公司研究

季报点评

申港证券股份有限公司证券研究报告

业绩短期承压 不改长期投资价值

——伯特利（603596.SH）三季报点评

汽车/汽车零部件

申港证券 SHENGANG SECURITIES

评级 买入（首次）

2020 年 10 月 29 日

曹旭特 分析师

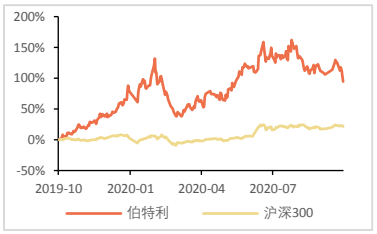
SAC 执业证书编号：S1660519040001

郭涛 研究助理

guotao@shgsec.com

交易数据	时间 2020.10.28
总市值/流通市值（亿元）	131.76/55.27
总股本（万股）	40,856.1
资产负债率（%）	35.25
每股净资产（元）	6.15
收盘价（元）	32.25
一年内最低价/最高价（元）	16.21/43.66

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

事件：

8 月 28 日公司发布 2020 年三季报，报告期内营业收入 20.25 亿元，同比增长-4.53%，归母净利润 3.00 亿元，同比增长-1.84%，销售毛利率 27.2%，同比增长 2.62pct，销售净利率 16.75%，同比增长 0.39pct。

投资摘要：

三季报点评

业绩短期承压。EPB 和轻量化双轮驱动下，2015-2019 年公司营收 CAGR 21%。2020 年以来公司业绩承压，Q1-Q3 营收和归母净利同比增速分别为-4.53%、-1.84%，公司业绩下滑主要有以下三方面原因：

- 客户中对公司业绩贡献较大的部分车型销量下滑明显；
- 海外疫情控制不利，轻量化业务恢复缓慢；
- 今年新增配套的合资品牌车型销量一般，对业绩拉动较小。

边际变化显现。Q3 以来边际变化显现，单季营收和归母净利同比大幅转正，分别为 6.59%、15.59%，展望后市公司高增长态势有望延续。

- **下游客户销量稳增。**奇瑞、吉利、长安、上汽通用是公司核心客户，9 月份乘用车销量同比增速分别为 4.6%、6.4%、46.7%，18.7%。
- **轻量化业务恢复至去年同期。**公司轻量化业务深度绑定通用全球，9 月份北区地区汽车销量逐步企稳，公司轻量化业务已恢复至去年同期，预计明年高增长将延续。
- **客户开拓进展顺利。**2020H1 新增长安 2 个 EPB 平台项目和某主流合资 EPB 项目，轻量化再添上汽通用新车型项目，客户持续开拓。
- **WCBS 量产在即。**公司 WCBS 产品性能比肩国际巨头，已获 3 家自主的 2 个车型和 1 个平台项目，2021 年量产后将成为公司新的增长点。

产品结构继续改善，毛利率再上新台阶。公司产品主要包含盘式制动器、电控制动和轻量化三部分，其中毛利较高的电控制动和轻量化业务营收占比逐年提升，拉动公司毛利率再上新台阶，2020Q3 销售毛利率 27.2%，同比增长 2.62pct，环比增长 3.02pct。

我们认为，影响公司 2020 年业绩的原因属于短期因素，公司的核心竞争力和长期成长逻辑并未发生改变，2020H1 已成为公司业绩底部，Q3 以来边际变化显现，公司高增长态势将延续。

内功深厚，静待业绩花开

- **技术立身，产品战略精准卡位，紧抓行业发展机遇。**公司实控人袁永彬博士 30 年制动器从业经验，重研发，产品技术路线和推出时间精准卡位行业发展机遇，引领公司持续发展壮大。
- **产品完善，团队股权激励，客户开拓能力强。**公司自主研发形成了盘式制动器-ABS-EPB-ESP-WCBS 的完善产品布局，具备系统解决方案的能力，两次推行股权激励，销售团队激励机制好，具备较强的客户开拓能力。
- **财务稳健，控费增效，盈利能力远超同行。**公司四项费用率稳定，资源利用效率高，盈利能力远超行业竞争对手。

业务精湛 成长路径清晰

- **EPB 客户由自主切合资。**公司 EPB 产品以性能优势稳居自主龙头，客户由自主切入合资，享受 EPB 渗透率提升和国产替代双重红利，2020 年电控制动业务预计营收 9 亿元，2025 年将达到 27 亿元，CAGR 25%。
- **轻量化产品和客户双拓展。**轻量化产品由铸铝转向节向铝合金卡钳，铝合金制动盘拓展，客户由通用向福特、沃尔沃、吉利、奇瑞等全球范围车企拓展，成长空间广阔。
- **WCBS 打开长期成长空间。**公司 WCBS 性能与国际巨头不相上下，有望实现自主供应商在电控制动技术上的弯道超车，预计 2025 年公司线控制动的市场份额约为 10%，对应营收 10 亿元。**公司同时基于线控制动布局 ADAS 技术，未来有望成为 ADAS 系统集成供应商。**

投资建议：

- 预计公司 2020~2022 年的营业收入分别为 32.46 亿元、41.39 亿元和 51.31 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 4.38 亿元、5.81 亿元和 7.09 亿元，每股收益分别为 1.07 元、1.44 元和 1.75 元，对应 PE 分别为 30.06X、22.47X 和 18.39X。

  当前公司业绩已触底，主要客户销量持续回升，新客户开拓顺利，明年业绩高增长态势有望延续。综合可比公司估值水平，给予公司 2021 年 30 倍 PE，对应股价为 43.2 元。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

风险提示：

- 汽车行业复苏不及预期、客户开拓不及预期、新产品量产进度不及预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,602.49	3,156.61	3,246.94	4,139.97	5,131.63
增长率（%）	7.58%	21.29%	2.86%	27.50%	23.95%
归母净利润（百万	237.28	401.51	438.38	586.31	716.51
增长率（%）	-14.34%	69.21%	9.18%	33.75%	22.21%
净资产收益率（%）	12.44%	17.89%	16.22%	17.92%	18.07%
每股收益(元)	0.60	0.98	1.07	1.44	1.75
PE	53.75	32.91	30.06	22.47	18.39
PB	6.91	5.87	4.87	4.03	3.32

资料来源：公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
主营收入(百万元)	641.19	669.27	810.79	1035.36	593.61	567.35	864.24
增长率（%）	-5.84%	6.19%	36.80%	48.21%	-7.42%	-15.23%	6.59%
毛利率（%）	25.35%	21.71%	26.30%	28.71%	28.46%	24.84%	27.86%
期间费用率（%）	7.44%	7.81%	7.41%	8.78%	9.62%	11.06%	7.57%
净利润（百万元）	133.31	83.36	130.44	108.77	115.95	74.34	148.98
增长率（%）	31.12%	10.93%	46.03%	205.59%	-13.03%	-10.82%	14.22%
每股盈利（季度，元）	0.29	0.18	0.28	0.23	0.26	0.15	0.33
资产负债率（%）	39.93%	41.21%	40.80%	43.11%	39.01%	37.09%	35.25%
净资产收益率（%）	6.06%	3.68%	5.55%	4.42%	4.49%	2.84%	5.38%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1：公司盈利预测表

利润表					单位:百万 元
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**2602**	**3157**	**3247**	**4140**	**5132**
营业成本	**1963**	**2338**	**2399**	**3025**	**3725**
营业税金及附加	15	19	20	25	31
营业费用	56	72	74	95	118
管理费用	58	69	71	90	111
研发费用	101	127	146	186	231
财务费用	11	(17)	(20)	(18)	(16)
资产减值损失	84	(27)	28	20	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	5	4	4	4
营业利润	**349**	**529**	**577**	**772**	**943**
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	2	1	2	2
利润总额	**349**	**528**	**576**	**770**	**941**
所得税	47	72	78	105	128
净利润	**302**	**456**	**498**	**666**	**814**
少数股东损益	64	54	59	79	97
归属母公司净利润	237	402	438	586	717
EBITDA	480	656	655	865	1045
EPS（元）	**0.60**	**0.98**	**1.07**	**1.44**	**1.75**

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	7.6%	21.3%	2.9%	27.5%	24.0%
营业利润增长	-8.3%	51.7%	9.0%	33.8%	22.1%
归属于母公司净利润增长	-14.3%	69.2%	9.2%	33.7%	22.2%
获利能力					
毛利率(%)	24.6%	25.9%	26.1%	26.9%	27.4%
净利率(%)	11.6%	14.4%	15.3%	16.1%	15.9%
总资产净利润(%)	6.6%	9.3%	9.4%	10.4%	10.5%
ROE(%)	12.4%	17.9%	16.2%	17.9%	18.1%
偿债能力					
资产负债率(%)	42.4%	43.1%	36.1%	35.8%	35.2%
流动比率	2.11	2.03	2.51	2.59	2.68
速动比率	1.85	1.82	2.24	2.31	2.39
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.80	0.72	0.80	0.82
应收账款周转率	3.37	3.68	3.32	3.79	3.74
应付账款周转率	4.13	4.72	4.23	5.03	5.01
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.98	1.07	1.44	1.75
每股净现金流(最新摊薄)	1.13	1.44	0.68	0.85	1.09
每股净资产(最新摊薄)	4.67	5.49	6.62	8.01	9.71
估值比率					
P/E	53.75	32.91	30.06	22.47	18.39
P/B	6.91	5.87	4.87	4.03	3.32
EV/EBITDA	26.84	18.61	18.02	13.25	10.53

资产负债表					单位:百万 元
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	**2760**	**3247**	**3559**	**4520**	**5646**
货币资金	592	1193	1472	1819	2262
应收账款	718	996	960	1224	1517
其他应收款	7	9	9	12	14
预付款项	6	21	22	27	34
存货	342	339	383	483	594
其他流动资产	306	42	48	107	172
非流动资产合计	**832**	**1080**	**1103**	**1129**	**1171**
长期股权投资	13	19	15	16	17
固定资产	644	839	854	876	920
无形资产	56	62	60	57	55
商誉	0	2	2	2	2
其他非流动资产	17	15	18	23	29
资产总计	**3592**	**4327**	**4663**	**5648**	**6817**
流动负债合计	**1305**	**1602**	**1418**	**1745**	**2110**
短期借款	227	121	0	0	0
应付账款	532	806	728	919	1131
预收款项	4	4	4	5	7
一年内到期的非流动	16	48	48	48	48
非流动负债合计	220	263	265	276	288
长期借款	65	49	49	49	49
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	1525	1865	1683	2021	2398
少数股东权益	160	217	276	356	453
实收资本（或股本）	409	409	409	409	409
资本公积	667	661	661	661	661
未分配利润	742	1084	1469	1985	2615
归属母公司股东权益	1907	2245	2703	3272	3966
负债和所有者权益	**3592**	**4327**	**4663**	**5648**	**6817**

现金流量表					单位:百万 元
	48.90	408.70	1066.66	1138.97	1366.39
经营活动现金流	**369**	**758**	**504**	**488**	**635**
净利润	**302**	**456**	**498**	**666**	**814**
折旧摊销	**67**	**85**	**98**	**111**	**119**
财务费用	**11**	**(17)**	**(20)**	**(18)**	**(16)**
应付帐款减少	**107**	**(279)**	**36**	**(264)**	**(293)**
预收帐款增加	**3**	**0**	**0**	**1**	**1**
投资活动现金流	**(435)**	**(0)**	**(146)**	**(152)**	**(197)**
公允价值变动收益	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
长期股权投资减少	**4**	**(7)**	**5**	**(1)**	**(1)**
投资收益	**4**	**5**	**4**	**4**	**4**
筹资活动现金流	**526**	**(168)**	**(79)**	**11**	**6**
应付债券增加	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
长期借款增加	**7**	**(16)**	**0**	**0**	**0**
普通股增加	**41**	**0**	**0**	**0**	**0**
资本公积增加	**526**	**(6)**	**0**	**0**	**0**
现金净增加额	**460**	**589**	**279**	**347**	**444**

资料来源：公司财报，申港证券研究所

分析师简介

郭涛，上海交通大学本科、硕士，曾就职于上海汽车集团股份有限公司技术中心，2020 年 8 月加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上