

# 伯特利 (603596.SH)

## 22年中报：市场开拓持续向好，产能扩张提速

### 核心观点：

- **公司上半年营收业绩均亮眼。**公司发布中报，上半年营收 21.1 亿元，同比+37.2%，扣非前后归母净利润 2.80、2.15 亿元，分别同比+16.4%、-1.5%；Q2 营收 11.0 亿元，同比+45.6%，扣非前后归母净利润 1.4、1.0 亿元，分别同比+25.7%、-3.6%。分业务看，上半年智能电控产品收入 8.2 亿元，同比增长 68.0%，轻量化制动零部件收入 4.9 亿元，同比增长 19.2%，盘式制动器收入 6.2 亿元，同比增长 6.5%。此外公司收购浙江万达 6 月并表，贡献转向系统收入约 0.7 亿元。
- **毛利率同比有所下降，研发投入持续提升。**公司 Q2 销售毛利率 21.8%，同比下降 3.7pct，主要受芯片短缺、原材料价格上涨等因素影响；Q2 期间费用率 11.2%，同比增长 1.8pct，其中研发费用率 8.5%，同比增长 2.2pct，公司进一步加强新产品及新技术研发投入。根据中报，WCBS 2.0 研发顺利推进，预计 24 年上半年量产，EMB 研发正在进行，并于上半年开启 DP-EPS、R-EPS、线控转向的研发工作。
- **市场开拓进展顺利，产能布局提速。**根据中报，公司上半年在手订单充沛，智能电控及轻量化产品获多个主机厂平台化项目。公司持续加快产能建设，其中线控制动新增 4 条产线，将分别于 22H2、23H1 投产，国内轻量化基地正在建设，主要满足副车架、控制臂等产品。
- **盈利预测与投资建议：**公司是国内制动领域龙头企业，中短期受益于轻量化和 EPB 加速渗透及市占率提升，中长期线控制动及新增转向业务有望贡献显著增量。考虑收购万达并表，我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 1.66/2.20/2.93 元/股，参考可比公司估值水平，给予公司 22 年 1.8 倍 PEG，按 22-24 三年业绩复合增速计算合理价值为 100.14 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，原材料成本上涨，客户拓展不及预期等。

### 盈利预测：

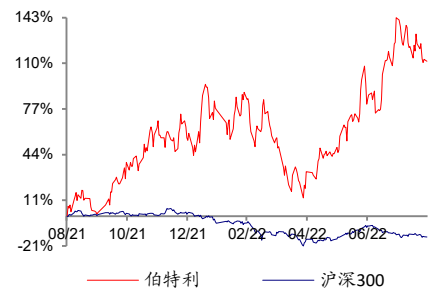
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,042	3,492	5,083	6,794	8,748
增长率 (%)	-3.6	14.8	45.6	33.7	28.8
EBITDA (百万元)	657	681	790	1,017	1,308
归母净利润 (百万元)	461	505	680	900	1,199
增长率 (%)	14.9	9.3	34.7	32.5	33.2
EPS (元/股)	1.13	1.24	1.66	2.20	2.93
市盈率 (x)	30.30	56.35	55.36	41.80	31.38
ROE (%)	17.1	14.4	16.3	17.8	19.1
EV/EBITDA (x)	19.15	40.01	45.77	34.97	26.35

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	92.10 元
合理价值	100.14 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-30

### 相对市场表现



分析师：

闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师：

李爽



SAC 执证号：S0260519070003



SFC CE No. BRR250



021-38003684

分析师：

张乐



SAC 执证号：S0260512030010



021-38003686



gfzhangle@gf.com.cn

请注意，闫俊刚、张乐并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

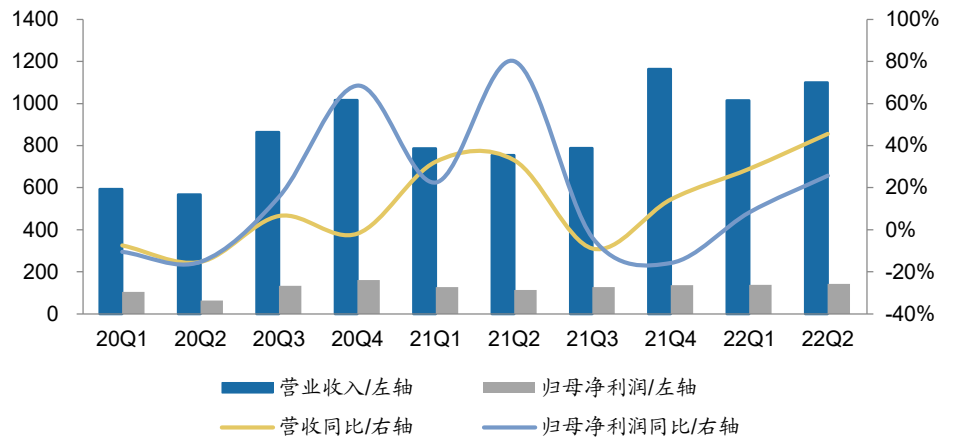
- 伯特利 (603596.SH) :智能 2022-06-21  
化、轻量化驱动成长，国产替代尤为可期
- 伯特利 (603596.SH) :22Q1 2022-04-30  
点评：业绩符合预期，新增项目表现突出
- 伯特利 (603596.SH) :21 年 2022-04-11  
报点评：智能电控产品表现亮眼，未来可期

请务必阅读末页的免责声明

## 一、公司上半年营收、业绩均亮眼

公司上半年实现营业收入21.1亿元，同比增长37.2%，扣非前后归母净利润2.80、2.15亿元，同比增速分别为+16.4%、-1.5%；单2季度公司实现营业收入11.0亿元，同比增长45.6%，扣非前后归母净利润1.4、1.0亿元，同比增速分别为25.7%、-3.6%。

图 1：公司单季度营收、归母净利润（百万元）及同比增速

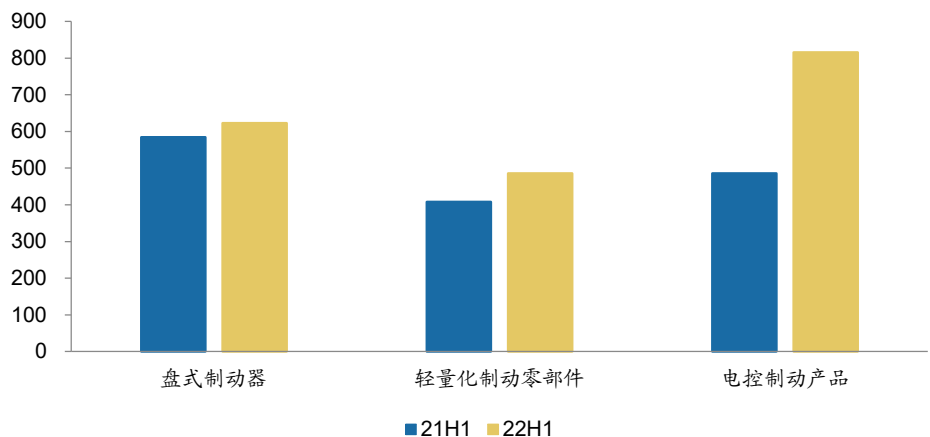


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

分业务看，公司上半年智能电控产品收入8.2亿元，同比增长68.0%，盘式制动器收入6.2亿元，同比增长6.5%，轻量化制动零部件收入4.9亿元，同比增长19.2%。

此外，公司于5月22日完成浙江万达45%股权收购，万达转向成为公司控股子公司，公司主营业务从汽车制动系统和智能驾驶领域拓展至汽车转向系统，6月份公司转向系统收入为0.7亿元。

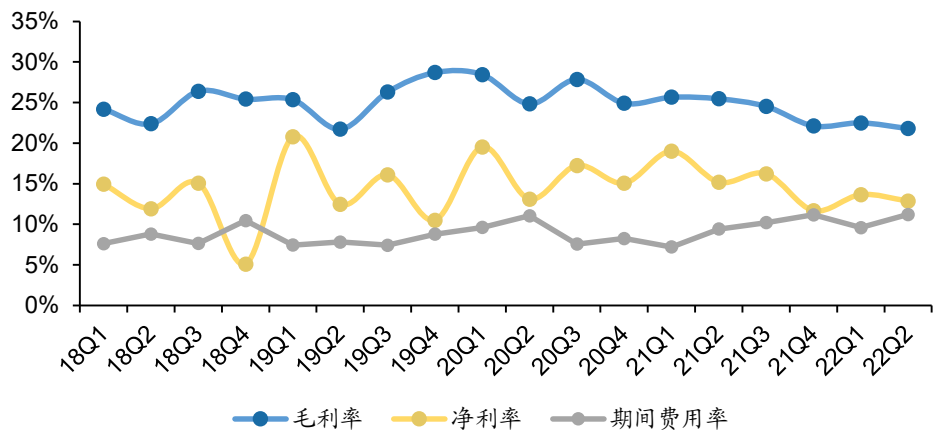
图 2：公司上半年分业务收入（百万元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

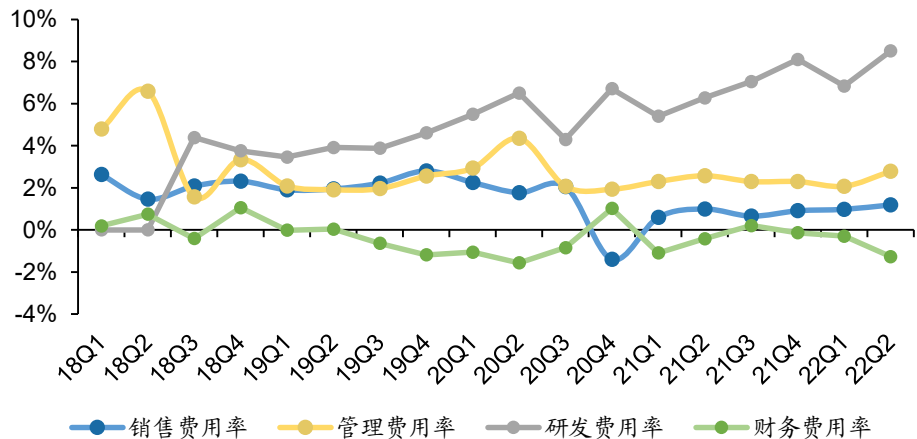
主要财务指标方面，公司Q2销售毛利率21.8%，同环比分别下降3.7、0.7pct，销售净利率12.9%，同环比分别下降2.3、0.8pct，期间费用率11.2%，同环比增长1.8、1.6pct。费用明细上，Q2销售费用率1.2%，同环比分别上升0.2、0.2pct，管理费用率2.8%，同环比分别上升0.2、0.7pct，研发费用率8.5%，同环比分别上升2.2、1.7pct，财务费用率-1.3%，同环比分别下降0.8、1.0pct。

图 3：公司单季度毛利率、净利率及期间费用率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 4：公司单季度销售、管理、研发及财务费用率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## 二、市场开拓进展顺利，产能布局提速

根据中报，上半年公司进一步加大市场开拓力度，客户结构进一步优化。具体

业务来看：上半年线控制动、EPB、盘器、轻量化新增项目分别为19项、34项、87项、18项，新增量产项目分别为4项、13项、28项、4项，同时ADAS新增项目1项、量产项目2项。

公司依据在手订单，结合对新能源汽车未来发展预判及公司国际化业务布局，持续加快产能建设。具体而言，年产5万吨铸铁汽车配件及1万吨铸铝汽车配件项目建设顺利推进，8月份投入生产；墨西哥年产400万件轻量化零部件建设项目产线正在调试中，2022年底做好生产准备，2023年将投产使用；年产40万套电子驻车制动系统（EPB）项目正在加快建设，预计2022年下半年将投产使用。为满足整车轻量化的需求，公司实施轻量化新产品的布局，在国内轻量化生产基地正在进行三期项目建设，主要满足汽车副车架、空心控制臂等轻量化产品生产。

此外，为了满足市场对线控制动产品的需求，2022年公司将新增四条线控制动产线，其中：第二、三条产线将于2022年下半年投产，第四、五条产线将于2023年上半年投产。公司已与国内3家知名主机厂联合进行线控制动产能建设，开展深度业务合作，共同应对疫情、缺芯少电下的供应链困难，已完成相关协议文件签署，另与多家主机厂正在进行可行性合作商讨中。

公司拟在安徽省江北产业集中区购置170亩的工业用地使用权，总投资10亿元，分期建设汽车智能线控底盘制动项目，一期投资5亿元，建设年产100万套智能线控底盘制动系统产线，目前项目正在建设中。

### 三、盈利预测与投资建议

公司是国内制动领域龙头企业，中短期受益于轻量化和EPB加速渗透及市占率提升，中长期线控制动及新增转向业务有望贡献显著增量。考虑收购万达并表，我们预计公司22-24年EPS分别为1.66/2.20/2.93元/股，参考可比公司估值水平，给予公司22年1.8倍PEG，按22-24三年业绩复合增速计算合理价值为100.14元/股，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司简称	EPS (元/股)			PE (倍)			PEG (倍)		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002920.SZ	德赛西威	2.18	3.06	4.08	74.67	53.06	39.81	1.66	1.30	1.20
688326.SH	经纬恒润	1.82	2.66	3.70	117.56	80.19	57.74	2.39	1.72	1.49

数据来源：Wind 一致预期，广发证券发展研究中心

### 四、风险提示

受宏观经济、消费环境、通胀预期、重大突发公共卫生事件等多重因素影响，汽车供应链安全等风险显现，国内外汽车市场面临诸多不确定性，整车企业的产销量波动可能加剧，零部件的配套量也将随之产生波动。

行业竞争加剧。汽车市场竞争日趋激烈，整车企业竞争带来的降价、回款压力将进一步向配套零部件企业传递，同时，零部件企业还将面临资金安全、产品成本控制、产能效率优化、供应链稳定性等多重压力。

客户拓展不及预期。随着汽车行业增长速度放缓和市场竞争加剧，整车厂商日益面临着车型更新加快、技术含量提高、开发和制造周期缩短、产品价格下降等竞争压力。受之影响，一旦公司与这些优质客户的合作关系发生不利变化，导致客户订货数量减少，则公司的盈利水平也将受到显著的不利影响。

原材料成本上涨。在公司主营业务成本中，以原材料为主的直接材料占比较高，因此，钢材、废钢、生铁、铝锭等用于制造零配件的原材料价格的波动，将对公司的生产成本产生较大的影响。

技术升级不及预期。公司制动系统新产品的同步开发能力、开发成功与否，将在很大程度上决定公司未来的业务发展，是影响公司经营业绩与持续竞争力的关键因素。

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	<b>3,545</b>	<b>4,957</b>	<b>6,150</b>	<b>7,782</b>	<b>10,017</b>	
货币资金	1,437	2,076	2,314	2,883	3,945	
应收及预付	1,082	1,132	1,471	1,906	2,407	
存货	322	425	603	779	982	
其他流动资产	703	1,324	1,762	2,214	2,683	
<b>非流动资产</b>	<b>1,128</b>	<b>1,295</b>	<b>1,694</b>	<b>1,905</b>	<b>1,940</b>	
长期股权投资	18	0	0	0	0	
固定资产	840	858	1,187	1,374	1,410	
在建工程	57	140	170	160	130	
无形资产	62	69	78	83	85	
其他长期资产	151	228	259	288	315	
<b>资产总计</b>	<b>4,672</b>	<b>6,252</b>	<b>7,844</b>	<b>9,687</b>	<b>11,958</b>	
<b>流动负债</b>	<b>1,474</b>	<b>1,773</b>	<b>2,658</b>	<b>3,561</b>	<b>4,578</b>	
短期借款	8	130	80	50	20	
应付及预收	1,308	1,348	2,188	3,032	3,988	
其他流动负债	158	295	389	479	570	
<b>非流动负债</b>	<b>254</b>	<b>983</b>	<b>983</b>	<b>983</b>	<b>983</b>	
长期借款	20	0	0	0	0	
应付债券	0	755	755	755	755	
其他非流动负债	234	228	228	228	228	
<b>负债合计</b>	<b>1,728</b>	<b>2,756</b>	<b>3,641</b>	<b>4,544</b>	<b>5,561</b>	
股本	409	408	409	409	409	
资本公积	667	808	808	808	808	
留存收益	1,623	2,079	2,756	3,655	4,854	
归属母公司股东权益	2,694	3,496	4,172	5,071	6,270	
少数股东权益	250	0	31	72	126	
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,672</b>	<b>6,252</b>	<b>7,844</b>	<b>9,687</b>	<b>11,958</b>	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	<b>3,042</b>	<b>3,492</b>	<b>5,083</b>	<b>6,794</b>	<b>8,748</b>	
营业成本	2,238	2,648	3,916	5,245	6,738	
营业税金及附加	22	24	30	41	52	
销售费用	27	28	41	51	61	
管理费用	80	82	107	143	175	
研发费用	175	239	346	476	612	
财务费用	-12	-12	13	5	-8	
资产减值损失	-4	9	5	4	4	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	-1	-3	-1	-1	-1	
<b>营业利润</b>	<b>565</b>	<b>575</b>	<b>772</b>	<b>1,025</b>	<b>1,364</b>	
营业外收支	-1	2	2	2	2	
<b>利润总额</b>	<b>564</b>	<b>576</b>	<b>774</b>	<b>1,027</b>	<b>1,366</b>	
所得税	71	49	63	86	113	
<b>净利润</b>	<b>492</b>	<b>527</b>	<b>711</b>	<b>941</b>	<b>1,253</b>	
少数股东损益	31	23	31	41	55	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>461</b>	<b>505</b>	<b>680</b>	<b>900</b>	<b>1,199</b>	
EBITDA	657	681	790	1,017	1,308	
EPS (元)	1.13	1.24	1.66	2.20	2.93	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>584</b>	<b>433</b>	<b>978</b>	<b>1,111</b>	<b>1,419</b>	
净利润	492	527	711	941	1,253	
折旧摊销	103	116	146	178	200	
营运资金变动	-6	-183	74	-53	-77	
其它	-5	-26	48	45	43	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-149</b>	<b>-890</b>	<b>-644</b>	<b>-467</b>	<b>-283</b>	
资本支出	-172	-282	-514	-359	-206	
投资变动	0	-644	-130	-108	-76	
其他	23	36	-1	-1	-1	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-209</b>	<b>1,076</b>	<b>-97</b>	<b>-74</b>	<b>-73</b>	
银行借款	8	130	-50	-30	-30	
股权融资	3	0	0	0	0	
其他	-220	946	-46	-44	-43	
<b>现金净增加额</b>	<b>220</b>	<b>616</b>	<b>237</b>	<b>569</b>	<b>1,063</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>1,181</b>	<b>1,401</b>	<b>2,076</b>	<b>2,314</b>	<b>2,883</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>1,401</b>	<b>2,018</b>	<b>2,314</b>	<b>2,883</b>	<b>3,945</b>	

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-3.6%	14.8%	45.6%	33.7%	28.8%
营业利润增长	6.7%	1.8%	34.4%	32.7%	33.1%
归母净利润增长	14.9%	9.3%	34.7%	32.5%	33.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.4%	24.2%	23.0%	22.8%	23.0%
净利率	16.2%	15.1%	14.0%	13.9%	14.3%
ROE	17.1%	14.4%	16.3%	17.8%	19.1%
ROIC	16.2%	11.8%	11.7%	12.9%	14.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.0%	44.1%	46.4%	46.9%	46.5%
净负债比率	58.7%	78.8%	86.6%	88.3%	86.9%
流动比率	2.40	2.80	2.31	2.19	2.19
速动比率	2.17	2.55	2.08	1.96	1.96
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.65	0.56	0.65	0.70	0.73
应收账款周转率	2.95	3.52	3.66	3.77	3.85
存货周转率	9.44	8.21	8.43	8.72	8.91
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.13	1.24	1.66	2.20	2.93
每股经营现金流	1	1	2	3	3
每股净资产	6.59	8.56	10.21	12.41	15.35
<b>估值比率</b>					
P/E	30.30	56.35	55.36	41.80	31.38
P/B	5.19	8.13	9.02	7.42	6.00
EV/EBITDA	19.15	40.01	45.77	34.97	26.35

## 广发汽车行业研究小组

- 张 乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 李 爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 周 伟：高级研究员，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 陈飞彤：研究员，硕士，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张力月：研究员，硕士，毕业于香港中文大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。