

**投资评级 优于大市 维持**

## 持续稳健增长、线控稳步推进

### 股票数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 04月14日收盘价(元)  | 29.80       |
| 52周股价波动(元)    | 23.42-43.66 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 409/171     |
| 总市值/流通市值(百万元) | 12175/5108  |

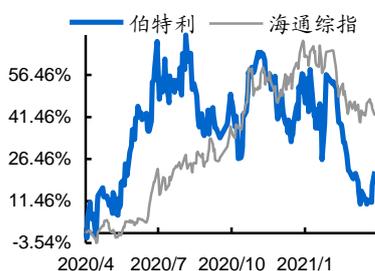
### 相关研究

《电动尾门新品发布, 拓展车身控制领域》  
 2020.08.10

《经营高效、增长稳定》2020.04.02

《电控制动专家》2019.10.26

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M   | 2M    | 3M    |
|---------|------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -0.7 | -22.8 | -20.6 |
| 相对涨幅(%) | 3.3  | -7.9  | -9.2  |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 王猛

Tel: (021) 23154017

Email: wm10860@htsec.com

证书: S0850517090004

分析师: 曹雅倩

Tel: (021) 23154145

Email: cyq12265@htsec.com

证书: S0850520110002

### 投资要点:

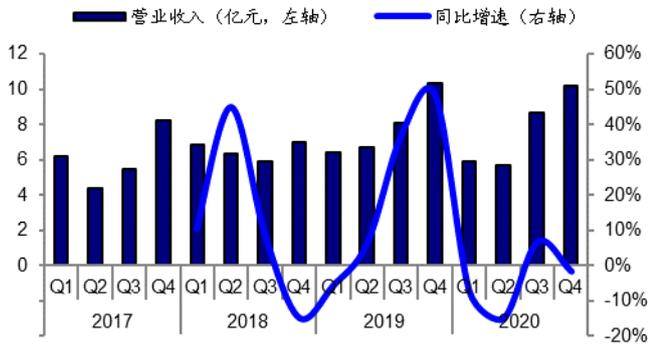
- Q4 营收环比提升明显, 无减值拖累单季度归母净利润创 2017 年以来最高位。** 公司发布 2020 年年报, 2020 年营业收入为 30 亿元, 同比-3.6%; 归母净利润为 4.6 亿元, 同比+14.9%; 其中 Q4 单季营业收入为 10 亿元, 同比-1.8%, 归母净利润为 1.6 亿元, 同比+68.5%, 创 2017 年以来单季度利润最高值, 我们判断主要受资产及信用减值损失金额与 2019 年同期相比显著减少所致。
- 轻量化新订单平均单价提升带动公司 2020 年净利润逆市增长, EPB 及轻量化获得新定点支撑中长期成长, One-box 线控制动国内首家进入批产阶段。** 分主营业务来看, 2020 年盘式制动器、轻量化零部件及电控制动产品分别贡献 12.2/8.5/7.7 亿元收入, 同比-9%/+15%/-12%。2020 年内公司新增 EPB 项目 43 项, 并获得国际主机厂全球平台(前后转向节)、欧洲主机厂全球平台(铸铝控制臂)两大轻量化项目, 我们测算峰值年份将贡献至少 200 万件轻量化零部件增量, 两大核心业务支撑公司未来 2-3 年核心增长。另外, 线控制动系统年产 30 万套产线已完成调试, 2021 年将有三个以上车型批产, 国内首个量产、领先优势非常明显。
- 2020 年毛利率提升主要受高毛利的轻量化零部件占比提升所致, 盈利能力明显提升。** 公司 2020 年毛利率、净利率分别为 26.43%、16.19%, 分别同比 +0.51pct、+1.74pct, 其中剔除新收入准则影响, 毛利率相比 2019 年同期 +1.83pct; 其中 Q4 毛利率、净利率分别为 24.92%、15.06%, 净利率同比提升 4.55pct。
- 收购威海伯特利 49% 少数股权, 盈利能力进一步增强。** 威海伯特利作为公司高毛利轻量化业务的重要载体, 2018-2020 年净利润分别为 1.3/1.1/0.6 亿元, 我们测算得 49% 少数股权收购至少贡献 3000 万以上归母净利润增量, 进一步提升公司盈利水平。
- 盈利预测与投资建议。** 我们认为公司电子驻车制动系统受益于电控化渗透红利、轻量化零部件受益汽车轻量化趋势, 将贡献核心业绩增量, 中长期看公司线控制动产品深度参与无人驾驶的进程, 国内的电控制动龙头地位日益加强。我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.42 元、1.79 元、2.15 元, 参考同行业公司估值水平, 给予 2021 年 28-32 倍 PE, 对应合理价值区间为 39.76-45.44 元, 对应 PB 水平为 5.05-5.77 倍, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示。** 汽车行业景气度下行; 电子驻车产品行业渗透速度不及预期; 募投项目产能投放进度不达预期; 新业务技术研发及客户开拓不达预期。

### 主要财务数据及预测

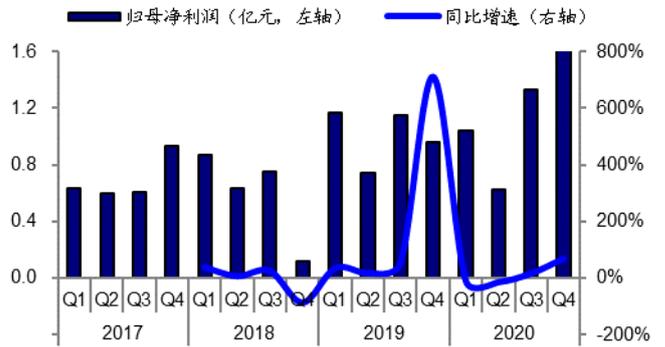
|             | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 3157  | 3042  | 3751  | 4533  | 5457  |
| (+/-)YoY(%) | 21.3% | -3.6% | 23.3% | 20.9% | 20.4% |
| 净利润(百万元)    | 402   | 461   | 581   | 730   | 878   |
| (+/-)YoY(%) | 69.2% | 14.9% | 25.9% | 25.6% | 20.3% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.98  | 1.13  | 1.42  | 1.79  | 2.15  |
| 毛利率(%)      | 25.9% | 26.4% | 26.5% | 26.7% | 26.7% |
| 净资产收益率(%)   | 17.9% | 17.1% | 18.1% | 18.9% | 18.9% |

资料来源: 公司年报(2019-2020), 海通证券研究所

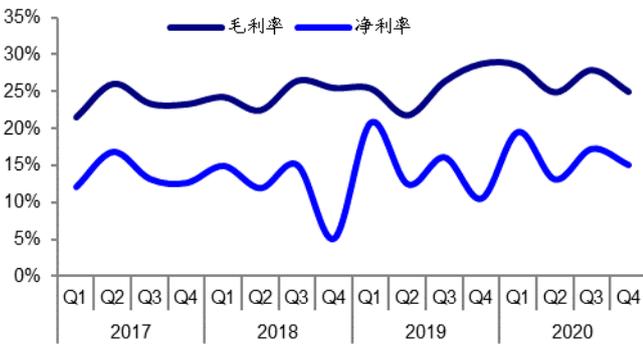
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**图1 公司营业收入及增速**


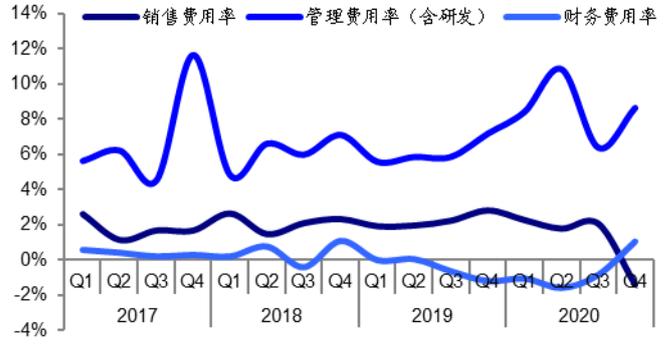
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图2 公司归母净利润及增速**


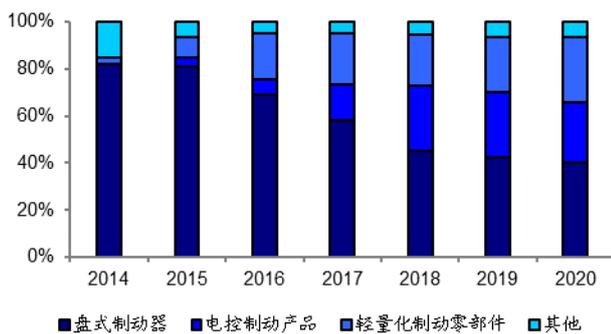
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图3 公司毛利率及净利率情况**


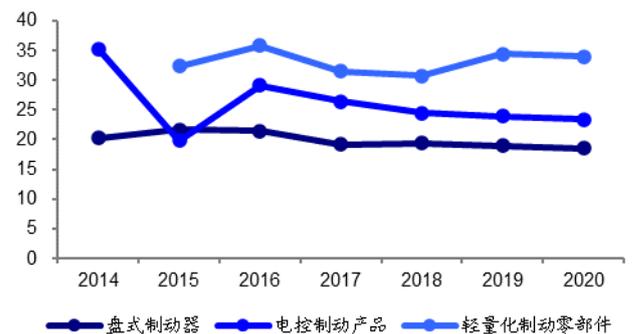
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图4 公司销售、管理及财务费用率情况**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图5 公司主营业务构成**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图6 公司核心产品毛利率 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

说明：2020年盘式制动器及轻量化零部件毛利率来自我们自行拆解测算

**表 1 公司主营收入及毛利率预测**

|        |         | 2020    | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 盘式制动器  | 营收(百万元) | 1223    | 1311   | 1357   | 1405   |
|        | 同比增速    | -9.00%  | 7.16%  | 3.54%  | 3.52%  |
|        | 毛利率     | 18.57%  | 19.00% | 19.00% | 19.00% |
| 轻量化零部件 | 营收(百万元) | 851     | 1170   | 1430   | 1690   |
|        | 同比增速    | 15.33%  | 37.50% | 22.22% | 18.18% |
|        | 毛利率     | 34.00%  | 34.00% | 33.50% | 33.00% |
| 电控制动系统 | 营收(百万元) | 771     | 993    | 1318   | 1760   |
|        | 同比增速    | -11.71% | 28.80% | 32.79% | 33.54% |
|        | 毛利率     | 23.45%  | 24.36% | 24.33% | 23.86% |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**表 2 可比公司估值表**

| 股票代码      | 公司简称 | EPS(元) |       |       | PE(倍) |       |       | PB(倍) |       |       |
|-----------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      | 2020   | 2021E | 2022E | 2020  | 2021E | 2022E | 2020  | 2021E | 2022E |
| 002085.SZ | 万丰奥威 | 0.26   | 0.39  | 0.43  | 21    | 14    | 12    | 2.14  | 1.55  | 1.36  |
| 601689.SH | 拓普集团 | 0.59   | 0.98  | 1.28  | 57    | 34    | 26    | 4.54  | 4.01  | 3.59  |
| 603305.SH | 德赛西威 | 0.94   | 1.24  | 1.64  | 97    | 74    | 56    | 10.88 | 9.79  | 8.54  |
| 平均        |      | 0.60   | 0.87  | 1.12  | 58    | 41    | 32    | 5.85  | 5.12  | 4.50  |

注: 收盘价为 2021 年 4 月 14 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标             | 2020        | 2021E        | 2022E        | 2023E        | 利润表 (百万元)          | 2020        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>每股指标 (元)</b>    |             |              |              |              | <b>营业总收入</b>       | <b>3042</b> | <b>3751</b>  | <b>4533</b>  | <b>5457</b>  |
| 每股收益               | 1.13        | 1.42         | 1.79         | 2.15         | 营业成本               | 2238        | 2757         | 3323         | 4002         |
| 每股净资产              | 6.59        | 7.87         | 9.46         | 11.38        | 毛利率%               | 26.4%       | 26.5%        | 26.7%        | 26.7%        |
| 每股经营现金流            | 1.43        | 1.78         | 1.95         | 2.34         | 营业税金及附加            | 22          | 26           | 32           | 38           |
| 每股股利               | 0.12        | 0.15         | 0.20         | 0.23         | 营业税金率%             | 0.7%        | 0.7%         | 0.7%         | 0.7%         |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |             |              |              |              | 营业费用               | 27          | 38           | 45           | 55           |
| P/E                | 26.38       | 20.96        | 16.68        | 13.86        | 营业费用率%             | 0.9%        | 1.0%         | 1.0%         | 1.0%         |
| P/B                | 4.52        | 3.79         | 3.15         | 2.62         | 管理费用               | 80          | 96           | 113          | 131          |
| P/S                | 4.00        | 3.25         | 2.69         | 2.23         | 管理费用率%             | 2.6%        | 2.6%         | 2.5%         | 2.4%         |
| EV/EBITDA          | 20.82       | 14.23        | 11.20        | 8.65         | EBIT               | 501         | 624          | 765          | 932          |
| 股息率%               | <b>0.4%</b> | <b>0.5%</b>  | <b>0.7%</b>  | <b>0.8%</b>  | 财务费用               | -12         | -18          | -25          | -33          |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |             |              |              |              | 财务费用率%             | -0.4%       | -0.5%        | -0.5%        | -0.6%        |
| 毛利率                | 26.4%       | 26.5%        | 26.7%        | 26.7%        | 资产减值损失             | -4          | 0            | 0            | 0            |
| 净利润率               | 15.2%       | 15.5%        | 16.1%        | 16.1%        | 投资收益               | -1          | 0            | 0            | 0            |
| 净资产收益率             | 17.1%       | 18.1%        | 18.9%        | 18.9%        | <b>营业利润</b>        | <b>565</b>  | <b>688</b>   | <b>839</b>   | <b>1009</b>  |
| 资产回报率              | 9.9%        | 10.5%        | 11.3%        | 11.6%        | 营业外收支              | -1          | 0            | 0            | 0            |
| 投资回报率              | 14.7%       | 15.4%        | 16.0%        | 16.4%        | <b>利润总额</b>        | <b>564</b>  | <b>688</b>   | <b>839</b>   | <b>1009</b>  |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |             |              |              |              | EBITDA             | 604         | 718          | 859          | 1026         |
| 营业收入增长率            | -3.6%       | 23.3%        | 20.9%        | 20.4%        | 所得税                | 71          | 89           | 109          | 131          |
| EBIT 增长率           | -5.6%       | 24.6%        | 22.6%        | 21.7%        | 有效所得税率%            | 12.7%       | 13.0%        | 13.0%        | 13.0%        |
| 净利润增长率             | 14.9%       | 25.9%        | 25.6%        | 20.3%        | 少数股东损益             | 31          | 18           | 0            | 0            |
| <b>偿债能力指标</b>      |             |              |              |              | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>461</b>  | <b>581</b>   | <b>730</b>   | <b>878</b>   |
| 资产负债率              | 37.0%       | 37.1%        | 36.1%        | 35.2%        |                    |             |              |              |              |
| 流动比率               | 2.40        | 2.45         | 2.55         | 2.65         | <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2020</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 速动比率               | 2.17        | 2.22         | 2.31         | 2.41         | 货币资金               | 1437        | 2003         | 2592         | 3340         |
| 现金比率               | 0.97        | 1.12         | 1.25         | 1.38         | 应收账款及应收票据          | 1060        | 1264         | 1503         | 1764         |
| <b>经营效率指标</b>      |             |              |              |              | 存货                 | 322         | 393          | 464          | 548          |
| 应收账款周转天数           | 123.73      | 120.00       | 118.00       | 115.00       | 其它流动资产             | 726         | 733          | 740          | 750          |
| 存货周转天数             | 52.55       | 52.00        | 51.00        | 50.00        | 流动资产合计             | 3545        | 4392         | 5300         | 6402         |
| 总资产周转率             | 0.65        | 0.68         | 0.70         | 0.72         | 长期股权投资             | 18          | 18           | 18           | 18           |
| 固定资产周转率            | 3.62        | 4.41         | 5.27         | 6.27         | 固定资产               | 840         | 850          | 860          | 870          |
|                    |             |              |              |              | 在建工程               | 57          | 55           | 60           | 57           |
|                    |             |              |              |              | 无形资产               | 62          | 63           | 64           | 65           |
|                    |             |              |              |              | 非流动资产合计            | 1128        | 1147         | 1173         | 1186         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2020</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>资产总计</b>        | <b>4672</b> | <b>5539</b>  | <b>6472</b>  | <b>7588</b>  |
| 净利润                | 461         | 581          | 730          | 878          | 短期借款               | 8           | 10           | 8            | 8            |
| 少数股东损益             | 31          | 18           | 0            | 0            | 应付票据及应付账款          | 1308        | 1586         | 1848         | 2149         |
| 非现金支出              | 117         | 94           | 94           | 94           | 预收账款               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 非经营收益              | -19         | 1            | 1            | 1            | 其它流动负债             | 158         | 195          | 224          | 260          |
| 营运资金变动             | -6          | 34           | -27          | -18          | 流动负债合计             | 1474        | 1791         | 2080         | 2417         |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>584</b>  | <b>728</b>   | <b>798</b>   | <b>955</b>   | 长期借款               | 20          | 30           | 25           | 20           |
| 资产                 | -172        | -103         | -110         | -102         | 其它长期负债             | 234         | 234          | 234          | 234          |
| 投资                 | 0           | -10          | -10          | -5           | 非流动负债合计            | 254         | 264          | 259          | 254          |
| 其他                 | 23          | 0            | 0            | 0            | <b>负债总计</b>        | <b>1728</b> | <b>2056</b>  | <b>2340</b>  | <b>2672</b>  |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>-149</b> | <b>-113</b>  | <b>-120</b>  | <b>-107</b>  | 实收资本               | 409         | 409          | 409          | 409          |
| 债权募资               | 8           | 12           | -7           | -5           | 归属于母公司所有者权益        | 2694        | 3215         | 3865         | 4648         |
| 股权募资               | 3           | 0            | 0            | 0            | 少数股东权益             | 250         | 268          | 268          | 268          |
| 其他                 | -220        | -61          | -81          | -96          | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>4672</b> | <b>5539</b>  | <b>6472</b>  | <b>7588</b>  |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>-209</b> | <b>-49</b>   | <b>-88</b>   | <b>-101</b>  |                    |             |              |              |              |
| <b>现金净流量</b>       | <b>220</b>  | <b>566</b>   | <b>590</b>   | <b>747</b>   |                    |             |              |              |              |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 14 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

王猛 汽车行业  
曹雅倩 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 均胜电子,伯特利,岱美股份,长城汽车,新泉股份,慧翰股份,科达利,星宇股份,银轮股份,福耀玻璃,拓普集团,华阳集团,德赛西威,斯达半导,保隆科技,宁波高发,长安汽车,科博达,江淮汽车,精锻科技,上汽集团,克来机电,爱柯迪,亿华通-U,浙江仙通,广汇汽车,重塑股份

### 投资评级说明

|  | 类别     | 评级   | 说明                            |
|--|--------|------|-------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b><br>以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;           |
|  |        | 中性   | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;     |
|  |        | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;        |
|  |        | 无评级  | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。    |
| <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b><br>A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。                | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;      |
|  |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间; |
|  |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。     |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。