

中鼎股份 (000887)

兼具护城河与进取心、中国龙头全球快跑

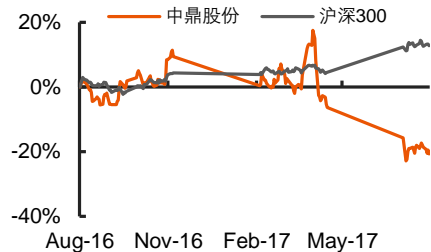
强烈推荐 (上调)

现价: 18.48 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.zhongdinggroup.com
大股东/持股	安徽中鼎控股(集团)股份有限公司/44.33%
实际控制人/持股	夏鼎湖/%
总股本(百万股)	1,234
流通 A 股(百万股)	1,214
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	228.12
流通 A 股市值(亿元)	224.29
每股净资产(元)	5.48
资产负债率(%)	50.70

行情走势图



证券分析师

王德安	投资咨询资格编号 S1060511010006 021-38638428 WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN
余兵	投资咨询资格编号 S1060511010004 021-38636729 YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

曹群海	一般从业资格编号 S1060116080003 021-38630860 CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN
杨献宇	一般从业资格编号 S1060117010030 18818203151 YANGXIANYU687@PINGAN.COM.CN

投资要点

中鼎股份是我国汽车非轮胎橡胶件绝对龙头,目前全球排名第 18 位。得益于成功的海外并购及整合,公司海外收入复合增速高,不仅获取汽车巨头全球平台订单,更消化吸收高端技术,实现产品与客户的高端化。过去十年收入增长十倍,即将突破百亿规模,全球份额还有较大提升空间。

■ **专注非轮胎橡胶件 37 年,打造了宽广的护城河:** 公司凭借突出的技术及管理优势、完善的橡胶件工艺体系、稳定专业的高管团队、优秀的并购及整合能力等多重优势塑造了宽广的护城河。

■ **公司全球地位快速提升,但全球市占率仍低,未来成长空间广阔:** 2011 年中鼎首次进入全球非轮胎橡胶件前五十五强,于 2017 年位居全球第 18。2008 年起为进入全球平台配套开始进行海外并购,在美国、欧洲斩获颇丰,获取了高端技术及高端客户,并购后公司成功将海外公司落地国内,并迅速形成新的利润增长点,公司收购主要围绕非轮胎橡胶件主业进行。

非轮胎橡胶件全球前五十五强仍以欧美日企为主,非轮胎橡胶件是典型的多品种小批量生产模式,且人工占比相对较高,无法完全自动化,未来该行业向发展中国家转移是大势所趋。中国汽车产量已占全球 30%,未来全球汽车产量主要增量来自中国,中鼎作为土生土长的橡胶件企业具备天然优势。中鼎股份虽然已位居全球第 18 位,但其全球份额不到 2%,未来其全球份额有很大提升空间。公司已开始涉足除橡胶件以外的汽车电子、新能源汽车等领域,有望开辟除了非轮胎橡胶件以外的另一全新天地。

■ **盈利预测与投资建议:** 我们认为随着近几年公司几个海外并购标的在华落地,未来几年业绩将保持高速增长,调整公司业绩预测为 2017 年、2018 年、2019 年实现归属于母公司股东的净利润为 11.8 亿、13.9 亿、16.0 亿(原预测值为 2017/2018 年净利润为 11.5 亿/13.1 亿),对应最新股本,则 2017 年、2018 年、2019 年每股收益为 0.96 元、1.13 元、1.30 元,我们认为相较于公司未来几年的成长性,目前公司估值偏低,上调公司评级由“推荐”至“强烈推荐”。近期大股东耗资 3 亿增持凸显大股东对公司长期发展的强烈信心。

■ **风险提示:** 1) 天胶价格大幅上涨扰动短期毛利率; 2) 海外市场收入增速不及预期; 3) 新业务拓展进度不及预期; 4) 汽车产销增速下滑幅度超预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6543	8384	11380	13397	15509
YoY(%)	29.8	28.1	35.7	17.7	15.8
净利润(百万元)	714	901	1183	1393	1602
YoY(%)	26.0	26.2	31.3	17.7	15.0
毛利率(%)	30.8	29.6	27.8	27.4	27.3
净利率(%)	10.9	10.7	10.4	10.4	10.3
ROE(%)	19.5	14.0	16.7	16.8	16.7
EPS(摊薄/元)	0.58	0.73	0.96	1.13	1.30
P/E(倍)	32.0	25.3	19.3	16.4	14.2
P/B(倍)	5.6	3.5	3.0	2.6	2.2

正文目录

一、我国非轮胎橡胶件第一股	4
1.1 专注非轮胎橡胶件 37 年，全球地位快速提升	5
1.2 经营情况：海外收入持续高增长，盈利能力稳中有升	5
1.3 上下游：盈利能力受天胶影响不大、配套厂商逐渐丰富	6
二、行业空间较大、中国企业大有可为	7
2.1 非轮胎橡胶件行业空间广阔	7
2.2 非轮胎橡胶件全球格局：欧美日仍占主导、中国企业地位提升快	8
2.3 非轮胎橡胶产业从发达国家逐步向发展中国家转移是大势所趋	9
三、成功的并购成就海外业务高增长	10
3.1 2017 年收购德国 TFH 公司	13
3.2 2016 年收购德国 AMK	15
3.3 2015 年收购抗震降噪领军企业德国 WEGU	16
3.4 2014 年收购密封技术领头羊德国 KACO	16
四、多重优势塑造宽广护城河	17
4.1 高管团队稳定、专业经验丰富	17
4.2 技术与管理优势突出	17
4.3 具备完善的橡胶件生产工艺体系	18
4.4 并购及整合经验丰富	18
五、盈利预测与投资建议	20
六、风险提示	23

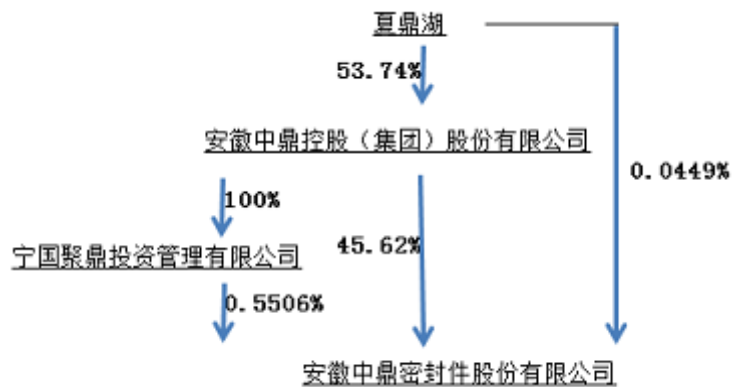
图表目录

图表 1	中鼎股份股权结构	4
图表 2	中鼎股份主营汽车用非轮胎橡胶件	4
图表 3	中鼎股份发展历程	5
图表 4	中鼎全球排名持续提升	5
图表 5	中鼎股份全球份额持续提升 单位：亿美元	5
图表 6	中鼎股份收入结构 单位：亿元	6
图表 7	中鼎股份毛利率稳中有升	6
图表 8	中鼎股份毛利率及净利率 单位：%	6
图表 9	中鼎股份 ROE 单位：%	6
图表 10	中鼎密封件原材料成本构成	7
图表 11	中鼎股份毛利率与天胶价格 单位：万元/吨	7
图表 12	前五大客户销售额占比	7
图表 13	中鼎股份下游配套汽车厂商	7
图表 14	汽车用非轮胎橡胶制品分类	8
图表 15	2017 年度非轮胎橡胶制品企业 19 强排名（依据 2016 年销售额） 单位：亿美元	9
图表 16	2009 年非轮胎橡胶件 50 强企业分布（家数）	9
图表 17	2017 年非轮胎橡胶件 50 强企业分布（家数）	9
图表 18	非轮胎橡胶产品成本结构差异	10
图表 19	中国汽车产量占全球比例大幅提升 单位：万辆	10
图表 20	中鼎股份海外收入构成 单位：亿元	11
图表 21	中鼎股份并购历史	11
图表 22	中鼎股份海外并购布局	12
图表 23	近年来主要收购标的收入、净利润 单位：万元	12
图表 24	TFH 主要产品系列	14
图表 25	2016 前三季 TFH 前五大客户收入占比	14
图表 26	TFH 收入额及同比增速 单位：亿欧元	14
图表 27	公司主要高管在中鼎工作年限较长 单位：岁、年	17
图表 28	中鼎具备完善的橡胶件生产工艺体系	18
图表 29	中鼎股份海外并购后的反向投资	19
图表 30	并购库伯后成立的安徽库伯油封公司净利润复合增速高达 58% 单位：万元	19
图表 31	中鼎股份全球布局	20
图表 32	中鼎股份主要海外公司及下辖公司	20
图表 33	中鼎股份收入与净利润分拆及预测 单位：亿元	21
图表 34	非轮胎橡胶件行业上市公司估值水平比较 单位：亿元	22
图表 35	中鼎股份历史 PE 估值	22
图表 36	中鼎股份历史 PB 估值	22

一、我国非轮胎橡胶件第一股

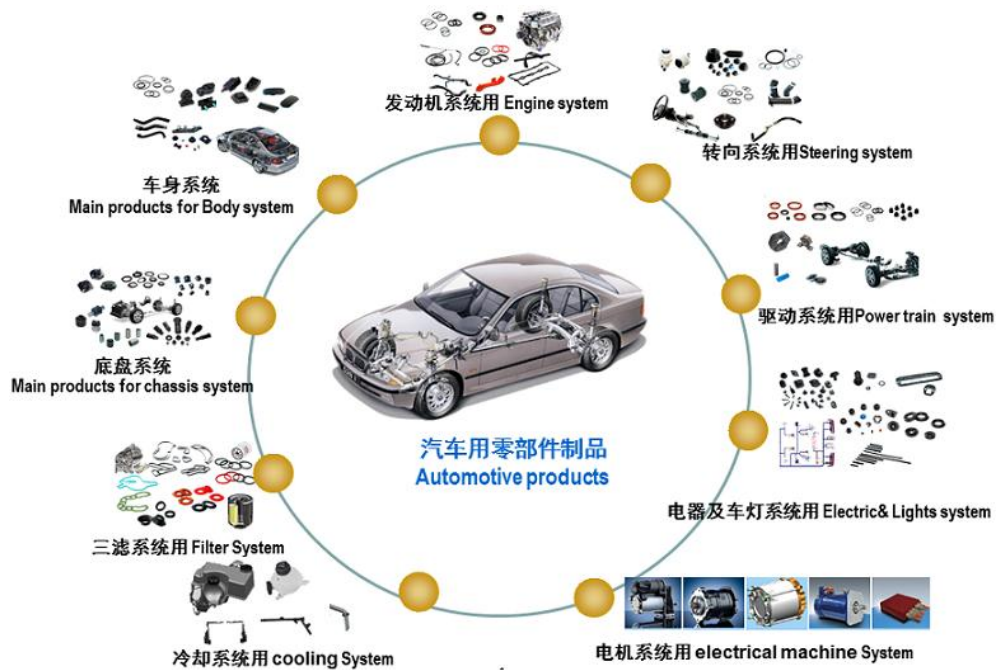
中鼎集团创建于 1980 年，总部位于安徽宁国，实际控制人夏鼎湖。2007 年借壳上市，2008 年定增注入中鼎制动、减震、骨架、模具业务，实现集团非轮胎橡胶件业务的整体上市。公司主营密封件、特种橡胶制品（汽车、工程机械、高铁等行业基础元件）。公司在国内处于绝对的龙头位置，通过近几年的收购整合以及自主研发水平的提升，2017 年公司已位居全球非轮胎橡胶行业排名第 18 位，中鼎全球地位虽快速提升，但全球市占率仍不到 2%，成长空间仍大。

图表1 中鼎股份股权结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表2 中鼎股份主营汽车用非轮胎橡胶件



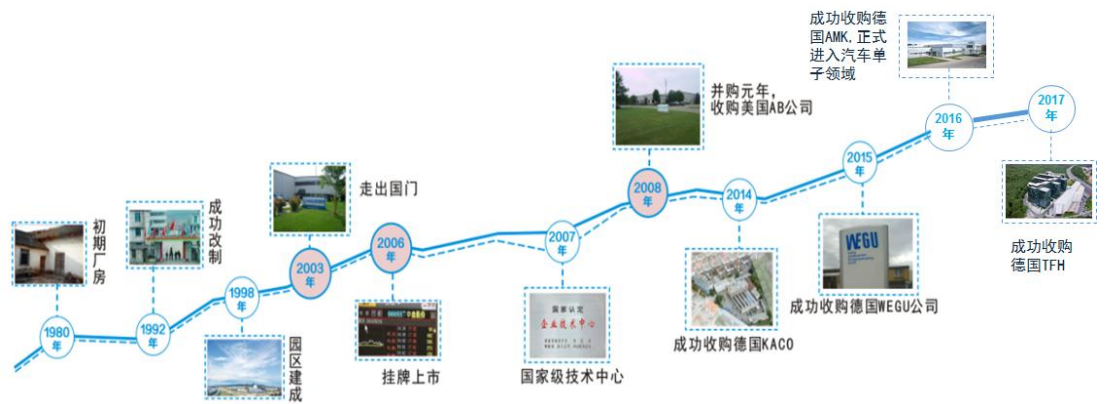
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

1.1 专注非轮胎橡胶件 37 年，全球地位快速提升

1980 年宁国密封件厂成立，前期主要配套矿山机械用密封件；90 年代初进入家电橡胶制品领域；90 年代中期，引进日本、美国技术，全面向汽车用橡胶制品转型；2000 年以后先后成立中鼎模具、中鼎泰克、中鼎减震等子公司。

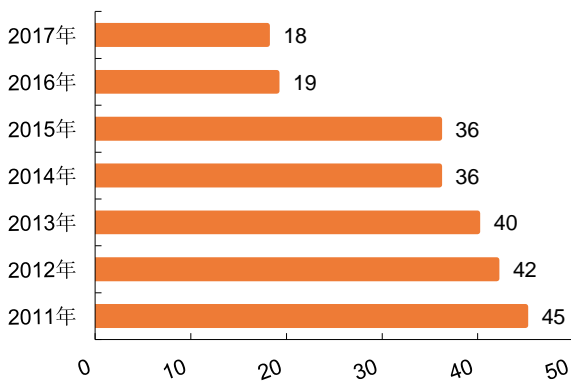
中鼎大力实施国际化发展战略，整合全球资源：2003 年设立中鼎美国公司，2008-2009 年开始推行国际化发展战略，并在德国投资设立“中鼎欧洲公司”，收购美国 AB,MRP,BRP 公司，整合北美海外业务资源。2011 年收购美国 COOPER 公司，2012 年收购美国 ACUSHNET 公司及 Precix 公司，2014 年收购德国 KACO 公司，2015 年收购德国 WEGU 公司及法国 FM 公司，2016 年收购德国 AMK 公司，2017 年收购法国 TFH 公司，全面进入高端密封件研发和智能制造领域，获得高端客户、尖端技术，并进入了汽车电子领域。2017 年位居全球非轮胎橡胶件 50 强排行榜第 18。

图表3 中鼎股份发展历程



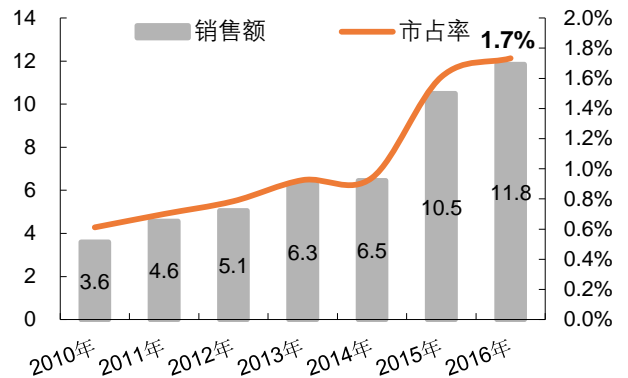
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表4 中鼎全球排名持续提升



资料来源:美国《橡胶与塑料新闻》周刊、平安证券研究所

图表5 中鼎股份全球份额持续提升 单位:亿美元



资料来源:美国《橡胶与塑料新闻》周刊、平安证券研究所

附: 2017 年排名依据 2016 年销售额市占率为中鼎年度销售额/非轮胎橡胶件前 50 强销售额总计值

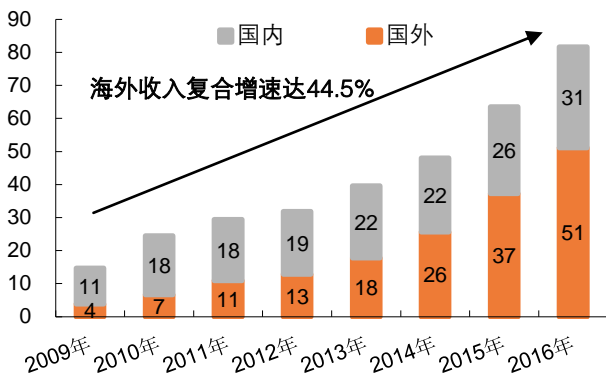
1.2 经营情况：海外收入持续高增长，盈利能力稳中有升

2016 年公司收入达 83.8 亿，净利润达 9 亿，毛利率 30%，净利率 10.7%。2009 年至 2016 年公司收入、净利润复合增速达 28%/24%，得益于 2008 年开始的海外拓展战略，中鼎股份海外收入复合增速高达 45%，国内收入复合增速 16%，从 2014 年开始中鼎海外收入规模超过国内收入规模。得

益于成功的并购后整合及市场拓展，公司产品技术升级、客户持续高端化，中鼎的国内外业务毛利率均稳中有升。

2014年以来公司陆续有四笔较大金额的收购，依次为2014年中并表的KACO(耗资5亿)、2015年3月并表的WEGU(耗资6.3亿)、2016年7月并表的AMK(耗资1.3亿欧元)，2017年3月并表的TFH(耗资13.6亿)，海外业务将从2014年的25.6亿收入规模迅速攀升至2017年的近80亿！

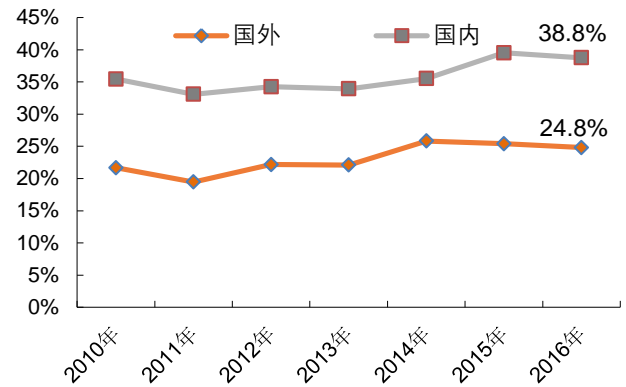
图表6 中鼎股份收入结构 单位：亿元



资料来源:公司公告、平安证券研究所

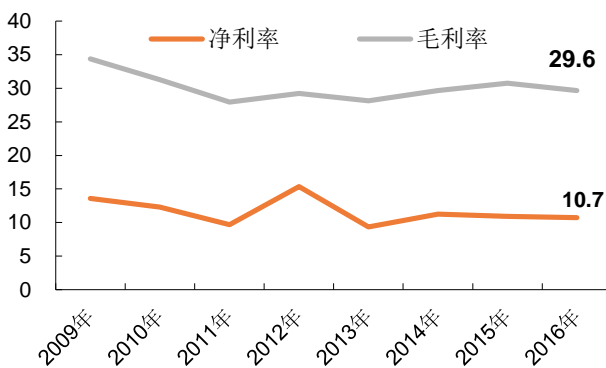
附：海外收入包括海外子公司收入（含该子公司在华子公司）、国内公司的出口业务

图表7 中鼎股份毛利率稳中有升



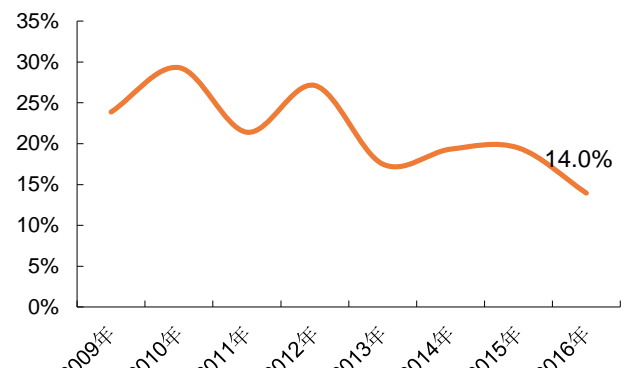
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表8 中鼎股份毛利率及净利率 单位：%



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表9 中鼎股份ROE 单位：%



资料来源:公司公告、平安证券研究所

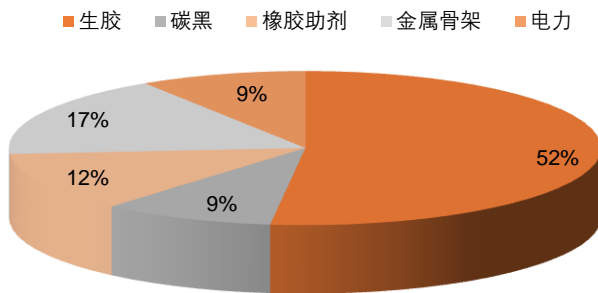
附：海外业务盈利能力暂低于国内，故综合毛利率有所下降

1.3 上下游：盈利能力受天胶影响不大、配套厂商逐渐丰富

中鼎股份非轮胎橡胶件的原材料成本占总成本比重约60%，原材料成本包括各种橡胶（天然橡胶和合成橡胶）、骨架及其他材料。天胶价格的大幅波动会对公司短期毛利率产生扰动，但中长期而言，公司毛利率与天胶价格没有明显负相关关系。

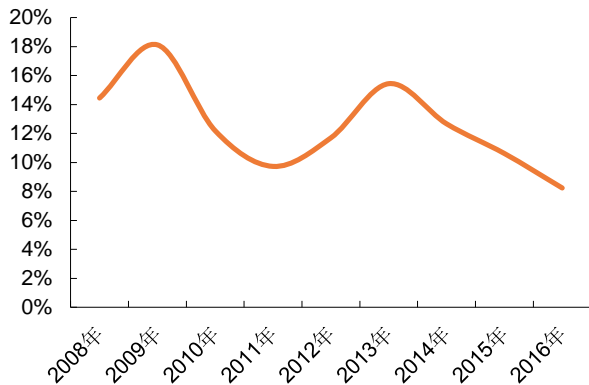
随着公司规模的扩大，下游客户逐步丰富，几乎涵盖所有整车企业，公司业务不依赖某个具体客户。

图表10 中鼎密封件原材料成本构成



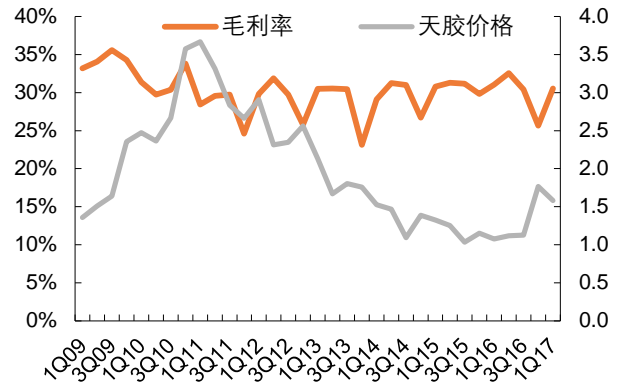
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表12 前五大客户销售额占比



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表11 中鼎股份毛利率与天胶价格 单位: 万元/吨



资料来源: 公司公告、上海期货交易所、平安证券研究所

图表13 中鼎股份下游配套汽车厂商



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

二、行业空间较大、中国企业大有可为

2.1 非轮胎橡胶件行业空间广阔

中鼎股份主业为非轮胎橡胶件，主要配套汽车，也涉足工程机械、轨道交通、家电等领域。汽车上的橡胶件配件，除了轮胎与车窗密封条，其它产品中鼎均有涉及。

每辆汽车需要的橡胶配件达 100~200 种，数量有 200~500 个之多，非轮胎橡胶件价值约占汽车总价的 2%，若按照每辆车 10 万元计算，则每辆车上的非轮胎橡胶件价值为 2000 元左右。目前全球汽车年产量约 1 亿辆，中国汽车年产量近 3000 万辆，估计全球汽车非轮胎橡胶件规模约 2000 亿，我国年需求非轮胎橡胶件超过 600 亿元，市场空间广阔。

汽车用非轮胎橡胶制品涉及密封、减震、传动等重要系统，其质量性能直接决定了汽车的安全、节能和环保、舒适度等。汽车橡胶产品有重量轻、成本低、易于造型、资源可再生的优点，汽车向轻量化、节能环保、安全及驾控舒适性的趋势发展，橡胶类产品在技术性能方面达到金属产品相关部件的特定要求，橡胶类零部件有逐步替代金属部件的趋势。

图表14 汽车用非轮胎橡胶制品分类

分类	主要产品	功能用途
密封制品	油封、密封条、O型圈	防止发动机、变速器、车桥中的润滑油泄露、防止外部灰尘等杂质进入机体，保护轴承，齿轮等部件正常工作。
减震制品	橡胶弹簧、发动机悬挂减震器橡胶椎体减震器、塞子形橡胶减震器和各类防震胶垫	吸收、反射车辆部件振动能量，防止车内零部件产生共振、防止或减少汽车在行驶过程中所产生的各种振动和噪声。
汽车胶管	燃油管、输水胶管、制动胶管、空调胶管、真空胶管、散热器胶管、动力转向器胶管、异形分支胶管等	输油、输气、控制、驱动、刹车、供暖和冷却等系统，完成供油、供气、供水和动力传动。
汽车胶带	同步带（齿形带）、V带	传递动力

资料来源: 非轮胎橡胶制品现状及橡胶使用情况、平安证券研究所

在家电、轨交、工程机械领域，橡胶件也被广泛应用。在工程机械、汽车领域，部分非轮胎橡胶件单价低，作用非常关键，盈利能力高的高端产品仍主要被外资企业占据。

2.2 非轮胎橡胶件全球格局：欧美日仍占主导、中国企业地位提升快

非轮胎橡胶制品行业经过近年频繁的收购和重组后，行业集中度提高，强者恒强。行业前三强占五十强份额为 22%，行业前十强占五十强份额为 52%。德国大陆公司旗下的康迪泰克以 56.1 亿美元连续第 6 年保持非轮胎橡胶制品销售额第 1 位。2016 年康迪泰克销售额占德国大陆集团总销售额的 14%。

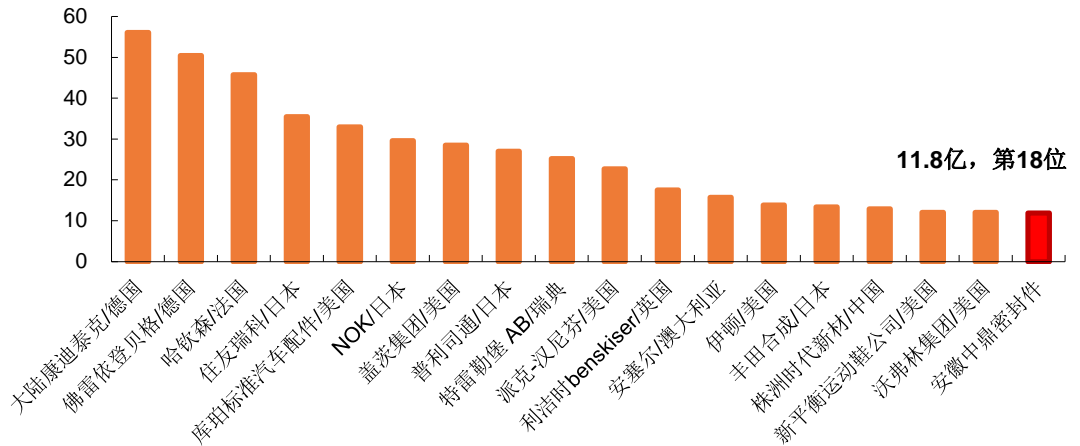
全球非轮胎橡胶件销售额超过 20 亿美元的有 10 家企业，超过 10 亿美元的有 22 家企业。行业前 50 强企业主要集中在欧、日、美。其中美国 16 家，日本 15 家，欧洲 15 家（德国 6 家、英国 2 家、瑞典 3 家、瑞士 1 家、法国 2 家、奥地利 1 家），中国 2 家。

全球非轮胎橡胶制品 50 强来华办厂的企业已有 34 家，建有工厂 70 多家，这些外资企业生产的汽车橡胶零部件已占到中国市场的 2/3 以上，垄断了大部分高端产品。如德国大陆公司旗下康迪泰克 2016 年 4 月其车辆液体系统业务在常熟开工，2016 年 11 月在青岛胶州湾开工建设胶管基地，2017 年 6 月在常熟建立橡胶涂布业务单元，康迪泰克 9 大业务单元均在中国落地生根。

中国非轮胎橡胶制品行业发展势头迅猛，株洲时代新材料科技股份有限公司及安徽中鼎密封件股份有限公司跻身前 20 强，2017 年株洲时代新材、安徽中鼎密封件分别位居第 15、第 18 位，这也是迄今为止我国非轮胎橡胶行业在全球排名中取得的最好成绩，我国非轮胎橡胶制品已跨入新的发展阶段。

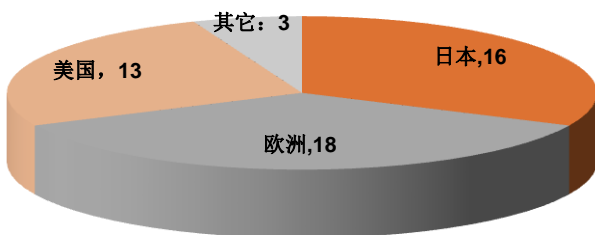
全球非轮胎橡胶制品行业收购和重组一直保持活跃，株洲时代新材全球排名快速提升，主要得益于收购采埃孚旗下橡胶与塑料业务；中鼎近年来全球排名提升也得益于近几年几次成功的海外并购。

图表15 2017年度非轮胎橡胶制品企业19强排名(依据2016年销售额) 单位:亿美元



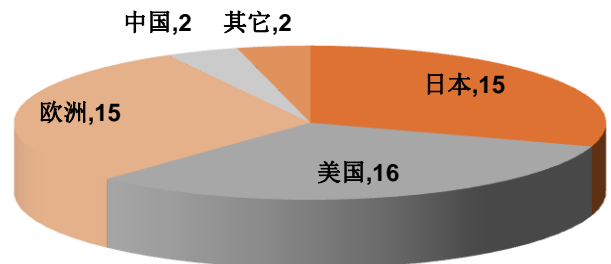
资料来源:美国《橡胶与塑料新闻》周刊、平安证券研究所

图表16 2009年非轮胎橡胶件50强企业分布(家数)



资料来源:美国《橡胶与塑料新闻》周刊、平安证券研究所

图表17 2017年非轮胎橡胶件50强企业分布(家数)



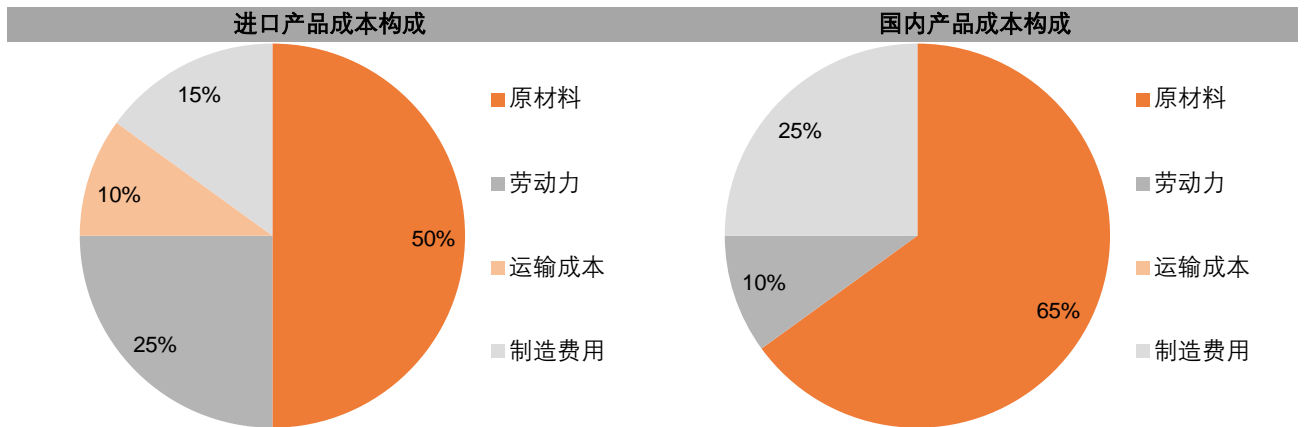
资料来源:美国《橡胶与塑料新闻》周刊、平安证券研究所

2.3 非轮胎橡胶产业从发达国家逐步向发展中国家转移是大势所趋

橡胶密封件制品行业属劳动密集型产业,具有品种多、批量大,生产过程中人工工序较多,无法全部实现机械化、自动化等特点。发达国家由于劳动力成本高,而该类产品的单价相对较低,人员工资在产品的生产成本中占有较大的比例。通过自我提升和外购细分领域尖端企业,我国非轮胎橡胶产业制造水平不断提高,且享有更低的劳动力成本优势(进口非轮胎橡胶件产品劳动力成本占比高达25%,比国产非轮胎橡胶件劳动力成本占比高15个百分点),因此该产品从发达国家逐步向发展中国家转移是大势所趋,近几年国际市场的走势也充分证明了这一点。

随着我国汽车产业的高速发展,我国汽车产量占全球汽车产量比例已高达30%,已经成为全球汽车产业发展绝对主力,本地化的研发和生产是汽车配件企业的发展趋势,中鼎作为土生土长的橡胶密封件企业具有天然的优势。

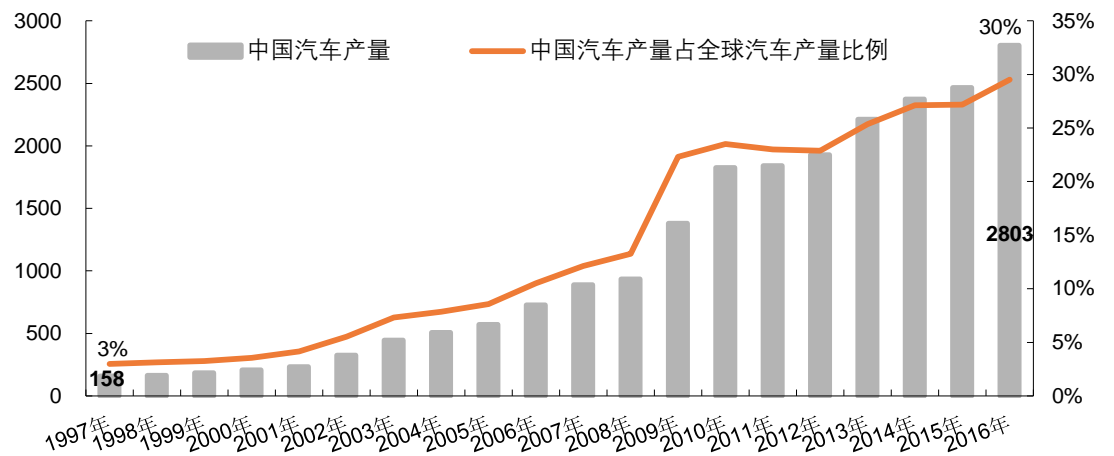
图表18 非轮胎橡胶产品成本结构差异



资料来源: 中国非轮胎橡胶市场发展的驱动分析、平安证券研究所

图表19 中国汽车产量占全球比例大幅提升

单位: 万辆



资料来源: 非轮胎橡胶制品现状及橡胶使用情况, 平安证券研究所

三、成功的并购成就海外业务高增长

为进入国际汽车品牌的全球平台配套, 零部件企业有必要走出国门, 海外设厂, 以争取平台订单, 做大国外业务。早在 2003 年中鼎就设立了美国公司, 但当时海外业务以贸易公司形式开展, 海外业务一直处于小规模经营状态。**2008** 年公司通过先后收购美国 AB 公司、MRP、BRP 拉开海外拓展大幕, 这一阶段的几次收购体量较小, 我们认为这一时期公司的海外收购属于试水阶段。

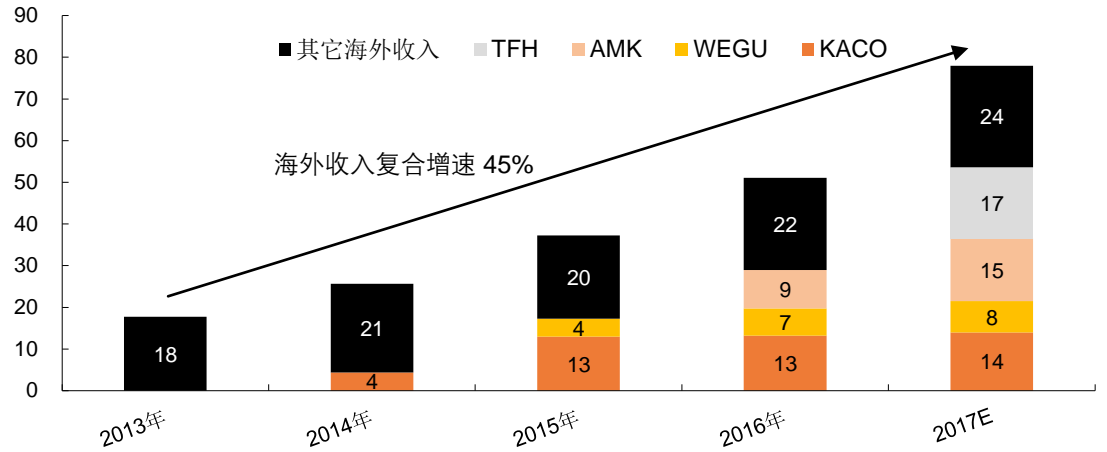
2011 年起公司先后收购了美国 COOPER、德国 KACO, 进入高端密封件领域, 技术提升, 获取高端客户。收购后 COOPER 与 KACO 在国内进行反向投资, 成立了安徽库伯, 嘉科 (安徽) 密封技术公司、嘉科 (无锡) 密封技术公司, 更有利于吸收被收购方的高端技术, 拓展中国市场。

2015 年起公司先后收购德国 WEGU、德国 AMK、德国 TFH, 其中 WEGU 是欧洲抗震降噪技术方面的主要领跑者之一; TFH 则是发动机/新能源汽车电池冷却系统供应商, 在所处细分领域行业排名第二; AMK 则是公司首次在非橡胶件领域的外延拓展, 公司主营伺服电机、控制器和驱动技术等。

通过海外并购，公司海外业务快速增长，我们估计 2017 年公司海外业务收入规模有望达 78 亿，70% 来自于近年来并购的 KACO、WEGU、AMK、TFH。

图表20 中鼎股份海外收入构成

单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表21 中鼎股份并购历史

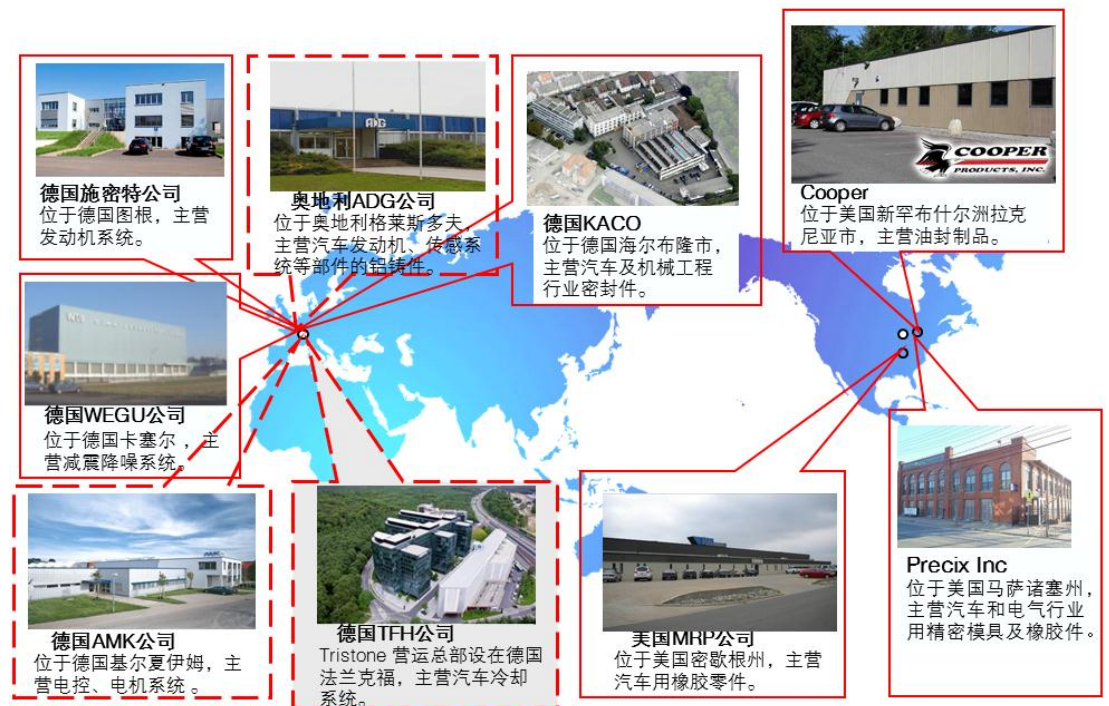
并购时间	公司	国家	并购原因	股比	并购金额
2008年6月	US ABR	美国	进入美国市场 增强汽车橡胶零组件生产能力	100%	450 万美元
2009年9月	US MRP and BRP	美国	持续拓展美国市场 提升在汽车、农业机械、工业机械及给水系统的产品竞争力	100%	850 万美元
2011年7月	US COOPER	美国	获取目标公司在高端油封（汽车动力总成旋转密封和轴承密封）产品上研发和模具设计优势 进入 高端密封 产品领域	100%	800 万美元
2012年12月	US ACUSHNET / Precix	美国	提升在航天、石油、天然气领域产品的技术能力和市场地位 进入 高端密封 产品领域	100%	7125 万美元
2014年6月	Germany KACO	德国	获取 KACO 在 研发 方面的强劲实力 进入新能源行业（电子汽车和混合动力汽车） 进入 高精度密封（油封） 领域	80%	5 亿元
2015年4月	Wegu Holding GmbH	德国	获取 抗震减噪 技术的智能解决方案 进入高端品牌汽车的供应领域	100%	6.3 亿元
2016年1月	Federal Mogul Systems	法国	增强公司在 密封技术 解决方面的优势 进入法国市场，扩展欧洲市场	100%	1 欧元
2016年3月	GMS	瑞士	欧洲 充电桩 配置、运营与管理方面的市场领导者	42.87%	1200 万瑞士法郎
2016年5月	ADG	奥地利	主要生产和销售用于汽车和机电行业的 铝压铸 件，如发动机部件；传动系统和底盘零部件；结构部件。	100%	287 万欧元
2016年6月	AMK	德国	欧洲 电机电池 控制系统、驾驶辅助和底盘电子控制系统供应商	100%	1.3 亿欧元

并购时间	公司	国家	并购原因	股比	并购金额
2017年3月	TFH	德国	发动机冷却系统和新能源汽车电池冷却系统，充气和进气应用的全系统提供商。市占率 13%，排名第二，客户群包括所有主要的知名汽车制造商。	100%	13.6 亿元

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

公司自 2008 年以来实施的国际化战略渐渐进入收获期，公司已在中国、德国和美国设立了三大研发中心，在中国、美国、德国、奥地利、匈牙利、法国、斯洛伐克设立了生产基地，通过对全球资源的有效整合，使公司的技术、品牌、盈利水平、客户群体得到了快速提升。

图表22 中鼎股份海外并购布局



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

公司收购主要围绕非轮胎橡胶件主业，同时适度延伸至汽车电子、新能源车充电桩等业务。我们主要介绍下 2014 年以来公司的几笔较大的收购。

图表23 近年来主要收购标的收入、净利润

	单位: 万元			
收入	2013年	2014年	2015年	2016年前三季
TFH		158555	157549	134515
AMK		150024	139383	101485
	2013年	2014年	2015年	2016年
WEGU	59848	59370	56884	65720
KACO	114066	121771	129560	132031
净利润	2013年	2014年	2015年	2016年前三季
TFH		5687	9184	9018
AMK		11658	10387	7175
	2013年	2014年	2015年	2016年

WEGU	4547	7063	6073	8763
KACO	5850	9345	11285	6832
净利率	2013年	2014年	2015年	2016年前三季
TFH		3.6%	5.8%	6.7%
AMK		7.8%	7.5%	7.1%
	2013年	2014年	2015年	2016年
WEGU	7.6%	11.9%	10.7%	13.3%
KACO	5.1%	7.7%	8.7%	5.2%

资料来源:公司公告、平安证券研究所

3.12017年收购德国TFH公司

2017年3月中鼎13.6亿收购德国TFH公司(收购PE约15倍)100%股权。Tristone是传统发动机及新能源车冷却系统的高端供应商,能够弥补中鼎股份在新能源车冷却系统方面的空白。

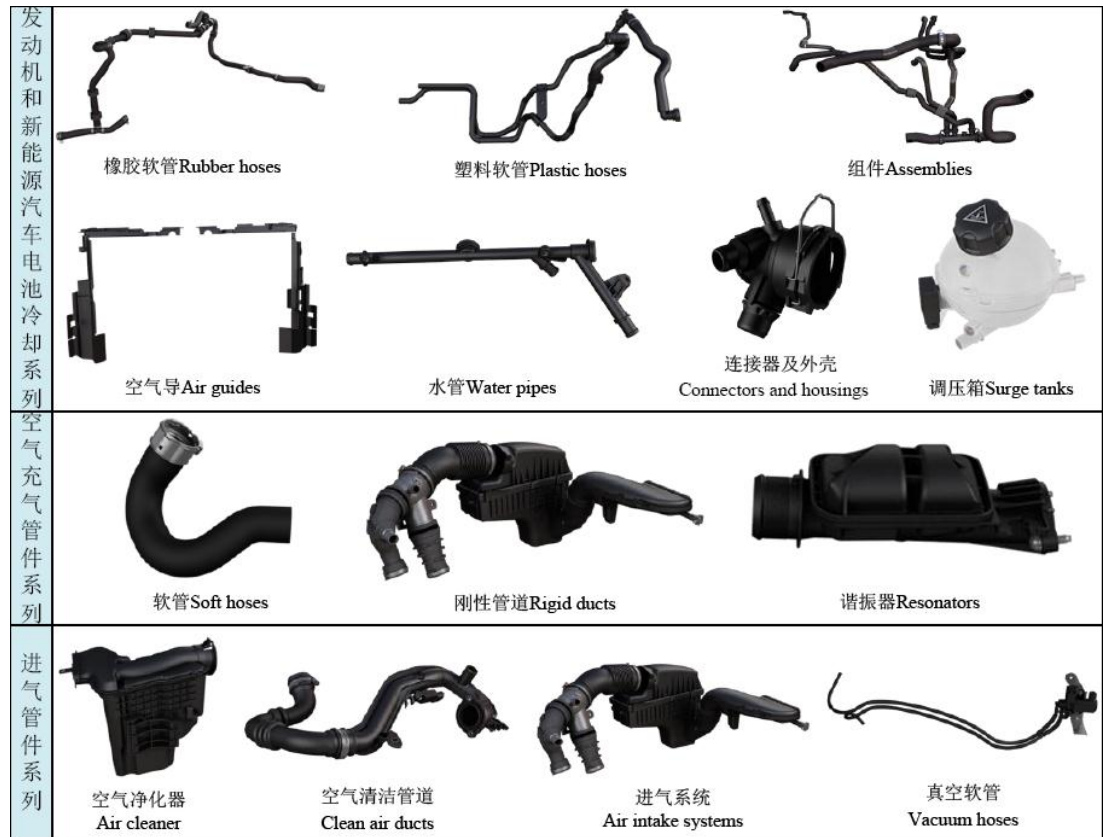
■ 产品与客户

Tristone产品主要为发动机冷却系统产品、新能源汽车电池冷却系列产品、充气管件系列产品、进气管件系列产品及其他产品。

Tristone具体产品主要为:纤维增强橡胶管、双层编织橡胶管、单层橡胶和纤维管、直管和波纹管、塑料件。客户主要为沃尔沃、宝马、大众、福特、菲亚特等知名汽车生产商。

作为一家欧洲汽车配件企业,公司保持着较高增速(年复合增速高达12%),2016年公司收入规模约18亿元。

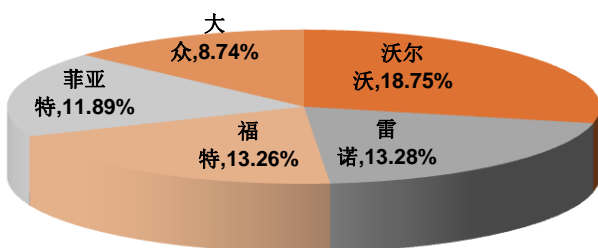
图表24 TFH 主要产品系列



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

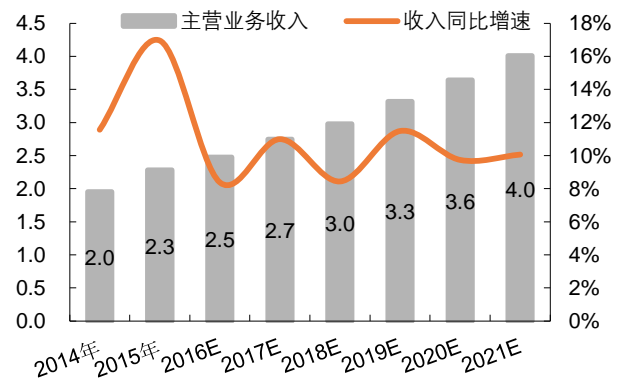
附: 具体产品系列及介绍见公司官网:<http://www.tristone.com/products/>

图表25 2016 前三季 TFH 前五大客户收入占比



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表26 TFH 收入额及同比增速 单位: 亿欧元



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

■ 核心竞争力

1) 稳定的客户资源、主机厂的同步开发优势

公司客户为宝马、大众、沃尔沃、雷诺、福特、菲亚特、奔驰、尼桑、克莱斯勒等, 已进入宝马、

雷诺、大众、沃尔沃、福特等国外汽车主机厂部分新款车型的同步研发平台，收购后公司将借助中鼎股份在国内市场的市场影响力，进一步完善产品结构、丰富客户资源、扩大市场份额。

公司全球化程度高，在世界范围有 9 家制造厂，在欧洲和北美有 4 个销售办事处/研发中心，其中 2015 年总销售的 64% 在低成本国家生产。

Tristone 在欧洲客户广泛，由于汽车产品的生命周期为 6-8 年，在老产品上市 3-4 年左右，新产品也在原有产品基础上开始研发，故 Tristone 的收入中老客户部分较为稳定。根据 LMC Automotive 预测，2017-2019 年中国、巴西乘用车新兴市场处于较快增长阶段。Tristone 已在中国建立工厂，并计划 2017 年在印度、2018 年在巴西建立工厂，以抢占新兴市场占有率，未来 Tristone 的新地区新客户也将不断增长。

2) 较早布局新能源汽车电池冷却系统，收获奥迪 Q6 新能源汽车电池冷却系统订单意义重大

Tristone 于 2011 年布局新能源汽车行业，公司发动机冷却系列产品和新能源汽车电池冷却系列产品在混合动力汽车及纯电动汽车上应用广泛，且每年保持约 30% 的增长。2016 年 Tristone 新能源汽车相关产品的销售额约占总销售额的 1/3，其中新能源汽车电池冷却系列产品占新能源汽车相关产品销售额比例约为 17%，预计 2017 年将达到 20%。

2017 年 4 月公司公告，TFH 收到德国奥迪公司 Q6 平台(首款电动 SUV)项目定点书，项目定点书金额为 810 万欧元/年，供货期 6 年，合同金额累计为 4860 万欧元，合同标的为新能源汽车电池冷却系统。奥迪 Q6 是奥迪旗下首款全电动 SUV 车型，配备奥迪全新的电动驱动技术，也是大众奥迪未来主打运动型新能源 SUV 平台。对公司产品扩大国际豪华新能源汽车电池冷却系统市场具有重要的战略意义。

■ 收购意义

1) 丰富橡胶件产品系列。通过收购 TFH，中鼎股份可以获得欧洲领先发动机系统冷却、新能源电池冷却的相关技术和知识产权，从很大程度上丰富公司的产品及技术储备，为公司在未来在新能源汽车市场的产业布局打下坚实的基础。

2) 对 Tristone 的收购是公司“走出去”战略中的重要环节，进一步实现公司在欧洲市场的战略布局。Tristone 也能够将其产品及技术带入国内市场，迅速提高公司在国内及国际市场拓展能力，使公司各系列产品从对重要客户的地区级供应走向全球级供应，提高整体盈利水平。

3) 技术与品牌的整合。Tristone 在流体技术系统方面处于世界领先地位，拥有成熟的产品技术工艺，收购 Tristone 将大幅提升公司产品的品质和生产效率，显著增强公司研发创新能力；有利于公司进行产品技术升级，并进行产品结构调整，不断拓展产品领域，从而提升公司的盈利能力和经济效益。

3.2 2016 年收购德国 AMK

中鼎股份以 1.3 亿欧元收购德国 AMK(<http://amk-group.com/en>)。

AMK 总部坐落在德国西南部城市基尔夏伊姆，是电机电池控制系统、驾驶辅助和底盘电子控制系统供应商，为行业内的领先者。

下游配套汽车和驱动控制技术两大模块（汽车业务占比 70% 左右，销售主要集中在其本土市场），产品包括传统汽车、电动车和混合动力车的电力可控系统、电力动力总成等，为特斯拉、奔驰、宝马、捷豹、路虎、沃尔沃等世界顶级主机生产商配套，其拥有的伺服电机驱动技术、电池控制技术、工业自动化工程技术在近五十年内都处于行业领先地位。驱动控制技术主要给工程行业客户提供伺服电机、控制器和驱动技术等，除汽车行业外客户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。

收购意义：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。

3.3 2015 年收购抗震降噪领军企业德国 WEGU

2015 年公司以 0.95 亿欧元收购德国 WEGU 及其子公司 100% 股权。

德国 WEGU 成立于 1949 年，是欧洲抗震降噪技术方面的主要领跑者之一，具备全方位的静音降噪系统解决方案，并能为汽车总成、电动汽车提供智能解决方案。主要产品有排气降噪阻尼系统、动力系统降噪阻尼器、底盘系统降噪阻尼器、转向系统降噪阻尼器；产品主要为宝马、奔驰、奥迪、路虎等世界顶级主机生产商配套。

收购意义：德国 WEGU 在抗震降噪技术方面具有世界领先的技术水平，具有较高的利润率水平，拥有成熟的产品技术工艺和重要的客户资源，目前客户均为国际顶级的汽车品牌，收购德国 WEGU 将大幅提升公司产品的品质和生产效率，显著增强公司在降噪系统领域的技术水平，并对公司在电动汽车静音降噪系统解决方案的水平有了直接的提升。

3.4 2014 年收购密封技术领头羊德国 KACO

中鼎股份于 2014 年 4 月以 8000 万美元收购德国 KACO 公司 80% 股权。

KACO 公司成立于 1914 年，是享誉国际的密封技术领头羊企业，其主营产品为汽车及工程机械行业高精度密封。德国 KACO 为大众、克莱斯勒、福特、保时捷、奥迪、宝马、布加迪、中国一汽、戴姆勒、通用、特斯拉、沃尔沃、博世、博格华纳、采埃孚等全球知名厂商配套，被全世界最重要的制造商公认为高端密封件（含电动车和新能源汽车用）产品的领军供应商。KACO 公司除在德国本土拥有三家工厂外，还分别在奥地利、匈牙利、美国、中国无锡、安徽等世界各地拥有多家工厂。

收购意义：德国 KACO 在特种橡胶密封件等领域具有世界领先的密封产品技术工艺和重要的客户资源，收购德国 KACO 将大幅提升公司产品的品质和生产效率，显著增强公司研发创新能力；有利于公司进行产品技术升级，并进行产品结构调整，不断拓展产品领域。

充分利用 KACO 先进生产工艺及品牌优势，利用公司雄厚的技术基础进行技术引进消化吸收再创新后，有利于中鼎大力进军国内的高端密封件产品领域。中鼎股份将逐步打破国外厂商在汽车及工程机械用高端密封产品市场的长期垄断地位，逐步替代出口，扩大出口。

随着全球汽车向电动车、混合动力汽车、发动机小型化和变速箱的持续改进的方向发展，节能环保型汽车代表着产业发展的未来趋势，随着政策力度的不断加大，新能源汽车技术将不断完善，对高端密封件（油封）的要求越来越高，而德国 KACO 在此领域具有世界领先的研发技术和制造工艺，本次收购将改变我国橡胶密封件行业的高新技术产品相对落后状况，推动公司转型升级和推动我国高端密封件行业的发展产生积极而深远的影响。

四、多重优势塑造宽广护城河

4.1 高管团队稳定、专业经验丰富

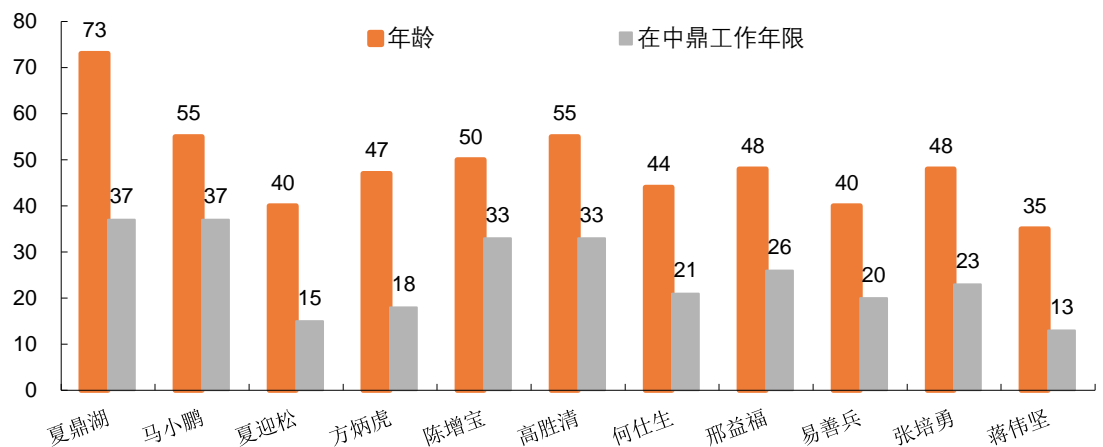
我们注意到中鼎的核心高管团队非常稳定，核心高管大多在中鼎工作了二十年以上，且都负责中鼎旗下具体子公司业务，实干经验丰富。

公司创始人夏鼎湖一直专注于橡胶件领域，其子夏迎松和公司副总方炳虎均具有海外留学背景，夏迎松自 2002 年进入中鼎后，中鼎于 2003 年设立海外子公司，2008 年首次海外收购，之后公司海外业务发展迅猛。

中鼎的前二十年扎根国内，多次与外方合作求发展，近二十年则积极走出去，国际化+高端化成效显著，公司是汽车零部件行业里创一代和创二代均具有极强开拓精神的典范。

图表27 公司主要高管在中鼎工作年限较长

单位：岁、年



资料来源：公司公告、平安证券研究所

为更好调动高管及核心技术骨干积极性，公司于 2016 年 8 月实施股权激励，向激励对象定向发行近 2000 万股，授予价格分别为 11.99 元、11.97 元，涵盖 627 名公司员工。股权行权业绩条件为以 2015 年扣非净利润值为基数，2016 年/2017 年/2018 年净利润增长率不低于 20%/40%/60%(对应 2016/2017/2018 年净利润达标值为 8.2/9.6/10.9 亿)。

4.2 技术与管理优势突出

公司拥有国家认定的企业技术中心、院士工作站和博士后科研工作站。

在配方工艺和模具制造等方面居于同行业前列：公司拥有极为丰富的配方体系，满足各种需求，配方不仅仅表示性能达到要求，也意味着成本最优，庞大的配方体系可以节约开发时间和开发成本。中鼎拥有国内最大规模的橡胶制品模具制造能力，模具是橡胶制品生产的重要工艺基础，其开发质量和速度也直接决定橡胶制品的品质和开发时间。

近年来通过在海外并购和扩张过程中对欧美先进生产工艺的引进消化吸收、对先进工装设备的大力引进，行业优势进一步巩固。为了进一步提高企业的核心竞争力，公司整合国际技术资源，设立了欧洲研发中心和美国研发中心，全球化同步研发能力得到大幅提升，实现了与全球主机厂的零距离合作。

2016 年公司与清华大学合作，以中国工程院院士、清华大学教授王玉明为核心研究团队，建立院士工作站，强化创新合作，解决重大关键技术难题。

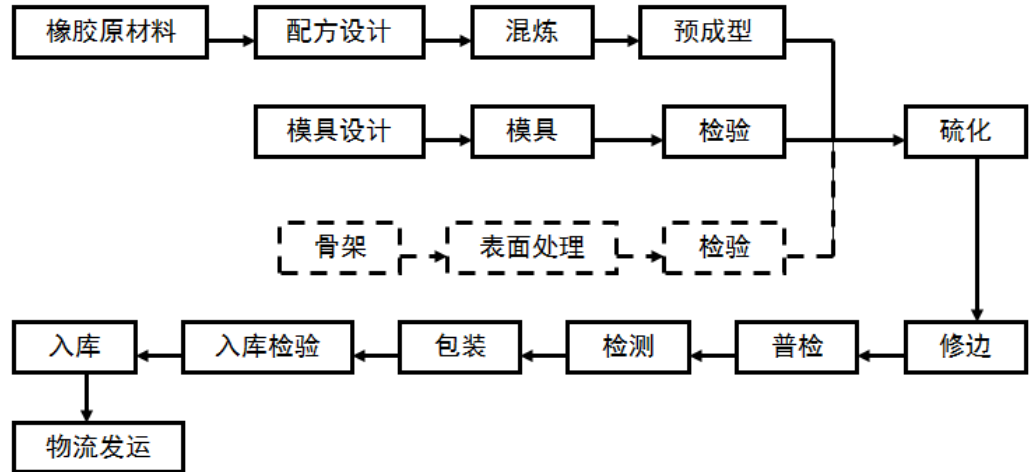
公司海外并购项目进一步落地，整合国内外优势技术资源，优化新产品开发流程，开展全球协同研发合作，技术开发能力稳步提升。目前，公司拥有授权专利 573 项（其中国内发明专利 57 项，国外专利 183 项）。主持或参与制定国家标准 14 项、行业标准 8 项。

4.3 具备完善的橡胶件生产工艺体系

公司产品配套汽车、工程机械、家电、轨交等下游，以汽车配套为主，汽车配套上涉足除了轮胎与车窗密封条以外的所有橡胶件。公司旗下有中鼎模具负责模具研发制造、中鼎金亚负责与橡胶件搭配使用的金属零件研发制造、中鼎胶管负责橡胶管的研发制造、中鼎减震负责汽车减震产品的研发制造，安徽库伯负责高端油封业务，公司收购的绝大部分海外业务与公司原有的减震业务、油封业务、胶管业务均有协同，且能大幅提高不同业务的技术水平并进入高端客户供应体系。

中鼎具备完善的橡胶件生产工艺体系，从配方、混炼、硫化、模具到加工成型的全流程体系，保证公司稳定的毛利率水平。

图表28 中鼎具备完善的橡胶件生产工艺体系



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

4.4 并购及整合经验丰富

近年来公司国际化战略实施成效显著，将一批国际上优秀的高端密封件公司收入囊中并很好地进行了整合，使得公司业绩持续保持高增长。中鼎的海外并购标的多为细分领域龙头，拥有高端技术与高端客户，并购标的本身具备稳定的盈利能力，收购当期就能增厚公司业绩，且在资金来源上，公司并购标的中仅有 WEGU 采取了定增融资方式进行，并购对每股股东价值增厚明显。并购后快速落地，在华子公司能保持高成长，从而形成新的利润增长点。

4.4.1 海外收购、中国落地，实现技术与市场的结合

公司在国际化并购的方向上一直坚持“全球并购，中国整合”，海外并购的项目均以其在中国设立子公司的形式落地。

如 2011 年收购美国 COOPER 后当年底成立安徽库伯，安徽库伯收入规模已从 2012 年的四千万收入规模大幅增长至 2016 年的约 2 亿收入规模。

2014年中鼎收购德国KACO，其在所处细分领域处于全球前三，行业地位较高，但其配套客户较为单一（主要是大众），复合增速较低；KACO在无锡有子公司，但销售规模较小，中鼎收购后成立嘉科安徽，预计2017年嘉科安徽+嘉科无锡收入规模有望达5亿收入规模，未来嘉科国内业务收入增幅有望高达35%。

2015年收购德国WEGU，2016年WEGU在中国投资设立威固安徽（技术）有限公司。通过并购后的反向投资，更好地引进海外公司先进的技术和管理经验，有利于更好地吸收融合，并带动国内相关企业技术及管理进步。在华落地的企业均实现了经营规模的快速增长，取得了比并购标的更高的盈利水平，迅速成为公司的利润新增长点。

近两年收购的德国AMK公司及德国TFH公司，有望于2017年内在国内落地。

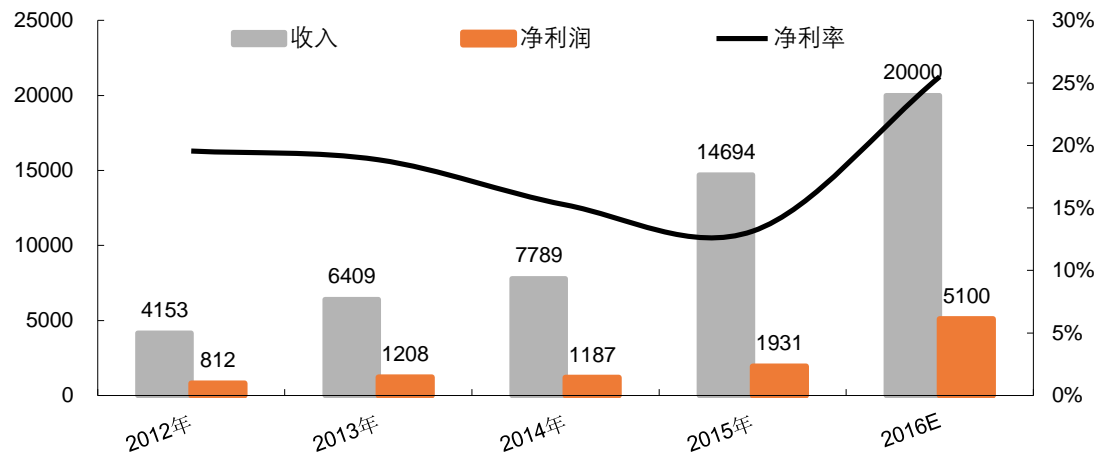
图表29 中鼎股份海外并购后的反向投资

海外并购	于中国反向投资
美国 COOPER	安徽库伯密封技术有限公司
德国 KACO	嘉科（安徽）密封技术有限公司
	嘉科（无锡）密封技术有限公司
德国 WEGU	威固技术（安徽）有限公司
德国 AMK	有望 2017 年内国内落地
德国 TFH	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表30 并购库伯后成立的安徽库伯油封公司净利润复合增速高达58%

单位：万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表31 中鼎股份全球布局



资料来源:公司公告、平安证券研究所

附:上图中部黑体部分为中鼎股份海外并购标的在国内成立的子公司

4.4.2 战略管控+自主经营、多品牌共存+区域化管理

区域化管理:中鼎自2008年开始国际化战略以来,已在美国、欧洲等地收购多个优质公司,总体而言,公司按用途和地域设置投资公司,用于管理该地域并购公司。如中鼎密封件(美国)有限公司下辖近年来公司在美国收购的公司,而中鼎欧洲控股下辖欧洲收购的公司。

图表32 中鼎股份主要海外公司及下辖公司

中鼎股份主要海外公司	海外公司下辖公司
中鼎密封件(美国)有限公司	下辖 AB、MRP、BRP、美国 Acushnet 中鼎美国控股、美国中鼎密封件、美国库伯七个全资子公司
中鼎欧洲控股	下辖 KACO、WEGU、AMK、TFH 公司

资料来源:公司公告、平安证券研究所

战略管控+自主经营:中鼎收购的不少海外收购公司历史较为悠久,管理人员从业年限较长,经验丰富。中鼎并购后制定与中鼎发展相匹配的中长期战略规划,制定年度经营预算目标,拟定考核措施,实行管理层负责制。具体经营管理上,充分授权,尽量保留原核心技术管理团队,聘任外籍员工负责企业日常自主经营管理。

多品牌共存:公司实施多品牌战略,中鼎还在不断发展自身品牌优势的同时,对于境外收购的优质企业,保留原有品牌资源,在集团管控下实行多品牌战略,保证原有优质品牌资源的延续性。

五、盈利预测与投资建议

中鼎股份是我国优秀的民营汽车零部件企业代表,长期专注于非轮胎橡胶件,主要配套汽车,也配套工程机械等领域,现已成为国内绝对龙头,收入规模十年增长十倍,2017年即将突破百亿收入大关。

打造了宽广的护城河：公司凭借突出的技术及管理优势、完善的橡胶件工艺体系、稳定专业的高管团队、优秀的并购及整理能力等多重优势塑造了宽广的护城河。

公司全球地位快速提升：2011年首次进入全球非轮胎橡胶件前五十五强，于2017年位居全球第18。2008年起为进入全球平台配套开始进行海外并购，在美国、欧洲斩获颇丰，获取了高端技术及高端客户，并购后公司成功将海外公司落地国内，并迅速形成新的利润增长点，公司收购主要围绕非轮胎橡胶件主业进行，也涉足汽车底盘电子、充电桩等业务，跟随汽车行业升级发展之路。

公司未来成长空间依然广阔：非轮胎橡胶件全球前五十五强仍以欧美日企为主，非轮胎橡胶件是典型的多品种小批量生产模式，且人工占比相对较高，无法完全自动化，未来该行业向发展中国家转移是大势所趋。中国汽车产量已占全球30%，未来全球汽车产量主要增量来自中国，中鼎作为土生土长的橡胶件企业具备天然优势。中鼎股份虽然已位居全球第18位，但其全球份额不到2%，未来其全球份额有很大提升空间。公司已开始涉足除橡胶件以外的汽车电子、新能源汽车等领域，有望开辟除了非轮胎橡胶件以外的另一全新天地。

我们认为随着近几年公司几个海外并购标的在华落地，未来几年业绩将保持高增长，调整公司业绩预测为2017年、2018年、2019年实现归属于母公司股东的净利润为11.8亿、13.9亿、16.0亿（原预测值为2017年、2018年净利润为11.5亿、13.1亿），对应最新股本，则2017年、2018年、2019年每股收益为0.96元、1.13元、1.30元，我们认为相较于公司未来几年的成长性，目前公司估值偏低，上调公司评级由“推荐”至“强烈推荐”。

2017年7月底公司公告，大股东于计划在股票复牌（7月14日复牌）后6个月内增持不超过总股份数的2%，不低于总股份数的1%。7月14日至7月26日间大股东已耗资3亿增持上市公司股份，增持比例为1.29%，成交均价19.33元，大股东增持凸显了对公司未来发展的强烈信心。

图表33 中鼎股份收入与净利润分拆及预测

单位：亿元

收入构成	2013年	2014年	2015年	2016年	2017E	2018E	2019E
一、国外收入	17.8	25.7	37.2	51.1	78.0	93.1	106.5
同比增幅		44.5%	45.1%	37.1%	52.6%	19.3%	14.5%
KACO (2014.6.30 并表)		4.4	13.0	13.2	14.0	16.1	18.5
WEGU (2015.3.31 并表)			4.3	6.6	7.5	9.0	10.8
AMK(2016.7.1 并表)				9.2	15.0	16.5	18.1
TFH(2017年3月并表)					17.2	24.7	29.6
剔除以上4家的国外收入	17.8	21.3	20.0	22.1	24.3	26.8	29.4
二、国内收入	21.9	22.3	26.3	30.5	33.6	37.6	43.3
同比增幅		2.1%	17.7%	16.3%	10.0%	12.0%	15.0%
收入总计	41.6	50.4	65.4	83.8	113.8	134.0	155.1
同比增幅		21.1%	29.8%	28.1%	35.7%	17.7%	15.8%
归属于母公司股东净利润合计	3.9	5.7	7.1	9.0	11.8	13.9	16.0
同比增幅		45.9%	26.0%	26.2%	31.3%	17.7%	15.0%
其中：KACO		0.3	0.9	0.5	0.6	0.7	0.8
WEGU			0.4	0.9	1.0	1.2	1.4
AMK					1.2	1.3	1.5
TFH					1.2	1.8	2.1
投资收益	0.4	0.3	0.0	0.2	0.5	0.5	0.4
原有业务	3.4	5.1	5.9	7.4	7.3	8.4	9.7

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表34 非轮胎橡胶件行业上市公司估值水平比较

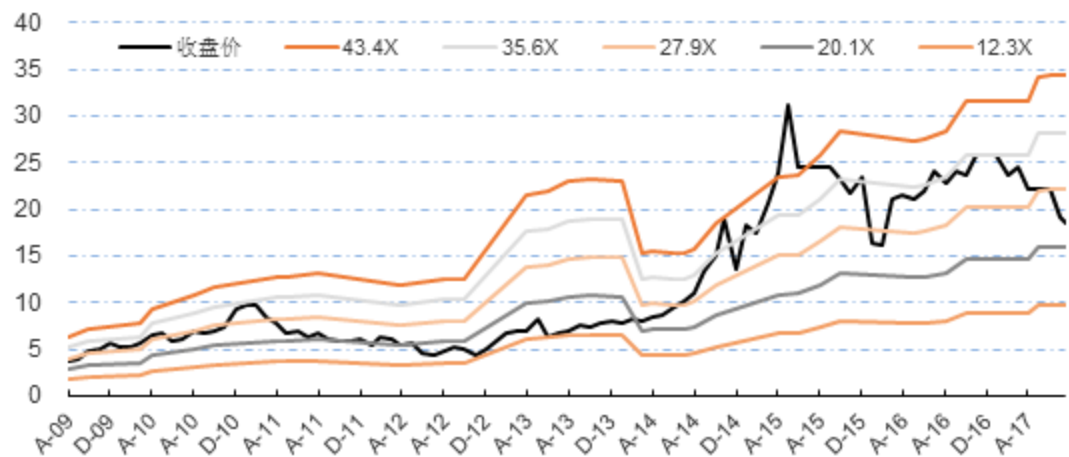
单位：亿元

公司名称	收入额 2016年	ROE%	业绩预测			PB	PE			总市值	主营业务
			2016A	2017E	2018E		2016A	2017E	2018E		
中鼎股份	83.8	17.8	9.0	11.8	13.9	3.4	25.2	19.2	16.3	227.1	橡胶密封件
拓普集团	39.4	18.9	6.2	7.7	9.5	6.0	34.4	27.5	22.4	211.9	橡胶减震降噪
鹏翎股份	10.9	13.1	1.6	1.8	2.2	2.6	21.3	18.2	15.3	33.5	汽车胶管
浙江仙通	5.9	25.1	1.5	2.4	3.5	6.3	39.7	24.8	17.0	59.6	汽车密封条
美晨科技	29.5	18.4	4.5	6.8	9.6	4.4	26.6	17.5	12.4	118.8	减震橡胶/胶管 园林绿化

资料来源:WIND、平安证券研究所

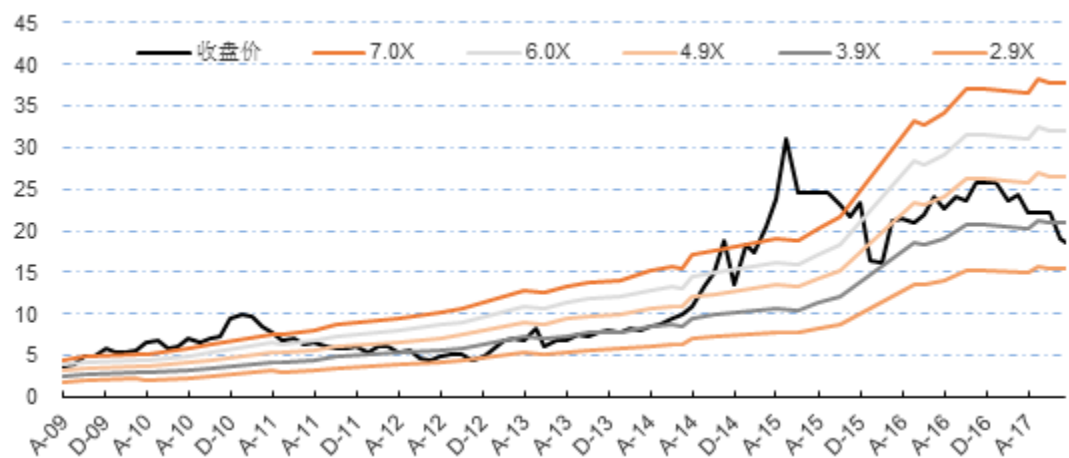
附：股价采用 2017 年 8 月 14 日收盘价

图表35 中鼎股份历史 PE 估值



资料来源:WIND、平安证券研究所

图表36 中鼎股份历史 PB 估值



资料来源:WIND、平安证券研究所

六、风险提示

- 1) 天胶价格大幅上涨扰动短期毛利率；
- 2) 海外市场收入增速不及预期；
- 3) 新业务拓展进度不及预期；
- 4) 汽车产销增速下滑幅度超预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	7053	9825	12366	15169	营业收入	8384	11380	13397	15509
现金	1315	3340	4630	5664	营业成本	5899	8221	9723	11271
应收账款	2419	3234	3754	4409	营业税金及附加	63	73	82	94
其他应收款	131	95	136	182	营业费用	403	491	562	645
预付账款	112	155	162	205	管理费用	836	1078	1240	1421
存货	1417	2215	2471	2869	财务费用	59	69	78	96
其他流动资产	1220	313	609	1079	资产减值损失	91	57	58	59
非流动资产	4810	3736	3778	3730	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	69	42	56	56	投资净收益	19	50	45	40
固定资产	2030	1867	1687	1492	营业利润	1056	1441	1698	1962
无形资产	354	373	401	438	营业外收入	62	42	47	51
其他非流动资产	81	37	44	54	营业外支出	17	10	10	13
资产总计	11865	11865	16144	18899	利润总额	1101	1474	1735	2000
流动负债	2818	2956	3523	4244	所得税	172	262	312	360
短期借款	411	0	0	0	净利润	929	1211	1423	1640
应付账款	977	1349	1579	1849	少数股东损益	28	28	30	38
其他流动负债	1	3	3	4	归属母公司净利润	901	1183	1393	1602
非流动负债	2372	2848	3622	4229	EBITDA	1446	2275	2589	2916
长期借款	1997	2601	3346	3930	EPS (元)	0.73	0.96	1.13	1.30
其他非流动负债	308	191	212	237					
负债合计	5240	5803	7145	8473					
少数股东权益	167	195	225	263					
股本	1234	1234	1234	1234					
资本公积	2412	2412	2412	2412					
留存收益	2692	3692	4837	6158					
归属母公司股东权益	6458	7690	8902	10291					
负债和股东权益	11865	11865	16144	18899					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E	2019E
经营活动现金流	911	2424	1325	1312	成长能力	-	-	-	-
净利润	929	1211	1423	1640	营业收入(%)	28.1	35.7	17.7	15.8
折旧摊销	301	732	775	820	营业利润(%)	20.6	36.5	17.8	15.6
财务费用	59	69	78	96	归属于母公司净利润(%)	26.2	31.3	17.7	15.0
投资损失	-19	-50	-45	-40	获利能力				
营运资金变动	-434	431	-842	-1158	毛利率(%)	29.6	27.8	27.4	27.3
其他经营现金流	75	30	-64	-45	净利率(%)	10.7	10.4	10.4	10.3
投资活动现金流	-3084	-466	-599	-647	ROE(%)	14.0	15.4	15.6	15.6
资本支出	651	463	600	647	ROIC(%)	8.2	9.4	9.2	9.1
长期投资	54	-58	20	6	偿债能力				
其他投资现金流	-2380	-60	22	6	资产负债率(%)	44.2	48.9	44.3	44.8
筹资活动现金流	2188	67	563	370	净负债比率(%)	16.9	-9.6	-14.4	-16.9
短期借款	34	-411	0	0	流动比率	2.50	3.32	3.51	3.57
长期借款	401	604	745	583	速动比率	2.00	2.57	2.81	2.90
普通股增加	119	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	2048	0	753	0	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
其他筹资现金流	-413	-127	-935	-213	应收账款周转率	4.9	4.0	3.8	3.8
现金净增加额	52	2024	1290	1035	应付账款周转率	7.0	7.1	6.6	6.6
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.73	0.96	1.13	1.30
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	1.96	1.07	1.06
					每股净资产(最新摊薄)	5.23	6.23	7.21	8.34
					估值比率				
					P/E	25.3	19.3	16.4	14.2
					P/B	3.5	3.0	2.6	2.2
					EV/EBITDA	16.6	9.8	8.4	7.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033