016 年公司对前五大客户的销售情况.....	11
表 5: 2014-2016 年公司成本构成情况 .....	12
表 6: 公司期间费用率与同行业上市公司对比情况 .....	14
表 7: 特斯拉各款车型配置状况 .....	15
表 8: 主流新能源车企营收状况对比.....	16
表 9: 公司销售不同特斯拉产品的营收和毛利率.....	17
表 10: 公司为特斯拉供应的产品 .....	18
表 11: 公司从特斯拉取得的订单详情 .....	18
表 12: 募投项目情况 .....	20
表 13: 公司压铸件产能情况 .....	20
表 14: 2020 年汽车轻量化材料市场规模测算 .....	24
表 15: 2020 年汽车塑料及复合材料市场规模测算.....	24
表 16: 世界各国油耗限值标准.....	24
表 17: 常见轻量化材料的对比.....	26
表 18: 积分计算最新规则 .....	27
表 19: 不同续航纯电动乘用车单车新能源积分计算.....	28
表 20: 纯电动乘用车积分倍率规则 .....	28

表 21: 纯电动乘用车积分倍率情况 .....	28
表 22: 铝合金在新能源车中可应用的部件.....	29
表 23: 部分主流新能源汽车用铝情况.....	29
表 24: 车重对续航里程的影响.....	30
表 25: 公司对特斯拉的销售收入预测 .....	31
表 26: 旭升股份盈利预测 .....	32

## 1. 压铸零部件领先厂商，扎根特斯拉产业链

### 1.1. 铝压铸零部件领先厂商，竞争实力强

公司是汽车零部件和工业铝合金零件领先制造商。宁波旭升汽车技术股份有限公司（简称：旭升股份）成立于2003年8月，2015年8月整体变更为外商投资股份有限公司。公司的压铸技术领先，公司是压铸汽车零部件、压铸工业零部件的全球领先厂商，旗下产品多应用于新能源汽车行业及其他机械制造行业，目前公司在压铸汽车零部件、压铸工业零部件方面均具有较高的市场地位。2017年7月10日，公司正式登陆上海证券交易所上市，股票代码：603305.SH。

公司产品技术领先，轻量化打开新能源汽车市场。公司目前主要致力于汽车和新能源汽车轻量化零部件的制造，主导产品是新能源汽车变速系统、传动系统、电池系统等核心系统的精密机械加工零部件。根据目前我国政府对汽车、新能源汽车产业未来发展的要求，“轻量化”已经成为新能源汽车发展的一大趋势，而公司的精密铝制零部件可以替代传统铁质零部件，可以极大地满足目前各大新能源车企的对于零部件“轻量化”的需求。

图 1：公司主要产品

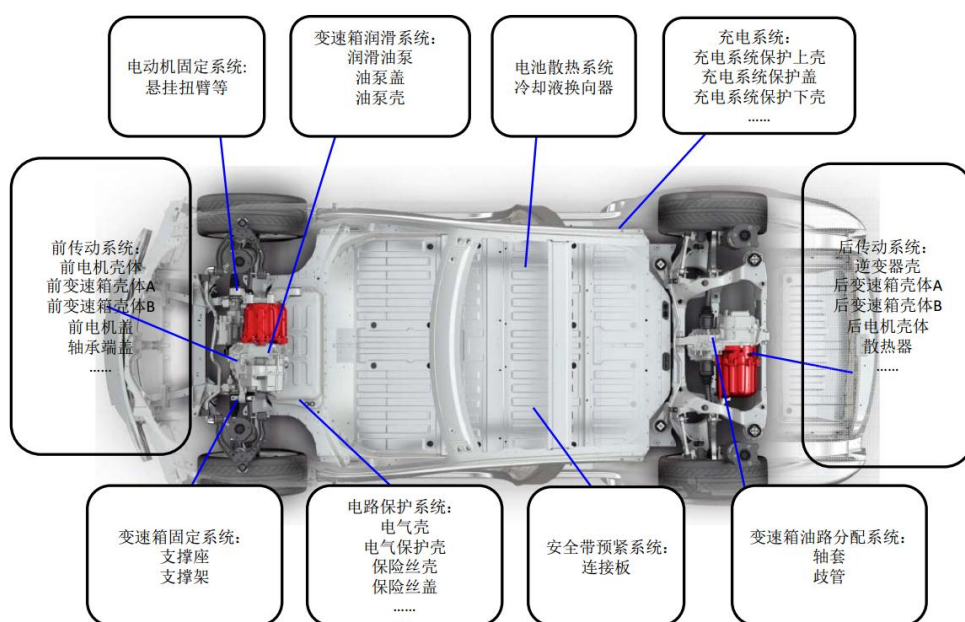
产品类别	主要产品分类	典型产品名称	示意图
汽车类	新能源汽车传动系统	变速箱箱体	
	新能源汽车悬挂系统	电动机固定架	
	新能源汽车电气系统	电子元件保护外壳	
	新能源汽车电池系统	电池组模块	
	新能源汽车液压系统	油泵组件	
	传统汽车扭力转向系统	扭力转换器导轮	
	传统汽车汽车外饰	车门支架	

工业类	清洗机配件	高压清洗机泵头	
	电机配件	电机外壳	
	注塑机配件	注塑机集水器	
	灯具配件	灯具外壳	
模具类	模具	变速箱壳体模具	

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

随着下游新能源汽车市场的爆发，2013 年以来，公司紧抓新能源汽车的发展机遇，投入大量人力物力进行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方面的研发，目前公司已在新能源车变速箱、电池等关键零部件方面实现了多项技术和工艺突破，2016 年公司汽车类零部件业务实现营收 3.88 亿元，占营业总收入的 68.11%。目前，公司凭借产品技术优势、较低的综合采购成本以及一站式的客户服务已经在新能源车零部件制造方面形成了明显的竞争优势，公司也由此顺利进入特斯拉以及其他主流新能源汽车厂商的产业链。

图 2：公司产品在新能源汽车应用的示意图



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司已与诸多国际性厂商建立了长期稳定的战略合作关系。在汽车零部件领域，公司一直秉持“打造汽车 OEM 和一级供应商的首选品牌”的理念，加之汽车零部件行业具有较高的客户资源壁垒，进入整车厂商供应体系对公司未来的发展意义非凡，因此公司一直以来都十分重视与下游客户之间的关系。目前，公司已与特斯拉、克莱斯勒以及马勒等高端汽车厂商、汽车发动机厂商建立了长期稳定的战略合作关系。同样，公司在工业零部件制造方面也进行了深耕挖掘，目前已成为国际知名品牌 KARCHER(凯驰)、AR(艾热)、ABB、德国凯驰、NORD(诺德)、AR 的优秀供应商。

图 3：旭升股份的战略合作伙伴

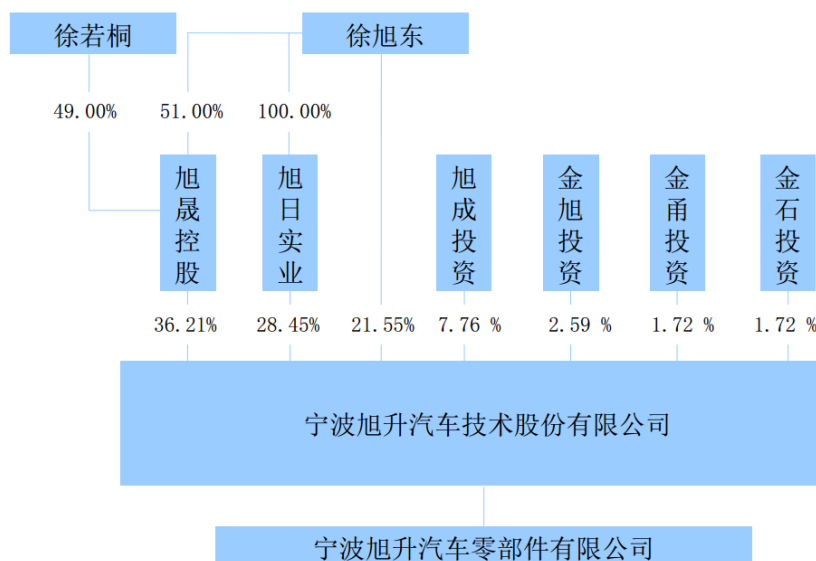


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

## 1.2. 股权结构明晰，研发成果丰厚、回报巨大

徐旭东为公司实际控制人，合计持有公司 86.21%的股份。公司股权结构明晰，公司董事长、总经理徐旭东直接持有公司 21.55%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 64.66%的股权，合计控制了公司 86.21%的股权，是公司的控股股东、实际控制人。

图 4：上市前公司股权结构



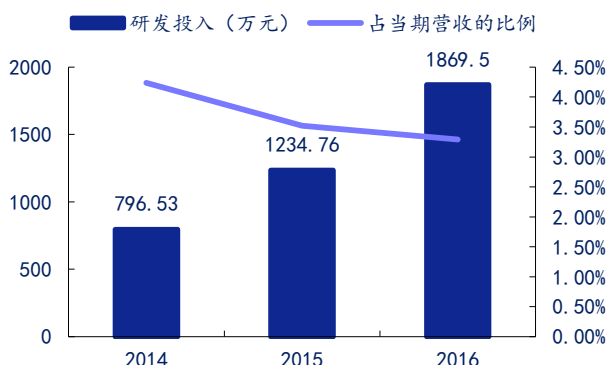
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司研发实力雄厚，研发成果丰厚。公司从成立以来一直都很重视技术与产品的研发，公司建立了专门的研究中心、聘请了专业的研发团队以夯实研发能力。2014-2016 年，公司的研



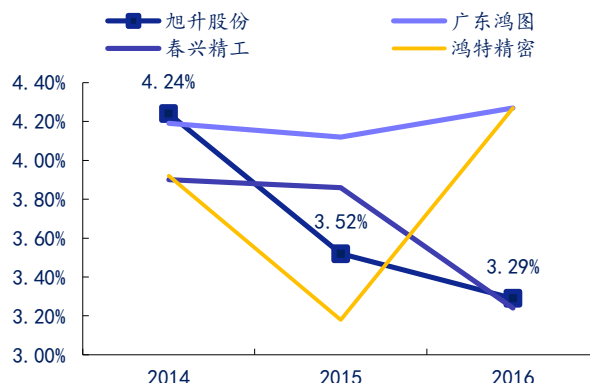
发投入分别为 796.53 万元、1,234.76 万元和 1,869.50 万元，占当期营业收入的比例分别为 4.24%、3.52%和 3.29%。

图 5：公司近三年研发费用与占比情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 6：公司研发费用率与行业其他上市公司的对比

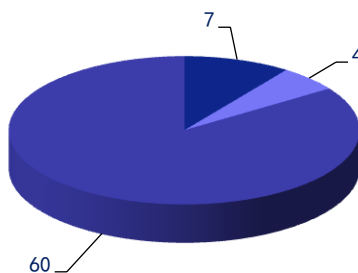


资料来源：wind，招股说明书，安信证券研究中心

截至目前，公司已自主研发出新能源汽车零部件制造核心技术 7 项，获得发明专利 4 项、实用新型专利 60 项。

图 7：公司知识产权情况

■ 新能源汽车零部件制造核心技术 (项) ■ 发明专利 (项) ■ 实用新型专利 (项)



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司多年积累的这些技术成果为公司适应当前汽车行业产品新陈代谢较快的现状做出了巨大的贡献。

表 1：旭升股份新能源汽车零部件制造核心技术

技术序号	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
2	新能源汽车电池系统壳体生产技术	2014 年	自主研发
3	装配技术	2013 年	自主研发
4	热成像仪在线监控技术	2010 年	自主研发
5	模具设计制造技术	2006 年	自主研发
6	精磨加工技术	2006 年	自主研发
7	检测技术	2006 年	自主研发

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

特斯拉类研发项目带来巨大回报。在公司目前的研发项目中，有 50% 与新能源汽车相关，而在这些项目中与特斯拉相关的又占到了 66.7%。公司作为特斯拉产业链中重要的一员，一直以“最优的方式、最快的速度、最高的品质”要求自己，在如此的要求之下，公司的研发成

果为公司带来了巨大的收益，根据公司所披露的数据显示，目前公司已产业化的特斯拉汽车类产品近三年收入合计达 4.87 亿元，约是该类产品研发投入的 23 倍，研发投入回报明显；已产业化的全部产品近三年收入合计达 5.25 亿元，约是研发投入的 21 倍。2017-2020 年，随着 Model 3 的量产，公司有关 Model 3 的研发项目同样将为公司带来巨大的经济利益。

**表 2：公司目前的研发项目**

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
变速箱箱体、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
Model 3 逆变器端盖等	特斯拉汽车类产品	研发阶段
发动机引擎盖、扭力转向器、壳体	传统汽车类产品	研发阶段
新能源车电机外壳体、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：招股说明书，安信证券研究中心

**表 3：公司已产业化的研发项目投入与隔年收入合计的匹配情况**

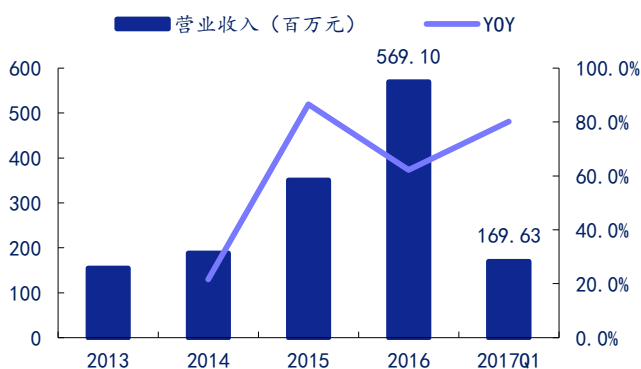
项目	研发费用 (万元)	近三年收入合计 (万元)	收入/研发费用
特斯拉汽车类产品	2117.62	48695.35	22.99
传统汽车类产品	190.55	1822.11	9.56
工业类产品	188.81	1957.87	10.37
合计	2496.98	52475.33	21.02

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

### 1.3. 进军特斯拉产业链，公司业绩高速增长

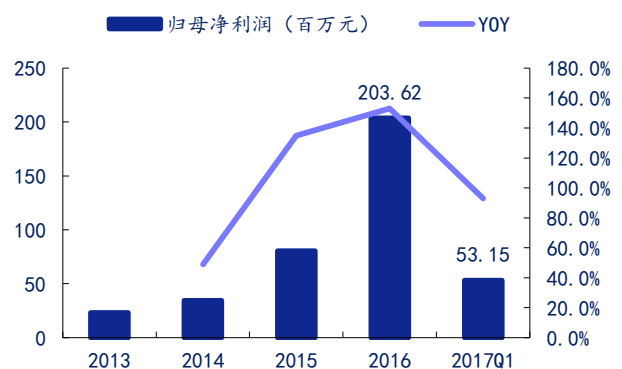
公司营收净利快速稳步增长，特斯拉业务占比持续上升。受下游新能源汽车市场的带动，2016 年公司业绩增长明显，报告期内，公司实现营收 5.69 亿元，同比增长 62.3%；实现归母净利 2.04 亿元，同比增长 152.94%。在新能源汽车逐步发展的 2013-2016 年间公司营收、净利的复合增速分别达到了 54.4%和 106.8%。2017 年年中公司实现营收和净利分别为 1.70 亿元和 5315 万元。

**图 8：2013-2017 年年中公司营业收入情况**



资料来源：wind，安信证券研究中心

**图 9：2013-2017 年年中公司归母净利润情况**



资料来源：wind，安信证券研究中心

另外，从公司公布的前五大客户信息中也可以看到，在公司与特斯拉建立深入合作关系的 2014-2016 年间，公司对特斯拉的销售额不断提升，近三年中公司对特斯拉的销售额占总营收的比例分别达到 15.41%、50.27%、56.61%，对公司业绩的拉升作用明显。可以预见，随着未来公司与特斯拉之间的合作关系愈发紧密，公司从特斯拉处获得的高额订单数量还将继续增加，公司业绩有望实现快速增长。

**表 4：2014-2016 年公司对前五大客户的销售情况**

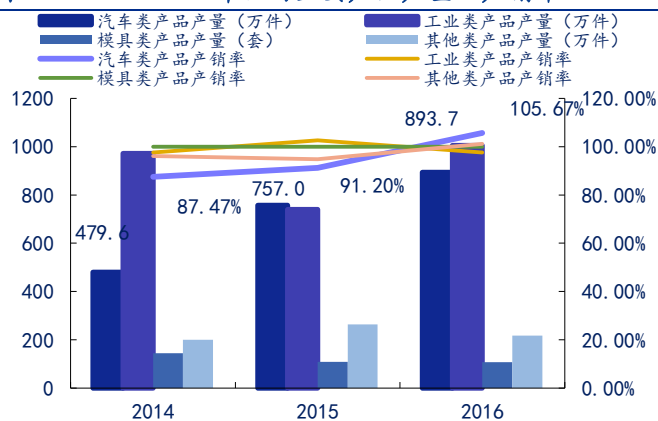
2014 年			2015 年			2016 年		
客户名称	销售额	占总营收的比例	客户名称	销售额	占总营收的比例	客户名称	销售额	占总营收的比例
海天塑机集团有限公司	3,100.06	16.69%	特斯拉	17,447.57	50.27%	特斯拉	31,930.52	56.61%
上海艾热性能泵有限公司	2,905.94	15.65%	上海艾热性能泵有限公司	2,863.69	8.25%	上海艾热性能泵有限公司	3,239.12	5.74%
特斯拉	2,862.13	15.41%	海天塑机集团有限公司	2,643.43	7.62%	海天塑机集团有限公司	3,162.03	5.61%
凯驰清洁技术(常熟)有限公司	2,489.39	13.40%	AmTech International	2,426.32	6.99%	AmTech International	3,019.58	5.35%
AmTech International	1,278.10	6.88%	凯驰清洁技术(常熟)有限公司	1,834.77	5.29%	凯驰清洁技术(常熟)有限公司	2,437.75	4.32%
合计	12,635.63	68.04%	-	27,215.77	78.41%	-	43,789.00	77.63%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

**产销率节节攀升，借力特斯拉打开国外市场。**2014 年至 2016 年公司产品产销两旺、产销率节节攀升。以汽车类产品为例，2014 年公司汽车类产品产量为 479.6 万件，产销率仅为 87.47%，而 2016 年公司汽车类产品产量达 893.7 万件，产销量高达 105.67%。随着公司与特斯拉更加密切的合作，预计未来几年内公司汽车类产品将继续维持产销两旺的状态。

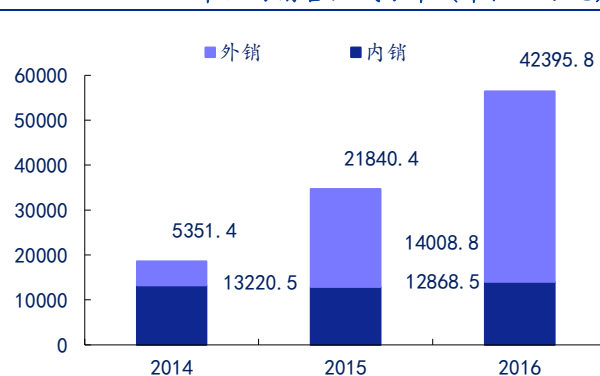
另外，随着公司与特斯拉合作的不断深入，公司目前产品的销售区域以北美为主，2016 年公司约 75% 的销售额发生在境外，预计这一情况将因公司与特斯拉的紧密联系而继续延续。

**图 10：2014-2016 年公司主要产品产量、产销率**



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

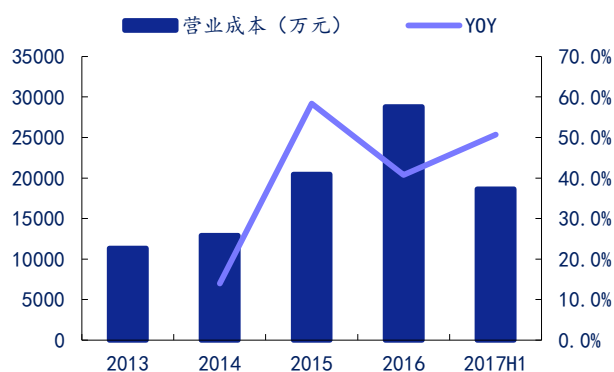
**图 11：2014-2016 年公司销售区域分布（单位：万元）**



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

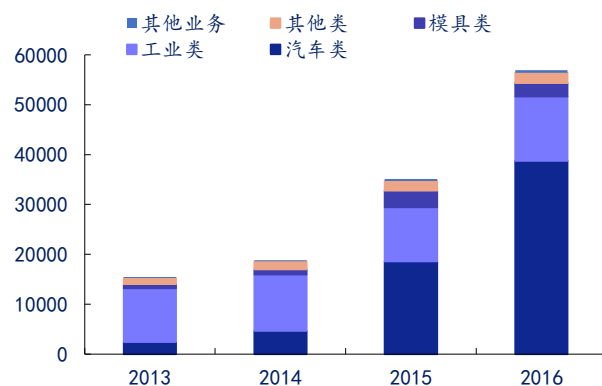
**成本增速缓于营收，低成本支撑公司业绩。**近三年中，公司营收增速分别为 21.58%、86.53%、62.25%，而营业成本增速仅为 14%、58.37%、40.75%，显著小于营收增速，为公司的业绩增长奠定了坚实基础。同样，目前对于公司最重要的汽车业务而言，成本的低增速保障了公司持续保持高毛利、高增长的态势。

图 12: 公司近年来营业成本情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 13: 公司近年来分业务成本情况 (单位: 万元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

从成本的明细结构来看, 公司的成本主要来源于直接材料中的铝锭项, 近年来由于公司上游铝价略有上涨, 因此铝锭在公司成本结构中的比例有所上升。

表 5: 2014-2016 年公司成本构成情况

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
铝锭	5,749.77	42.05%	7,013.65	32.56%	10,910.23	35.64%
配件	2,349.66	17.18%	4,620.03	21.45%	6,436.05	21.03%
其他材料	612.50	4.48%	1,482.90	6.88%	1,828.27	5.97%
<b>直接材料小计</b>	<b>8,711.94</b>	<b>63.72%</b>	<b>13,116.59</b>	<b>60.89%</b>	<b>19,174.55</b>	<b>62.64%</b>
直接人工	1,538.98	11.26%	2,438.92	11.32%	3,334.03	10.89%
制造费用	2,680.92	19.61%	5,204.79	24.16%	7,090.59	23.16%
外协	741.13	5.42%	781.60	3.63%	1,011.29	3.30%
<b>合计</b>	<b>13,672.97</b>	<b>100.00%</b>	<b>21,541.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>30,610.45</b>	<b>100.00%</b>

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

2017 年以来, 国内铝价继续保持上升趋势, 由于铝锭在公司成本结果中占比超过 35%, 未来可能会对公司成本产生一定影响。

图 14: 2014 年至今国内铝价走势

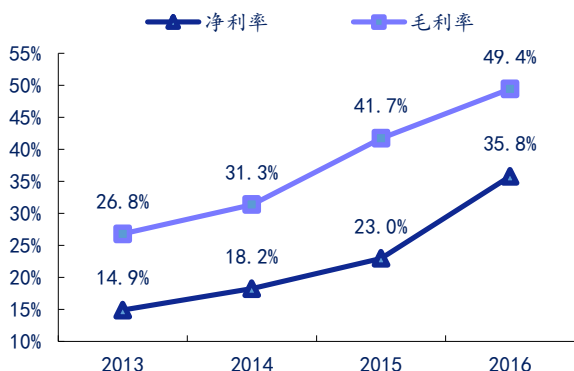


资料来源: wind, 安信证券研究中心

盈利能力持续走高, 汽车类业务成为公司主要增长动力。自 2014 年成功进入特斯拉产业链之后, 公司毛利率水平持续走高, 2016 年公司毛利率接近 50%; 而从公司业务的角度来看, 汽车类业务营收占比迅速提高, 2016 年公司汽车类业务占营收的比重已达 68.1%, 并且公司汽车类业务毛利率呈现逐年稳步上涨的趋势, 2016 年公司汽车类业务毛利率达 57.2%,

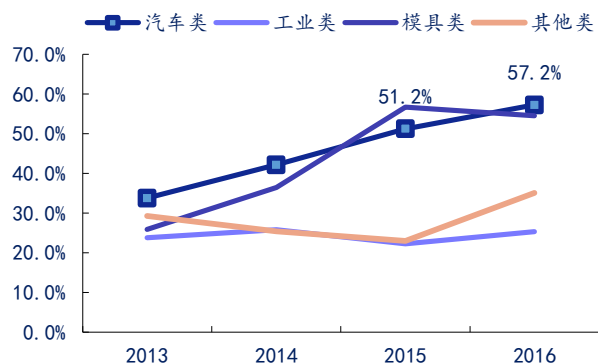
较上年增长6个百分点。目前公司汽车类、工业类业务贡献了超过80%的毛利，其中汽车类业务作为公司的箭头业务毛利水平更是上涨迅速，2016年公司汽车类业务毛利超过2.2亿元，同比增长132.8%。在公司成功开拓特斯拉等新能源汽车客户后，汽车类业务已成为公司最重要的业绩增长点。

图 15: 2013-2016 年公司净利率、毛利率对比



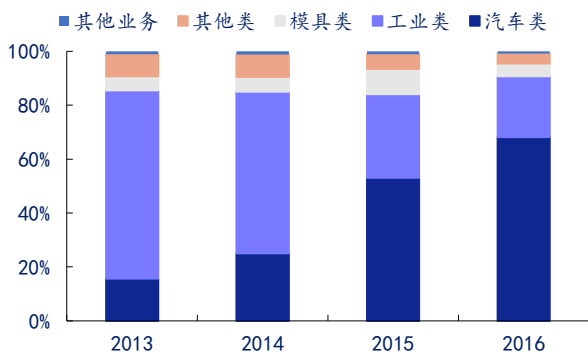
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 16: 2013-2016 年公司分业务毛利率情况



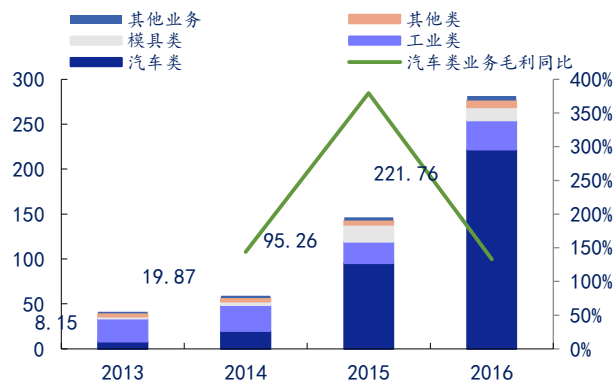
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 17: 2013-2016 年公司各项业务占比



资料来源: wind, 安信证券研究中心

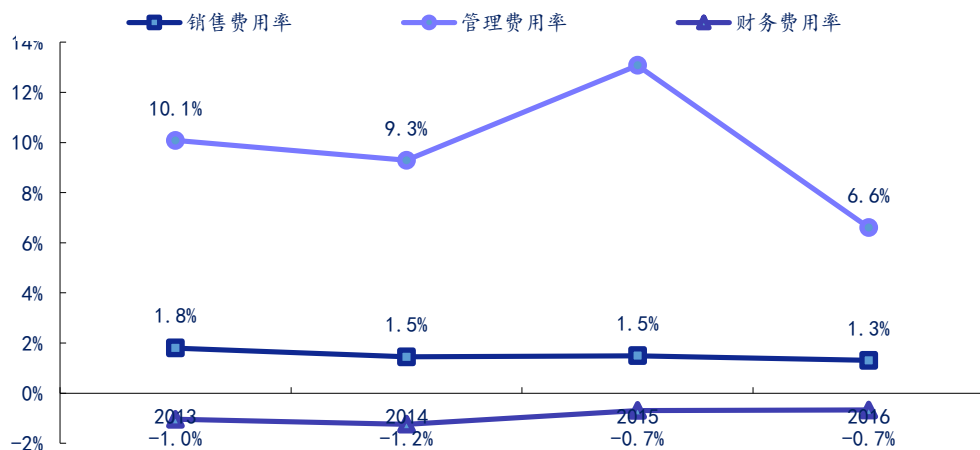
图 18: 2013-2016 年公司分业务毛利状况 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

费用管理制度严格, 费用结构合理。2014-2016 年公司期间费用率分别为 9.50%、13.88%、7.25%, 除 2015 年因计提股份支付导致公司管理费用率有所提高外, 公司总体期间费用率呈下降趋势。

图 19: 2013-2016 年公司费用率状况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

公司内部费用管理严格，与同行业其他上市公司相比，公司期间费用率明显较低。

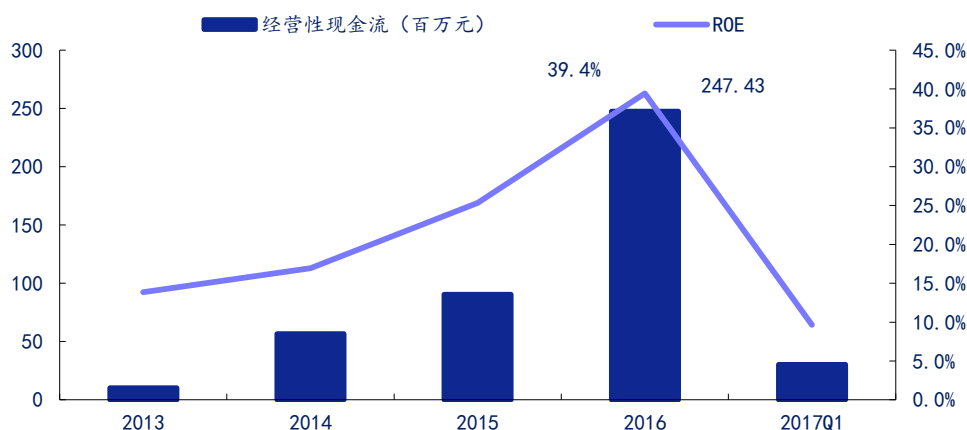
**表 6：公司期间费用率与同行业上市公司对比情况**

公司名称	2014	2015	2016
广东鸿图	16.15%	15.38%	16.08%
春兴精工	13.80%	13.50%	12.61%
鸿特精密	19.45%	18.09%	18.37%
可比公司平均	16.47%	15.66%	15.68%
旭升股份	9.50%	13.88%	7.25%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

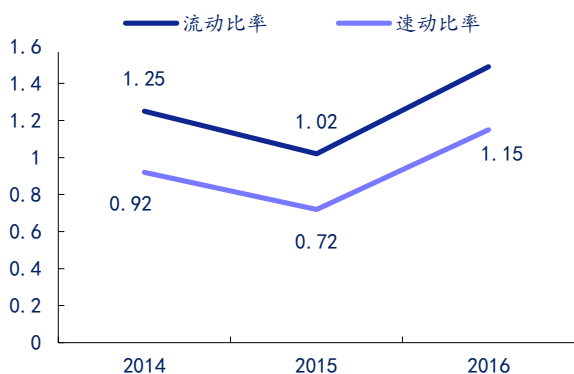
**经营现金流稳定上涨，偿债能力强。**近年来，公司业绩增长迅速，为适应公司未来的发展，公司资产规模也有所扩大。得益于公司良好的盈利能力与严格的费用管理制度，公司经营现金流保持增长态势。目前，公司流动比率、速动比率指标良好，资产负债率也维持在 40% 以下，公司偿债能力较强。

**图 20：2013-2017Q1 公司经营性现金流及 ROE 情况**



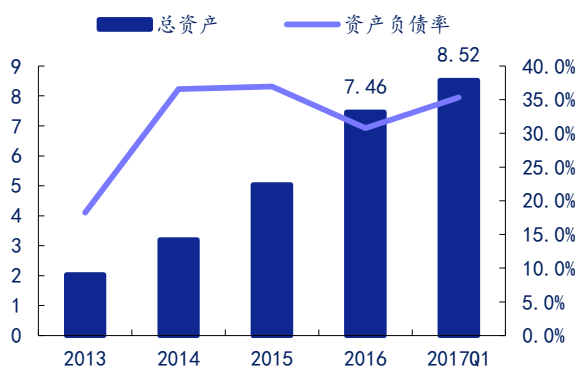
资料来源：wind，安信证券研究中心

**图 21：2014-2016 年公司流动比率、速动比率情况**



资料来源：wind，安信证券研究中心

**图 22：2013-2017Q1 公司总资产、资产负债率情况**



资料来源：wind，安信证券研究中心

## 2. 特斯拉一级供应商，募投项目助力业绩攀升

### 2.1. 纯电动车顶级厂商，特斯拉引领全球市场

特斯拉技术领先，产品线日益丰富。特斯拉是目前纯电动车领域无可争议的领先厂商，特斯拉所生产 Model S 和 Model X 在纯电动车行业中具有标杆地位。目前，公司在售产品有 Model S、Model X、以及7月8日正式下线的革命性产品——Model 3。根据特斯拉CEO Musk 在 Twitter 上公布的有关于 Model 3 量产计划的信息，7月28日，首批30辆 Model 3 将交付至用户手中；而在8月，Model 3 产量将逐步达到100辆，9月将超过1500辆；最终，在12月 Model 3 的月产量将达2万辆，逐步满足全球用户对于 Model 3 的巨大需求。

表 7：特斯拉各款车型配置状况

	电池类型	正极材料	负极材料	电池能量密度 (Wh/Kg)	电池容量 (KWh)	电机功率 (KW)	续航里程 (KM)	上市时间
Model 3	三元 (2170)	NCA	硅碳负极	300	50、65、80	300、500	357-550	2017
Model Y (预测)	三元 (2170)	NCA	硅碳负极	-	-	-	-	2019
Semi (预测)	三元 (2170)	NCA	硅碳负极	-	-	-	-	2017-2018
Model S	三元 (18650)	NCA	石墨负极	236-265	60、70、85	222-515	390-502	2014
Model X	三元 (18650)	NCA	石墨负极	265	75、90、100	386、568	480-632	2015
Roadster	钴酸锂	LCO	石墨负极	118	-	-	-	2008

资料来源：特斯拉官网，高工锂电网，安信证券研究中心

另外，根据特斯拉年度股东会所披露的信息，公司首款电动卡车纯电动卡车 Semi 将在今年9月发布，预计在2018-2019年上市；与 Model 3 同平台的入门级 SUV——Model Y 也将会在2019年实现量产上市。预计至2020年，特斯拉将打造出涵盖高、中、低端乘用车/商用车市场的纯电动车产品线，以满足各个社会阶层的不同需求。

图 23：特斯拉 Model S



资料来源：汽车之家，安信证券研究中心

图 24：特斯拉 Model 3



资料来源：Twitter，安信证券研究中心

图 25：特斯拉 Semi 预告图

图 26：特斯拉 Model Y 假想图



资料来源：腾讯汽车，安信证券研究中心

资料来源：澎湃新闻，安信证券研究中心

**营收增长迅速，Model 3 将带来公司质变。**根据特斯拉的年报数据，公司 2014-2016 年汽车交付量分别为 31,655 辆、50,574 辆以及 76,230 辆，2016 年公司营业总收入达 70.0 亿美元，其中汽车销售收入约为 56 亿美元，同比增长 62.9%。与中国主流新能源车企业的营收状况相比，特斯拉的营收规模优势明显，并且特斯拉的营收都来源于乘用车市场。

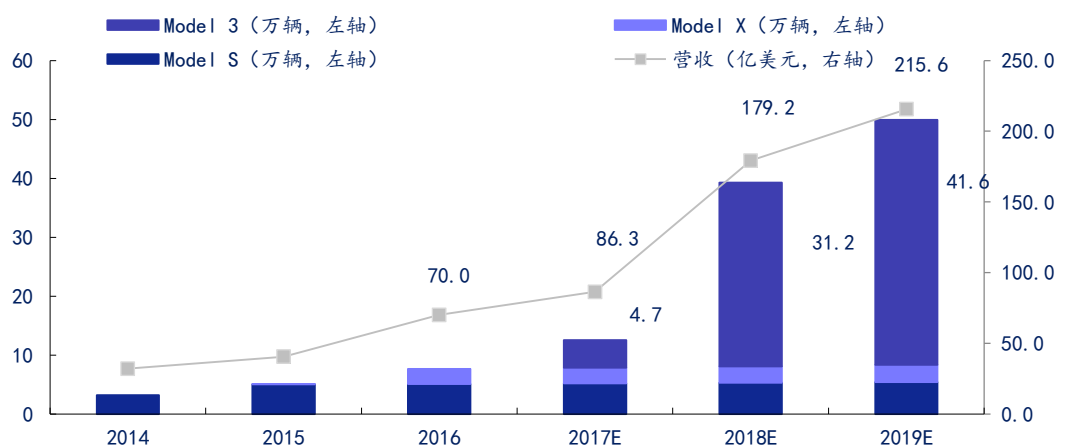
表 8：主流新能源车企业营收状况对比

公司名称	2016 年营业总收入	2016 年新能源车销售收入	2016 年新能源车销售收入同比
比亚迪	1034.7 亿元人民币	346.2 亿元人民币	80.3%
上汽集团	7564.12 亿元人民币	64.9 亿元人民币	118.1%
北汽集团	1162.0 亿元人民币	~45 亿元人民币	-
江淮汽车	524.9 亿元人民币	32.7 亿元人民币	76.7%
特斯拉	70.0 亿美元	~56 亿美元	62.9%

资料来源：公司年报，wind，安信证券研究中心

另外，最新的统计数据显示，特斯拉 2017 年上半年交付汽车 4.7 万辆，同比增长 61%，创造了特斯拉历史上的最优半年度销售量。其中，轿车型 Model S 电动车 2.5 万辆，SUV 型 Model X 电动车 2.2 万辆。根据日前特斯拉 CEO Musk 在 Twitter 上对 Model 3 产能情况的公布，2017 年 7 月将交付首批 30 辆 Model 3，8 月 Model 3 产量将逐步达到 100 辆，而 9 月将超过 1500 辆，最后 12 月 Model 3 的月产量将达 2 万辆。同时，根据特斯拉早前规划，在 2018 年继续提升产能至 10000 辆/周。我们预计 2017 年 Model 3 销量将达 4.7 万辆，2018 年 Model 3 的产能利用率达到 60%，销量预计 31.2 万辆/年，将直接带给公司约 109 亿美元的销售收入。Model 3 的量产将使特斯拉产生质变，将使特斯拉变成纯电动车领域的苹果公司。就如苹果公司引领手机行业整体跨越了一个时代一般，特斯拉的示范效应也将带动纯电动车行业的发展，引领纯电动车进入新纪元。

图 27：特斯拉营收、销量预测



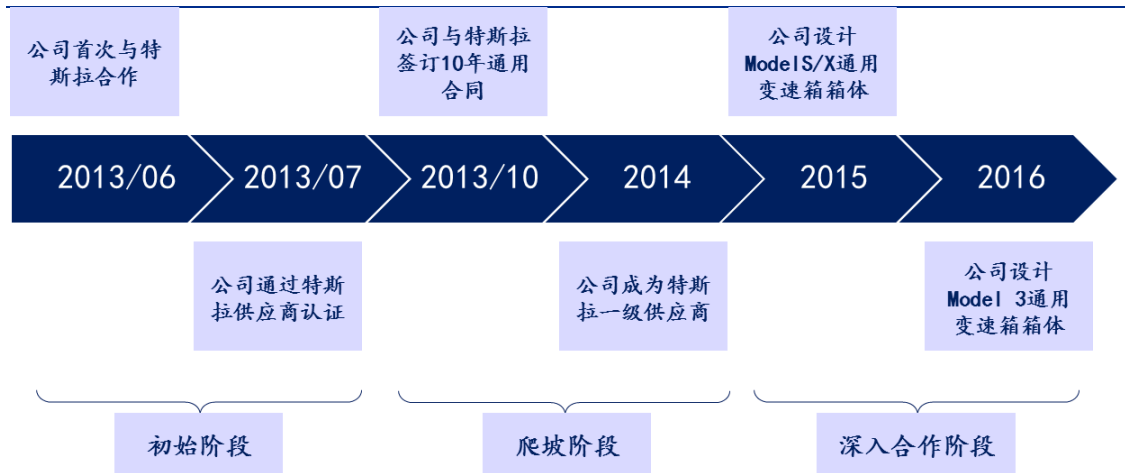


资料来源：招股说明书，搜狐汽车，Twitter.com，安信证券研究中心

## 2.2. 特斯拉一级供应商，借力特斯拉快速成长

公司与特斯拉合作分为三个阶段，受认可度不断提高。2013年6月，特斯拉因寻找冷却系统零件制造商首次与公司接触。在认可公司的产品与技术之后，2013年7月，公司通过了特斯拉的供应商认证，正式进入特斯拉产业链。2013年10月，公司与特斯拉签订为期10年的通用合同，标志着双方的合作进入了爬坡阶段。随着与特斯拉的合作不断深入，公司的受认可度在不断提高。2014年初，特斯拉与公司的合作全面升级，公司从配件加工供应商升级到共同设计、研发和加工供应商，并作为一级供应商全程参与了Model S所需配件的研发、制造。自2015年之后，公司与特斯拉的合作更进一步，公司主导了Model S/X的传动系统关键部件——通用变速箱箱体的研发与制造，2016年仅该部件就为公司实现营收1.01亿元。

图 28：公司与特斯拉的合作时间线



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

从公司销售的不同特斯拉产品的情况也可以看出，在公司赢取变速箱箱体的制造资格后，公司 Model S 和 Model X 通用零件项目销售额由 2014 年的 221.5 万元剧增至 2016 年的 1.98 亿元，年复合增长率超过 840%，显著地带动了公司业绩的增长。另外，2016 年公司 Model 3 零件实现营收 92.24 万元，产品毛利率达 60.0%。目前，公司设计、制造的 Model 3 通用变速箱箱体也已获得特斯拉的认可，已开始向特斯拉小批量供货，预计 2017-2020 年随着 Model 3 的放量，Model 3 零件产品将为公司带来巨大收益。

表 9：公司销售不同特斯拉产品的营收和毛利率

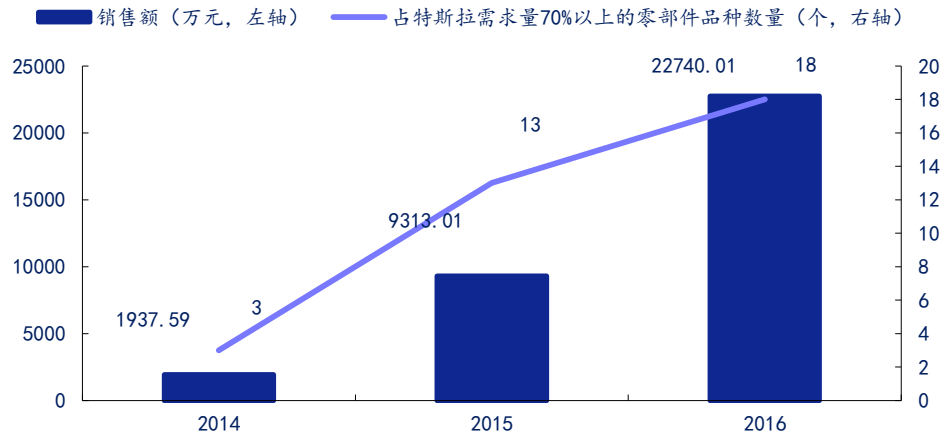
项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	营收 (万元)	毛利率	营收 (万元)	毛利率	营收 (万元)	毛利率
Model S 和 Model X 通用零件	221.5	24.2%	8539.95	54.07%	19756.91	60.20%
Model X 零件	327.6	54.8%	2650.8	61.0%	6170.0	60.4%
Model S 零件	2085.72	54.7%	3477.14	55.0%	3846.83	58.2%
Model 3 零件	-	-	3.79	90.3%	92.24	59.8%
合计	2634.9	52.1%	14671.7	55.5%	29865.9	60.0%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

此外，随着公司与特斯拉合作的广度、深度不断提高，公司作为特斯拉重要一级供应商的价值在不断凸显。根据公司披露的信息，目前公司向特斯拉供应的零件占特斯拉需求量（交付量）的比重在不断增加，占特斯拉需求量的 70% 以上的重要零部件的品种从 2014 年的 3 个增加到 2016 年的 18 个，同年该类零件销售收入已达 2.27 亿元，占公司 2016 年营收的 39.9%。

目前，公司已成为特斯拉的核心供应商之一。

**图 29：公司供货占特斯拉需求量 70%以上的重要零部件销售情况**



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

**深入合作，产品、订单双双增加。**公司从冷却系统配件加工供应商起步，随着与特斯拉的合作逐步深入，目前公司已是特斯拉较重要的一级供应商之一，公司为特斯拉提供的产品涵盖电池系统、传统系统以及液压系统等多个纯电动车核心零部件。未来随着特斯拉产品性能、技术含量的不断提高，高端零部件的需求量将不断增大，公司将在不断进取中占领行业制高点，为公司开拓新能源汽车零部件市场奠定良好的基础。

**表 10：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

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

自 2014 年公司成为特斯拉一级供应商之后，特斯拉对公司所制零部件的需求不断增加，高额订单的数量也呈现不断上升的趋势。2014 年特斯拉向公司所下订单金额超过 100 万元的仅有 13 份，占当年订单总数的 19.4%，订单金额占比约 83.6%；而自 2015 年公司为 Model S/X 供应变速箱箱体以来，订单金额超过 100 万元的订单数量与日俱增，2016 年，公司收到特斯拉单笔金额超过 100 万元的订单 44 份，占当年订单总数的 34.6%，订单金额占比达 96.1%。

**表 11：公司从特斯拉取得的订单详情**

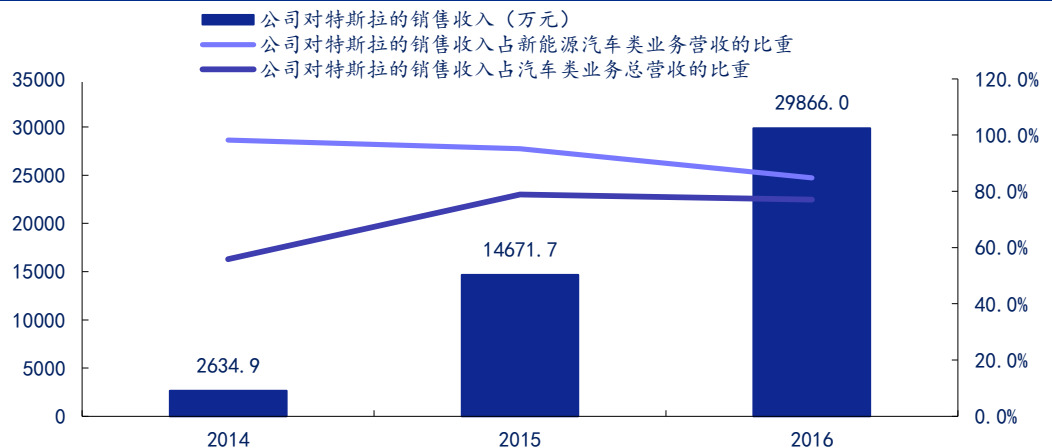
订单类别 (以金额分类)	2014 年			2015 年			2016 年		
	数量 (份)	金额 (万元)	单份金额 (万元/份)	数量 (份)	金额 (万元)	单份金额 (万元/份)	数量 (份)	金额 (万元)	单份金额 (万元/份)
>100 万元	13	4151.15	319.32	40	20126.48	503.16	44	29355.88	667.18
10-100 万元	19	707.45	37.23	26	1394.24	53.62	25	1035.26	41.41
<10 万元	35	104.53	2.99	85	255.50	3.01	58	143.39	2.47
合计	67	4963.13	74.08	151	21776.23	144.21	127	30534.53	240.43

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

根据公司披露的信息显示，2014-2016 年公司对特斯拉的销售收入分别为 2634.9 万元、14671.7 万元、29866.0 万元，2016 年公司对特斯拉的销售收入占新能源汽车类业务营收的比重达 84.8%，而占汽车类业务总营收的比重达 77.1%。随着公司与特斯拉的合作不断深入，

与特斯拉有关的业务收入在公司的总营收中的占比将继续维持高位。

图 30：公司对特斯拉的销售收入占比情况



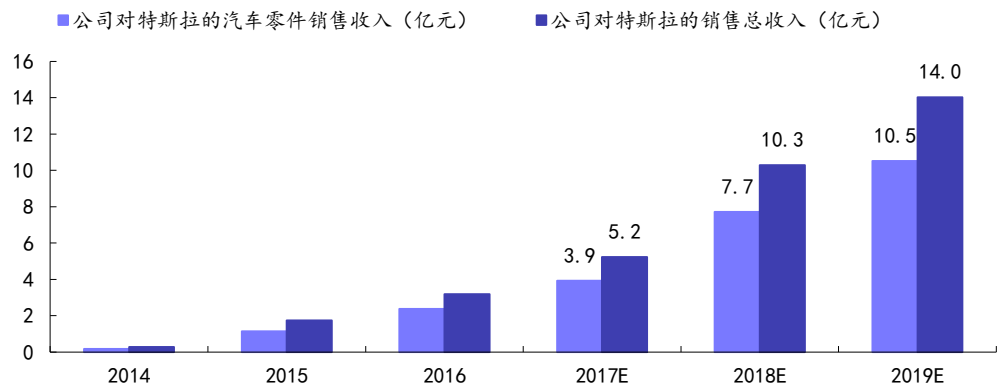
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

截至 2016 年末，公司尚有 1.01 亿元的订单在手，而 2017 年一季度，公司又新接特斯拉订单 1.66 亿元，订单总额达 2.68 亿元。根据公司披露信息显示，上述 2.68 亿元订单主要为特斯拉 2017 年上半年生产经营所需的零部件订单，较去年公司上半年对特斯拉的销售收入相比已增长了 1.21 倍；另外，2016 年全年公司所接特斯拉订单总额约 3.1 亿元，2017 年第一季度的订单金额就已超 2016 年全年订单总额的 54.6%，预计随着公司与特斯拉合作的不断深入、Model 3 实现放量以及公司产能迅速扩张等因素的催化，公司未来新接订单总额将继续保持增长趋势。

**公司业绩将充分受益于 Model 3 的量产。**截至 2016 年年末，公司持有特斯拉订单 1.01 亿元；2017 年 1 季度，公司新接受特斯拉订单 1.66 亿元，订单合计金额约 2.68 亿元（其中，Model 3 相关产品订单金额约 0.52 亿元），以上订单主要是公司 2017 年上半年对特斯拉的产品销售情况。随着公司与特斯拉的合作不断深入，公司将充分受益于 Model 3 的量产。根据特斯拉年度股东大会上公布的数据，到目前 Model 3 的预定量已经逼近 50 万辆，而根据特斯拉公布的计划，2020 年 Model 全系列将实现年销量有望达到 60 万辆，其中 Model 3 年销量将达到 50 万辆。

假设 2017-2019 年 Model 3 成为特斯拉公司的主打产品，年销量分别为 4.7 万辆、31.2 万辆、41.6 万辆，Model S/X 的销量增速分别为 2%/5%，公司供货价格参考 2016 年，则公司对特斯拉的销售总额将达 5.22 亿元、10.29 亿元、14.01 亿元，未来三年保持年化 63.77% 的增速。

图 31: 公司对特斯拉的销售收入预测



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心预测

### 2.3. 募投项目扩充产能, 产业链延伸打开未来市场

公司本次 IPO 募集资金将用于轻量化及环保型铝镁合金汽车零部件制造项目、新能源汽车配件装配生产线项目、铝压铸民用件生产技改项目和铝镁合金产品及精密压铸模具研发中心建设项目, 项目投资总额约 6.5 亿元。根据项目可行性研究报告, 项目全部达产后, 公司可新增汽车类零部件产能 810 万套 (件) /年, 新增新能源汽车变速箱油泵及壳体产能 80 万套/年, 每年将新增销售收入约 6.4 亿元, 新增利润总额约 1.5 亿元, 公司盈利水平将大幅提高。

表 12: 募投项目情况

序号	项目名称	投资额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	产能提升情况
1	轻量化及环保型铝镁合金汽车零部件制造项目	49030.00	36769.60	新增汽车类零部件产能 810 万套 (件) /年
2	新能源汽车配件装配生产线项目	4532.00	-	新增新能源汽车变速箱油泵及壳体产能 80 万套/年
3	铝压铸民用件生产技改项目	5514.00	-	-
4	铝镁合金产品及精密压铸模具研发中心建设项目	5900.00	5900.00	-
合计		64976.00	42669.60	-

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

**扩充产能, 提高技术水平。**公司 2014-2016 年压铸件产量分别为 1652 万件、1760 万件和 2115 万件, 其中汽车件产量分别为 479.55 万件、757.00 万件和 893.73 万件; 总产能利用率分别为 64%、79%、84%, 已接近饱和。目前, 公司的产能瓶颈已制约公司未来的进一步发展, 因此为扩大产能、提高生产技术以满足不断增长的市场需求, 公司将投入 4.9 亿元以建设轻量化及环保型铝镁合金汽车零部件制造项目。预计项目建成投产后, 公司汽车类零部件产能将新增加 810 万套 (件) /年, 正常年份可实现年营收 5.4 亿元, 净利润 1.3 亿元, 项目投资回收期 (税后) 为 5.3 年。

表 13: 公司压铸件产能情况

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	产量 (万件)	YOY	产量 (万件)	YOY	产量 (万件)	YOY
压铸件产量	1652.00	-	1760.26	65.45%	2115.33	20.17%
产能利用率	64.00%		79.32%		84.00%	

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

此外, 该项目还将引进美、日、德等西方国家的先进设备与生产技术, 公司将在引进、消化、吸收的基础上对先进生产技术和制造工艺进行二次开发和优化, 预计公司的技术水平将会有

显著的提高。

**变速箱油泵产线延伸公司产业链，产品结构得以优化。**募投新能源汽车配件装配生产线项目的主要目的是为了延伸公司产业链、优化公司产品结构，实现将公司原生产的零件组装为汽车部件，由下游整车厂商直接装配。该项目预计投资 4532 万元，项目达产后将为公司新增新能源汽车变速箱油泵及壳体产能 80 万套/年，正常年份可实现年营收 4200 万元，净利润 1404 万元，项目投资回收期（税后）为 5.2 年。

**技术改进，提高工业类产品技术含量。**工业类产品是公司的原有业务，此次募投实施铝压铸民用件生产技改项目主要是为了对公司一厂进行技术改进和设备升级，提高公司工业类产品技术含量，夯实业务基础。该项目预计投资 5514 万元，项目达产后，正常年份可实现年营收 5550 万元，净利润 923 万元，项目投资回收期（税后）为 6.3 年。

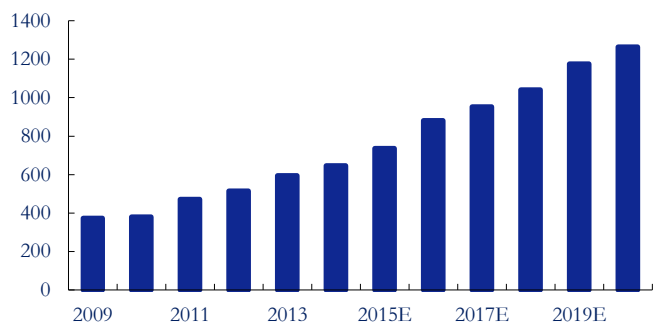
**研发中心快速建设，提高公司研发水平。**铝镁合金产品及精密压铸模具研发中心建设项目主要是为了提高公司的技术研发能力以及创新能力，提前布局铝镁合金制造技术，为公司未来的发展提供强有力的技术支撑。该项目预计投资 5900 万元，建设项目包含研发中心、新产品试制车间和新产品检测中心。

### 3. 汽车行业进入全面轻量化时代

#### 3.1. 汽车轻量化国外引领，国内加速追赶

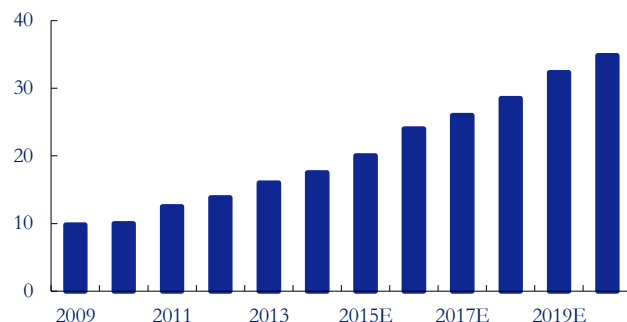
汽车轻量化始于发达国家，最早由传统汽车巨头引领，经过发展已产生一定规模。目前，北美汽车轻量化材料是全球最大的市场。预计该地区的年复合增长率约为 5.6%，在 2021 年达到 362.3 亿美元。欧洲是全球第二大市场。未来，亚太地区轻量化材料市场将是这个行业中发展最快的地区。2015 年，该地区的产量占全球的 50%。亚太地区的轻量化材料市场正在随着越来越多的乘用车和轻型车需求而增长。

图 32：全球汽车轻量化材料市场规模（亿美元）



资料来源：智研数据中心，安信证券研究中心

图 33：全球汽车轻量化材料需求量（百万吨）

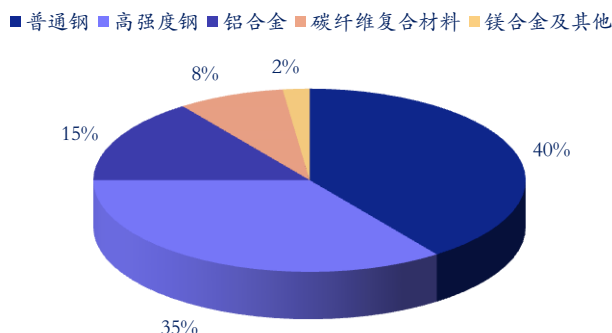


资料来源：智研数据中心，安信证券研究中心

德国是当前汽车轻量化材料占比最高的国家，其次是美国和日本。德国汽车工业十分发达，在新材料工业和机械制造领域聚集了世界上最优秀的几个生产企业，具有推动汽车轻量化得天独厚的优势；其次，美国豪华品牌车型也较多，且电动汽车发展很快；日本是在碳纤维方面属全球首位，以东丽公司为代表，目前该公司全球遥遥领先；中国轻量化起步较晚，技术和应用程度都落后于德美日等发达国家。但是随着新能源汽车的发展，材料轻量化正在加速进行中。

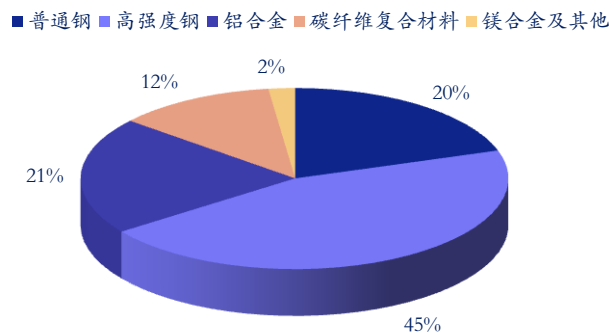
**德国：**一方面由于欧洲在能耗和排放的政策上越发严格，另一方面德国是目前豪华品牌车型最多的国家，新材料、新技术对于高端车型也会有着科技豪华感的加持作用，所以德国以 ABB 为代表的车企对于新材料的使用显得更为热衷，尤其是奥迪在铝合金车身、宝马在碳纤维车身方面都处于行业领先地位。2015 年德国新生产汽车铝合金和其他新材料在车身和底盘中的占比高达 25%，是目前全球汽车轻量化材料使用比例最高的国家，到 2020 年新材料的使用趋势会继续上涨，将达到 34% 左右。

图 34：2015 年德国车用材料占比



资料来源：搜狐汽车，安信证券研究中心

图 35：2020 年德国车用材料占比预测

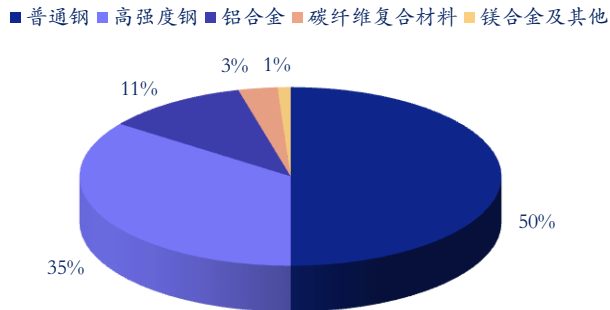


资料来源：搜狐汽车，安信证券研究中心

**美国：**美国虽然高端豪华品牌车型也较多，但是美国汽车行业对于新型轻量化材料的热衷主要来源于新能源汽车的发展以及排放和能耗的压力，代表企业是特斯拉、GM、福特等。特

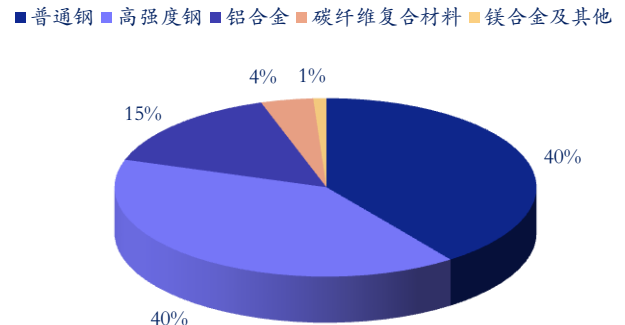
斯拉目前的 Model S 和 Model X 在车身和底盘上基本都采用了铝合金和其他复合材料，而 GM 的高端品牌凯迪拉克在近两年的新车型中也开始采用钢铝复合车身结构，比如凯迪拉克 CT6，福特则是将铝合金车身首先搭载在 F150 这类高端皮卡车型上。

图 36：2015 年美国车用材料占比



资料来源：搜狐汽车，安信证券研究中心

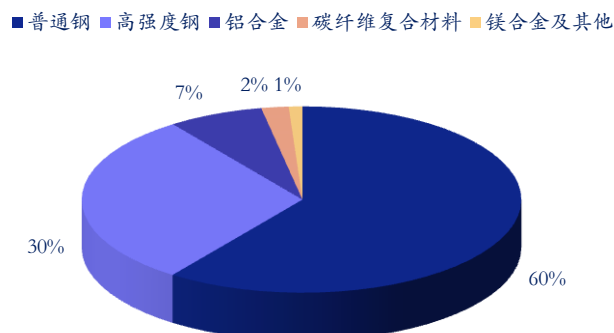
图 37：2020 年美国车用材料占比预测



资料来源：搜狐汽车，安信证券研究中心

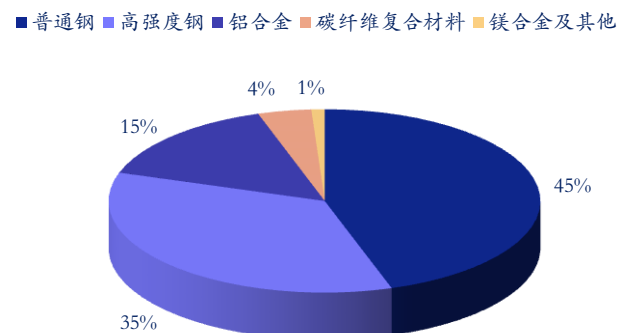
日本：目前日本汽车企业轻量化材料的使用也主要是集中在一些非结构件上，比如铝合金的发动机罩、塑料的翼子板和尾门等，还有就是底盘和发动机的一些铸铝件。其中代表企业是丰田的雷克萨斯和本田阿库拉。随着 2020 年全球的能耗和排放政策的越发严格，预计到 2020 年，日本汽车企业轻量化材料在底盘和车身中的占比会赶上美国，达到 20% 左右。

图 38：2015 年日本车用材料占比



资料来源：搜狐汽车，安信证券研究中心

图 39：2020 年日本车用材料占比预测



资料来源：搜狐汽车，安信证券研究中心

中国：中国汽车轻量化起步不足十年，借助新能源汽车崛起契机，对发达国家呈现赶超之势。汽车轻量化已经从分散化、高端化、单一化的 1.0 时代走向集约化、普及化、多元化的 2.0 时代。轻量化的发展受到智能网联、节能减排、性能提升等多重需求牵引，通过全产业链上下游深度合作，在轻量化材料应用、制造工艺、结构优化、零部件研发领域多面发力，使轻量化应用车型更加普及，其中新能源汽车细分市场将有望率先取得突破。

中国轻量化材料市场广阔。一方面，对比国外发达国家，中国的轻量化技术起步晚，平均整车质量更大，以国外的轻量化材料占比作为标杆，中国发展的空间还很大；另一方面，受益于政策的驱动，中国新能源汽车行业的快速发展将带动轻量化的需求，促使车企往轻量化方向前进。

经过测算，中国在未来 3 年汽车轻量化材料市场规模将逼近 5000 亿元，其中仅在新能源汽车领域就将拥有 350 亿元市场规模。对于先进高强度钢，《节能与新能源汽车技术路线图》中给出的规划是至 2020 年，强度 600MPa 以上的 AHSS 钢应用达到 50%。以 1100kg 的平均车重计算，先进高强度钢的单车用量约为 550kg。按照 8000 元/吨的单价，在 2020 年传

统汽车和新能源汽车产销量分别实现 3000 万辆和 200 万辆目标的情况下，先进高强度钢的规模将在传统汽车市场和新能源汽车市场分别达到 1320 亿元和 88 亿元。

对于铝合金和镁合金，《路线图》中给出的规划是至 2020 年单车用量分别达到 190kg 和 15kg。按照铝合金 4 万元/吨、镁合金 10 万元/吨的市场价格计算，2020 年金属合金的市场空间超过 2700 亿元，其中新能源汽车领域达到 180 亿元。

**表 14：2020 年汽车轻量化材料市场规模测算**

	先进高强度钢	铝合金	镁合金
目标单车用量 (kg)	550	190	15
当前单车用量 (kg)	75	50	1.5
单价 (元/吨)	8000	40000	100000
2016 年新能源汽车销量 (万辆)		50.7	
2020 年新能源汽车产销量 (万辆)		200	
2020 年汽车总产销量 (万辆)		3000	
2016 年新能源汽车轻量化市场规模 (亿元)	3	10	7.6
2020 年在新能源汽车轻量化市场规模 (亿元)	88	152	30
2020 年在汽车轻量化市场总规模 (亿元)	1320	2280	450

资料来源：2016 中国汽车工程学会年会，安信证券研究中心测算

对于塑料及复合材料，对比各个国家的情况来看，德国已经达到了单车 300-365kg，占到整个汽车的 22.5%；美国、法国是 220-249kg，占比 16.5%；日本是 126-150kg，占比 10%左右；中国大约是 90-110kg，占 8%。按照至 2020 年，我国新能源汽车产量 200 万辆、平均整备质量 1100kg、增强塑料用量占比 15%估计，需求量将达到 33 万吨。以 2 万/吨的单价测算，仅在新能源市场中的空间就高达 66 亿元，相比 2016 年全年增加近 55 亿。按照 2020 年 3000 万辆的汽车总规划量，在整个汽车市场的规模达到 990 亿元，逼近千亿。

**表 15：2020 年汽车塑料及复合材料市场规模测算**

	2016	2020E
汽车年产量 (万辆)	50.7	200 (新能源汽车) / 3000 (传统汽车)
平均整备质量 (吨)	1.4	1.1
增强塑料用量目标占比	8%	15%
增强塑料使用总量 (万吨)	5.7	33
单价 (万/吨)	2	2
市场规模 (亿元)	11.4	66 (新能源汽车) / 990 (传统汽车)

资料来源：2016 中国汽车工程学会年会，安信证券研究中心测算

### 3.2. 汽车轻量化加速，带动铝压铸产业增长

**排放、油耗标准提高，汽车行业轻量化加速。**随着西方发达国家全面步入欧 V、欧 VI 时代，我国也将在 2018 年全面实行国 V 排放标准，汽车行业的节能减排标准在各国政策的推动下不断提高。此外，根据 2016 年 6 月工信部的《征求意见稿》，我国汽车排放国 VI 标准也已在制定之中，预计将在 2020 年实行；同时，2020 年我国乘用车还将实行根据《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》和《节能与新能源汽车技术路线图》所规定的 5.0L/KM 油耗标准，在目前发动机技术尚难实现本质性突破，减排空间有限的情况下，采取汽车零部件轻量化的措施可以有效地降低车辆排放及油耗。

**表 16：世界各国油耗限值标准**

	2015	2020	2025
美国	6.7L/KM	6.0L/KM	4.8L/KM
欧盟	5.0L/KM	4.0L/KM	-
日本	5.9L/KM	4.9L/KM	-



中国	6.9L/KM	5.0L/KM	4.0L/KM
----	---------	---------	---------

资料来源：工信部，安信证券研究中心

根据相关研究结果显示汽车重量每减少 100 千克，每百公里可节省燃油 0.3 升，每公里二氧化碳排放也将相应减少 7.5 克-12.5 克；汽车整车质量降低 10%，可提高燃油效率 6%-8%，由此可见，轻量化将是整车厂商为满足各类节能减排指标需要的必由之路。

图 40：2005-2014 年世界主要国家汽车尾气排放标准推进情况

国家	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
巴西	P-4(欧 2)		PROCONVE 5(欧 3)				PROCONVE7(欧 5)			
加拿大	US 2004		US 2007				US 2010			
中国	国 II		国 III				国 IV			
中国-北京	国 II	国 III		国 IV						
中国-广州	国 II		国 III		国 IV					
中国-上海	国 II	国 III		国 IV						
欧洲	欧 IV		欧 V				欧 VI			
印度	Bharat 2				Bharat 3					
日本	短期目标				长期目标					
墨西哥	US 1998/欧 III		US2004/欧 IV							
俄罗斯	欧 I	欧 II	欧 III	欧 IV				欧 V		
韩国	欧 III				欧 V					
泰国	欧 III				欧 IV					
美国	US2004		US 2007				US 2010			

资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

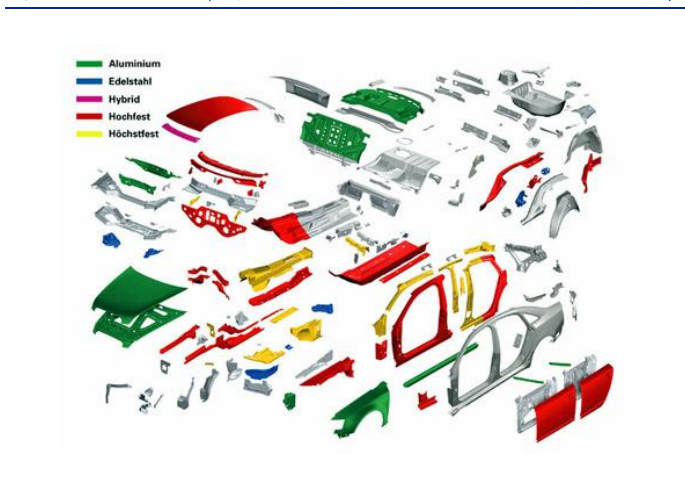
在排放、油耗标准双双提高的驱动下，目前各大汽车厂商均已开始对自身产品进行轻量化改造，并已取得一定成果，例如奥迪就基于轻量化的思路，使用高强度钢、铝合金以及复合材料制造了 A6 的车身架构，在保证整车结构强度的前提下，实现了车身减重 3%；而使用 ASF 全铝合金车身制造的 A8L 车身减重更是达到了 40%，车身整体重量仅为 241 公斤。

图 41：奥迪 A8L ASF 全铝合金车身结构



资料来源：博宝资讯网，安信证券研究中心

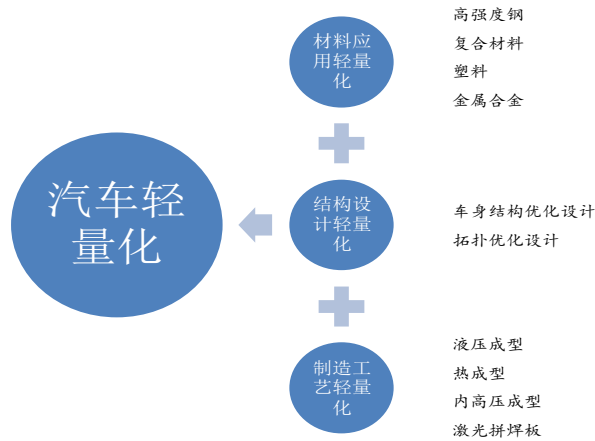
图 42：奥迪 A6 车身多使用高强度钢、铝合金及其他材料



资料来源：腾讯汽车，安信证券研究中心

车轻量化带动铝压铸市场的发展。汽车轻量化主要有三种实现途径，其中材料应用轻量化是见效最快也是效果最好的选择。在材料应用轻量化领域中，铝合金因其较低的密度、优质的性能以及巨大的存量，已经成为实现汽车轻量化发展的主要方式，目前铝合金材料在欧美、日本等发达国家已经广泛应用。

图 43: 实现汽车轻量化的三种途径



资料来源: 安信证券研究中心

对比三种轻量化途径, 制造工艺和结构设计的轻量化具有天花板, 难以大幅度的提高减重效果; 从另一方面来看, 制造工艺的轻量化实质上是以轻量化材料为基础开展的工艺创新, 因此轻量化材料的应用是最终实现汽车轻量化的核心。

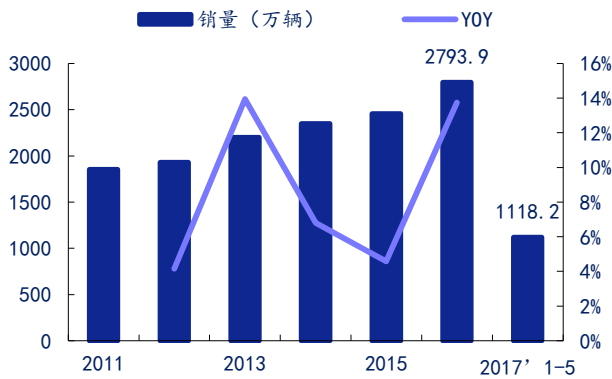
表 17: 常见轻量化材料的对比

材料	密度 (*10 <sup>3</sup> Kg/m <sup>3</sup> )	强度	材料优势	材料劣势	应用情况
铝合金	2.7	高	质量轻、耐腐蚀、易加工、易回收	加工难度大、材料成本高	应用最为广泛
高强度钢	7.8	高	金属疲劳性低、材料成本低	耐腐蚀性一般、难以加工成型	应用广泛
镁合金	1.8	极高	质量极轻、强度极高、材料资源丰富	熔点低、耐腐蚀性差、加工工艺复杂、生产成本低	处于发展阶段
碳纤维	1.78	极高	易加工、耐腐蚀、耐高温	材料成本高、材料生产困难	处于初步应用阶段
塑料	-	一般	耐腐蚀、易成型、隔热隔电性能好、生产成本低	强度低、不耐高温、可应用部件少	应用广泛

资料来源: WIKIPEDIA, 《汽车轻量化技术的发展现状及其实施途径》, 安信证券研究中心

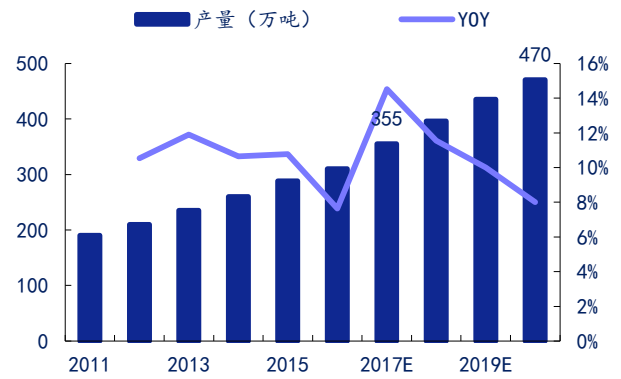
压铸作为一种高效的金属成型工艺, 具有尺寸精度高、可铸造复杂零部件以及生产效率高等优势, 是目前最为成熟、应用也最为广泛的铝合金汽车零部件制造工艺。在我国汽车产业高速发展的带动下, 铝压铸件产业蓬勃发展, 预计 2020 年将实现 470 万吨的产量, 近 5 年年复合增长率约 11%。公司作为铝压铸汽车零部件制造的领先厂商将充分享受汽车轻量化所带来的红利。

图 44：我国汽车销量



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

图 45：我国铝压铸件产量



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

### 3.3. 续航要求提升，新能源汽车轻量化迫在眉睫

新能源车轻量化已成为行业发展的重要路径。2016 年中国汽车工程学会发布了节能与新能源汽车技术路线图，根据该路线图对 2020-2030 年新能源车能耗、续航里程以及制造材料等因素的规划，轻量化将是未来新能源汽车发展的重点方向。

图 46：纯电动与插电式混合动力汽车发展目标及路径

发展目标			技术路径			发展重点		
纯电动乘用车续航里程			纯电动汽车			<ul style="list-style-type: none"> <li>低成本、高效率混合动力总成开发技术</li> <li>动力电机与底盘集成技术</li> <li>纯电动汽车动力系统集成及其控制技术</li> <li>高性能动力电机技术</li> <li>新型电机控制器技术</li> <li>先进充电技术</li> <li>整车智能能量管理技术</li> <li>纯电动和插电式混合动力汽车整车控制技术</li> </ul>		
2020年	2025年	2030年	插电式混合动力汽车					
300km	400km	500km	<ul style="list-style-type: none"> <li>优化混合动力系统构型</li> <li>基于多信息的整车预测控制</li> <li>动力系统集成设计</li> </ul>					
2020年	2025年	2030年	充电基础设施					
公共客车单位载质量电耗水平 (kWh/100km·t)				<ul style="list-style-type: none"> <li>快速充电技术</li> <li>互联互通技术</li> <li>充电便利性</li> </ul>				
2020年	2025年	2030年						
3.5	3.2	3.0						
插电式混合动力汽车混动模式油耗								
2020年	2025年	2030年						
比2020年ICE降低25%	比2020年PHEV降低10%	比2020年PHEV降低20%						

资料来源：2016 中国汽车工程学会年会，安信证券研究中心

图 47：轻量化技术是总路线图的七大专题之一

发展目标			技术路径			发展重点		
到2030年：			轻量化材料的应用			<ul style="list-style-type: none"> <li>轿车车身的轻量化</li> <li>轿车动力传动的轻量化</li> <li>底盘轻量化技术</li> <li>高强度钢的材料与工艺提升</li> <li>轻质材料的部件制作工艺研究</li> <li>轻质材料典型部件的标准化、系列化研究</li> <li>复合材料工艺及高效制备</li> <li>轻质材料部件的设计与工艺模拟技术</li> </ul>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>高强度钢应用比例大幅增加</li> <li>单车用铝量超过350kg</li> <li>碳纤维使用量占车重5%</li> </ul>			新的制造技术和工艺					
整车比2015年减重：			先进的结构优化或设计方法					
2020年	2025年	2030年	大力推进高强度钢、铝合金、镁合金、工程塑料、复合材料等在汽车上的应用					
10%	20%	35%						

资料来源：2016 中国汽车工程学会年会，安信证券研究中心

积分制驱动，轻量化实现高积分。2017 年 6 月 13 日，工信部发布《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（征求意见稿）》，作为未来新能源汽车补贴退坡之后的重要补贴政策，《征求意见稿》对新能源车的续航、整车装备质量以及电能消耗量做出了明确的规定。

首先，此次的《征求意见稿》修改了《管理暂行办法》中的纯电动车乘用车积分算法，纯电动乘用车的积分计算规则不再以续航 150、250、350 公里为区间点计算，而改用线性公式  $0.012 \cdot R + 0.8$  计算，调整之后，积分计算规则更为合理。

表 18：积分计算最新规则

车辆类型	标准车型积分				备注
纯电动乘用车	$0.012 \cdot R + 0.8$				
纯电动乘用车 (旧版规则)	$80 \leq R < 150$	$150 \leq R < 250$	$250 \leq R < 350$	$R \geq 350$	1、R：纯电动模式下综合工况续航里程，单位：公里；
	2	3	4	5	2、标准车型积分上限：5分；
插电式混合动力乘用车	2				3、车型积分计算结果按四舍五入原则保留两位小数。
燃料电池乘用车	$250 \leq R < 350$		$R \geq 350$		
	4		5		

资料来源：工信部，安信证券研究中心

从不同续航的纯电动车获取的积分来看，《征求意见稿》的要求实际上有所提高，但对于整车厂商而言，每增加 1 公里续航里程的努力都将在最终获取的积分中显现，厂商将有动力追求更高的续航，并且在动力系统尚不能实现革命性突破的前提下，采用轻量化零部件将有助于续航里程的提升，提高厂商所获积分数值。

**表 19：不同续航纯电动乘用车单车新能源积分计算**

纯电动乘用车 单车新能源积分	续航 (KM)	80	100	150	183.3	250	266.7	≥350
	本次意见征求稿	1.76	2	2.6	3	3.8	4	5
	先前暂行办法	2	2	3	3	4	4	5

资料来源：工信部，安信证券研究中心

另外，根据《征求意见稿》对整车装备质量、电能消耗以及新能源积分倍率之间关系的规定，在保证续航的前提下，纯电动车电能消耗量也将是评价新能源车质量的一个重要指标，完善三者之间联系可以强化整车厂商在加速进行轻量化改造、降低能耗的信心。

**表 20：纯电动乘用车积分倍率规则**

整车装备质量与 能耗之间的关系	整车装备质量	能耗条件 1 (KWh)	能耗条件 2 (KWh)	积分倍率
	$m \leq 1000\text{kg}$	$Y \leq 0.014 \times m + 0.5$	$Y \leq 0.0098 \times m + 0.35$	
	$1000 < m \leq 1600\text{kg}$	$Y \leq 0.012 \times m + 2.5$	$Y \leq 0.0084 \times m + 1.75$	
	$m > 1600\text{kg}$	$Y \leq 0.005 \times m + 13.7$	$Y \leq 0.0035 \times m + 9.59$	
		×	-	0.5
是否满足条件 1/2		√	√	1.2
		其他情形		1.0

资料来源：工信部，安信证券研究中心

从具体的数值分析中可以看到，一辆整备质量为 2000Kg 的纯电动车，获得 0.5 倍积分的电能消耗量下限是 23.7KWh，而获得 1.2 倍积分的电能消耗量上限是 16.6 KWh，而在整车装备质量  $m > 1600\text{kg}$  的情况下，由于倍率计算系数较小而基数较大，质量减小对临界条件的影响不太明显，但实际电耗却会显著下降，因而在确保电能消耗量的前提下，对汽车进行轻量化改造将有效地提高纯电动车获取新能源积分的倍率。

**表 21：纯电动乘用车积分倍率情况**

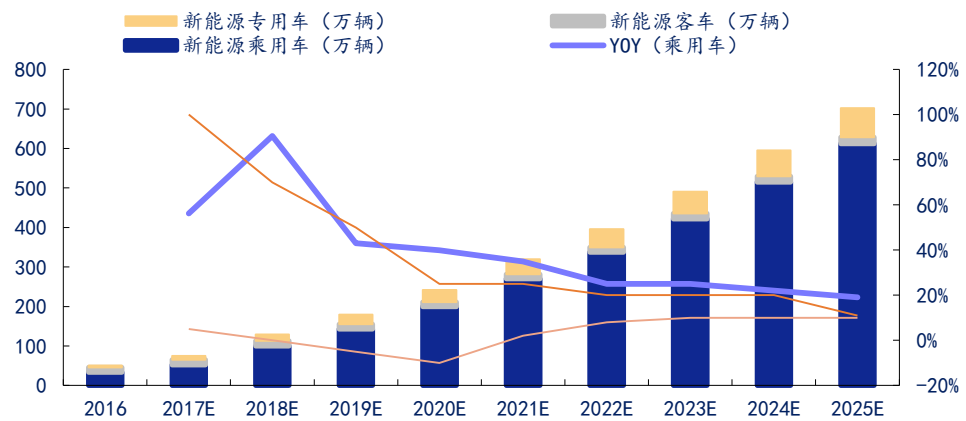
纯电动乘用车 整备质量 m (Kg)	0.5 倍			1.2 倍		
	系数	基数	临界电耗条件 1 (KWh)	系数	基数	临界电耗条件 2 (KWh)
800	0.014	0.5	11.7	0.0098	0.35	8.2
1000	0.014	0.5	14.5	0.0098	0.35	10.2
1300	0.012	2.5	18.1	0.0084	1.75	12.7
1600	0.014	2.5	21.7	0.0084	1.75	15.2
2000	0.005	13.7	23.7	0.0035	9.59	16.6

资料来源：乘联会，安信证券研究中心

本次《征求意见稿》的核心目的在于鼓励整车厂商对纯电动车进行轻量化改造，实现提高续航、降低能耗的目的，并且采取装备质量、电能消耗量以及积分倍率互动的方式避免部分厂商以增加电池装载量的方式提高续航，骗取积分。总体而言，《征求意见稿》对新能源车向轻量化、高续航化发展的引导作用已经显现，对保证新能源汽车产业长期、稳定、可持续发展具有重要意义。

**轻量化提高续航里程，解决新能源乘用车“里程焦虑”。**新能源乘用车作为目前新能源汽车的销售主力，近年来销量增长明显。2016 年我国新能源乘用车共销售 32.5 万辆，同比增长 84%；而根据积分制与《汽车产业中长期规划》的要求，预计到 2025 年我国新能源乘用车销量将超过 600 万辆，年复合增速超过 38%。

图 48: 2016-2025 年我国新能源各车型销量及同比



资料来源：乘联会，中汽协，安信证券研究中心预测

由于新能源乘用车主要面向 To C 端的消费者市场，因此如何缩小新能源乘用车与传统燃油车之间的驾驶体验差距是提升新能源乘用车销量的关键，而续航里程的长短对于消费者的驾驶体验的影响尤为明显，但目前消费者对于纯电动车仍存在一定的“里程焦虑”。虽然与主流燃油车相比纯电动车的续航略有不足，但随着特斯拉、比亚迪、北汽新能源等领先厂商的持续发力，续航里程接近燃油车的纯电动车预计很快就会面世，在彻底解决了“里程焦虑”之后，纯电动车的发展将迎来新纪元。

在目前高能量密度材料受限于产能、成本等因素而不能完全普及的情况下，采用轻量化材料将会是提高新能源乘用车续航的较优选择。以目前应用最为广泛的轻量化材料——铝合金为例，根据中国汽车技术研究中心的数据资料，目前燃油车中可使用铝合金的空间达 540kg，若实现铝合金的完全替代则可使整车质量减轻约 40%；对于新能源车而言，轻量化材料不仅可以应用于车身制造，而且可以通过替换电池结构材料、传动装置材料等进一步实现整车的轻量化。

表 22: 铝合金在新能源车中可应用的部件

铝合金可应用部件	具体应用
车身	高性能铝材车身骨架、高精铝板制蒙皮及车门
轮毂	铸造铝轮毂、锻造铝轮毂
底盘	高强度大截面铝型材结构件、铝合金锻件
防撞梁	高强度铝材防撞梁
电机驱/传动总成	-
动力电池系统	电池正极铝箔、电池铝壳、电池铝托盘、电池铝制箱体

资料来源：安铝力美，安信证券研究中心

例如，近年来大热的特斯拉 Model S 为了较长的续航能力，搭载了 500 公斤电池组，Model S 必须通过减轻车身降低整车质量，因此，Tesla Model S 的车身 95% 以上采用铝材；Model S 车架、悬架下摆臂和连杆、与底盘集成的电池外壳等都采用铝合金且镂空减重，并经锻造处理保证其强度。

表 23: 部分主流新能源汽车用铝情况

企业	车型	铝轻量化设计
比亚迪	腾势	铝合金减速机支架、电机壳体、电池组外壳
宝马	i 系列	铝制底盘（碳纤维车身）
北汽	E150 II	铝合金动力总成箱体、电机壳体
江淮	IEV5	铝合金动力总成箱体
长安	逸动电动版	安全横梁、控制臂

特斯拉	Model S	全铝设计，95%结构采用铝合金材料
-----	---------	-------------------

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

**轻量化提升续航里程效果明显。**根据奇瑞汽车实车测试数据显示，电动汽车减重 10%，平均续航能力可增加 5%-8%。而电子工程世界网的研究结果表明，在市区的运行工况下，平均车重 1600kg 的电动车如果减重 20%，能量消耗可以减少 15%。

**表 24：车重对续航里程的影响**

试验车总重量 (kg)	行驶里程 (km)	重量对比
1185	76	减重 10%
1317	71	正常重量
1448	67	增重 10%

资料来源：汽车之家，安信证券研究中心

**行业整治引领专用车轻量化进程，综合能耗降低催化客车轻量化。**2016 年《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》（新 GB1589）对各类商用车的载重做出了强制规定，其中受影响最大的莫过于物流车，加之政府对超载超限的打击力度不断提高，传统物流车运营已难以保证盈利，而目前部分整车厂商所推出的轻量化纯电物流车则可以完美应对当前对载重限制的政策。采用全铝车身的物流车的整车质量较传统物流车更轻，而载重量却可以实现提升。目前，国内领先的商用车制造厂商如中通客车等，已开始设计、生产新型轻量化物流车，预计随着未来整治力度的加大，轻量化物流车的前景将更加光明。

新能源客车向轻量化发展的动因主要是降低能耗。目前，东风汽车已实现全铝车身插电混合动力客车的量产，与同类钢制车身的客车相比，铝合金车身能减重 40%，整车质量下降 15.2%，典型工况能耗下降约 7.9%，经济性显著增加。

**图 49：中通客车“轻舟”系列全铝车身纯电物流车**



资料来源：方得网，安信证券研究中心

**图 50：上海申龙全铝车身混动客车**



资料来源：中国客车网，安信证券研究中心

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

### 4.1. 关键假设

- 1、假设 2017-2019 年 Model 3 成为特斯拉公司的主打产品，年销量快速增长。随着特斯拉工厂的建设，2017-2019 年 Model 3 销量分别为 4.7 万辆、30 万辆、40 万辆，Model S/X 的销量增速分别为 2%/5%。2017-2019 年公司供货价格参考 2016 年标准，并小幅下滑；
- 2、由于 2017 年公司与特斯拉就供应已满 3 年的产品重新签订了产品定价协议，汽车类产品毛利率将每年下降 1-3%，加之下游整车厂商对上游零部件厂商供应零件价格不断提高要求，假设 2017-2019 年之间公司汽车类业务毛利率每年将有所下降；
- 3、工业类业务受下游行业情况好转以及公司民用工业件销量增长带动，预计年稳定增长。

表 25：公司对特斯拉的销售收入预测

产品名称	每辆车需求量 (件)	2014				2015			
		销量 (万件)	销售额 (万元)	可生产车辆数 (辆)	占特斯拉当年交付量比例	销量 (万件)	销售额 (万元)	可生产车辆数 (辆)	占特斯拉当年交付量比例
变速箱箱体 1	2	-	-	-	-	4.41	1657.86	22037	44%
变速箱箱体 2	2	-	-	-	-	3.17	1207.25	15860	31%
变速箱悬挂 1	1	0.54	228.99	5360	16.93%	6.48	2832.41	64836	128%
变速箱悬挂 2	1	-	-	-	-	6.09	1358.46	60878	120%
变速箱悬挂 3	1	-	-	-	-	6.07	1090.82	60720	80%
小铝架	32	148.18	1591.79	46305	146.28%	182.94	2001.67	57167	113%
充电器壳体	1	-	-	-	-	-	1.79	36	0%
电动机端盖	2	-	-	-	-	3.28	540.5	16398	32%
充电器端盖	1	-	-	-	-	1	154.71	10000	20%
电动机壳体	1	-	-	-	-	3.03	554.37	30293	40%
销售额合计			1820.78				11399.84		
公司对特斯拉的销售收入			2862.13				17447.57		
占比			63.6%				65.3%		
单车价值量 (元)			770.98				3867.84		

产品名称	每辆车需求量 (件)	2016				2017E			
		销量 (万件)	销售额 (万元)	可生产车辆数 (辆)	占特斯拉当年交付量比例	销量 (万件)	销售额 (万元)	可生产车辆数 (万辆)	占特斯拉当年交付量比例
变速箱箱体 1	2	14.2	5434.94	71017	93%	23.4	8958.7	11.7	93%
变速箱箱体 2	2	12.16	4695.42	60808	80%	20.1	7774.7	10.1	80%
变速箱悬挂 1	1	5.11	2101.12	51060	67%	8.4	3466.8	8.4	67%
变速箱悬挂 2	1	7.46	1551.04	74613	98%	12.3	2564.1	12.3	98%
变速箱悬挂 3	1	7.4	1232.59	73971	97%	12.2	2033.2	12.2	97%
小铝架	32	272.24	2880.2	85076	112%	451.0	4771.6	14.1	112%
充电器壳体	1	3.09	1600.58	30893	41%	5.2	2672.6	5.2	41%

电动机端盖	2	8.92	1502.73	44575	58%	14.6	2459.2	7.3	58%
充电器端盖	1	8.81	1457.49	88080	116%	14.6	2415.0	14.6	116%
电动机壳体	1	6.67	1244.09	66717	88%	11.1	2065.5	11.1	88%
销售额合计			23700.2				39181.4		
公司对特斯拉的销售收入			31930.52				52241.9		
占比			74.2%				75%		
单车价值量(元)			3869.20				3868.84		

产品名称	每辆车需求量(件)	2018E				2019E			
		销量(万件)	销售额(万元)	可生产车辆数(万辆)	占特斯拉当年交付量比例	销量(万件)	销售额(万元)	可生产车辆数(万辆)	占特斯拉当年交付量比例
变速箱箱体1	2	51.2	17651.8	25.6	65.1%	69.8	24028.0	34.9	69.8%
变速箱箱体2	2	44.1	15319.0	22.0	56.0%	60.0	20852.6	30.0	60.0%
变速箱悬挂1	1	18.5	6830.9	18.5	46.9%	25.1	9298.3	25.1	50.3%
变速箱悬挂2	1	27.0	5052.2	27.0	68.6%	36.8	6877.2	36.8	73.5%
变速箱悬挂3	1	26.7	4006.2	26.7	67.9%	36.4	5453.3	36.4	72.8%
小铝架	32	987.4	9401.8	30.9	78.4%	1344.1	12797.9	42.0	84.0%
充电器壳体	1	11.3	5265.9	11.3	28.7%	15.4	7168.1	15.4	30.8%
电动机端盖	2	32.0	4845.6	16.0	40.6%	43.5	6595.9	21.8	43.5%
充电器端盖	1	32.0	4758.4	32.0	81.2%	43.5	6477.2	43.5	87.0%
电动机壳体	1	24.2	4069.9	24.2	61.6%	33.0	5540.0	33.0	66.0%
销售额合计			77201.5				105088.4		
公司对特斯拉的销售收入			102935.3				140117.8		
占比			75%				75%		
单车价值量(元)			3481.96				3481.96		

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心预测

## 4.2. 盈利预测

基于以上经营假设，通过模型测算得出旭升股份 2017/18/19 年收入为 8.09/13.59/17.81 亿元，增速为 42.2%/68.0%/31.1%；归属母公司所有者净利润 2.91/4.84/6.68 亿元，增速为 42.4%/66.9%/38.0%；EPS 为 0.72/1.21/1.67 元。当前股价对应 2017/18/19 年 PE 分别为 36/22/16。首次覆盖，给予买入-A 评级。公司 2016~2019 年间复合增速为 48.5%，综合考虑公司成长性、轻量化行业龙头地位及新股发行等因素，给予公司 2017 年 50 倍 PE，对应目标价 36.00 元。

表 26：旭升股份盈利预测

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	350.7	569.1	809.1	1,359.1	1,781.3
净利润	80.5	203.6	290.6	484.3	666.1
每股收益(元)	0.20	0.51	0.72	1.21	1.67
每股净资产(元)	0.79	1.29	2.09	3.30	4.97
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E



市盈率(倍)	129.9	51.3	36.0	21.6	15.6
市净率(倍)	32.9	20.3	12.5	7.9	5.3
净利润率	23.0%	35.8%	35.8%	35.6%	37.5%
净资产收益率	25.4%	39.4%	34.7%	36.7%	33.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>ROIC</b>	<b>36.4%</b>	<b>57.3%</b>	<b>72.2%</b>	<b>74.0%</b>	<b>80.5%</b>

资料来源: wind, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	350.7	569.1	809.1	1,359.1	1,781.3	<b>成长性</b>					
减:营业成本	204.5	287.8	396.2	671.9	864.1	营业收入增长率	86.5%	62.3%	42.2%	68.0%	31.1%
营业税费	1.6	6.3	9.0	15.1	19.8	营业利润增长率	146.3%	138.7%	46.0%	67.3%	38.1%
销售费用	5.2	7.5	9.8	15.1	18.0	净利润增长率	134.9%	152.9%	42.4%	66.9%	38.0%
管理费用	45.9	37.6	53.5	89.9	100.0	EBITDA 增长率	138.5%	125.2%	48.8%	71.1%	33.2%
财务费用	-2.4	-3.8	0.6	0.2	-2.6	EBIT 增长率	155.3%	140.8%	48.7%	67.1%	37.6%
资产减值损失	-0.4	2.9	2.9	2.9	2.9	NOPLAT 增长率	146.0%	148.6%	48.7%	67.1%	37.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	57.9%	18.0%	62.9%	26.5%	-2.0%
投资和汇兑收益	0.2	-	-	-	-	净资产增长率	56.9%	62.7%	62.1%	57.9%	50.6%
<b>营业利润</b>	96.7	230.8	337.0	564.0	779.1	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.9	8.2	3.4	4.4	5.3	毛利率	41.7%	49.4%	51.0%	50.6%	51.5%
<b>利润总额</b>	97.6	239.0	340.4	568.3	784.4	营业利润率	27.6%	40.6%	41.7%	41.5%	43.7%
减:所得税	17.1	35.4	50.4	84.1	116.1	净利润率	23.0%	35.8%	35.8%	35.6%	37.5%
<b>净利润</b>	80.5	203.6	290.0	484.2	668.3	EBITDA/营业收入	31.8%	44.2%	46.3%	47.1%	47.9%
						EBIT/营业收入	26.9%	39.9%	41.7%	41.5%	43.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	144	129	128	127	118
货币资金	18.9	99.2	216.9	527.2	1,209.3	流动营业资本周转天数	48	21	29	31	33
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	171	167	200	227	303
应收账款	111.0	157.4	224.1	416.7	423.2	应收账款周转天数	104	85	85	85	85
应收票据	0.4	0.9	0.9	2.1	1.8	存货周转天数	48	42	43	42	42
预付账款	0.6	1.5	1.4	3.6	2.8	总资产周转天数	422	395	417	397	440
存货	55.6	78.7	115.3	201.6	209.7	投资资本周转天数	283	233	233	195	164
其他流动资产	1.0	2.2	1.2	1.4	1.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	25.4%	39.4%	34.7%	36.7%	33.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	16.0%	27.3%	25.7%	26.0%	26.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	36.4%	57.3%	72.2%	74.0%	80.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	170.8	236.0	341.1	618.9	544.6	销售费用率	1.5%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%
在建工程	56.4	62.1	137.1	-	-	管理费用率	13.1%	6.6%	6.6%	6.6%	5.6%
无形资产	74.4	73.4	71.6	69.8	68.0	财务费用率	-0.7%	-0.7%	0.1%	0.0%	-0.1%
其他非流动资产	14.5	34.5	20.6	22.3	25.2	三费/营业收入	13.9%	7.3%	7.9%	7.7%	6.5%
<b>资产总额</b>	503.4	745.8	1,130.1	1,863.7	2,486.2	<b>偿债能力</b>					
短期债务	53.6	16.0	50.0	50.0	50.0	资产负债率	36.9%	30.8%	25.9%	29.1%	20.0%
应付账款	60.8	83.2	115.1	221.1	211.2	负债权益比	58.6%	44.5%	35.0%	41.1%	25.0%
应付票据	46.4	95.8	100.0	232.1	195.0	流动比率	1.02	1.49	1.92	2.13	3.73
其他流动负债	23.0	32.6	26.8	37.6	38.9	速动比率	0.72	1.15	1.52	1.76	3.31
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-39.10	-59.49	549.30	2,962.94	-300.66
其他非流动负债	2.2	1.9	1.4	1.8	1.7	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	186.0	229.5	293.2	542.6	496.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	165.0	359.0	400.6	400.6	400.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	144.8	146.2	436.2	920.4	1,588.7						
<b>股东权益</b>	317.4	516.3	836.8	1,321.0	1,989.3						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	80.5	203.6	290.0	484.2	668.3	EPS(元)	0.20	0.51	0.72	1.21	1.67
加:折旧和摊销	18.1	25.2	36.6	76.1	76.1	BVPS(元)	0.79	1.29	2.09	3.30	4.97
资产减值准备	-0.4	2.9	-	-	-	PE(X)	129.9	51.3	36.0	21.6	15.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	32.9	20.3	12.5	7.9	5.3
财务费用	-2.3	-3.7	0.6	0.2	-2.6	P/FCF	-365.1	99.5	142.8	33.5	15.3
投资损失	-0.2	-	-	-	-	P/S	29.8	18.4	12.9	7.7	5.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	27.4	15.6	10.9
营运资金的变动	-10.1	6.7	-58.5	-34.9	-62.3	CAGR(%)	81.9%	48.6%	103.8%	81.9%	48.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	90.5	247.4	268.7	525.6	679.5	PEG	1.6	1.1	0.3	0.3	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-117.4	-115.7	-215.0	-215.0	-	ROIC/WACC	3.5	5.5	6.9	7.1	7.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	28.5	-48.7	63.9	-0.2	2.6	REP	-	-	2.3	1.7	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

邓永康声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034