

公司研究/首次覆盖

2020年06月12日

交运设备/汽车零部件 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 32.40
合理价格区间(元): 42.12~43.29

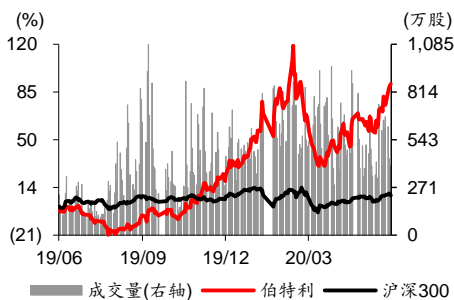
林志轩 执业证书编号: S0570519060005
研究员 021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

王涛 执业证书编号: S0570519110001
研究员 021-28972053
wangtao011711@htsc.com

邢重阳 021-38476205
联系人 xingchongyang@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

EPB 增长迅速，轻量化订单放量

伯特利(603596)

汽车制动系统国产替代先锋，EPB 与轻量化制动零部件业务放量

伯特利是国内汽车制动系统核心企业，主业是盘式制动器、电子制动控制系统和轻量化制动零部件。1、EPB（电子驻车制动系统）渗透率迅速提升，行业有望快速增长，公司是 EPB 国产替代先锋，市占率有望提升，EPB 业务从 19 年开始放量，为公司成长提供支撑。2、公司重要客户长安汽车 2020 年进入强车型周期，公司为长安汽车供应盘式制动器和 EPB 等产品，业绩有望受益于客户销量恢复。3、公司获得通用轻量化零部件订单，轻量化制动零部件业务有望量利齐升。我们预计公司 20-22 年实现 EPS1.17、1.38、1.66 元，给予“买入”评级。

EPB 渗透率提升，新订单放量，公司业绩有支撑

EPB 以电子方式替代传统杠杆手刹，提高了驾驶的舒适性，渗透率已经在迅速提升。据我们测算，2024 年国内乘用车 EPB 渗透率有望达到 85%，市场空间有望达到 190 亿元，2020-2024 年复合增速 10%。公司在 EPB 领域的主要客户有吉利汽车、广汽集团、奇瑞汽车、长安汽车等。公司是少数拥有自主知识产权，可以批量生产 EPB、ESC 和 ABS 产品的自主品牌，相对外资企业有成本控制和快速客户响应的优势，市占率有望持续提升，推动公司 2020-2022 年收入和利润较快增长。

重要客户长安汽车进入强车型周期，公司业绩有望受益

2017 年，长安汽车为公司贡献了 20% 收入。公司主要为长安自主配套盘式制动器、EPB 等产品。2018 年-2019 年，长安自主进入调整期，销量同比-10%、-7%。2019 年 Q3，长安自主推出了新车 CS75P，CS75 系列月销量已经稳定在 2 万台左右。长安自主进入强车型周期，销量开始改善，我们预计长安自主 2020-2021 年销量有望同比+19%、+11%。公司业绩有望受益于客户增长和新项目放量逐季改善。

获得通用新订单，轻量化制动零部件业务增长迅速

公司在轻量化底盘件业务中的主要产品是铸铝转向节和铸铝叉臂等。在此基础上，公司正在推动铸铝卡钳总成和铝合金制动盘的开发和推广，以实现整车轻量化及降低油耗，增加新能源汽车的续航能力。公司底盘件业务的主要客户是上汽通用、北美通用、北美福特、沃尔沃、吉利汽车、奇瑞汽车、江铃汽车。2019 年，公司轻量化制动零部件业务获得通用订单，升级为一级供应商，毛利率有望进一步提升。

积极投入线控制动研发，首次覆盖，给予“买入”评级

公司积极投入线控制动技术的研发，随着汽车自动化程度的持续提高和高级驾驶辅助功能（ADAS）逐步产业化，公司有望在制动系统领域抢占先机。我们预计公司归母净利润分别为 4.76、5.65、6.77 亿元，对应 EPS1.17、1.38、1.66 元。2020 年可比公司平均估值 36.5 倍 PE，给予公司 2020 年 36~37 倍 PE 估值，给予目标价 42.12~43.29 元，给予“买入”评级。

风险提示: 汽车行业增长不及预期，产品开发不达预期，政策支持不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	408.56
流通 A 股 (百万股)	171.79
52 周内股价区间 (元)	13.46-37.21
总市值 (百万元)	13,237
总资产 (百万元)	4,232
每股净资产 (元)	5.76

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,602	3,157	3,618	4,275	4,963
+/-%	7.58	21.29	14.62	18.17	16.08
归属母公司净利润 (百万元)	237.30	401.51	476.31	565.19	676.90
+/-%	(14.33)	69.20	18.63	18.66	19.76
EPS (元, 最新摊薄)	0.58	0.98	1.17	1.38	1.66
PE (倍)	55.78	32.97	27.79	23.42	19.56

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

投资概要	3
核心观点	3
区别于市场的观点	3
盈利预测及投资建议	3
制动系统国产替代先锋，线控制动未来发展前景广阔	4
汽车制动系统国产替代先锋，EPB 业务放量	4
实际控制人为汽车制动领域专家	4
电控制动、轻量化业务增长迅速，盘式制动器为主业	5
新订单放量，2019 年业绩快速增长	7
下游客户长安汽车销量增速强劲，公司有望获益	10
EPB 国产替代先锋，渗透率进一步提升	11
EPB 成自动驾驶刹车控制的关键一环	11
EPB 渗透率稳步提升，进入普及阶段	12
EPB 国内领先地位，市场份额有望提升	12
通用大订单放量，轻量化制动零部件增长迅速	14
线控制动整装待发，自动驾驶核心技术之一	16
线控制动成汽车电气化、智能化时代标配	16
公司是国内线控制动先锋，产品与技术处于领先地位	16
盈利预测与估值	18
风险提示	20
PE/PB - Bands	20

投资概要

核心观点

- 1、**EPB 国产替代先锋，行业渗透率已经迅速提升，市占率有望持续提升。**EPB（电子驻车制动系统）以电子方式替代传统杠杆手刹，提高了驾驶的舒适性，2016 年以来渗透率迅速提升。据我们测算，2019 年，国内乘用车 EPB 渗透率大约为 45%，市场空间大约 116 亿元；2024 年，国内乘用车 EPB 渗透率有望达到 85%，市场空间有望达到 190 亿元，2020-2024 年复合增速 10%。公司目前 EPB 领域的自主品牌客户有吉利汽车、广汽集团、奇瑞汽车、北京汽车、长安汽车，合资品牌客户有江铃福特、东风日产。公司是少数拥有自主知识产权，可以批量生产 EPB、ESC 和 ABS 产品的自主品牌，相对外资企业有成本控制和快速客户响应的优势，市占率有望持续提升，为公司业绩增长提供支撑。
- 2、**重要客户长安汽车进入强车型周期，公司短期业绩有望受益。**2017 年，长安汽车为公司贡献了 20% 收入。公司主要为长安自主配套盘式制动器、EPB 等产品。2018 年-2019 年，长安自主进入调整期，销量同比-10%、-7%。2019 年 Q3，长安自主推出了新车 CS75P，月销量迅速攀升至 2 万台以上。长安自主进入强车型周期，销量开始改善，我们预计长安自主 2020-2021 年销量有望同比+19%、+11%。公司业绩有望受益于客户增长和新项目放量逐季改善。
- 3、**2019 年获得通用新订单，轻量化制动零部件增长迅速。**公司在轻量化底盘件业务中的主要产品是铸铝转向节和铸铝叉臂等。在此基础上，公司正在推动铸铝卡钳总成和铝合金制动盘的开发和推广，以实现整车轻量化及降低油耗，增加新能源汽车的续航能力。公司底盘件业务的主要客户主要是上汽通用、北美通用、北美福特、沃尔沃、吉利汽车、奇瑞汽车、江铃汽车。2019 年，公司轻量化制动零部件业务获得通用订单，升级为一级供应商，毛利率进一步提升。
- 4、**公司是国内线控制动先锋，积极在线控制动领域投入研发。**线控制动是自动驾驶的重要配件之一，公司是国内首家开发出线控制动产品的公司，2020 年下半年即将投产，未来发展空间广阔。

区别于市场的观点

市场认为公司客户以自主品牌为主，客户结构优势不明显。公司主要客户是奇瑞汽车、吉利汽车、长安汽车等自主品牌客户，2017-2018 年客户销量下滑，影响了公司业绩。但我们认为，从 2019 年开始公司主要客户长安汽车、奇瑞汽车、吉利汽车销量均有改善，公司业绩有望受益。同时公司已经进入上汽通用等合资品牌供应链，未来主机厂降本压力增大，以公司为代表的国产零部件有望进入更多的合资品牌供应链。

盈利预测及投资建议

我们预计公司 20-22 年收入分别为 36.18、42.75、49.63 亿元，同比+14.6%、+18.2%、+16.1%；归母净利润分别为 4.76、5.65、6.77 亿元，同比+19%、+19%、+20%，对应 EPS1.17、1.38、1.66 元。2020 年可比公司平均估值 36.5 倍 PE，给予公司 2020 年 36~37 倍 PE 估值，给予目标价 42.12~43.29 元，给予“买入”评级。

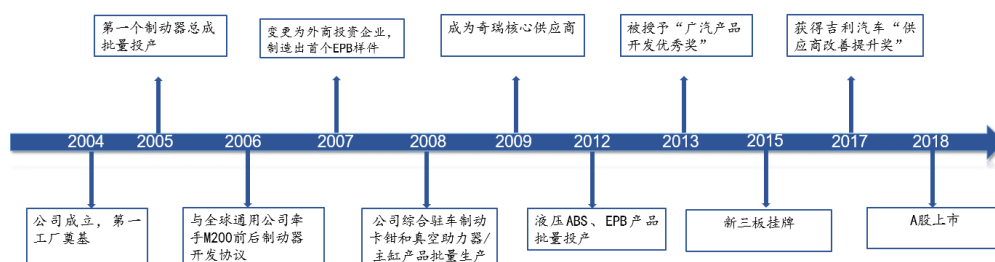
制动系统国产替代先锋，线控制动未来发展前景广阔

汽车制动系统国产替代先锋，EPB 业务放量

伯特利是整车制动系统国产替代先锋。公司主要产品分机械制动产品和电控制动产品两大类，前者主要包括盘式制动器、轻量化制动零部件；后者主要包括电子驻车制动系统（EPB）、制动防抱死系统（ABS）、电子稳定控制系统（ESC）、以及线控制动系统（WCBS）。公司的主要客户为国内外主流整车厂，如奇瑞汽车、吉利汽车、长安汽车、上汽通用、上汽自主、北京汽车、广汽集团、江铃股份、东风小康、江淮汽车、通用汽车、福特汽车、沃尔沃、江铃股份、东风日产、一汽红旗、东风越野等。公司在机械制动系统产品和电控制动系统产品方面均具备自主正向系统开发能力，拥有长期积累的技术优势。

公司主业为制动器总成，逐步开发出 EPB、ABS 和真空助力器等产品。公司于 2004 年成立，第一工厂奠基。2005 年公司第一个制动器总成批量投产。2006 年公司与全球通用公司牵手 M200 前后制动器开发协议。2007 年，公司变更为外商投资企业，制造出首个 EPB 样件。2008 年，公司综合驻车制动卡钳和真空助力器/主缸产品批量生产。2009 年，公司成为奇瑞核心供应商。2012 年，公司液压 ABS、EPB 产品批量投产。2013 年，公司被授予“广汽产品开发优秀奖”。2015 年，伯特利股票在新三板挂牌。2017 年，公司获得吉利汽车“供应商改善提升奖”。2018 年，公司于 A 股上市。

图表1：伯特利发展历程



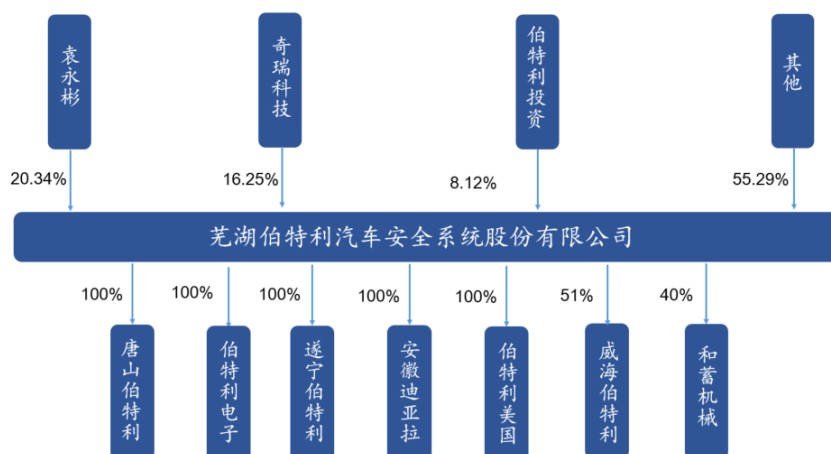
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

实际控制人为汽车制动领域专家

袁永彬先生是公司实际控制人，奇瑞科技为公司二股东。大股东袁永彬先生持股比例 20.34%，美国国籍。袁永彬先生与伯特利投资（公司高管及骨干员工持股平台）为一致行动人。奇瑞科技是奇瑞控股的子公司，截至 2020 年 Q1 持有公司 16.25% 的股权，因此公司与奇瑞汽车合作关系紧密。

袁永彬先生曾任职于天合汽车集团和奇瑞汽车研究院，是国内汽车制动领域专家。袁永彬先生 1998-2004 年担任天合汽车集团（TRW）北美技术中心高级经理、亚太区基础制动总工程师，2000 年被评为天合汽车集团院士。2004 年至今，担任伯特利有限及股份公司的总经理。2011 年 12 月至今，担任伯特利有限及股份公司的董事长。袁永彬先生自 2014 年至今担任国务院侨办科技创新委员会委员；曾于 2005 年至 2007 年担任奇瑞汽车研究院副院长；曾于 2009 年至 2011 年担任联合国世界车辆法规协调论坛中国工作委员会（C-WP29）专家；曾于 2010 至 2014 年担任中国汽车工业协会制动器委员会理事。

图表2：伯特利股权结构（截至 2020 年一季度）

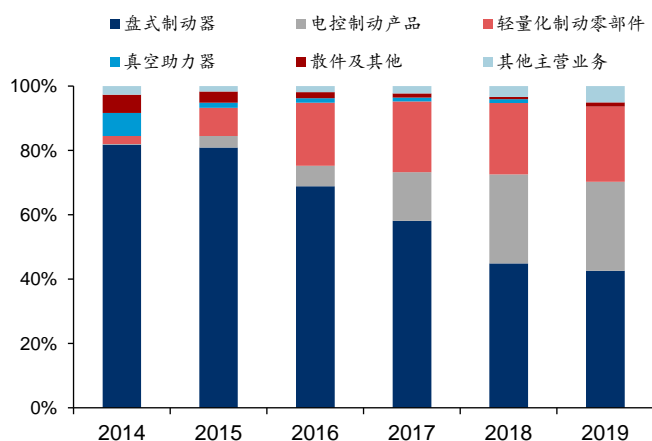


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

电控制动、轻量化业务增长迅速，盘式制动器为主业

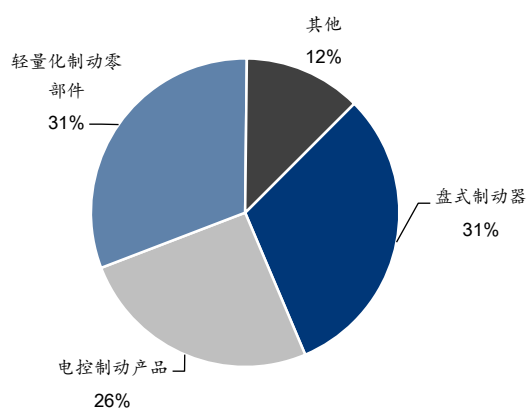
盘式制动器收入占比最高，电控制动、轻量化业务增长迅速。其中最主要的业务是盘式制动器、电控制动产品和轻量化制动零部件。2019 年盘式制动器、电控制动产品和轻量化制动零部件营收占比分别为 43%、28%、23%，毛利润占比分别为 31%、26%、31%。2015 年开始，公司电控制动和轻量化制动零部件产品快速增长，2015-2019 年电控制动产品年复合增速 100%，2015-2019 年轻量化制动零部件收入年复合增速 55%。2015-2019 年，公司整体收入复合增速 21%，归母净利润复合增速 25%。

图表3：伯特利各项业务收入占比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：伯特利 2019 年毛利润占比情况

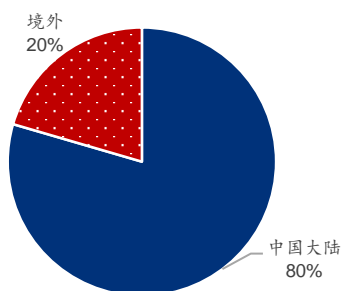


资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司的盘式制动器业务主要产品是前后盘式制动器、鼓式制动器等。轻量化制动零部件主要产品是铸铝转向节、铸铝叉臂等。电子制动产品主要包括电子驻车制动系统（EPB）、制动防抱死系统（ABS）及电子稳定控制系统（ESC）。制动防抱死系统（ABS）包括液压防抱死制动系统和气压制动防抱死系统。

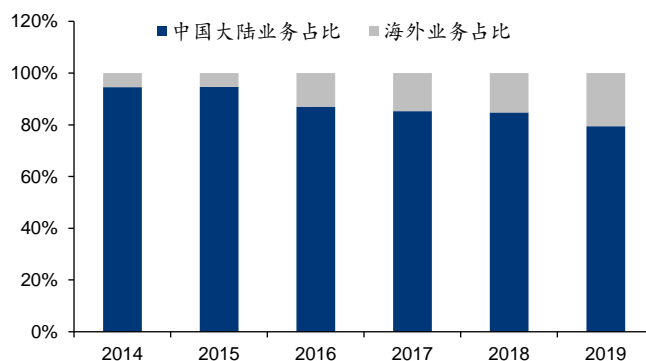
国内市场是公司主要市场，占比超过 80%。公司 2017-2019 年在中国大陆地区销售收入为 21/22/25 亿元，占比分别为 85%/85%/80%；海外收入 3.6/4/6.5 亿元，占比 15%、15%、20%。伯特利一直在积极拓展国际市场业务，利用公司与萨克迪在开展轻量化制动零部件生产方面的良好伙伴关系，寻求与通用、福特、沃尔沃等国际品牌汽车主机厂商的合作机会。

图表5： 2019 年海外业务占比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

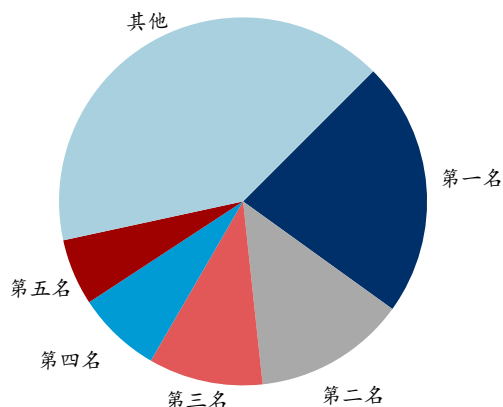
图表6： 2014-2019 年海外业务占比情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

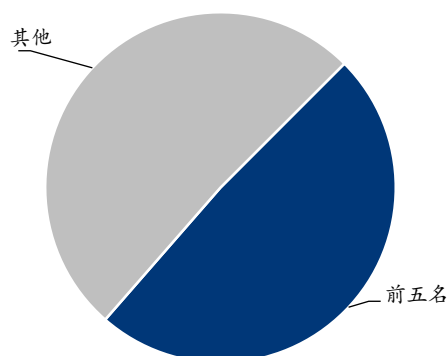
公司客户主要为奇瑞汽车、吉利汽车、上汽通用、长安汽车、北京汽车、北汽银翔等国内知名的整车生产厂商。从公司招股说明书情况看，2017 年公司前五大客户分别为奇瑞（24.23%）、长安（20.40%）、吉利（12.22%）、美国萨克迪（10.31%）、上汽通用（9.89%），前五大客户占比 77%。2018 年公司前五大客户收入占比分别为 22%、13%、10%、7%、6%，一共占比为 57%。根据 19 年年报，公司前五名客户营业收入占比达到 49%。公司客户集中度呈现下降趋势，但是始终处于较高水平。由于奇瑞汽车销量下滑，吉利汽车、长安汽车、上汽通用等对公司收入贡献占比提升。

图表7： 2018 年公司客户结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 2019 年公司客户集中情况

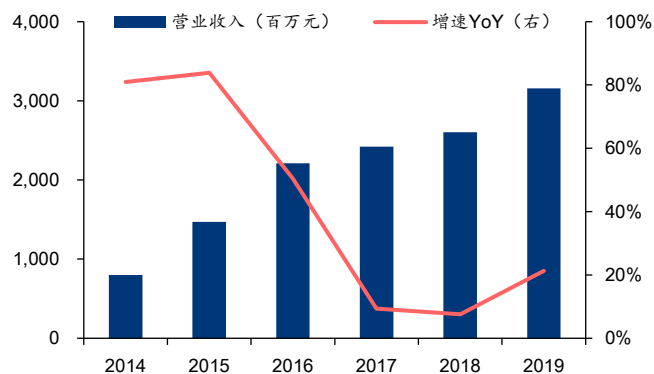


资料来源：Wind，华泰证券研究所

新订单放量，2019 年业绩快速增长

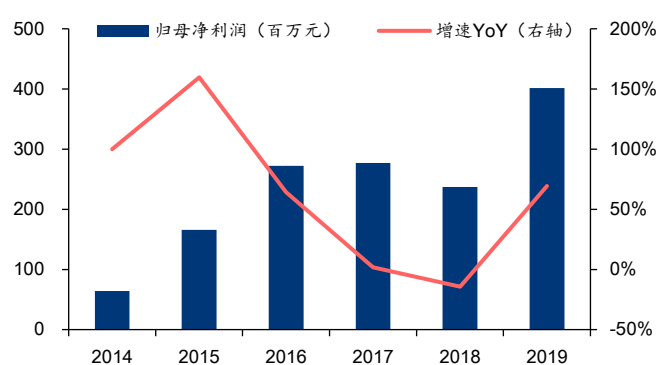
新订单开始放量，2019 年公司业绩快速增长。公司在 2017-2019 年的营业收入分别为 24、26、32 亿元，同比增速 9%、8%、21%。2017-2019 年归母净利润分别为 2.8、2.4、4.0 亿元，同比增速 2%、-14%、69%。2019 年公司利润增长迅速，主要原因是新订单放量收入增长，新订单主要是毛利率较高的轻量化零部件产品以及 EPB 产品，19 年公司毛利率同比+1.3pct。2020 年 Q1 公司收入 6 亿元，同比-7%，归母净利润 1 亿元，同比-11.5%。公司 Q1 业绩下滑，主要原因是疫情影响，下游客户销量下滑。但是公司业绩增速优于行业销量增速（Q1 国内乘用车销量同比-45%），主要原因是新订单放量。

图表9： 新订单放量，2019 年收入快速增长



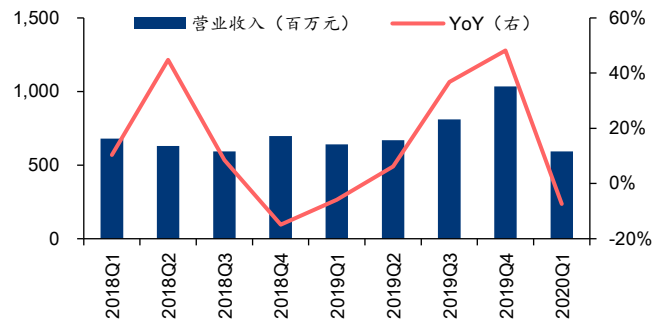
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表10： 2019 年收入增长、毛利率改善，归母净利润迅速增长



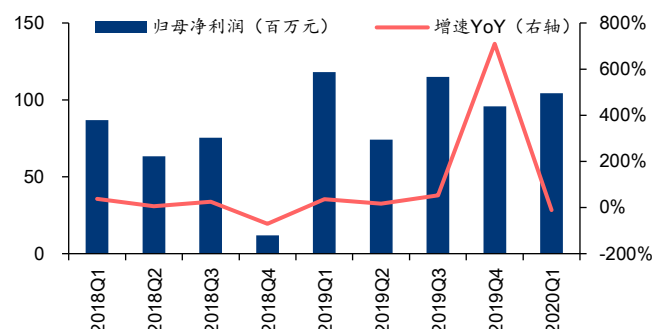
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表11： 2019 年 Q3-Q4 公司收入同比大幅增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

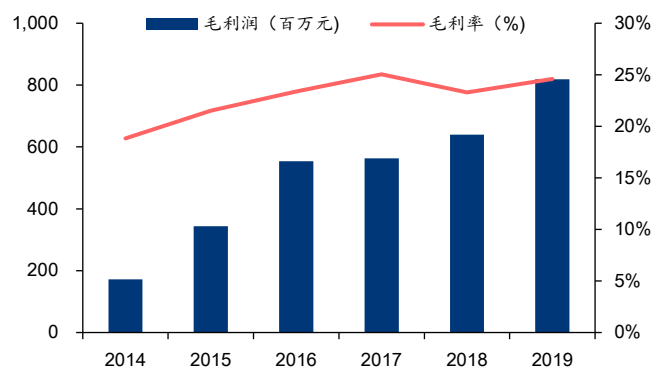
图表12： 2019 年 Q3-Q4 公司归母净利润同比大幅增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

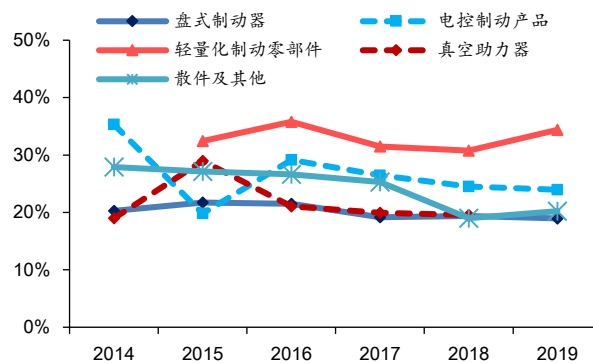
2019 年公司综合毛利率为 25%，整体毛利率呈上升趋势。2014-2019 年（除去 2018 年），公司整体毛利率呈现上升趋势，主要原因是毛利率较高的电子制动和轻量化制动零部件产品占比提升。轻量化制动零部件业务 2019 年毛利率 34%，毛利率较高，主要是因为实现规模生产且以出口业务为主。2019 年，盘式制动器的毛利率 19%，产能利用率略有下降，盘式制动器业务毛利率呈现下滑趋势。电控制动产品 2019 年毛利率 24%，呈现下滑趋势，主要是电子类产品降价较多。

图表13：伯特利毛利率呈上升趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

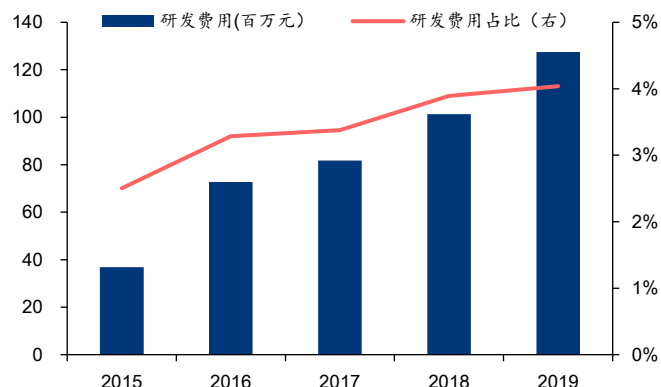
图表14：2019 年轻量化制动零部件毛利率上升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

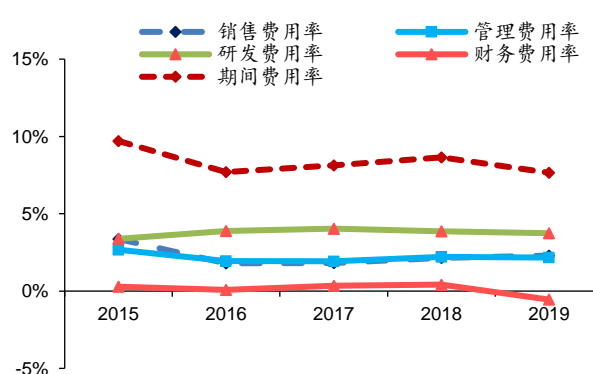
研发费用率持续提升，财务费用率下降。公司持续加大在研发方面的投入，2016-2019 年，研发费用占收入比例大幅持续提升，2019 年公司研发费用 1.27 亿元，占收入比例 4%。公司稳步推进新产品研发及量产交付，积极研发线控制动技术、电子助力器技术、高级驾驶辅助系统相关技术。2016~2019 年，销售费用率小幅提升，主要原因是运费和质保费用增加，2019 年公司销售费用率 2.3%，同比+0.2pct。2016-2019 年，公司管理费用率略有提升，管理费用率 2.2%，同比保持稳定。由于公司债务较少，2016~2019 年，公司财务费用占收入比例较低，2019 年由于公司货币资金增加，利息收入增加，财务费用减少。

图表15：研发费用占收入比率上升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

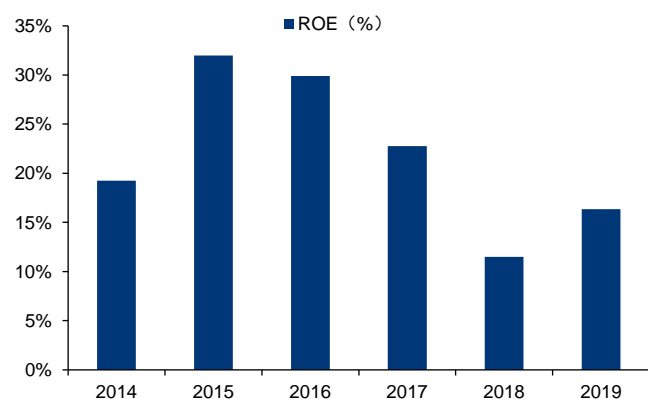
图表16：期间费用率呈下滑趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

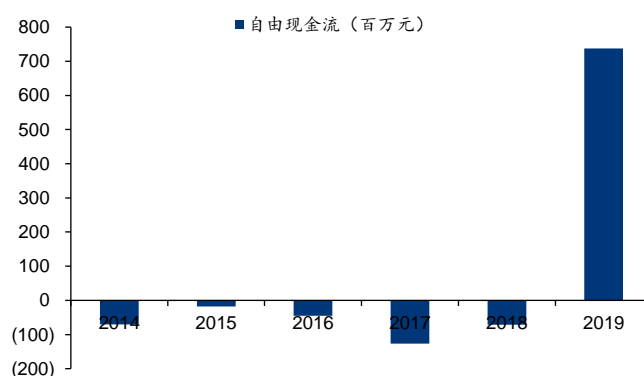
2015-2018 年，公司 ROE 从 32%下降到了 11.5%，主要原因是净利率、资产周转率、资产负债率降低。但 2019 年公司 ROE 明显改善，主要原因是公司净利率提升。2019 年，公司自由现金流有明显改善，实现净流入。

图表17: 2019 年公司 ROE 开始改善



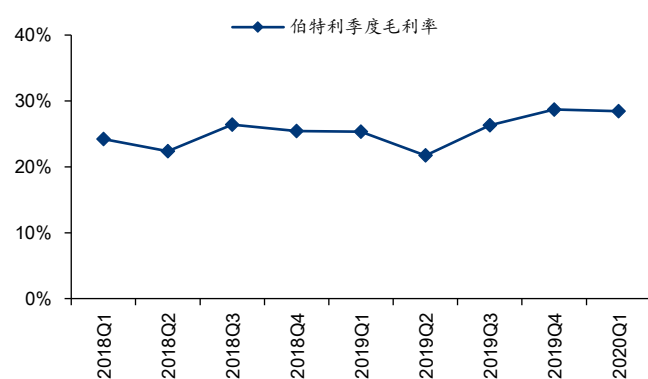
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 2019 年开始公司自由现金流转正



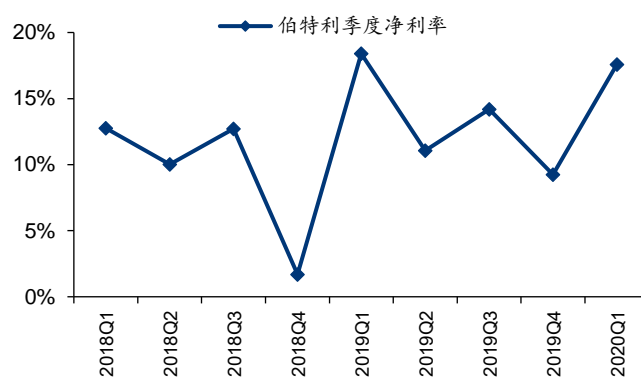
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 2020 年 Q1 毛利率维持在高位



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 2020 年 Q1 净利率有所改善



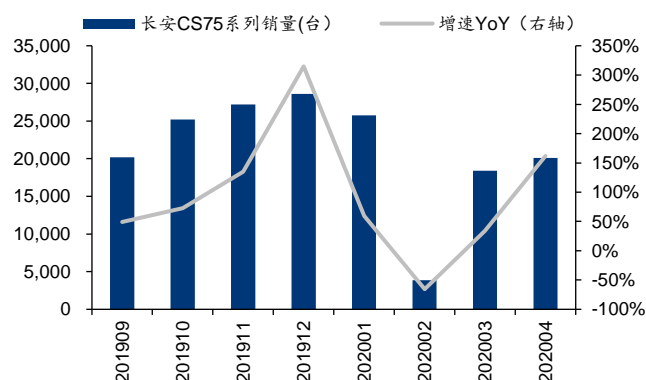
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

下游客户长安汽车销量增速强劲，公司有望获益

长安汽车是公司重要客户，2019 年 Q3 开始长安自主销量正逐步恢复，公司有望从中受益。根据招股说明书，2017 年，长安汽车为公司贡献了 20% 收入。公司主要为长安自主配套盘式制动器、EPB 等产品。2018 年-2019 年，长安自主进入调整期，销量下滑幅度超越行业。2018 年-2019 年长安自主销量同比-10%、-7%。2019 年 Q3，长安自主推出了新车 CS75P，月销量已经稳定在 2 万台左右。长安自主进入强车型周期，销量开始改善。

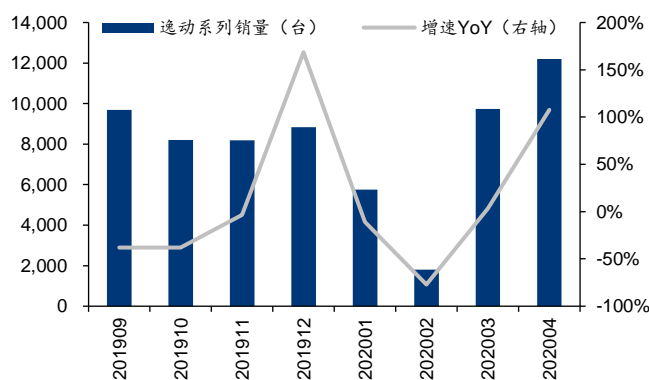
CS75Plus、逸动 Plus 等新车型上市，长安自主销量均有望明显改善。2019 年 9 月，长安 V 标新车 CS75plus 上市，CS75 系列月均销量在 2 万台左右。2020 年 5 月，CS75 系列销量 20307 台。CS75P 凭借其全新外观设计、蓝鲸动力系统、高端智能网联配置受到消费者欢迎。我们预计 CS75 系列 2020 年全年销量有望达到 24 万台，同比+26%。2020 年 3 月，长安 V 标逸动 Plus 上市，这款车是长安逸动系列的中期改款车型，上市后逸动系列销量改善明显。2020 年 5 月逸动销量达 13709 台。我们预计长安逸动系列 2020 年销量有望达到 13 万台，同比+16%。

图表21：长安 CS75 系列销量情况



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

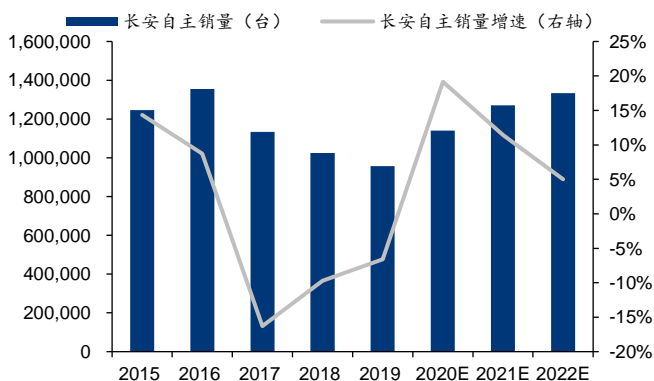
图表22：逸动系列销量情况



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

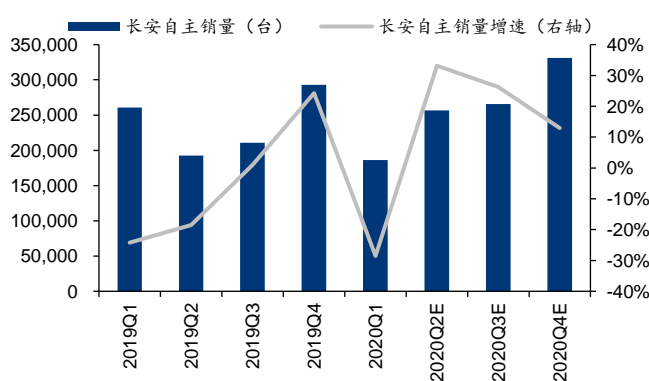
长安自主销量有望持续超越行业。分品牌看，长安自主分为长安 V 标、欧尚、凯程（除长安跨越）。分厂商来看，长安自主主要包括重庆长安、合肥长安、河北长安、南京长安和保定长安。CS75P 上市后长安自主销量和盈利明显改善。2019 年 Q4，长安自主实现销量 29 万台，同比+24%。受疫情影响，长安自主 2020 年 Q1 销量 18.6 万台，同比-29%。根据公司公告，2020 年 5 月，长安自主实现销量 7.9 万台，同比+59%，增速超越行业（同比+6.9%）。我们认为随着长安 CS75P、欧尚 X7、逸动 P、UNI-T 等新车型爬坡，长安自主销量增速有望持续超越行业。我们预计 2020 年 Q2 长安自主有望实现销量 25.6 万台，同比+33%。

图表23：长安自主年度销量情况



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表24：长安自主季度销量情况



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

EPB 国产替代先锋，渗透率进一步提升

EPB 成自动驾驶刹车控制的关键一环

EPB 是指利用电子控制方式实现驻车制动的技术，也叫电子手刹。它由电子按钮手动操作，并兼备自动控制功能。整个驻车制动系统是由行星减速机构、电机的左、右卡钳和电子控制单元组成。当需要停车时，电子驻车制动系统按钮被按下，按钮操控信号传递给电子控制单元，并由电子控制单元来控制电机和行星减速齿轮机构工作，通过左右卡钳实施制动。

EPB(电子驻车制动系统)是自动驾驶制动的重要部件，并为高级驾驶员辅助系统(ADAS)提供基础。EPB 以电子控制方式替代了传统的杠杆手刹（或脚刹）模式，由电子按钮手动操作并兼具自动控制功能，实现了自动驻车及自动解除，无须驾驶员进行操作，提高了驾驶员操控的舒适性。随着纯电动车的快速增长，自动驾驶技术的逐步推进，先进的 EPB 系统或成为标配。

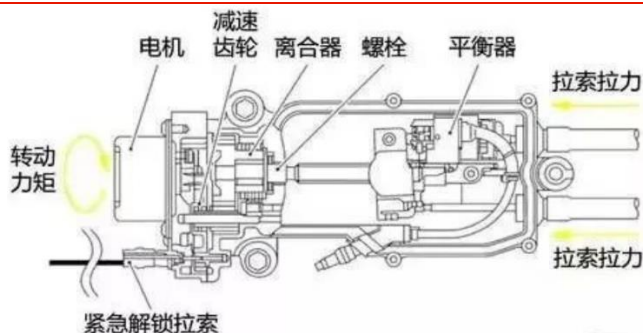
图表25： EPB 电子驻动系统概览



资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

EPB 可分为钢索牵引式以及整合卡钳式两种。钢索牵引式 EPB 的制动执行机构与传统手刹无异，同为制动蹄式，只是把手动的拉索改为电动形式。因此 EPB 的早期产品基本上是钢索牵引式。钢索牵引式 EPB 的加装成本低，因而更利于车型的设计变更。整合卡钳式 EPB 要专用的制动卡钳和相关的驻车制动执行机构，因而成本相对较高。但整合卡钳式摒弃了钢索牵引式手刹的钢索，采用了电线进行信号传递，因而更利于车辆组装及手刹系统简化。

图表26： 日产聆风的拉索式电子手刹执行机构内部结构图



资料来源：易车网，华泰证券研究所

图表27： 整合卡钳式 EPB 结构图



资料来源：易车网，华泰证券研究所

EPB 渗透率稳步提升，进入普及阶段

我国自主品牌汽车中，电子驻车制动系统已经进入普及阶段，市场空间广阔。汽车驻车制动由最初的鼓式制动器逐步发展到盘中鼓制动器（DIH）、综合驻车盘式制动器（IPB），发展为如今正在普及的电子驻车制动系统（EPB）。随着消费者对汽车性能智能化的要求与日俱增，许多中高档乘用车将传统的机械式驻车制动系统升级成为由电子控制单元控制的电控驻车系统。目前，国外公司研发的电子驻车制动系统已成功地应用到了宝马、奔驰、大众等品牌汽车上。我国自主品牌汽车中，电子驻车制动系统已经进入普及阶段，市场空间广阔。

EPB 配置渗透率迅速提升，市场保持较快增长。根据招股说明书，2016 年我国自主品牌乘用车中，电子驻车制动系统的配置比例约为 15%。随着电动化、智能化和中高端化的趋势发展，EPB 渗透率快速提升，根据我们估算，2019 年 EPB 总成单车价值约 1200 元，EPB 在国内乘用车的渗透率 45%，国内乘用车 EPB 市场空间 116 亿元。假设 2020-2024 年，每年单价降低 3%，国内乘用车销量增速分别为 -10%、3%、3%、3%、3%。假设 EPB 于 2024 年在我国乘用车渗透率达到 85%，估算得到 2024 年国内 EPB 的市场空间为 190 亿元。电子驻车制动系统市场空间在 2020-2024 年复合增速 10%。

图表28： 国内 EPB 系统市场空间

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
国内乘用车销量（万台）	2143	1929	1987	2046	2108	2171
增速（%）	-9%	-10%	3%	3%	3%	3%
渗透率	45%	55%	65%	73%	80%	85%
单车电子驻车制动系统使用量	1	1	1	1	1	1
单车价值（元）	1200	1164	1129	1095	1062	1030
增速（%）		-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
国内电子驻车制动系统市场空间（亿元）	116	123	146	164	179	190
增速（%）	16%	7%	18%	12%	9%	6%

资料来源：中汽协，华泰证券研究所

EPB 国内领先地位，市场份额有望提升

公司是目前国内少数拥有自主知识产权，能够批量生产电子驻车制动系统、制动防抱死系统及电子稳定控制系统等电控制动产品的自主品牌企业之一。根据公司招股说明书，公司是国内首家实现 EPB 量产的厂商，进入了合资品牌供应链。除了公司外，自主品牌中已经实现量产的有浙江力邦合信智能制动系统股份有限公司、亚太股份等，万向钱潮 EPB 项目 2019 年 10 月验收竣工。

公司 EPB 产品的主要竞争对手为采埃孚天合、大陆、布雷博等国际品牌零部件企业。国内 EPB 市场主要为采埃孚天合汽车集团、德国大陆集团等国际品牌汽车零部件投资企业所主导。随着国内自主品牌整车行业的发展以及国内乘用车制动系统企业的技术提升，公司依托较高的产品性价比优势，抓住传统乘用车制动系统产品进口替代的良好发展机遇，有望逐步抢占市场份额、打入中高级乘用车配套市场。

图表29： 公司 EPB 产品与主流 EPB 产品对比

产品	照片	产品描述
采埃孚 前桥电子驻车制动器		1、业界首款前桥电子驻车制动器（EPB） 2、小型和微型汽车制造商将从中受益，为驾驶员带来更为舒适安全的体验 3、不再需要后桥鼓式和盘式制动器中手动驻车制动操作所需的部件 4、可以进一步降低后桥鼓式制动系统的重量。
大陆集团 EPB-Si (单一型制动的电子驻车制动)		1、在大陆集团开发的 EPB 解决方案组合中，EPB-Si 已成为业内的主流产品 2、适用于 A/B 类车辆，系统成本较低。 3、能够直接安装到后轴鼓式制动器上，实现制动扭矩，并且通过卡钳集成式进行控制
大陆集团 EPB-DS (用于双向伺服式鼓式制动器的电子驻车制动)		1、适用于高端车辆、轻型商用车、跑车和 SUV 2、双向自增力式制动系统的解决方案 3、包含两个集成到双向自增力式制动系统的电子执行器和一个集成到 ESC 的电子系统
布雷博 ECM (电动组合式单体模块)		1、铝制卡钳结合电子驻车制动器，由布雷博设计制造电子控制单元来掌控 2、使用碳纤维陶瓷制动盘
布雷博 ECS - 机电组合滑动		1、拥有前所未有的轻量 2、得益于布雷博研发的减速电机制动卡钳，兼具行车制动功能和机电驻车制动功能 3、得益于经过优化的摩擦材料，保证在任何温度和条件下的制动
伯特利 SMART EPB		1、目前已发展到第三代 smart EPB，从驻车能力、舒适性、耐久性等方面均得到进一步升级 2、伯特利领先的控制算法，其在不需要离合器位置传感器和档位传感器的条件下实现辅助起步 3、额外给客户节省可观的零部件采购成本

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

公司的 EPB 产品有独有的智能控制策略，同时公司对主机厂研发周期响应更快。它独有的智能控制策略，可在不增加离合器位置传感器和档位传感器的情况下实现上坡辅助起步、自动释放等诸多功能，降低了 EPB 的整车系统成本和布置设计难度。而且公司的 EPB 产品在全新车型的匹配开发周期内，可以根据整车厂的时间节点要求予以响应和配合，尽可能的缩短开发周期，为客户新车型的上市赢得时间。公司的 EPB 产品可以使汽车驾驶的舒适性进一步提高，增强汽车在紧急制动时的安全性。

公司积极拓展在汽车制动系统市场的配套份额。2019 年，公司电控制动业务收入 8.73 亿元，据我们测算 2019 年国内乘用车 EPB 市场空间大约 116 亿元，由此可以测算公司在 EPB 领域的市场份额约为 7.5%。公司目前 EPB 领域的自主品牌客户有吉利汽车、广汽集团、奇瑞汽车、北京汽车、长安汽车，合资品牌客户有江铃福特、东风日产。公司利用在轻量化制动零部件方面与通用、福特及沃尔沃等国际汽车品牌建立的业务合作关系，在盘式制动器、电子驻车制动系统等产品方面积极开拓与合资品牌汽车主机厂商的业务合作，扩大公司在汽车制动系统市场的配套份额。

通用大订单放量，轻量化制动零部件增长迅速

公司在轻量化底盘件业务中的主要产品是铸铝转向节、铸铝叉臂等。在此基础上，公司正在推动铸铝卡钳总成和铝合金制动盘的开发和推广，以实现整车轻量化及降低油耗，增加新能源汽车的续航能力。公司底盘件业务的客户主要是上汽通用、北美通用、北美福特、沃尔沃、吉利汽车、奇瑞汽车、江铃汽车等。

2019 年成为通用汽车一级供应商，通用大订单放量轻量化制动零部件业务增长迅速。根据公司公告 2019-010，2019 年 2 月，公司首次成为通用汽车铸铝转向节一级供应商，获得 T1XX 铸铝转向节供应项目，项目周期 7 年，从 2019 年开始供货，通用预测该项目车型在墨西哥的年产量 35 万台/年。根据公司公告 2019-074，2019 年 11 月，公司获得通用 7 个平台项目的 12 种产品订单，公司预测本次签署的全部供货车型单年度最高产量近 130 万辆，预计 2020 年能给伯特利带来新增收入约 4 亿元人民币，项目车型的生命周期内（2019 年四季度起）产品销售收入累计预计将超过 18 亿元人民币。我们认为公司成为通用汽车一级供应商，毛利率有望进一步提升。

图表30： 伯特利及子公司轻量化业务配套客户情况

时间	配套项目
2014.04	上汽通用 D2xx 项目（后卡钳连接支架）项目量产，由威海伯特利生产
2014.10	上汽通用的 D2ux 项目（后铸铝转向节、后支架，配套车型为别克昂科威）量产
2016.01	上汽通用 E2xx 项目（前后铸铝转向节、后支架，配套车型为别克君越、雪佛兰迈锐宝）量产
2016.02	上汽通用的 Omega 项目（前后铸铝转向节，配套车型为凯迪拉克 CT6）量产
2019.02	首次成为通用汽车铸铝转向节一级供应商，获得的首个项目是 T1XX 铸铝前转向节，T1XX 项目生命周期为 7 年，自 2019 年初开始批量供货。该项目首个供货地点为通用汽车墨西哥工厂，通用汽车预测该项目车型在墨西哥的销量为 35 万辆/年
2019.11	与三家通用汽车公司新签署共 26 份产品供货合同，共涉及 7 个平台项目，自 2019 年第四季度陆续开始批量供货。公司预测本次签署的全部供货车型单年度最高产量近 130 万辆，预计 2020 年新增收入约 4 亿元人民币，项目车型的生命周期内产品销售收入累计预计将超过 18 亿元人民币。

资料来源：招股说明书，公司公告，华泰证券研究所

国家燃耗与排放标准不断提高，汽车轻量化是行业发展趋势。面对越来越严格的排放标准，单纯依靠设计优化已经无法满足减排要求，轻量化成为主要的减排方式之一。目前实现汽车轻量化的主要技术途径有两个方向：一是合理优化结构设计，二是采用新材料。《中国制造 2025》强调汽车轻量化重点工作领域包含推广应用铝合金、镁合金、高强度钢、塑料及非金属复合材料等整车轻量化材料和车身轻量化、底盘轻量化、动力系统以及核心部件的轻量化设计。由于铝合金的金属性能优越，加工工艺成熟，是短期内最有可能大规模使用的轻质材料。目前汽车铸铝件以压力铸造为主，主要用于动力总成、底盘轮毂与车身的连接件等，在汽车零部件中的渗透率将不断提高，其中汽车制动系统产品中应用铸铝件的主要为转向节及卡钳。

新能源汽车用铝需求增速超越传统汽车。除了传统应用的车身、轮毂、底盘、防撞梁之外，新能源汽车用铝还包括：客车地板；锂电池的正极铝箔、电池铝壳和电池铝托盘(欧美电池托盘全部为铝合金材质，国内电池托盘既有铝合金材质，也有不锈钢材质)；新能源客车座椅系统等。

国内铸铝转向节渗透率较高，市场稳定。转向节产品单车价值量约 400 元，由于铸铝转向节单车价值量较低，成本压力不大，所以在新能源车和传统车中渗透率都较高。假设 19 年铝制转向节产品在传统乘用车中渗透率 85%，新能源乘用车中渗透率 100%，2022 年在传统乘用车中渗透率都达到 95%，在新能源乘用车中渗透率 100%，19 年铸铝转向节国内市场空间 69 亿元，22 年铸铝转向节国内市场空间 82 亿元，2020-2022 年市场复合增长率 6%。

图表31： 国内铸铝转向节未来空间

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
转向节单车价值量（元）	400	400	400	400	400	400
传统车渗透率	70%	75%	80%	85%	90%	95%
新能源车渗透率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
传统乘用车销量（万辆）	2418	2288	2037	1906	1947	1990
新能源乘用车汽车销量（万辆）	57	79	106	130	150	170
转向节市场空间（亿元）	70	72	69	70	76	82

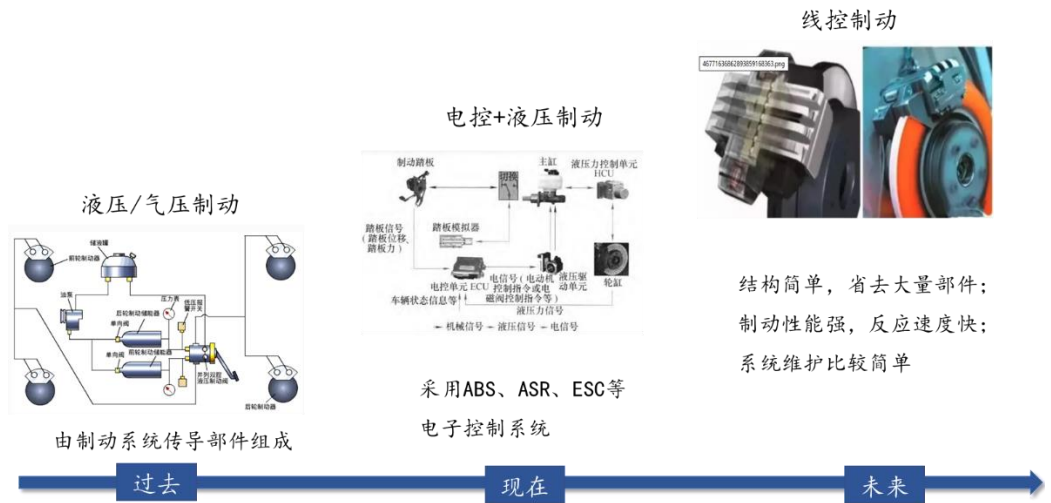
资料来源：中汽协，华泰证券研究所

线控制动整装待发，自动驾驶核心技术之一

线控制动成汽车电气化、智能化时代标配

电动化和智能化推动线控制动发展。汽车制动系统技术经历了从单一的传统液压/气压制动发展到融合较多制动功能的电控+液压的方式。随着自动驾驶发展加速，线控制动系统成汽车制动技术长期的发展趋势，是实现自动驾驶安全的重要保障。

图表32： 制动系统发展历程



资料来源：汽车制动网，华泰证券研究所

制动系统是智能驾驶的执行层。高级驾驶辅助系统主要由感知、决策、执行三部分组成。执行系统的汽车转向与制动是汽车安全最核心的技术，也是与整车厂关系最为密切的部分。随着汽车制动系统从机械制动向电控制动发展，电子稳定控制系统和线控制动的推出已为智能驾驶做好了执行端的技术储备。线控制动主要有两类技术模式：线控液压制动器（EHB）和电子机械制动（EMB）。EHB 系统由于具有备用制动系统，安全性较高，因此接受度更高，是目前主要推广量产的方案。EMB 因为没有液压系统，有望实现轻量化，是最终发展方向。

公司是国内线控制动先锋，产品与技术处于领先地位

EHB 国外厂商技术发展已经比较成熟，国内厂商在努力追赶。2020 年，目前线控制动系统的主要供应商包括博世、采埃孚、大陆等国际零部件巨头企业，大都从 20 世纪 90 年底开始研发，在底盘控制领域具有丰富的技术积累和供货经验，具有一定的先发优势。从 2000 年开始，国内一些自主整车企业和零部件供应商就开始进行 EHB 的研发，已取得一定成果。虽然与博世等国际巨头仍存在一定差距，但产业尚处于发展早期阶段，还有较大的追赶机会。2019 年 7 月，公司发布线控制动产品（WCBS），成为国内线控制动系统领域发展先锋。目前国内亚太股份、万向钱潮、万安科技、拓普集团等厂商仍处在研发验证阶段。

图表33： 线控制动系统供应商与配套

供应商	产品	配套客户
博世	iBooster/IPB	大众、通用、特斯拉、本田、吉利领克、荣威、领克、蔚来、比亚迪等
大陆	MK C1	阿尔法罗密欧等
采埃孚	IBC	雪佛兰 Silverado
爱德克斯	ECB	丰田普锐斯等
日立	EACT	日产
伯特利	WCBS	已发布，尚未量产
同驭汽车	EHB 系统	江铃、菜鸟物流等
拓普集团	IBS	处于验证和推广阶段

资料来源：各公司官网，华泰证券研究所

图表34: WCBS 与主流线控制动产品对比

产品	照片	产品描述
博世 iBooster		<ol style="list-style-type: none"> 1、助力器助力：5.5KN 2、电压范围：9.8V-16V 3、重量：4.4-4.8kg（第一代产品：5kg） 4、耗电量：<1A/1Mpa 5、电机功率：300W 6、将近 100% 的动能回收，搭载滑行功能
博世 IPB		<ol style="list-style-type: none"> 1、iBooster 和 ESP 系统高度集成的电动液压制动解决方案 2、高效的制动能量回收
大陆 MKC1		<ol style="list-style-type: none"> 1、更大的范围内回收制动能量，从而使混合动力汽车的二氧化碳排放量降低约 5 g / km，可节省约 30% 的再生能量。 2、拥有创新的“一体式”系统，将 ABS 和 ESC 集成到一个紧凑的模块中，质量减轻 30%。
伯特利 WCBS		<ol style="list-style-type: none"> 1、集成了 TCS（牵引力控制系统）、ESC、ABS、EPB 等传统制动功能 2、0~100bar 建压时间 136ms，20~80bar 建压速率>900bar/s 3、系统重量为 5.8kg，而实现同样功能的传统制动系统重量为 7.4kg 4、ACC 工作噪声最大值 42dB，ABS 工作噪声分贝值在 70~80 之间

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

伯特利的 WCBS 竞争优势在于为客户提供 one box 一体式解决方案。该产品不仅集成了真空助力器、电子真空泵、主缸和 ESC 的功能，还能更好地满足新能源汽车以及整车智能驾驶对制动系统新的需求。目前全球范围内与公司线控制动类似的产品，除公司外，其技术主要集中于国际几大零部件行业巨头。公司与国际行业巨头同步向全球提供 one box 一体式解决方案，弥补了国内同类产品的欠缺。伯特利 WCBS 产品具备快速增压、高度集成、解耦制动、优良的噪音性能以及集成后重量更轻的技术优势。公司认为 WCBS 主要特点有：1、安全可靠；2、节能减排；3、成本降低；4、精简优化。

WCBS 产品计划逐步小批量投产。WCBS 完成新产品发布后，并已与部分客户签订开发协议，同步开发产品。据公司官网信息，伯特利已开始承接 2020 年 9 月份之后量产的项目，公司预计 2026 年达到年产 50 万套规模。

盈利预测与估值

盘式制动器：17-18 年，由于下游客户长安、北汽等销量下滑，盘式制动器业务收入下滑，但 19 年长安等客户销量恢复，19 年盘式制动器业务收入同比+15%。由于产能利用率不足，盘式制动业务毛利率呈下降趋势，但我们认为随着长安、奇瑞等客户销量逐步恢复，产能利用率提升，20-22 年盘式制动器业务毛利率有望稳步提升。我们预计公司 20-22 年盘式制动器业务营收增速分别为 10%、13%、10%，毛利率分别为 19.3%、19.4%、19.5%。

电动制动产品：17-19 年，由于吉利、长安等客户新订单增加，公司电动制动产品销量迅速增长，由于年降原因，单车 ASP 有所下降，毛利率呈下降趋势。2020-2022 年，随着长安等客户销量提升以及新订单放量，我们认为电动制动产品有望维持较快增速，2020 年产能利用率提升和规模化效应，电动制动产品毛利率有望恢复，21-22 年规模化效应和成本控制有望帮助电动制动产品维持毛利率。我们预计公司 20-22 年电动制动产品营收增速分别为 18%、25%、25%，毛利率分别为 24.5%、24.5%、24.5%。

轻量化制动零部件：17-19 年，由于北美通用的订单放量，公司轻量化制动零部件产品销量迅速增长，由于产品年降等因素，轻量化制动零部件业务单车 ASP 有所下降。2019 年，由于公司开始供应毛利率更高的轻量化制动零部件产品，轻量化制动零部件业务毛利率提升明显。我们认为随着电动化和节能化的行业趋势发展以及公司轻量化新产品推出，公司轻量化制动零部件业务有望获得更多订单，维持较快收入增速。2020 年零部件产品占比提升，毛利率有望进一步提升。2021-2022 年，成本控制有望维持公司毛利率。我们预计 20-22 年轻量化制动零部件的营业收入增长率为 24%、23%、18%，毛利率为 35.5%、35.5%、35.3%。

销售费用率假设：19 年由于质保金增加，销售费用率上升。由于销售费用以运输和质保金为主，预计 20-22 年销售费用占收入比例持平，预计 20-22 年销售费用率分别为 2.3%、2.3%、2.3%。

管理费用率假设：20-22 年随收入增长，规模效应提升，公司管理率费用率有望下降，预计 20-22 年管理费用率分别为 2.1%、2.0%、1.9%。

研发费用占收入比例假设：公司持续在线控制动和轻量化零部件领域投入研发，研发费用率会随收入增长下降，但绝对值仍将维持在较高比例，预计 20-22 年公司研发费用率分别为 3.9%、3.8%、3.7%。

财务费用假设：20 年公司长期债务增加，利息支出或增加，21-22 年，随货币资金增加，利息收入增长，预计 20-22 年财务费用分别为-1300、-300、-1800 万元。

图表35: 伯特利分部业务收入及毛利润拆分

单位: 百万元, CNY	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	2,419	2,602	3,157	3,618	4,275	4,963
	9.4%	7.6%	21.3%	14.6%	18.2%	16.1%
成本	1,856	1,963	2,338	2,657	3,139	3,646
毛利	563	640	818	962	1,137	1,317
毛利率(%)	23.3%	24.6%	25.9%	26.6%	26.6%	26.5%
盘式制动器收入	1,405	1,168	1,344	1,480	1,676	1,847
	-8%	-17%	15%	10%	13%	10%
成本	1,135	941	1,089	1,195	1,351	1,486
毛利	269	227	255	286	325	360
毛利率(%)	19.2%	19.4%	19.0%	19.3%	19.4%	19.5%
电控制动产品收入	367	720	873	1,026	1,283	1,604
	159%	96%	21%	18%	25%	25%
成本	270	543	664	775	969	1,211
毛利	97	176	209	251	314	393
毛利率(%)	26.5%	24.5%	24.0%	24.5%	24.5%	24.5%
轻量化制动零部件收入	533	579	738	911	1,116	1,313
	23%	9%	27%	24%	23%	18%
成本	365	401	484	588	720	849
毛利	168	178	254	323	396	463
毛利率(%)	31.5%	30.8%	34.4%	35.5%	35.5%	35.3%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表36: 伯特利费用率情况

单位: 百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用	44	56	72	83	98	114
销售费用率	1.8%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	47	58	69	76	86	94
管理费用率	1.9%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%
研发费用	82	101	127	140	160	180
研发费用率	3.4%	3.9%	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%
财务费用	8	11	-17	-13	-3	-18
财务费用率	0.3%	0.4%	-0.6%	-0.4%	-0.1%	-0.4%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表37: 可比公司估值 (截至 20200611)

证券代码	公司	收盘价	EPS (元)			PE (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603730.SH	岱美股份	33.40	1.61	2.00	2.28	20.78	16.69	14.68
600933.SH	爱科迪	13.52	0.52	0.64	0.75	26.00	21.28	18.12
601689.SH	拓普集团	25.72	0.59	0.77	0.94	43.32	33.24	27.37
603197.SH	保隆科技	30.05	1.19	1.50	1.70	25.18	19.97	17.68
600699.SH	均胜电子	23.19	0.79	1.09	1.24	29.50	21.27	18.73
002920.SZ	德赛西威	52.89	0.71	1.01	1.36	74.29	52.59	38.80
平均						36.51	27.51	22.56

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (盈利预测来自万得一致预期)

我们预计公司 20-22 年收入分别为 36.18、42.75、49.63 亿元，同比+14.6%、+18.2%、+16.1%；归母净利润分别为 4.76、5.65、6.77 亿元，同比+19%、+19%、+20%，对应 EPS1.17、1.38、1.66 元。2020 年可比公司平均估值 36.5 倍 PE，给予公司 2020 年 36~37 倍 PE 估值，给予目标价 42.12~43.29 元，给予“买入”评级。

风险提示

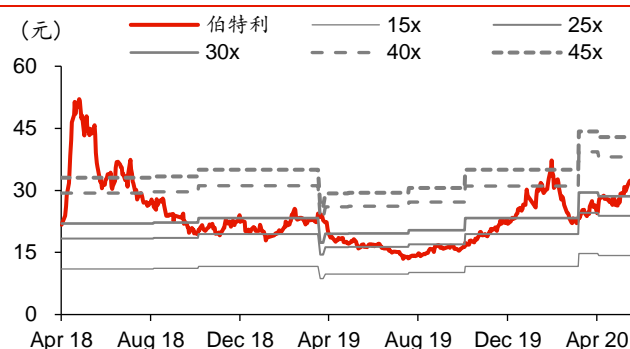
汽车行业增长不及预期：受疫情影响，宏观经济下滑可能超过预期，影响消费信心和可支配收入，从而影响汽车行业销量，导致行业销量恢复不达预期。

产品开发不达预期：公司的产品技术含量较高，行业技术路线仍存不确定性，公司投入研发后可能最终产品开发不成功。

政策支持不达预期：政府对汽车消费和智能驾驶汽车的政策支持力度可能不达市场预期。

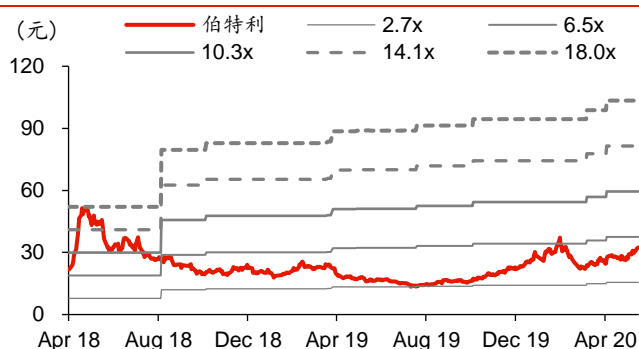
PE/PB - Bands

图表38：伯特利历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表39：伯特利历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,760	3,247	4,577	5,255	6,279
现金	591.75	1,193	2,244	2,533	3,129
应收账款	1,506	1,643	1,883	2,226	2,583
其他应收账款	7.84	8.89	9.33	9.80	10.29
预付账款	6.32	21.17	22.23	23.34	24.51
存货	342.03	338.64	385.75	455.77	529.38
其他流动资产	306.26	42.42	32.27	6.86	1.90
非流动资产	831.74	1,080	1,418	1,778	1,917
长期投资	12.75	19.32	29.32	39.32	49.32
固定资产投资	695.64	896.87	1,222	1,569	1,694
无形资产	55.69	64.16	67.37	70.74	74.27
其他非流动资产	67.66	99.46	99.46	99.46	99.46
资产总计	3,592	4,327	5,995	7,033	8,196
流动负债	1,305	1,602	1,818	2,131	2,467
短期借款	227.00	120.69	120.69	120.69	120.69
应付账款	967.56	1,279	1,456	1,720	1,998
其他流动负债	110.46	201.63	241.96	290.35	348.42
非流动负债	219.53	263.46	1,228	1,367	1,493
长期借款	65.00	49.00	949.00	949.00	949.00
其他非流动负债	154.53	214.46	278.80	418.20	543.66
负债合计	1,525	1,865	3,046	3,498	3,959
少数股东权益	160.37	216.88	281.83	358.90	451.21
股本	408.56	408.56	408.56	408.56	408.56
资本公积	669.03	627.84	627.84	627.84	627.84
留存公积	825.28	1,202	1,631	2,140	2,749
归属母公司股东权益	1,903	2,239	2,667	3,176	3,785
负债和股东权益	3,588	4,321	5,995	7,033	8,196

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	368.97	757.70	828.43	1,011	1,151
净利润	301.74	455.89	541.27	642.27	769.20
折旧摊销	67.17	84.69	120.71	156.43	177.86
财务费用	10.00	(17.14)	(12.81)	(3.19)	(18.25)
投资损失	(3.90)	(4.58)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(83.93)	166.23	111.25	147.96	153.72
其他经营现金	77.89	72.61	73.00	73.00	73.00
投资活动现金	(435.50)	(0.15)	(610.71)	(646.43)	(467.86)
资本支出	143.12	262.75	620.71	656.43	477.86
长期投资	297.02	(242.66)	10.00	10.00	10.00
其他投资现金	(4.64)	(19.94)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
筹资活动现金	526.39	(168.17)	832.37	(76.52)	(87.69)
短期借款	41.23	(106.31)	0.00	0.00	0.00
长期借款	7.00	(16.00)	900.00	0.00	0.00
普通股增加	40.86	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	482.18	(25.74)	(47.63)	(56.52)	(67.69)
其他筹资现金	(44.88)	(20.12)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
现金净增加额	460.51	590.33	1,051	289.46	595.94

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,602	3,157	3,618	4,275	4,963
营业成本	1,963	2,338	2,657	3,139	3,646
营业税金及附加	15.00	19.03	21.71	25.65	29.78
营业费用	55.70	72.39	83.22	98.34	114.15
管理费用	57.61	68.56	75.98	85.51	94.30
财务费用	10.88	(17.44)	(12.81)	(3.19)	(18.25)
资产减值损失	(84.23)	(80.46)	(80.00)	(80.00)	(80.00)
公允价值变动收益	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
投资净收益	3.90	4.58	5.00	5.00	5.00
营业利润	349.02	529.32	628.47	745.36	892.28
营业外收入	0.38	0.44	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.42	2.23	2.00	2.00	2.00
利润总额	348.98	527.53	626.47	743.36	890.28
所得税	47.23	71.64	85.20	101.10	121.08
净利润	301.75	455.89	541.27	642.27	769.20
少数股东损益	64.45	54.38	64.95	77.07	92.30
归属母公司净利润	237.30	401.51	476.31	565.19	676.90
EBITDA	427.03	594.78	734.37	896.60	1,050
EPS (元, 基本)	0.58	0.98	1.17	1.38	1.66

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	7.58	21.29	14.62	18.17	16.08
营业利润	(8.28)	51.66	18.73	18.60	19.71
归属母公司净利润	(14.33)	69.20	18.63	18.66	19.76
获利能力 (%)					
毛利率	24.59	25.93	26.58	26.59	26.54
净利率	9.12	12.72	13.16	13.22	13.64
ROE	11.50	16.35	16.15	15.99	15.98
ROIC	13.46	28.03	26.83	27.29	31.09
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.45	43.11	50.81	49.74	48.31
净负债比率 (%)	73.89	75.96	103.29	98.96	93.46
流动比率	2.11	2.03	2.52	2.47	2.55
速动比率	1.85	1.82	2.31	2.25	2.33
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.73	0.60	0.61	0.61
应收账款周转率	1.69	2.01	2.05	2.08	2.06
应付账款周转率	1.93	2.08	1.94	1.98	1.96
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.98	1.17	1.38	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.85	2.03	2.48	2.82
每股净资产(最新摊薄)	5.05	6.01	7.22	8.65	10.37
估值比率					
PE (倍)	55.78	32.97	27.79	23.42	19.56
PB (倍)	6.42	5.39	4.49	3.74	3.12
EV_EBITDA (倍)	33.39	23.98	19.42	15.91	13.58

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，林志轩、刘千琳、王涛，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师林志轩、刘千琳、王涛本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司