

增持（维持）

日期：2020 年 08 月 28 日

精密铝制部件领军企业，深度受益于新能源汽车轻量化发展

——旭升股份（603305）深度报告

报告关键要素：

公司为铝压铸件优质企业，在新能源汽车和汽车轻量化领域具有明显的先发优势，上市以来公司产能持续扩张、生产工艺延伸丰富、客户结构不断优化，随着汽车电动化、轻量化发展趋势，公司业务有望规模有望快速增长。

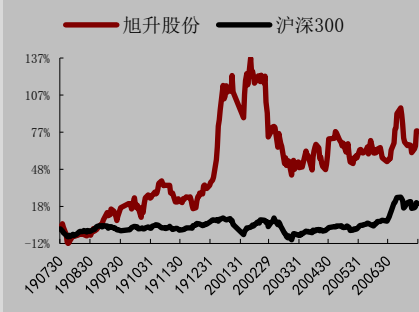
投资要点：

- **铝合金压铸件细分领域优质企业，生产规模持续扩张：**公司为国内铝合金精密压铸件细分领域优质企业，主导产品包括新能源汽车变速系统、传动系统、电池系统、悬挂系统等精密机械加工零部件，2013 年全面转型新能源汽车领域，并打入进入特斯拉供应体系，随着特斯拉供应品类的深入、产能的爬坡及其他客户的良好拓展，公司业绩自上市以来基本维持高速增长。得益于公司卡位新能源汽车产业的先发优势及客户结构的优质，与同行业上市公司相比，公司盈利能力居行业可比公司前列，且产能利用率维持在 80%以上的高位水平，为满足客户需求，公司通过 IPO、可转债、定向增发等募投项目扩张产能、延伸工艺、丰富产品结构，进一步巩固公司在汽车轻量化及新能源汽车领域的领先优势，随着产能的逐步释放，预计公司业绩有望维持高增长。
- **汽车电动化、轻量化发展趋势将驱动公司业务高速增长：**汽车轻量化有助传统燃油车节能减排，有利于电动车增加续航里程，国内汽车用铝量明显低于发达国家水平，预计随着汽车轻量化发展趋势及轻量化技术工艺的进步，国内铝制零部件单车用量将在汽车上得到明显的提升。公司在轻量化、新能源汽车领域具有明显的先发优势，2013 年即打入特斯拉供应链，预计随着特斯拉多种爆款车型推出及特斯拉产能的持续扩张将有效带动公司业务规模的提升。公司铝制零部件工艺由压铸向锻造、挤压等延伸丰富，模块化、系统化供货能力明显提升，且客户结构由单一依靠特斯拉向北美、欧洲、亚太等三大区域拓展，非特斯拉客户收入占比持续提升，预计随着汽车电动化、轻量化发展趋势，公司轻量化铝制零部件全球市场份额有望持续提升。

基础数据

行业	汽车
公司网址	
大股东/持股	宁波梅山保税港区旭晟控股有限公司 /32.45%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	447.04
流通A股（百万股）	414.70
收盘价（元）	41.01
总市值（亿元）	183.33
流通A股市值（亿元）	170.07

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020 年 08 月 26 日

相关研究

万联证券研究所 20181102_公司点评报告
_AAA_旭升股份（603305）点评报告
万联证券研究所 20180807_公司点评报告
_AAA_旭升股份（603305）点评报告

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	10.97	14.96	18.90	23.37
增长比率(%)	0.1%	36.4%	26.3%	23.7%
净利润(亿元)	2.07	3.24	4.18	5.19
增长比率(%)	-29.7%	56.9%	28.9%	24.2%
每股收益(元)	0.46	0.73	0.93	1.16
市盈率(倍)	89.3	56.9	44.2	35.6

资料来源：WIND，万联证券

- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年营业总收入分别为 15.0 亿元、18.9 亿元和 23.4 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 3.2 亿元、4.2 亿元和 5.2 亿元，EPS 分别为 0.73 元、0.93 元和 1.16 元，对应的 PE 是 56.9 倍、44.2 倍和 35.6 倍。考虑到公司轻量化零部件广阔成长空间及受益于公司新能源汽车领先优势、客户的良好拓展，给予“增持”评级。
- **风险提示：**国内汽车销量严重下滑，特斯拉销量不及预期，新客户拓展不及预期。

万联证券

目录

1、公司概况：国内铝合金精密铸件优质企业	4
1.1 主营业务：新能源汽车铝合金零部件为公司主要产品	4
1.2 发展历程：乘新能源汽车发展东风，未来有望实现腾飞	5
1.3 股权结构：创始人绝对控股，股权结构稳定	5
2、业绩增长良好，生产规模持续扩张	6
2.1 受特斯拉等核心客户销量的带动，公司业绩高速发展	6
2.2 盈利能力居行业前列，多举措降本增效增强成本控制能力	8
2.3 产能率用率维持高位，定增扩大产能保障中长期增长	9
3、汽车电动化、轻量化发展趋势将驱动公司业务高速增长	10
3.1 节能及电动化大趋势促进轻量化铝制零部件用量的提升	10
3.2 新能源核心客户特斯拉销量的提升将持续带动公司收入规模的增长	12
3.3 产品线不断丰富增强核心竞争力，非特斯拉客户的良好拓展佐证实力	14
4、盈利预测及投资建议	16
5、风险提示	17
图表 1：公司主要产品	4
图表 2：公司产品在新能源汽车应用	5
图表 3：公司股权结构	6
图表 4：近年来营收情况（亿元）	7
图表 5：近年来归母净利润情况（亿元）	7
图表 6：公司收入构成情况	7
图表 7：公司海内外收入情况	7
图表 8：公司销售毛利率及净利率	8
图表 9：公司期间费用率	8
图表 10：销售毛利率居可比公司前列	8
图表 11：销售净利率居可比公司前列	8
图表 12：公司的产能及产能利用率（万小时）	10
图表 13：公司产销量情况	10
图表 14：公司产能持续扩张	10
图表 15：荣威 Marvel X 底盘使用较多的铝合金	11
图表 16：Model 3 车身材料分布	11
图表 17：汽车用铝含量演进（2016-2025）	11
图表 18：汽车单车铝合金用量有望提升	12
图表 19：公司为特斯拉供应产品情况	13
图表 20：2016 年公司为特斯拉销售的主要产品	13
图表 21：公司对特斯拉销售情况（万元）	14
图表 22：特斯拉交付量预计（辆）	14
图表 23：锻压件在汽车底盘的应用情况	14
图表 24：底盘悬架系统铝锻件应用快速增长	15
图表 25：铝合金锻件在各价位车型中的应用比例	15

1、公司概况：国内铝合金精密铸件优质企业

1.1 主营业务：新能源汽车铝合金零部件为公司主要产品

宁波旭升汽车技术股份有限公司（简称：旭升股份），前身宁波旭升机械有限公司成立于2003年，2005年公司由旭升机械更名成立，2017年7月公司在上交所上市。公司主要从事精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产、销售业务，主要致力于新能源汽车和汽车轻量化领域，主导产品包括新能源汽车变速系统、传动系统、电池系统、悬挂系统等核心系统的精密机械加工零部件。公司作为铝压铸细分行业的优质企业，其压铸产品广泛应用于汽车、家电、航空和机械等精密电子器件上，客户覆盖北美、欧洲及亚太三大区域，与特斯拉、北极星、采埃孚、宝马、宁德时代、广汽、法雷奥-西门子等国内外知名厂商建立了长期稳定的合作关系，未来公司将坚持节能减排、绿色出行总方针，做精做强铝制汽车零部件业务，成为全球领先的新能源汽车生产商及世界一流的汽车轻量化零部件系统集成供应商。

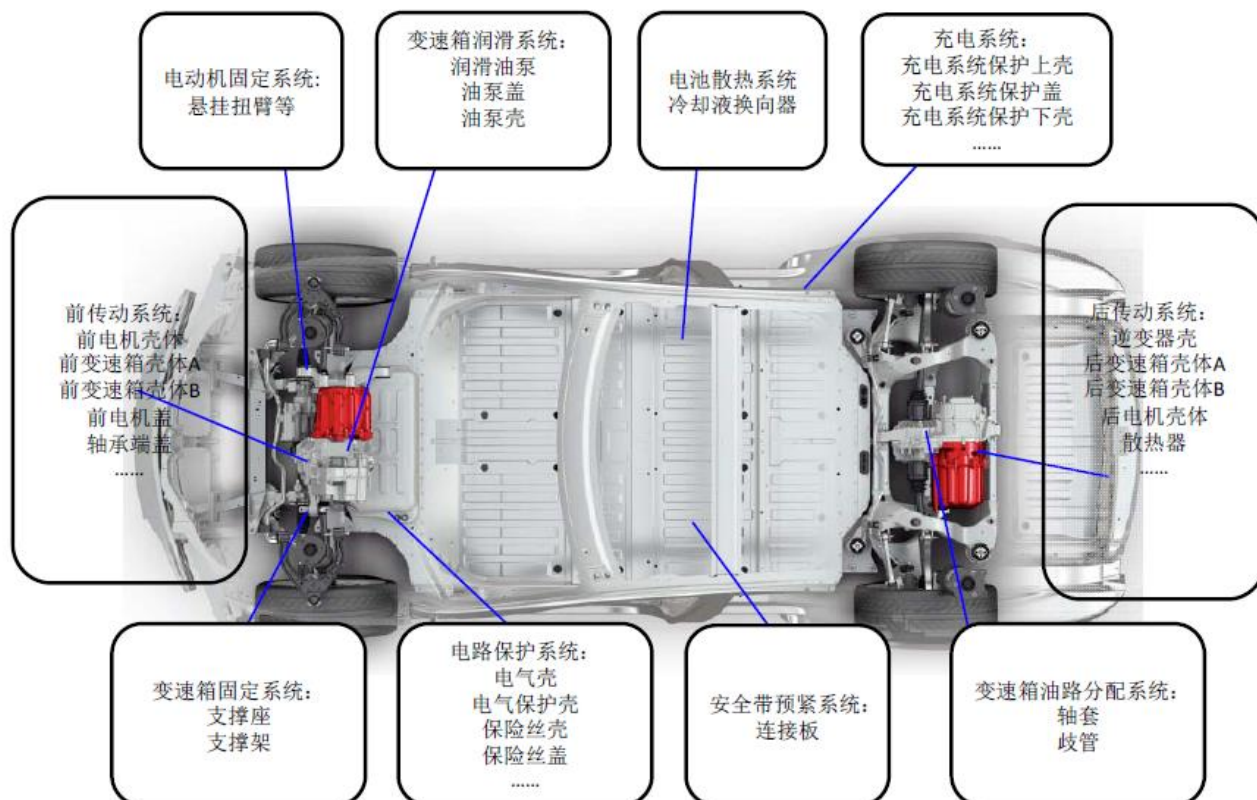
铝合金压铸产品多样，新能源汽车零部件成主要产品。公司产品可以分为四类，包括：1. 汽车类：新能源汽车传动系统的变速箱箱体、悬挂系统的电动机悬挂、电池系统的电池组外壳、电气系统的电子元件保护外壳等新能源汽车产品和液压油泵、车门支架等传统汽车产品；2. 工业类：高压清洗机泵头、电机外壳和灯具外壳等产品；3. 模具类：各类模具如变速箱体模具、注塑机零部件模具等；4. 其他类。2013年以来，公司抓住新能源汽车的发展机遇，致力于研发新能源汽车动力系统、传统系统、电池系统等核心系统轻量化，在变速箱、电池等关键零部件方面实现了多项技术和工艺的突破，至2016年新能源汽车铸铝零部件已成为公司的主要产品。

图表1：公司主要产品

产品类别	主要产品项目	典型产品
汽车类	新能源汽车变速系统	变速箱箱体
	新能源汽车悬挂系统	电动机固定支架、悬挂扭臂
	新能源汽车电池系统	电池组外壳、箱体、冷却系统组件
	新能源汽车电气系统	电子元件保护外壳
	新能源汽车液压系统	油泵组件
	传统汽车外饰	车门支架
	传统汽车扭力转向系统	扭力转向器导轮
工业类	清洗机配件	高压清洗机泵头、马达
	电机配件	电机外壳
	注塑机配件	注塑机加料冷却器
	灯具配件	灯具外壳
模具类	各类模具	变速箱体模具、注塑机零部件模具等

资料来源：公司公告，万联证券

图2：公司产品在新能源汽车应用



资料来源：公司公告，万联证券

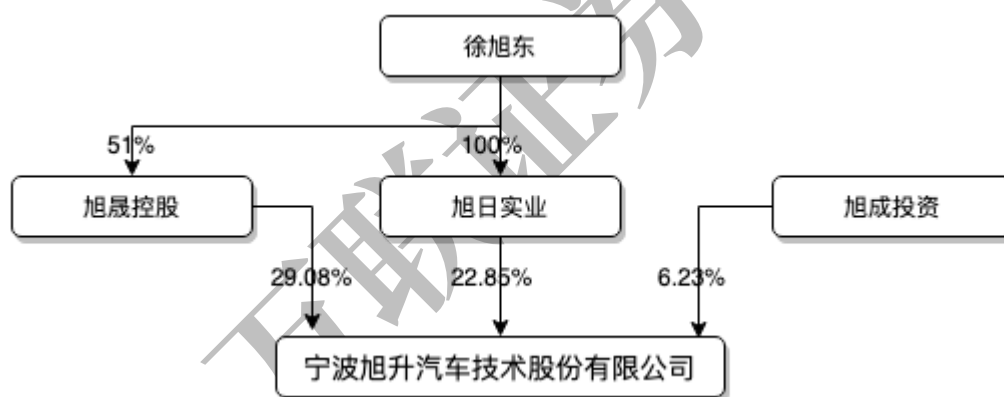
1.2发展历程：乘新能源汽车发展东风，未来有望实现腾飞

公司自设立以来，一直从事压铸和精密加工工艺生产铝制零部件，初始阶段从模具的加工业延伸至铝压铸工业件，并完成技术的技术积累及客户的拓展，创立之初（2003年）即与海天塑机集团建立了长期稳定的合作关系，向其销售注塑机配件，包括分水块、冷却器、固定架等；2005年开始与上海艾热性能泵有限公司合作，为其供应高压清洗机泵头、泵体等；2009年开始进军汽车零配件领域，与AmTech International合作向其销售克莱斯勒、采埃孚等所需的变速箱止推垫片等。**比较重要的发展节点是从2013年开始，公司抓住新能源汽车发展大趋势全面转型进军新能源汽车领域，并成为特斯拉一级供应商，为其配套从个别零部件到深入供货涵盖变速箱箱体、电动机壳体、电池外壳、冷却系统组件、电子元器件保护外壳、液压油泵组件等多系统配件产品，实现了新能源汽车动力系统、传统系统、电池系统等核心系统的轻量化关键技术和工艺的突破，为公司全面转型发展汽车轻量化及新能源汽车铝制零部件业务奠定了坚实的基础。**由于全球汽车电动化、轻量化趋势明确且前景广阔，未来公司将凭借在新能源汽车铸铝轻量化领域的深厚技术积累及与知名客户特斯拉深入合作的标杆示范影响下，逐步提高轻量化系统集成度及拓展其他客户，从而成为全球领先的新能源汽车轻量化铸铝部件生产商。

1.3股权结构：创始人绝对控股，股权结构稳定

股权高度集中，管理高效便于迅速成长。公司的创始人及实际控制人为徐旭东先生，其直接持有公司17.31%的股份，并通过控制旭晨控股和旭日实业间接持有公司51.93%的股权，合计控制公司69.24%的股权，另外一致行动人旭成投资为公司高管、核心员工及亲属持股平台，其直接持有公司6.23%的股权，总体来看，公司实际控制人绝对控制公司股权，股权结构稳定且高度集中，实际控制人自公司成立以来一直参与公司管理，对公司业务发展方向、行业发展趋势等拥有较为深刻的认知，对于成长期公司来说，创始人高度集中的股权结构更有利于执行高效的公司决策，从而便于公司迅速成长。

图表3：公司股权结构



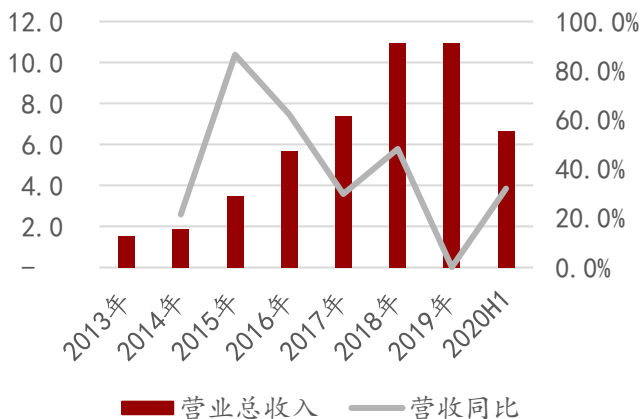
资料来源：公司公告，万联证券

2、业绩增长良好，生产规模持续扩张

2.1受特斯拉等核心客户销量的带动，公司业绩高速发展

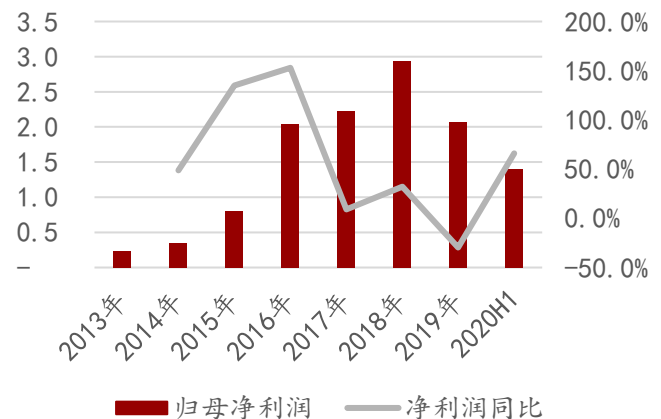
除2019年外，上市以来公司业绩高速发展。2013-2018年公司业绩处于高速发展阶段，其中营业总收入由1.5亿元增长至11.0亿元，CAGR达到47.9%，归母净利润由0.2亿元增长至2.9亿元，CAGR达到66.4%，主要是因为2013年以来公司全面转型新能源汽车领域，进入特斯拉供应体系，随着特斯拉供应品类的深入、产能的爬坡及其他客户的良好拓展，带动公司业务规模的不断提升。2019年，公司实现营业总收入11.0亿元，同比微增长0.1%，归属于上市公司股东的净利润2.1亿元，同比增长-29.7%，业绩暂时性承压，主要是国内汽车行业景气度下行及汽车类收入中对特斯拉Model 3产品占比的提升带来的毛利率下降的影响。我们认为公司业绩暂时性承压阶段已然过去，一方面，纵使是在海内外疫情严峻形势之下，公司依然实现了较为难得的逆势大幅增长彰显了公司强大市场拓展能力，2020年上半年公司实现营业总收入6.6亿元，同比增长32.1%，归属于上市公司股东的净利润1.4亿元，同比增长66.0%，主要是特斯拉上海工厂Model 3、美国工厂Model Y的量产，以及采埃孚、北极星等核心客户销量良好增长带动公司业绩的回升。另一方面，深度绑定的国产特斯拉配套系统部件的增加带来单车价值量的提升及特斯拉Model Y的国产、产能的扩张将持续拉动公司销售规模的提升，此外北极星、宁德时代等非特斯拉客户新项目新产品的量产也将持续贡献业绩增量。

图表4：近年来营收情况（亿元）



资料来源：WIND，万联证券

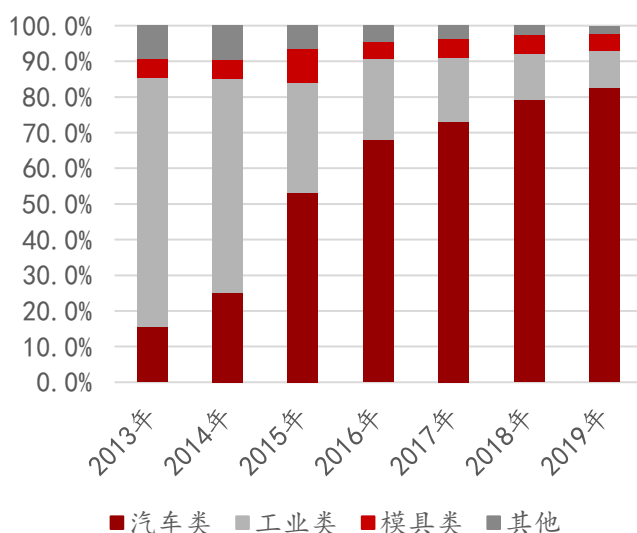
图表5：近年来归母净利润情况（亿元）



资料来源：WIND，万联证券

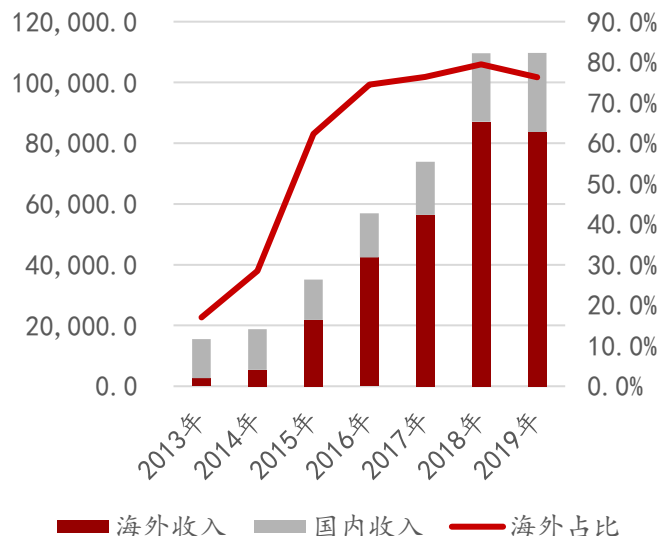
汽车类业务收入是公司主要收入来源，国内收入占比有望提升。从收入结构上来看，2013年之前，公司业务收入主要是工业类轻量化零配件，2013年之后随着公司全面拥抱新能源汽车市场，汽车类铸铝零部件业务收入逐渐成为公司的主要收入来源，截止2019年底，汽车类业务收入占比提升至82.7%，而工业类业务收入占比降至10.2%，模具类业务收入基本稳定在5.0%左右，其他类业务收入占比3%以下。收入按地区划分来看，2013年开始得益于美国特斯拉工厂的销售贡献，公司海外收入占比持续提升，至2018年底占比最高达79.5%，2019年由于特斯拉Model 3车型占比的增加及Model X/S车型销量下降的影响，导致公司海外收入占比下降至76.3%，随着特斯拉国产化的深入及广汽、宁德时代等自主品牌的进一步拓展，我们预计国内收入占比有望提升。

图表6：公司收入构成情况



资料来源：WIND，万联证券

图表7：公司海内外收入情况



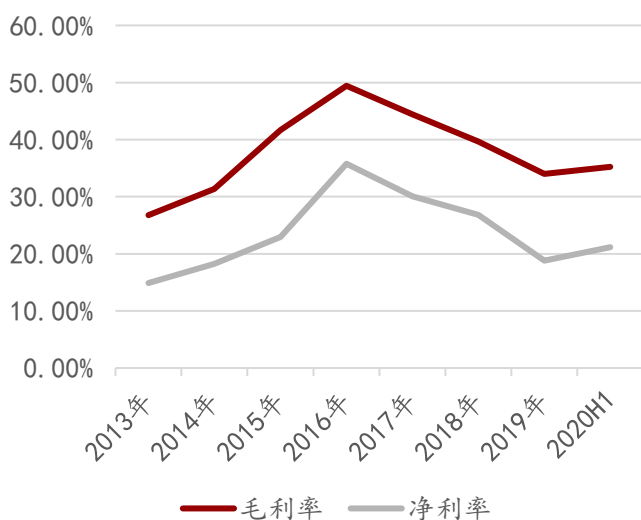
资料来源：WIND，万联证券

2.2 盈利能力居行业前列，多举措降本增效增强成本控制能力

毛利率及净利率有所恢复，受益于国产特斯拉及非特斯拉客户良好拓展盈利能力有望维持相对合理高位水平。2013年-2016年，公司毛利率及净利率处于上升通道，主要受核心客户特斯拉Model S/X车型销量的提升及供应部件的扩张带动公司汽车类业务盈利能力的提升，2016年销售毛利率及销售净利率分别达到49.4%和35.8%的顶峰，随后受国内汽车行业景气度下行、客户产品结构变化的影响，公司销售毛利率及销售净利率逐年下滑，2019年公司销售毛利率及销售净利率分别降至34.0%和18.8%，同比上年分别下滑5.6pct和8.0pct，主要是由于公司生产的毛利率相对较低的Model 3 产品占比上升而Model X/S 产品收入占比下降导致的汽车类产品毛利率下滑，以及公司厂房、设备折旧费用因募投项目投产而增加。2020年上半年，在全球疫情影响期间，公司销售毛利率及销售净利率相对去年同期分别增长2.4pct和4.3pct，主要由于Model Y、国产特斯拉销量占比提升带来的产品结构的优化及铝锭等原材料价格的下降导致公司毛利率有所恢复，另外公司严格控制成本费用，期间费用率降低3.9pct从而提升销售净利率。由于国产特斯拉毛利率维持在相对较高水平，随着国产特斯拉产能的持续扩张、深度合作带来的供应部件的扩大及非特斯拉客户的良好拓展，预计公司毛利率及净利率依然有望维持在相对合理的高位水平。

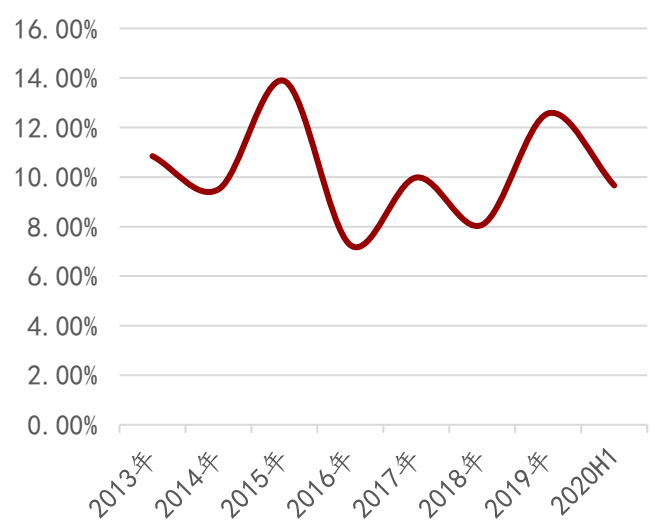
与同行业上市公司相比，公司盈利能力居行业可比公司前列。我们选取与公司业务相似的A股上市公司广东鸿图、春兴精工、派生科技、文灿股份、爱柯迪进行对比，发行2016-2019年，公司毛利率除2018年、2019年仅次于派生科技外，其他年份均高于行业可比公司，而净利率在2016-2019年期间在可比公司中排名第一，公司保持较强的盈利能力主要由于公司卡位新能源汽车产业的先发优势及客户结构的优质，另外公司在铝压铸零部件的生产、模具设计和制造、小批量多品种订单生产等各方面具有一定技术优势。

图表8：公司销售毛利率及净利率



资料来源：WIND，万联证券

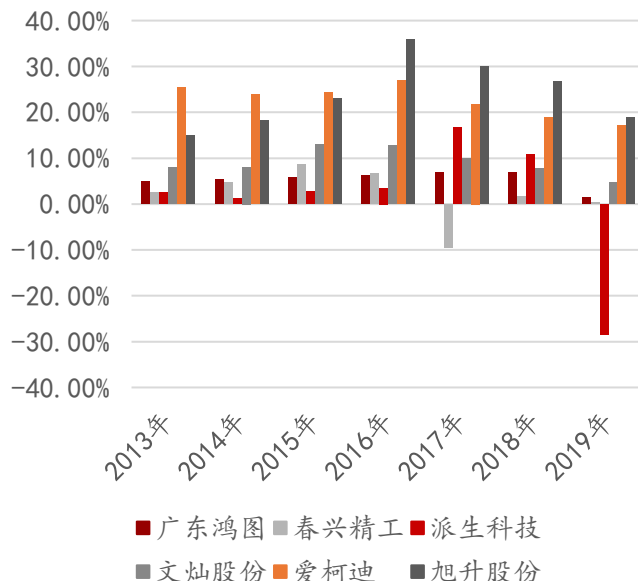
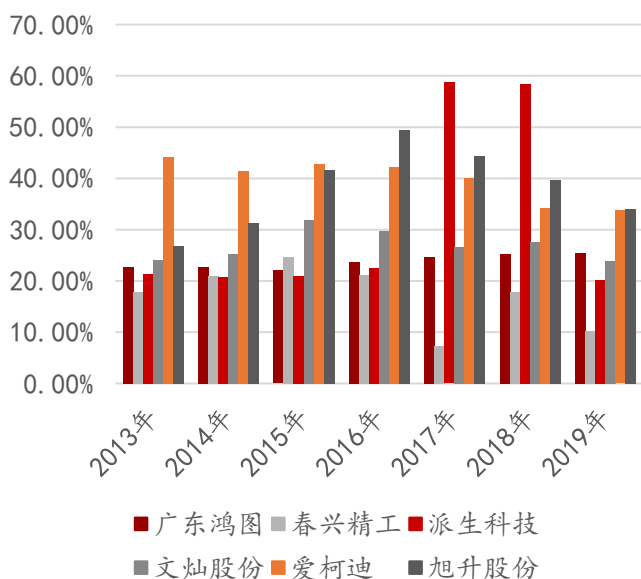
图表9：公司期间费用率



资料来源：WIND，万联证券

图表10：销售毛利率居可比公司前列

图表11：销售净利率居可比公司前列



资料来源: WIND, 万联证券

资料来源: WIND, 万联证券

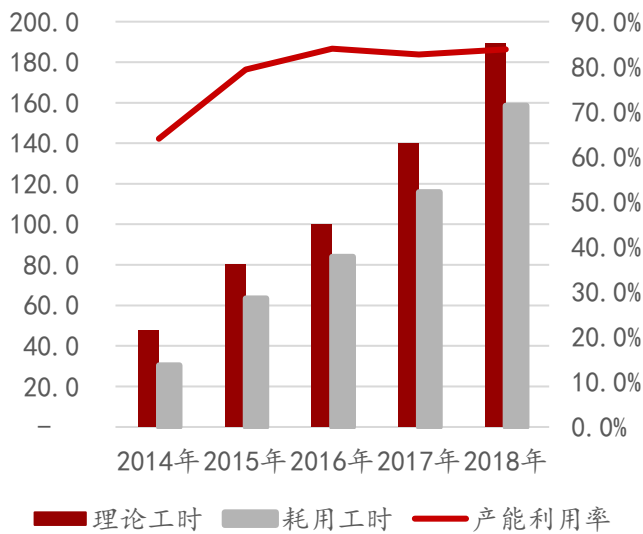
公司在拓展业务规模的同时, 强化成本控制能力。从期间费用情况来看, 2015年由于公司规模的扩张带来的管理费用的剧增导致期间费用率在13.9%的高点, 2016-2018年, 公司期间费用率维持在10%以下的水平, 2019年受中美贸易摩擦, 海外客户特斯拉、北极星、ZF等客户出货量增加带来的运费及报关费用增加, 从而导致公司期间费用率相对上年同期增加4.5pct至12.6%的次高水平, 公司有意识的强化成本控制能力, 对现有的业务流程进行全面梳理, 借助智能制造生产车间及数字化生产管理降低单位制造成本及管理费用, 同时加强技术革新、工艺优化、设备改进、管理效能提升等一系列有利于降本增效的措施来切实降低各项成本费用, 2020年上半年, 在疫情影响企业生产期间, 公司期间费用率相对去年同期不增反降3.9pct至10%以下, 一定程度上反映了公司成本管理措施的有效增强, 预计在多种降本增效措施下, 公司成本费用率有望处于下降通道, 从而进一步凸显公司成本优势。

2.3 产能率用率维持高位, 定增扩大产能保障中长期增长

产能持续扩张, 精密高端铸锻件占比提高丰富产品结构, 中长期业务增长有保障。

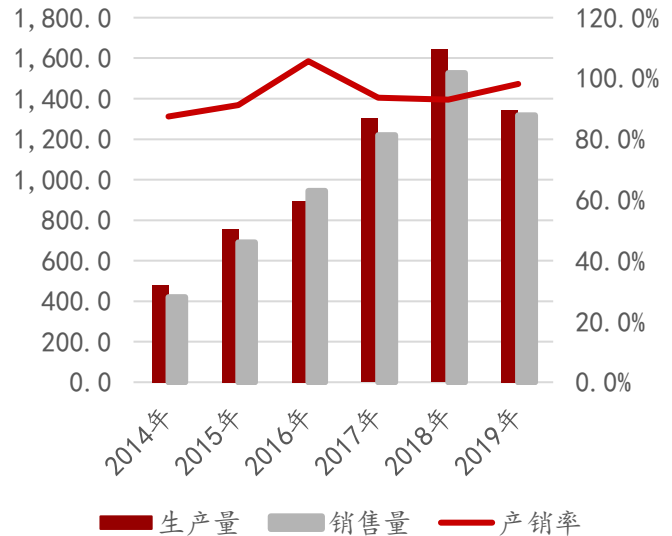
公司的生产过程为将合金铝熔炼后, 压铸成毛坯件, 再经过精密加工形成产品对外销售, 其中产成品的生产能力由加工产能决定。得益于下游客户需求的良好, 公司产能利用率在2016年达到84.0%的高位水平, 加工产能利用率基本趋于饱和。2017年, 公司IPO主要募投轻量化及环保型铝镁合金汽车零部件制造项目, 新增汽车类产品产能810万套/年, 进一步扩大产能用以满足订单需求, 该项目2019年已完工并投入生产。2018年, 公司发行可转债募集资金用于新能源汽车精密锻造件项目, 新增锻压件产能500万件/年, 一方面为公司新增锻压生产能力, 丰富了公司产品线; 另一方面, 扩大公司精加工生产能力, 保障公司具备大规模、高品质供应铝合金锻件的生产能力, 该项目预计2020年完工。2020年, 公司定向增发募投新能源汽车精密锻造件项目(二期)、汽车轻量化汽车零部件制造项目, 项目建成后将新增年产685万件/年新能源汽车精密锻压件产品产能和720万件/年汽车轻量化汽车零部件产品的加工能力, 项目预计2023年左右完工投产, 项目投产后将有利于公司进一步扩大产能抢占高端铸锻件市场, 从而丰富产品结构, 保障公司中长期业务的稳健增长。

图表12: 公司的产能及产能利用率 (万小时)



资料来源: 公司公告, 万联证券

图表13: 公司产销量情况



资料来源: 公司公告, 万联证券

图表14: 公司产能持续扩张

项目	计划产能	完工时间
轻量化及环保型铝镁合金汽车零部件制造项目	新增汽车件产能 810 万件	2019 年
新能源汽车精密铸锻件项目	新增 500 万件铸锻件	2020 年
新能源汽车精密锻造件项目 (二期)	新增产量连杆 (420 万件)、扭臂 (95 万件)、转向节 (80 万件)、下摆臂 (90 万件) 等	2023 年
汽车轻量化零部件制造项目	新增 720 万件汽车轻量化零部件产品的加工能力	2022 年

资料来源: 公司公告, 万联证券

3、汽车电动化、轻量化发展趋势将驱动公司业务高速增长

3.1 节能及电动化大趋势促进轻量化铝制零部件用量的提升

汽车轻量化有助传统燃油车节能减排。汽车的轻量化, 主要是在保证汽车的强度和性能的前提下, 尽可能地降低汽车的整备质量, 从而提高汽车的动力性, 减少燃料消耗, 降低排气污染。根据研究数据表明, 若汽车整车质量减少10%, 燃油效率可提高6%-8%; 汽车质量减少1%, 油耗可降低0.7%; 汽车整备质量每减少100公斤, 百公里油耗可降低0.3L-0.6L, 因此汽车轻量化对整车燃油经济性大有裨益。

根据相关研究, 国产乘用车油耗与整备质量关系公式大约:

$$\text{油耗 (L/100KM)} = 0.051 \times \text{整备质量 (kg)} + 2.3579$$

即国产乘用车每降低100kg, 平均油耗可降低0.5L/100km。

电动车对轻量化诉求较为殷切，有利于增加续航里程。电动汽车的续航里程是制约其推广应用的重要因素之一，车企采取简单的方法是增加电池容量可以最快地提高电动汽车续航里程，但这必然导致整车的重量增加，而整车质量的增加也会降低电动汽车的续航里程，根据中国产业信息网相关数据显示，新能源汽车总重量每增重10%，里程减少约5.6%，总重量每减重10%，里程增加约7%。因此想要提高电动汽车的续航里程，除了简单的增加电池容量外，采用轻量化工艺、结构、材质等降低电动车重量同样尤为重要。铝代钢是目前新能源汽车最普遍采用的轻量化途径，铝制零部件可以应用在汽车的各个方面，包括车身、发动机壳体、底盘、电池组外壳等，比较有代表的车型如上汽荣威的Marvel X 与特斯拉Model 3，单车质量分别为1,800kg和1,700kg，但两者的底盘和车身部件均采用了30%以上的铝合金，以达到轻量化的目的。预计随着汽车轻量化发展趋势，铝制零部件将得到更多的应用。

图表15：荣威Marvel X底盘使用较多的铝合金



资料来源：网络资料，万联证券

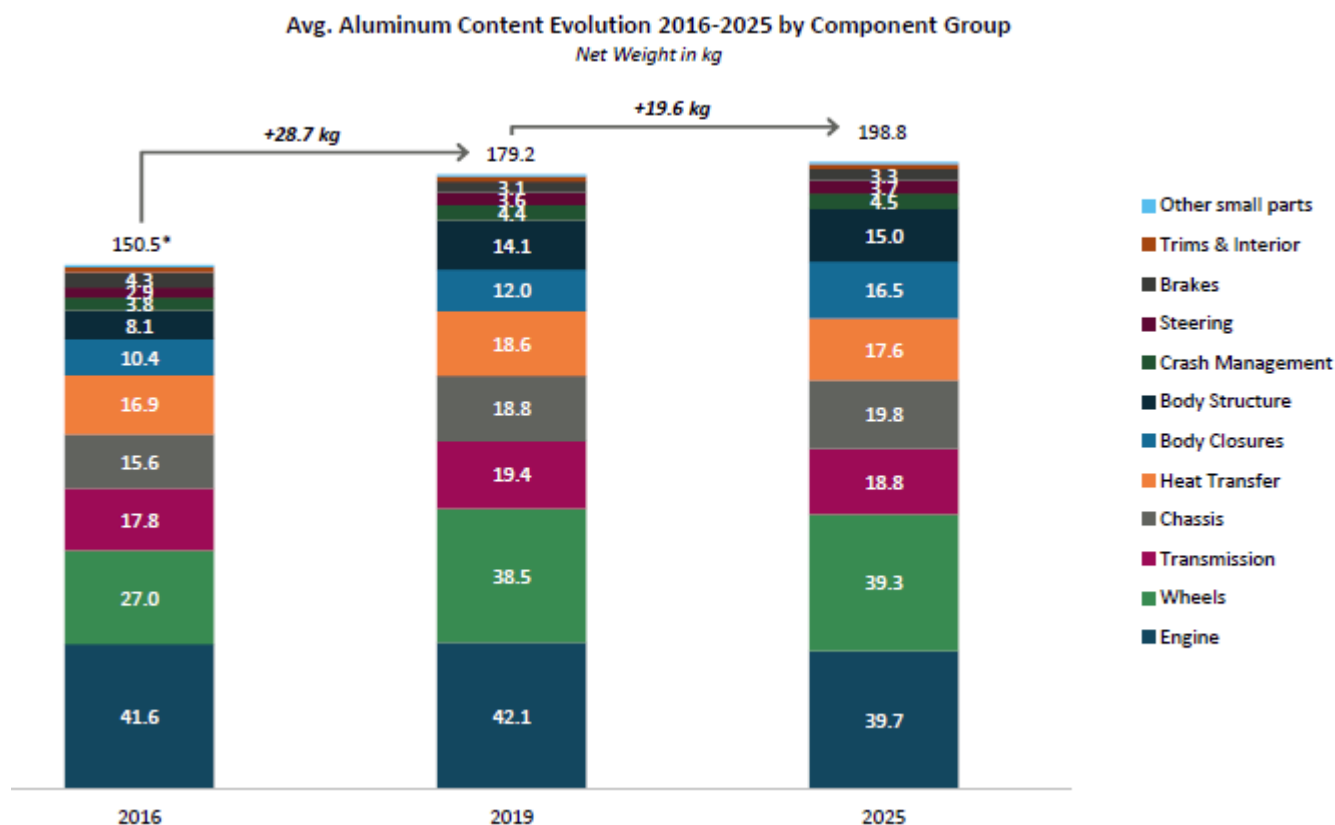
图表16：Model 3车身材料分布



资料来源：网络资料，万联证券

国内铝合金单车使用量偏低，渗透率有望进一步提升。2016年，我国汽车单车平均用铝量约130kg，而北美单车用铝量约180kg、欧洲单车用铝量约150kg，国内汽车用铝量低于发达国家水平。随着技术进步及制造成本的降低，减重效果较佳、成本相对较低的铝制零部件在汽车工业应用在中还存在广阔的提升空间，根据Aluminum Association数据，欧洲单车铝合金用量预计从2019年的179.2kg提升至2025年的198.8kg。而根据国内节能与新能源汽车技术路线图规划，2020年国内单车铝合金平均用量190kg，2025年单车铝合金用量超过250kg，若剔除新能源车渗透率持续及新能源车单车用铝量更高的因素外，预计2025年传统汽车用铝量有望达到215kg左右，相对2016年提升约65%。

图表17：汽车用铝含量演进（2016-2025）



资料来源: Aluminum Association, 万联证券

图表18: 汽车单车铝合金用量有望提升

分类	2020 年	2025 年	2030 年
车辆整备质量	较 2015 年减重 10%	较 2015 年减重 20%	较 2015 年减重 35%
高强度钢	强度 600Mpa 以上的 AHSS 钢应用达到 50%	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的 30%	2000Mpa 级以上钢材有一定比例的应用
铝合金	单车用铝量达到 190kg	单车用铝量超过 250kg	单车用铝量超过 350kg
镁合金	单车用镁量达到 15kg	单车用镁量达到 25kg	单车用镁量达到 45kg
碳纤维增强复合材料	碳纤维有一定使用量, 成本比 2015 年降低 50%	碳纤维使用量占车重 2%, 成本比上阶段降低 50%	碳纤维使用量占车重 5%, 成本比上阶段降低 50%

资料来源: 节能与新能源技术路线图, 万联证券

3.2 新能源核心客户特斯拉销量的提升将持续带动公司收入规模的增长

特斯拉作为公司第一大核心客户, 其发展潜力将深入影响公司收入规模。公司是国内较早开发新能源汽车铝制零部件的企业之一, 先发优势明显, 尤其是早在2013年即打入特斯拉供应链, 为特斯拉高端车型Model S/X配套电池冷却系统零配件, 由于公司的产品质量、技术和研发实力、客服服务响应速度等得到了特斯拉的认可, 与特斯拉的合作由前期的单一零部件配套到全面深入合作供应传动系统、悬挂系统、电池系统等核心系统零部件, 并进一步将零件组装为油泵等总成部件, 延伸公司产业链。

2015-2018年，公司对特斯拉的销售收入由17,447.6万元增长至66,916.3万元，年平均复合增速高达56.5%，2019年对特斯拉的收入58,911.0万元，同比下降12.0%，主要由于公司对售价相对偏低的特斯拉Model 3产品收入占比上升，而对售价较高的Model X/S产品收入占比下降所致，过去5年特斯拉对公司营业总收入占比贡献平均高达55%，因此特斯拉作为公司第一大核心客户，其发展潜力将对公司收入规模产生重要影响。

图表19：公司为特斯拉供应产品情况

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	电子元器件保护壳
液压系统	液压油泵

资料来源：公司公告，万联证券

图表20：2016年公司为特斯拉销售的主要产品

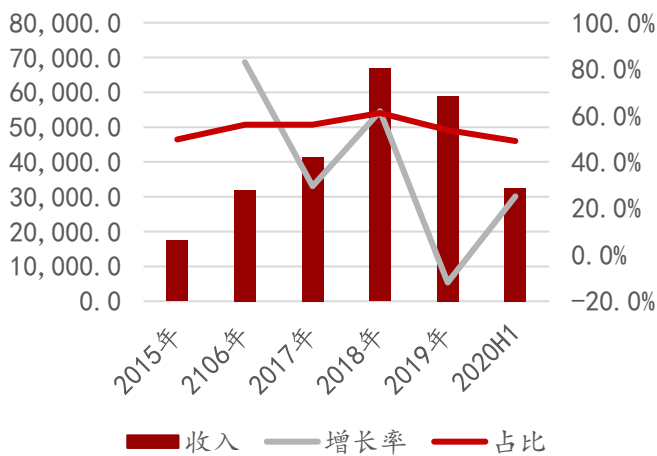
产品	销量(万件)	销售额(万元)	售价(元/件)	每辆车需求量(件)	单车价值量(元)
变速箱箱体1	14.2	5,434.9	382.7	2	765.5
变速箱箱体2	12.2	4,695.4	386.1	2	772.3
变速箱悬挂1	5.1	2,101.1	411.2	1	411.2
变速箱悬挂2	7.5	1,551.0	207.9	1	207.9
变速箱悬挂3	7.4	1,232.6	166.6	1	166.6
小铝架	272.2	2,880.2	10.6	32	338.5
充电器壳体	3.1	1,600.6	518.0	1	518.0
电动机端盖	8.9	1,502.7	168.5	2	336.9
充电器端盖	8.8	1,457.5	165.4	1	165.4
电动机壳体	6.7	1,244.1	186.5	1	186.5
合计		23,700.2			3,868.8

资料来源：公司公告，万联证券

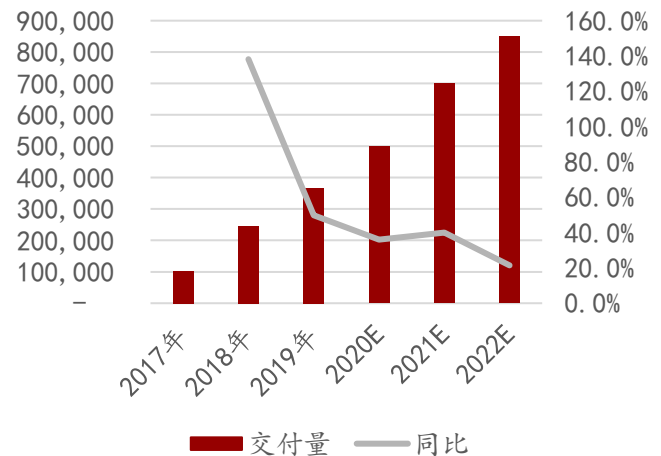
特斯拉爆款车型的丰富及产能的持续扩张将有效带动公司业务规模的提升。从特斯拉发展情况来看，2017-2019年特斯拉交付量分别达到10.3/24.5/36.7万辆，年平均复合增速高达89%，2020年上半年受全球疫情负面因素影响，特斯拉交付量依然高达17.9万辆，同比增长13.1%，超出市场预期，预计2020年特斯拉交付量有望达到50万辆，且未来5年随着特斯拉产能的持续扩张，其交付量依然有望维持20%以上的年平均复合增速。另外，特斯拉产品线不断丰富，新车型Model 3/Y已成为公司销量的主力军，2020年上半年国产Model 3成为国内新能源汽车销量榜首，重磅车型Model Y也有望于2021年初国产，纯电动卡车Semi及电动皮卡Cybertruck也分别有望于明年开始大批量产，多爆款车型将有效支撑特斯拉销量的持续提升，由于国产特斯拉对本土零部件配套率更高，且随着公司对特斯拉模块化、系统化供货，预计单车配套价值量依然

有望提升，预计公司对特斯拉的销售收入依然有望保持20%以上的年复合增长率。

图表21：公司对特斯拉销售情况（万元）



图表22：特斯拉交付量预计(辆)



资料来源：公司公告，万联证券

资料来源：公司公告，万联证券

3.3 产品线不断丰富增强核心竞争力，非特斯拉客户的良好拓展佐证实力

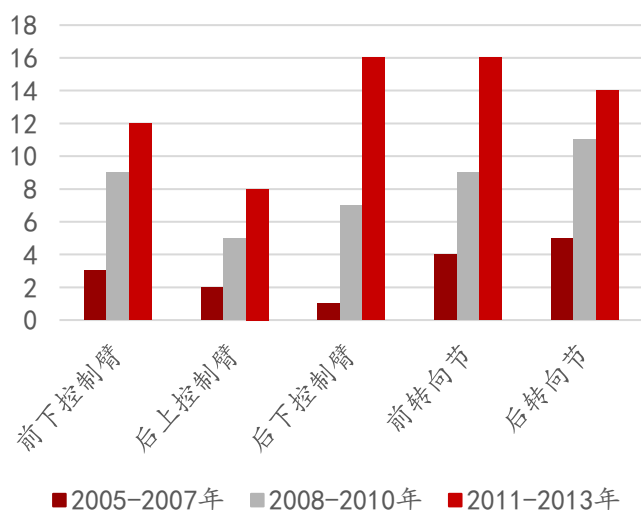
由铸造延伸至锻压，丰富产品线及提升核心技术。从铝合金生产工艺来看，工业生产中铸造、锻压等工艺均可适用，其中应用最为广泛的是压力铸造工艺，即是指将熔融合金在高压、高速条件下填充模具型腔，并在高压下冷却成型的铸造方法，主要包括模具设计制造-压铸成型-精密加工三个环节，铸造铝合金应用的汽车部件主要包括发动机缸体、车轮、悬挂系统零件、车身、热交换器等；锻压是锻造和冲压的合称，是利用锻压机械的锤头、砧块、冲头或通过模具对坯料施加压力，使之产生塑性变形，从而获得所需形状和尺寸的制件的成形加工方法。锻压件生产包括熔铸-锻压-精加工三个环节，即需要先熔炼铝锭，铸造成铝棒，经锻压机锻压后，进行热处理，再进行精密加工，一般的外形复杂、重量轻、工况条件差、安全度要求高的零部件需要锻压工艺，如车身、车箱、发动机、前桥、后桥、车架、变速箱、传动轴、转向系统等。2017年及之前公司主要的产品为铝压铸件，2018年公司公开发行可转债，用以生产汽车底盘用铝锻压件，与传统压铸件相比，锻压铝合金机械强度更高、抗疲劳性更好，因而产品附加值更高，但由于工艺投资大、成本高，并未大面积推广且生产仅集中在少数跨国厂商手中。底盘锻压件的目标市场为新能源汽车及传统汽车高端车型，锻压件项目投产后既能丰富公司产品线，又能提升公司技术水平，进一步巩固公司在铝制新能源汽车配件领域的技术领先地位，增强公司的核心竞争力。

图表23：锻压件在汽车底盘的应用情况



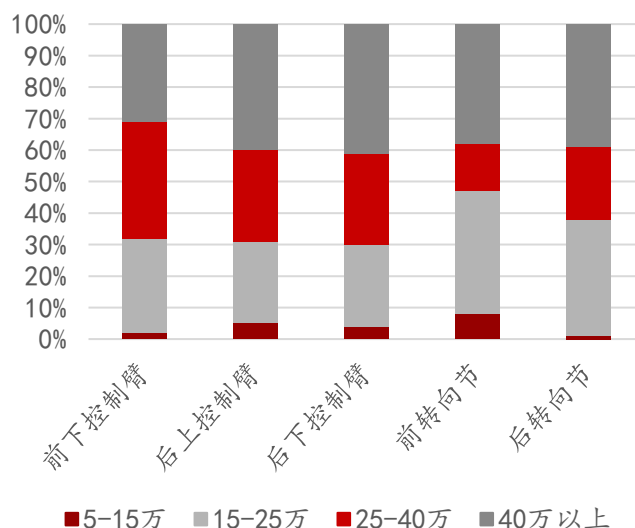
资料来源：公司公告，万联证券

图表24：底盘悬架系统铝锻件应用快速增长



资料来源：公司公告，万联证券

图表25：铝合金锻件在各价位车型中的应用比例



资料来源：公司公告，万联证券

新能源铝制零部件技术实力较强，非特斯拉客户拓展良好。公司在新能源汽车零部件领域具有显著的技术优势，拥有独立的研发、压铸及机加技术中心，且具备独立的压铸模具设计与制造能力，并将技术工艺由铝压铸件延伸至底盘铝锻压件，模块化、系统化供货能力明显增强。从客户拓展角度来看，北美客户由特斯拉到北极星，2019年新拓Space-X、Harley、LUCID、Zoox等，欧洲地区与法雷奥-西门子、马瑞利、埃贝赫、伟创力等建立合作关系，并取得了ZF多个定点项目，国内市场供应长城汽车、宁德时代、精进电动、蔚来汽车等部分定点产品逐步实现量产，并取得了宝马、广汽等客户多个定点项目，2019年、2020H1公司对非特斯拉客户的销售收入占比分别提升至46.3%和49.0%，非特斯拉客户收入占比持续提升及非特斯拉客户订单的良好拓展也

佐证了公司在新源汽车铝合金零部件的先进技术得到了国内外知名客户的认可,预计随着全球新能源汽车的高速增长及公司募投项目的逐步投产,公司将有望凭借新能源领域的先发优势、技术创新优势和规模优势,拓展“三大区域”更多客户,从而进一步提升公司收入规模及扩大公司市场份额。

4、盈利预测及投资建议

关键假设:

- 1、公司与特斯拉持续深度合作, Model 3/Y等车型配套占比提升,且国产配套零部件系统化趋势明显,毛利率企稳并回升,公司将深度受益于特斯拉产销量的逐步放量。
- 2、得益于公司新能源领域领先优势及与特斯拉品牌合作的示范效应,非特斯拉客户拓展良好,北极星、采埃孚、长城、广汽、宁德时代等新订单不断增长,非特斯拉客户营收占比逐渐走高。
- 3、可转债、定增等项目陆续投产,带动公司生产规模的提升和单位生产成本的下降,汽车类业务维持高毛利率。
- 4、公司工业类、模具类等业务基本保持稳定。

在以上假设基础上,我们预计公司2020-2022年营业总收入分别为15.0亿元、18.9亿元和23.4亿元,归属于上市公司股东的净利润分别为3.2亿元、4.2亿元和5.2亿元, EPS分别为0.73元、0.93元和1.16元,对应的PE是56.9倍、44.2倍和35.6倍。考虑到公司轻量化零部件广阔成长空间及受益于公司新能源汽车领先优势、客户的良好拓展,给予“增持”评级。

图表26: 盈利预测

业务	项目	2019年	2020年	2021年	2022年
汽车类	收入	90,714.20	129,721.31	168,118.81	211,829.70
	yoy	4.47%	43.00%	29.60%	26.00%
	成本	60,583.98	84,040.67	108,076.11	136,175.90
	yoy	19.45%	38.72%	28.60%	26.00%
	毛利	30,130.22	45,680.64	60,042.70	75,653.81
	毛利率	33.21%	35.21%	35.71%	35.71%
工业类	收入	11,171.52	11,730.10	12,316.60	12,932.43
	yoy	-21.46%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	8,311.50	8,691.88	9,101.85	9,544.01
	yoy	-24.63%	4.58%	4.72%	4.86%
	毛利	2,860.02	3,038.21	3,214.76	3,388.43
	毛利率	25.60%	25.90%	26.10%	26.20%
模具类	收入	5,473.46	5,747.13	6,034.49	6,336.21
	yoy	-2.42%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	2,625.39	2,814.13	2,930.70	3,051.89
	yoy	-11.01%	7.19%	4.14%	4.14%
	毛利	2,848.07	2,933.00	3,103.79	3,284.32
	毛利率	52.03%	51.03%	51.43%	51.83%
其他	收入	2,360.68	2,431.50	2,504.45	2,579.58

	yoy	-18.34%	3.00%	3.00%	3.00%
	成本	886.30	912.89	940.28	968.48
	yoy	-37.77%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利	1,474.38	1,518.61	1,564.17	1,611.09
	毛利率	62.46%	62.46%	62.46%	62.46%
汇总	营业收入	109,719.86	149,630.04	188,974.35	233,677.93
	yoy	0.15%	36.37%	26.29%	23.66%
	营业成本	72,407.17	96,459.57	121,048.93	149,740.28
	yoy	9.51%	33.22%	25.49%	23.70%
	毛利	37,312.69	53,170.47	67,925.42	83,937.65
	毛利率	34.01%	35.53%	35.94%	35.92%

资料来源: WIND, 万联证券

5、风险提示

国内汽车销量严重下滑, 特斯拉销量不及预期, 新客户拓展不及预期

资产负债表

单位:百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	883	1,154	1,324	1,680
货币资金	368	446	422	556
应收票据及应收账款	183	250	316	391
其他应收款	13	18	23	28
预付账款	8	11	14	17
存货	298	396	498	615
其他流动资产	12	32	52	72
非流动资产	1,614	2,081	2,624	3,128
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	746	866	974	1,088
在建工程	635	912	1,266	1,582
无形资产	213	283	364	439
其他长期资产	19	19	19	19
资产总计	2,497	3,235	3,947	4,808
流动负债	496	863	1,197	1,599
短期借款	0	200	365	570
应付票据及应付账款	380	506	635	786
预收账款	62	85	107	133
其他流动负债	53	72	90	111
非流动负债	449	449	449	449
长期借款	0	0	0	0
应付债券	394	394	394	394
其他非流动负债	54	54	54	54
负债合计	944	1,311	1,646	2,048
股本	401	447	447	447
资本公积	385	385	385	385
留存收益	704	1,028	1,406	1,865
归属母公司股东权益	1,553	1,923	2,301	2,760
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益	2,497	3,235	3,947	4,808

现金流量表

单位:百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	486	380	485	588
净利润	207	324	418	519
折旧摊销	83	69	75	72
营运资金变动	169	-33	-34	-34
其它	27	21	26	31
投资活动现金流	-296	-530	-610	-568
资本支出	-662	-536	-617	-576
投资变动	360	0	0	0
其他	6	5	7	9
筹资活动现金流	-210	228	101	115
银行借款	0	200	165	205
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	46	0	0
其他	-210	-19	-64	-90
现金净增加额	-20	78	-25	135
期初现金余额	385	368	446	422
期末现金余额	365	446	422	556

利润表

单位:百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,097	1,496	1,890	2,337
营业成本	724	965	1,211	1,497
营业税金及附加	5	6	8	10
销售费用	21	24	28	33
管理费用	61	67	81	98
研发费用	47	60	76	93
财务费用	9	9	16	21
资产减值损失	-7	-8	-9	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	5	7	9
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	241	381	491	610
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	1	0	0	1
利润总额	240	381	492	611
所得税	33	57	74	92
净利润	207	324	418	519
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	207	324	418	519
EBITDA	323	443	561	677
EPS (元)	0.46	0.73	0.93	1.16

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	0.1%	36.4%	26.3%	23.7%
营业利润	-29.6%	58.3%	28.9%	24.2%
归属于母公司净利润	-29.7%	56.9%	28.9%	24.2%
获利能力				
毛利率	34.0%	35.5%	35.9%	35.9%
净利率	18.8%	21.7%	22.1%	22.2%
ROE	13.3%	16.9%	18.2%	18.8%
ROIC	10.6%	12.6%	13.5%	13.8%
偿债能力				
资产负债率	37.8%	40.5%	41.7%	42.6%
净负债比率	1.7%	7.7%	14.7%	14.8%
流动比率	1.78	1.34	1.11	1.05
速动比率	1.16	0.87	0.68	0.65
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.46	0.48	0.49
应收账款周转率	5.99	5.99	5.99	5.99
存货周转率	2.43	2.43	2.43	2.43
每股指标 (元)				
每股收益	0.46	0.73	0.93	1.16
每股经营现金流	1.09	0.85	1.09	1.31
每股净资产	3.47	4.30	5.15	6.17
估值比率				
P/E	89.35	56.94	44.17	35.56
P/B	11.89	9.60	8.02	6.69
EV/EBITDA	42.19	41.97	33.49	27.85

资料来源:万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场