

涡轮增压器核心零部件提供商，成长空间大

——贝斯特（300580）调研报告

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2017年05月18日

汽车——汽车零部件

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhzq.com

助理分析师

张冬明

SAC No: S1150115110007

zhangdm@bhzq.com

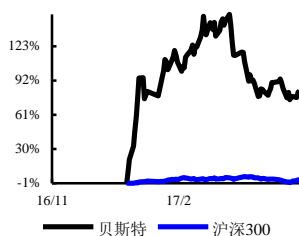
 评级： **增持**

上次评级：

目标价格：

最新收盘价： 24.94

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 涡轮增压器核心零部件供应商，利润率水平高

1) 公司主营产品为精密零部件及工装夹具产品，涉及汽车、飞机、轨交、通讯等领域，其中汽车产品主要为涡轮增压器零部件（精密轴承件、叶轮、中间壳、气封板、密封环、齿轮轴等）和汽车发动机零部件（真空泵、油泵、发动机缸体），主要客户包括霍尼韦尔、康明斯、博世马勒、石播等行业巨头；同时，公司也是上汽通用、潍柴和法士特等的工装夹具供应商。2) 公司2016年/2017年Q1毛利率达42.95%/40.49%，净利率达21.37%/21.28%，相对较高，主要在于公司产品精度要求高，加工难度大，同时客户以外资零部件巨头为主，产品附加值高。

● 节能减排为行业大势所趋，公司有望明显受益

1) 随着能源和环保问题的日趋严峻，汽车行业节能减排已成大势所趋，其中涡轮增压发动机为重要路径之一，根据霍尼韦尔预测，2020年全球涡轮增压器销量有望由2015年的3400万台提升到5200万台，复合增长率达9%；其中中国将由2015年的750万台上升至1550万台，复合增长率达16%，2020年国内涡轮增压器新车渗透率有望达47%。2) 根据公司统计，2015年公司叶轮全球/国内销量达104.11/93.94万件，全球/国内市占率分别为3.06%/12.53%，中间壳全球/国内销量分别达71.28/52.04万件，全球/国内市占率分别为2.10%/6.94%；同时，根据公司2016H1前十大客户销售收入情况计算，公司涡轮增压器零部件营收占比达57%，综上，公司有望明显受益于未来涡轮增压器市场的爆发。3) 铸造叶轮由于精度相对较低，难以满足欧V（国V）排放标准及以上涡轮增压发动机的要求，因此，全加工叶轮已成行业发展主流方向，公司此次上市募资将新建300万件全加工叶轮产能，有望进一步提升公司业绩。

● 工装夹具领导者，逐步升级为自动化方案集成商

1) 工装夹具是公司初创时的主要产品，目前客户涵盖汽车、轮船、轨交、风力发电、通讯、制冷、航空等领域，在行业中处于领先地位，并依托相关技术优势开发了具有感知、智能、自适应、数字化的智能夹具。2) 公司大力推进智能工厂建设，努力从仅提供单一产品的零部件供应商转型为提供一揽子生产自动化解决方案的集成商，并已研发出去毛刺自动化机器人和飞机机身智能化钻铆系统等，随着我国制造业自动化生产率的不断提升，公司有望持续受益。

● 盈利预测，首次覆盖给予“增持”评级

我们认为，公司作为涡轮增压器核心零部件供应商，客户资源优质，有望持续受益于涡轮增压发动机渗透率的提升，同时，公司作为国内工装夹具领导

者，加快发展智能制造相关业务，成长空间大，业绩有望稳步提升。预计 2017-19 年公司实现营业收入 6.49/7.54/8.58 亿元，同比增长 19/16/14%，实现归母净利润 1.43/1.76/2.05 亿元，同比增长 22/24/16%，对应 EPS 分别为 0.71/0.88/1.02 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：主要客户需求量下滑；募投项目进展不达预期；原材料上涨风险。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	477	547	649	754	858
(+/-)%	8%	15%	19%	16%	14%
经营利润 (EBIT)	108	137	166	205	237
(+/-)%	22%	27%	21%	23%	16%
净利润	94	117	143	176	205
(+/-)%	24%	24%	22%	24%	16%
每股收益 (元)	0.63	0.78	0.71	0.88	1.02

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	39	31	124	272	436	营业收入	477	547	649	754	858
应收票据	37	63	78	85	92	营业成本	283	312	364	414	460
应收账款	165	211	222	263	305	营业税金及附加	3	6	6	7	7
预付款项	10	13	18	23	29	销售费用	12	14	12	15	18
其他应收款	1	0	0	0	0	管理费用	79	85	110	125	143
存货	105	152	134	152	169	财务费用	-1	1	1	1	1
其他流动资产	11	0	0	0	0	资产减值损失	3	7	7	7	8
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	399	490	401	373	345	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	27	5	3	1	1	营业利润	97	122	151	186	220
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	12	13	14	17	17
无形资产	63	61	49	37	25	税前利润	109	136	165	204	237
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减：所得税	15	19	23	28	32
资产总计	897	1063	1105	1295	1496	净利润	94	117	143	176	205
短期借款	51	81	0	0	0	归属于母公司的净利润	94	117	143	176	205
应付票据	64	64	82	91	100	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	105	99	115	137	147	基本每股收益	0.63	0.78	0.71	0.88	1.02
预收款项	17	62	78	103	133	稀释每股收益	0.63	0.78	0.71	0.88	1.02
应付职工薪酬	18	21	21	21	21	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
应交税费	6	6	6	6	6	成长性					
其他应付款	1	1	1	1	1	营收增长率	7.6%	14.9%	18.6%	16.1%	13.8%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	22.0%	26.6%	21.4%	23.2%	16.1%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	24.0%	24.3%	21.9%	23.7%	16.1%
负债合计	298	366	303	359	409	盈利性					
股东权益合计	598	697	802	936	1088	销售毛利率	40.6%	43.0%	44.0%	45.1%	46.3%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	销售净利率	19.7%	21.4%	22.0%	23.4%	23.9%
净利润	94	117	143	176	205	ROE	15.7%	16.8%	17.8%	18.8%	18.8%
折旧与摊销	46	55	41	41	41	ROIC	14.40%	15.16%	17.86%	18.90%	18.87%
经营活动现金流	127	111	209	191	217	估值倍数					
投资活动现金流	-119	-117	0	0	0	PE	39.8	32.0	35.0	28.3	24.4
融资活动现金流	-17	5	-117	-43	-53	P/S	7.8	6.8	7.7	6.6	5.8
现金净变动	-9	-1	93	148	164	P/B	6.25	5.37	6.22	5.33	4.59
期初现金余额	48	39	31	124	272	股息收益率	0.6%	0.6%	0.6%	0.9%	1.1%
期末现金余额	40	38	124	272	436	EV/EBITDA	24.3	19.8	23.5	19.2	16.3

目 录

1.涡轮增压器核心零部件供应商，利润率水平高.....	6
2.节能减排为行业大势所趋，公司有望明显受益.....	8
3.工装夹具领先者，逐步升级为自动化方案集成商.....	10
4.盈利预测，首次覆盖给予“增持”评级.....	10



图 目 录

图 1: 公司主要产品及配套客户	6
图 2: 公司主要产品示意图 1	7
图 3: 公司主要产品示意图 2	7
图 4: 公司主要产品示意图 3	7
图 5: 公司主要产品示意图 4	7
图 6: 公司主营产品及营收情况	7
图 7: 公司毛利率和净利率情况	8
图 8: 全球及中国涡轮增压器销量及预测	8
图 9: 全球各地区涡轮增压器装机率情况	9
图 10: 2016H1 公司前十大客户销售收入及占比情况	9
图 11: 公司大排量六缸机夹具	10
图 12: 公司变速箱壳体夹具	10
图 13: 公司去毛刺项目集成应用	10
图 14: 公司机器人集成智能制造应用	10

1. 涡轮增压器核心零部件供应商，利润率水平高

1) 公司主营产品为精密零部件及工装夹具产品，涉及汽车、飞机、轨交、通讯等领域，其中汽车产品主要为涡轮增压器零部件（精密轴承件、叶轮、中间壳、气封板、密封环、齿轮轴等）和汽车发动机零部件（真空泵、油泵、发动机缸体），主要客户包括霍尼韦尔、康明斯、博世马勒、石播等行业巨头；同时，公司也是上汽通用、潍柴和法士特等的工装夹具供应商。

图 1：公司主要产品及配套客户

产品系列	主要产品	应用领域	主要配套客户
精密零部件	汽车零部件 涡轮增压器精密轴承件、叶轮、中间壳、气封板、密封环、齿轮轴等	汽车涡轮增压器	 康明斯  博世马勒  霍尼韦尔  IHI 石播  博格华纳
		汽车发动机	 皮尔博格  康明斯
	飞机机舱零部件 座椅构件、连接件等内饰件	飞机机舱	 BE航空
	其他零部件 手柄、气缸、端盖	气动工具	 英格索兰
	滤波器	通讯基站	 RFS  菲斯达
	阀板	制冷压缩机	 开利空调
工装夹具	发动机缸体夹具、发动机缸盖夹具、变速箱壳体夹具、转向节夹具、后桥夹具等	汽车、轨道交通、风力发电等零部件生产	 上汽通用  奇瑞  东风本田  皮尔博格  潍柴  玉柴  卡特彼勒  利纳马  法士特

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

图 2: 公司主要产品示意图 1



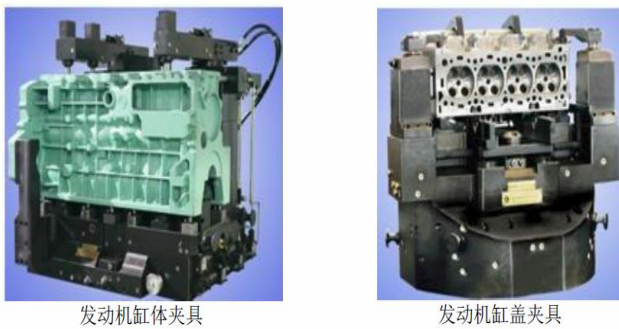
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 3: 公司主要产品示意图 2



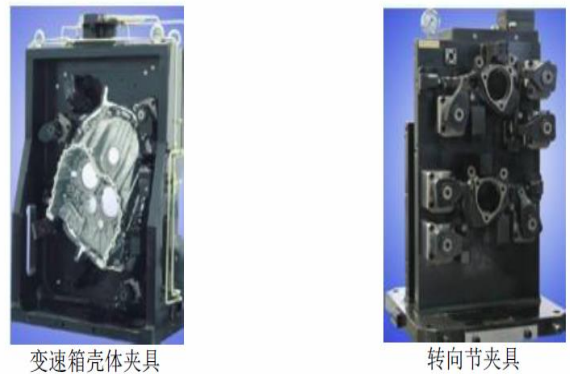
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 4: 公司主要产品示意图 3



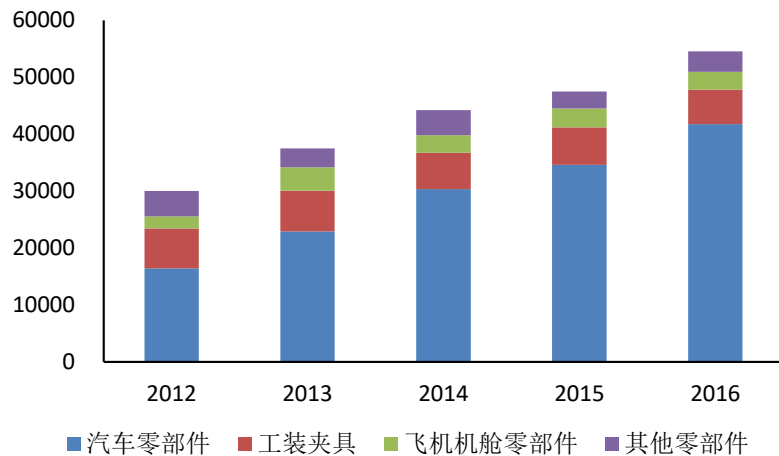
资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 5: 公司主要产品示意图 4



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

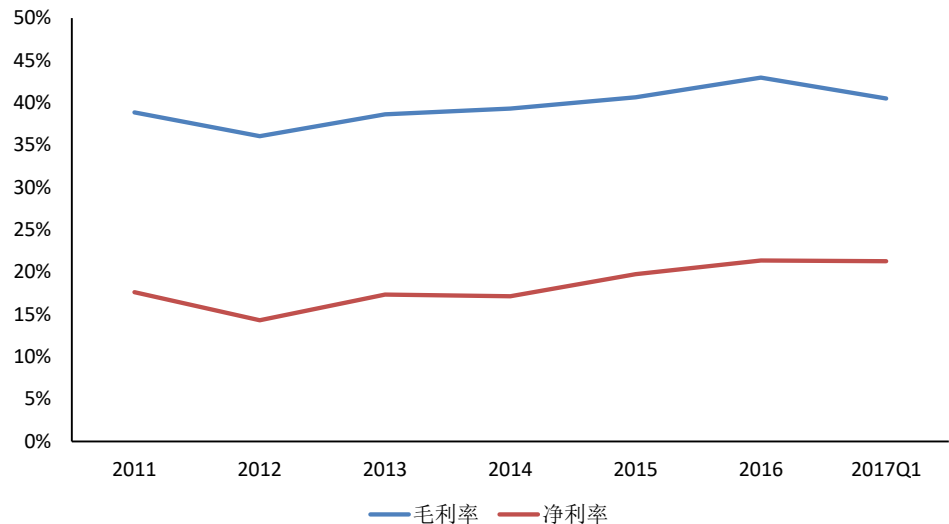
图 6: 公司主营产品及营收情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

2) 公司 2016 年/2017 年 Q1 毛利率达 42.95%/40.49%，净利率达 21.37%/21.28%，相对较高，主要在于公司产品精度要求高，加工难度大，同时客户以外资零部件巨头为主，产品附加值高。

图 7: 公司毛利率和净利率情况

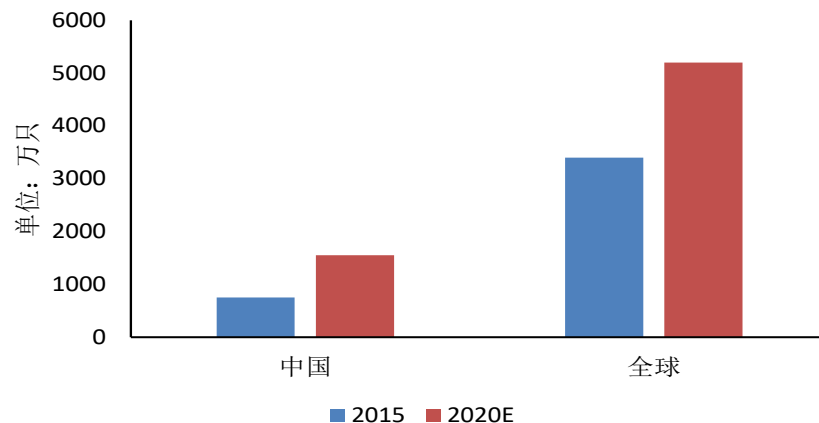


资料来源: wind, 渤海证券研究所

2. 节能减排为行业大势所趋, 公司有望明显受益

1) 随着能源和环保问题的日趋严峻, 汽车行业节能减排已成大势所趋, 其中涡轮增压发动机为重要路径之一, 根据霍尼韦尔预测, 2020 年全球涡轮增压器销量有望由 2015 年的 3400 万台提升到 5200 万台, 复合增长率达 9%; 其中中国将由 2015 年的 750 万台上升至 1550 万台, 复合增长率达 16%, 2020 年国内涡轮增压器新车渗透率有望达 47%。

图 8: 全球及中国涡轮增压器销量及预测



资料来源: 公司招股说明书, 渤海证券研究所

图 9: 全球各地区涡轮增压器装机率情况

年度	欧洲	韩国	印度	中国	北美	日本	南美
2015 年	69%	48%	43%	28%	23%	22%	20%
2020 年 E	73%	53%	48%	47%	39%	27%	30%

资料来源: 公司招股说明书, 渤海证券研究所

2) 根据公司统计, 2015 年公司叶轮全球/国内销量达 104.11/93.94 万件, 全球/国内市占率分别为 3.06%/12.53%, 中间壳全球/国内销量分别达 71.28/52.04 万件, 全球/国内市占率分别为 2.10%/6.94%; 同时, 根据公司 2016H1 前十大客户销售收入情况计算, 公司涡轮增压器零部件营收占比达 57%, 综上, 公司有望明显受益于未来涡轮增压器市场的爆发。

图 10: 2016H1 公司前十大客户销售收入及占比情况

期间	客户名称	销售金额 (万元)	占主营业务 收入比例	主要销售内容		地位
				二级分类	具体主要产品	
2016 年 1-6 月	霍尼韦尔及其控制的企业	9,162.16	36.43%	汽车涡轮增压器零部件	叶轮、精密轴承件、中间壳等	全球供应商
	康明斯及其控制的企业	5,218.17	20.75%	汽车涡轮增压器零部件	中间壳、齿轮轴、气封板等	全球供应商
	BE 及其控制的企业	1,618.15	6.43%	飞机机舱零部件	座椅构件	全球供应商
	上海皮尔博格有色零部件有限公司	933.15	3.71%	汽车发动机零部件、工装夹具	真空泵、发动机缸体、工装夹具	国内供应商
	莱顿汽车部件(苏州)有限公司	902.74	3.59%	汽车发动机零部件	皮带轮	国内供应商
	皮尔博格三国(上海)泵业技术有限公司	811.07	3.22%	汽车发动机零部件	油泵	国内供应商
	重庆秦安机电股份有限公司	693.64	2.76%	工装夹具	工装夹具	国内供应商
	英格索兰及其控制的企业	612.96	2.44%	气动工具零部件	气缸、端盖、手柄	全球供应商
	无锡石播增压器有限公司	552.55	2.20%	汽车涡轮增压器零部件	中间壳、气封板等	国内供应商
	博世马勒及其控制的企业	427.96	1.70%	汽车涡轮增压器零部件	中间壳	全球供应商
前十名合计	20,932.56	83.23%	-	-	-	

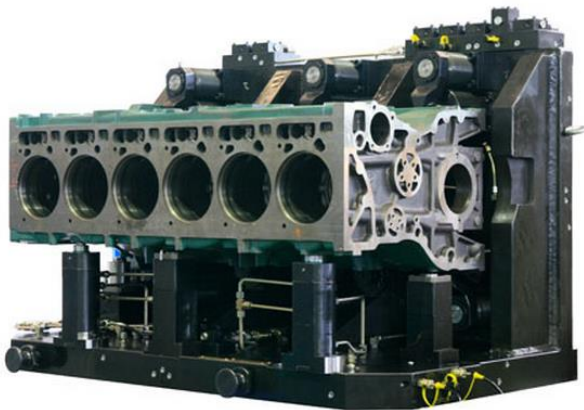
资料来源: 公司招股说明书, 渤海证券研究所

3) 铸造叶轮由于精度相对较低, 难以满足欧 V (国 V) 排放标准及以上涡轮增压发动机的要求, 因此, 全加工叶轮已成行业发展主流方向, 公司此次上市募资将新建 300 万件全加工叶轮产能, 有望进一步提升公司业绩。

3. 工装夹具领先者，逐步升级为自动化方案集成商

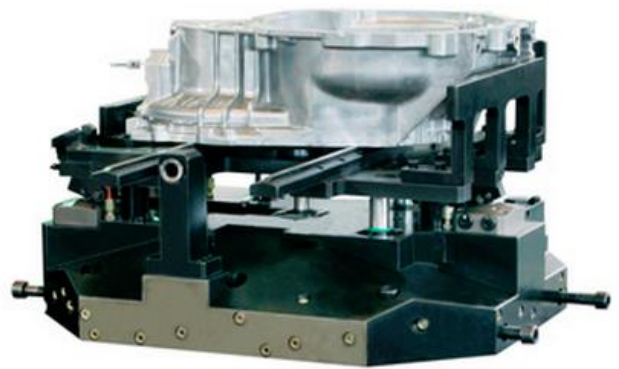
1) 工装夹具是公司初创时的主要产品，目前客户涵盖汽车、轮船、轨交、风力发电、通讯、制冷、航空等领域，在行业中处于领先地位，并依托相关技术优势开发了具有感知、智能、自适应、数字化的智能夹具。

图 11: 公司大排量六缸机夹具



资料来源: 公司官网, 渤海证券研究所

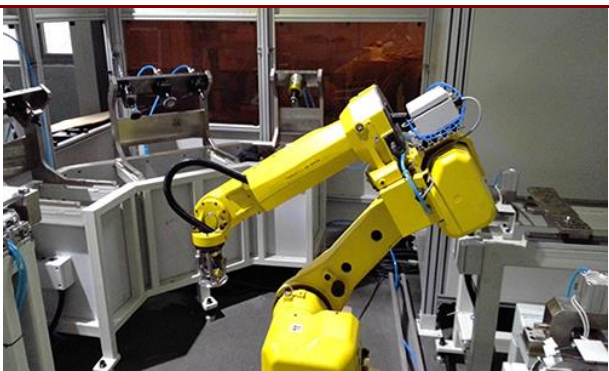
图 12: 公司变速箱壳体夹具



资料来源: 公司官网, 渤海证券研究所

2) 公司大力推进智能工厂建设，努力从仅提供单一产品的零部件供应商转型为提供一揽子生产自动化解决方案的集成商，并已研发出去毛刺自动化机器人和飞机机身智能化钻铆系统等。

图 13: 公司去毛刺项目集成应用



资料来源: 公司官网, 渤海证券研究所

图 14: 公司机器人集成智能制造应用



资料来源: 公司官网, 渤海证券研究所

4. 盈利预测，首次覆盖给予“增持”评级

我们认为，公司作为涡轮增压器核心零部件供应商，客户资源优质，有望持续受益于涡轮增压发动机渗透率的提升，同时，公司作为国内工装夹具领导者，加快

发展智能制造相关业务，成长空间大，业绩有望稳步提升。预计 2017-19 年公司实现营业收入 6.49/7.54/8.58 亿元，同比增长 19%/16%/14%，实现归母净利润 1.43/1.76/2.05 亿元，同比增长 22%/24%/16%，对应 EPS 分别为 0.71/0.88/1.02 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：主要客户需求量下滑；募投项目进展不达预期；原材料上涨风险。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所
副所长 (金融行业研究&研究所主持工作)

 张继袖
 +86 22 2845 1845

副所长

 谢富华
 +86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

 郑连声
 +86 22 2845 1904
 张冬明
 +86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

 王洪磊
 +86 22 2845 1975
 朱晟君
 +86 22 2386 1673

环保行业研究小组

 林徐明
 +86 10 6878 4238
 刘蕾
 +86 10 6878 4250

电力设备与新能源行业研究

 伊晓奕
 +86 22 2845 1632

医药行业研究小组

 任宪功 (部门经理)
 +86 10 6878 4237
 王斌
 +86 22 2386 1355
 赵波
 +86 10 6878 4256

通信&电子行业研究小组

 徐勇
 +86 10 6878 4235
 高峰
 +86 10 6878 4251
 宋敬祎
 杨青海
 +86 10 6878 4239

家用电器行业研究

 安伟娜
 +86 22 2845 1131

传媒行业研究

 姚磊
 +86 22 2386 1319

机械行业研究

 李骥
 +86 10 6878 4263

新材料行业研究

 张敬华
 +86 10 6878 4257

食品饮料、交通运输行业研究

 齐艳莉
 +86 22 2845 1625

休闲服务行业研究

 刘瑞
 +86 22 2386 1670

证券行业研究

 任宪功 (部门经理)
 +86 10 6878 4237
 洪程程
 +86 10 6878 4260

金融工程研究&部门经理

 崔健
 +86 22 2845 1618

权益类量化研究

 潘炳红
 +86 22 2845 1684
 李莘泰

衍生品类研究

 祝涛
 +86 22 2845 1653
 李元玮

CTA策略研究

 郝惊
 +86 22 2386 1600

基金研究

 刘洋
 +86 22 2386 1563

债券研究

 王琛皞
 +86 22 2845 1802

流动性、战略研究&部门经理

 周喜
 +86 22 2845 1972

策略研究

 宋亦威
 +86 22 2386 1608
 杜乃璇
 +86 22 2845 1945

博士后工作站

 冯振 债券·经纪业务创新发展研究
 +86 22 2845 1605
 朱林宁 量化·套期保值模型研究

综合质控&部门经理

 郭靖
 +86 22 2845 1879

机构销售·投资顾问

 朱艳君
 +86 22 2845 1995

行政综合

 白骐玮
 +86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn