

# 旭升股份（603305）：特斯拉核心标的，业绩有望迎来拐点

## ——2019 年三季度报点评

2019 年 10 月 31 日

推荐/维持

旭升股份 公司报告

### 报告摘要：

**三季度报摘要：**旭升股份 2019 年前三季度营收 7.77 亿元，同比下滑 5.78%，其中第三季度营收 2.74 亿元，同比下降 17.53%；前三季度归母净利润 1.36 亿元，同比下滑 40.82%，其中第三季度归母净利润 0.51 亿元，同比下降 47.21%。公司前三季度毛利率 33.72%，同比下降 17%，其中第三季度毛利率 35.3%，同比下降 16%；前三季度净利率 17.51%，同比下降 37%，其中第三季度净利率 18.73%，同比下降 36%。

**受特斯拉销售车型调整，旭升业绩短期承压，长期逻辑不变。**我们认为，公司利润率下降的主要原因是受到了主要客户特斯拉调整销售车型的影响，2019 年 Q3，特斯拉产销量为 9.6/9.7 万量，再创历史新高，对于旭升而言单车价值量更高的 Model X/S 车型销量下滑 40% 左右，价值量略低的 Model 3 成为主力。因此导致旭升业绩承压，但特斯拉上海工厂建设完成，国产 Model 3 开放预订，公司作为特斯拉产业链的受益企业，长期成长逻辑不变。

**轻量化龙头，新客户+新产能，将带来新动力。**公司是铝合金轻量化行业的龙头企业。公司从事精密铝合金汽车零部件的生产、销售，铝合金是汽车轻量化最广泛应用的技术。公司在与特斯拉原有业务基础上，获得中国区的增量业务。在国内，拓展新能源汽车厂商和新能源汽车零部件供应领域的客户；同时，加强欧洲区域的市场开拓，与包括宝马、奔驰、奥迪、保时捷、采埃孚等公司建立合作。公司建设新能源汽车精密铸锻件项目及汽车轻量化零部件制造项目，建成后可新增 685 万件铸锻件产能及满足 700 万件汽车轻量化零部件产品的加工需求。

**盈利预测：**预计公司 2019-2021 年营收分别为 12.19、15.06、18.90 亿元，归母净利润分别为 2.53、2.98、3.58 亿元，EPS 分别为 0.63、0.74、0.89 元，对应 PE 为 38.66、32.76、27.31。维持“推荐”评级。

**风险提示：**乘用车消费不及预期；原材料价格大幅上涨。

### 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	738.89	1,095.59	1,219.40	1,505.95	1,889.97
增长率(%)	29.84%	48.27%	11.30%	23.50%	25.50%
净利润(百万元)	222.12	293.72	252.83	298.34	357.97
增长率(%)	9.09%	32.23%	-13.92%	18.00%	19.99%
净资产收益率(%)	19.34%	20.32%	15.76%	16.03%	16.51%
每股收益(元)	0.59	0.73	0.63	0.74	0.89
PE	41.36	33.42	38.66	32.76	27.31
PB	8.51	6.76	6.09	5.25	4.51

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 公司简介：

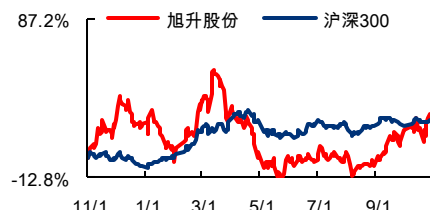
旭升股份是新能源汽车和汽车轻量化领域的龙头企业，主要从事热成型压铸和锻造的精密铝合金汽车零部件和工业铝合金零件。公司拥有特斯拉、长城、采埃孚、宁德时代、北极星、江淮、蔚来、麦格纳等客户，荣获特斯拉“杰出合作伙伴”。

**未来 3-6 个月重大事项提示：**

### 交易数据

52 周股价区间(元)	30.85-22.62
总市值(亿元)	123.59
流通市值(亿元)	19.52
总股本/流通 A 股(万股)	40060/6327
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	5.42

### 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 首席分析师：郑丹丹

021-25102903 zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519070001

### 分析师：李远山

010-66554024 liyshan@dxzq.net.cn

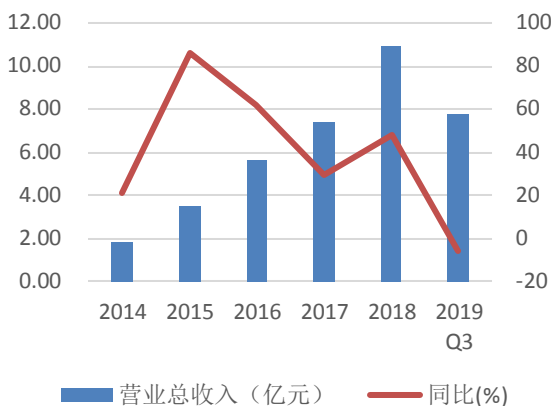
执业证书编号：S1480519040001

### 研究助理：张阳

010-66554016 zhangyang\_yjs@dxzq.net.cn

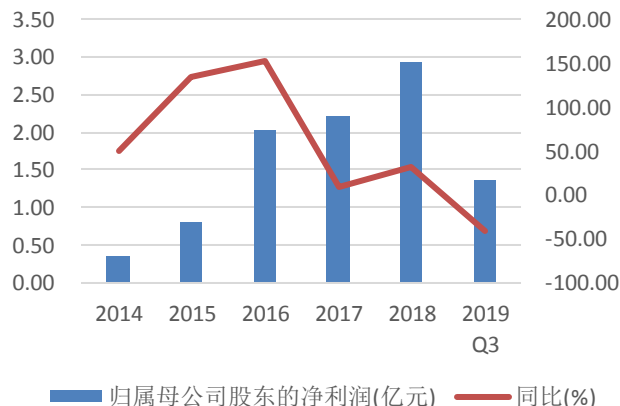
旭升股份 2019 年前三季度营收 7.77 亿元, 同比下滑 5.78%; 归母净利润 1.36 亿元, 同比下滑 40.82%。

图 1: 旭升股份营收及同比增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 2: 旭升股份归母净利润及同比增速



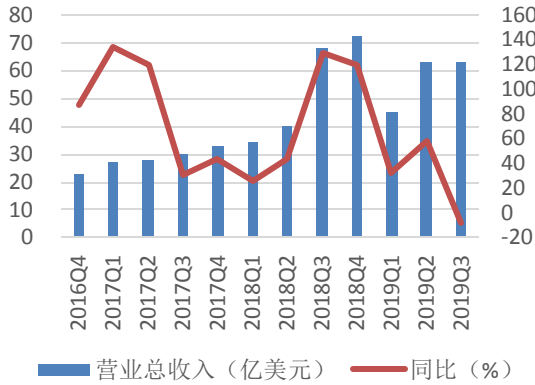
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

2019 年前三季度公司综合毛利率为 33.72%, 较去年同比下降 16.84%。

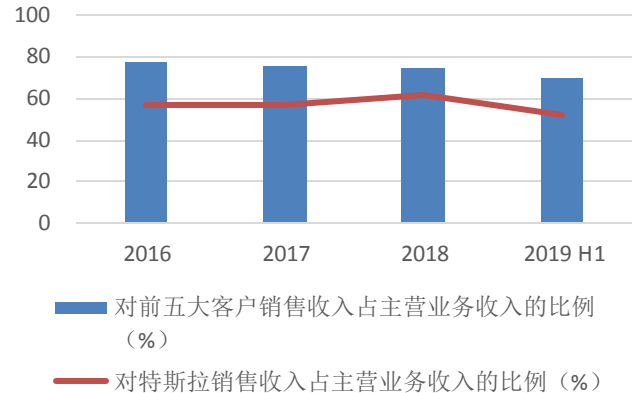
业绩下滑主要原因是由于公司主要客户特斯拉的销售车型调整。Model 3 产品占比上升, Model X/S 低配车型的优化和改良, 导致公司对 Model X/S 产品供应零件的收入占比下降。相较于 Model X/S, Model 3 车型的单车价值相对较低。

**特斯拉 Q3 业绩超预期, 上海工厂试生产, 或明显拉动产业链价值。** 特斯拉前三季度实现营业收入 172 亿美元, 同比增长 20.78%。其中, 第三季度实现营业收入 63 亿美元, 净利润 1.43 亿美元, 净利率为 2.38%, 较第二季度环比提升 8.51 个百分点, 成为 2019 年首个盈利季度。2019 年 10 月特斯拉上海工厂已经建设完成, 设计产能为 15 万辆。第一辆 Model 3 已经在上海工厂下线, 有望在今年年底正式投产。随着特斯拉中国工厂的投入生产, Model X/S 及国产 Model 3 车型出货量的将逐渐稳定, 特斯拉的业绩预计保持增长趋势, 将受益于国内产业链。

2013 年, 旭升股份开始与特斯拉合作, 向特斯拉 Model S/X 车型供货。近三年, 公司对特斯拉的销售收入占总销售收入的比例均在 50% 以上, 成功打入特斯拉供应链。公司已经成为 Model X/S 和 Model 3 车型多种零部件供应商, 未来有望争取到 Model Y 车型订单。

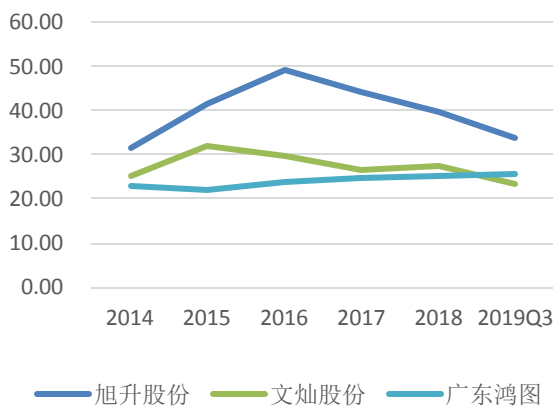
**图 3: 特斯拉季度营收情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

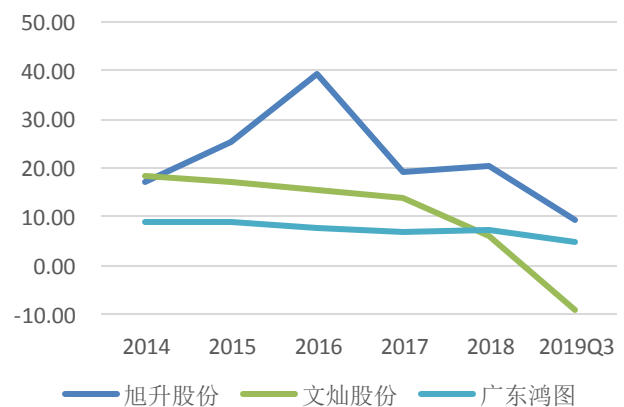
**图 4: 旭升股份主营收入中对特斯拉销售收入占比情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司是国内轻量化龙头, “新客户+新产能” 将带来新动力。精密铝制零件在新能源汽车轻量化技术中广泛应用, 公司致力于铝制汽车零部件的研究开发与销售。通过向新能源汽车行业领军企业特斯拉供货, 现已处于轻量化行业的龙头地位。在建新能源汽车精密铸锻件项目 (二期) 及汽车轻量化零部件制造项目, 建成后可新增 685 万件铸锻件产能并满足 700 万件汽车轻量化零部件产品的加工需求。旭升股份近年来拓展新能源汽车市场, 与多家海内外公司建立合作关系。在与特斯拉、采埃孚、海天塑机建立长期合作伙伴关系的基础上, 积极开展与宝马、奔驰、奥迪、福特、保时捷、克莱斯勒等整车厂或其一级供应商的合作。与新客户合作的展开将为新产能的消化奠定基础, 为公司增长提供新动力。

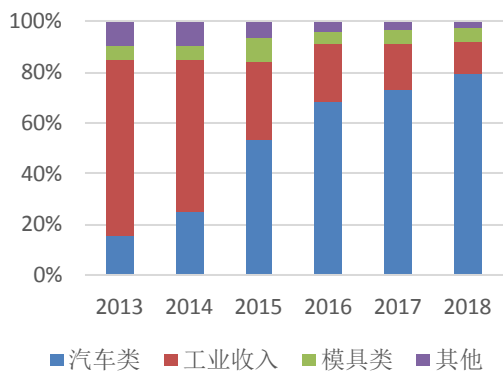
**图 5: 毛利率与同业对比**


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

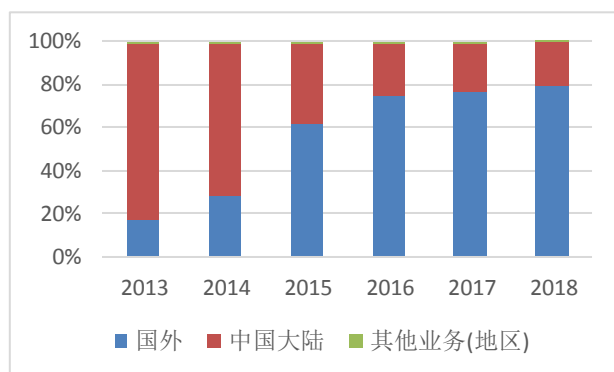
**图 6: ROE (摊薄) 与同业对比**


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

**图 7: 旭升股份主营业务占比情况**
**图 8: 旭升股份营业收入国内外占比情况**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	708	1262	1429	1760	2324	<b>营业收入</b>	739	1096	1219	1506	1890
货币资金	238	696	774	956	1320	<b>营业成本</b>	411	661	817	1024	1304
应收账款	169	249	277	342	429	营业税金及附加	4	9	10	13	16
其他应收款	9	15	16	20	25	营业费用	12	13	21	26	32
预付款项	2	7	13	21	30	管理费用	59	41	73	90	113
存货	138	231	285	357	455	财务费用	3	-9	5	6	8
其他流动资产	150	62	62	62	62	研发费用	1.94	5.84	3.56	3.78	4.39
<b>非流动资产合计</b>	722	1147	1355	1290	1226	资产减值损失	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	2.81	3.45	3.45	3.45	3.45
固定资产	506.39	649.76	951.38	887.05	822.72	投资净收益	258	342	293	347	416
无形资产	73	122	232	232	232	加: 其他收益	2.57	0.05	1.31	0.68	0.99
其他非流动资产	58	171	171	171	171	<b>营业利润</b>	0.26	0.55	0.40	0.48	0.44
<b>资产总计</b>	1431	2410	2784	3050	3550	营业外收入	260	342	294	347	416
<b>流动负债合计</b>	275	569	727	737	929	营业外支出	38	48	41	49	58
短期借款	0	100	147	7	0	<b>利润总额</b>	222	294	253	298	358
应付账款	146	192	233	293	373	所得税	0	0	0	0	0
预收款项	19	40	62	91	126	<b>净利润</b>	222	294	253	298	358
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	少数股东损益	369	510	375	440	511
<b>非流动负债合计</b>	7	395	394	394	394	归属母公司净利润	0.59	0.73	0.63	0.74	0.89
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	377	377	377	377		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	282	965	1122	1132	1324	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	29.84%	48.27%	11.30%	23.50%	25.50%
实收资本(或股本)	401	401	401	401	401	营业利润增长	11.75%	32.64%	-14.31%	18.30%	19.90%
资本公积	385	385	385	385	385	归属于母公司净利	-13.92%	18.00%	-13.92%	18.00%	19.99%
未分配利润	298	523	672	848	1060	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	1149	1445	1604	1861	2168	毛利率(%)	44.43%	39.65%	33.00%	32.00%	31.00%
<b>负债和所有者权益</b>	1431	2410	2784	3050	3550	净利率(%)	30.06%	26.81%	20.73%	19.81%	18.94%
<b>现金流量表</b>						单位: 百万元					
						总资产净利润(%)	6.87%	15.53%	12.19%	9.08%	9.78%
						ROE(%)	19.34%	20.32%	15.76%	16.03%	16.51%
<b>经营活动现金流</b>	244	392	355	393	453	<b>偿债能力</b>					
净利润	222	294	253	298	358	资产负债率(%)	20%	40%	40%	37%	37%
折旧摊销	108.32	177.73	0.00	64.33	64.33	流动比率	2.58	2.22	1.97	2.39	2.50
财务费用	3	-9	5	6	8	速动比率	2.07	1.81	1.57	1.90	2.01
应付帐款的变化	0	0	-28	-65	-87	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	23	28	35	总资产周转率	0.68	0.57	0.47	0.52	0.57
<b>投资活动现金流</b>	-493	-715	-282	-23	-24	应收账款周转率	5	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.45	6.49	5.74	5.73	5.68
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	3	3	3	3	3	每股收益(最新摊	0.59	0.73	0.63	0.74	0.89
<b>筹资活动现金流</b>	388	472	6	-188	-65	每股净现金流(最	0.35	0.37	0.20	0.45	0.91
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	2.87	3.61	4.01	4.64	5.41
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	42	0	0	0	0	P/E	41.36	33.42	38.66	32.76	27.31
资本公积增加	385	0	0	0	0	P/B	8.51	6.76	6.09	5.25	4.51
<b>现金净增加额</b>	139	150	79	182	364	EV/EBITDA	25.85	18.72	25.43	20.90	17.29

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版与 2017 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

### 分析师：李远山

西安交通大学学士，清华大学核能科学与工程硕士，曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作，2016 年加入新时代证券研究所，2019 年加入东兴证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。

## 研究助理简介

### 张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事电力设备新能源行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。