

2017年05月25日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

研究所

证券分析师：

021-50873259

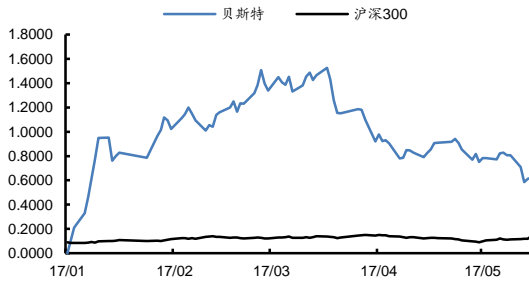
周绍倩 S0350516070001

zhousq01@ghzq.com.cn

高端制造领域精密零部件，手握技术订单不愁

——贝斯特（300580）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|------|-------|------|
| 贝斯特 | -9.5 | -24.9 | 62.1 |
| 沪深300 | 1.3 | 0.3 | 13.9 |

市场数据

2017-05-25

| | |
|------------|---------------|
| 当前价格（元） | 22.39 |
| 52周价格区间（元） | 12.49 - 35.40 |
| 总市值（百万） | 4478.00 |
| 流通市值（百万） | 1119.50 |
| 总股本（万股） | 20000.00 |
| 流通股（万股） | 5000.00 |
| 日均成交额（百万） | 191.94 |
| 近一月换手（%） | 108.27 |

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 高端制造领域精密零部件供应商** 公司主营精密零部件及工装夹具产品，主要产品为涡轮增压器精密轴承件、涡轮增压器叶轮、涡轮增压器中间壳、发动机缸体等关键汽车零部件，座椅构件飞机机舱零部件和用于汽车、轨道交通等领域的工装夹具等。2016年汽车零部件占营业收入比重76%，贡献主要业绩增长，受益于下游涡轮增压器行业的快速发展，公司的涡轮增压器零部件销售数额正经历高速增长。
- 严格的全球排放及油耗标准，驱动涡轮增压器渗透率持续提升** 目前汽车企业所采用的传统节能技术主要包括轻量化、涡轮增压、缸内直喷、启停系统等，盖世汽车网与霍尼韦尔的联合调研表明，涡轮增压技术是最为有效的技术
- 现有客户采购额提升，同时成功开拓新客户** 近年来由于核心客户之一霍尼韦尔进一步提升了中间壳、叶轮的采购量，以及前十大客户中新增无锡石播、博世马勒等，公司订单快速增长。另一方面汽车发动机零部件新产品皮带轮实现量产，以及油泵销量提升，进一步贡献收入增长。此外原铸造叶轮难以满足欧V欧VI排放标准，利润率更高的全加工叶轮代表了长期的技术替代方向；中间壳业务中自制比例自2017年起将大幅提高，带动产品利润结构整体上移。
- 高难度五轴加工叶轮，技术护城河** 叶轮、中间壳等涡轮增压器的零部件工作时期处于高温、有害废尾气的腐蚀，其工作环境十分恶劣，此工况下的涡轮增压器对零部件的制造工艺要求极为严格，对零部件材料抗疲劳抗冲击的物理性能和耐腐蚀的表面化学性能要求很高。汽车涡轮增压器和发动机零部件对于加工材料，加工精度和质量稳定性有较高要求，只有少数在设备、工艺和生产组织等方面有优势的企业才能生产。通过长时间的研发积累和在高精度数控机床的引入，强化了公司的核心竞争力。
- 盈利预测和投资评级：** 预测公司2017/2018/2019年EPS分别为0.80/1.09/1.36元，当前股价对应市盈率分别为27/20/16倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：** 中间壳产能不足；涡轮增压器行业渗透率增长受阻；大量

新竞争者争抢市场份额；募投项目进展不及预期

| 预测指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 547 | 734 | 957 | 1171 |
| 增长率(%) | 15% | 34% | 30% | 22% |
| 净利润（百万元） | 117 | 160 | 218 | 273 |
| 增长率(%) | 24% | 37% | 36% | 25% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.78 | 0.80 | 1.09 | 1.36 |
| ROE(%) | 16.78% | 12.63% | 15.10% | 16.36% |

资料来源：公司数据、国海证券研究所

内容目录

| | |
|--|----|
| 1、 高端制造领域精密零部件供应商 | 5 |
| 1.1、 公司主要产品及客户 | 5 |
| 1.2、 公司经营情况 | 6 |
| 2、 涡轮增压器核心零部件订单未来两年高速增长 | 7 |
| 2.1、 严格的全球排放及油耗标准，驱动涡轮增压器渗透率持续提升 | 7 |
| 2.2、 现有客户采购额提升，同时成功开拓新客户 | 8 |
| 2.3、 产品结构升级，高毛利业务占比提升 | 9 |
| 2.4、 高难度五轴加工叶轮，技术护城河 | 9 |
| 2.5、 竞争对手 | 10 |
| 3、 市场空间推测 | 11 |
| 3.1、 涡轮增压器市场空间 | 11 |
| 3.2、 工装夹具市场空间 | 12 |
| 4、 募投资金投向 | 12 |
| 5、 盈利预测与评级 | 13 |
| 6、 风险提示 | 14 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 公司股权结构 | 6 |
| 图 2: 公司历史营收及未来增速预测 | 6 |
| 图 3: 公司主要业务收入及利润率 | 6 |
| 图 4: 同业毛利率对比 | 6 |
| 图 5: 同业净利率对比 | 6 |
| 图 6: 涡轮增压器安装位置 | 7 |
| 图 7: 涡轮增压器核心零部件结构图 | 7 |
| 图 8: 公司叶轮及中间壳业务 2015 年市占率 | 8 |
| 图 9: 公司研发费用/营业收入占比 (%) | 9 |
| 图 10: 传统铸造成型叶轮及模具 | 10 |
| 图 11: 全加工叶轮数控铣削工艺 | 10 |
| 图 12: 全球各地区涡轮增压器装机率 | 12 |
| 图 13: 工装夹具市场空间预测 | 12 |
| 表 1: 主要产品及客户 | 5 |
| 表 2: 2017-2018 收入增长的预测假设 | 8 |
| 表 3: 2019 年涡轮增压器零部件销售额敏感性分析 | 8 |
| 表 4: 全加工叶轮全球市场竞争对手 | 10 |
| 表 5: 中间壳国内竞争对手 | 11 |
| 表 6: 募投后精密零部件产能 | 13 |
| 表 7: 募投后飞机机身自动化钻铆产能 | 13 |
| 表 8: 生产自动化产能 | 13 |
| 表 9: 盈利预测 | 14 |













1、 高端制造领域精密零部件供应商

1.1、 公司主要产品及客户

公司主营精密零部件及工装夹具产品，主要产品为涡轮增压器精密轴承件、涡轮增压器叶轮、涡轮增压器中间壳、发动机缸体等关键汽车零部件，座椅构件飞机机舱零部件和用于汽车、轨道交通等领域的工装夹具等。

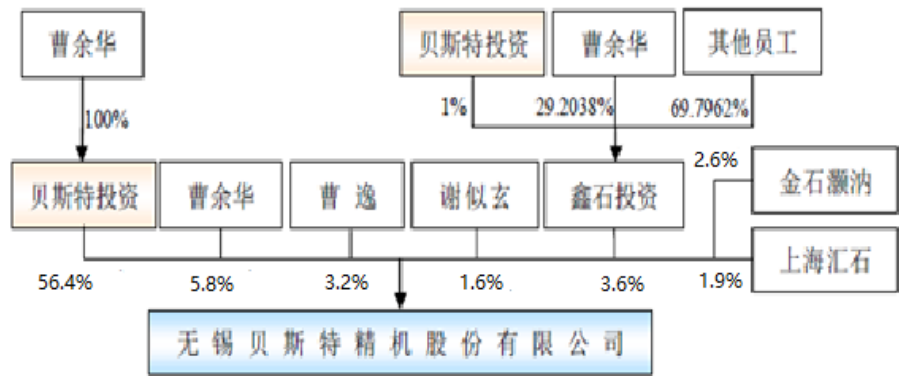
表 1：主要产品及客户

| 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 |  康明斯  霍尼韦尔  博格华纳  博世马勒  石播 |
| | | 真空泵、油泵、高压共轨燃油泵泵体、发动机缸体等 |  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 |  BE 航空 |
| | 其他零部件 | 手柄、气缸、端盖 |  英格索兰 |

| 产品系列 | 主要产品 | 应用领域 | 主要配套客户 |
|------|-------------------------------------|--------------------|--|
| | 滤波器 | 通讯基站 |  RADIO FREQUENCY SYSTEMS RFS  FAIST 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  玉柴集团  卡特彼勒  利纳马  法士特 |

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

图 1：公司股权结构

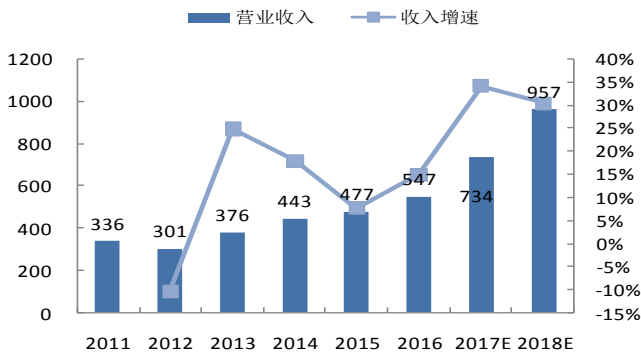


资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

1.2、公司经营情况

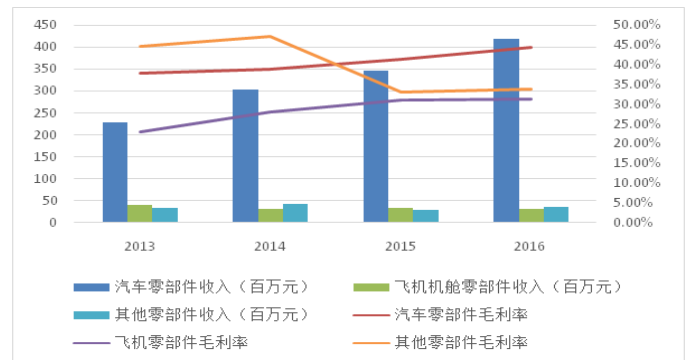
2016 年汽车零部件占营业收入的 76%，贡献主要业绩增长。一方面受益于下游涡轮增压器行业的快速发展，公司的涡轮增压器零部件销售数额正经历高增长。另一方面，公司积极开发的新产品逐渐投产，拉动了收入的增长。

图 2：公司历史营收及未来增速预测



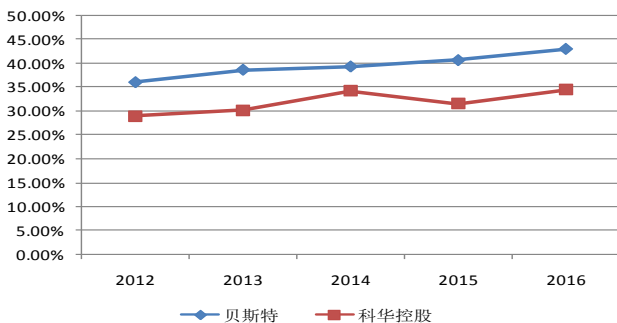
资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 3：公司主要业务收入及利润率



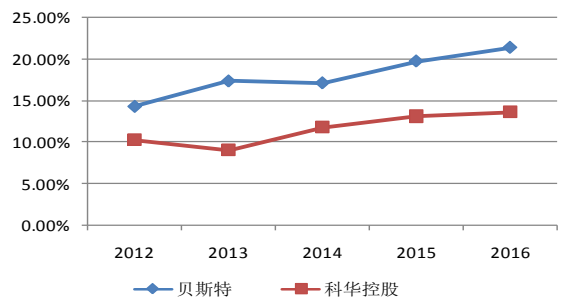
资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 4：同业毛利率对比



资料来源：公司财报，国海证券研究所

图 5：同业净利率对比



资料来源：公司财报，国海证券研究所

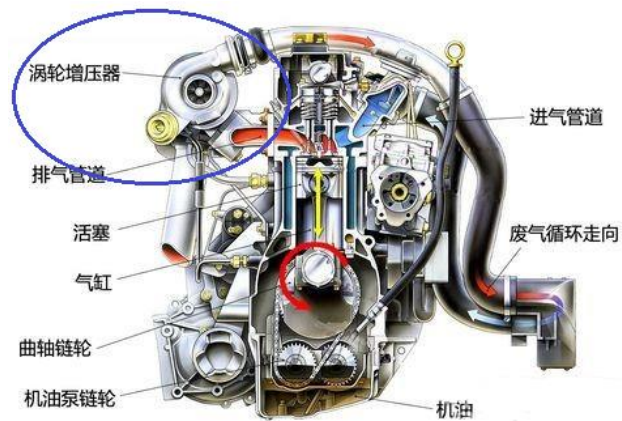
2、涡轮增压器核心零部件订单未来两年高速增长

2.1、严格的全球排放及油耗标准，驱动涡轮增压器渗透率持续提升

涡轮增压机是空气压缩机的一种，利用发动机排出的废气惯性冲力来推动涡轮，涡轮又带动同轴的叶轮，叶轮压送由空气滤清器管道送来的空气，使之增压进入气缸。空气的压力和密度增大可以使燃料燃烧更加充分，提高输出功率，达到降低燃料消耗、节能减排的效果。

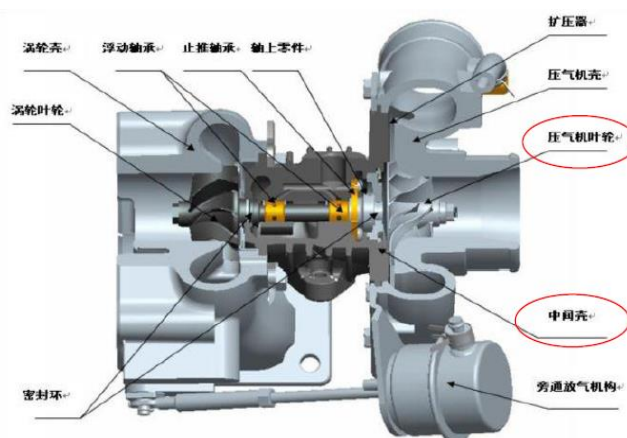
目前汽车企业所采用的传统节能技术主要包括轻量化、涡轮增压、缸内直喷、启停系统等，盖世汽车网与霍尼韦尔的联合调研表明，涡轮增压技术是最为有效的技术。

图 6：涡轮增压器安装位置



资料来源：太平洋汽车网，国海证券研究所

图 7：涡轮增压器核心零部件结构图

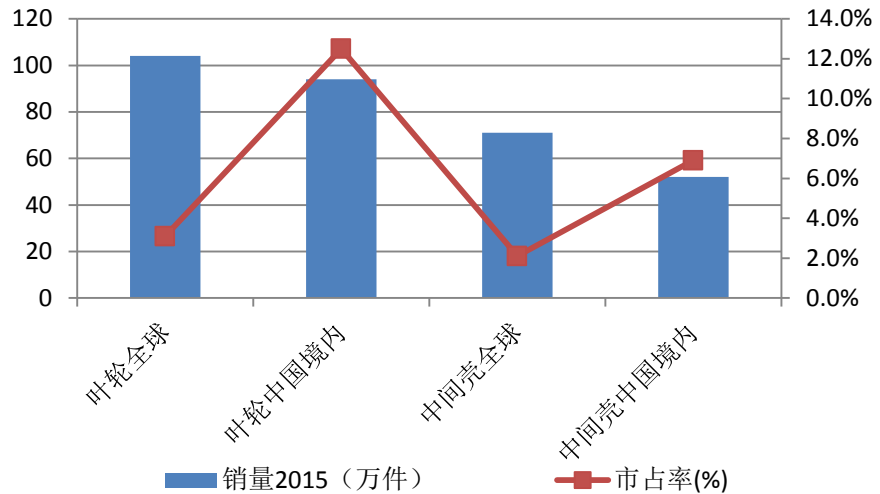


资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

2.2、现有客户采购额提升，同时成功开拓新客户

2015年，公司中间壳全球销售数量和境内销售数量分别为71.28万件和52.04万件，叶轮全球销售数量和境内销售数量分别为104.11万件和93.94万件。公司中间壳的全球市场占有率和国内市场占有率分别为2.10%；6.94%，叶轮的全球市场占有率和国内市场占有率分别为3.06%；12.53%。

图8：公司叶轮及中间壳业务2015年市占率



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

汽车零部件销售收入2015年较2014年增长14.04%，主要是由于公司两大核心客户霍尼韦尔和康明斯对公司涡轮增压器零部件中间壳、铜轴承的采购额提升。汽车零部件销售收入2016年1-6月同比增长14.08%，一方面是由于核心客户之一霍尼韦尔进一步提升了中间壳、叶轮的采购量，以及前十大客户中新增无锡石播、博世马勒等；另一方面汽车发动机零部件新产品皮带轮实现量产，以及油泵销量提升，进一步贡献收入增长。

表2：2017-2018收入增长的预测假设

| | 涡轮增压器全球市场规模 (万只) | 复合增长率假设 | 贝斯特市占率假设 | 涡轮增压器零部件收入预测 (百万元) | 对应公司整体收入增速预测 |
|-------|------------------|---------|----------|--------------------|--------------|
| 2016E | 3706 | 9% | 3% | 180 | 15% |
| 2017E | 4040 | 9% | 5% | 360 | 34% |
| 2018E | 4403 | 9% | 9% | 720 | 30% |

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

表3：2019年涡轮增压器零部件销售额敏感性分析

| 全球市占率假设 (%) | 11% | 12% | 15% | 20% |
|--------------------|-----|------|------|------|
| 涡轮增压器零部件收入预测 (百万元) | 992 | 1037 | 1296 | 1728 |
| 对应公司整体收入预测 YOY (%) | 22% | 33% | 60% | 105% |

资料来源：国海证券研究所

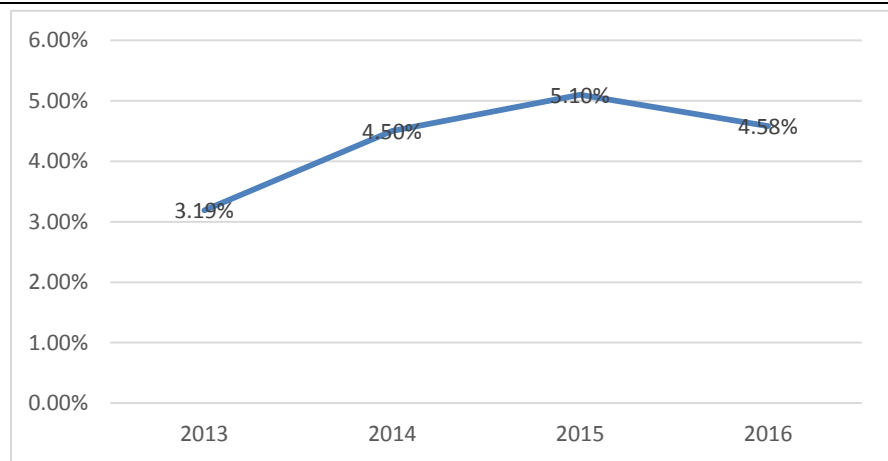
2.3、产品结构升级，高毛利业务占比提升

原铸造叶轮难以满足欧 V 欧 VI 排放标准，利润率更高的全加工叶轮代表了长期的技术替代方向；中间壳业务中自制比例自 2017 年起大幅提高，带动产品利润结构整体上移。

2.4、高难度五轴加工叶轮，技术护城河

叶轮、中间壳等涡轮增压器的零部件工作时长处于高温、有害废尾气的腐蚀，其工作环境十分恶劣，此工况下的涡轮增压器对零部件的制造工艺要求极为严格，对零部件材料抗疲劳抗冲击的物理性能和耐腐蚀的表面化学性能要求很高。汽车涡轮增压器和发动机零部件对于加工材料，加工精度和质量稳定性有较高要求，只有少数在设备，工艺和生产组织等方面有优势的企业才能生产。公司具备五轴加工能力，通过长时间的研发积累和在高精度数控机床的引入，强化了公司的核心竞争力。

图 9：公司研发费用/营业收入占比（%）



资料来源：公司财报，国海证券研究所

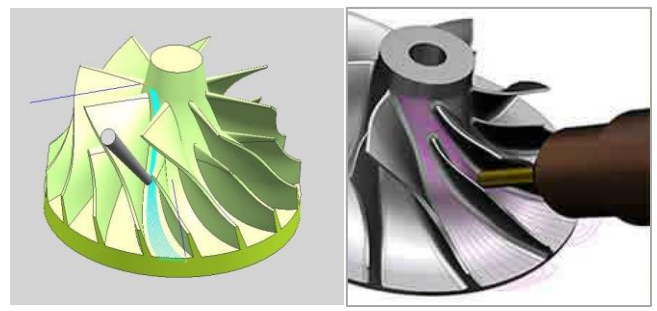
叶轮叶片加工，素有“五轴加工的巅峰竞技场”之名，在机加工技术上是一个典型代表。同时工序集成高级计算机辅助编程、加工策略设计、超高速切削、热固刀具、高定位重复性夹具、温度补偿、三维激光扫描测量以及自动化工件传输等先进加工技术，提升产品精度及批量良品率。主要生产工序都在自动生产线上集中完成。

叶轮的形状复杂，且属于曲面加工，三轴加工无法实现，传统叶轮采用直接铸造成型的方法，然而随着航空航天、能源动力的发展，叶轮类零件的工作表面形状越来越复杂，模具制造的难度很大，所以早期会采用分离式叶轮（即把叶轮的轮毂和叶片分开制造，然后再焊接或铆接形成整体），分离式精度低，在精度要求高的结构中只能采用整体式叶轮，目前加工整体叶轮一般都采用五轴数控机床，五轴加工相对三轴加工多出的两个旋转轴使得机床或刀具的灵活性增加，可以高质量加工以前不能加工的复杂自由曲面。

图 10: 传统铸造成型叶轮及模具



图 11: 全加工叶轮数控铣削工艺



资料来源: 中国制造网, 国海证券研究所

资料来源: 中国制造网, 国海证券研究所

五轴加工叶轮的难点主要在于数控编程复杂 涉及微分几何以及计算几何等学科的知识, 近年来五轴加工的编程技术一直是数控加工领域国内外学者研究的重点, 至今还有许多问题有待解决, 如五轴数控加工系统误差分析和补偿、刀具轨迹的优化算法以及刀具全局干涉的检查等。

工装夹具与精密零部件的联合 公司的工装夹具可以实现精确定位, 精确定位是精密加工的基本前提。精密零部件加工的实际需求促进了工装夹具技术的提升, 高性能的工装夹具也为公司精密零部件加工业务的拓展提供了有利的技术支持, 二者的相互促进和联动发展成为公司多年来的独特技术竞争优势。

2.5、竞争对手

在涡轮增压器中, 叶轮的生产加工难度仅次于涡轮, 当前日本的 AIKOKU Alpha 公司在叶轮生产领域占据全球 25% 份额。

表 4: 全加工叶轮全球市场竞争对手

| | 公司简介 | 资产规模 | 技术及研发水平 |
|-----------------------------------|---|---------------------|---|
| Turbotech Precision Products Ltd. | 英国企业, 主要为客户提供铝制压缩机叶轮、压缩机叶轮铸件毛坯、涡轮增压器叶轮、叶轮精密加工, 主要客户为霍尼韦尔 | 未披露 | 拥有一整套叶轮生产线, 具有从制作模具到成品加工、平衡的全套技术, 并可以运用荧光染料渗透、超声波检测、射线实时成像等技术进行质检 |
| AIKOKU Alpha Corporation | 日本企业, 主要为客户提供涡轮增压器压叶轮 (全加工叶轮), 成立于 1943 年 08 月 18 日, 主要客户为霍尼韦尔、康明斯、博格华纳 | 2015 年总收入 295.1 亿日元 | 采用电脑建模模拟生产流程, 五轴数控机床和 3D 测量设备进行质量检测。 |
| 上海顶迅 | 拥有多台五轴加工中心, 主要从事增压器叶轮、离心压缩机叶轮五轴加工。 | 未披露 | 先后与知名汽车涡轮增压器公司及船用增压器企业等进行广泛合作, 为其提供五轴技术培训, 五轴技 |

| | | | |
|--|--|--|---------------|
| | | | 术服务以及五轴叶轮加工制造 |
|--|--|--|---------------|

资料来源：公司招股说明书，上海顶迅官网，国海证券研究所

中间壳毛利率较涡轮壳产品更高，国内的直接竞争对手包括新伟祥，科华控股。

表 5：中间壳国内竞争对手

| | 公司简介 | 资产规模 | 技术及研发水平 |
|-------------|--|----------------------------------|---|
| 天津新伟祥工业有限公司 | 主要业务为生产引擎发动机涡轮增压器组件 | 未披露 | 产品主要出口海外。除了在铸造车间生产组件，还对零部件进行进一步加工，包括组件的安装。为世界知名厂家供货，例如丰田和大众。 |
| 科华控股股份有限公司 | 主要业务为生产汽车增压器系列零部件，同时也为工程机械及液压器械公司提供零部件生产加工 | 2016 年实现营业收入 7.3 亿元；实现归母净利润 1 亿元 | 拥有 43 项专利，拥有研发和技术人员 115 名。多种产品被认定为“高新技术产品”。通过 ISO9001 和 TS16949 国际质量体系认证。负责承建省级工程技术研究中心“江苏省(科华)涡轮增压器部件工程技术研究中心” |

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

3、市场空间推测

3.1、涡轮增压器市场空间

从全球市场分析，涡轮增压器市场已形成寡头竞争局面，存在五大巨头：Honeywell（霍尼韦尔）、Cummins（康明斯）、BorgWarner（博格华纳）、MHI（三菱重工）、IHI（石播），该五家企业所占的全球市场总份额约为 90%。

根据霍尼韦尔的“全球涡轮增压市场预测”报告，按照每个涡轮增压器用 1 个中间壳和 1 个压气机叶轮，初步估算 2015 年全球中间壳和压气机叶轮的市场规模均约为 3,400 万件，我国中间壳和压气机叶轮的市场规模均约为 750 万件。中国作为全球涡轮增压市场的领头羊，涡轮增压器在中国新销售车辆的渗透率将快速提升，从 2015 年的 28% 上升至 2020 年的 47%，涡轮增压器的年销量从 2015 年 750 万台上升到 1,550 万台，复合增长率约为 16%。可预计未来五年（2016-2020 年）全球将合计生产超过 2 亿件中间壳和 2 亿件压气机叶轮，预计全球年中间壳和压气机叶轮的销量均将从 2015 年的 3,400 万件增长到 2020 年的 5,200 万件，复合增长率约为 9%。

图 12: 全球各地区涡轮增压器装机率

| 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, 国海证券研究所

3.2、工装夹具市场空间

按照 2015 年我国汽车生产量 2,450 万辆进行估算, 假设单台机床配套单套夹具, 并假设工装夹具平均使用寿命为 5 年, 可得出每年每种汽车发动机零部件所需的工装夹具套数, 再将主要的发动机零部件数据加总后即得到每年汽车发动机领域所需工装夹具套数。按照上述方法估算, 工装夹具市场空间为 5,293 套。

图 13: 工装夹具市场空间预测

| 序号 | 汽车发动机零部件 | 每 15 万件产量对应需要机床数量① | 汽车发动机领域所需机床数②=汽车年产量① | 汽车发动机领域所需工装夹具套数③=② (假设单台机床配套单套夹具) | 工装夹具需求数量④=③/工装夹具平均使用寿命 |
|----|----------|--------------------|----------------------|--------------------------------------|------------------------|
| 1 | 缸体 | 20 | 3,267 | 3,267 | 653 |
| 2 | 缸盖 | 15 | 2,450 | 2,450 | 490 |
| 3 | 变速器壳体 | 14 | 2,287 | 2,287 | 457 |
| 4 | 离合器壳体 | 12 | 1,960 | 1,960 | 392 |
| 5 | 缸盖罩 | 10 | 1,634 | 1,634 | 327 |
| 6 | 油底壳 | 10 | 1,634 | 1,634 | 327 |
| 7 | 链条盖 | 10 | 1,634 | 1,634 | 327 |
| 8 | 转向机 | 15 | 2,450 | 2,450 | 490 |
| 9 | 曲轴 | 6 | 980 | 980 | 196 |
| 10 | 连杆 | 8 | 1,307 | 1,307 | 261 |
| 11 | 转向节系统 | 12 | 1,960 | 1,960 | 392 |
| 12 | 制动钳转向系统 | 10 | 1,634 | 1,634 | 327 |
| 13 | 其他 | 20 | 3,267 | 3,267 | 653 |
| 合计 | | | | 26,464 | 5,293 |

资料来源: 公司招股说明书, 国海证券研究所 (注: 每 15 万件产量对应需要机床数量的数据来源于公司对下游客户的访谈)

国家产业政策明确指出, 到 2020 年, 航空航天、船舶、汽车和发电设备所需高档数控机床 80% 以上要立足国内生产, 作为机床配套部件的工装夹具产品“国产替代进口”也将获得广阔的市场空间。

4、募投资金投向

公司于 17 年 1 月 11 日上市, 发行 5,000 万股, 募资总额 47,950 万元, 预计投入时间为 2 年。投资项目主要包括三部分内容: 1、汽车全加工涡轮增压器

压气机叶轮等精密零部件生产；2、飞机机身自动化钻铆系统；3、生产自动化系统。项目总投资金额 65,128 万元。

汽车零部件领域：公司拟投资建设精密零部件生产车间，建成后可年产 300 万件新一代汽油机用涡轮增压器全加工压气机叶轮、年产 200 万件涡轮增压器中间壳以及年产 30 万件满足欧 IV 以上排放标准的新一代高压共轨燃油泵体。公司拟利用募集资金对叶轮等精密零部件产品技术进行升级，扩大产品生产规模，降低成本，实现规模效益。

飞机领域：公司拟投资建设飞机机身自动化钻铆成套设备生产车间。建成后，预计可年生产 5 套机器人自动化钻孔系统、2 套双机器人自动化钻铆系统和 2 套飞机机身大部件复合加工机床系统。项目投产后将成为公司新的经济增长点和利润来源。

生产自动化领域：公司拟投资建设生产自动化系统车间，建成后预计可年生产 72 套两轴桁架机器人自动线、30 套三轴桁架机器人自动线和 8 套倒挂关机器人自动线。

表 6：募投后精密零部件产能

| 精密零部件 | 年产能（万件） |
|-------------------|---------|
| 汽油机用涡轮增压器全加工压气机叶轮 | 300 |
| 涡轮增压器中间壳 | 200 |
| 高压共轨燃油泵体 | 30 |

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

表 7：募投后飞机机身自动化钻铆产能

| 飞机机身自动化钻铆 | 年产能（套） |
|-----------------|--------|
| 机器人自动化钻铆系统 | 5 |
| 双机器人自动化钻铆系统 | 2 |
| 飞机机身大部件复合加工机床系统 | 2 |

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

表 8：生产自动化产能

| 生产自动化 | 年产能（套） |
|------------|--------|
| 两轴桁架机器人自动线 | 72 |
| 三轴桁架机器人自动线 | 30 |
| 倒挂关机器人自动线 | 8 |

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

5、盈利预测与评级

我们按照涡轮增压器全球市场 9%的复合增速，贝斯特 2017/2018/2019 年相关零部件市占率逐步提升至 5%/9%/11%的假设，预计公司 2017/2018/2019 年实现的 EPS 分别为 0.80/1.09/1.36 元，当前股价对应市盈率 27/20/16 倍，首次覆

盖给予“增持”评级。

表 9: 盈利预测

| 预测指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 547 | 734 | 957 | 1171 |
| 增长率(%) | 15% | 34% | 30% | 22% |
| 净利润(百万元) | 117 | 160 | 218 | 273 |
| 增长率(%) | 24% | 37% | 36% | 25% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.78 | 0.80 | 1.09 | 1.36 |
| ROE(%) | 16.78% | 12.63% | 15.10% | 16.36% |

资料来源: 国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 中间壳产能不足;
- 2) 涡轮增压器行业渗透率增长受阻;
- 3) 大量新竞争者争抢市场份额;
- 4) 募投项目进展不及预期

表 10: 贝斯特盈利预测表

| 证券代码: | 300580.SZ | | | | 股价: | 22.39 | 投资评级: | 增持 | | 日期: | 2017-05-25 |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|------------|
| 财务指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 每股指标与估值 | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | |
| ROE | 17% | 13% | 15% | 16% | EPS | | 0.78 | 0.80 | 1.09 | 1.36 | |
| 毛利率 | 43% | 44% | 45% | 46% | BVPS | | 4.65 | 6.35 | 7.23 | 8.34 | |
| 期间费率 | 19% | 19% | 15% | 16% | 估值 | | | | | | |
| 销售净利率 | 21% | 22% | 23% | 23% | P/E | | 28.06 | 27.31 | 20.03 | 16.03 | |
| 成长能力 | | | | | P/B | | 4.71 | 3.45 | 3.03 | 2.62 | |
| 收入增长率 | 15% | 34% | 30% | 22% | P/S | | 6.00 | 5.96 | 4.57 | 3.74 | |
| 利润增长率 | 24% | 37% | 36% | 25% | 利润表 (百万元) | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 营业收入 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | |
| 总资产周转率 | 0.51 | 0.44 | 0.50 | 0.48 | 营业收入 | 547 | 734 | 957 | 1171 | | |
| 应收账款周转率 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | 营业成本 | 312 | 410 | 530 | 632 | | |
| 存货周转率 | 2.06 | 2.06 | 2.06 | 2.06 | 营业税金及附加 | 6 | 9 | 11 | 14 | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 14 | 18 | 21 | 26 | | |
| 资产负债率 | 34% | 23% | 25% | 31% | 管理费用 | 85 | 110 | 115 | 141 | | |
| 流动比 | 1.41 | 2.32 | 1.89 | 1.92 | 财务费用 | 1 | (0) | 0 | 5 | | |
| 速动比 | 0.95 | 1.74 | 1.30 | 1.48 | 其他费用/(-收入) | (7) | (15) | (40) | (50) | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 营业利润 | 122 | 172 | 240 | 303 | | |
| 现金及现金等价物 | 31 | 225 | 68 | 452 | 营业外净收支 | 13 | 13 | 13 | 13 | | |
| 应收款项 | 274 | 368 | 479 | 586 | 利润总额 | 136 | 186 | 253 | 316 | | |
| 存货净额 | 152 | 203 | 263 | 314 | 所得税费用 | 19 | 25 | 35 | 43 | | |
| 其他流动资产 | 13 | 18 | 23 | 29 | 净利润 | 117 | 160 | 218 | 273 | | |
| 流动资产合计 | 470 | 814 | 833 | 1380 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 固定资产 | 490 | 468 | 721 | 949 | 归属于母公司净利润 | 117 | 160 | 218 | 273 | | |
| 在建工程 | 5 | 278 | 278 | 8 | 现金流量表 (百万元) | | | | | | |
| 无形资产及其他 | 61 | 55 | 50 | 45 | 经营活动现金流 | 111 | (11) | 5 | 108 | | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 117 | 160 | 218 | 273 | | |
| 资产总计 | 1063 | 1652 | 1918 | 2419 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 短期借款 | 81 | 21 | 21 | 221 | 折旧摊销 | 55 | 55 | 52 | 77 | | |
| 应付款项 | 163 | 218 | 282 | 337 | 公允价值变动 | (0) | 0 | 0 | 0 | | |
| 预收帐款 | 62 | 83 | 108 | 132 | 营运资金变动 | (61) | (226) | (266) | (242) | | |
| 其他流动负债 | 28 | 28 | 28 | 28 | 投资活动现金流 | (117) | (251) | (253) | 42 | | |
| 流动负债合计 | 334 | 350 | 439 | 719 | 资本支出 | (69) | (251) | (253) | 42 | | |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 其他长期负债 | 32 | 32 | 32 | 32 | 其他 | (48) | 0 | 0 | 0 | | |
| 长期负债合计 | 32 | 32 | 32 | 32 | 筹资活动现金流 | 200 | 352 | (41) | 149 | | |
| 负债合计 | 366 | 383 | 472 | 751 | 债务融资 | 30 | (60) | 0 | 200 | | |
| 股本 | 150 | 200 | 200 | 200 | 权益融资 | 0 | 442 | 0 | 0 | | |
| 股东权益 | 697 | 1269 | 1446 | 1668 | 其它 | 170 | (30) | (41) | (51) | | |
| 负债和股东权益总计 | 1063 | 1652 | 1918 | 2419 | 现金净增加额 | 194 | 90 | (289) | 299 | | |

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【汽车组介绍】

周绍倩，毕业于同济大学汽车专业，汽车行业 OEM 四年工作经验，证券行业 A+H 股两年研究经验，2016 年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

周绍倩，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，以勤勉的职业态度，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。