

员工持股计划绑定人才 可转债助力转型

伯特利(603596)

事件概述

公司公告第一期员工持股计划：本次计划参与人数（核心员工及核心骨干）不超过81人，股票来源为公司回购专用证券账户剩余股份1,064,985股（占比0.26%），受让价格为15.15元/股。

公司公告可转债募集说明书：拟发行可转债募集资金总额为9.02亿元（含），初始转股价格为36元/股，扣除发行费用后的募集资金净额将投向以下项目：1) 墨西哥年产400万件轻量化零部件建设项目；2) 年产5万吨铸铁汽车配件及1万吨铸铝汽车配件加工项目；3) 下一代线控制动系统(WCBS2.0)研发项目；4) 补充流动资金。

分析判断：

发布首期员工持股计划 深度绑定核心员工

本次员工持股计划拟将预留的回购专用证券账户剩余股份1,064,985股授予不超过81名核心骨干与核心员工，占总股本0.26%，受让价格为15.15元/股。员工持股计划仅设置个人考核，个人解锁标的股票权益数量=目标解锁数量×解锁系数，解除系数与个人考核结果挂钩，A/B、C、D/E等分别对应解除限售比例为100%/80%/0%。本次员工持股计划预计产生费用2,241.79万元，摊销至2021-2026年分别为280.22/560.45/560.45/448.36/280.22/112.09万元，对利润的影响较小。本次员工持股计划有助于公司吸引、稳定优秀人才，充分调动核心骨干、员工积极性，提升经营效率，有利于公司中长期发展。

墨西哥建厂加速全球化 轻量化高成长可期

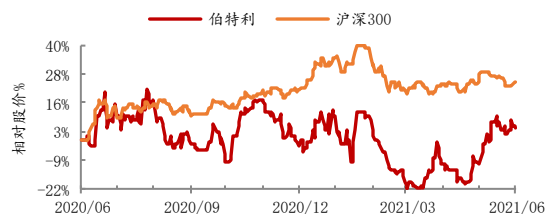
公司拟投募资金3.4亿元用于墨西哥年产400万件轻量化零部件建设项目，开启全球化扩张；同时拟投2.7亿元用于年产5万吨铸铁汽车配件及1万吨铸铝汽车配件加工项目，向上游产业链延伸以更好管控成本。

公司于2012年同通用供应商萨克迪建立合资公司，开始轻量化业务布局，2019年后逐步从通用Tier 2转向Tier 1，由毛坯件升级到精加工成品，陆续获得通用、PSA等多个大平台项目，2020年轻量化收入8.5亿元，同比+15.3%，不惧疫情逆势增长，随着在手订单的逐步量产，预计年均增速有望突破20%。我们认为墨西哥建厂一方面能够就近配套通用，降低运输等成本，另一方面有利于拓展大众、福特、克莱斯勒、起亚、日产等主流OEM。我们判断公司国内外逆势扩产主因轻量化业务在手订单充足，短期内通用推动快速放量，中长期新客户、新产品有望持续突破，不断贡献增量。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：50.2
最新收盘价：36.2

股票代码：603596
52周最高价/最低价：43.66/26.6
总市值(亿)：147.90
自由流通市值(亿)：147.20
自由流通股数(百万)：406.63



分析师：崔琰
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080006

联系人：郑青青
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

相关研究

- 伯特利(603596) 2021 一季报点评报告：业绩如期成长 线控量产在即
2021.04.28
- 伯特利(603596) 2020 年报点评报告：业绩符合预期 线控量产在即
2021.04.09
- 伯特利(603596) 事件点评：全球化持续推进 智能电动崛起
2021.02.07

► 线控制动 2.0 研发 国产替代尤为可期

公司拟投募资资金 0.3 亿元用于下一代线控制动系统

(WCBS2.0) 研发项目，我们判断技术迭代下有望实现性能优化而成本下降。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，预计已实现量产，一期产能 30 万套，成为国内首家量产的厂商。公司该产品从新能源车市场发力，逐步向燃油车渗透，有望实现国产替代突破。

► EPB 国产替代加速 智能电动崛起

EPB 国产替代加速，客户拓展由自主向合资升级。在 Smart EPB、双控 EPB 等创新技术基础上，公司以性价比优势争夺自主品牌份额，并有望向日系、美系甚至德系车型加速渗透，2020 年 EPB 业务营收约为 8 亿元，对应市占率约 6%，预计 2025 年营收有望实现 30 亿元，对应市占率约 20%。

电控产品拓展性强，智能电动崛起。新品电动尾门开闭系统集成双控 EPB，具备成本优势，成长空间大，预计公司将凭借成熟的汽车电控系统 ECU 开发能力和车用电机控制技术开发车身控制相关的更多产品，提升系统集成化。同时公司目前在研基于前视摄像系统和前向毫米波雷达的 ADAS 技术，中长期看公司有望成为 ADAS 系统集成供应商，打开公司新的成长通道。

投资建议

公司客户和产品结构双升级，短期受益于轻量化放量和 EPB 渗透率提升，中长期线控制动和 ADAS 系统有望贡献显著增量。考虑到缺芯及原材料涨价的影响，调整盈利预测：预计 2021-23 年收入由 38.8/49.2/59.0 亿元调为 37.2/49.6/59.9 亿元，归母净利润由 6.0/7.9/9.9 亿元调为 5.7/7.9/10.0 亿元，对应 EPS 为 1.40/1.94/2.44 元，PE 为 26/19/15 倍。参考行业平均估值，考虑到公司未来的成长性，按照分部估值法给予公司盘式制动器/轻量化/电控产品 2022 年 15/25/35 倍 PE 估值，目标价由 50.10 元调为 50.24 元，维持买入评级。

风险提示

原材料价格上涨；客户拓展不及预期；缺芯导致行业产量不及预期等。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,157 | 3,042 | 3,721 | 4,957 | 5,986 |
| YoY (%) | 21.3% | -3.6% | 22.3% | 33.2% | 20.8% |
| 归母净利润(百万元) | 402 | 461 | 574 | 793 | 997 |
| YoY (%) | 69.2% | 14.9% | 24.3% | 38.3% | 25.6% |
| 毛利率 (%) | 25.9% | 26.4% | 25.0% | 25.9% | 26.7% |
| 每股收益 (元) | 0.98 | 1.13 | 1.40 | 1.94 | 2.44 |
| ROE | 17.9% | 17.1% | 17.4% | 19.3% | 19.5% |
| 市盈率 | 36.84 | 32.05 | 25.78 | 18.64 | 14.84 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 3,042 | 3,721 | 4,957 | 5,986 | 净利润 | 492 | 591 | 818 | 1,028 |
| YoY (%) | -3.6% | 22.3% | 33.2% | 20.8% | 折旧和摊销 | 103 | 69 | 49 | 48 |
| 营业成本 | 2,238 | 2,791 | 3,675 | 4,391 | 营运资金变动 | -6 | -419 | -6 | -61 |
| 营业税金及附加 | 22 | 25 | 34 | 41 | 经营活动现金流 | 584 | 241 | 861 | 1,014 |
| 销售费用 | 27 | 19 | 25 | 30 | 资本开支 | -172 | -263 | -180 | -177 |
| 管理费用 | 80 | 97 | 130 | 157 | 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -12 | -22 | -22 | -25 | 投资活动现金流 | -149 | -262 | -180 | -177 |
| 资产减值损失 | -4 | 0 | 0 | 0 | 股权募资 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -1 | 1 | 0 | 0 | 债务募资 | 8 | -8 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 565 | 679 | 938 | 1,180 | 筹资活动现金流 | -209 | -9 | -1 | -1 |
| 营业外收支 | -1 | 0 | 0 | 0 | 现金净流量 | 220 | -30 | 680 | 837 |
| 利润总额 | 564 | 680 | 939 | 1,180 | 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税 | 71 | 88 | 121 | 152 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 492 | 591 | 818 | 1,028 | 营业收入增长率 | -3.6% | 22.3% | 33.2% | 20.8% |
| 归属于母公司净利润 | 461 | 574 | 793 | 997 | 净利润增长率 | 14.9% | 24.3% | 38.3% | 25.6% |
| YoY (%) | 14.9% | 24.3% | 38.3% | 25.6% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 1.13 | 1.40 | 1.94 | 2.44 | 毛利率 | 26.4% | 25.0% | 25.9% | 26.7% |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 净利率率 | 16.2% | 15.9% | 16.5% | 17.2% |
| 货币资金 | 1,437 | 1,406 | 2,087 | 2,923 | 总资产收益率 ROA | 9.9% | 10.3% | 11.4% | 11.8% |
| 预付款项 | 23 | 24 | 34 | 40 | 净资产收益率 ROE | 17.1% | 17.4% | 19.3% | 19.5% |
| 存货 | 322 | 417 | 539 | 646 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 1,763 | 2,358 | 2,815 | 3,217 | 流动比率 | 2.40 | 2.42 | 2.36 | 2.46 |
| 流动资产合计 | 3,545 | 4,205 | 5,475 | 6,827 | 速动比率 | 2.17 | 2.17 | 2.11 | 2.21 |
| 长期股权投资 | 18 | 18 | 18 | 18 | 现金比率 | 0.97 | 0.81 | 0.90 | 1.05 |
| 固定资产 | 840 | 1,033 | 1,173 | 1,314 | 资产负债率 | 37.0% | 35.9% | 36.9% | 35.7% |
| 无形资产 | 62 | 73 | 80 | 87 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 1,128 | 1,342 | 1,495 | 1,649 | 总资产周转率 | 0.65 | 0.67 | 0.71 | 0.71 |
| 资产合计 | 4,672 | 5,547 | 6,971 | 8,476 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 8 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 1.13 | 1.40 | 1.94 | 2.44 |
| 应付账款及票据 | 1,308 | 1,554 | 2,074 | 2,482 | 每股净资产 | 6.59 | 8.05 | 10.04 | 12.54 |
| 其他流动负债 | 158 | 184 | 247 | 294 | 每股经营现金流 | 1.43 | 0.59 | 2.11 | 2.48 |
| 流动负债合计 | 1,474 | 1,737 | 2,321 | 2,775 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 20 | 20 | 20 | 20 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 234 | 234 | 234 | 234 | PE | 32.05 | 25.78 | 18.64 | 14.84 |
| 非流动负债合计 | 254 | 254 | 254 | 254 | PB | 5.19 | 4.50 | 3.60 | 2.89 |
| 负债合计 | 1,728 | 1,992 | 2,575 | 3,030 | | | | | |
| 股本 | 409 | 409 | 409 | 409 | | | | | |
| 少数股东权益 | 250 | 268 | 292 | 323 | | | | | |
| 股东权益合计 | 2,944 | 3,555 | 4,395 | 5,447 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 4,672 | 5,547 | 6,971 | 8,476 | | | | | |

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。