

## Tesla 爆款不断，公司业绩有望持续受益

增持|维持

——旭升股份 2019 年报点评

### 事件:

2020年4月8日旭升股份发布2019年年度报告,2019年公司实现营业收入10.97亿元,同比增长0.15%;实现归母净利润2.07亿元,同比下降29.66%。

#### ● Q4 业绩符合预期,但毛利率下行,费用率上升

2019 Q4 公司实现营业收入 3.2 亿元,同比增长 18.2%;实现归母净利润 7051.7 万元,同比增长 10.6%,Q4 业绩增长主要受到特斯拉销量上升的推动。公司产品毛利率 33.53%,其中内销产品毛利率 14.77%,外销产品毛利率 39.18%,综合毛利率较去年同比小幅下降 5.69%,主要系公司厂房、设备折旧费用增加所致;另外,特斯拉 Model 3 定位为普及型产品,并且销售占比高于豪华型的 Model X/S 也导致了公司配给 Model 3 的产品毛利率相对较低。此外,公司 2019 年三费费用率为 12.6%,较 2018 年同比上涨 4.5pct,主要由于公司开发的新客户需要公司承担运费和报关费用,导致了销售费用同比增长 60.4%;由于管理人员增加导致了管理费用上涨 47.1%;由于可转债利息增加导致了财务费用增加 197.21%。

#### ● 2020 年 Tesla 产量持续增长,公司产品有望受益

2020 Q1 Tesla 公布生产交付情况,实现产量 10.27 万辆,同比增长 33.17%;其中 Model S/X 产量 1.54 万辆、Model 3/Y 产量 8.73 万辆,分别同比增长 8.76%和 38.65%;其中 Model 3/Y 的环比增速高于 S/X,分别为-14.18%和+0.37%。Tesla 全部车型 2020Q1 产量达到了 8.84 万辆,Model 3/Y 7.62 万辆的产量也远超过了 Model S/X 1.22 万辆的产量。Model 3 从今年 1 月交付,预计 2020 年全球产量有望达到 42 万辆,Model Y 1 月份开始量产,3 月提前开始交付,超出市场预期。2017-2019 年公司业务收入 50%-60%来自于特斯拉的生产配套,受到 Tesla 爆款车型推出的影响,未来业绩有望进一步提升。

#### ● 新客户拓展、产能优化,公司未来业务发展可期

公司抓住特斯拉在中国设厂的机遇,取得特斯拉中国区域的增量业务,降低中美贸易摩擦及关税措施对公司的整体影响;同时,与北极星、宁德时代、长城汽车、伊顿、法雷奥-西门子、伟创力开拓合作,并于 19 年获得广汽新能源减速器壳体定点。我们预计 2020-2022 年归母净利润为 2.85 亿元、3.56 亿元和 4.79 亿元,对应 PE 55x、44x 和 33x,维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

宏观经济增长不及预期、汽车销量不及预期、全球疫情控制不及预期、公司业务拓展不及预期等。

### 附表:盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1096	1097	1452	1872	2515
收入同比(%)	48	0	32	29	34
归母净利润(百万元)	294	207	285	356	479
归母净利润同比(%)	32	-30	38	25	35
ROE(%)	20.3	13.3	15.7	16.5	18.4
每股收益(元)	0.73	0.52	0.71	0.89	1.20
市盈率(P/E)	53.70	76.34	55.37	44.31	32.94

资料来源:Wind,国元证券研究中心

当前价/目标价: 40.15 元/40.15 元

目标期限: 6 个月

### 基本数据

52 周最高/最低价(元): 58.59 / 21.57

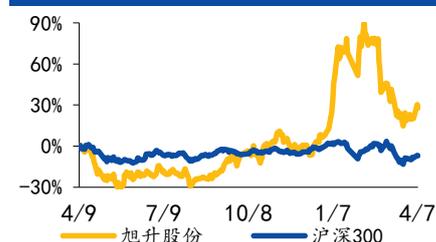
A 股流通股(百万股): 77.37

A 股总股本(百万股): 414.70

流通市值(百万元): 3045.91

总市值(百万元): 16326.85

### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

### 相关研究报告

《国元证券\*公司研究\*旭升股份(603305)季报点评:毛利率改善,期待特斯拉国产化后的高增长\*汽车与汽车零部件\*满在朋\*20191024》2019.10.24

《国元证券\*公司研究\*旭升股份(603305):2019H1 点评-价格下降业绩承压,期待特斯拉国产放量\*汽车与汽车零部件\*满在朋\*20190816》2019.08.17

### 报告作者

分析师 薛雨冰  
执业证书编号 S0020519120001  
电话 021-51097188-1952  
邮箱 xueyubing@gyzq.com.cn

分析师 满在朋  
执业证书编号 S0020519070001  
电话 021-51097188-1851  
邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1262	883	1261	1854	2621
现金	696	368	529	931	1395
应收账款	249	183	287	360	477
其他应收款	16	13	19	24	32
预付账款	7	8	10	14	18
存货	231	298	364	484	658
其他流动资产	64	12	53	41	41
<b>非流动资产</b>	1147	1614	1652	1617	1568
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	650	746	988	1051	1024
无形资产	122	213	270	334	399
其他非流动资产	376	655	394	232	144
<b>资产总计</b>	2410	2497	2913	3470	4189
<b>流动负债</b>	569	496	740	926	1196
短期借款	100	0	100	100	100
应付账款	192	220	296	382	519
其他流动负债	278	276	344	444	577
<b>非流动负债</b>	395	449	353	392	391
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	395	449	353	392	391
<b>负债合计</b>	965	944	1093	1318	1587
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	401	401	401	401	401
资本公积	385	385	385	385	385
留存收益	602	704	989	1311	1762
归属母公司股东权益	1445	1553	1820	2152	2602
<b>负债和股东权益</b>	2410	2497	2913	3470	4189

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	392	486	212	464	569
净利润	294	207	285	356	479
折旧摊销	60	83	81	102	112
财务费用	-9	9	4	6	6
投资损失	-3	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	35	169	-76	-11	-43
其他经营现金流	17	22	-78	16	20
<b>投资活动现金流</b>	-715	-296	-58	-65	-66
资本支出	506	662	0	0	0
长期投资	220	-360	0	0	0
其他投资现金流	11	6	-58	-65	-66
<b>筹资活动现金流</b>	472	-210	7	3	-39
短期借款	100	-100	100	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	372	-110	-93	3	-39
<b>现金净增加额</b>	154	-20	160	402	464

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1096	1097	1452	1872	2515
营业成本	661	724	963	1258	1701
营业税金及附加	9	5	9	12	14
营业费用	13	21	22	28	38
管理费用	41	61	90	116	155
研发费用	44	47	52	57	63
财务费用	-9	9	4	6	6
资产减值损失	-6	-7	-7	-7	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	4	4	4	4
<b>营业利润</b>	342	241	333	415	558
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	342	240	332	414	557
所得税	48	33	47	58	78
<b>净利润</b>	294	207	285	356	479
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	294	207	285	356	479
EBITDA	392	333	418	523	675
EPS (元)	0.73	0.52	0.71	0.89	1.20

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	48.3	0.1	32.3	28.9	34.4
营业利润 (%)	32.6	-29.6	38.2	24.7	34.4
归属母公司净利润 (%)	32.2	-29.7	37.9	25.0	34.5
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	39.6	34.0	33.7	32.8	32.4
净利率 (%)	26.8	18.8	19.6	19.0	19.0
ROE (%)	20.3	13.3	15.7	16.5	18.4
ROIC (%)	26.6	13.3	17.3	22.1	29.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	40.0	37.8	37.5	38.0	37.9
净负债比率 (%)	10.37	0.03	9.16	7.60	6.32
流动比率	2.22	1.78	1.70	2.00	2.19
速动比率	1.81	1.17	1.20	1.47	1.63
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.57	0.45	0.54	0.59	0.66
应收账款周转率	5	5	6	5	6
应付账款周转率	3.92	3.52	3.73	3.71	3.78
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.73	0.52	0.71	0.89	1.20
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.98	1.21	0.53	1.16	1.42
每股净资产 (最新摊薄)	3.61	3.88	4.54	5.37	6.50
<b>估值比率</b>					
P/E	53.70	76.34	55.37	44.31	32.94
P/B	10.91	10.16	8.67	7.33	6.06
EV/EBITDA	42	49	39	31	24

\*国元持仓披露: 未达到 1%或以上, 无需披露。

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188