

伯特利 (603596)

公司研究/深度报告

制动领域有望后发先至，享智能化+轻量化两大优质赛道高成长

——伯特利 (603596) 公司深度报告

深度研究报告/汽车

2019 年 7 月 2 日

报告摘要:

● 近5年收入、利润高速增长，盈利能力有望持续维持高位

1) 专家治企: 公司成立于 2004 年, 大股东/董事长袁永彬 (持股 20.34%) 1991 年在美获得博士学位后长期工作在制动领域。公司坚持正向开发, 具备机械及电控系统开发能力, 已形成了传统制动+电控制动+轻量化的产品布局; 2) 客户开拓助力成长: 公司于 2010 年起拓展奇瑞以外客户, 随着 14 年长安、北汽及上汽通用项目陆续量产, 公司进入高速发展期, 14-18 年营收/归母净利 CAGR 分别达 42.6%/49.3%, 18 年公司新增开发项目 99 项 (环比 17 年底增 2%), 新增客户 8 家, 公司客户/项目拓展逻辑持续; 3) 盈利能力业内领先: 受益于高资产周转率及良好的费用管控, 公司 ROE 长期领跑同业公司, 预计 19-21 年将保持 15%+。

● 智能化赛道: 智能驾驶执行层第一梯队厂商, 扎实推进系统级供应能力构建

1) 当前产品线: 正向研发下性能优异、成本可控。预计公司当前产品线的国内市场空间约达 900 亿, 其中 EPB/ESC/线控制动 (预计 2020 年投放产能) 未来 7 年市场空间 CAGR 有望达 18%/21%/50%。公司客户覆盖广汽、长安、吉利、奇瑞等自主品牌, 东风日产、江铃福特、通用、沃尔沃等合资/国际品牌, 当前公司制动器/EPB 国内市占率约 4%/9%, 居本土前列, 我们认为公司基于正向研发收获了技术路线选择 (性能优势)+成本优势, 市占率有望持续提升; 2) 展望自动驾驶: 系统化布局雏形已现, 逐步落地可期。公司于 2013 年在本土企业中率先量产 ESC, 2020 年有望再次率先量产 Onebox 线控制动产品。结合公司享受主机厂系零部件厂商的试验和调试优势, 我们认为公司将领先本土其他企业中获得智能驾驶执行层系统级供应能力。

● 轻量化赛道: 国内铸铝转向节头部企业, 全球化业务扩张进行中

1) 行业持续高增: 预计当前铝制底盘件的国内/国际市场空间约 60/340 亿, 未来 7 年 CAGR 预计分别达 14%/9%; 2) 轻量化领域跻身通用 1 级供应商, 开启全球化扩张: 公司铸铝转向节产品采用国内领先的差压铸造工艺, 当前主要客户为通用系 (预计 2018 营收占比 60%+), 沃尔沃、福特等。1M19 公司作为通用一级供应商配套的 T1XX 项目已在墨西哥通用工厂供货, 该工厂配套量预计 35 万/年, 预计今年将实现欧美市场供货 (T1XX 全平台配套潜力超 87 万)。2018 年公司转向节业务全球市占率约 4%, 随着公司通用项目全球投产及欧洲潜在客户开拓落地, 我们认为公司转向节业务有望实现渗透率持续提升。

● 投资建议

公司成长逻辑清晰, 估值接近历史低位: 1) 短期看, 19 年为公司项目量产大年, 预计全年 EPB/轻量化业务营收增长 30%/40%+驱动业绩成长; 2) 中期看, 2020 年线控制动产品有望量产将拓展底盘电控业务空间; 3) 长期看, 公司基于国内领先地位享受智能化+轻量化两大优质赛道。预计公司 19/20/21 年 EPS 分别为 0.89/1.10/1.31, PE 分别为 18.9/15.3/12.9 倍。横向估值对比, 公司 19PE 略低于可比公司均值 (-6%), 纵向估值对比, 公司 19PE 接近可比公司历史估值低位 (+7%), 我们认为当前公司估值已处于低位, 结合公司业绩成长确定性, 给予“推荐”评级。

● 风险提示

国内车市下跌超预期, 中美贸易摩擦潜在影响, 电控、轻量化产品销量不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,602	2,986	3,674	4,526
增长率 (%)	7.6%	14.7%	23.0%	23.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	237	366	451	535
增长率 (%)	-14.3%	54.3%	23.1%	18.8%
每股收益 (元)	0.60	0.90	1.10	1.31
PE (现价)	28.2	18.9	15.3	12.9
PB	3.6	3.1	2.6	2.2

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

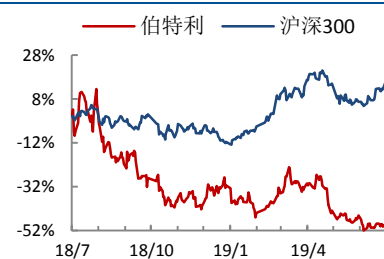
当前价格: 16.92 元

交易数据

2019-7-1

近 12 个月最高/最低 (元)	35.17/15.93
总股本 (百万股)	408.56
流通股本 (百万股)	173.33
流通股比例 (%)	42%
总市值 (亿元)	69.13
流通市值 (亿元)	29.33

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 强超廷

执业证号: S0100519020001

电话: 021-60876718

邮箱: qiangchaoting@mszq.com

研究助理: 陈逸同

执业证号: S0100118060035

电话: 010-60876716

邮箱: chenytong@mszq.com

相关研究

目录

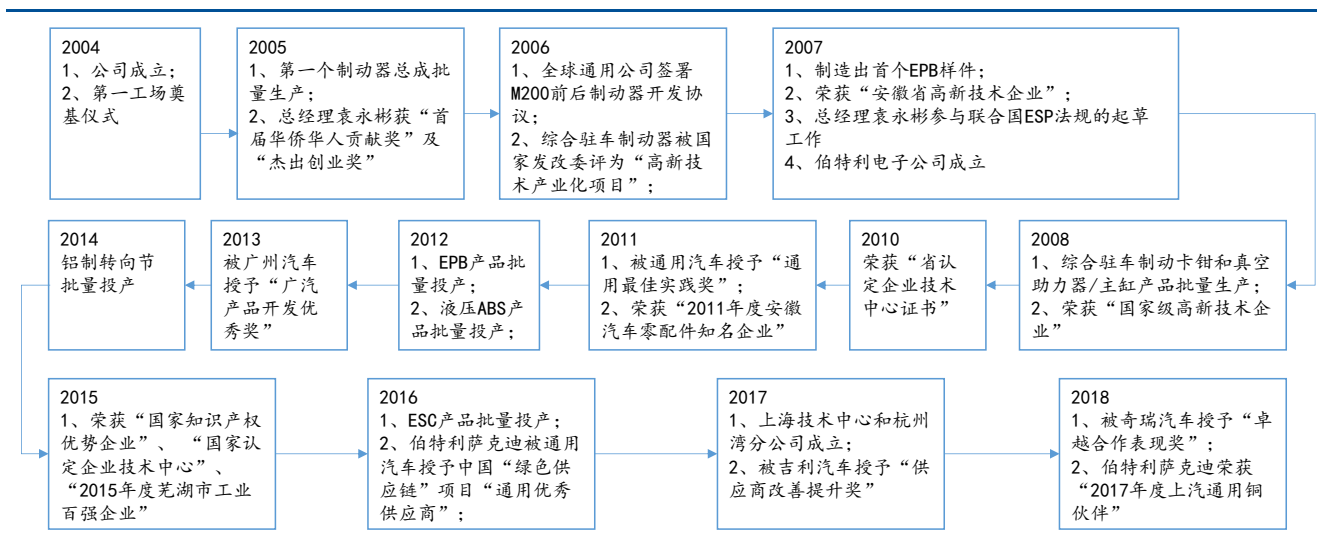
一、专家治企，近 5 年实现高速增长.....	3
(一) 专家治企、全国化布局.....	3
(二) 14 年起外部客户放量，收入、利润持续高增.....	4
(三) 产品结构优化、费用端规模效应逐步显现，公司净利率有望温和上行.....	6
(四) 同业公司对比：资产周转率显著领先，费用管控优秀.....	7
二、ADAS 赛道：执行层第一梯队厂商，扎实推进系统级供应能力构建.....	8
(一) 聚焦当前制动产品线：公司制动系统产品开发路径清晰，步步为营.....	8
1、底盘业务线逻辑清晰，迅速跻身国内一线.....	8
2、正向开发带来技术路线选择+成本可控优势，竞争优势显著.....	10
3、静态市场空间：至 2025 年公司覆盖品类国内/全球市场空间将达约 900 亿/2900 亿，7 年 CAGR 分别为 8%/3%.11	11
(二) 展望自动驾驶：公司已量产执行层核心部件 ESC，智能驾驶布局进度国内领先.....	12
1、ESC：ADAS 执行层电控中枢，公司正逐步突破自主品牌客户.....	12
2、进军系统级产品：线控制动产品研发完成，公司系统级供应能力雏形已现.....	14
三、轻量化赛道：铝制零部件渗透仍在路上，公司具备全球化供应能力.....	15
(一) 行业：底盘轻量化需求迫切，铸铝件大势所趋.....	15
1、轻量化大势所趋，铝制件仍具有显著优势.....	16
2、铝制底盘件静态市场空间测算：至 2025 年国内/国际市场将达约 150/630 亿，7 年 CAGR 分别达 14%/9%.....	17
(二) 公司：国内铸铝转向节头部企业，全球化业务扩张进行中.....	18
四、项目、产能储备充分，公司成长可持续.....	21
(一) 募投产能即将释放，电控产品产能翻倍.....	21
(二) 项目储备充分，2019 年有望成为项目量产大年.....	21
五、盈利预测与风险提示.....	22
(一) 核心假设与收入拆解.....	22
(二) 估值分析和投资建议.....	23
(三) 风险提示.....	23

一、专家治企，近 5 年实现高速增长

(一) 专家治企、全国化布局

公司成立至今已历程 15 年。芜湖伯特利汽车安全系统股份有限公司始建于 2004 年 6 月，是一家专业从事汽车安全系统相关产品研发、制造与销售的企业，是国内具备整车制动系统开发能力的国家级高新技术企业。2010 年公司被评为最具竞争力中国汽车零部件百强企业，2017 年位列安徽省民营企业营收百强 83 位、位列芜湖市工业百强 41 位。

图 1：伯特利的发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

董事长技术背景深厚，业务已完成全国化布局。1) 董事长技术背景深厚：伯特利董事长袁永彬在美国获得工程学博士学位，毕业后深耕汽车底盘领域，1998 年至 2004 年在天合汽车集团北美技术中心任高级经理、亚太区基础制动总工程师(2000 年被评为天合汽车院士)；2) 公司当前已形成了 9 大生产基地+4 大销售处的业务布局，基本覆盖了中国主要汽车生产地，形成了对主要客户的快速响应能力。

图 2：董事长具有近 30 年的底盘业从业经验

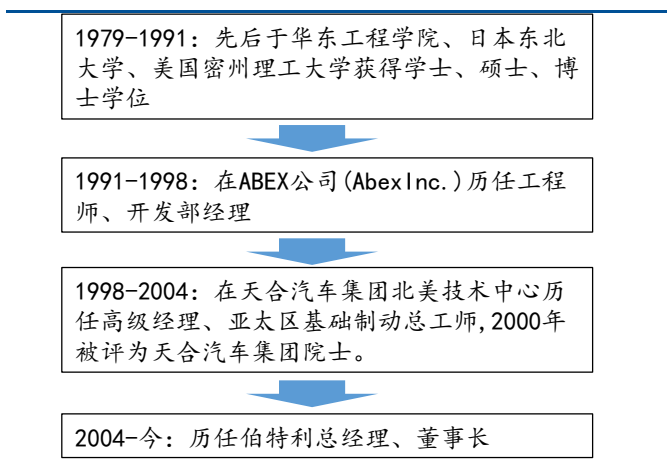
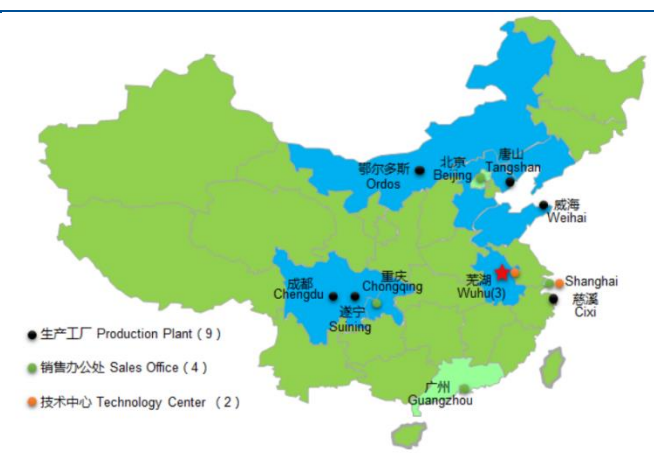


图 3：公司拥有 9 大生产基地+4 大销售处+2 大技术中心

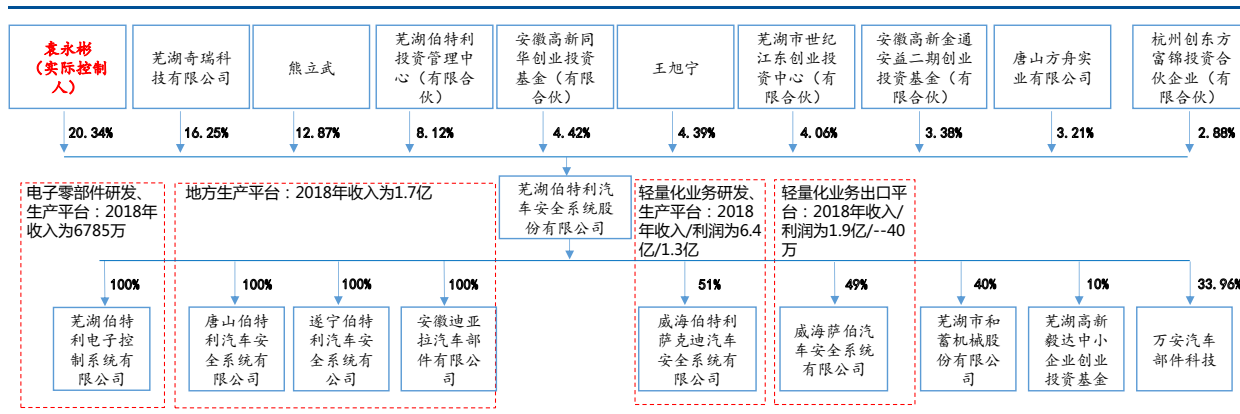


资料来源：公司官网，民生证券研究院

资料来源：公司官网，民生证券研究院

董事长为实控人，子公司业务分工清晰。1) 董事长袁永彬为公司实控人(持股 20.34%)，第三股东熊立武为袁永彬协议约定保持表决权一致(合计持股 33.21%)，公司决策效率有保障。当前公司 CR5 为 62%，股权集中度一般；2) 公司当前子公司业务分工明确：母公司主要负责传统制动产品及 EPB 的生产，伯特利电子负责电控系统(主要为液压 ABS，ESC)的生产，威海伯特利&威海萨伯聚焦轻量化业务。

图 4：伯特利股权结构



资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 14 年起外部客户放量，收入、利润持续高增

公司围绕底盘领域核心 Know-How 打造产品矩阵。公司当前产品主要有盘式制动器、轻量化零部件、真空助力器、电控制动产品四大类，严格围绕公司董事长及公司历史经验积累所在的底盘领域布局。

图 5：公司拥有完备的底盘零部件产品



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

2014 年起公司外部客户开始放量。伯特利有限成立于 2004 年，2004-2011 年间公司的主要客户为奇瑞汽车，2011 年之后开启全面市场扩张，随着 2014 年长安、北汽及上汽通用项目

陆续量产，公司进入高速发展期。结合公司股份变化情况来看，2011 年现公司董事长袁永彬出资收购公司 25% 股份。可以看到，在袁永彬成为公司实控人后，公司客户拓展进展迅速，业绩步入发展快车道。

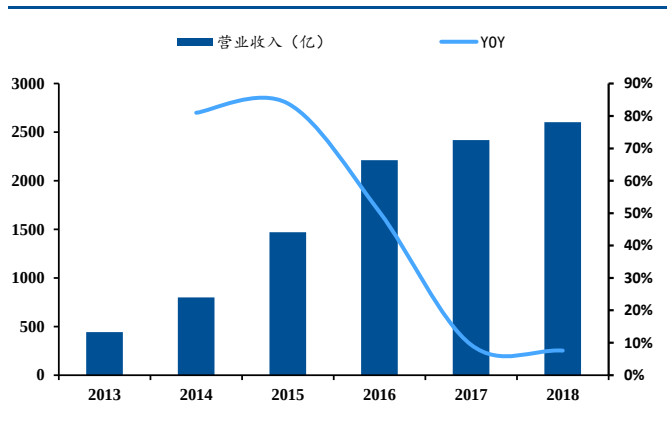
图 6：从公司主要客户的批量供货时间来看：公司分为内供奇瑞和全面发展两大阶段



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

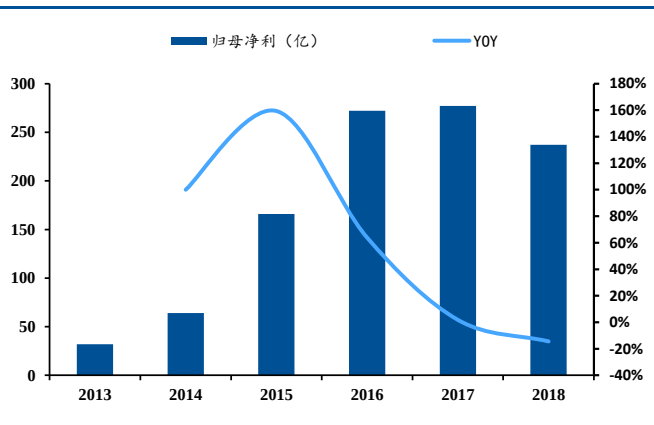
公司近年营收、利润保持复合高增长。随着公司外部客户的顺利拓展，2014-2017 年公司营收和利润均迅速放量，2018 年行业整体承压，公司在行业大环境弱势环境下营收/归母净利同比增 7.6%/降 14.3%（2018 年公司确认坏账及存货跌价准备同比增 0.83 亿，加回后归母净利同比增 11.5%）。总体来看，公司过去 5 年发展仍然迅速，2014-2018 年公司营收 CAGR 达 42.6%，归母净利的 CAGR 达 49.3%。

图 7：2014-2018 年公司营收 CAGR:42.6%



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

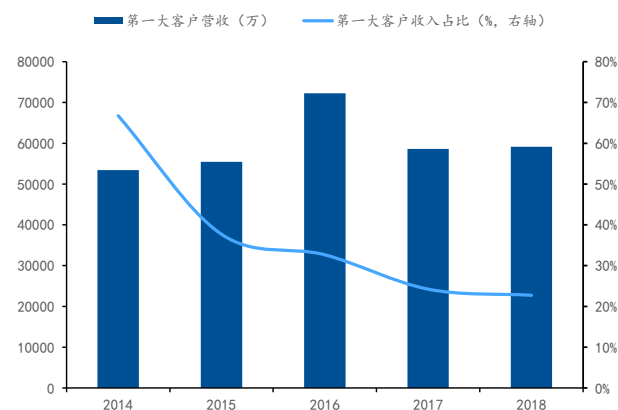
图 8：2014-2018 年公司归母净利 CAGR:49.3%



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

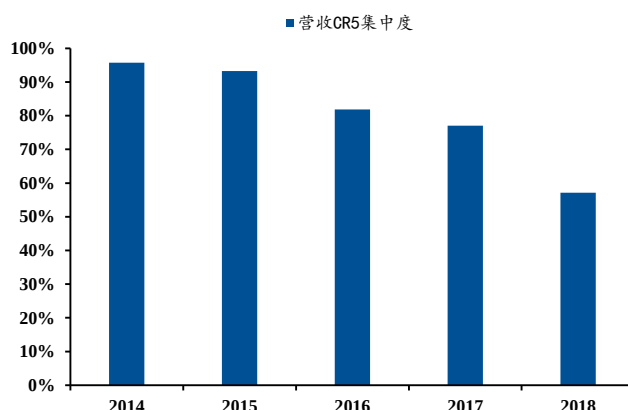
客户集中度逐步走低。近 5 年公司客户集中程度显著走低，2014 年至 2018 年公司第一大客户收入占比由 66.8% 下降至 22.7%，营收 CR5 由 95.7% 下行至 57.1%。

图 9：公司第一大客户营收占比逐步走低



资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：公司营收 CR5 逐步走低

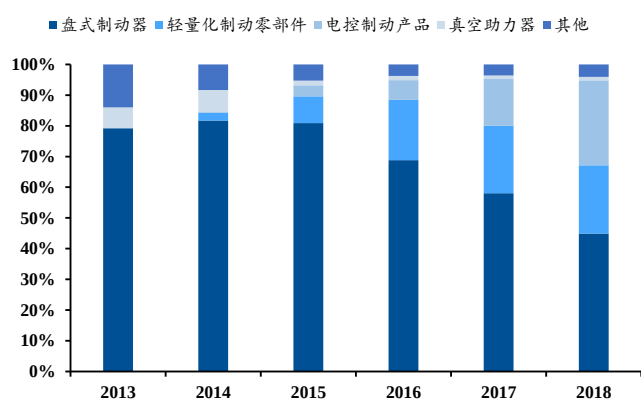


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）产品结构优化、费用端规模效应逐步显现，公司净利率有望温和上行

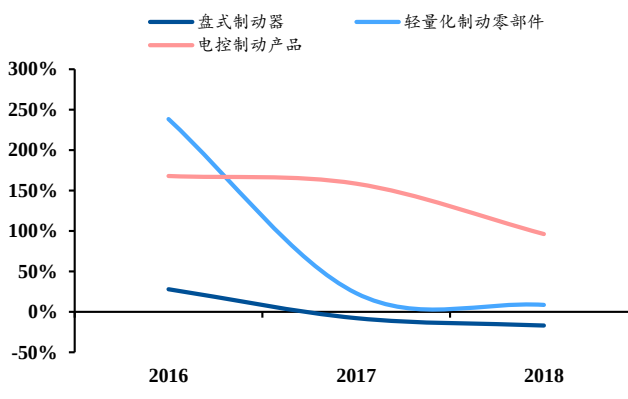
电控制动产品+轻量化推动公司营收、毛利率同步上升。1) 电控+轻量化驱动营收上升：从 2014-2018 年公司营收分部占比看，轻量化零部件+电控制动产品的营收占比逐步走高（2018 年电控+轻量化营收占比达 49.9%）。2) 电控+轻量化驱动毛利率上升：轻量化制动零部件、电控产品毛利率显著高于盘式制动器、真空助力器等产品，随着高毛利产品在营收占比中的提升，公司毛利率仍有提升空间。

图 11：轻量化+电控产品逐步成为公司的营收主体



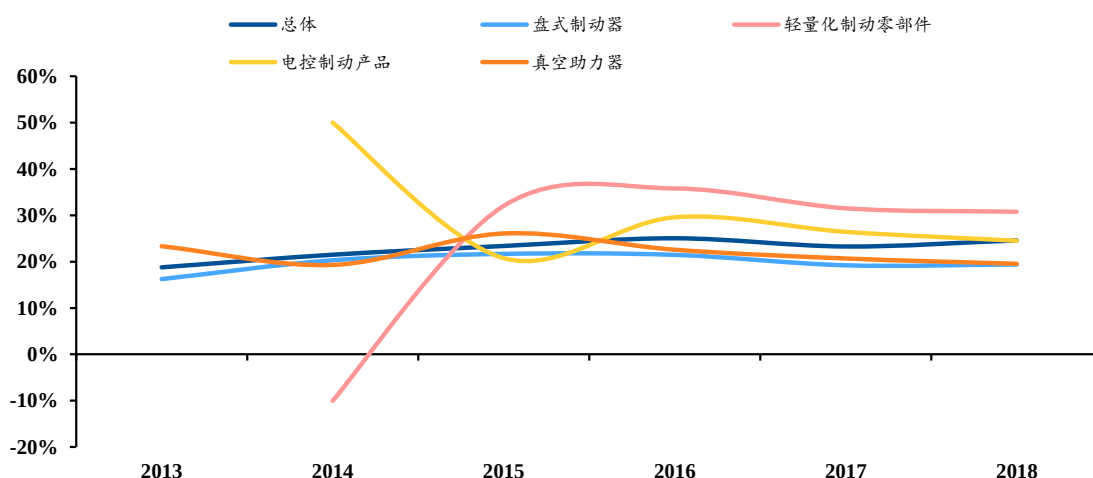
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：2018 年在基数效应及行业影响下，公司三大业务板块增速均有下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

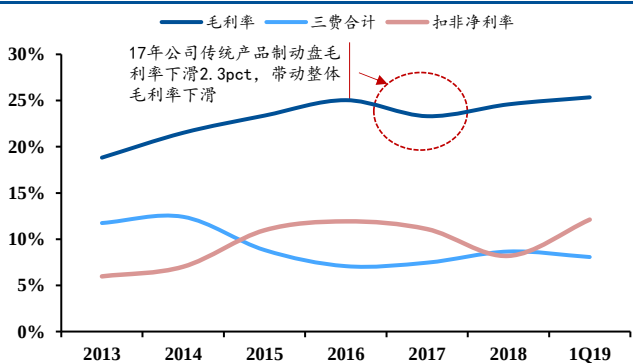
图 13: 得益于产品结构改善, 2018 年公司毛利率同比增 1.3 个百分点



资料来源: Wind, 民生证券研究院

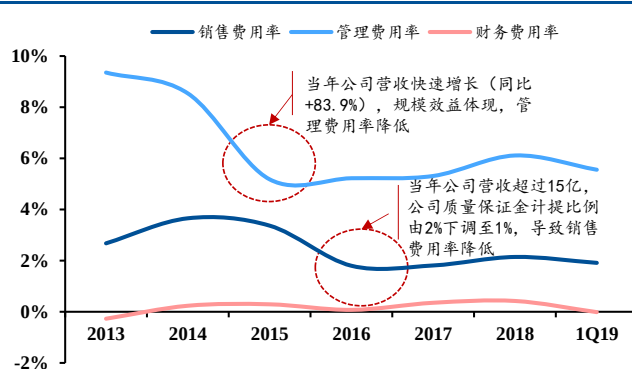
2013 年以来公司毛利率整体处于上升通道中, 扣非净利率上行趋稳。1) 毛利率整体仍处于上行趋势中: 2016 年公司毛利率受轻量化业务和电控制动产品推升, 2017 年公司制动盘产品毛利率出现下滑导致公司整体毛利率下滑。总体上, 随着公司高毛利率产品的占比的提升, 公司毛利率仍处于上行通道, 后续有望持续走高。2) 费用率下行趋稳: 公司管理费用率/销售费用率分别在 2015/2016 年下行 1.6/3.4 个百分点, 带动公司三费比率持续两年大幅下行, 当前公司三费合计比例趋稳, 随着研发费用和销售投入的增加温和走高。综合来看, 2013 年以来公司的扣非净利整体呈现上行趋稳态势, 未来随着公司产品结构改善和费用端规模效应带来改善, 扣非净利率有望稳中有升。

图 14: 2013 年以来公司毛利率总体处于上行通道之中



资料来源: Wind, 公司招股书, 民生证券研究院

图 15: 公司三费比率在销售费率和管理费率影响下走低



资料来源: Wind, 公司招股书, 民生证券研究院

(四) 同行业公司对比: 资产周转率显著领先, 费用管控优秀

公司业务涵盖底盘制动、轻量化（铸铝件）两大领域, 我们构建了由四家底盘零部件公司和四家铸铝件公司组成的可比公司集（含公司在内共 9 家公司），将公司各个会计年度的相关指标在可比公司中的排名列示如表 1。

2015 年开始公司盈利能力在可比公司中持续处于高位。2013-2015 年公司的 ROE 在竞品组内由第 4 名走高至第 1 名，我们认为主因为公司外部客户量产放量带来的总资产周转率攀升。2015-1Q19，公司 ROE 持续位于可比公司的高位，在此期间公司净利率排名逐步走高，资产周转率持续位于高位。

高周转率、低费用率是公司高 ROE 的保障。1)资产周转率高：公司最强的优势为持续处于高位的资产周转率，其中固定资产周转率持续位于可比公司首位，至 1Q19 公司在建工程仅 5824 万，为固定资产的 9.0%，我们预计公司固定资产周转率仍将处于高位；2) 费用率低：公司的三费比率位于可比公司中最低位，显示公司运营高效。

表 1：公司的部分核心指标在可比公司中的排名情况（排名越小代表数值越大）

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	1Q19
杜邦分析	ROE (扣非)	4	3	1	2	1	2	1
	净利润率 (扣非)	5	5	5	4	4	4	3
	权益乘数	4	1	2	1	1	4	6
	总资产周转率	8	2	1	1	2	2	2
盈利能力 细项拆分	毛利率	8	8	5	5	7	6	5
	管理费用率	2	4	9	9	9	9	9
	销售费用率	8	5	7	8	8	8	8
	财务费用率	8	7	6	6	8	6	9
	固定资产周转率	1	1	1	1	1	1	1

资料来源：wind，民生证券研究院；竞品公司集：底盘领域包括万向钱潮、亚太股份、万安科技、拓普集团，轻量化领域包括文灿股份、爱柯迪、旭升股份、广东鸿图

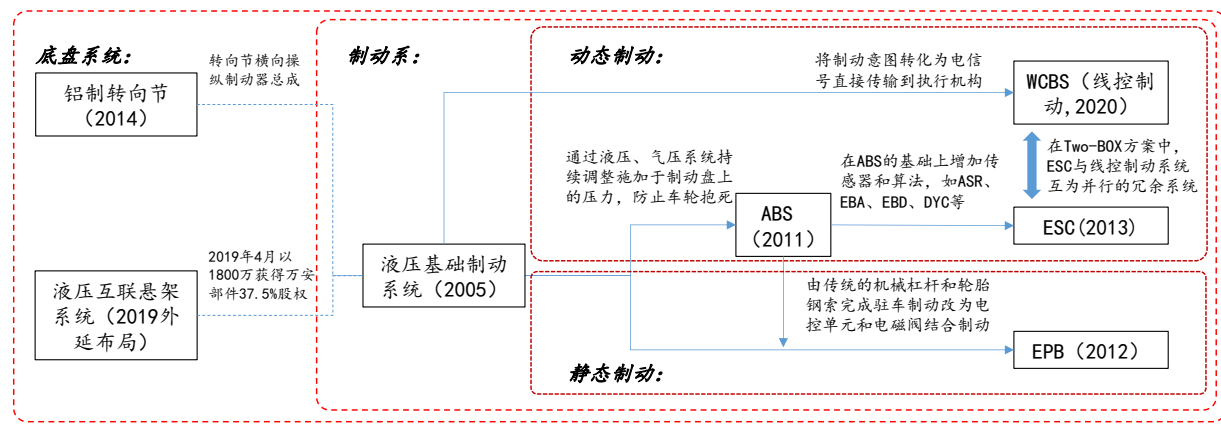
二、ADAS 赛道：执行层第一梯队厂商，扎实推进系统级供应能力构建

（一）聚焦当前制动产品线：公司制动系统产品开发路径清晰，步步为营

1、底盘业务线逻辑清晰，迅速跻身国内一线

公司制动系统产品开发路线清晰。公司的主要 Know-How 领域为纵向制动领域，现有产品的开发路径为盘式制动器→ABS→EPB→ESC→WCBS（线控制动产品），公司的产品拓展路线清晰，力求逐步实现制动领域系统级供应能力。

图 16：公司制动产品线逻辑图



资料来源：民生证券研究院整理

当前我国底盘制动系市场仍呈现外资（合资）、本土二元割裂现状。1）份额上，当前我国底盘零部件市场仍由外资（合资）主导，我们预计本土厂商在制动器/ABS/EPB 等领域市场份额分别约达到 25%/10%/15%，在 ESC、线控制动等领域市占率较低；2）配套厂商上，除了制动器外，本土供应商在机电类产品中鲜有配套合资、外资厂商。

表 2：我国底盘零部件市场仍由外资（合资）主导

	制动器	ABS	EPB	ESC	线控制动
外资(合资)	~75%	~90%	~85%	~95%	~100%
本土企业	~25%	~10%	~15%		

资料来源：民生证券研究院整理

公司是本土制动系统后起之秀，传统产品位列第一梯队：当前国内制动系统领域集中度不高，存在多家具有竞争力的企业。从当前排名靠前的厂商看，企业的运营年份差异较大，伯特利在主要竞争对手中虽成立时间相对较晚，但迅速实现了产品线的广泛覆盖。

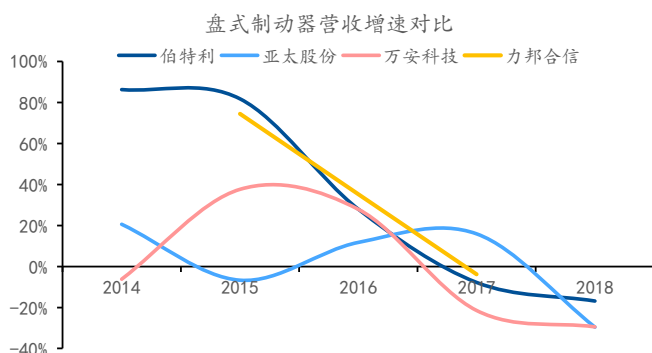
表 3：本土制动系统同业厂商对比

厂商	制动器	ABS	EPB	ESC	线控制动产品
亚太股份	√	√	√	√*	√*
万安科技	√	√	√*		√*
万向钱潮	√	√	√*	√	√*
力邦合信		√	√		
武汉元丰	√	√	√	√*	
上海拿森					√*
伯特利	√	√	√	√	√*

资料来源：各公司官网，民生证券研究院；注：带*产品开发阶段，未实现批量供货

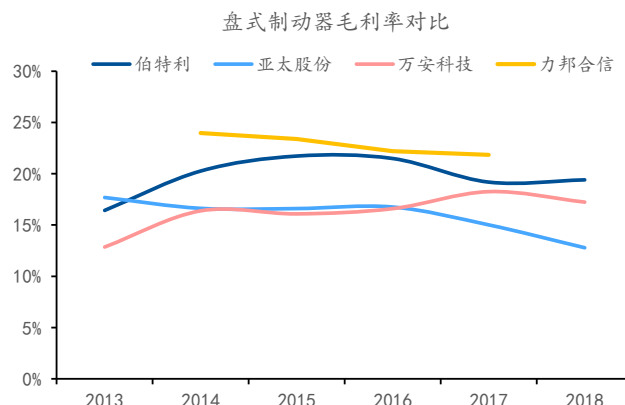
2018 年制动器销量跌幅小于同业，EPB 持续放量。2018 年中国乘用车市经历了历史上首次同比销量下滑，公司表现显著优于可比公司：1）公司制动器的营收跌幅小于同业公司；2）公司 EPB 销量保持高速增长（预计销量增速达 120%+）。

图 17：2018 年公司制动盘营收跌幅小于同业公司



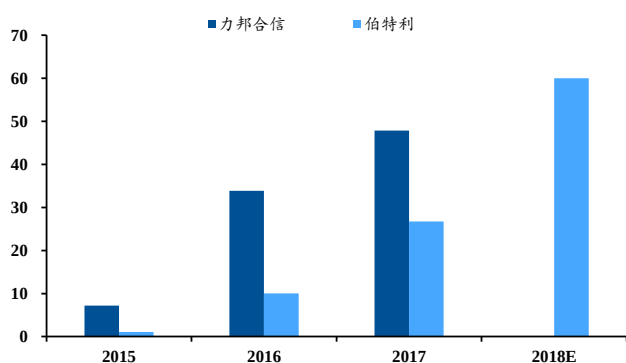
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 18：伯特利制动器毛利率在可比公司中处于中高位



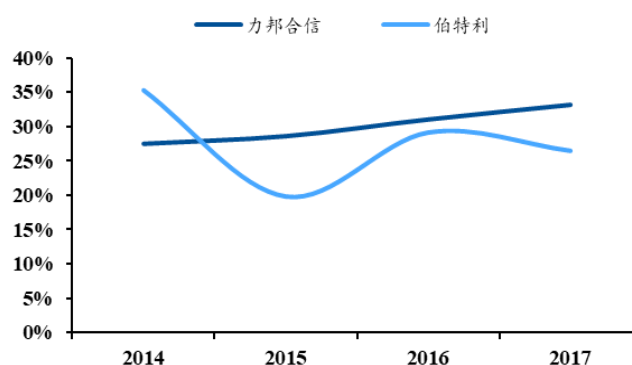
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 19：伯特利的 EPB 销量持续高增（万套）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：由于配套车型结构及供货形式变化较大，伯特利 EPB 毛利率有所波动

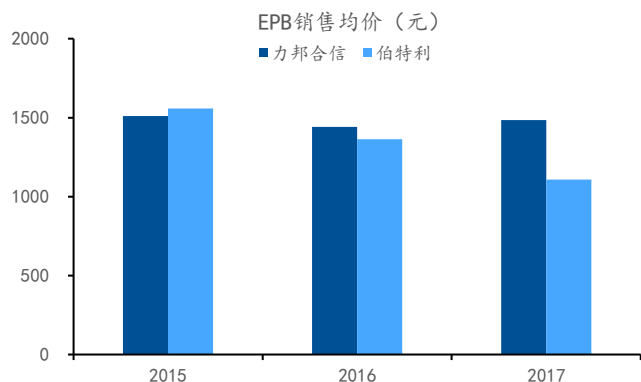


资料来源：Wind，民生证券研究院

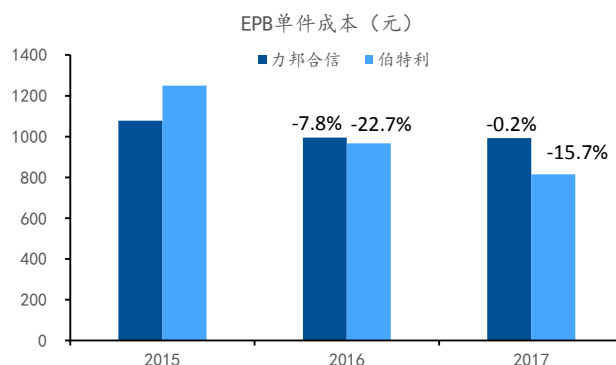
2、正向开发带来技术路线选择+成本可控优势，竞争优势显著

正向研发带来“技术路径优势+成本优势”。1) 公司在满足客户要求的前提下能够选择最具经济性的方案；2) 由于公司具备一定纵向整合能力（如具备压铸产能及电子器件贴装能力），公司能够更充分享受规模经济优势。

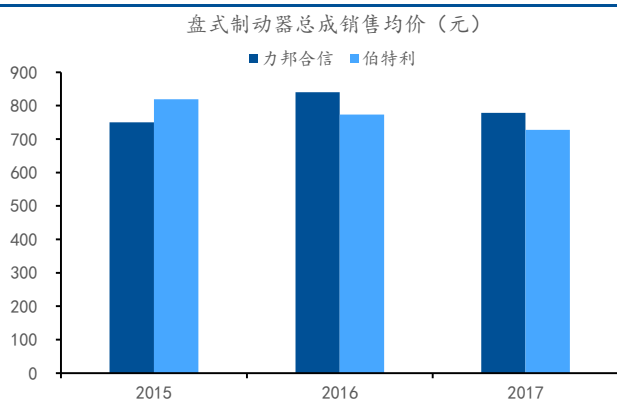
“降价走量+降本保利”的良好平衡。2015-2017 年间，虽然公司产品售价下行，但得益于规模效应，公司单件成本均下行，公司能够在降价走量+降本保利中取得良好的平衡。

图 21：2015-2017 年公司 EPB 单位售价逐步降低


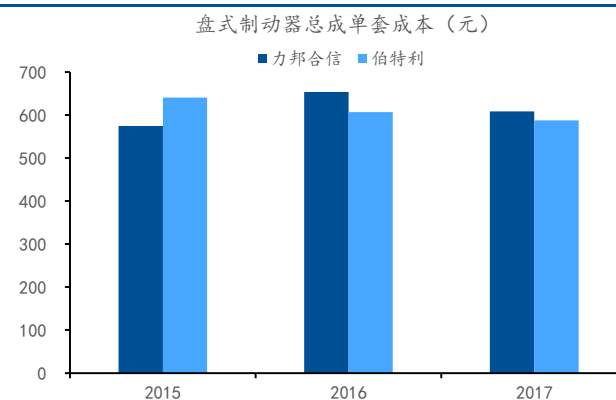
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图 22：2015-2017 年公司 EPB 单件成本显著降低


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图 23：2015-2017 年公司盘式制动器单位售价逐步降低


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图 24：2015-2017 年公司盘式制动器单位成本逐步降低


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3、静态市场空间：至 2025 年公司覆盖品类国内/全球市场空间将达约 900 亿/2900 亿，7 年 CAGR 分别为 8%/3%

基于当前产品品类测算，国内制动系统产品至 2025 年空间将达 900 亿，2018-2015 年 CAGR 约为 8%：从我们的测算结果看，我国当前底盘制动系统市场空间接近 550 亿元，至 2025 年将成长至约 900 亿元，复合增速约 8%。其中 EPB\ESC\线控制动领域复合增速分别为 16%\21%\50%，是行业成长的核心驱动力。我们认为公司在新兴领域布局领先，在传统领域优势显著，公司有望持续保持超行业增速。

表 4：底盘制动系统零部件市场空间测算

		2018E	2025E	CAGR
	中国乘用车销量 (万)	2309	3200	5%
	全球轻型车销量 (万)	9479	10000	1%
盘式制动器	单价 (套)	700	700	
	中国前轮装备率	100%	100%	
	中国后轮装备率	70%	10%	
	全球前轮装备率	100%	100%	
	全球后轮装备率	70%	20%	
	中国市场空间 (亿)	275	246	-2%
	全球市场空间 (亿)	1128	840	-4%
EPB	单价 (套)	1300	1000	
	中国装备率	30%	90%	
	全球装备率	30%	80%	
	中国市场空间 (亿)	90	288	18%
	全球市场空间 (亿)	370	800	12%
ABS	单价 (套)	650	600	
	中国装备率	70%	20%	
	全球装备率	50%	20%	
	中国市场空间 (亿)	105	38	-13%
	全球市场空间 (亿)	308	120	-13%
ESC	单价 (套)	1000	1000	
	中国装备率	30%	80%	
	全球装备率	50%	80%	
	中国市场空间 (亿)	69	256	21%
	全球市场空间 (亿)	474	800	8%
线控制动	单价 (套)	1200	1000	
	中国装备率	2%	30%	
	全球装备率	2%	30%	
	中国市场空间 (亿)	6	96	50%
	全球市场空间 (亿)	23	300	45%
	中国市场总量 (亿)	545	925	8%
	全球市场空间 (亿)	2302	2860	3%

资料来源：民生证券研究院整理

(二) 展望自动驾驶：公司已量产执行层核心部件 ESC，智能驾驶布局进度国内领先

1、ESC：ADAS 执行层电控中枢，公司正逐步突破自主品牌客户

发达国家部分驾驶辅助功能已成为车型标配，中国受客观条件制约落后。随着各国法规的完善，ESC、AEB 逐步成为标配。当前我国并未强制要求配置 ESC 功能，我们认为主要原因有 2：1) 当前国内并未形成规模化的 ESC 量产能力，强制安装会将需求导向海外厂商；2) 强制安装 ESC 不利于自主品牌进行低成本竞争。

表 5：国际汽车安全系统强制安装推进进展

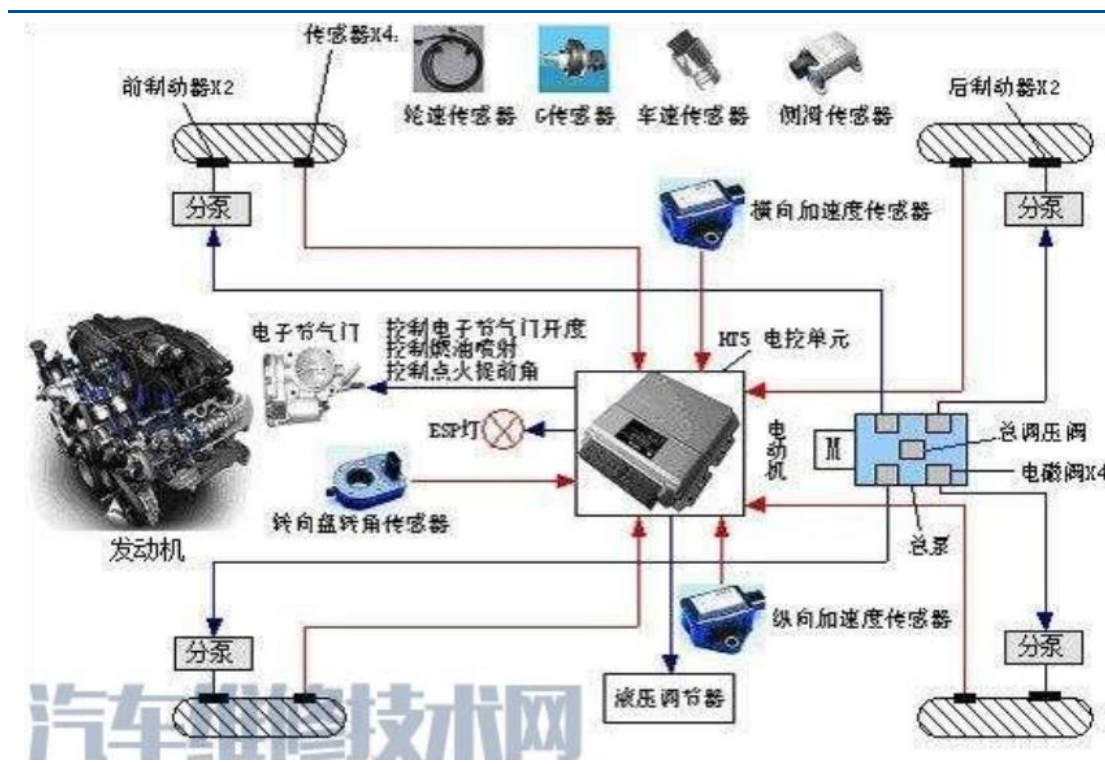
车身稳定系统 (ESC)	预计强制安装 AEB 时间
--------------	---------------

美国	2012	2022
欧盟	2009.3	2020
澳大利亚	2011.11	-
日本	-	2020
中国	2018 (9 大自主车企, 12 大品牌宣布全系配备)	-

资料来源：民生证券研究院整理

ESC (车身稳定控制系统) 是当前整车动态控制的中枢。ESP 是基于 ABS 发展而来的综合性车身稳定控制系统，在 ABS 的基础上增加传感器和算法，如 ASR、EBA、EBD、DYC 等，就构成了 ESC。该系统由传感器、电子控制单元 (ECU) 和执行器三大部分组成，通过电子控制单元监控汽车运行状态，对车辆的发动机及制动系统进行干预控制。典型的汽车电子稳定控制系统在传感器上主要包括 4 个轮速传感器、方向盘转角传感器、侧向加速度传感器、横摆角速度传感器、制动主缸压力传感器等，执行部分则包括传统制动系统(真空助力器、管路和制动器)、液压调节器等，电子控制单元与发动机管理系统联动，可对发动机动力输出进行干预和调整。

图 25: ESC (ESP) 模块的功能图



资料来源：汽车维修技术，民生证券研究院

ESC 是实现 ACC、AEB 等 L2 ADAS 功能的基石。当前本土厂商领先者为京西重工(2009 年收购德尔福底盘)，从其产品线来看当前其基于 ESC 已能够实现包括 ACC、AEB 在内的一系列的 ADAS 功能（主要为 L1 级自动驾驶），伯特利亦已经就 ACC、AEB 功能的算法进行发明专利申请。

表 6: ESC 是实现一系列 ADAS 功能的基础

功能	传感器	执行器	算法
ACC/AEB/LK A	77GHz 雷达、摄像头	ESC、IBS、EPB、EPS、EMC	ACC/AEB
CACC/LKA	77GHz 雷达、24GHz 雷达、摄像头	ESC、IBS、EPB、EPS、EMC	ACC/AEB、LKA/LCA/AP
智能电驱动底盘平台	-	轮毂电机、IBS、轻量化底盘技术	集成了 ESC、EPB、轮毂电机中央控制器、分布式驱动算法、全地形差速算法

资料来源：民生证券研究院整理

我国本土企业正逐步形成 ESC 配套能力。从近期的车型公告信息看，国内供应商中伯特利、京西重工和万向精工实现 ESC 的批量供货。ESC 系统涉及到车辆的安全性能，整车厂选择供应通常非常谨慎，优先选择博世、大陆、电装是风险最小化的决策选择。但近年部分自主车企开始选择国内供应商伯特利、万向精工、京西重工作为 ESC 供应商，本土企业正逐步实现从无到有的突破。

表 7：本土供应商近半年乘用车公告 ESC/ABS 配套情况

	ESC (ESC 系统一般覆盖 ABS 功能)	ABS
江淮	博世、伯特利	武汉元丰、亚太机电、京西重工
君马	博世、京西重工	-
力帆	博世、万向精工	-
野马	博世、万向精工	博世、京西重工
华泰	京西重工	-

资料来源：民生证券研究院整理

公司是国内实现 ESC 批量配置乘用车的少数企业之一。2018 年公司已实现 3 个车型的 ESC 配套，2019 年公司配套车型数量将实现翻倍以上增长。从 315、317、318 批新车公告看，伯特利将为江淮至少五款车型匹配 ESC 系统。

表 8：伯特利 ESC 产品于 315、317、318 批新车公告中匹配的车型

公告批次	江淮	型号
318	江淮牌 HFC7002MEV2 型纯电动轿车	BTLESC2.0
317	江淮牌 HFC7000BEV10 型纯电动轿车	BTLESC2.0
315	江淮牌 HFC7002MEV1 型纯电动轿车	BTL ESC2.0
315	江淮牌 HFC7002MEV 型纯电动轿车	BTL ESC2.0
315	江淮牌 HFC7001CEV 型纯电动轿车	BTL ESC2.0

资料来源：民生证券研究院整理

2、进军系统级产品：线控制动产品研发完成，公司系统级供应能力雏形已现

内外并举，打造系统级供应能力：1) 内生：公司 ESC 产品于 19 年有望实现 10 个车型搭载，并将于 19/20 年推出迭代版本，公司线控制动产品 (WCBS) 经历 2 年装车试验，预计将于 2020 年实现量产能力，公司 WCBS 为 one-box 方案，将基于公司的 ESC 量产能力成为本土最领先的方案；2) 外延：12M18/4M19 公司分别以 3000 万参股产业基金/1800 万投资万安部件 (液压互联悬架系统)，公司正进行小幅外延并购以加速系统级供应能力落地。

表 9: 公司电控产品迭代规划

	2019.06	2020.03	2020.12	2021.06
产品型号	ESC610	WCBS	ESC620	R-WCBS
功能诉求	• 新附加功能 • 成本优化	• 新能源 • C-NCAP • 紧凑	• C-NCAP • 功能优化 • 成本优化	• 支持自动驾驶 (WCBS+FBUS)

资料来源: 伯特利车展展示文件, 民生证券研究院

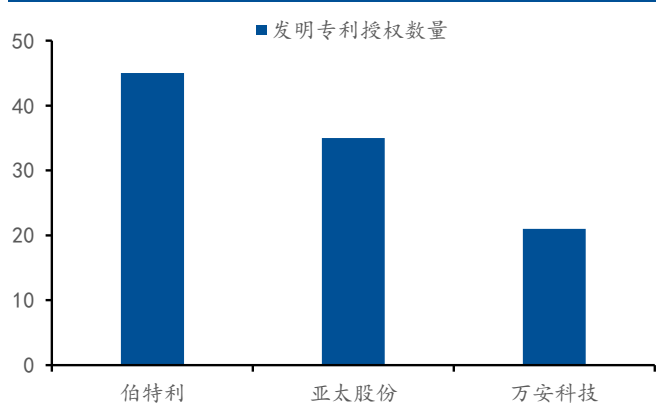
表 10: 博世的 ESP 系统为其自动驾驶执行层底层技术

	2018	2020	>2020
自动驾驶级别	L2	L2.5	L3
感知	4 代雷达×1; 2 代单目摄像头×1	5 代雷达×5; 3 代单目摄像头×1	双目摄像头, 超声波传感器, 环视摄像头, 驾驶员监控摄像头
决策	雷达或者摄像头	域控制器 (DASy 基础版)	域控制器 (DASy 基础版)
执行	ESP (不冗余); EPS (不冗余)	ESP (不冗余); EPS (不冗余)	ESP (不冗余)+iBooster (冗余); EPS (不冗余)

资料来源: 博世, 民生证券研究院

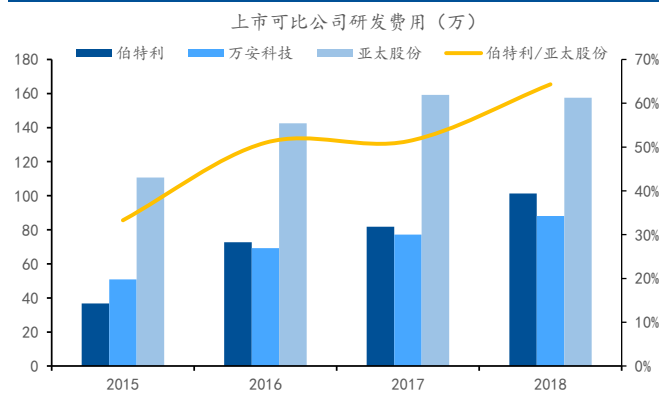
技术积累深厚, 研发投入看齐业内老牌企业。1) 从研发成果看, 从佰腾网可得的所有数据来看, 伯特利公司自成立以来累计获得发明专利授权达 45 个, 高于可比上市公司; 2) 从公司的研发费用投入看, 2015-2018 年公司的研发投入持续低于同业公司亚太股份, 但从公司/亚太股份比例来看, 2015-2018 年逐步走高, 公司的研发投入力度正逐步向业内老牌公司看齐。总体来看, 公司研发投入强度正逐步走高, 研发效率高 (表现为较少的研发费用产出较多的专利)。

图 26: 公司在可比上市公司中发明专利授权数量领先



资料来源: 佰腾专利网, 民生证券研究院

图 27: 伯特利的研发投入金额逐步接近龙头企业亚太股份



资料来源: Wind, 民生证券研究院

三、轻量化赛道: 铝制零部件渗透仍在路上, 公司具备全球化供应能力

(一) 行业: 底盘轻量化需求迫切, 铸铝件大势所趋

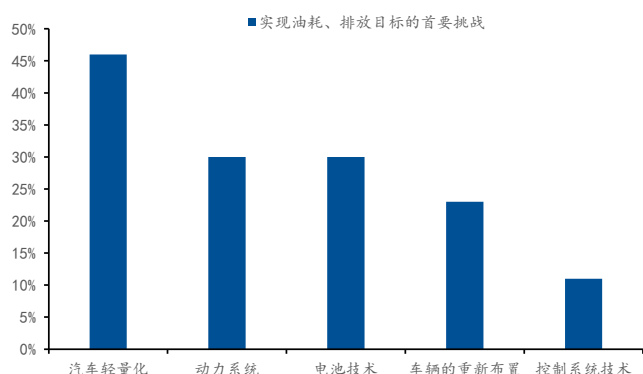
1、轻量化大势所趋，铝制件仍具有显著优势

轻量化与智能化、新能源化并列为当前汽车三大趋势。根据世界铝业协会报告：整车每减重 10%，可降低油耗 10%-15%。在全球油耗法规趋严+BEV 续航能力受制于重量的现状下，轻量化减重被视为与汽车智能化、新能源化并列的三大趋势。

轻量化目标的实现需要：正确的尺寸+正确的拓扑结构+正确的材料+正确的设计细节。
要实现四大方面的突破需要整车厂和供应商的高度配合。

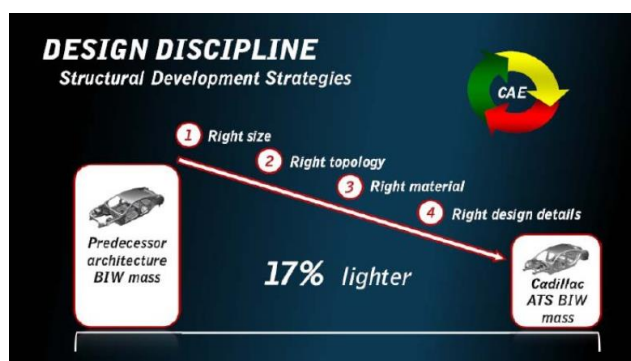
图 28：46%的专家认为轻量化是实现油耗、排放目标的首要挑战

首要挑战



资料来源：中国汽车工程学会，民生证券研究院

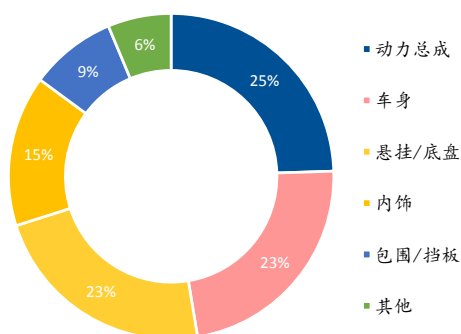
图 29：选择材料是实现轻量化的关键一环



资料来源：中国汽车工程学会，民生证券研究院

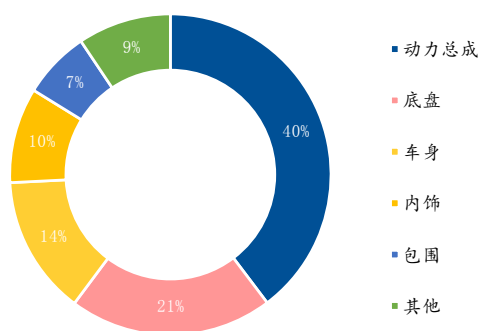
底盘轻量化需求强，铝制件为首选。当前悬挂/底盘结构在内燃机/电动车中的重量占比可达 23%/21%，是轻量化的重点领域。当前高强度钢主要应用于车身等部位进行减重，底盘领域转向节、副车架、控制臂等部件主要采用铝制件进行减重，从实际应用效果看，铝制底盘件普遍能够实现 40%以上减重，能够很好实现减重目标。

图 30：典型内燃机车的重量分布



资料来源：密歇根制造技术中心，民生证券研究院

图 31：典型电动车的重量分布



资料来源：密歇根制造技术中心，民生证券研究院

表 11：工信部对我国整车减重要求的规划

	2016-2020 年	2021-2025 年	2026-2030 年
汽车	减重 15%	减重 30%	减重 40%
高强度钢	强度在 600MPa 以上的 AHSS 钢应用达到	第三代汽车钢应用比例达到白车身重量的	2000MPa 以上的钢材有一定比例的应用

	50%	30%	
铝合金/kg	单车用铝量 190	单车用铝量 250	单车用铝量 350
镁合金/kg	单车用量 15	单车用量 25	单车用量 45
碳纤维	碳纤维有一定使用量, 成本比 2015 年降低 50%	碳纤维使用量占车重 2%, 成本比上阶段降低 50%	碳纤维使用量占车重 5%, 成本比上阶段降低 50%

资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

表 12: 各类型底盘铝制件的减重效果

	钢制件重量 (kg)	铝制件重量 (kg)	单车使用量 (套/台车)	轻量化效果	减重重量 (kg)	国内供应商
转向节	4.4	1.8	4	59.1%	10.4	伯特利、上海汇众、拓普集团、苏州安路特
前副车架	24.6	13.5	1	45.1%	11.1	上海皮尔博格、苏州安路特、万安科技、拓普集团、旭升股份
后副车架	20	11.5	1	42.5%	8.5	
控制臂	3.2	1.8	4	43.8%	5.6	拓普集团、伯特利、苏州安路特、骆氏集团、六丰金属、旭升股份

资料来源: 中铝苏州研究院, 民生证券研究院

2、铝制底盘件静态市场空间测算：至 2025 年国内/国际市场将达约 150/630 亿，7 年 CAGR 分别达 14%/9%

底盘铝零件至 2025 市场空间有望达 150 亿，2018-2025CAGR 达 14%。从上市公司调研数据及中国有色金属工业协会发布的文件看，当前我国车用铝（2016）仅为全球水平的 70%-80%。当前我国乘用车铝合金在转向节/控制臂/副车架/制动钳壳体上的平均渗透率约为 25%/15%/2%/2%，假设至 2025 年四大应用领域分别达到 42%/22%/7%/7%的水平，则届时我国底盘铝制品市场空间将达 149 亿，2018-2025 年 CAGR 达 14%。

表 13: 各类型底盘铝制件的市场空间测算

		2018E	2025E	2018-2025CAGR
中国乘用车销量 (万)		2309	3200	5%
全球轻型车销量 (万)		9479	10000	1%
转向节	单价 (元/kg)	50	50	
	重量 (kg)	2.5	2.5	
	用量 (个)	4	4	
	中国渗透率	25%	42%	
	全球渗透率	35%	51%	
	中国市场空间 (亿)	29	67	13%
	全球市场空间 (亿)	164	256	7%
前副车架	单价 (元/kg)	50	50	
	重量 (kg)	13.5	13.5	
	用量 (个)	1	1	
	中国渗透率	2%	7%	
	全球渗透率	3%	10%	
	中国市场空间 (亿)	3	15	25%
	全球市场空间 (亿)	18	68	21%
后副车架	单价 (元/kg)	50	50	
	重量 (kg)	11.5	11.5	
	用量 (个)	1	1	

	中国渗透率	2%	7%	
	全球渗透率	3%	10%	
	中国市场空间（亿）	3	13	25%
	全球市场空间（亿）	15	58	21%
控制臂(锻铝)	单价（元/kg）	100	100	
	重量（kg）	1.8	1.8	
	用量（个）	4	4	
	中国渗透率	15%	22%	
	全球渗透率	21%	30%	
	中国市场空间（亿）	25	50	10%
	全球市场空间（亿）	141	216	6%
制动钳壳体	单价（元/kg）	50	50	
	重量（kg）	1	1	
	用量（个）	4	4	
	中国渗透率	2%	7%	
	全球渗透率	3%	15%	
	中国市场空间（亿）	1	4	25%
	全球市场空间（亿）	5	30	28%
中国市场总量（亿）		60	149	14%
全球市场空间		343	627	9%

资料来源：民生证券研究院整理

(二) 公司：国内铸铝转向节头部企业，全球化业务扩张进行中

铸铝转向节产品国内产量领先，客户结构优质。公司当前轻量化产品主要包括铸铝转向节、铸铝支架、铸铝控制臂等，并应客户需求开发了铸铝制动卡钳等产品、前瞻性储备铸铝制动盘技术。公司当前铸铝转向节的产量国内领先（预计 2018 年全球市占率达 4%），客户涵盖上汽通用、通用、福特及沃尔沃等国际一线整车公司。

图 32：公司的铸铝转向节



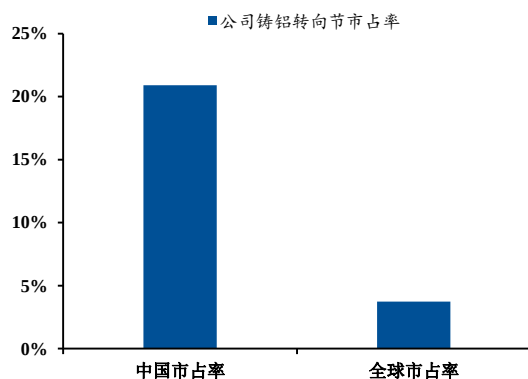
资料来源：伯特利官网，民生证券研究院

图 33：公司的铸铝下摆臂



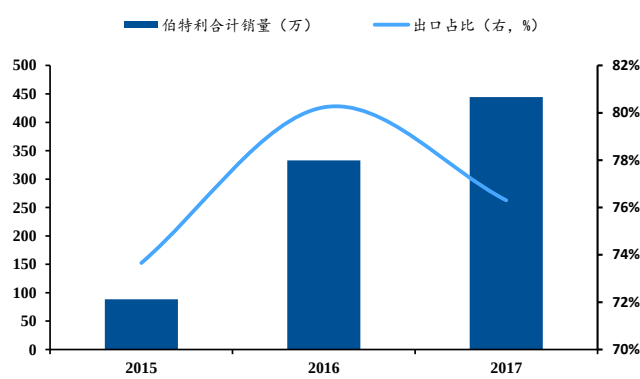
资料来源：伯特利官网，民生证券研究院

图 34: 公司铸铝转向节全球市场占有率约 4% (2018)



资料来源: 民生证券研究院整理

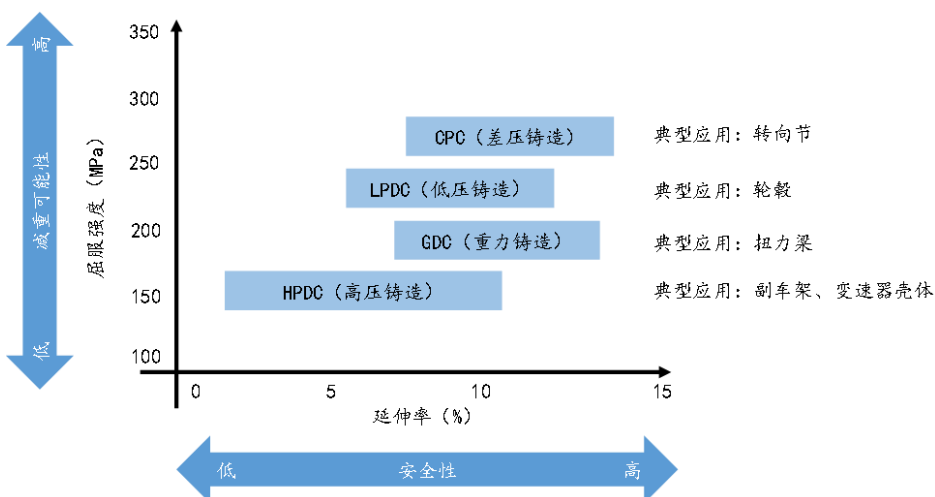
图 35: 公司当前的铸铝转向节主要通过出口外销



资料来源: 伯特利官网, 民生证券研究院

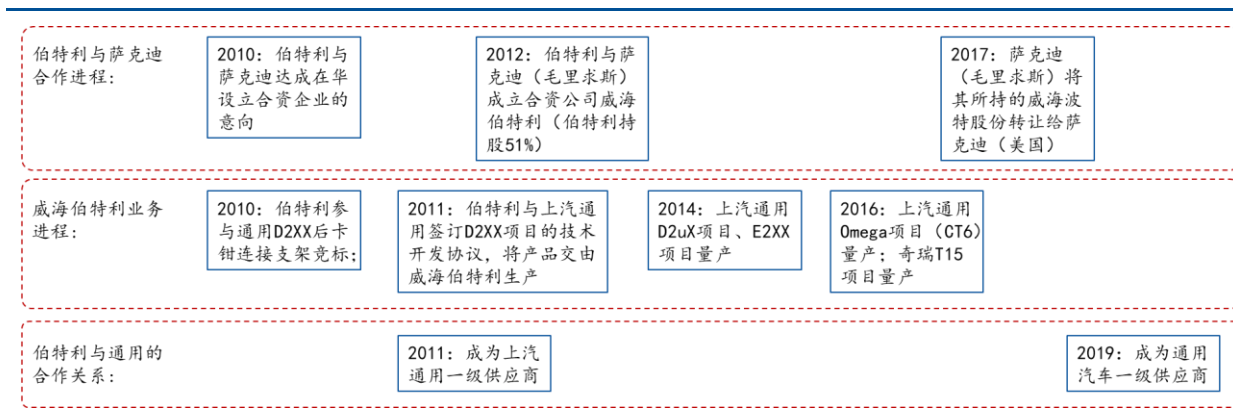
公司转向节的工艺为差压铸造, 同类产品上国内竞争对手主要为中信戴卡。公司的转向节产品采用差压铸造工艺, 主流铸造工艺中差压铸造工艺能够提供最好的减重可能性和力学安全性。根据中国机械工程学会铸造分会发布的《铸造行业“十三五”技术发展规划纲要》: 当前国内在差压铸造方面主要研制一些大型、厚壁铸件, 由于差压铸造设备昂贵, 工艺技术复杂, 生产成本低, 差压铸造技术在我国还没有得到大范围的推广应用。当前公司在国内的主要竞争对手为中信戴卡。

图 36: 差压铸造工艺能够提供铸造工艺中最佳的减重潜力和安全性能

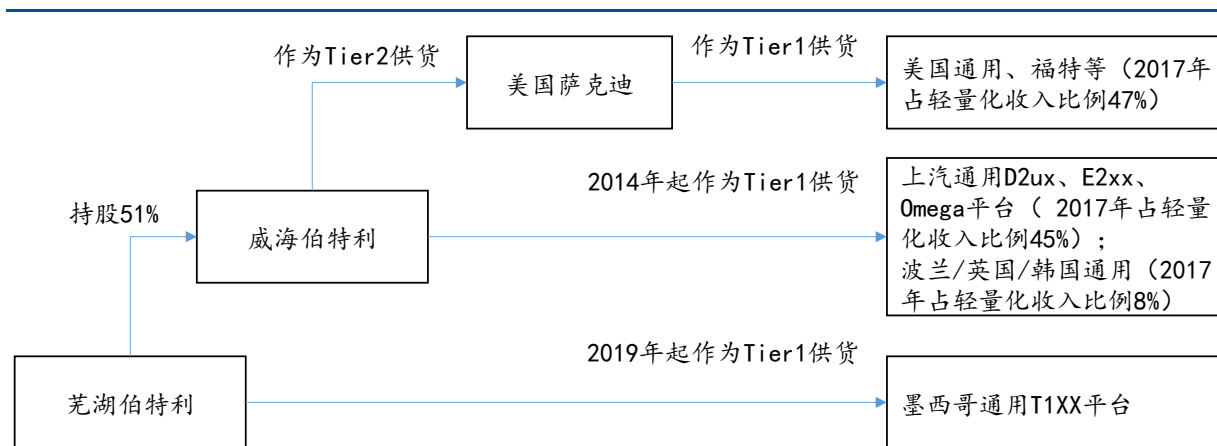


资料来源: 民生证券研究院整理

2019 年公司本部成为通用汽车一级供应商, 全球化再下一城。公司于 2010 年开始参加通用后卡钳连接支架竞标, 2011 年成为上汽通用一级供应商, 但轻量化业务主要以威海伯特利 (公司持股 51%) 为主体开展。2019 年芜湖伯特利正式成为了通用全球的一级供应商, 配套的 T1XX 项目已于 1M19 开始为墨西哥通用工厂供货, 首个供货工厂预计的搭载车型销量为 35 万, 预计供货车型为通用 1M19 在墨西哥投产的姐妹车型雪佛兰 Silverado、GMC Sierra (两款车 18 年销量 87 万+), 我们认为公司将充分受益于 T1XX 平台增量, 公司全球化供货能力有望更进一步。

图 37：伯特利于 2019 年正式成为通用汽车一级供应商


资料来源：伯特利招股说明书，民生证券研究院

图 38：公司当前轻量化业务供货结构


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司研发能力强劲，轻量化业务规模有望长期保障 20%+增速。公司自 2010 年承接了通用卡钳开发订单后迅速实现了在轻量化业务板块的技术积累，当前在转向节领域专利布局已稳居行业前列。我们认为公司兼具研发优势（技术落地速度快）+客户优势（通用的稳定关系叠加迅速开拓的其他自主厂商），公司轻量化领域业务有望持续保持 20%+ 的增长（高于行业增速）。

表 14：公司在转向节领域专利布局处于前列

	发明专利授权	发明专利申请	实用新型专利
伯特利	1	2	15
中信戴卡	2	21	33
上海汇众	0	1	19
拓普集团	0	1	0
苏州安路特	0	0	1

资料来源：佰腾专利网，民生证券研究院

四、项目、产能储备充分，公司成长可持续

(一) 募投产能即将释放，电控产品产能翻倍

募投项目有的放矢，将增强公司的供应能力。公司 IPO 募投项目的落地将大幅推升公司产能，公司 EPB/电控（液压 ABS+ESC）/制动盘/转向节分别增长 150%/100%/57%/56%。从结构上看，在建项目在电控产品线的产能增量显著高于传统产品。

表 15：IPO 募投项目及在建项目产能及经济效益

项目	排量	项目总投资额 (万)	当前产能	产能增加幅度	投产时间	公司预测达产年收入
1	年产 60 万套 EPB（电子驻车制动系统）、15 万套气压 ABS（制动防抱死系统）建设项目	20000	EPB:40 万；ABS:30 万以内	EPB:+150%	2020	EPB:5.7 亿 气压 ABS:1.5 亿
2	年产 200 万套汽车盘式制动器总成建设项目	25890	350 万	制动盘: +57%	2020	制动器总成: 16.3 亿
3	年产 20 万套液压 ABS（制动防抱死系统）、10 万套液压 ESC（电子稳定控制系统）建设项目	10370	30 万（ABS+ESC）	液压 ABS+ESC: +100%	2020	ESC:1.5 亿 液压 ABS:5.7 亿
4	年产 180 万套制动系统零部件建设项目（制动盘、轮毂、铸铁转向节等）	5740	-	-	2020	共 1.6 亿
5	威海伯特利 2 期（年产 300 万铸铝转向节）	15000	540 万	转向节: +56%	2020	

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

(二) 项目储备充分，2019 年有望成为项目量产大年

2018 年新增项目环比增 2%，客户进一步拓宽。2018 年，公司新增开发项目 99 项（较 17 年底增 2%），涉及 51 个新车型，新增客户 8 家，公司投产项目 83 个，涉及 17 家客户。

2019 年有望成为项目量产大年。公司的全新车型/已上市车型项目量产时间需要 2-3 年/1 年左右，我们预计 2017 年-2018 年新增项目有望在 2019 年逐步开启量产。对公司招股书披露的项目详细信息进行分析（截至 2017.12.31），其中处于工装样品认可/样件开发/立项阶段的项目分别占 32.0%/45.4%/16.5%，进一步从两个维度解析公司的项目储备情况。1) 从产品品类看：公司电子驻车系统及盘式制动系统占比最高，占比分别达 33.0%/32.0%，可以看到公司 EPB 项目储备充足，公司电控制动产品业务成长有保障；2) 从分客户来看：奇瑞、北汽分列前两大，占比分别达 14.4%、12.4%，CR10=67.0%。

表 16：项目储备分析-按产品类型分析（截至 2017.12.31）

行标签	生产件批准程序	工装样品认可	小批量试装	样件开发	立项	总计
电子驻车制动系统	1	9	1	14	7	32
盘式制动器		11	1	14	5	31
气压制动防抱死系统				3		3
液压电子稳定控制系统		1		2	3	6
液压制动防抱死系统	1	1		3		5
真空助力器	2	9		8	1	20

总计	4	31	2	44	16	97
----	---	----	---	----	----	----

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

表 17：项目储备分析：前十大客户类型分析（截至 2017.12.31）

行标签	生产件批准程序	工装样品认可	小批量试装	样件开发	立项	总计
奇瑞汽车		1		8	5	14
北汽汽车		8		4		12
北汽银翔		3	2	2		7
长安汽车		3		4		7
吉利汽车	1	2		3		6
江淮汽车	1	2			3	6
比亚迪	1	2			1	4
上汽通用		1		2		3
沃尔沃汽车公司	1	2				3
北京新能源汽车股份有限公司		1		2		3
总计	4	25	2	25	9	65

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

五、盈利预测与风险提示

（一）核心假设与收入拆解

假设一：公司作为通用一级供应商配套的 T1XX 项目已于 1M19 开始为墨西哥通用工厂供货，首个供货工厂预计的搭载车型销量为 35 万，预计供货车型为通用 1M19 在墨西哥投产的姐妹车型雪佛兰 Silverado、GMC Sierra（两款车 18 年销量近 87 万+）。我们预计公司 2018 年转向节产品销量接近 500 万件，配置 124 万台车（按 4 个每台车计算），全球市占率约 4%，结合通用新投产项目规模及公司潜在欧洲客户的增量，假设公司 2019/2020/2021 年公司铝制转向节全球市占率达到 5%/6%/7%（对应装备 187/234/294 万台车），单价 2019-2021 年间复合年降为 3%，成本复合年降 2%。

假设二：假设 2018-2021 年我国乘用车市场 EPB 整体渗透率以每年 10% 的速度增加，2019/2020/2021 年渗透率分别达到 40%/50%/60%，公司的整体市占率水平从 2018 年的 9% 逐步提升至 2021 年的 13%，EPB 配套单价 2019-2021 年间复合年降为 7%，成本复合年降 6%。

表 18：公司在转向节领域专利布局行业领先

		2018A	2019E	2020E	2021E
盘式制动器	营收（百万）	1168	1032	1089	1150
	YOY	-17%	-11.7%	5.6%	5.6%
	毛利率	19.4%	19.2%	19.1%	18.9%
轻量化制动零部件	营收（百万）	579	859	1061	1271
	YOY	9%	48%	24%	20%
	毛利率	30.8%	30.1%	29.3%	28.6%
电控制动产品	营收（百万）	719	949	1366	1934
	YOY	96%	32%	44%	42%
	毛利率	24.2%	23.2%	22.8%	22.4%
真空助力器	营收（百万）	29.38	29	29	29
	YOY	1%	0%	0%	0%

其他业务	毛利率	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
	营收 (百万)	106	117	129	142
	YOY	24%	10%	10%	10%
	毛利率	49.8%	49.8%	49.8%	49.8%
	营收 (百万)	2601	2986	3674	4526
总计	YOY	7.5%	14.8%	23.0%	23.2%
	毛利 (百万)	638	741	900	1090
	毛利 YOY	13.2%	16.2%	21.5%	21.1%
	毛利率	24.5%	24.8%	24.5%	24.1%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 估值分析和投资建议

预计公司 2019-2020 年营收分别为 29.7 亿、36.6 亿、45.1 亿, 归母净利润分别为 3.6、4.5 和 5.1 亿元, EPS 分别为 0.89 元、1.10 元和 1.31 元, 对应的 PE 分别为 18.9、15.3 和 12.9 倍。

从横向可比公司看, 我们选取拓普集团 (底盘件+轻量化业务)、旭升股份 (铸铝件, 主要客户为美国车企) 作为可比公司, 可比公司 19、20 年 PE 均值分别为 20.0、16.3, 高于公司估值水平。从纵向看, 智能驾驶执行层领域可比公司亚太股份、万安科技的历史市盈率均值最低值为 17.6 倍 (2012 年 1 月), 公司 19 年动态市盈率仅高出 7%。

在底盘电动化赛道中, 公司于 2013 年在本土企业中率先量产 ESC, 2020 年有望再次率先量产 Onebox 线控制动产品, 结合公司享受主机厂系零部件厂商的试验和调试优势, 我们认为公司将领先本土其他企业中获得智能驾驶执行层系统级供应能力。在轻量化赛道中, 公司工艺先进 (采用差压铸造), 客户优质 (通用、福特)。当前公司估值水平略低于合理位置, 结合公司业绩成长的确定性, 给予公司 “推荐” 评级。

表 19: 行业上市公司估值比较

公司	股价 (元)	总市值 (百万)	PE			PB (MRQ)
			TTM	19E	20E	
拓普集团	15.74	11,452	17.2	14.1	12.2	1.6
旭升股份	24.49	9,811	35.4	25.9	20.3	6.8
平均值			26.3	20.0	16.3	4.2
伯特利	16.92	6,913	25.9	18.9	15.3	3.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院 (PE、PB 和市值按照 2019.7.1 收盘价计算)

(三) 风险提示

国内车市下跌超预期, 中美贸易摩擦潜在影响, 电控、轻量化产品销量不及预期

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2,602	2,986	3,674	4,526
营业成本	1,963	2,245	2,774	3,436
营业税金及附加	15	17	21	26
销售费用	56	64	79	97
管理费用	58	66	81	100
研发费用	101	119	147	181
EBIT	410	524	622	736
财务费用	11	(1)	(4)	(6)
资产减值损失	84	10	0	0
投资收益	4	2	3	3
营业利润	349	518	629	744
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	349	517	629	744
所得税	47	74	87	104
净利润	302	444	542	640
归属于母公司净利润	237	366	451	535
EBITDA	477	604	715	842

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	592	898	1019	1517
应收账款及票据	1506	1840	2195	2747
预付款项	6	10	11	14
存货	342	306	537	481
其他流动资产	306	306	306	306
流动资产合计	2760	3364	4079	5072
长期股权投资	13	33	36	39
固定资产	644	744	864	974
无形资产	56	60	66	71
非流动资产合计	832	891	945	973
资产合计	3592	4256	5024	6045
短期借款	227	227	227	227
应付账款及票据	968	1201	1426	1802
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1305	1550	1801	2207
长期借款	65	65	65	65
其他长期负债	148	148	148	148
非流动负债合计	220	220	220	220
负债合计	1525	1770	2020	2427
股本	409	409	409	409
少数股东权益	160	238	329	433
股东权益合计	2067	2486	3004	3619
负债和股东权益合计	3592	4256	5024	6045

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	7.6%	14.7%	23.0%	23.2%
EBIT 增长率	8.9%	27.7%	18.7%	18.4%
净利润增长率	-14.3%	54.3%	23.1%	18.8%
盈利能力				
毛利率	24.6%	24.8%	24.5%	24.1%
净利润率	9.1%	12.3%	12.3%	11.8%
总资产收益率 ROA	6.6%	8.6%	9.0%	8.9%
净资产收益率 ROE	12.4%	16.3%	16.9%	16.8%
偿债能力				
流动比率	2.1	2.2	2.3	2.3
速动比率	1.9	2.0	2.0	2.1
现金比率	0.5	0.6	0.6	0.7
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	106.7	117.6	112.1	114.9
存货周转天数	57.4	51.9	54.7	53.3
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.9	1.1	1.3
每股净资产	4.7	5.5	6.5	7.8
每股经营现金流	0.9	1.2	0.7	1.6
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	28.2	18.9	15.3	12.9
PB	3.6	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	11.5	9.4	7.6	5.9
股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	302	444	542	640
折旧和摊销	151	90	93	106
营运资金变动	(84)	(54)	(343)	(89)
经营活动现金流	369	482	294	658
资本开支	143	130	143	131
投资	(305)	(18)	0	0
投资活动现金流	(435)	(148)	(143)	(131)
股权募资	561	0	0	0
债务募资	(4)	0	0	0
筹资活动现金流	526	(29)	(29)	(29)
现金净流量	460	306	121	498

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 伯特利的发展历程	3
图 2: 董事长具有近 30 年的底盘业从业经验	3
图 3: 公司拥有 9 大生产基地+4 大销售处+2 大技术中心	3
图 4: 伯特利股权结构	4
图 5: 公司拥有完备的底盘零部件产品	4
图 6: 从公司主要客户的批量供货时间来看: 公司分为内供奇瑞和全面发展两大阶段	5
图 7: 2014-2018 年公司营收 CAGR:42.6%	5
图 8: 2014-2018 年公司归母净利 CAGR:49.3%	5
图 9: 公司第一大客户营收占比逐步走低	6
图 10: 公司营收 CR5 逐步走低	6
图 11: 轻量化+电控产品逐步成为公司的营收主体	6
图 12: 2018 年在基数效应及行业影响下, 公司三大业务板块增速均有下滑	6
图 13: 得益于产品结构改善, 2018 年公司毛利率同比增 1.3 个百分点	7
图 14: 2013 年以来公司毛利率总体处于上行通道之中	7
图 15: 公司三费比率在销售费率和管理费率影响下走低	7
图 16: 公司制动产品线逻辑图	9
图 17: 2018 年公司制动盘营收跌幅小于同行业公司	10
图 18: 伯特利制动器毛利率在可比公司中处于中高位	10
图 19: 伯特利的 EPB 销量持续高增 (万套)	10
图 20: 由于配套车型结构及供货形式变化较大, 伯特利 EPB 毛利率有所波动	10
图 21: 2015-2017 年公司 EPB 单位售价逐步降低	11
图 22: 2015-2017 年公司 EPB 单件成本显著降低	11
图 23: 2015-2017 年公司盘式制动器单位售价逐步降低	11
图 24: 2015-2017 年公司盘式制动器单位成本逐步降低	11
图 25: ESC (ESP) 模块的功能图	13
图 26: 公司在可比上市公司中发明专利授权数量领先	15
图 27: 伯特利的研发投入金额逐步接近龙头企业亚太股份	15
图 28: 46% 的专家认为轻量化是实现油耗、排放目标的首要挑战	16
图 29: 选择材料是实现轻量化的关键一环	16
图 30: 典型内燃机车的重量分布	16
图 31: 典型电动车的重量分布	16
图 32: 公司的铸铝转向节	18
图 33: 公司的铸铝下摆臂	18
图 34: 公司铸铝转向节全球市场市占率约 4% (2018)	19
图 35: 公司当前的铸铝转向节主要通过出口外销	19
图 36: 差压铸造工艺能够提供铸造工艺中最佳的减重潜力和安全性能	19
图 37: 伯特利于 2019 年正式成为通用汽车一级供应商	20
图 38: 公司当前轻量化业务供货结构	20

表格目录

表 1: 公司的部分核心指标在可比公司中的排名情况 (排名越小代表数值越大)	8
表 2: 我国底盘零部件市场仍由外资 (合资) 主导	9
表 3: 本土制动系统同业厂商对比	9
表 4: 底盘制动系统零部件市场空间测算	12
表 5: 国际汽车安全系统强制安装推进进展	12
表 6: ESC 是实现一系列 ADAS 功能的基础	13
表 7: 本土供应商近半年乘用车公告 ESC/ABS 配套情况	14
表 8: 伯特利 ESC 产品于 315、317、318 批新车公告中匹配的车型	14
表 9: 公司电控产品迭代规划	15
表 10: 博世的 ESP 系统为其自动驾驶执行层底层技术	15
表 11: 工信部对我国整车减重要求的规划	16
表 12: 各类型底盘铝制件的减重效果	17
表 13: 各类型底盘铝制件的市场空间测算	17
表 14: 公司在转向节领域专利布局行业领先	20
表 15: IPO 募投项目及在建项目产能及经济效益	21
表 16: 项目储备分析-按产品类型分析 (截至 2017.12.31)	21
表 17: 项目储备分析: 前十大客户类型分析 (截至 2017.12.31)	22
表 18: 公司在转向节领域专利布局行业领先	22
表 19: 行业上市公司估值比较	23

分析师与研究助理简介

强超廷，民生研究院教育&中小盘行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职于海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员；2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员。

陈逸同，汽车行业研究员，上海交通大学管理科学与工程硕士。曾任上汽乘用车变速箱部工程师、威尔森咨询研究员。2018年加入民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。