公司研究

公司深度研究

申港证券股份有限公司证券研究报告

多元生长 破局可期

——中鼎股份（000887.SZ）

汽车/汽车零部件

申港证券 SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

边际变化显现 业绩向上可期

作为国内领先、全球知名的非轮胎橡胶领域的龙头公司。18Q4 以来业绩承压，近期公司在经营、管理上的边际变化显现，**20Q2 预计成为公司业绩底部：**

- **复工复产加速，已恢复至疫情前水平。**截至 8 月底，国内完全恢复，欧洲恢复约 85%，北美恢复约 70~80%；
- **新业务订单不断，未来空间可期。**三季度斩获超 28 亿订单，还更多项目已进入研发验证阶段；
- **组织改革重构，区域化转向以业务线条为核心的事业部制，明确制造中心向国内转移，盈利能力提升确定性高，毛利长远看有 7-10%的提升空间；**
- **积极发力特斯拉、蔚来、小鹏、理想等新势力，瞄准增量市场。**

从零件到部件 底蕴深厚的行业龙头

- **主营业务优秀**，是全球零部件百强企业，非轮胎橡胶领域国内第 1、全球第 13，股权清晰、管理团队稳定；
- **收购之路精准高效**，达到了巩固主业、布局新业务和抢占核心技术的目的，将 AMK、THF、WEGU、四川望锦等多个隐形冠军收入麾下；
- **客户众多，有快速定点和抵抗风险的优势，新能源客户拓展顺利；**
- **财务稳健，毛利净利水平大幅领先行业，随国产化落地仍有提升空间。**

从单一到多元 不断升级的择道高手

通过投资并购，公司逐步形成了多元化业务格局，细分领域竞争优势显著。

- **智能底盘系统：整合升级，迈向系统级供应商。空气悬挂系统+轻量化+橡胶减震**在电动车、自主品牌高端化等领域有较大的增量空间。公司有技术和成本优势，空气悬挂已在蔚来、东风等项目获得突破，轻量化在海外获得麦格纳相关项目定点，客户拓展进度顺利。
- **冷却系统：开发新品，新能源贡献增量。**公司开发了新能源三电系统热管理系统管路技术，单车价值从 300 元提升至 1000-1500 元。THF 技术国产化后相对成本优势凸显，订单不断，已获吉利、理想超 25 亿订单。
- **密封系统：固本强基，实力构筑护城河。**公司在密封领域积累多年，拥有新能源三电高端密封技术和丰富的橡胶制品配方两大核心优势。WEGU 技术国产化落地后，有望助力公司在日系、自主品牌中持续打开市场。

投资建议：

我们预计公司 2020~2022 年的营业收入分别为 104.39 亿元、117.53 亿元和 130.23 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 4.72 亿元、8.54 亿元和 10.72 亿元，每股收益分别为 0.39 元、0.70 元和 0.88 元，对应 PE 分别为 28.1X、15.5X 和 12.3X。

目前公司边际变化显现，业绩触底态势明朗，向上可期。综合可比公司估值水平，给予公司 35 倍 PE 的估值，合理股价为 13.65 元。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

风险提示：

疫情控制不及预期，新项目国产化进度不及预期，客户拓展进度不及预期，行业竞争加剧的风险，贸易争端的风险。

评级 买入（维持）

2020 年 09 月 22 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

袁逸璞 研究助理

yuanyipu@shgsec.com

交易数据	时间 2020.09.22
总市值/流通市值（亿元）	132.7/132.41
总股本（万股）	122,083.5
资产负债率（%）	51.51
每股净资产（元）	7.24
收盘价（元）	10.87
一年内最低价/最高价（元）	7.14/12.87

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

1、《中鼎股份公司动态研究：空悬业务再迎突破 进军东风高端品牌》2020-09-09

2、《中鼎股份半年报点评：业绩触底 整合转型 未来可期》2020-09-02

3、《中鼎股份（000887.SZ）中报业绩点评：行业下行业绩承压 海外整合逐步国内落地》2019-08-30

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	12,367.84	11,706.10	10,439.17	11,753.65	13,023.82
增长率（%）	5.08%	-5.35%	-10.82%	12.59%	10.81%
归母净利润（百万	1,116.44	601.99	472.10	854.54	1,072.10
增长率（%）	-0.98%	-46.08%	-21.58%	81.01%	25.46%
净资产收益率（%）	13.48%	6.77%	5.08%	8.69%	10.20%
每股收益(元)	0.92	0.49	0.39	0.70	0.88
PE	11.82	22.18	28.11	15.53	12.38
PB	1.60	1.49	1.43	1.35	1.26

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 边际变化显现 业绩向上可期 4
2. 从零件到部件 底蕴深厚的行业龙头 4
2.1 深耕四十载 踏踏实实做事业 4
2.2 扩张十余年 兢兢业业谋转型 5
2.3 客户众多 积累快速定点优势 6
2.4 财务稳健 逐步改善仍有空间 7
3. 从单一到多元 不断升级的择道高手 9
3.1 智能底盘系统：整合升级 迈向系统级供应商 9
3.1.1 空气悬挂系统：用先发优势培育市场 10
3.1.2 轻量化底盘系统：用先进技术拓展市场 11
3.1.3 橡胶减震系统：用国产降本提升效益 12
3.2 冷却系统：开发新品 新能源贡献增量 12
3.3 密封系统：固本强基 实力构筑护城河 13
4. 盈利预测与估值 14
4.1 关键假设 14
4.2 可比公司估值 14
4.3 盈利预测 15
5. 风险提示 15

图表目录

图 1： 公司发展历程 5
图 2： 公司股权结构 5
图 3： 大众 Formal-Q 潜在供应商评价发包前要求（2-3 个月） 7
图 4： 2010-2020H1 公司营收和归母净利润表现 8
图 5： 2020H1 公司业务整合后各版块营收占比 8
图 6： 2015-2020H1 期间费用率 8
图 7： 2015-2020H1 毛利率、净利率与板块对比 8
图 8： 2015-2020H1 国内国外营收比例 9
图 9： 2015-2020H1 国内国外销售毛利率 9
图 10： 公司多元化布局的竞争优势 9
图 11： 公司空气悬挂系统产品示意图 10
图 12： 公司轻量化底盘系统产品示意图 11
图 13： 公司新能源/混合动力车型冷却管路产品示意图 13
图 14： 公司三电系统密封系统产品示意图 14

表 1： 中鼎股份近年来重点并购项目及影响 6
表 2： 公司历年前十大客户 6
表 3： 可比公司盈利预测与估值情况（截止 2020.9.21） 14
表 4： 公司盈利预测表 16

1. 边际变化显现 业绩向上可期

作为国内领先、全球知名的非轮胎橡胶领域的龙头公司，中鼎股份通过投资并购、吸纳先进技术，逐步稳固了在智能底盘系统、冷却系统和密封系统领域的竞争优势。18Q4 以来，受汽车行业整体下行、海外业务整合、中美贸易战及新冠疫情等多重因素的持续影响，公司营收、利润连续下滑，业绩承压显著。

随着海内外疫情影响逐步消退，汽车行业持续强势复苏态势明朗，公司在经营、管理上边际变化显现：

- **复工复产加速，已恢复至疫情前水平。**20Q2 受疫情影响，营收占比约 66%的海外业务受冲击严重，导致公司单季营收首次出现亏损。8 月，公司国内业务复工率已恢复并部分超过疫情前水平，欧洲恢复至约 85%，北美恢复至 70~80%，疫情给公司业绩带来的负面影响逐步消除。
- **新业务订单不断，未来空间可期。**复工复产以来，公司国产化新业务拓展顺利，三季度公司公告披露订单累计金额已突破 28 亿元：THF 公司混动热管理系统获吉利-沃尔沃 GHS 平台 18.79 亿订单、理想 X01 项目 6.64 亿订单；AMK 公司空气悬架核心部件总成获蔚来汽车 1.31 亿订单、东风岚图 1.27 亿订单。**公司在持续开拓新客户，已有部分项目处于研发验证阶段，预计将有更多订单落地。**
- **组织重构，降本增效，盈利能力提升确定性高。**公司于 20 年 7 月顺利完成新老董事长换届，组织管理从区域化管理正式过渡到以业务板块为核心的事业部管理模式，并**确定后期制造中心逐步向国内转移，将对市场开拓、技术整合和资产结构优化带来积极影响，促进降本增效，从而推动盈利能力提升。**
- **发力特斯拉、蔚来、小鹏等新势力，瞄准增量市场。**公司在稳固传统客户的基础上，市场策略向特斯拉、蔚来、小鹏、理想等新势力倾斜，在新能源需求较强的空气悬挂、新能源电池电机冷却密封、轻量化等领域重点发力，以寻求抢占潜在的增量市场。

综上，**20Q2 预计成为公司业绩底部，业绩反转态势逐步明朗，盈利能力有望借新业务扩张和经营改善带来的积极变化，持续加速向上。**

2. 从零件到部件 底蕴深厚的行业龙头

2.1 深耕四十载 踏踏实实做事业

公司 1980 年成立，1992 年改制，2007 年上市，从密封及橡胶制品起家，近年来通过投资并购拓展了智能底盘系统、汽车热管理、轻量化等新兴业务领域。2019 年公司位居“全球汽车零部件行业 100 强”第 92 位，橡胶密封件及非轮胎橡胶制品领域国内第 1 位，全球第 13 位。

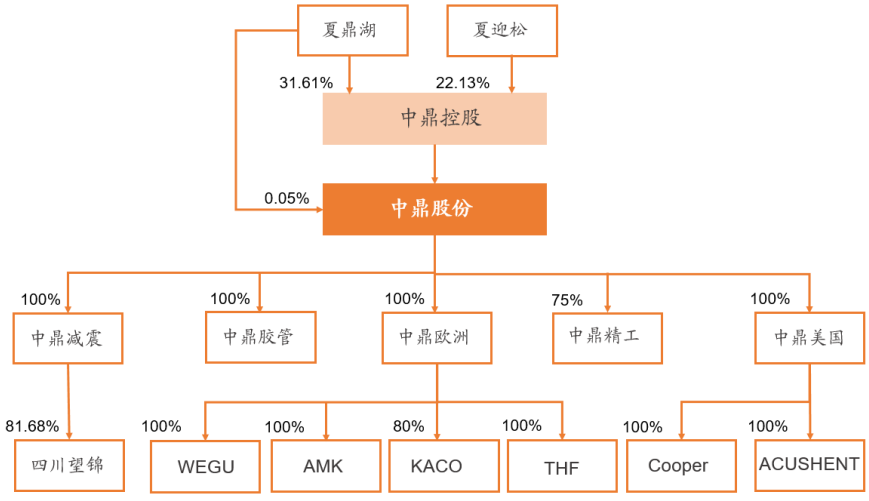
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，申港证券研究所

- **主营业务优秀：**公司在橡胶密封件及非轮胎橡胶制品国内第 1，全球第 13。连续十年在销售收入、出口创汇、利润总额以及主导产品市场占有率等各项指标位居国内同行业首位。
- **股权结构清晰：**公司最大股东为安徽中鼎控股（集团）股份有限公司（持股 41.98%），前十大股东持股 51.01%。公司实际控制人是名誉董事长夏鼎湖和现任董事长夏迎松父子。
- **管理团队稳定：**公司于 2020 年 7 月顺利完成董事长换届，高管团队普遍在公司任职超过 20 年，管理风格与公司理念高度契合。稳定的高管团队为公司正在进行的区域化管理到事业部管理模式的切换，提供了长效保障，助力公司行稳致远。

图2：公司股权结构



资料来源：公司公告，申港证券研究所

2.2 扩张十余年 兢兢业业谋转型

公司早期以密封及橡胶制品起家，2008 开启海外扩张并购之路，经历“市场导向”、“技术导向”、“战略导向”三个阶段，逐步将先进技术和管理经验落地转化，向综合汽车零部件供应商进行深度转型。

公司的收购策略清晰明确，秉承巩固主业、布局新业务和抢占核心技术的总体思路，收购之路精准高效，将多个细分领域的隐形冠军收入麾下：

- **巩固了在非轮胎橡胶制品领域的持续领先地位。**如收购拥有先进密封系统技术的美国 Cooper、美国 ACUSHNET、德国 KACO 和拥有先进 NVH 系统解决方案的德国 WEGU 等；
- **布局了轻量化、空气悬挂、汽车冷却管路等新兴领域。**如拥有空气悬挂系统、电机电控系统核心竞争力的德国 AMK 和具有专利的冷却管路制造商德国 THF 等；
- **抢占了拥有核心技术的企业，构筑技术壁垒。**如收购在轻量化底盘系统核心部件之一的球头铰链总成产品上拥有全球领先技术的**四川望锦**等。

表1：中鼎股份近年来重点并购项目及影响

业务领域	被并购企业	获取益处	可拓展方向	国产化落地项目
密封系统	德国 KACO 美国库伯 美国 ACUSHNET	集成全球前三的密封系统技术	新能源电机密封系统、电池模组密封系统和电桥总成等	无锡嘉科 安徽嘉科 安徽库伯
冷却系统	德国 THF	获取拥有自主专利的独家生产技术 creatube 工艺	发动机、电池管路总成；汽车热管理系统总成	安徽特思通，与中鼎胶管整合
智能底盘系统（橡胶减震降噪）	德国 WEGU	掌握硅胶动力吸振技术	NVH 系统总成	安徽威固
智能底盘系统（轻量化）	四川望锦 奥地利 ADG 美国 ZD Metel	掌握球头铰链总成制造技术、镁铝合金压铸生产技术等	其他轻量化产品	-
智能底盘系统（空气悬挂及电机）	德国 AMK	迈入汽车空气悬挂系统、电机电控系统领域	汽车电子	安徽安美科

资料来源：公司公告，申港证券研究所

2.3 客户众多 积累快速定点优势

公司作为国内细分领域龙头，与国内众多主机厂拥有长期稳定的合作关系。近年来通过投资并购，海外市场也迎来了大发展，**前十大客户结构由 2012 年的自主品牌为主，逐步转向德系、美系等中高端品牌。**2020 年 1-6 月，前十大客户直接与间接总销售额 26.31 亿，占营业收入的 55.44%。

此外，公司积极拥抱市场变化，布局新能源汽车领域，除了与大众（MEB）、通用、吉利、上汽等传统车企共同开拓新能源业务外，也不断获得如特斯拉、蔚来、理想、小鹏等新能源汽车的产品定点。2020 年 1-6 月新能源领域业务销售额已经达到 4.21 亿。

表2：公司历年前十大客户

排名	2012	2018	2019	2020H1
1	GM 通用	GM 通用	VW 大众	VW 大众
2	GAC 广汽	VW 大众	GM 通用	GM 通用
3	Changan 长安	Daimler 戴姆勒	BMW 宝马	VOLVO 沃尔沃
4	BYD 比亚迪	VOLVO 沃尔沃	Daimler 戴姆勒	BMW 宝马
5	GreatWall 长城	Ford 福特	VOLVO 沃尔沃	Renault-Nissan 雷诺日产

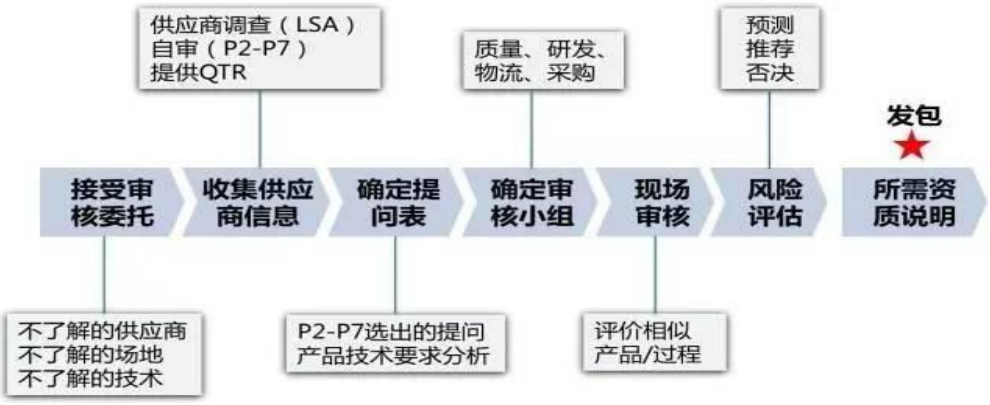
排名	2012	2018	2019	2020H1
6	Ford 福特	BMW 宝马	Ford 福特	Ford 福特
7	Chery 奇瑞	Renault-Nissan 雷诺日产	Renault-Nissan 雷诺日产	Daimler 戴姆勒
8	Renault-Nissan 雷诺日产	FIAT 菲亚特	FIAT 菲亚特	FIAT 菲亚特
9	JAC 江淮	JLR 捷豹路虎	JLR 捷豹路虎	Audi 奥迪
10	Hyundai 现代	Audi 奥迪	Audi 奥迪	PSA 标志雪铁龙
合计收入	21.51 亿	65.74 亿	65.33 亿	26.31 亿
营收占比	65.18%	53.16%	55.81%	55.44%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

从行业运营和公司长远发展的角度，相对多元的客户结构，给公司带来了两个天然优势：

- **快速定点能力。**零部件企业获得项目定点除了满足产品技术要求外，另一个复杂且漫长的过程是供应商准入审查。汽车行业供应商准入标准目前主要有以大众 Formal-Q 为代表的德系标准、以通用 QSB 为代表的美系标准、以标志雪铁龙 QIP 为代表的法系标准和以丰田制造要求为代表的日系标准，而自主主机厂和新势力的要求也多源于或衍生自以上标准。以大众 Formal-Q 为例，**通常纳入新供应商需要 8-12 个月，而公司目前已经满足所有主流标准要求，在定点新品时拥有部分豁免权，相对竞争对手至少可节省发包前审查所覆盖的 2-3 月时间，从而掌握先发优势。**

图3：大众 Formal-Q 潜在供应商评价发包前要求（2-3 个月）



资料来源：Formal-Q，大众特殊要求，VDA，申港证券研究所

- **抵抗风险能力。**公司前十大客户所占市场份额相对平均，2019 年前三大客户占比分别为 6.1%、4.3%、3.8%，没有出现一家或几家独大的情况，凸显了公司在整个产业链上的多元供应能力。同时，在当前汽车行业深度转型、兼并重组频发的时期，分散的客户结构强化了公司在市场大环境出现波动时，抵抗风险的能力，是公司平稳发展的保障。

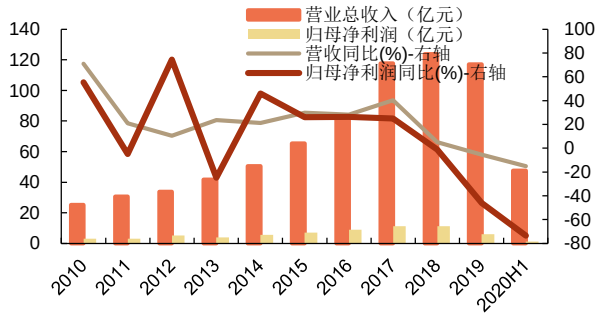
2.4 财务稳健 逐步改善仍有空间

近年来，公司各项业绩随汽车行业整体行情变化和海外投资并购有所波动，但整体状况稳健、持续向好。

- **营收、归母净利润前期高增长，近期承压触底。**公司营收及归母净利润在 2018

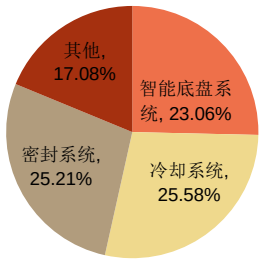
年达到巅峰，分别为 123.68 亿和 11.16 亿，2010-2018 年营收和归母净利润 CAGR 分别达 19.32%和 15.25%。18Q4 起，受汽车行业整体下行、中美贸易战及新冠疫情及影响，营收、归母净利润出现连续下滑，20H1 触底为 47.46 亿和 1.21 亿。

图4：2010-2020H1 公司营收和归母净利润表现



资料来源：公司公告，申港证券研究所

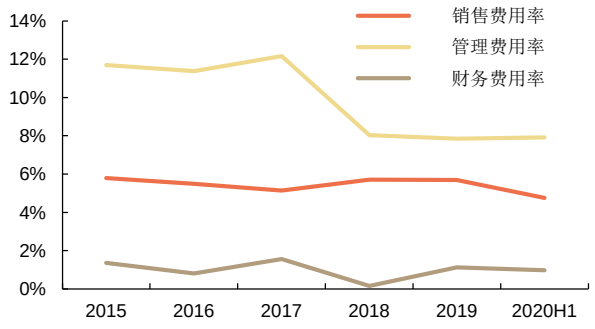
图5：2020H1 公司业务整合后各版块营收占比



资料来源：公司公告，申港证券研究所

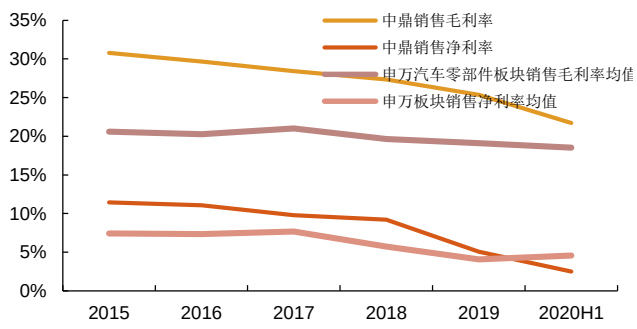
- **期间费用率逐步改善。**公司三费稳中有降，管理费用前期由于海外并购因素维持在高位，18 年之后稳步下降，预计随组织重构有望持续改善。
- **毛利率、净利率大幅领先行业。**公司毛利率维持在 25-30%，净利率维持在 10%左右，近两年受业绩影响有所下降，但由于其技术和规模优势，仍大幅优于行业平均的 20%和 7%的水平。

图6：2015-2020H1 期间费用率



资料来源：公司公告，申港证券研究所

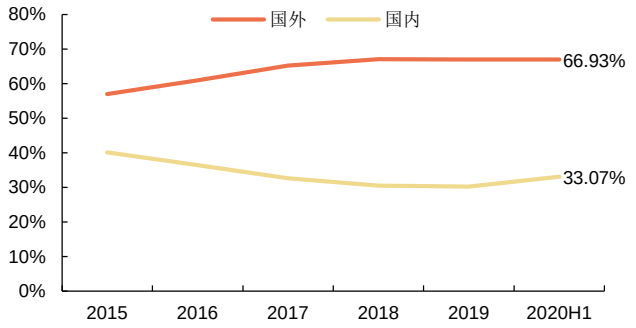
图7：2015-2020H1 毛利率、净利率与板块对比



资料来源：公司公告，申港证券研究所

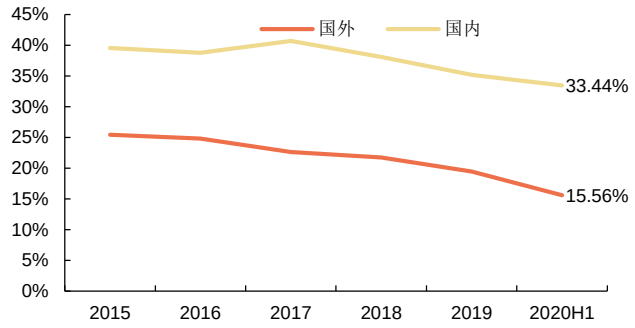
- **国外营收比例较高，毛利率提升空间可期。由于近年来持续的收购动作，公司国**外营收占比维持在 66%以上的高位。受人工、物流成本高企的影响，国外毛利率显著低于国内，**随着公司大力推进制造中心向国内和低成本地区转移，我们预计公司毛利率存在 7-10%的提升空间。**

图8：2015-2020H1 国内国外营收比例



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图9：2015-2020H1 国内国外销售毛利率



资料来源：公司公告，申港证券研究所

3. 从单一到多元 不断升级的择道高手

公司自开启海外并购之路以来，通过收购海外优质企业，逐步形成了覆盖密封、冷却、降噪减震、空气悬挂、轻量化等领域的多元化业务格局，在各个领域都拥有全球范围内的竞争优势。

2020 年中，公司进行组织重构，将橡胶减震降噪系统、轻量化底盘系统和空气悬挂系统整合为“智能底盘系统”，并**将智能底盘系统确立为未来业务发展的核心。**

至此，公司将主营业务整合为智能底盘系统、冷却系统、密封系统三大领域，按事业部进行管理，开启了具有全球视野的系统级供应商之路。

图10：公司多元化布局的竞争优势



资料来源：公司公告，申港证券研究所

3.1 智能底盘系统：整合升级 迈向系统级供应商

汽车底盘系统被誉为汽车的骨骼，是车身和动力系统的载体，影响汽车的安全性、操控性以及舒适性，是价值较高、拥有一定资金和技术门槛的优质赛道。

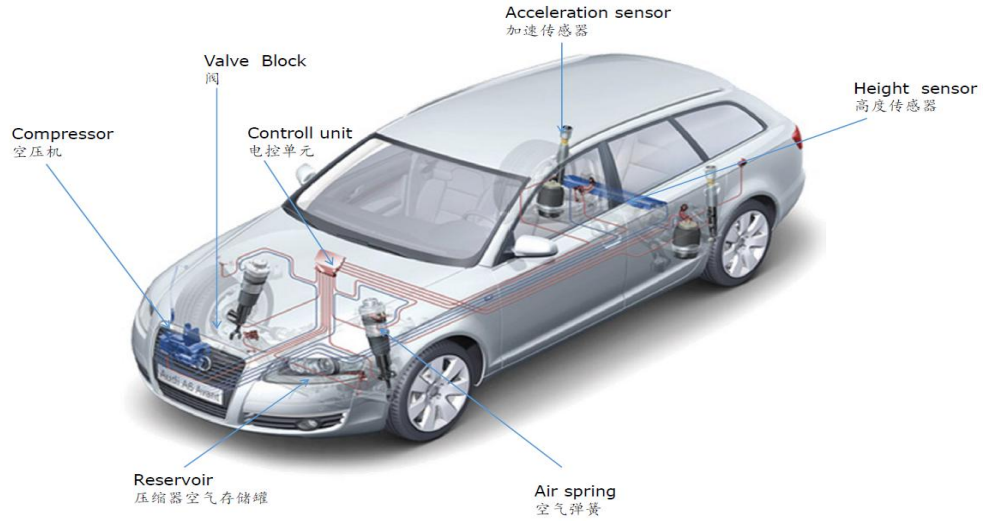
公司的智能底盘系统板块以 NVH 减振降噪系统为基础，在发展轻量化总成产品方向上，加载全球领先的空气悬挂系统，整合了公司在底盘领域的最强技术能力。**公司已成为业内为数不多的系统级供应商，并有望随着国产化降本及新能源相关业务快速发展迎来快速增长。**

2020H1，智能底盘系统贡献营收 14.69 亿元，占比 23.06%，同比下降 19.1%，是受冲击较大的板块。

3.1.1 空气悬挂系统：用先发优势培育市场

空气悬挂是一种卓越行驶质量的豪华功能，不仅能进一步增强驾驶舒适性和车辆安全性，还能自动将车辆调节到最佳驾驶高度而不受车辆负载的影响。目前主流配套车型有奔驰 S 级、宝马 7 系、奥迪 A8、沃尔沃 S90，特斯拉 Model X 等，国产品牌中蔚来 ES8、红旗 HS7、红旗 H9 等旗舰车型也有搭载。

图11：公司空气悬挂系统产品示意图



资料来源：公司公告，申港证券研究所

空气悬挂的**潜在增量来源**主要是以下三个方面：

- **电动车需求。**空气悬挂能确保与地面保持足够的间隙高度，从而保护蓄电池，这对于电动汽车尤为重要，高端电动车如特斯拉 Model X，蔚来 ES8 均进行了搭载。
- **自主品牌高端化需求。**随着自主品牌纷纷发力向上，原本豪华品牌汽车才有的空气悬挂有望逐步下放至自主品牌主流旗舰车型，成为差异化配置之一。国产品牌旗舰红旗 HS7 和 H9 就率先搭载了空气悬挂系统，而公司刚刚获得定点的东风岚图 h97 项目也是自主品牌高端化的标杆之一。
- **部分特殊用途商用车的强制要求。**根据工信部对于 GB7258-2017（C 阶段）的技术要求，2020 年 1 月 1 日起，“总质量大于等于 12000kg 的危险货物运输车后轴，所有危险货物运输半挂车，以及三轴栏板式、仓栅式半挂车应装备空气悬架”，法规在推动空气悬架强制落地。而在发达国家，100%的中型以上客车都搭载了空气悬挂系统，40%以上的卡车、挂车和牵引车用了空气悬挂系统，国内也有望随成本降低逐步配套。

公司收购的 AMK 公司是空气悬挂系统和电机、电控系统的高端供应商，尤其是在空气悬挂系统领域，是行业前三的领先者，在海外为捷豹路虎、沃尔沃、奥迪、奔驰、宝马等世界顶级主机生产商配套。公司拥有的**竞争优势**主要体现在：

- **先发优势。**AMK 公司的子公司安徽安美科在宣城已经拥有小批量供货能力，建成后拥有 5 万套/年的供货能力。而其主要竞争对手大陆集团旗下专注空气悬架的常熟工厂预计 2020 年二季度投产，威博科则专注商用车领域，尚无国内设厂计划。
- **成本优势。**高昂的价格是目前阻碍空气悬挂产品大规模应用的主要原因，目前乘用车产品单车前装价格约为 1.6-2 万元。而**公司产品国产化之后，价格将大幅降至 0.8-1 万元。**
- **多元供应能力。**空气悬挂系统主要包括空气压缩机、控制单元、多系统传感器、空气弹簧等四部分，公司本身拥有四部分集成和分别供应的能力，可根据主机厂需求进行部件或系统供应，利于开拓市场。此外，公司空气悬挂系统也有直接面向后市场和改装市场的产品供应。

近年来，**公司专注于空气悬挂产品的推广和市场培育，除了近期公告已获定点的蔚来、东风项目，还正与多家厂商开展试制和验证工作，有望凭借先发和成本双重竞争优势，打开新的增量空间。**

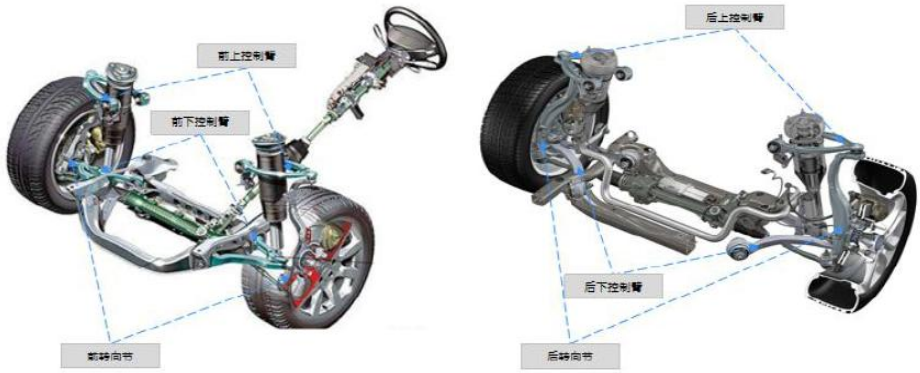
3.1.2 轻量化底盘系统：用先进技术拓展市场

在“双积分”法规推动下，汽车厂商纷纷在节能减排和电动化方向进行发力，轻量化就成了企业的必然选择之一，是确定性很高的优质赛道。

技术领先是公司在轻量化领域核心优势。通过吸收并购企业 ADG 的技术搭建了技术领先的镁铝合金压铸生产线，并依靠收购四川望锦在球头铰链总成产品领域掌握了领先市场的核心技术，建立了一定的技术壁垒。

公司连续获得新订单。在底盘领域，锻铝控制臂总成项目已经取得突破性进展，并取得北京奔驰定点；在车身部件领域，车顶支架总成斩获麦格纳纯电动卡车项目 24.53 亿订单，也标志着**公司拥有了底盘和车身多领域的轻量化制造能力，可配套产品更加多样，有能力进入更广泛的细分市场。**

图12：公司轻量化底盘系统产品示意图



资料来源：公司公告，申港证券研究所

3.1.3 橡胶减震系统：用国产降本提升效益

橡胶减震系统是公司传统主业之一，公司旗下全资子公司中鼎减震一直深耕于汽车减振系统，在衬套类、顶端链接板类、发动机及电机悬置类等产品上拥有多项专利，底蕴深厚。在公司收购德国 WEGU 后，其核心产品硅胶动力吸振技术为汽车领域提供了快捷高效的振动噪音解决方法，在橡胶减振降噪领域走在了全球同行业的前列，同时拥有了给国外高端客户配套的体系。

国产化降本是减震系统板块最大看点，提升空间可观。2019 年占板块营收 29%的德国 WEGU 净利率为 8.9%，同期占板块营收约 6%的安徽威固净利率为 14.5%，国内成本优势显著。2020 年 H1，安徽威固板块营收已恢复至接近同期水平，随着国产化项目比例提升，板块整体盈利能力还有相当的提升空间。

此外，**传统车橡胶减震类产品单车价值约 200-300 元，新能源汽车的电池减震能提供单车约 200 元的增量空间。**

3.2 冷却系统：开发新品 新能源贡献增量

公司旗下中鼎胶管是国内冷却系统领域领先的企业，2017 年收购的 THF 细分领域排名第二，不但获取了更先进的 creatube 技术，还进一步提升了公司在发动机及新能源汽车电池热管理管路总成产品领域的优势。

2019 年公司将中鼎胶管全球 OEM 交由 THF 主导，并着手推进安徽特斯通项目，推动冷却系统领域技术国产化落地。2020H1 安徽特思通实现营收 1.32 亿元，净利润 501 万元，盈利有望随产能爬坡继续提升。

冷却系统在新能源领域单车价值有 3-5 倍的增量空间。由于动力系统的复杂性变化，新能源车需要更多的管路来辅助冷却，传统燃油车单车价值约 300 元，纯电动汽车约 1000 元，而增程式新能源汽车可达 1500 元。目前公司已给宝马、沃尔沃、奥迪、大众、小鹏、理想等新能源汽车平台配套。

国产化后成本优势显现，客户开拓顺利，订单不断。国产化之后，相对于细分领域竞争对手大陆、康迪泰克等跨国企业的成本优势显现，近期公司连续斩获吉利-沃尔沃 GHS 平台 18.79 元亿订单和理想 X01 项目 6.64 亿元订单。按 5 年项目周期计算，仅此两项订单每年即可为公司带来 5 亿元营收。

随国产化项目产能逐步释放，依托供应体系优势，公司冷却系统产品有望快速打开国内市场，市场份额预计将进一步提升。

图13：公司新能源/混合动力车型冷却管路产品示意图



资料来源：公司公告，申港证券研究所

3.3 密封系统：固本强基 实力构筑护城河

密封是公司起步的业务领域之一，在传统密封领域有轴承密封、密封垫片、发动机水封、油封等多种产品，近年来通过连续收购德国 KACO、美国库伯、美国 ACUSHNET 等海外优秀公司，进军高端油封、新能源电机密封、工程密封等领域，集成了全球前三的密封系统技术。

通过多年积累，公司在密封领域构筑了强大的护城河：

- **新能源三电系统密封技术。**公司已经拥有了覆盖新能源电池、电机、电控产品的密封技术，特别是电机高速油封领域拥有领先竞争对手的核心竞争力。
- **丰富的橡胶制品配方。**公司多年积累了数百种橡胶制品配方，能够先于竞争对手快速制备不同性能的橡胶制品，以满足各种环境下的密封产品要求。

公司在收购海外资产后，积极进行国产化落地，设立了无锡嘉科和安徽嘉科，开发和生产相关密封产品。**2019 年国内两公司合计净利率为 12.1%，高于板块平均，随产能扩张有拉动板块盈利水平上升的空间。**

公司在国内高端密封领域的竞争对手是在日系品牌中份额较高的恩福，也已成为公司重点攻克的目标。考虑到公司灵活的经营策略和成本优势，有望在立足德系品牌的基础上，逐步打开美系、日系和自主品牌市场，稳步提升市场份额。

图14：公司三电系统密封系统产品示意图



资料来源：公司公告，申港证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1 关键假设

公司作为行业龙头，业绩表现与行业总体表现相关度较高。我们假设 2020-2022 年，全球汽车行业增速分别为-8%，+8%，+3%，结合汽车行业普遍的 1.5-2%的供应商年降，我们此为基础预测公司各业务板块增速。

- 智能底盘系统。此版块包括空气悬挂、轻量化和橡胶减震系统。考虑到空气悬挂和轻量化产品的高增长预期，结合公司已经取得的蔚来和东风岚图的空气悬挂订单情况，我们预测板块 2020-2022 年增速分别为-10%，+10%，+12%。
- 冷却系统。我们认为随新能源、混动、增程式动力汽车的普及，板块收入有望大幅提升，结合公司已经取得的吉利和理想的订单情况，我们预测板块 2020-2022 年增速分别为-8%，+15%，+12%。
- 密封系统。我们预计板块表现相对稳健，我们预测板块 2020-2022 年增速分别为-10%，+15%，+10%。

4.2 可比公司估值

公司业务领域相对复杂，可比公司我们选取 NVH 领域与公司存在竞争关系与公司相关度最高的拓普集团、热管理领域的银轮股份、轻量化领域的旭升股份。

与可比公司相比，公司估值显然被低估。**我们认为一方面有上半年业务不及预期的事实，另一方面有公司在特斯拉等新能源车企业务占比较低的因素。**

表3：可比公司盈利预测与估值情况（截止 2020.9.22）

证券简称	收盘价(元)	市值（亿元）	PE			EPS		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
拓普集团	38.92	411	70.45	46.72	36.96	0.55	0.83	1.05
银轮股份	12.30	93	25.7	20.52	16.72	0.48	0.6	0.74
旭升股份	37.27	167	55.77	42.4	32.41	0.67	0.88	1.15

证券简称	收盘价（元）	市值（亿元）	PE			EPS		
均值			50.64	36.55	28.70	0.57	0.77	0.98
中鼎股份	10.87	132	28.11	15.53	12.38	0.39	0.70	0.88

资料来源：Wind，申港证券研究所　注：除中鼎股份其他公司预测均来自 Wind 一致预测

4.3 盈利预测

基于上述假设，我们预计公司 2020~2022 年的营业收入分别为 104.39 亿元、117.53 亿元和 130.23 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 4.72 亿元、8.54 亿元和 10.72 亿元，每股收益分别为 0.39 元、0.70 元和 0.88 元，对应 PE 分别为 28.1X、15.5X 和 12.3X。

目前公司边际变化显现，业绩触底态势明朗，向上可期。综合可比公司估值水平，给予公司 35 倍 PE 的估值，合理股价为 13.65 元。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

5. 风险提示

疫情控制不及预期，新项目国产化进度不及预期，客户拓展进度不及预期，行业竞争加剧的风险，贸易争端的风险。

表4：公司盈利预测表

利润表					单位:百万元	资产负债表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**12368**	**11706**	**10439**	**11754**	**13024**	**流动资产合计**	**8037**	**9295**	**9464**	**9820**	**9985**
营业成本	**8985**	**8740**	**7937**	**8674**	**9427**	货币资金	1700	3007	2681	3019	3345
营业税金及附加	73	83	74	84	93	应收账款	2947	2967	2567	2890	3202
营业费用	642	626	525	610	676	其他应收款	156	149	133	150	166
管理费用	903	864	765	826	909	预付款项	81	109	99	108	117
研发费用	550	571	464	523	579	存货	2082	2323	2295	2358	2345
财务费用	18	124	140	94	119	其他流动资产	508	166	131	167	203
资产减值损失	65	(76)	50	40	40	**非流动资产合计**	8037	8831	8841	8722	8716
公允价值变动收益	(2)	20	9	14	12	长期股权投资	**269**	**281**	**239**	**275**	**260**
投资净收益	73	30	52	52	52	固定资产	3318	4026	4249	4367	4459
营业利润	**1281**	**757**	**580**	**1063**	**1334**	无形资产	564	679	613	553	499
营业外收入	94	26	12	16	14	商誉	2677	2655	2355	2355	2355
营业外支出	11	27	8	12	10	其他非流动资产	117	63	77	87	97
利润总额	**1364**	**756**	**584**	**1067**	**1338**	**资产总计**	**16074**	**18125**	**18305**	**18542**	**18701**
所得税	226	164	117	192	241	**流动负债合计**	**3385**	**4220**	**4807**	**4528**	**4025**
净利润	**1138**	**592**	**467**	**875**	**1097**	短期借款	691	835	1802	1344	665
少数股东损益	21	(10)	(5)	20	25	应付账款	1591	1818	1507	1647	1790
归属母公司净利润	1116	602	472	855	1072	预收款项	31	51	36	40	45
EBITDA	2305	2037	1317	1833	2168	一年内到期的非流动负债	118	638	638	638	638
EPS（元）						**非流动负债合计**	**4272**	**4950**	**4198**	**4199**	**4200**
主要财务比率						长期借款	3710	3314	3314	3314	3314
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券	0	1016	339	339	339
成长能力						**负债合计**	**7657**	**9170**	**9006**	**8727**	**8225**
营业收入增长	5.1%	-5.4%	-10.8%	12.6%	10.8%	少数股东权益	136	58	53	73	98
营业利润增长	-5.5%	-40.9%	-23.4%	83.2%	25.6%	实收资本（或股本）	1221	1221	1221	1221	1221
归属于母公司净利润增长	-1.0%	-46.1%	-21.6%	81.0%	25.5%	资本公积	2292	2332	2332	2332	2332
获利能力						未分配利润	4337	4677	4956	5460	6093
毛利率(%)	27.4%	25.3%	24.0%	26.2%	27.6%	归属母公司股东权益合计	8282	8897	9296	9837	10515
净利率(%)	9.2%	5.1%	4.5%	7.4%	8.4%	**负债和所有者权益**					
总资产净利润(%)	6.9%	3.3%	2.6%	4.6%	5.7%	**现金流量表**					单位:百万
ROE(%)	13.5%	6.8%	5.1%	8.7%	10.2%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
偿债能力						**经营活动现金流**	**973**	**1643**	**1265**	**1253**	**1771**
资产负债率(%)	47.6%	50.6%	49.1%	46.8%	43.7%	净利润	1138	592	467	875	1097
流动比率	2.37	2.20	1.97	2.17	2.48	折旧摊销	494	553	598	677	715
速动比率	1.76	1.65	1.49	1.65	1.90	财务费用	18	124	140	94	119
营运能力						应付帐款减少	(356)	(20)	400	(323)	(312)
总资产周转率	0.79	0.68	0.57	0.64	0.70	预收帐款增加	(4)	20	(15)	5	4
应收账款周转率	4.47	3.96	3.77	4.31	4.28	**投资活动现金流**	**(604)**	**(1204)**	**(1616)**	**(51)**	**(253)**
应付账款周转率	7.88	6.87	6.28	7.45	7.58	公允价值变动收益	(2)	20	9	14	12
每股指标（元）						长期股权投资减少	(58)	(12)	41	(35)	15
每股收益(最新摊薄)	0.92	0.49	0.39	0.70	0.88	投资收益	73	30	52	52	52
每股净现金流(最新摊薄)	0.02	1.09	-0.27	0.28	0.27	**筹资活动现金流**	**(347)**	**891**	**26**	**(865)**	**(1191)**
每股净资产(最新摊薄)	6.78	7.29	7.61	8.06	8.61	应付债券增加	0	1016	(677)	0	0
估值比率						长期借款增加	189	(396)	0	0	0
P/E	11.82	22.18	28.11	15.53	12.38	普通股增加	(14)	0	0	0	0
P/B	1.60	1.49	1.43	1.35	1.26	资本公积增加	(158)	40	0	0	0
EV/EBITDA						**现金净增加额**					

资料来源：公司财报，申港证券研究所

研究助理简介

袁逸璞，天津大学硕士，曾就职于中国汽车技术研究中心，2020 年 6 月加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上