业绩暂时性承压，轻量化、电控产品有望发力

——伯特利（603596）半年报点评

增持（维持）

日期：2020 年 08 月 17 日

事件：

公司发布 2020 年半年度报告，报告期内公司实现营业总收入 11.6 亿元，同比增长-11.4%，归属于上市公司股东的净利润 1.7 亿元，同比增长-12.4%。

投资要点：

- **疫情暂时性拖累公司业绩，预计下半年有望改：**上半年业绩暂时性承压，主要原因在于受海内外疫情的影响，公司传统盘式制动器及电控制动产品业绩销量暂时性下滑，其中 2020H1 盘式制动器实现营收 4.8 亿元，同比下滑 22.6%；电控制动实现营收 2.7 亿元，同比下降 16.2%；而轻量化铸铝制动零部件实现营收 3.2 亿元，同比增长 6.5%，增速也有所放缓。我们预计公司业绩下半年有望得到明显改善，一方面国内汽车销量呈现弱复苏趋势，长安、奇瑞、吉利等重点客户销量的上行有望带动公司传统制动器业务及电控制动业务恢复正增长；另一方面，从全球来看，疫情影响因素逐渐消退，通用全球销量有望逐渐回升从而带动公司轻量化铸铝制动零部件业务增速的上升。上半年，公司毛利率 26.7%，相比去年同期提升 3.2pct，预计主要由高毛利率的轻量化零部件业务占比的提升所致，期间费用率 10.3%，相比去年同期提升 2.7pct，主要由于人工成本、股权支付的增加导致管理费用激增及对新项目的研发支出的增加所致。
- **电控产品丰富，客户结构优化：**公司作为国内少有的具备正向系统开发的自主优质制动供应商，在制动领域积累较为深厚的技术开发及系统配套经验，产品由机械制动逐步向电控制动、轻量化制动方向升级，尤其是电控制动产品，EPB\ESC 等作为国内自主品牌首家大批投产，能够针对不同动力系统车型开发出多款 EPB 产品，技术创新领先且成本、性能更具市场竞争优势。2020 年 8 月 6 日，公司发布电动尾门新产品，该产品与原有 EPB 高度协同，可实现双控 EPB 集成，进一步丰富公司电控产品线，且极大提升产品性价比优势。另外，公司客户结构不断优化，由自主向外资、合资不断渗透，

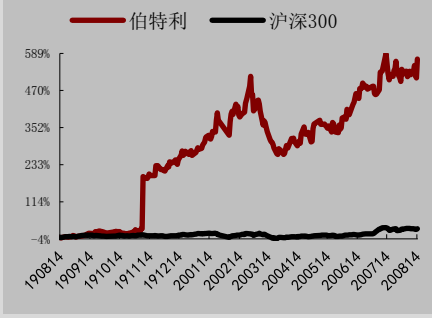
	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	31.57	34.02	41.42	50.15
增长比率(%)	21.3%	7.8%	21.8%	21.1%
净利润(亿元)	4.02	4.27	5.57	7.14
增长比率(%)	69.2%	6.5%	30.2%	28.3%
每股收益(元)	0.98	1.05	1.36	1.75
市盈率(倍)	39.7	37.3	28.7	22.3

数据来源：WIND，万联证券

基础数据

行业	汽车
公司网址	
大股东/持股	YUAN, YONGBIN/20.34%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	408.56
流通A股（百万股）	171.39
收盘价（元）	40.48
总市值（亿元）	165.39
流通A股市值（亿元）	69.38

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2020 年 08 月 14 日

相关研究

万联证券研究所 20200403_公司跟踪报告_AAA_伯特利(603596)年报点评

万联证券研究所 20190814_公司半年报点评_AAA_伯特利（603596）点评报告

万联证券研究所 20190604_公司首次覆盖_AAA_伯特利(603596)深度报告

分析师： 周春林
执业证书编号：S0270518070001
电话：021-60883486
邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

轻量化零部件成为通用北美 tier-1 供应商，EPB 首次获得主流合资的项目订单，线控制动新增 3 家一线自主主机厂订单，技术实力、产品性能逐步得到主流车企的认可。

- **EPB、轻量化制动部件有望放量，线控制动有望率先量产**。从国内电控制动渗透率来看，自主 EPB 目前渗透率不足 50%，相对 ABS、ESC 等明显偏低，汽车电动化、智能化发展趋势将加速 EPB 渗透率的提升，行业年复合增速可高达 10%以上，公司电控制动产品市占率居自主前列，凭借“技术+成本”优势有望进一步提升其电控制动产品市场份额。底盘轻量化零部件，受汽车轻量化发展大趋势，部分产品由铸铁向铸铝升级，行业空间较大，公司铸铝转向节获北美通用等知名主机厂订单，后期有望在海外持续放量。线控制动是高度自动驾驶的理想执行机构，公司线控制动（WCBS）自 2019 年 7 月发布以来，获得市场好评，并获得部分客户的签订开发协议，在建年产 30 万套线控制动系统生产线也有望今年底投产，进展位国内自主前列。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2020-2022 年营业总收入分别为 34.0 亿元、41.4 亿元和 50.2 亿元，归母净利润分别为 4.3 亿元、5.6 亿元和 7.1 亿元，EPS 分别为 1.05 元、1.36 元和 1.75 元，对应的 PE 分别为 37.3 倍、28.7 倍和 22.3 倍，考虑到公司轻量化零部件的放量和电控、线控产品成长空间，维持“增持”评级。
- **风险提示：**汽车销量不及预期，电控产品市场拓展不及预期，线控产品市场拓展不及预期。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

目录

1、疫情暂时性拖累公司业绩，预计下半年有望改善.....4
2、电控产品丰富，客户结构优化.....5
3、EPB、轻量化制动部件有望放量，线控制动有望率先量产.....5
4、盈利预测及投资建议.....5
5、风险提示.....5

图表 1：近年来公司季度营收情况（单位：万元）.....4
图表 2：近年来公司季度净利润情况（单位：万元）.....4
图表 3：近年来销售毛利率及净利率情况.....4
图表 4：近年来期间费用率情况.....4

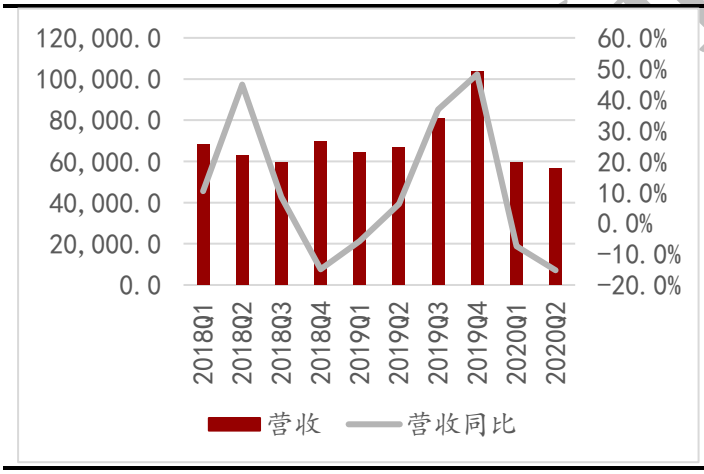
万联证券

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

1、疫情暂时性拖累公司业绩，预计下半年有望改善

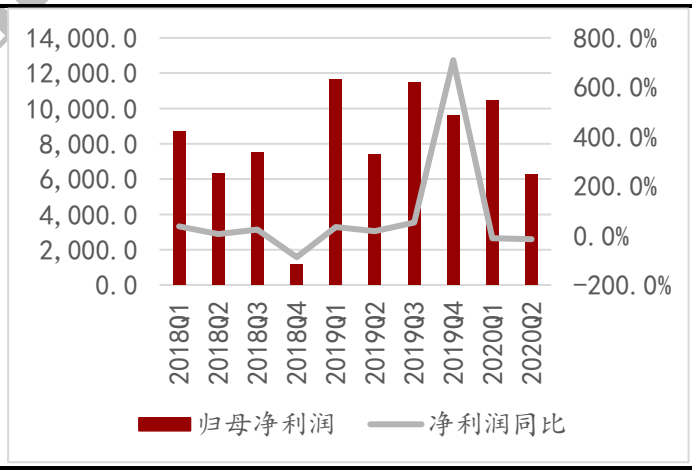
近期，公司发布2020年半年度报告，报告期内公司实现营业总收入11.6亿元，同比增长-11.4%，归属于上市公司股东的净利润1.7亿元，同比增长-12.4%，业绩暂时性承压，主要原因在于受海内外疫情的影响，公司传统盘式制动器及电控制动产品业绩销量暂时性下滑，其中2020H1盘式制动器实现营收4.8亿元，同比下滑22.6%；电控制动实现营收2.7亿元，同比下降16.2%；而轻量化铸铝制动零部件实现营收3.2亿元，同比增长6.5%，增速也有所放缓。我们预计公司业绩下半年有望得到明显改善，一方面国内汽车销量呈现弱复苏趋势，长安、奇瑞、吉利等重点客户销量的上行有望带动公司传统制动器业务及电控制动业务恢复正增长；另一方面，从全球来看，疫情影响因素逐渐消退，通用全球销量有望逐渐回升从而带动公司轻量化铸铝制动零部件业务增速的上升。上半年，公司毛利率26.7%，相比去年同期提升3.2pct，预计主要由高毛利率的轻量化零部件业务占比的提升所致，期间费用率10.3%，相比去年同期提升2.7pct，主要由于人工成本、股权支付的增加导致管理费用激增及对新项目的研发支出的增加所致。

图表1：近年来公司季度营收情况（单位：万元）



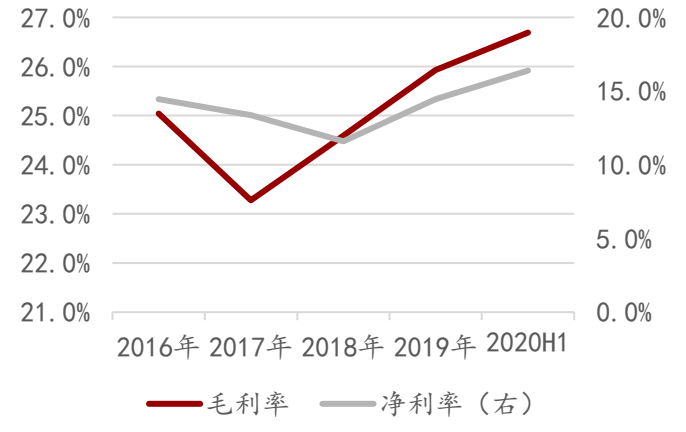
资料来源：WIND，万联证券

图表2：近年来公司季度净利润情况（单位：万元）



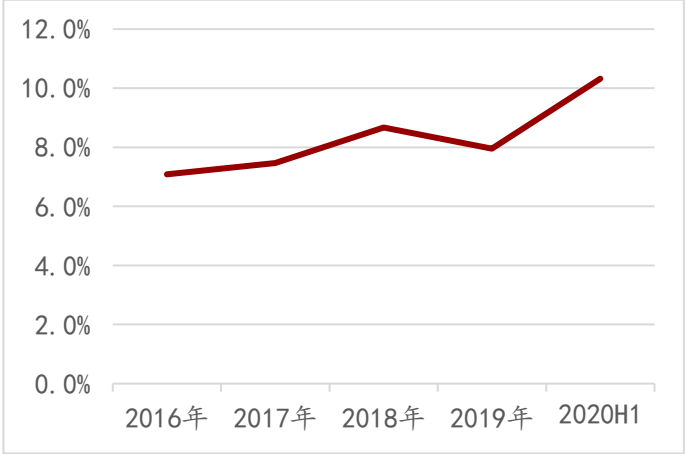
资料来源：WIND，万联证券

图表3：近年来销售毛利率及净利率情况



资料来源：WIND，万联证券

图表4：近年来期间费用率情况



资料来源：WIND，万联证券

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

2、电控产品丰富，客户结构优化

公司作为国内少有的具备正向系统开发的自主优质制动供应商,在制动领域积累较为深厚的技术开发及系统配套经验，产品由机械制动逐步向电控制动、轻量化制动方向升级，尤其是电控制动产品，EPB\ESC等作为国内自主品牌首家大批投产，能够针对不同动力系统车型开发出多款EPB产品，技术创新领先且成本、性能更具市场竞争优势。2020年8月6日，公司发布电动尾门新产品，该产品与原有EPB高度协同，可实现双控EPB集成，进一步丰富公司电控产品线，且极大提升产品性价比优势。另外，公司客户结构不断优化，由自主向外资、合资不断渗透，轻量化零部件成为通用北美tier-1供应商，EPB首次获得主流合资的项目订单，线控制动新增3家一线自主主机厂订单，技术实力、产品性能逐步得到主流车企的认可。

3、EPB、轻量化制动部件有望放量，线控制动有望率先量产

从国内电控制动渗透率来看,自主EPB目前渗透率不足50%,相对ABS、ESC等明显偏低，汽车电动化、智能化发展趋势将加速EPB渗透率的提升，行业年复合增速可高达10%以上，公司电控制动产品市占率居自主前列，凭借“技术+成本”优势有望进一步提升其电控制动产品市场份额。底盘轻量化零部件，受汽车轻量化发展大趋势，部分产品由铸铁向铸铝升级,行业空间较大,公司铸铝转向节获北美通用等知名主机厂订单，后期有望在海外持续放量。线控制动是高度自动驾驶的理想执行机构，公司线控制动（WCBS）自2019年7月发布以来，获得市场好评，并获得部分客户的签订开发协议，在建年产30万套线控制动系统生产线也有望今年底投产，进展位国内自主前列。

4、盈利预测及投资建议

我们预计公司2020-2022年营业总收入分别为34.0亿元、41.4亿元和50.2亿元，归母净利润分别为4.3亿元、5.6亿元和7.1亿元，EPS分别为1.05元、1.36元和1.75元，对应的PE分别为37.3倍、28.7倍和22.3倍，考虑到公司轻量化零部件的放量和电控、线控产品成长空间，维持“增持”评级。

5、风险提示

汽车销量不及预期，电控产品市场拓展不及预期，线控产品市场拓展不及预期。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,247	3,430	4,101	4,994
货币资金	1,193	1,086	1,206	1,432
应收票据及应收账款	1,643	1,771	2,156	2,610
其他应收款	9	10	12	14
预付账款	21	23	27	33
存货	339	398	458	563
其他流动资产	42	142	242	342
非流动资产	1,080	1,317	1,550	1,779
长期股权投资	19	23	27	31
固定资产	839	1,056	1,268	1,475
在建工程	58	64	70	76
无形资产	62	63	64	65
其他长期资产	101	111	121	131
资产总计	4,327	4,747	5,651	6,773
流动负债	1,602	1,571	1,888	2,257
短期借款	121	0	0	0
应付票据及应付账款	1,279	1,365	1,645	1,976
预收账款	4	4	5	6
其他流动负债	198	202	238	275
非流动负债	263	263	263	263
长期借款	49	49	49	49
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	214	214	214	214
负债合计	1,865	1,834	2,152	2,520
股本	409	409	409	409
资本公积	661	661	661	661
留存收益	1,202	1,595	2,107	2,763
归属母公司股东权益	2,245	2,638	3,149	3,806
少数股东权益	217	275	350	447
负债和股东权益	4,327	4,747	5,651	6,773

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	758	376	491	609
净利润	456	485	632	811
折旧摊销	85	94	99	104
营运资金变动	166	-229	-272	-343
其它	51	26	31	37
投资活动现金流	0	-321	-319	-318
资本支出	-263	-311	-311	-311
投资变动	239	-14	-14	-14
其他	23	4	6	6
筹资活动现金流	-168	-161	-52	-65
银行借款	300	-121	0	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	11	0	0	0
其他	-480	-41	-52	-65
现金净增加额	590	-106	119	226
期初现金余额	591	1,193	1,086	1,206
期末现金余额	1,181	1,086	1,206	1,432

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,157	3,402	4,142	5,015
营业成本	2,338	2,495	3,006	3,612
营业税金及附加	19	24	29	35
销售费用	72	78	95	115
管理费用	69	112	124	150
研发费用	127	187	228	251
财务费用	-17	0	0	0
资产减值损失	-27	-30	-37	-44
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	4	6	6
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	529	564	732	940
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	528	564	732	940
所得税	72	79	100	129
净利润	456	485	632	811
少数股东损益	54	58	75	97
归属母公司净利润	402	427	557	714
EBITDA	616	600	759	956
EPS（元）	0.98	1.05	1.36	1.75

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	21.3%	7.8%	21.8%	21.1%
营业利润	51.7%	6.6%	29.8%	28.4%
归属于母公司净利润	69.2%	6.5%	30.2%	28.3%
获利能力				
毛利率	25.9%	26.7%	27.4%	28.0%
净利率	14.4%	14.3%	15.3%	16.2%
ROE	17.9%	16.2%	17.7%	18.8%
ROIC	17.1%	14.4%	15.8%	16.9%
偿债能力				
资产负债率	43.1%	38.6%	38.1%	37.2%
净负债比率	-39.6%	-34.0%	-31.7%	-31.4%
流动比率	2.03	2.18	2.17	2.21
速动比率	1.80	1.92	1.92	1.95
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.72	0.73	0.74
应收账款周转率	3.17	3.17	3.17	3.17
存货周转率	6.90	6.27	6.57	6.42
每股指标（元）				
每股收益	0.98	1.05	1.36	1.75
每股经营现金流	1.85	0.92	1.20	1.49
每股净资产	5.49	6.46	7.71	9.32
估值比率				
P/E	39.74	37.33	28.67	22.34
P/B	7.11	6.05	5.07	4.19
EV/EBITDA	13.35	24.96	19.56	15.29

资料来源：万联证券

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)