

## 拟发行 GDR 国际化加速

### 伯特利(603596)系列点评二十五

#### 事件概述

公司发布公告：为满足公司业务发展的需要，深入推进公司国际化战略，开辟公司在国际资本市场的融资渠道，公司拟发行全球存托凭证（GDR），并申请在瑞士证券交易所挂牌上市，GDR 以新增发的公司 A 股普通股作为基础证券。

#### 分析判断：

##### ► 拟发行 GDR 国际化加速

公司本次发行 GDR 所代表的新增基础证券 A 股股票（包括因任何超额配股获行使而发行的证券（如有））不超过本次发行前公司普通股总股本的 15%，按照截至 2023 年 2 月 6 日的总股本测算，不超过 61,774,083 股。本次发行的 GDR 与基础证券 A 股股票的转换率将综合考虑境内外监管要求、市场情况等因素确定。

我们认为本次融资将助力公司国际化战略的深入推进，近年来海外项目加速获得突破，包括：1) 轻量化获多个定点：2022 年 10 月，公司获得海外轻量化项目定点 7 个，累计生命周期总销售收入预计 9.5 亿美元（折合人民币 66 亿元），12 月获得某全球著名整车厂的豪华跑车品牌提供前后铸铝转向节，全生命周期（7 年）销售额 0.24 亿美元（折合人民币约 1.7 亿元）；2) EPB 首出海：2022 年 12 月，公司 EPB 和制动卡钳总成获得某全球著名整车厂的 2 个平台定点，全生命周期（4-7 年）销售额 1.77 亿美元（折合人民币约 12 亿元）。

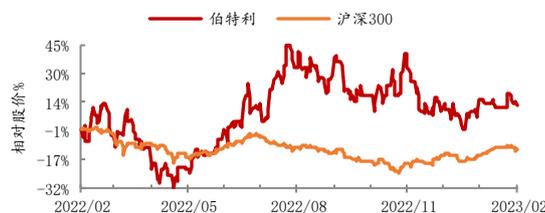
##### ► 携手吉利 线控制动再获突破

据台州新闻发布，2022 年 10 月 10 日，台州市政府与吉利控股集团举行合作项目签约仪式，双方将围绕新能源整车、电驱动总成、智能汽车零部件产业等方面开展合作，签约新能源汽车新车型、智能汽车零部件产业园、智能底盘线控制动等项目，总投资约 200 亿元，达产后预计年产值约 600 亿元。

公司跟随布局，全资子公司伯特利电子拟与吉利汽车控股子公司吉润汽车共同成立合资公司—台州双利汽车智能底盘系统有限公司（具体名称以工商登记为准），分别持股 65%和 35%，共同投资布局汽车智能底盘线控制动产品的制造和销售以及技术的升级创新。我们认为公司与吉利此次在线控制动乃至未来潜在智能底盘的合作意义重大，一方面彰显公司线控制动较强产品力，进一步加速线控制动的发展，增长斜率有望更加陡峭，另一方面与主机厂的合作关系加深，有望联合前瞻布局新技术，顺应底盘运算集成化大趋势。

#### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	81.53
股票代码：	603596
52 周最高价/最低价：	111.02/47.83
总市值(亿)	335.76
自由流通市值(亿)	334.30
自由流通股数(百万)	410.03



#### 分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080006  
联系电话：

#### 分析师：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120522120001  
联系电话：

#### 相关研究

- 【华西汽车】伯特利（603596）系列点评二十四：EPB 首出海 全球化加速  
2022.12.24
- 【华西汽车】伯特利（603596）系列点评二十三：再施员工持股计划 绑定人才加速发展  
2022.12.15
- 【华西汽车】伯特利（603596）系列点评二十二：成长加速兑现 线控底盘布局时  
2022.10.28

### ► 整合稳步推进 进击线控底盘

**转向布局落地，整合稳步推进。**2022年4月，公司公告拟投资2.0亿元收购万达公司45%股权，本次收购已于2022年5月完成，公司为万达公司的第一大股东。万达公司董事会由5名董事组成，其中公司有权提名3名董事，瑞智联能及万达零部件有权各提名1名董事。万达公司主要生产各类转向器、转向管柱系列产品，主要客户包括德国大众、上汽通用五菱、奇瑞、吉利等。公司正在稳步推进整合，参考2016年以前的财务数据，万达公司的净利率在7%-10%，我们认为在公司的整合协同下，万达公司的净利率有望提升至10%甚至更高水平，并且也已正式启动了DP-EPS、R-EPS转向系统、线控转向系统的研发工作。

**剑指线控底盘，线控制动国产替代加速。**本次收购将完善公司在汽车底盘领域的布局，丰富和完善公司在汽车安全系统领域的产品线（制动+转向），后续将逐步完善分布式驱动和悬架，最终成为线控底盘供应商，掘金千亿市场，剑指全球汽车零部件百强。智能电动驱动线控制动EHB渗透率加速提升，公司基于ESP量产经验，研发出One-Box产品WCBS（集成式线控制动系统），在性能上优于目前主流Two-Box产品，紧抓博世ESP缺芯的窗口期，2022H1线控制动新增定点项目数19个，未来有望不断加速。同时公司紧跟行业趋势，启动开发具备制动冗余功能线控制动系统WCBS2.0，并开展对电子机械制动（EMB）的预研工作，国产替代加速。

### 投资建议

公司客户和产品结构双升级，短期受益于EPB和线控制动等智能电控业务渗透率提升，中长期线控底盘有望贡献显著增量。考虑并表以及缺芯、疫情及原材料涨价的影响，维持盈利预测：预计公司2022-24年营收为60.3/90.4/119.0亿元，归母净利为7.2/10.9/16.4亿元，EPS为1.75/2.64/3.99元，对应2023年2月7日81.53元/股收盘价，PE分别为47/31/20倍。考虑到公司未来的成长性及线控制动等新业务的突破，维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格上涨；客户拓展不及预期；缺芯影响超预期；收购进展不及预期等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,042	3,492	6,030	9,038	11,899
YoY (%)	-3.6%	14.8%	72.7%	49.9%	31.7%
归母净利润(百万元)	461	505	721	1,087	1,643
YoY (%)	14.9%	9.3%	42.9%	50.9%	51.1%
毛利率 (%)	26.4%	24.2%	22.1%	23.9%	24.6%
每股收益 (元)	1.12	1.23	1.75	2.64	3.99
ROE	17.1%	14.4%	16.9%	20.0%	22.9%
市盈率	72.76	66.55	46.58	30.88	20.43

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,492	6,030	9,038	11,899	净利润	527	736	1,145	1,748
YoY (%)	14.8%	72.7%	49.9%	31.7%	折旧和摊销	116	139	120	124
营业成本	2,648	4,699	6,880	8,970	营运资金变动	-183	-62	-12	-134
营业税金及附加	24	42	62	82	经营活动现金流	433	780	1,220	1,683
销售费用	28	60	90	119	资本开支	-282	-336	-247	-269
管理费用	82	139	262	262	投资	-644	0	0	0
财务费用	-12	-21	-34	-51	投资活动现金流	-890	-294	-208	-206
资产减值损失	9	0	0	0	股权募资	0	3	0	0
投资收益	-3	42	40	62	债务募资	130	-130	0	0
营业利润	575	825	1,293	1,984	筹资活动现金流	1,076	-153	-23	-23
营业外收支	2	17	17	17	现金净流量	616	333	990	1,454
利润总额	576	842	1,310	2,000	<b>主要财务指标</b>				
所得税	49	106	165	252	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	
净利润	527	736	1,145	1,748	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	505	721	1,087	1,643	营业收入增长率	14.8%	72.7%	49.9%	31.7%
YoY (%)	9.3%	42.9%	50.9%	51.1%	净利润增长率	9.3%	42.9%	50.9%	51.1%
每股收益	1.23	1.75	2.64	3.99	<b>盈利能力 (%)</b>				
<b>资产负债表 (百万元)</b>					毛利率	24.2%	22.1%	23.9%	24.6%
货币资金	2,076	2,409	3,399	4,853	净利率	15.1%	12.2%	12.7%	14.7%
预付款项	17	38	55	70	总资产收益率 ROA	8.1%	8.7%	10.1%	11.9%
存货	425	716	1,058	1,385	净资产收益率 ROE	14.4%	16.9%	20.0%	22.9%
其他流动资产	2,438	3,516	4,465	5,478	<b>偿债能力 (%)</b>				
流动资产合计	4,957	6,680	8,977	11,786	流动比率	2.80	2.25	2.10	2.15
长期股权投资	0	0	0	0	速动比率	<b>2.55</b>	<b>1.99</b>	<b>1.84</b>	<b>1.88</b>
固定资产	858	1,064	1,217	1,401	现金比率	1.17	0.81	0.80	0.88
无形资产	69	83	92	102	资产负债率	44.1%	47.9%	48.8%	46.8%
非流动资产合计	1,295	1,566	1,782	2,033	<b>经营效率 (%)</b>				
资产合计	6,252	8,246	10,758	13,819	总资产周转率	0.56	0.73	0.84	0.86
短期借款	130	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
应付账款及票据	1,348	2,540	3,696	4,787	每股收益	1.23	1.75	2.64	3.99
其他流动负债	295	431	569	700	每股净资产	8.49	10.39	13.20	17.41
流动负债合计	1,773	2,971	4,266	5,487	每股经营现金流	1.05	1.89	2.96	4.09
长期借款	0	0	0	0	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	983	983	983	983	<b>估值分析</b>				
非流动负债合计	983	983	983	983	PE	66.55	46.58	30.88	20.43
负债合计	2,756	3,954	5,249	6,470	PB	8.20	7.85	6.17	4.68
股本	408	412	412	412					
少数股东权益	0	15	72	177					
股东权益合计	3,496	4,292	5,510	7,349					
负债和股东权益合计	6,252	8,246	10,758	13,819					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。