

强烈推荐-A (维持)

中鼎股份 000887.SZ

当前股价: 23.69 元
2017年03月26日

具备业绩支撑, 核心技术的橡胶件龙头企业

基础数据

上证综指	3123
总股本 (万股)	123444
已上市流通股 (万股)	111372
总市值 (亿元)	320
流通市值 (亿元)	289
每股净资产 (MRQ)	5.3
ROE (TTM)	13.7
资产负债率	38.3%
主要股东	安徽中鼎控股 (集团)
主要股东持股比例	44.37%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中鼎股份 (000887) 一主业增长稳定, 跨国并购先行》2016-09-01
- 2、《中鼎股份 (000887) 一跨国并购的先行者, 新能源智能驾驶业务有序展开》2016-08-15

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

唐楠

021-68407142
tangnan@cmschina.com.cn
S1090511080002

彭琪

0755-83174724
pengqi@cmschina.com.cn
S1090514080003

事件:

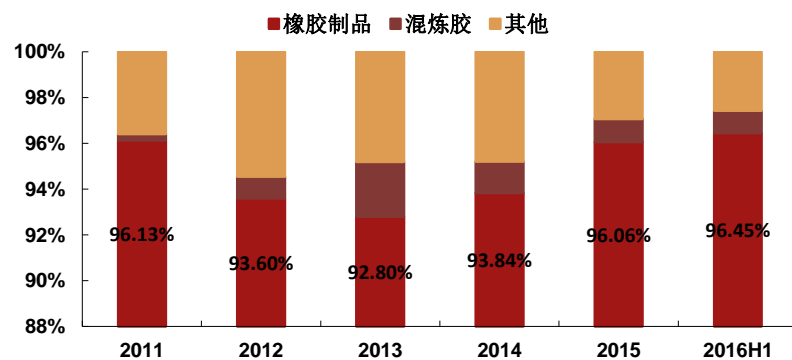
公司公告收购法国 Tristone Flowtech Holding SAS100%股权, 通过该项收购, 中鼎公司将获得全球汽车管件以及流量系统一类供应商, 同时 TFH 公司新兴业务涉及新能源汽车电池冷却系统, 技术和市场规模全球第三。目前 AMK+Tristone 两项涉及“智能驾驶, 新能源汽车”领域的并购宣告完成, 公司在新兴业务板块布局完成了初步探索。以后公司发展将遵循: 主业平稳增长+新业务加速增长的双引擎驱动。

评论:

1、非轮胎橡胶件国内龙头企业

公司在非轮胎橡胶件领域是国内龙头企业, 市占率超过 10%, 通过连续的海外并购和整合, 2015 年跻身全球 NO.19 的大型橡胶企业。2008 年第一单跨国并购至今已经 8 年, 完成了 7 单主业并购, 4 家美国企业, 2 家德国企业和 1 家法国企业。通过并购和技术升级, 成功切入了高端制造业领域, 在船舶、铁路、电力、航天军工等领域均有有效延伸。拥有中国、德国和美国三大研发中心, 在中国、美国、德国、奥地利、匈牙利、法国、斯洛伐克设立生产基地, 是成功走向国门的全球化企业。

图 1: 公司主业收入占比



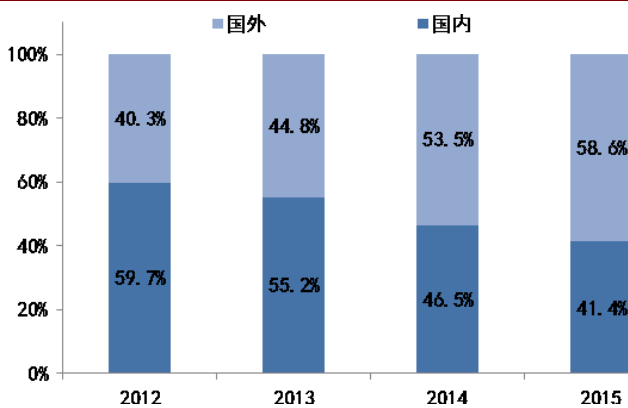
资料来源: 公司公告、招商证券

2、并购+整合，橡胶件的技术升级之路

1) 连续并购，橡胶件技术升级，市场向美洲欧洲扩张。公司通过 2008 年对 ABR 的并购，进入了美国市场；2011 年并购 Cooper，完成高端密封件的布局；2014 年对德国公司 KACO 的并购，完成了欧洲市场布局，并进一步加强了油封等高端密封件的技术实力；2015 年的 WEGU，获取了抗震降噪的技术和高端乘用车市场渠道；2016 年对 AMK 的并购，将是公司由二级供应商向一级供应商转型的关键一步。

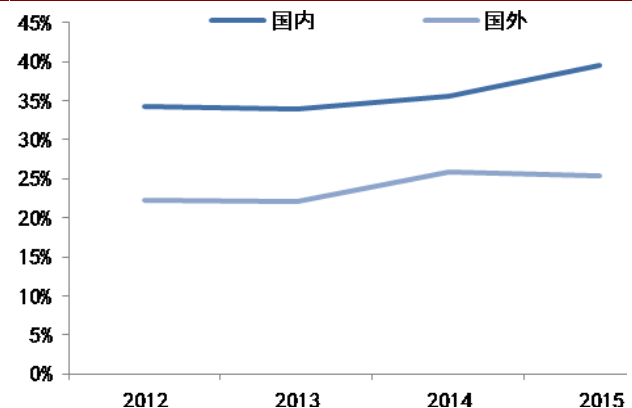
2) 产业整合，生产基地和研发中心调整。公司在海外并购公司的整合方面具备丰富经验，通过海外并购获得高端橡胶件技术，以及模具核心技术，并将生产基地逐步转移至国内。可以看到核心企业：中鼎减震、中鼎精工、中鼎模具的资产规模，收入以及盈利能力逐渐提升。目前公司的配套体系已经由原先的中级车+普通橡胶件，升级为中高级车+电器、工程机械、轨交、石化、航空航天等高端橡胶密封件产品，获得市场渠道的持续增长；通过模具技术的升级提升整体盈利能力和研发实力。

图2：公司收入海外内外占比



资料来源：公司数据、招商证券

图3：公司海内外毛利变化对比

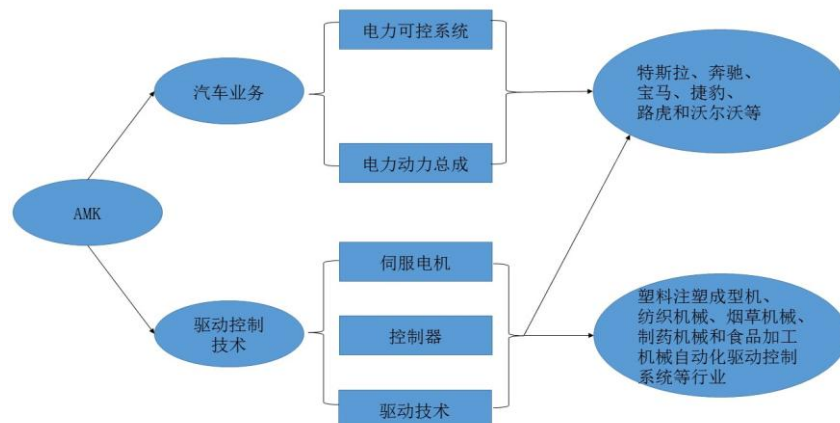


资料来源：公司数据、招商证券

3、跨界探索第一步，完成 AMK 并购

公司2016年完成AMK的并购，进行了电机电池控制系统、驾驶辅助和底盘电子控制系统的布局。AMK总部坐落在德国西南部城市基尔夏伊姆，为行业内的领先者，AMK的业务分为汽车和驱动控制技术两个模块。在汽车业务方面，客户有特斯拉、奔驰、宝马、捷豹、路虎和沃尔沃等世界顶级主机生产商。在驱动控制技术业务方面，除了汽车行业客户外，还涵盖了塑料注塑成型机、纺织机械、烟草机械、制药机械和食品加工机械自动化驱动控制系统等行业。AMK销售主要集中在其本土市场。AMK的下游既有主机厂也有一级供应商，是一个具备强烈扩张灵活性的公司，且其业务主要涉及新兴领域，具备极大的市场空间。主要竞争对手是全球零配件巨头德国大陆。

图4：AMK公司的主要业务及客户



资料来源：公司官网、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

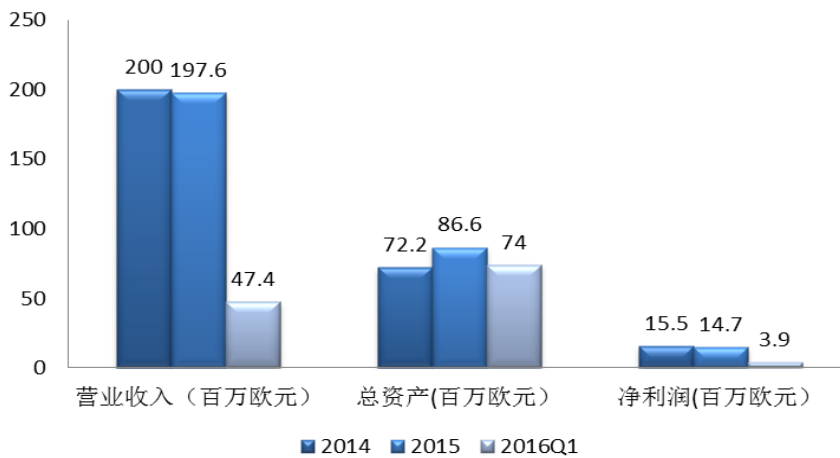
图 5: AMK 公司技术和产品分类



资料来源: 公司官网、招商证券

AMK在电机电池控制系统、驾驶辅助和底盘电子控制系统方面具有世界领先的技术水平, 能为客户提供单独或整体的智能解决方案, 具有较强的盈利能力和利润提升空间, 拥有成熟、先进的产品技术工艺和重要的客户资源, 收购完成后将显著增强公司在汽车电子领域的技术水平, 对公司实现产品由零件向部件升级; 行业从汽车向多元化发展; 市场从传统汽车向节能环保、新能源汽车拓展; 实现从产品到服务再到解决方案的转变这一发展战略起到快速推进作用, 并对公司当期损益产生积极影响。

图 6: AMK 公司的财务数据



资料来源: 公司公告、招商证券

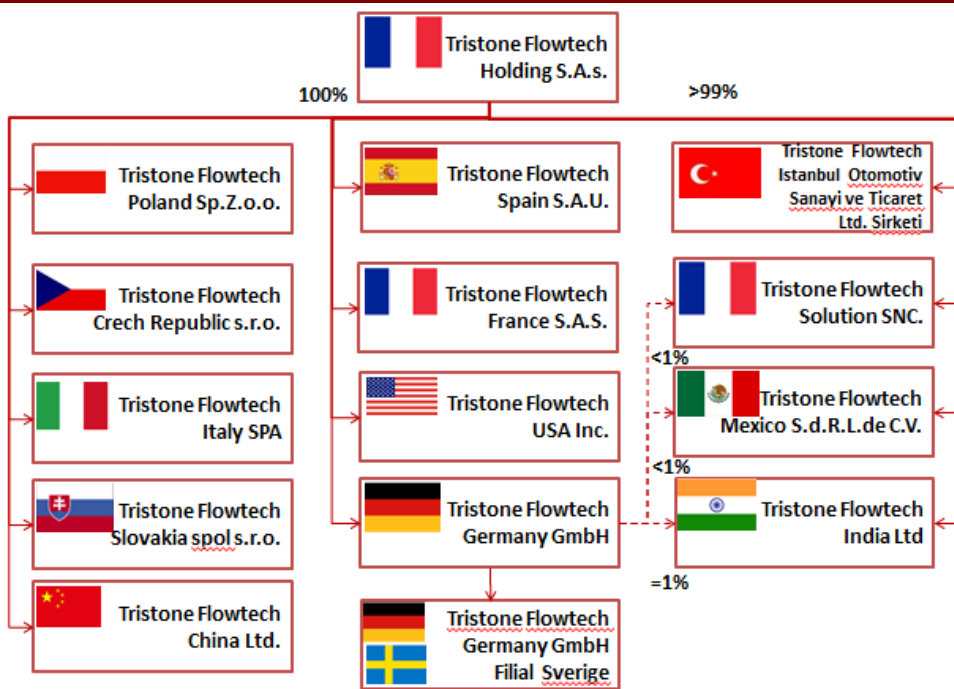
4、收购 TFH，获得新能源汽车核心配件技术

(1) 行业领导者之一

TFH 公司行政总部位于德国法兰克福，截止到 2015 年，有 2500 名员工，在 9 个国家拥有 9 个生产基地，5 个国家有技术办公室，11 个国家有销售代表，8 个 OEM 有驻地工程师。TFH 通过直接持股和间接持股的方式设立了 13 家子公司，其中一家子公司设立了瑞典分公司。

TFH 公司主要经营汽车管件业务，设计和制造用于引擎和电池冷却、充气、进气的流量科技系统，为汽车行业提供流量技术解决方案。公司是汽车配件一类供应商，客户主要覆盖大众、宝马、奥迪、欧宝、福特、通用、标致、雪铁龙等整车制造商的中高端车型等大型整车厂和一级供应商。共拥有 13 家子公司。

图 7: TFH 公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

表 1: TFH 控股子公司的经营范围

子公司	注册地	经营范围
Tristone Flowtech (China) Ltd.	中国	研发、设计、制造和组装发动机及蓄电池冷却系统、空气增压系统等，销售公司自产产品
Tristone Flowtech Crech Republic s.r.o	捷克	塑料和橡胶制品的生产，批发和零售
Tristone Flowtech France S.A.S.	法国	开发、实验、研究和商品化汽车行业流体循环业务相关的产品（发动机零部件或内饰）
Tristone Flowtech Germany GmbH	德国	辅助和接管新产品的开发，特别是与汽车行业橡胶与塑料制品的开发和生产的
Tristone Flowtech India Ltd.	印度	向世界主要汽车制造商提供发动机、蓄电池冷却、充气和进气的材料、工艺和技术的完整解决方案，为完整的流体技术解决方案提供创新技术和产品
Tristone Flowtech Italy SPA	意大利	设计、生产和销售用于汽车行业、工业车辆、家用电器、液压系统和相关活动的橡胶或塑料管道和工艺制品
Tristone Flowtech Mexico S.d.R.L.de C.V.	墨西哥	自行或通过第三方购买、销售、商品化、推销、租赁、进口，储存、包装各种类型的机器设备、工具等，特别是用于汽车行业的橡胶和塑料制品
Tristone Flowtech Poland Sp. Z. o. o.	波兰	橡胶产品的生产，建筑用塑料制品的生产，电线电缆的生产，安装设备的生产，发动机和涡轮机的生产，其他设备的维修
Tristone Flowtech Slovakia spol s.r.o.	斯洛伐克	生产和销售塑料制品
Tristone Flowtech Solution SNC	法国	开发和商品化汽车行业流体循环业务相关的产品（发动机零部件及内饰等）
Tristone Flowtech Spain S.A.U.	西班牙	汽车行业流体循环用组件的生产、分销和销售；机动车辆用组件和配件的生产及销售；橡胶制品和塑料材料的生产与经营
Tristone Flowtech Istanbul Otomotiv Sanayi ve Ticaret Ltd. Sirketi	土耳其	生产用于汽车行业的各种塑料件及塑料软管制品
Tristone Flowtech USA Inc.	美国	用于发动机和蓄电池冷却、充气和进气的合法技术系统的设计工程和生产

资料来源：公司公告、招商证券

图 8: TFH 公司的主要产品










资料来源：公司公告、招商证券

(2) 汽车全系统内循环供应商

TFH 是欧洲此类业务领域的市场领导者之一，所占市场份额的 13%。公司是一个全系统供应商，其主要产品种类包括发动机和电池冷却 (E&BC)，空气充气 (AC) 和空气进气管 (AI) 等；公司拥有大量的知识产权和重大的加工专门技术，可以在全球范围内享受专利带来的收益；公司成功维持了多样化的客户群，重点集中在主要全球 OEM 供应商，没有客户超过总销售的 16-17%，有效分散了市场风险；TFH 的高级管理层拥有平均超过 25 年的从业经验，且拥有一批高素质的工程师和项目经理，团队拥有丰富的技术和项目管理经验；公司一以贯之地重视产品和服务的高质量，建立良好的内控制度。

目前新兴业务是新能源汽车的电池冷却系统（在全球该领域，公司排名前三），占比正处于快速提升期，中长期来看，预计 TFH 公司发动机及新能源汽车电池冷却系统的收入占比将快速提升，近几年持续快速增长，有望超过 50%。中鼎公司收购完成后，将在中国进行新能源汽车电池冷却系统的渠道渗透。

表 2: TFH 公司的行业地位及市场份额

公司	Sales 2015 (百万欧元)	市场占有率	产品覆盖			地区		
			发动机与电池 冷却 (E&BC)	空气充气 (AC)	空气进气管 (AI)	美国、加拿大、墨西哥	欧洲	亚洲
	475	26%	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	229	13%	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	210	12%	✓	✓	✗	✓	✓	✓
	110	6%	✓	✓	✗	✗	✓	✗
	85	5%	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	40	2%	✓	✓	✓	✗	✓	✓
	610	35%				✓	✓	✓

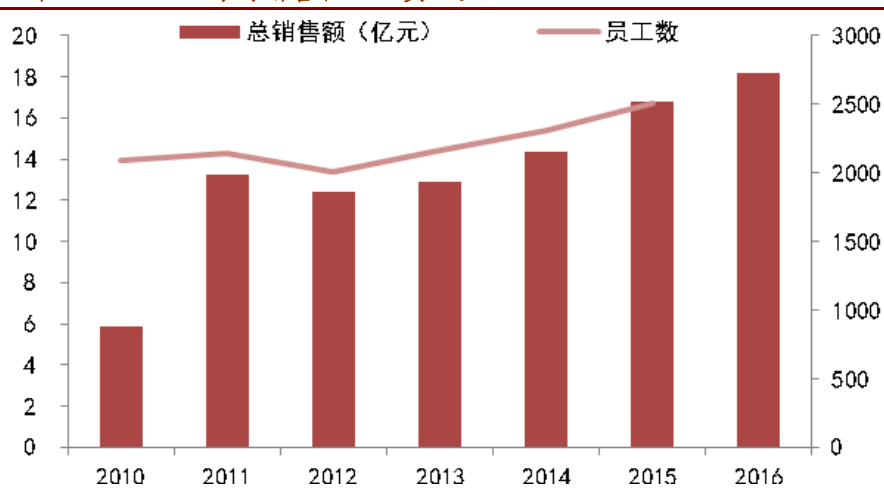
资料来源：公司公告、招商证券

图 9: TFH 公司的竞争对手情况

公司	选择客户	销售额 (市场份额)	优势	劣势
ContiTech	大众、奔驰、 宝马、福特、 通用等	475 (26%)	<ul style="list-style-type: none"> ▲ 市场领导者 ▲ 广泛的客户群 ▲ 业务遍布全球(巴西除外) ▲ 自有快速接头工具 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ 并非同类最佳质量
Hutchinson	VOLVO、福特、 欧宝、雷诺 等	210 (12%)	<ul style="list-style-type: none"> ▲ 欧洲、NAFTA 和中国 ▲ 不同的客户群 ▲ 快速接头部件 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ 缺乏先进的技术 ▲ EU 的高成本基础 低质量性能
TEKLAS	大众、奔驰、 奥迪、福特、 非亚特等	110 (6%)	<ul style="list-style-type: none"> ▲ 内部接头 ▲ 政府资助 ▲ 核心成本低 ▲ 强劲的国际势头 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ 当前仅在欧洲，正筹备进 入中国 ▲ 与某些 OEM 相比处于劣 势，价格倾销
Avon	通用、雷诺、 福特等	85 (5%)	<ul style="list-style-type: none"> ▲ 欧洲、NAFTA 和中国业务 ▲ 不同的客户群 ▲ 技术能力 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ 财务表现疲弱 ▲ 未在亚洲开展业务
Veritas	大众、奔驰、 宝马、通用等	40 (2%)	<ul style="list-style-type: none"> ▲ 塑料制造能力 ▲ 业务遍布欧洲和亚洲 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ 未在 NAFTA 内生产 ▲ EU 缺乏 LCC 份额 ▲ 有限的 EC 技术 ▲ 财务疲软

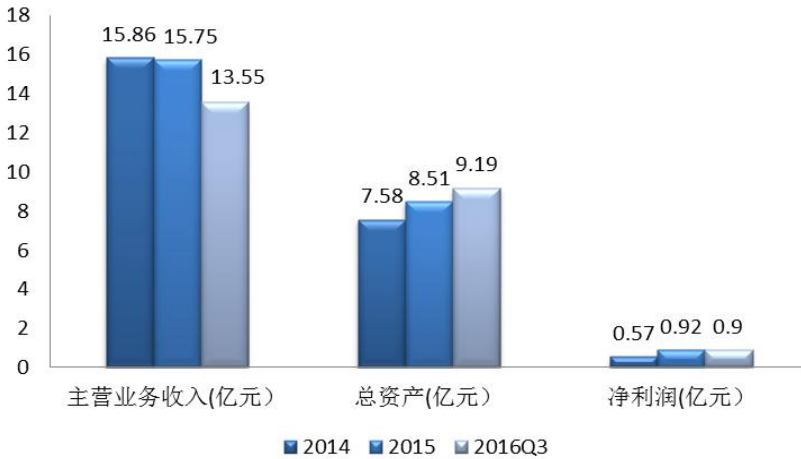
资料来源：公司公告、招商证券

图 10: TFH 公司的销售收入及员工数



资料来源：公司数据、招商证券

图 11: TFH 公司的财务数据



资料来源: 公司公告、招商证券

5、盈利预测与评级

考虑到 AMK 公司 2016 年 3 季度并入财务报表, TFH 公司预计 2017 年 3 月份并表, 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为: 0.81 元、1.09 元、1.41 元, 对应 2017 年 PE、PB 分别为: 21.7、5.5 倍。看好公司主业保持 15%-25% 的稳定利润增长, 逐渐侵蚀高端密封件外资份额; AMK 和 TFH 并入后, 将为公司带来智能驾驶和新能源汽车核心零配件业务, 以及汽车零部件一级供应商渠道, 这两家公司的产品有效国产化, 进入国内供应链体系后, 将为公司带来广阔的市场。公司将与我国的自主品牌汽车一起在新兴领域共同成长。看好公司发展和持续增长, 维持“强烈推荐-A”投资评级, 持续推荐。

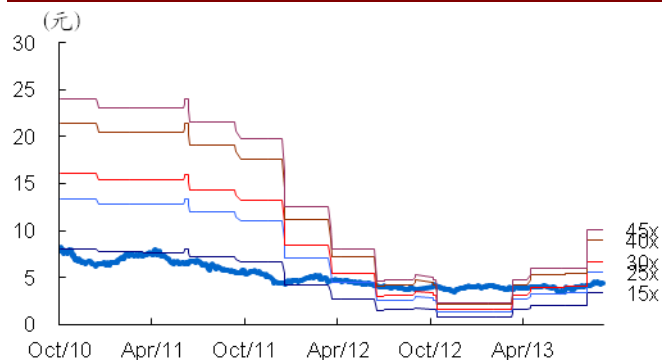
风险提示: 汽车行业下滑, 并购公司国产化项目推进缓慢。

表 3: 销售收入结构预测

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	5040	6543	8637	11573	14467
同比增长	21%	30%	32%	34%	25%
营业利润(百万元)	682	876	1207	1653	2151
同比增长	42%	28%	38%	37%	30%
净利润(百万元)	567	714	989	1327	1717
同比增长	46%	26%	39%	34%	29%
每股收益(元)	0.51	0.64	0.81	1.09	1.41
P/E(倍)	46.6	37.0	29.1	21.7	16.8
P/B(倍)	9.0	7.2	6.9	5.5	4.4

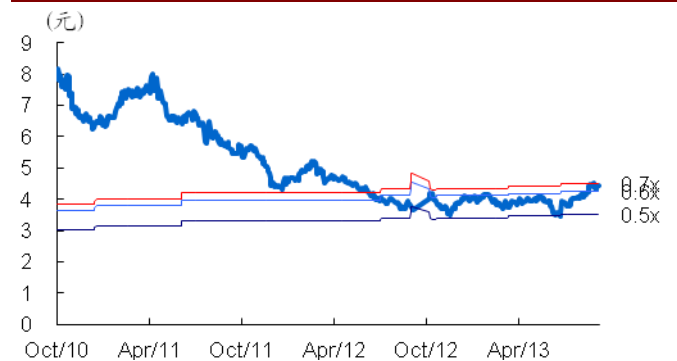
资料来源: 公司数据、招商证券

图 12: 中鼎股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 13: 中鼎股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3112	4307	4703	6137	7707
现金	372	1274	745	829	1082
交易性投资	13	8	8	8	8
应收票据	257	314	415	556	695
应收款项	1230	1438	1873	2510	3137
其它应收款	25	50	66	88	110
存货	1118	1146	1496	2011	2507
其他	97	76	101	135	168
非流动资产	2314	3164	3272	3363	3440
长期股权投资	0	57	57	57	57
固定资产	1348	1509	1656	1782	1890
无形资产	239	328	295	266	239
其他	727	1270	1263	1258	1254
资产总计	5426	7471	7975	9500	11147
流动负债	1780	1828	1751	2178	2419
短期借款	534	377	108	140	0
应付账款	600	713	938	1260	1570
预收账款	33	22	29	39	49
其他	614	716	676	739	800
长期负债	572	1842	1842	1842	1842
长期借款	367	1597	1597	1597	1597
其他	206	246	246	246	246
负债合计	2352	3670	3594	4021	4262
股本	1115	1115	1215	1215	1215
资本公积金	301	365	365	365	365
留存收益	1515	2184	2615	3646	4965
少数股东权益	143	137	187	254	341
归属于母公司所有者权益	2931	3664	4195	5225	6544
负债及权益合计	5426	7471	7975	9500	11147

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	547	1091	743	791	1228
净利润	567	714	989	1327	1717
折旧摊销	150	243	262	280	294
财务费用	43	68	105	97	92
投资收益	(32)	1	(15)	(27)	(27)
营运资金变动	(192)	3	(658)	(966)	(949)
其它	12	63	60	81	100
投资活动现金流	(636)	(1108)	(372)	(372)	(372)
资本支出	(224)	(342)	(372)	(372)	(372)
其他投资	(412)	(765)	0	0	0
筹资活动现金流	97	896	(901)	(335)	(603)
借款变动	622	1452	(353)	32	(140)
普通股增加	36	0	99	0	0
资本公积增加	136	64	0	0	0
股利分配	(540)	(558)	(558)	(297)	(398)
其他	(157)	(63)	(89)	(69)	(65)
现金净增加额	9	879	(530)	84	253

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5040	6543	8637	11573	14467
营业成本	3545	4531	5959	8009	9982
营业税金及附加	34	37	49	66	82
营业费用	299	329	434	581	726
管理费用	385	663	864	1157	1418
财务费用	59	77	105	97	92
资产减值损失	59	32	35	38	42
公允价值变动收益	(8)	1	1	1	1
投资收益	32	(1)	14	26	26
营业利润	682	876	1207	1653	2151
营业外收入	27	38	80	50	50
营业外支出	10	3	25	12	12
利润总额	699	911	1262	1691	2189
所得税	111	161	222	296	385
净利润	588	750	1039	1394	1804
少数股东损益	21	36	50	67	87
归属于母公司净利润	567	714	989	1327	1717
EPS (元)	0.51	0.64	0.81	1.09	1.41

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	21%	30%	32%	34%	25%
营业利润	42%	28%	38%	37%	30%
净利润	46%	26%	39%	34%	29%
获利能力					
毛利率	29.7%	30.8%	31.0%	30.8%	31.0%
净利率	11.2%	10.9%	11.5%	11.5%	11.9%
ROE	19.3%	19.5%	23.6%	25.4%	26.2%
ROIC	15.3%	13.4%	17.7%	19.9%	21.7%
偿债能力					
资产负债率	43.3%	49.1%	45.1%	42.3%	38.2%
净负债比率	17.5%	27.5%	21.4%	18.3%	14.3%
流动比率	1.7	2.4	2.7	2.8	3.2
速动比率	1.1	1.7	1.8	1.9	2.1
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	1.1	1.2	1.3
存货周转率	3.7	4.0	4.5	4.6	4.4
应收帐款周转率	4.5	4.9	5.2	5.3	5.1
应付帐款周转率	6.4	6.9	7.2	7.3	7.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.51	0.64	0.81	1.09	1.41
每股经营现金	0.49	0.98	0.61	0.65	1.01
每股净资产	2.63	3.28	3.45	4.30	5.39
每股股利	0.50	0.50	0.24	0.33	0.42
估值比率					
PE	46.6	37.0	29.1	21.7	16.8
PB	9.0	7.2	6.9	5.5	4.4
EV/EBITDA	38.7	29.2	21.6	16.8	13.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究10年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2014年获水晶球第一并获得新财富最佳分析师第二名，2016年获得新财富第五。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

唐楠，上海财经大学硕士，3年汽车供应链产业从业经验，6年汽车行业研究经验，专注于从事汽车及配件、汽车后服务、车联网等领域研究，挖掘行业龙头和强势企业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。