

伯特利(603596)

轻量化逆势增长、线控制动即将量产

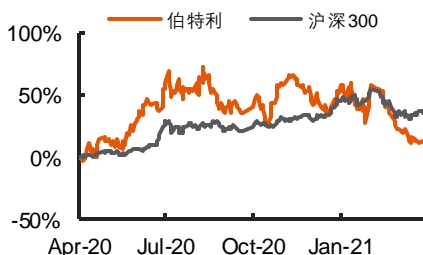
推荐(维持)

现价: 27.36元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.btl-auto.com
大股东/持股	YUAN,YONGBIN/20.34%
实际控制人	袁永彬
总股本(百万股)	409
流通 A 股(百万股)	171
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	111.78
流通 A 股市值(亿元)	46.89
每股净资产(元)	6.59
资产负债率(%)	37

行情走势图



相关研究报告

《伯特利*603596*从 EPB 到线控制动、高技术壁垒逐个突破》2021-02-05

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
wangdean002@pingan.com.cn

李鹤

一般从业资格编号
S1060119070028
liyao157@pingan.com.cn



投资要点

事项:

公司发布2020年度报告,报告期内实现营业收入30.42亿元,同比下降3.63%;归属于上市公司股东的净利润4.61亿元,同比增长14.93%;归属于上市公司股东的扣非净利润4.08亿元,同比增长15.44%。公司拟向全体股东每10股派发现金股利1.18元(含税)。

平安观点:

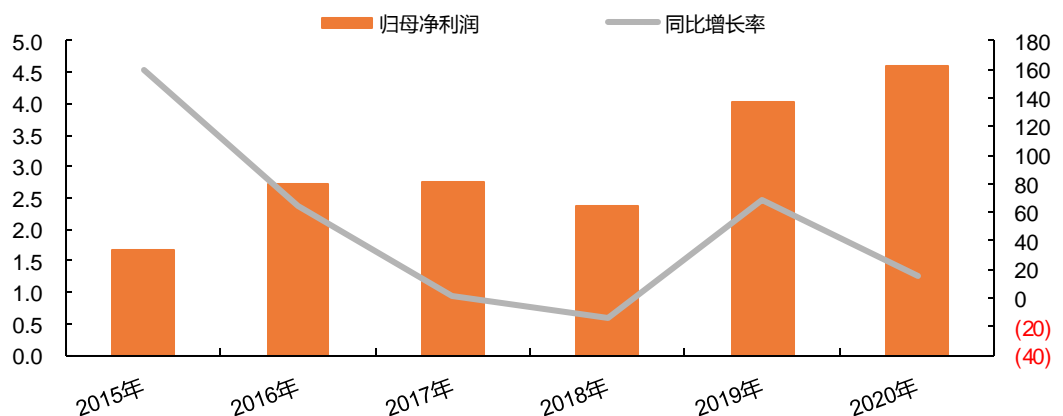
- 轻量化业务贡献营收增量,电控产品 ASP 下滑。2020 年国内乘用车产量为 1999.4 万辆,同比下降 6.5%。公司全年营收同比下降 3.6%,好于整车行业。分产品看,盘式制动器销量 168.5 万套,同比-8.0%,收入为 12.23 亿元,同比-9.0%,ASP 为 726 元,同比-1.1%;轻量化制动零部件销量 680.5 万件,同比-1.4%,收入为 8.51 亿元,同比 15.3%,ASP 为 125 元,同比 16.8%;电控制动产品销量 83.8 万套,同比-6.8%,收入为 7.71 亿元,同比-11.7%,ASP 为 920 元,同比-5.3%。轻量化业务营收和 ASP 均有较大的提升,盘式制动器和电控产品销量降幅接近行业降幅,单价方面,盘式制动器基本稳定,电控产品降幅明显。
- 可比情况下,公司毛利率同比提升,销售费用率下降,研发费用逆势上涨。2020 年销售费用大幅下滑,销售费用率为 0.88%,主要由于新会计准则之下将运输费用和包装费用计入营业成本中,若扣除该影响,销售费用同比下滑 12.5%(2019 年可比销售费用为 3071.2 万元,销售费用率为 0.97%)。由于新会计准则也影响了公司毛利率,使用新准则重新计算 2019 年的毛利率为 24.6%,而 2020 年毛利率为 26.4%,提升 1.8 个百分点。公司研发费用同比增长 37.1%,研发费用率从 2019 年的 4.04%提升至 2020 年的 5.75%,研发人员数量同比增加了 10.4%。
- EPB 和轻量化产品新项目持续增加。2020 年,公司新增开发项目

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,157	3,042	4,033	4,816	5,712
YoY(%)	21.3	-3.6	32.6	19.4	18.6
净利润(百万元)	402	461	558	697	856
YoY(%)	69.2	14.9	20.9	25.0	22.8
毛利率(%)	25.9	26.4	26.8	27.3	26.7
净利率(%)	12.7	15.2	13.8	14.5	15.0
ROE(%)	18.5	16.7	18.2	18.6	18.4
EPS(摊薄/元)	0.98	1.13	1.37	1.71	2.10
P/E(倍)	27.8	24.2	20.0	16.0	13.1
P/B(倍)	5.0	4.1	3.5	2.9	2.4

149项，涉及39个新车型。其中，新增EPB项目43项，新增轻量化项目19项；2020年11月公司轻量化项目新增1个国际著名主机厂商全球平台项目（前后转向节），依据客户量纲显示项目车型单年度最高量产超21万辆，2020年12月公司轻量化项目增加1个欧洲著名主机厂商全球平台项目（铸铝控制臂），依据客户量纲显示项目车型单年度最高产量超48万辆。EPB和轻量化产品作为目前公司的主要业务，为公司的持续增长提供坚实根基。

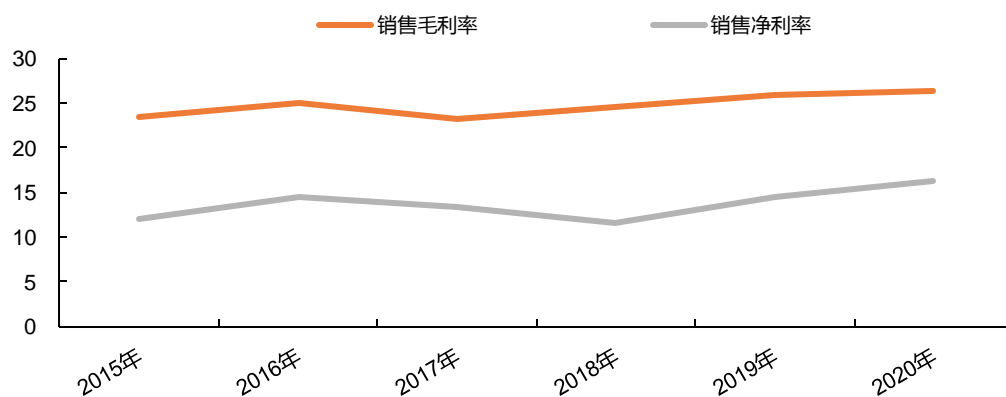
- **线控制动产品即将量产，ADAS已获定点。**线控制动系统（WCBS）已于2019年7月完成新产品发布，目前年产30万套线控制动系统生产线已经完成调试，2021年将有三个以上车型批量生产。ADAS产品方面，公司自2019年四季度开始自主研发的基于前视摄像系统的ADAS技术，A轮样机于2020年8月已经实现装车测试，目前已经获得两个以上客户的定点项目，预计2022年上半年量产。未来公司将以线控制动为核心，并联动自动驾驶的感知、决策和执行，进一步提升竞争壁垒，构筑更强的护城河。
- **投资建议。**公司作为国内汽车制动领域的龙头企业，在EPB领域已具备了同外资企业竞争的能力，客户结构优化，未来有望进一步提高出货量。线控制动的One Box技术路线明确，公司具有先发优势。此外，公司在轻量化铸铝领域有望实现收入和利润的快速增长。考虑到电控产品竞争较为激烈，我们调整公司未来2年的盈利预期，并新增2023年盈利预期，我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为5.58、6.97和8.56亿元（原有2021年至2022年归母净利润分别为5.62亿元和7.49亿元），对应PE分别为20.0倍、16.0倍和13.1倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：1）汽车行业销量不及预期：**受全球疫情和宏观经济下滑影响，汽车作为可选消费品，其销量如果出现大幅下滑，对公司将产生巨大的影响；**2）电动化、智能化不及预期：**公司EPB、One Box受电动化和智能化的影响，如果以上产品的渗透率不及预期，公司的业绩将无法达到如期水平；**3）公司One Box产品技术和质量不及预期：**如果公司One Box产品在量产车型中由于技术、产品稳定性或产品质量等原因出现严重的问题且公司无法解决，则对公司将产生较大的负面影响。

图表1 公司各业务净利润及增速 单位：亿元（左轴）、%（右轴）



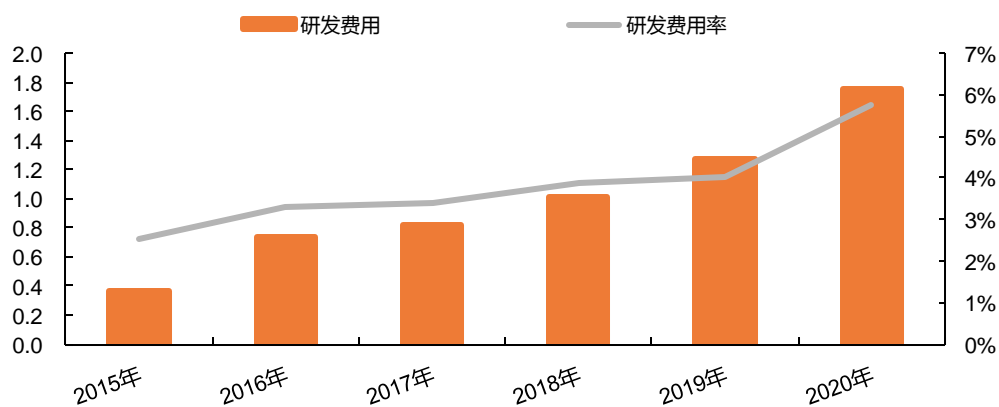
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表2 公司毛利率和净利率 单位：%



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表3 公司研发费用及研发费用率 单位:亿元(左轴)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

资产负债表单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3545	4658	4855	6454
现金	1437	831	2171	1514
应收票据及应收账款	1060	2828	1712	3657
其他应收款	8	13	13	18
预付账款	23	18	35	29
存货	322	555	480	760
其他流动资产	695	413	445	476
非流动资产	1128	1169	1894	1873
长期投资	18	18	18	18
固定资产	840	845	1483	1400
无形资产	62	63	64	66
其他非流动资产	208	244	330	389
资产总计	4672	5828	6750	8327
流动负债	1474	2055	2167	2829
短期借款	8	82	64	61
应付票据及应付账款	1308	1831	1928	2605
其他流动负债	158	142	175	164
非流动负债	254	232	267	253
长期借款	20	18	46	32
其他非流动负债	234	214	221	221
负债合计	1728	2287	2434	3083
少数股东权益	250	337	444	552
股本	409	409	409	409
资本公积	667	667	667	667
留存收益	1623	2218	2944	3816
归属母公司股东权益	2694	3204	3872	4693
负债和股东权益	4672	5828	6750	8327

现金流量表单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	584	-532	2108	-593
净利润	492	645	804	964
折旧摊销	103	79	115	151
财务费用	-12	-42	-73	-117
投资损失	1	-2	-2	-2
营运资金变动	-6	-1210	1264	-1589
其他经营现金流	5	-2	-0	0
投资活动现金流	-149	-124	-836	-128
资本支出	176	83	716	-23
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	28	-42	-120	-151
筹资活动现金流	-209	51	68	65
短期借款	-113	74	-18	-3
长期借款	-29	-2	28	-14
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	6	0	0	0
其他筹资现金流	-73	-21	58	82
现金净增加额	220	-606	1340	-656

利润表单位：百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3042	4033	4816	5712
营业成本	2238	2950	3502	4185
营业税金及附加	22	40	48	57
营业费用	27	36	43	51
管理费用	80	97	117	140
研发费用	175	230	275	326
财务费用	-12	-42	-73	-117
资产减值损失	-4	13	17	-0
其他收益	66	41	49	53
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	2	2	2
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	565	751	938	1126
营业外收入	1	3	1	1
营业外支出	2	1	2	1
利润总额	564	752	938	1125
所得税	71	108	134	161
净利润	492	645	804	964
少数股东损益	31	87	107	108
归属母公司净利润	461	558	697	856
EBITDA	626	801	1014	1226
EPS (元)	1.13	1.37	1.71	2.10

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	-3.6	32.6	19.4	18.6
营业利润(%)	6.7	33.0	24.9	20.0
归属于母公司净利润(%)	14.9	20.9	25.0	22.8
获利能力				
毛利率(%)	26.4	26.8	27.3	26.7
净利率(%)	15.2	13.8	14.5	15.0
ROE(%)	16.7	18.2	18.6	18.4
ROIC(%)	15.8	17.9	18.6	18.6
偿债能力				
资产负债率(%)	37.0	39.2	36.1	37.0
净负债比率(%)	-42.5	-16.5	-44.1	-24.1
流动比率	2.4	2.3	2.2	2.3
速动比率	1.7	1.8	1.8	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.3	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	1.7	1.9	1.9	1.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.13	1.37	1.71	2.10
每股经营现金流(最新摊薄)	1.38	-1.30	5.16	-1.45
每股净资产(最新摊薄)	6.59	7.84	9.48	11.49
估值比率				
P/E	24.2	20.0	16.0	13.1
P/B	4.1	3.5	2.9	2.4
EV/EBITDA	16.3	13.6	9.6	8.5

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033