



603596.SH

买入

市场价格：人民币 18.37

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(17.9)	10.9	35.8	(12.4)
相对上证指数	(35.7)	13.2	31.9	(21.8)

发行股数(百万)	409
流通股(%)	42
总市值(人民币 百万)	7,505
3个月日均交易额(人民币 百万)	67
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
YUAN, YONGBIN	20

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年11月13日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

*魏敏为本报告重要贡献者

伯特利

EPB 及轻量化推动高增长，线控制动前景可期

公司是国内知名从事汽车安全系统相关产品研发、制造与销售的国家级高新技术企业，主要产品包括盘式制动器、电控制动产品(EPB/ABS/ESC)、轻量化制动零部件等。公司是国内最大的 EPB 供应商，自主及合资客户拓展顺利，产销量有望持续高速增长。汽车轻量化是未来发展方向，公司铸铝转向节等大量配套通用全球、沃尔沃、福特全球等优质客户，新增上汽、吉利等新项目，收入有望高速增长。线控制动是汽车制动未来发展趋势，也是自动驾驶必不可少的核心部件。公司已于 2019 年 7 月发布线控制动产品，并已获得意向订单，未来前景可期。我们预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.04 元、1.16 元和 1.35 元，首次给予买入评级。

支撑评级的要点

- **EPB 自主及合资客户拓展顺利，产销量有望高速增长。** 公司从制动盘等产品起家，自 2006 年起开始研发 EPB 产品，2012 年实现量产，是全球第二家和国内第一家一体化 EPB 产品，此后产品不断进化，开发了双控 EPB 等产品。目前国内 EPB 产品渗透率约 30%，且近年来快速提升，公司是国内自主最大的 EPB 供应商，2018 年销量超过 60 万套，配套客户包括吉利、奇瑞、广汽等自主品牌，并开拓了江铃福特、东风日产等合资品牌，EPB 产销量有望保持高速增长。
- **轻量化客户及订单推动高增长。** 油耗排放和电动车续航是国内汽车厂商面临的两大挑战，轻量化是解决问题的关键之一。汽车底盘减重不仅可以改善油耗、续航里程，降低簧下质量可以大幅改善舒适性及操控稳定性，因此近年来转向节、控制臂、副车架等产品汽车用铝渗透率快速提升。公司在轻量化领域耕耘多年，铸铝转向节大量配套通用全球、沃尔沃、福特全球等优质客户。随着原有客户订单增加及上汽、吉利、长安、比亚迪等新项目，公司轻量化板块收入有望持续高速增长。
- **线控制动长期前景可期。** 线控制动是用电系统替代传统的机械或液压系统，是汽车制动技术长期的发展趋势，也是汽车自动驾驶必备的核心零件。公司在制动领域积累深厚，2019 年 7 月已发布 WCBS 线控制动产品，并已获得意向订单。随着 L3 及以上自动驾驶渗透率快速提升，线控制动有望爆发，并成为公司长期增长点，发展前景可期。

估值

- 我们预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.04 元、1.16 元和 1.35 元，公司在 EPB、轻量化、线控制动等领域前景良好，首次给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 1) 汽车销量持续低迷；2) 新业务拓展不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	2,419	2,602	3,019	3,562	4,203
变动(%)	9	8	16	18	18
净利润(人民币 百万)	277	237	424	473	552
全面摊薄每股收益(人民币)	0.678	0.581	1.037	1.158	1.350
变动(%)	1.7	(14.3)	78.5	11.7	16.6
全面摊薄市盈率(倍)	27.1	31.6	17.7	15.9	13.6
价格/每股现金流量(倍)	122.9	20.3	16.8	15.4	19.2
每股现金流量(人民币)	0.15	0.90	1.10	1.20	0.96
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.1	18.8	12.5	10.1	8.2
每股股息(人民币)	0.000	0.060	0.104	0.116	0.135
股息率(%)	n.a.	0.3	0.6	0.6	0.7

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,419	2,602	3,019	3,562	4,203
销售成本	(1,870)	(1,978)	(2,303)	(2,722)	(3,220)
经营费用	(128)	(243)	(167)	(194)	(227)
息税折旧前利润	421	382	549	646	757
折旧及摊销	(54)	(67)	(66)	(74)	(81)
经营利润(息税前利润)	367	315	483	573	676
净利息收入(费用)	(8)	(11)	3	3	3
其他收益/(损失)	0	4	74	49	49
税前利润	380	349	559	624	728
所得税	(57)	(47)	(75)	(84)	(98)
少数股东权益	(46)	(64)	(58)	(65)	(75)
净利润	277	237	424	473	552
核心净利润	277	237	424	473	552
每股收益(人民币)	0.678	0.581	1.037	1.158	1.350
核心每股收益(人民币)	0.678	0.581	1.037	1.158	1.350
每股股息(人民币)	0.000	0.060	0.104	0.116	0.135
收入增长(%)	9	8	16	18	18
息税前利润增长(%)	3	(14)	53	19	18
息税折旧前利润增长(%)	6	(9)	44	18	17
每股收益增长(%)	2	(14)	79	12	17
核心每股收益增长(%)	(6)	(23)	121	11	16

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	132	592	810	1,163	1,431
应收帐款	1,586	1,512	1,926	2,298	2,627
库存	284	342	293	477	462
其他流动资产	20	314	261	186	261
流动资产总计	2,022	2,760	3,290	4,123	4,782
固定资产	631	696	722	731	732
无形资产	44	56	54	52	51
其他长期资产	66	65	53	60	59
长期资产总计	740	817	829	843	843
总资产	2,762	3,592	4,124	4,974	5,634
应付帐款	1,070	968	1,261	1,597	1,674
短期债务	186	227	120	100	100
其他流动负债	85	110	43	76	88
流动负债总计	1,342	1,305	1,424	1,773	1,862
长期借款	58	65	65	65	65
其他长期负债	145	155	135	145	145
股本	368	409	409	409	409
储备	730	1,493	1,874	2,300	2,796
股东权益	1,098	1,901	2,282	2,708	3,205
少数股东权益	118	160	218	283	358
总负债及权益	2,762	3,592	4,124	4,974	5,634
每股帐面价值(人民币)	2.69	4.65	5.59	6.63	7.84
每股有形资产(人民币)	2.87	4.52	5.45	6.50	7.72
每股净负债/(现金)(人民币)	0.30	(0.73)	(1.53)	(2.44)	(3.10)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	359	308	559	624	728
折旧与摊销	54	67	66	74	81
净利息费用	8	11	(3)	(3)	(3)
运营资本变动	(232)	(6)	(222)	39	(265)
税金	11	58	(78)	(87)	(101)
其他经营现金流	(138)	(69)	125	(159)	(49)
经营活动产生的现金流	61	369	448	488	391
购买固定资产净值	1	12	91	81	81
投资减少/增加	(0)	8	15	10	10
其他投资现金流	(188)	(455)	(172)	(164)	(164)
投资活动产生的现金流	(187)	(435)	(66)	(73)	(73)
净增权益	0	(25)	(42)	(47)	(55)
净增债务	192	65	(118)	(18)	2
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1	459	(56)	(100)	(218)
融资活动产生的现金流	192	526	(163)	(63)	(50)
现金变动	66	460	219	353	268
期初现金	82	132	592	810	1,163
公司自由现金流	(126)	(67)	382	416	318
权益自由现金流	74	9	261	395	317

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.4	14.7	18.2	18.1	18.0
息税前利润率(%)	15.2	12.1	16.0	16.1	16.1
税前利润率(%)	14.8	11.8	18.5	17.5	17.3
净利率(%)	10.6	7.5	14.1	13.4	13.2
流动性					
流动比率(倍)	1.5	2.1	2.3	2.3	2.6
利息覆盖率(倍)	43.7	29.0	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	9.2	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.9	2.1	2.1	2.3
估值					
市盈率(倍)	27.1	31.6	17.7	15.9	13.6
核心业务市盈率(倍)	27.1	31.6	17.7	15.9	13.6
市净率(倍)	6.8	4.0	3.3	2.8	2.3
价格/现金流(倍)	122.9	20.3	16.8	15.4	19.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.1	18.8	12.5	10.1	8.2
周转率					
存货周转天数	46.8	57.8	50.3	51.6	53.2
应收帐款周转天数	224.0	217.3	207.8	216.4	213.8
应付帐款周转天数	162.7	142.9	134.7	146.4	142.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	12.5	9.9	9.9	9.9
净资产收益率(%)	26.8	13.1	20.4	19.1	18.8
资产收益率(%)	12.4	8.4	10.8	10.9	11.0
已运用资本收益率(%)	5.7	3.1	4.2	4.0	4.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测