

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**汽车汽配**
**汽车零部件 II**
**伯特利 (603596)**
**重大事件快评**
**增持**

(首次评级)

2019年11月19日

# 客户结构优化，通用全球合作持续深化

**证券分析师：梁超**

0755-22940097

liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001

**证券分析师：何俊艺**

hejunyi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519080001

## 事项：

公司近期与通用汽车公司签署 26 份产品供货合同，订单共涉及 7 个平台项目 12 种产品。该项目从 2019Q4 开始批量供货，均为 100% 独家供应，公司预测本次签署的全部供货车型单年度最高产量近 130 万辆，预计 2020 年给公司带来新增收入约 4 亿元人民币，项目车型的生命周期内（2019 年四季度起）产品销售收入累计预计将超过 18 亿元人民币。

## 国信观点：

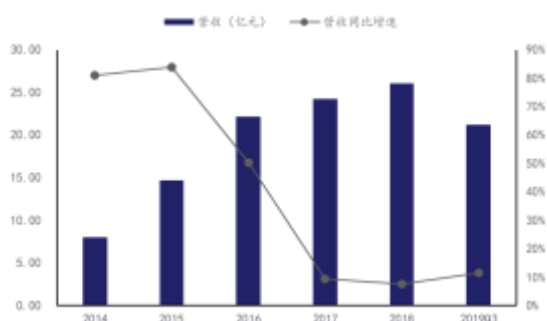
公司主营汽车制动和轻量化零部件，具备一定量价提升潜力。价的维度看，产品所处赛道具备产品升级潜力：机械式制动到电控制动再到线控制动，而制动系统是智能驾驶执行端的重要组成部分。量的维度看，公司客户结构逐渐扩大和优化，前期主要以国内自主品牌为主，近期突破通用、福特、沃尔沃等合资以及外资客户，并且逐步深化与通用全球的合作关系。我们预计公司 19/20/21 年实现营收 29.7/35.6/42.0 亿，实现归母净利润 4.1/4.9/6.0 亿，实现每股收益为 0.99/1.20/1.46 元，考虑到公司未来两年的业绩增速情况以及对标公司的 PE 估值情况，给予公司合理估值区间为 24.00-26.4 元（对应 2020 年市盈率为 20-22 倍），对应 2019 年 11 月 18 日收盘价存在 32%-45% 空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 评论：

### ■ 掌握制动领域核心技术，实现机械-电控-线控全领域布局

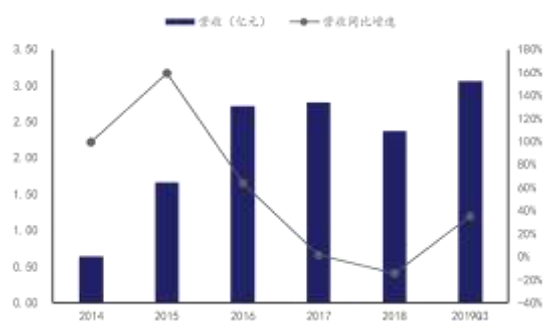
公司主业为汽车制动相关产品，主要分为机械制动产品和电控制动产品，机械类产品主要包括盘式制动器、轻量化制动零部件以及真空助力泵，电控类产品主要包括电子驻车制动该系统（EPB）、制动防抱死系统（ABS）、电子稳定控制系统（ESC）以及线控制动系统（WCBS）。目前公司已经完全具备 EPB、ABS、ESC 等电子类产品独立开发与制造能力，后期逐步向线控制动领域技术渗透。公司客户主要以自主品牌为主，包括长安汽车、奇瑞汽车、吉利汽车、北京汽车、比亚迪等，公司的轻量化制动零部件目前已经获得上汽通用、上汽大众、通用全球、沃尔沃、福特等合资以及外资品牌订单。2019 前三季度公司实现营收 21.21 亿元，同比增长 11.42%，实现归母净利润 3.06 亿元，同比增长 35.60%。

图 1: 营收及同比增速



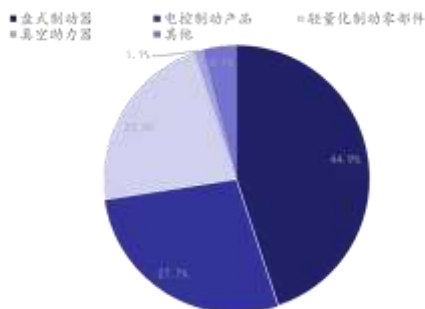
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 利润及同比增速



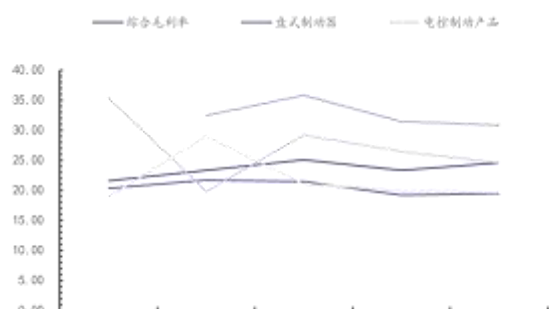
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 各业务构成



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 各业务毛利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

■ 持续斩获通用全球大订单，合作持续深化

公司于 2019 年 2 月与通用汽车签署供货合同，首次成为通用汽车铸铝转向节以及供应商，对应项目为 T1XX 铸铝前转向节，项目生命周期为 7 年，2019 年开始批量供货，该平台对应车型在墨西哥销量为 35 万辆/年，自 2019 年初至 2019 年 10 月 T1XX 平台项目轻量化产品累计实现收入 1.46 亿人民币。

此外,公司于 2019 年 11 月公布近期与三家通用汽车公司新签署 26 份产品供货合同(其中美国公司 22 份供货合同,墨西哥公司 2 份供货合同,加拿大公司 2 份供货合同),共涉及 7 个平台项目(包括 31xx、A1AC、A2LL、D2UC、E2xx、O1SL、T1xx),12 种产品(包括铸铝支架-E2xx、铸铝前转向节-E2xx、铸铝后转向节-E2xx、铸铝前转向节-O1SL、铸铝后转向节-O1SL、铸铝叉臂-O1SL、铸铝前转向节-A1AC、铸铝前转向节-A2LL、铸铝前转向节-31xx、铸铝前转向节-31xxZR2、铸铝后转向节-D2UC、铸铝前转向节-T1xx)。该项目从 2019Q4 开始批量供货,均为 100% 独家供应,项目周期 4 个月至 7 年不等,主要依据项目车型的生命周期终止时间。公司预测本次签署的全部供货车型单年度最高产量近 130 万辆,前述合同预计 2020 年给公司带来新增收入约 4 亿元人民币,项目车型的生命周期内(2019 年四季度起)产品销售收入累计预计将超过 18 亿元人民币。

公司此前一直通过威海萨克斯作为二级供应商供货北美,年初公司通过轻量化产品成为通用一级供应商,芜湖本部实现独立供货。我们认为公司与近期持续获得通用全球大订单,同时进入通用汽车公司美国工厂、加拿大工厂和墨西哥工厂,合作持续深化,一方面证明公司在轻量化领域的产品力,另一方面有利于公司扩大轻量化零部件产品规模、提升经营业绩和核心竞争力,有助于公司进一步开拓与国际知名整车厂商的合作、提升公司在国内外市场地位和影响力。

## ■ 风险提示

第一，部分自主长尾客户面临行业竞争加剧被出清带来的坏账风险；

第二，通用北美订单收到贸易战、汇率等因素影响具备不确定性；

第三，行业复苏进度低于预期。

## ■ 投资建议：赛道优质与客户结构优化，给予“增持”评级

我们预计 19/20/21 年公司营收端增速分别为 14.00%/20.04%/18.08%，毛利率分别为 24.67%/24.72%/24.95%，核心业务板块的拆分情况如下：

**盘式制动器：**该块业务基本同步汽车行业，行业格局稳定，我们预计 19/20/21 年营收端同比增速分别为 4.5%/3.00%/3.00%，由于业务相对传统价格相对稳定，预计年降使得公司该业务毛利率逐步略微下行，预计 19/20/20 年毛利率分别为 18.50%/18.00%/17.50%；

**电控制动产品：**受益客户开拓与新品渗透率提升，我们预计 19/20/21 年营收端同比增速分别为 18.00%/16.00%/20.00%，随着产品逐步成熟，预计毛利率稳中略有下降，预计 19/20/21 年毛利率分别为 24.00%/23.00%/22.00%；

**轻量化零部件：**该业务核心增量来自于通用全球三个公司的订单，根据订单测算，我们预计 19/20/21 年该业务对于营收增速分别为 25.00%/50.00%/30.00%，毛利率分别为 30.40%/28.50%/28.00%。

**表 1：公司各项业务拆分情况**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总体营收	8.01	14.71	22.12	24.20	26.02	29.66	35.61	42.05
YoY		83.65%	50.37%	9.40%	7.52%	14.00%	20.04%	18.08%
毛利	1.75	3.44	5.54	5.63	6.40	7.32	8.80	10.49
毛利率	21.85%	23.38%	25.04%	23.28%	24.59%	24.67%	24.72%	24.95%
<b>盘式制动器</b>								
营收	6.55	11.90	15.23	14.05	11.68	12.21	12.57	12.95
营收 YoY		81.68%	27.98%	-7.75%	-16.87%	4.50%	3.00%	3.00%
毛利	1.33	2.58	3.27	2.69	2.27	2.26	2.26	2.27
毛利率	20.26%	21.72%	21.48%	19.18%	19.40%	18.50%	18.00%	17.50%
<b>电控制动产品</b>								
营收	0.02	0.53	1.42	3.67	7.20	8.50	9.86	11.83
营收 YoY		2550.00%	167.92%	158.45%	96.19%	18.00%	16.00%	20.00%
毛利	0.01	0.10	0.41	0.97	1.77	2.04	2.27	2.60
毛利率	35.32%	19.81%	29.15%	26.48%	24.52%	24.00%	23.00%	22.00%
<b>轻量化零部件</b>								
营收	0.20	1.28	4.33	5.33	5.79	7.24	10.86	14.11
营收 YoY		540.00%	238.28%	23.09%	8.63%	25.00%	50.00%	30.00%
毛利	0.00	0.41	1.55	1.68	1.78	2.20	3.09	3.95
毛利率	0.00%	32.41%	35.79%	31.47%	30.77%	30.40%	28.50%	28.00%
<b>真空助力泵</b>								
营收	0.57	0.23	0.31	0.29	0.29	0.28	0.26	0.23
营收 YoY		-59.65%	34.78%	-6.45%	0.00%	-4.00%	-8.00%	-12.00%
毛利	0.11	0.07	0.07	0.06	0.06	0.05	0.05	0.04
毛利率	18.98%	28.98%	21.04%	19.96%	19.54%	19.54%	19.00%	19.00%
<b>其他业务</b>								
营收	0.22	0.25	0.42	0.54	0.88	1.32	1.98	2.87
营收 YoY		13.64%	68.00%	28.57%	62.96%	50.00%	50.00%	45.00%

毛利	0.18	0.13	0.13	0.15	0.50	0.74	1.11	1.62
毛利率	83.03%	50.82%	30.92%	27.95%	56.29%	56.29%	56.29%	56.29%
散件及其他								
营收	0.45	0.52	0.41	0.32	0.18	0.13	0.09	0.06
营收 YoY		15.56%	-21.15%	-21.95%	-43.75%	-30.00%	-30.00%	-30.00%
毛利	0.13	0.14	0.11	0.08	0.03	0.02	0.02	0.01
毛利率	27.90%	27.12%	26.63%	25.27%	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

我们主要选择汽车电子类标的作为估值对标公司, 保隆科技主业为 TPMS(胎压监测)以及排气系统管件和气门嘴, 科博达主业为照明控制系统、车载电器与电子、电机控制系统等, 德赛西威主业为车载娱乐系统、车载信息系统以及车载空调控制系统, 对标公司均是汽车电子类标的, 对标公司 2019 年平均估值为 30.94 倍, 对标公司科博达为刚上市目前属于次新股属性, 估值较高, 而保隆科技与德赛西威部分产品涉及智能驾驶, 因此享有一定的估值溢价。

公司主营汽车制动和轻量化零部件, 具备一定量价提升潜力。价的维度看, 产品所处赛道具备产品升级潜力: 机械式制动到电控制动再到线控制动, 而制动系统是智能驾驶执行端的重要组成部分。量的维度看, 公司客户结构逐渐扩大和优化, 前期主要以国内自主品牌为主, 近期突破通用、福特、沃尔沃等合资以及外资客户, 并且逐步深化与通用全球的合作关系。我们预计公司 19/20/21 年实现营收 29.7/35.6/42.0 亿, 实现归母净利润 4.1/4.9/6.0 亿, 实现每股收益为 0.99/1.20/1.46 元, 考虑到公司未来两年的业绩增速情况以及对标公司的 PE 估值情况, 给予公司合理估值区间为 24.00-26.4 元(对应 2020 年市盈率为 20-22 倍), 对应 2019 年 11 月 18 日收盘价存在 32%-45%空间, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

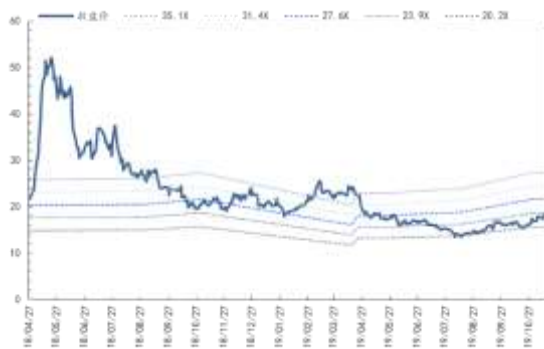
表 2: 可比公司对标分析

代码	公司简称	股价	总市值	EPS (元)			PE		评级	
				2019E	2020E	2021E	2018E	2019E		2020E
603596	伯特利	18.24	89.70	0.99	1.20	1.46	18.42	15.20	12.49	增持
603197	保隆科技	27.94	46.40	1.03	1.17	1.38	27.13	23.88	20.25	增持
603786	科博达	48.2	193	1.28	1.52	1.86	37.66	31.71	25.91	中性
002920	德赛西威	25.55	141	0.63	0.81	1.00	40.56	31.54	25.55	增持

资料来源: wind、国信证券经济研究所测算

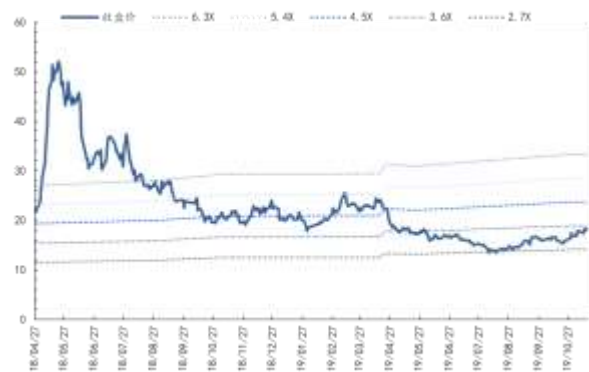
备注: 股价及总市值参考 2019 年 11 月 15 日收盘价

图 5: 公司 PE-Band



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司 PB-Band



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	592	832	1074	1409	<b>营业收入</b>	<b>2602</b>	<b>2967</b>	<b>3561</b>	<b>4205</b>
应收款项	1512	1724	2070	2444	营业成本	1963	2235	2681	3156
存货净额	342	389	467	551	营业税金及附加	15	17	21	24
其他流动资产	314	358	429	507	销售费用	56	59	71	84
<b>流动资产合计</b>	<b>2760</b>	<b>3302</b>	<b>4040</b>	<b>4911</b>	管理费用	58	62	73	86
固定资产	696	751	802	844	财务费用	11	(3)	(9)	(17)
无形资产及其他	56	53	51	49	投资收益	4	4	4	4
投资性房地产	68	68	68	68	资产减值及公允价值变动	(84)	0	0	0
长期股权投资	13	9	5	0	其他收入	(71)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3592</b>	<b>4183</b>	<b>4965</b>	<b>5872</b>	营业利润	349	601	729	875
短期借款及交易性金融负债	243	243	243	243	营业外净收支	(0)	(0)	(0)	(0)
应付款项	968	1099	1322	1559	<b>利润总额</b>	<b>349</b>	<b>601</b>	<b>729</b>	<b>875</b>
其他流动负债	94	107	128	151	所得税费用	47	81	99	118
<b>流动负债合计</b>	<b>1305</b>	<b>1449</b>	<b>1693</b>	<b>1954</b>	少数股东损益	64	111	135	162
长期借款及应付债券	65	65	65	65	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>237</b>	<b>409</b>	<b>495</b>	<b>595</b>
其他长期负债	155	164	173	183					
<b>长期负债合计</b>	<b>220</b>	<b>229</b>	<b>238</b>	<b>248</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1525</b>	<b>1678</b>	<b>1932</b>	<b>2202</b>	<b>净利润</b>	237	409	495	595
少数股东权益	160	254	367	503	资产减值准备	83	11	5	5
股东权益	1907	2250	2667	3167	折旧摊销	67	81	91	100
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3592</b>	<b>4183</b>	<b>4965</b>	<b>5872</b>	公允价值变动损失	84	0	0	0
					财务费用	11	(3)	(9)	(17)
					营运资本变动	(298)	(138)	(238)	(261)
					其它	(29)	83	108	131
					<b>经营活动现金流</b>	<b>144</b>	<b>445</b>	<b>462</b>	<b>570</b>
					资本开支	(129)	(145)	(145)	(145)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(124)</b>	<b>(140)</b>	<b>(140)</b>	<b>(140)</b>
					权益性融资	561	0	0	0
					负债净变化	7	0	0	0
					支付股利、利息	(38)	(65)	(79)	(95)
					其它融资现金流	(59)	0	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>440</b>	<b>(65)</b>	<b>(79)</b>	<b>(95)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>460</b>	<b>240</b>	<b>242</b>	<b>335</b>
					货币资金的期初余额	132	592	832	1074
					货币资金的期末余额	592	832	1074	1409
					企业自由现金流	83	312	327	434
					权益自由现金流	30	315	335	448

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.58	1.00	1.21	1.46
每股红利	0.09	0.16	0.19	0.23
每股净资产	4.67	5.51	6.53	7.75
ROIC	23%	21%	23%	25%
ROE	12%	18%	19%	19%
毛利率	25%	25%	25%	25%
EBIT Margin	20%	20%	20%	20%
EBITDA Margin	22%	23%	23%	23%
收入增长	8%	14%	20%	18%
净利润增长率	-14%	72%	21%	20%
资产负债率	47%	46%	46%	46%
息率	0.5%	0.9%	1.1%	1.3%
P/E	31.4	18.2	15.0	12.5
P/B	3.9	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	15.5	13.5	11.6	10.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本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。