

## 墨西哥扩产 全球化加速

### 伯特利(603596)系列点评三十一

#### 事件概述

公司发布公告：公司拟向全资子公司芜湖伯特利墨西哥公司借款、增资暨投资建设年产 550 万件铸铝转向节、170 万件控制臂/副车架、100 万件电子驻车制动钳 (EPB)、100 万件前制动钳等产品项目。项目建设地点位于墨西哥 Coahuila 州 Saltillo 市 Alianza 产业园，总投资 16,500 万美元。

同时公告：1) 公司终止发行全球存托凭证 (GDR)；2) 聘任袁永彬先生为公司总经理；3) 陈忠喜先生因本人工作调整申请辞去公司财务总监职务，辞职后，陈忠喜先生继续担任公司副总经理及董事会秘书，聘任王孝杰女士为公司财务总监。

#### 分析判断：

##### ► 墨西哥扩产 海外市场加速突破

2022 年以来，公司海外定点加速获得突破，包括：1) 轻量化获多个定点：2022 年 10 月，公司获得海外轻量化项目定点 7 个，累计生命周期总销售收入预计 9.5 亿美元（折合人民币 66 亿元），12 月获得某全球著名整车厂的豪华跑车品牌提供前后铸铝转向节，全生命周期（7 年）销售额 0.24 亿美元（折合人民币约 1.7 亿元）；2023 年 3 月初，获得两家全球著名整车厂铸铝轻量化项目定点，总销售收入约 4.1 亿美元（折合人民币约 28 亿元），3 月中旬再获北美某著名整车厂轻量化平台项目，独家供货，项目车型的生命周期内（2025 年-2031 年）产品销售收入累计预计约 31 亿元人民币。根据 2022 年以来获得的轻量化海外定点，我们测算 2025 年将新增收入约 23 亿元以上。我们预计后续随着墨西哥工厂的量产爬坡，有望获得更多定点；2) EPB 首出海：2022 年 12 月，公司 EPB 和制动卡钳总成获得某全球著名整车厂的 2 个平台定点，全生命周期（4-7 年）销售额 1.77 亿美元（折合人民币约 12 亿元）。

公司本次进行墨西哥工厂的扩产（墨西哥一期产能为 400 万件轻量化产品），新增年产 550 万件铸铝转向节、170 万件控制臂/副车架、100 万件电子驻车制动钳 (EPB)、100 万件前制动钳等，保障海外订单交付的同时后续有望获得更多定点突破。根据现有产能测算，我们预计墨西哥工厂满产有望贡献收入超过 35 亿元。公司将继续深耕国际化，目标成为全球汽车零部件百强。

##### ► 终止发行 GDR 管理层合理变动

#### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	77.65
股票代码：	603596
52 周最高价/最低价：	111.02/58.8
总市值(亿)	319.75
自由流通市值(亿)	318.39
自由流通股数(百万)	410.03



#### 分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080006  
联系电话：

#### 分析师：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120522120001  
联系电话：

#### 相关研究

- 【华西汽车】伯特利(603596)系列点评三十：业绩加速增长 智能电动齐驱  
2023.05.21
- 【华西汽车】伯特利(603596)系列点评二十九：扣非增速超预期 智能电动齐加速  
2023.04.27
- 【华西汽车】伯特利(603596)系列点评二十八：业绩稳健增长 电控持续加速  
2023.03.22

为满足公司业务发展的需要，深入推进公司国际化战略，开辟公司在国际资本市场的融资渠道，公司此前拟发行 GDR，鉴于境内外资本市场环境的变化并综合考虑公司的实际财务及经营情况、融资环境等因素，为了充分保障所有股东的利益，公司决定终止发行。我们认为公司现金流压力不大，截至 2023 年一季度末，账面现金及等价物超过 26 亿元，仍能维持当前阶段的扩产投资，本次终止将不影响公司实质经营，亦不摊薄股份。

管理层合理变动，本次袁永彬先生重新担任总经理，我们判断有望带领公司迎接下一阶段的快速发展。陈忠喜先生卸任财务总监，仍继续担任公司副总和董秘，聘任王孝杰女士为公司财务总监，我们判断一方面是分担陈忠喜先生的工作，另一方面也反映公司对年轻人的提拔。

### ► 整合稳步推进 进击线控底盘

**转向布局落地，整合稳步推进。**2022 年 5 月，公司收购万达 45%的股权，成为万达的第一大股东；万达董事会由 5 名董事组成，其中公司有权提名 3 名董事，瑞智联能及万达零部件有权各提名 1 名董事。万达主要生产各类转向器、转向管柱系列产品，主要客户包括德国大众、上汽通用五菱、奇瑞、吉利等。公司正在稳步推进整合，参考 2016 年以前的财务数据，万达的净利率在 7%-10%，我们认为在公司的整合协同下，万达的净利率有望提升至 10%甚至更高水平，并且也已正式启动了 DP-EPS、R-EPS、线控转向系统的研发工作。

**剑指线控底盘，线控制动国产替代加速。**本次收购将完善公司在汽车底盘领域的布局，丰富和完善公司在汽车安全系统领域的产品线（制动+转向），后续将逐步完善分布式驱动和悬架，最终成为线控底盘供应商，掘金千亿市场，剑指全球汽车零部件百强。智能电动驱动线控制动 EHB 渗透率加速提升，公司基于 ESP 量产经验，研发出 One-Box 产品 WCBS（集成式线控制动系统），在性能上优于目前主流 Two-Box 产品，紧抓博世 ESP 缺芯的窗口期，2022H1 线控制动新增定点项目数 19 个，未来有望不断加速。同时公司紧跟行业趋势，启动开发具备制动冗余功能线控制动系统 WCBS2.0，并开展对电子机械制动（EMB）的预研工作，国产替代加速。

### 投资建议

公司客户和产品结构双升级，短期受益于 EPB 和线控制动等智能电控业务渗透率提升，中长期线控底盘有望贡献显著增量，考虑到墨西哥工厂逐步量产等，维持盈利预测：预计公司 2023-25 年营收为 90.0/121.5/160.3 亿元，归母净利为 10.1/14.4/19.4 亿元，EPS 为 2.45/3.48/4.70 元，对应 2023 年 6 月 19 日 77.65 元/股收盘价，PE 分别为 32/22/17 倍。考虑到公司未来的成长性及线控制动等新业务的突破，维持“买入”评级。

### 风险提示

汽车销量不及预期；竞争加剧；原材料价格上涨；客户拓展不及预期；海外拓展不及预期等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,492	5,539	8,998	12,148	16,029
YoY (%)	14.8%	58.6%	62.4%	35.0%	31.9%
归母净利润(百万元)	505	699	1,008	1,434	1,937
YoY (%)	9.3%	38.5%	44.3%	42.3%	35.0%
毛利率 (%)	24.2%	22.4%	21.5%	22.3%	22.9%
每股收益 (元)	1.23	1.70	2.45	3.48	4.70
ROE	14.4%	16.6%	18.9%	20.7%	21.3%
市盈率	63.38	45.76	31.72	22.29	16.51

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,539	8,998	12,148	16,029	净利润	701	1,029	1,510	2,105
YoY (%)	58.6%	62.4%	35.0%	31.9%	折旧和摊销	163	105	71	70
营业成本	4,296	7,059	9,445	12,364	营运资金变动	-120	29	11	46
营业税金及附加	30	49	67	88	经营活动现金流	785	1,176	1,601	2,229
销售费用	59	108	146	192	资本开支	-605	-384	-284	-299
管理费用	127	229	267	345	投资	170	0	0	0
财务费用	-40	-40	-62	-90	投资活动现金流	-342	-375	-271	-282
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	87	0	0	0
投资收益	7	9	13	17	债务募资	104	0	0	0
营业利润	748	1,138	1,696	2,353	筹资活动现金流	-294	-20	-20	-20
营业外收支	15	0	0	0	现金净流量	146	781	1,310	1,927
利润总额	763	1,138	1,696	2,353					
所得税	62	109	187	248	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
净利润	701	1,029	1,510	2,105	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	699	1,008	1,434	1,937	营业收入增长率	58.6%	62.4%	35.0%	31.9%
YoY (%)	38.5%	44.3%	42.3%	35.0%	净利润增长率	38.5%	44.3%	42.3%	35.0%
每股收益	1.70	2.45	3.48	4.70	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	22.4%	21.5%	22.3%	22.9%
					净利率	12.6%	11.4%	12.4%	13.1%
					总资产收益率 ROA	8.1%	8.9%	9.8%	10.2%
					净资产收益率 ROE	16.6%	18.9%	20.7%	21.3%
					<b>偿债能力 (%)</b>				
					流动比率	2.13	1.91	1.88	1.90
					速动比率	<b>1.81</b>	<b>1.61</b>	<b>1.58</b>	<b>1.59</b>
					现金比率	0.75	0.67	0.70	0.77
					资产负债率	47.2%	49.6%	49.5%	48.8%
					<b>经营效率 (%)</b>				
					总资产周转率	0.64	0.79	0.83	0.85
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.70	2.45	3.48	4.70
					每股净资产	10.23	12.98	16.86	22.06
					每股经营现金流	1.91	2.86	3.89	5.41
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					<b>估值分析</b>				
					PE	45.76	31.72	22.29	16.51
					PB	7.80	5.98	4.60	3.52

  

资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,287	3,068	4,377	6,304
预付款项	56	73	100	135
存货	899	1,286	1,772	2,342
其他流动资产	3,243	4,371	5,451	6,807
流动资产合计	6,485	8,798	11,700	15,587
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,415	1,687	1,928	2,218
无形资产	136	149	156	164
非流动资产合计	2,160	2,563	2,939	3,368
资产合计	8,644	11,361	14,639	18,955
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2,772	4,163	5,617	7,437
其他流动负债	278	450	598	786
流动负债合计	3,051	4,612	6,216	8,222
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1,027	1,027	1,027	1,027
非流动负债合计	1,027	1,027	1,027	1,027
负债合计	4,078	5,640	7,243	9,249
股本	412	412	412	412
少数股东权益	356	376	452	620
股东权益合计	4,567	5,722	7,396	9,705
负债和股东权益合计	8,644	11,361	14,639	18,955

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师承诺

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，保证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。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。