

**强烈推荐-A (维持)**

**中鼎股份 000887.SZ**

目标股价：28.4-34.2 元

当前股价：20.98 元

2017 年 09 月 13 日

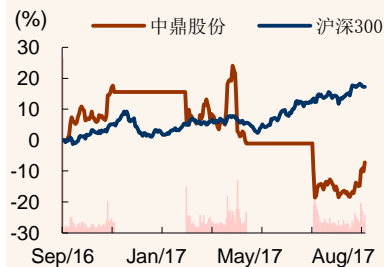
**布局电动智能，再造一个中鼎**

**基础数据**

上证综指	3376
总股本(万股)	123444
已上市流通股(万股)	121390
总市值(亿元)	256
流通市值(亿元)	252
每股净资产(MRQ)	5.6
ROE(TTM)	15.1
资产负债率	50.8%
主要股东	安徽中鼎控股(集团)
主要股东持股比例	44.33%

**股价表现**

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	-19	-13
相对表现	3	-30	-27



资料来源：贝格数据、招商证券

**相关报告**

- 1、《中鼎股份(000887)——业绩高速增长，整合初见成效》2017-08-30
- 2、《中鼎股份(000887)——大股东增持彰显信心，进军新能源核心配件商》2017-07-18
- 3、《中鼎股份(000887)——具备业绩支撑，核心技术的橡胶件龙头企业》2017-03-26

**汪刘胜**

0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn  
S1090511040037

**研究助理**

**寸思敏**  
cuansimin1@cmschina.com.cn

公司作为全球高端橡胶件绝对龙头，构建密封、减震、冷却系统三大主业。短期增长来源于海外优质资产本土化；中期看单车价值量提升（5X 空间）；长期看公司智能驾驶、新能源产品于 18、19 年相继放量。未来持续高增长，三年有望再造一个中鼎。预计公司 17-19 年归母净利润分别为 11.6、14、17.5 亿元，按 18 年 EPS25-30 倍 PE 估值合理目标价格 28.5-34.2 元，维持“强烈推荐-A”评级。

□ **短期逻辑：十年收购反哺国内，国产替代空间大。**公司定位高端橡胶件全球龙头，构建密封、减震、冷却三大主业，70%收入来源于海外，客户涵盖奔驰、大众、宝马等合资主流厂商。公司 2008-17 年持续收购海外优质资产，提升配套结构和技术水平；在 2015-17 年海外业务在国内设厂，通过成本和响应度抢占外资份额，带来毛利率提升和蓝海增量市场，国产替代空间大。

□ **中期逻辑：单车价值 5 倍提升带来高增长。**公司目前“密封+减震+冷却系统”单车价值 1200 元，减震模块化、冷却系统总成化供货后单车价值有望提升至 6000 元，5 倍增长空间。其中：密封系统稳健增长，单车价值 200 元左右；减震系统由悬置、衬套产品转向底盘总成件供货，单车价值提升 10 倍，18 年有望落地；冷却系统全球排名仅次于大陆，绑定奔驰宝马，电池包 PA 冷却系统单车价值 1500-2000 元，将逐步落地国内市场，大幅提升收入跟毛利。

□ **长期逻辑：“新能源+汽车电子”打开向上空间。**1) 新能源：公司电池冷却系统采用 PA 管替代传统铝管，已获奥迪 Q6 订单 4860 万欧元，目前正与多家主机厂接洽，订单有望在 18 年爆发；减震部分也有望获得大众 MEB 平台订单；2) 智能驾驶：公司是国内极少数切入核心执行层厂商，供货蒂森克虏伯，是宝马、奔驰 EPS 系统二级供应商，EPS 业务将于 18 年国内落地，Tire2 向 Tire1 总成迈进彰显公司行业地位和产品实力。

□ **投资建议和风险提示：**我们认为公司主业内生增长稳健，短期看十年并购反哺国内带来高增长，中期看单车收入快速增加带来利润增长，长期看技术储备带来公司在智能、电动汽车领域核心竞争力。预计 2017-19 年 EPS0.94、1.14、1.41 元，按 18 年 25-30PE 估值，合理目标价格区间 28.5-34.2 元，继续强烈推荐。**风险提示：新品推进不及预期；国内整合不及预期**

**财务数据与估值**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	8384	10899	13017	15941	20007
同比增长	28%	30%	19%	22%	26%
营业利润(百万元)	1056	1380	1665	2081	2657
同比增长	21%	31%	21%	25%	28%
净利润(百万元)	901	1157	1404	1745	2216
同比增长	26%	28%	21%	24%	27%
每股收益(元)	0.73	0.94	1.14	1.41	1.80
PE	28.4	22.1	18.2	14.7	11.6
PB	4.0	3.4	2.9	2.5	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

正文目录 .....	2
一、行业：十年收购反哺国内，国产替代空间大 .....	4
1、独树一帜的反哺式收购，实现技术、客户双升级 .....	4
2、国产替代空间大，三大主业国内密集设厂 .....	6
二、中期逻辑：“单车价值提升+本土化”带来高增长 .....	7
1、密封系统：优势业务，油封水封协同发展 .....	9
2、减震系统：单车价值量提升 10X，高增长主力 .....	10
3、冷却系统：合资新能源放量核心受益，3 年增长 100% .....	10
三、长期逻辑：新能源汽车电子打开向上空间 .....	12
1、冷却系统：绑定奥迪 Q6，占领合资新能源冷却市场 .....	12
2、EPS 电子转向：供货奔驰宝马，18 年国产化落地 .....	13
五、内部治理：新老交接顺利，股权激励利好长期发展 .....	15
1、新老交接顺利，新管理层大有可为 .....	15
六、投资策略 .....	15

## 图表目录

图 1：过去十年公司完成 8 起橡胶件海外并购 .....	4
图 2：13-16 年橡胶件主业营收 CAGR=26.6% .....	6
图 3：13-16 年橡胶件主业毛利 CAGR=27.2% .....	6
图 4：公司国内毛利率显著高于国外 .....	6
图 5：公司净利率显著高于德国大陆和日本普利司通 .....	6
图 6：中鼎减震 14-16 年净利润实现翻倍增长 .....	7
图 7：中鼎精工 14-16 年净利润实现翻倍增长 .....	7
图 8：公司橡胶件业务分为减震、密封、冷却三大系统 .....	8
图 9：公司产品结构升级路径 .....	8
图 10：公司客户结构升级路径 .....	8
图 11：17H1 三大系统营收占比情况 .....	9
图 12：17H1 三大系统毛利占比情况 .....	9
图 13：德国 KACO 主要产品一览 .....	9

图 14: 德国 KACO 主要客户一览 .....	9
图 15: 13-16 年德国 KACO 营收以及同比增速 .....	9
图 16: 13-16 年德国 KACO 净利润以及同比增速 .....	9
图 17: 公司减震产品结构升级, 单车价值提升 10x .....	10
图 18: 中鼎减震 13-16 年营收以及净利润一览 .....	10
图 19: 德国 WEGU 13-16 年净利以及同比增速 .....	10
图 20: 中鼎胶管产品示意图 .....	11
图 21: 中鼎胶管 14-15 年营收以及净利润 .....	11
图 22: TFH 主要产品示意图 .....	11
图 23: 16 年 1-9 月 TFH 前五大客户一览 .....	12
图 24: TFH 营收以及净利情况一览 .....	12
图 25: TFH 生产基地分布一览 .....	12
图 26: 电池冷却系统示意图 .....	13
图 27: 电池冷却系统工作原理 .....	13
图 28: 各助力转向系统油耗占比情况 .....	13
图 29: EPS 销量以及装车率持续上升 .....	13
图 30: AMK 主要业务及客户 .....	14
图 31: AMK 公司技术和产品分类 .....	14
图 32: 14-16 年 9 月 AMK 营收以及净利一览 .....	14
图 33: 中鼎股份历史 PE Band .....	16
图 34: 中鼎股份历史 PB Band .....	16
表 1: 橡胶件并购情况&标的简介 .....	4
表 2: 2017 年公司跻身全球 NO.18 非轮胎橡胶件巨头 (单位: 亿美元) .....	5
表 3: 公司在国内反向投资设立五家子公司 .....	6
表 4: KACO、WEGU 国内设厂业绩实现高增长 .....	7
表 5: AMK 的 EPS 电机业务绑定奔驰宝马有望 2020 年落地国内 .....	13
表 6: 公司股权激励事项一览 .....	15
表 7: 简式盈利预测模型 .....	16
附: 财务预测表 .....	17

## 一、行业：十年收购反哺国内，国产替代空间大

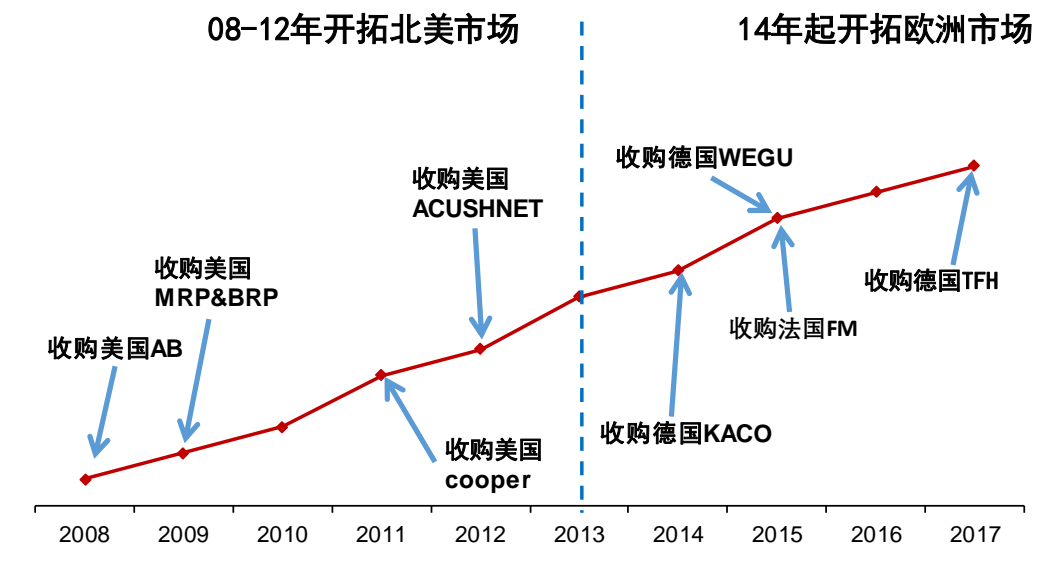
### 1、独树一帜的反哺式收购，实现技术、客户双升级

回望十年收购路，技术收购和市场收购，同主业高度相关。

我们认为市场对公司的收购存在极大预期差，公司的十年外延并非一味扩大体量，而是围绕核心主业实现技术收购和市场收购。围绕汽车核心橡胶件，构建密封、减震、冷却三大业务板块，客户覆盖奔驰、宝马、大众等中高端巨头，是国内唯一切入橡胶核心件的自主厂商，技术壁垒较高。公司通过在合适的时点并购海外巨头，实现技术、产品、客户整合，通过技术反哺打开国内合资配套市场，凭借成本、快速响应抢占合资巨头份额，是汽车优秀收购的典型代表。

公司通过持续海外并购做大做强橡胶件主业，08-17 年总计完成 8 起海外并购。其中 08-12 年收购 4 家美国橡胶件公司，着力开拓北美市场；14 年起公司开始发力欧洲市场，14 年 8000 万美元收购德国 KACO、15 年 6.3 亿人民币收购德国 WEGU、17 年 2 月 1.7 亿欧元收购德国 TFH，客户覆盖大众、宝马、奥迪、奔驰等，公司由此打入德系豪华车供应链。

图 1：过去十年公司完成 8 起橡胶件海外并购



资料来源：公司公告，招商证券

表 1：橡胶件并购情况&标的简介

时间	公司	所在地	价格	股权	主营产品	主要客户
2008.06	AB	美国	450 万美元	100%	汽车减震橡胶产品	通用、克莱斯勒、Tenneco、德尔福、TRW
2009.09	MRP&BRP	美国	850 万美元	100%	汽车、电器等行业用橡胶、塑料进气管件、减震器橡胶组件	通用、福特、克莱斯勒、日产、卡特彼勒
2011.07	cooper	美国	800 万美元	100%	汽车、工程机械、轴承等行业用高端油封制品	Timken、NSK、SKF、通用、福特、宝马、丰田
2012.12	ACUSHNET	美国	7125 万美元	100%	航空航天、石油、天然气、工程机械、汽车用高端密封件	波音、卡特彼勒、迪尔、玛涅蒂马瑞利、通用

时间	公司	所在地	价格	股权	主营产品	主要客户
2014.04	KACO	德国	8000 万美元	80%	汽车及机械工程行业高精度密封件	大众、克莱斯勒、福特、保时捷、奥迪、宝马、布加迪等
2015.04	WEGU	德国	6.3 亿 人民币	100%	工业橡胶/硅胶减震降噪方案及汽车轻量化产品	大众、宝马、奔驰、奥迪等
2015.10	FM	法国	1 欧元	100%	为发动机、变速箱、蓄电池组提供密封技术和解决方案	奥迪、宝马、菲亚特、福特、标致雪铁龙等
2017.02	TFH	德国	1.7 亿 欧元	100%	发动机/电池冷却系统胶管件	奔驰、宝马、沃尔沃、欧宝、福特、通用、标致雪铁龙等

资料来源：公司公告，招商证券

### 17 年跻身全球 NO.18 巨头，增速远超行业平均水平。

公司目前是国内汽车非轮胎橡胶件绝对龙头，市占率超过 10%；虽然 16 年美元兑人民币持续升值，但公司 2017 年度仍以 16 年 11.84 亿美元的销售额跻身全球 NO.18 大型橡胶企业。12-16 年公司橡胶件主业营收 CAGR 为 26.6%，毛利 CAGR 为 27.2%，均远超行业平均增速；16 年在无新增橡胶件公司并表的情况下，实现营收 81.01 亿人民币，内生增速高达 28.9%。

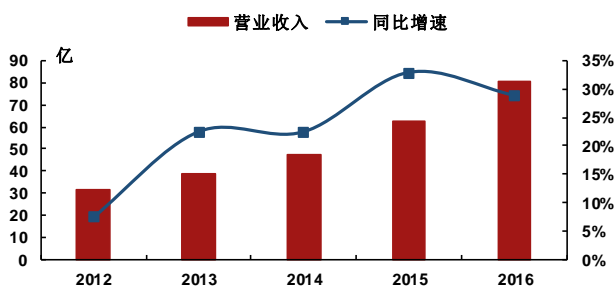
表 2：2017 年公司跻身全球 NO.18 非轮胎橡胶件巨头（单位：亿美元）

2017 排名	2016 排名	企业/总部所在地	2016 销售额	2015 销售额	同比增速
1	1	大陆/德国	56.079	53.406	+5.0%
2	3	弗雷依登贝格/德国	50.426	37.44	+34.7%
3	2	哈钦森/法国	45.745	42.56	+7.5%
4	5	住友瑞科公司/日本	35.484	31.477	+12.7%
5	4	库珀标准汽车配件/美国	33.000	33.428	-1.3%
6	8	NOK/日本	29.624	28.976	+2.2%
7	7	盖茨集团/美国	28.500	30	-5.0%
8	6	普利司通/日本	26.975	31.476	-14.3%
9	10	特雷勒堡 AB/瑞典	25.244	24.285	+3.9%
10	9	派克-汉尼芬/美国	22.720	25.424	-10.6%
11	49	利洁时 benskiser/英国	17.500	4.071	+329.9%
12	12	安塞尔/澳大利亚	15.728	16.451	-4.4%
13	13	伊顿/美国	13.800	14.599	-5.5%
14	15	丰田合成/日本	13.357	12.921	+3.4%
15	16	株洲时代新材料/中国	12.900	11.785	+9.5%
16	--	新平衡运动鞋公司/美国	12.000	--	--
17	--	沃弗林集团/美国	12.000	--	--
18	19	安徽中鼎密封件/中国	11.844	10.492	+12.9%
19	14	费德拉尔-莫达尔/美国	11.340	13.354	-15.1%
20	23	西部制药/美国	10.564	9.8	+7.8%

资料来源：中国橡胶网，招商证券

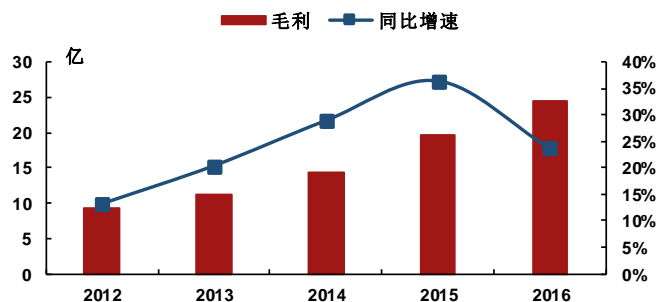


图 2：13-16 年橡胶件主业营收 CAGR=26.6%



资料来源：公司公告，招商证券

图 3：13-16 年橡胶件主业毛利 CAGR=27.2%



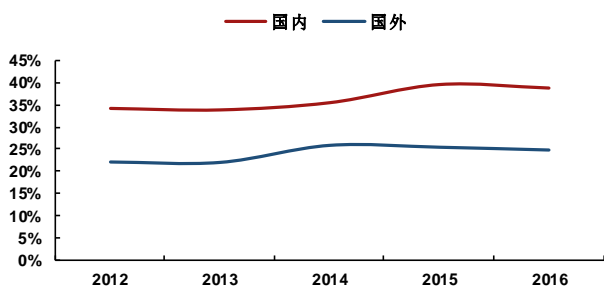
资料来源：公司公告，招商证券

## 2、国产替代空间大，三大主业国内密集设厂

先图海外，再谋中原，凭借优势的成本和快速效应度国内设厂。

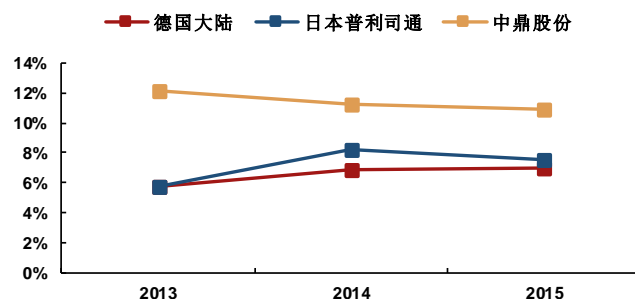
橡胶件产业属于劳动密集型产业，无法全部实现机械化、自动化，发展中国家更具劳动成本优势，人工成本仅占 15%，由此产业逐渐由发达国家向发展中国家转移。公司国内毛利率显著高于国外，由此海外子公司在国内反向投资设厂将大幅提升公司盈利能力；同时相比其他橡胶件巨头，公司立足国内，劳动成本优势显著，盈利能力显著高于行业平均水平。

图 4：公司国内毛利率显著高于国外



资料来源：公司公告，招商证券

图 5：公司净利率显著高于德国大陆和日本普利司通



资料来源：中国橡胶网，招商证券

### KACO、WEGU 国内设厂成效显著，业绩迎腾飞拐点。

公司拥有近十年的丰富海外并购管理经验，以低估值收购海外优质标的后在国内进行反向投资，实现技术、管理经验的吸收同时拓展产品线和客户群体。以近期收购的德国 KACO、WEGU 为例，KACO 在国内设立安徽、无锡两家子公司，WEGU 设立安徽子公司，大力开拓国内市场，从而实现业绩高增长，17H1 无锡 KACO、安徽 KACO 实现营收 2.01 亿，净利 2505 万，接近 16 年全年水准。

表 3：公司在国内反向投资设立五家子公司

公司	地点	成立时间	注册资本	对应主体
嘉科（无锡）密封技术有限公司	江苏无锡	2008.05	4000 万美元	德国 KACO
安徽库伯密封技术有限公司	安徽宣城	2011.12	5000 万人民币	美国 Cooper
嘉科（安徽）密封技术有限公司	安徽宣城	2014.12	500 万美元	德国 KACO
威固技术（安徽）有限公司	安徽宣城	2016.04	1000 万美元	德国 WEGU
Tristone（安徽）有限公司	安徽宣城	2017 年		德国 Tristone

敬请阅读末页的重要说明

资料来源：公司公告，阿里巴巴，招商证券

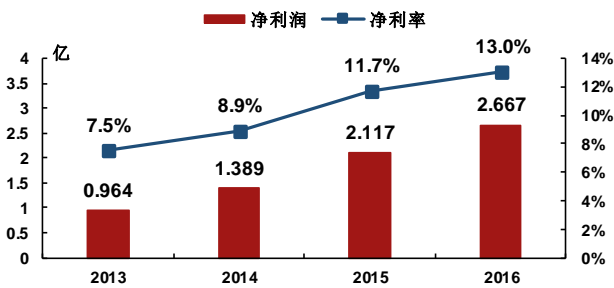
表 4: KACO、WEGU 国内设厂业绩实现高增长

公司		2015	2016	2017H1
无锡 KACO、安徽 KACO	营业收入/万	21851	26247	20070
	净利润/万	2600	2886	2505
安徽 WEGU	营业收入/万		2911	3813
	净利润/万		604	772

资料来源：公司公告，招商证券

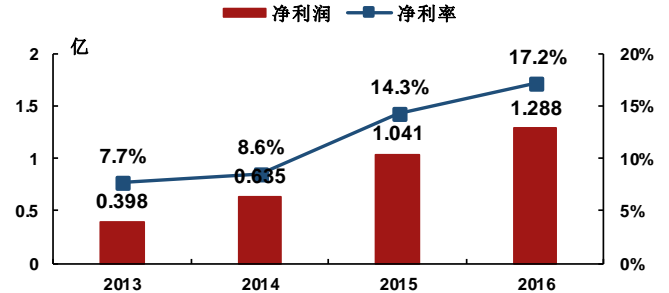
核心子公司 14-16 年业绩实现翻倍增长，内生增长动力强劲。公司持续将并购获得的高端橡胶件技术以及生产基地转移至国内，核心子公司中鼎减震、中鼎精工 14-16 年净利润均实现翻倍增长；同时得益于产品、客户结构双向升级，两者净利率大幅度提升，盈利能力显著增强。我们认为未来公司受益于国内高端密封橡胶件进口替代+海外渠道扩张+产品模块化升级的三重因素，橡胶件主业有望维持 20%内生增速，内生增长动力强劲。

图 6: 中鼎减震 14-16 年净利润实现翻倍增长



资料来源：公司公告，招商证券

图 7: 中鼎精工 14-16 年净利润实现翻倍增长

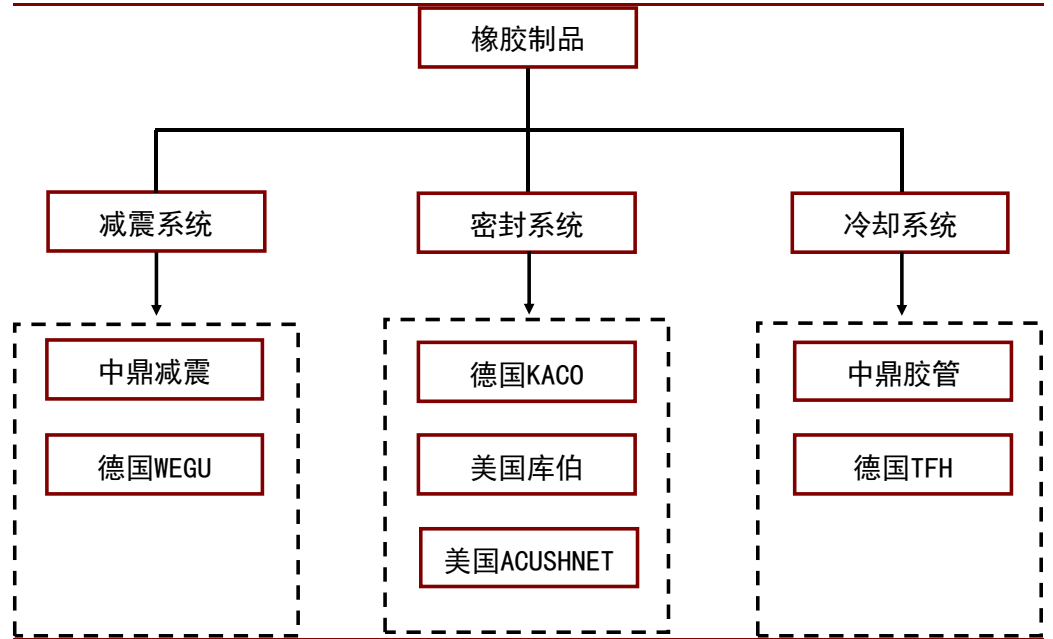


资料来源：公司公告，招商证券

## 二、中期逻辑：“单车价值提升+本土化”带来高增长

内部梳理产品线，公司橡胶件业务分为减震、密封、冷却三大系统。历经十年海外并购，公司开始着手梳理内部产品线，将橡胶件主业划分为减震、密封、冷却三大系统。其中减震系统主要包括中鼎减震、德国 WEGU 两家子公司；密封系统包括德国 KACO、美国库伯、美国 ACUSHNET 等子公司；冷却系统则包括中鼎胶管、德国 TFH 两家子公司。

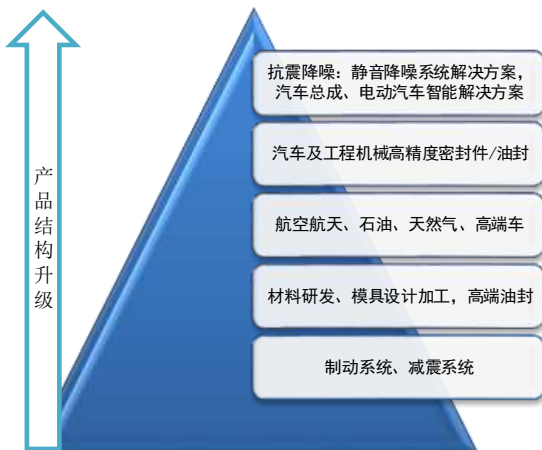
图 8：公司橡胶件业务分为减震、密封、冷却三大系统



资料来源：公司公告，招商证券

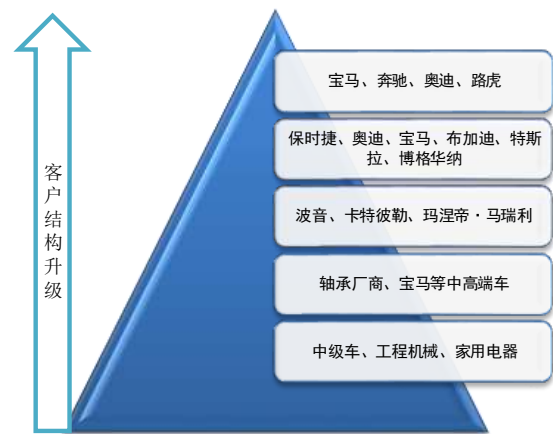
产品模块化提升单车价值，客户高端化趋势明显。公司通过海外并购获得高端橡胶件技术以及模具核心技术，并将生产基地逐步转移至国内，由此实现产品、客户结构的双向升级。目前公司的产品结构已经由原先的中级车+普通橡胶件，升级为中高级车+电器、工程机械、轨交、石化、航空航天等高端橡胶密封件产品，同时产品模块化集成供货，单车价值提升 4x 以上，增长空间巨大；客户结构则由原先的中级车、工程机械、家用电器升级为宝马、奔驰、保时捷等豪华车品牌。

图 9：公司产品结构升级路径



资料来源：公司公告，招商证券

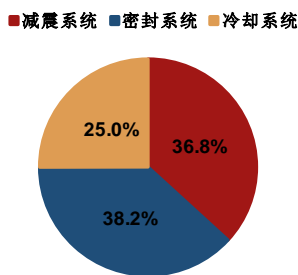
图 10：公司客户结构升级路径



资料来源：公司公告，招商证券

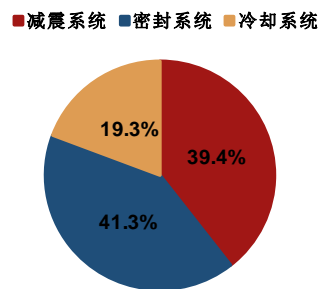


图 11: 17H1 三大系统营收占比情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 12: 17H1 三大系统毛利占比情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

### 1、密封系统: 优势业务, 油封水封协同发展

德国 KACO 全球密封巨头, 业绩稳健增长。德国 KACO 是全球前三的油封供应商, 同时占据全球 25% 水封市场份额, 主营产品包括发动机/变速箱密封件、整体密封系统等, 主要客户包括大众、宝马、通用、福特等一线品牌。13-16 年德国 KACO 业绩总体平稳, 17H1 随着国内子公司业绩放量, 德国 KACO 迎来业绩拐点, 实现营收 8.04 亿, 同比增长 26%; 净利润 7232 万, 同比大增 63%。

图 13: 德国 KACO 主要产品一览



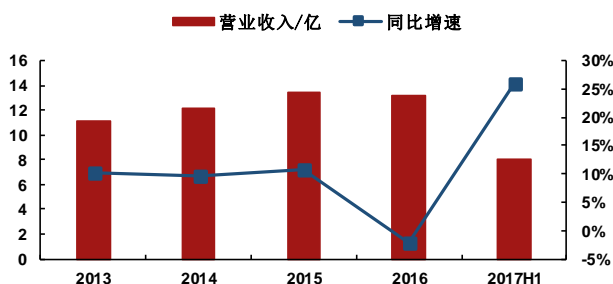
资料来源: 公司官网, 招商证券

图 14: 德国 KACO 主要客户一览



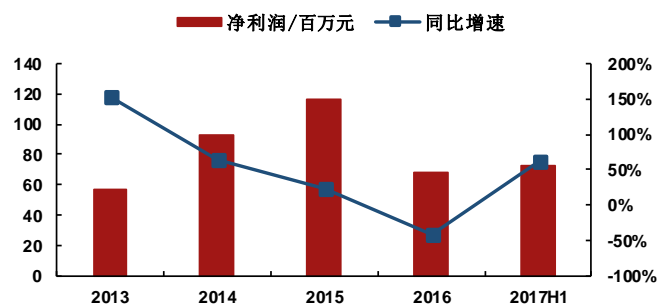
资料来源: 公司官网, 招商证券

图 15: 13-16 年德国 KACO 营收以及同比增速



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 16: 13-16 年德国 KACO 净利润以及同比增速



资料来源: 公司公告, 招商证券

## 2、减震系统：单车价值量提升 10X，高增长主力

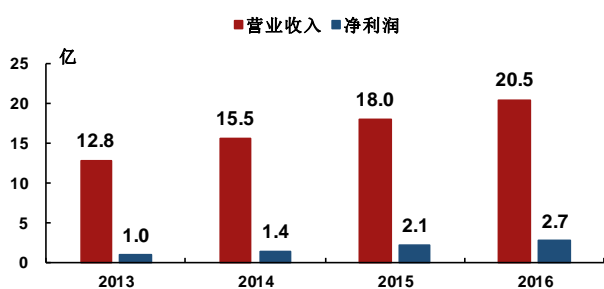
减震产品结构升级，增长空间广阔。公司减震产品结构持续升级，其中中鼎减震产品将由衬套向悬挂总成升级，单价提升 10X 以上。德国 WEGU 产品将由吊耳向谐振块升级，单车价值提升 10-15x，增长空间广阔。中鼎减震 14-16 年净利润实现翻倍增长，预计未来年化增速达 30%；德国 WEGU 自公司收购后净利增速达 14%，预计未来年化增速达 20%。

图 17：公司减震产品结构升级，单车价值提升 10x



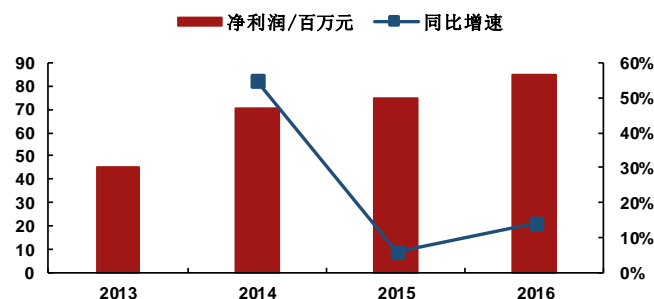
资料来源：公司官网，招商证券

图 18：中鼎减震 13-16 年营收以及净利润一览



资料来源：公司公告，招商证券

图 19：德国 WEGU 13-16 年净利以及同比增速



资料来源：公司公告，招商证券

## 3、冷却系统：合资新能源放量核心受益，3 年增长 100%

全球第二大冷却系统供应商，业绩持续高增长。

公司旗下子公司 TFH 主营发动机&电池冷却系统业务，15 年全球市占率达 13%，仅次于大陆集团位居全球第二，主要客户包括奔驰、宝马、沃尔沃、欧宝、福特、通用、标

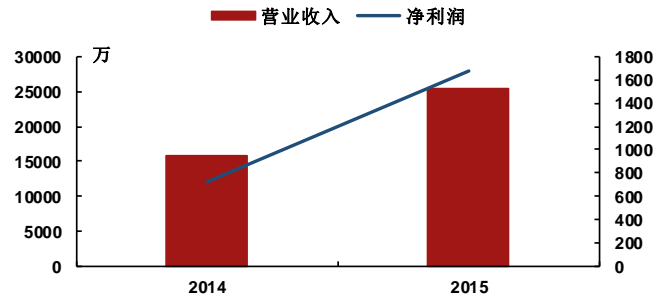
致雪铁龙等一线品牌。16年TFH营收达2.47亿欧元，同比增长9%；其中新能源汽车相关产品的销售额占比约33%，其中新能源汽车电池冷却系统占比约17%，预计17年将达到20%。17上半年TFH营收达1.46亿欧元，同比增长16%，主要系墨西哥工厂投产以及新能源产品大幅增长所致。根据公司收购报告书，TFH依据现有合同以及在手订单预估，17-21年净利CAGR保守达20.3%。

图 20：中鼎胶管产品示意图



资料来源：公司官网，招商证券

图 21：中鼎胶管 14-15 年营收以及净利润



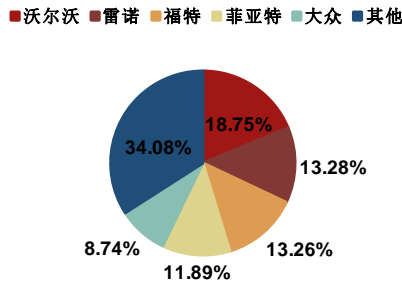
资料来源：公司公告，招商证券

图 22：TFH 主要产品示意图



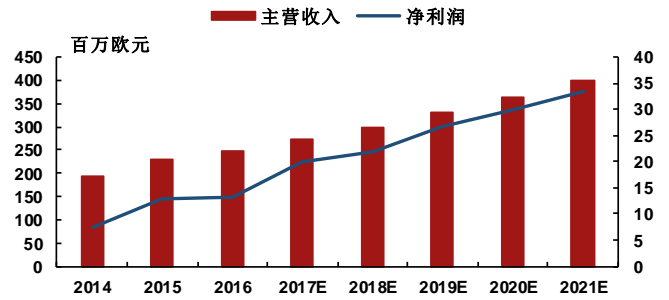
资料来源：公司公告，招商证券

图 23: 16 年 1-9 月 TFH 前五大客户一览



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 24: TFH 营收以及净利情况一览



资料来源: 公司公告, 招商证券

着力开拓国内以及新兴市场，发展空间巨大。TFH 欧美客户广泛，公司完成收购后确定发展战略为开拓中国、印度、巴西等新兴国家市场。目前 TFH 在国内与中鼎胶管合作导入产品技术，已在安徽设立子公司；同时 TFH 在印度浦那、计划 18 年巴西建厂，以抢占新兴市场同时降低劳动成本，业绩步入高速增长期。

图 25: TFH 生产基地分布一览



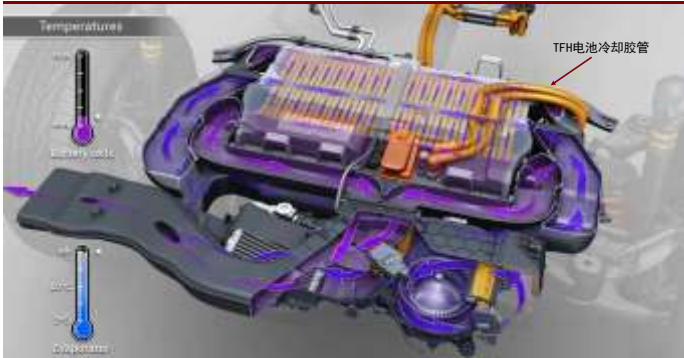
资料来源: 公司官网, 招商证券

### 三、长期逻辑：新能源汽车电子打开向上空间

#### 1、冷却系统：绑定奥迪 Q6，占领合资新能源冷却市场

收获奥迪 Q6 订单，绑定合资新能源冷却市场。17 年 4 月公司公告 TFH 收到奥迪 Q6 电池冷却系统订单，供货周期为 6 年，每年金额 810 万欧元。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，是奥迪未来主打运动型新能源 SUV 平台。我们认为 TFH 收获奥迪 Q6 订单，后续大概率获得合资体系新车型订单，同时对 TFH 拓展国际豪华新能源汽车电池冷却系统市场产生积极影响。

图 26: 电池冷却系统示意图



资料来源: Google, 招商证券

图 27: 电池冷却系统工作原理



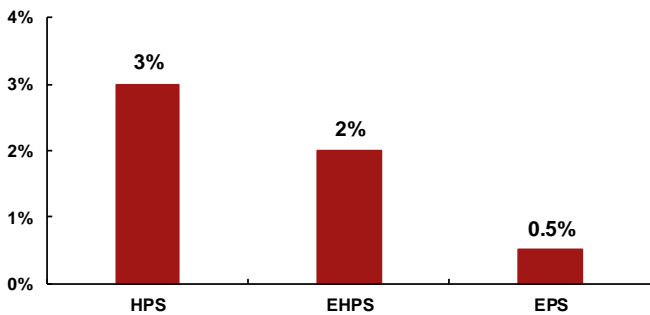
资料来源: 第一电动网, 招商证券

## 2. EPS 电子转向: 供货奔驰宝马, 18 年国产化落地

**EPS 电机渗透率持续提升, AMK 2020 落地国内。**

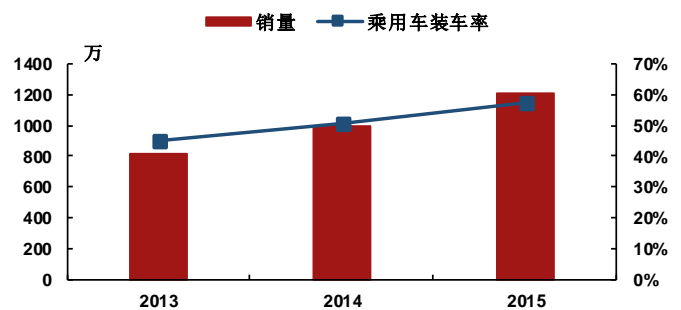
相比 HPS 和 EHPS 转向系统, EPS 油耗占比仅为 0.5%, 符合汽车节能化环保化趋势, 是未来主要发展方向。13-15 年 EPS 销量由 812 万上升至 1207 万, 年平均增速达 22%; 在乘用车中渗透率提升至 50% 以上, 市场空间极为可观。AMK 的 EPS 电机目前只供欧洲客户, 扭矩范围为 6-30 Nm, 最高转速可达 6000 rpm, 深度绑定奔驰宝马, 2020 年有望正式落地国内贡献业绩增量。

图 28: 各助力转向系统油耗占比情况



资料来源: 中国产业信息网, 招商证券

图 29: EPS 销量以及装车率持续上升



资料来源: 中国产业信息网, 招商证券

表 5: AMK 的 EPS 电机业务绑定奔驰宝马有望 2020 年落地国内

产品名称	EPS 电机
扭矩范围/Nm	6-30
电源电压/V	12/24
工作温度/°C	-40-125
最高转速/rpm	6000
终端客户	奔驰、宝马
国内落地时间	2020 年

资料来源: 公司官网, 公司调研, 招商证券

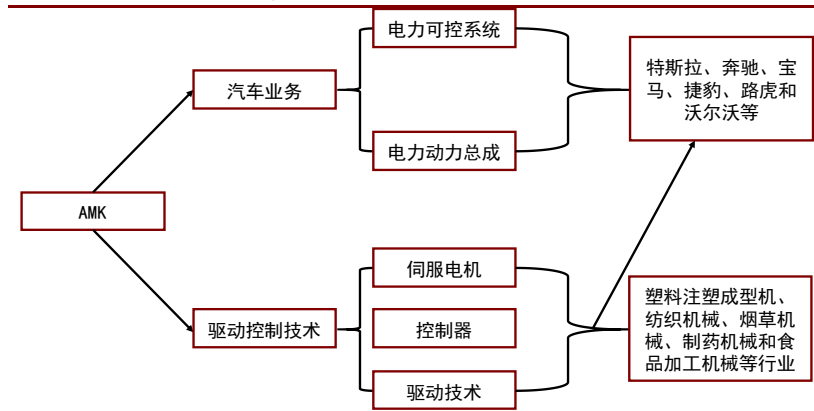
**公司 AMK 伺服电机全球领先, 欧洲市占率达 90%。**

公司 16 年对价 1.3 亿欧元并购 AMK, 初步布局电机电池控制系统、驾驶辅助和底盘电子控制系统。AMK 伺服电机、电池控制技术近五十年内均处于行业领先地位, 其中伺



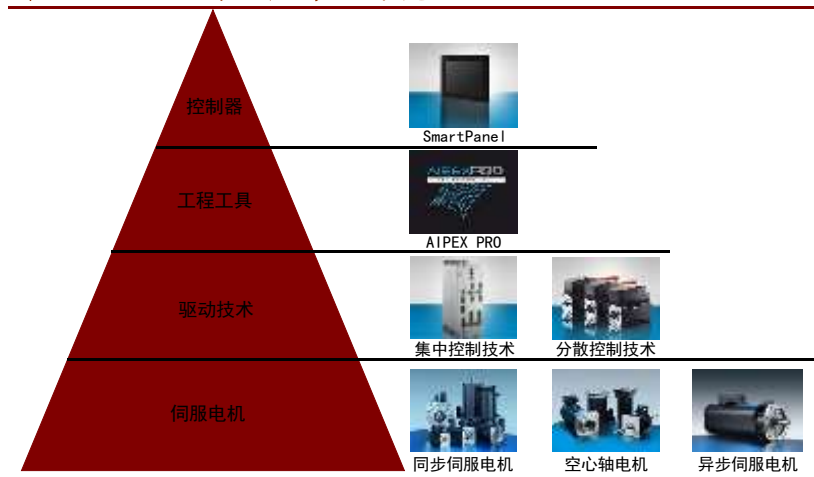
服电机可实现九轴联动并广泛用于电子转向等系统，欧洲市占率高达 90%，客户包括奔驰、宝马、捷豹、路虎和沃尔沃等世界顶级主机生产商。

图 30: AMK 主要业务及客户



资料来源：公司官网，招商证券

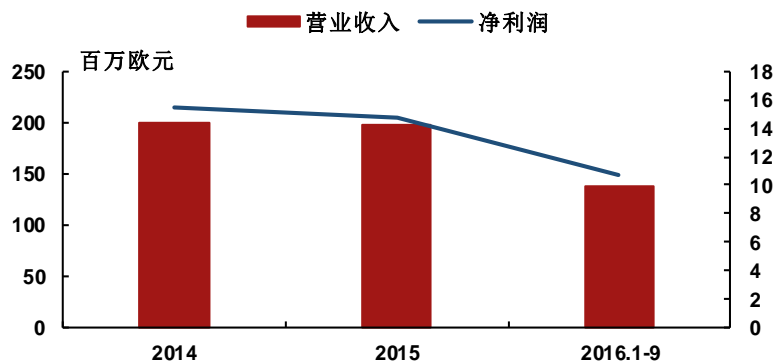
图 31: AMK 公司技术和产品分类



资料来源：公司官网，招商证券

AMK18 年有望在华合资设厂，打开成长新空间。此前 AMK 战略偏保守，业务销售基本集中在德国本土市场，业务扩张速度缓慢，14-16 年营收、净利几乎零增长。公司 16 年 7 月完成并购后，借鉴前期 KACO、WEGU 的整合经验，积极推动 AMK 在华合资设厂，年内有望落实到位，打开 AMK 成长新空间，18 年高增长可期。

图 32: 14-16 年 9 月 AMK 营收以及净利一览





资料来源：公司公告，招商证券

## 五、内部治理：新老交接顺利，股权激励利好长期发展

### 1、新老交接顺利，新管理层大有可为

公司管理层新老交接顺利，新管理层大有可为。公司老管理层以董事长夏鼎湖总为代表，在中鼎工作年限基本已超过 30 年，拥有丰富的管理经验，但因年龄原因有所困扰。新一届管理层以副董事长夏迎松总与副总方炳虎总为代表，进入中鼎已达十来年时间，年富力且对公司业务熟稔；且具有海外留学背景，公司海外业务发展迅速。我们看好公司在老少交接完成后大有可为，驶入快发展轨道。

2、股权激励提升员工积极性，利好长期发展

**16 年 10 月股权激励落地，深度绑定核心骨干。**16 年 10 月公司完成限制性股票授予计划，向中高级管理人员及核心技术人员 639 人授予 2000 万股，占授予前公司总股本的 1.65%，深度绑定核心骨干，有助于提升员工积极性。同时解锁条件设定为以 15 年净利润为基数，16-18 年增长率分别不低于 20%、40%、60%，划定公司业绩稳健增长的目标，看好公司中长期快速发展。

表 6：公司股权激励事项一览

分类别	具体情况
授予对象	中高级管理人员以及核心技术人员共 639 人
授予时间	2016 年 10 月
授予数量	2000 万股，占总股本的 1.65%
授予价格	11.99 元/股、11.97 元/股
解锁条件	以 2015 年净利润值为基数，16-18 年增长率不低于 20%、40%、60%

资料来源：公司公告，招商证券

## 六、投资策略

**1) 短期逻辑：十年收购反哺国内，国产替代空间大。**公司定位高端橡胶件全球龙头，构建密封、减震、冷却三大主业，70%收入来源于海外，客户涵盖奔驰、大众、宝马等合资主流厂商。公司 2008-17 年持续收购海外优质资产，提升配套结构和技术水平；在 2015-17 年海外业务在国内设厂，通过成本和响应度抢占外资份额，带来毛利率提升和蓝海增量市场，国产替代空间大。

**2) 中期逻辑：单车价值 5 倍提升带来高增长。**公司目前“密封+减震+冷却系统”单车价值 1200 元，减震模块化、冷却系统总成化供货后单车价值有望提升至 6000 元，5 倍增长空间。其中：密封系统稳健增长，单车价值 200 元左右；减震系统由悬置、衬套产品转向底盘总成件供货，单车价值提升 10 倍，18 年有望落地；冷却系统全球排名仅次于大陆，绑定奔驰宝马，电池包 PA 冷却系统单车价值 1500-2000 元，将逐步落地国内市场，大幅提升收入跟毛利。

**3) 长期逻辑：“新能源+汽车电子”打开向上空间。**在新能源方面：公司电池冷却系统采用 PA 管替代传统铝管，已获奥迪 Q6 订单 4860 万欧元，目前正与多家主机厂接洽，订单有望在 18 年爆发；减震部分也有望获得大众 MEB 平台订单；在智能驾驶方面：公司是国内极少数切入核心执行层厂商，供货蒂森克虏伯，是宝马、奔驰 EPS 系统二

级供应商，EPS 业务将于 18 年国内落地，Tire2 向 Tire1 总成迈进彰显公司行业地位和产品实力。

**投资建议：**我们认为公司主业内生增长稳健，短期看十年并购反哺国内带来高增长，中期看单车收入快速增加带来利润增长，长期看技术储备带来公司在智能、电动汽车领域核心竞争力。预计 2017-19 年 EPS0.94、1.14、1.41 元，按 18 年 25-30PE 估值，合理目标价格区间 28.5-34.2 元，继续强烈推荐。

**风险提示：**

**1) 行业下行的风险。**汽车行业度过高速增长阶段，明年伴随购置税退出，上半年汽车销量会受到影响，如果超预期下滑，汽车行业零部件厂商均有受到影响，我们认为概率较小但仍是公司面临的主要风险之一。

**2) 国内业务落地不及预期的可能性。**公司海外收购的优质资产 WEGU、TFH、KACO 为拓展国内业务在国内设立子公司，过去三年快速增长，我们认为这是短期业绩增长的驱动因素，但落地风险仍需要向投资者提示。

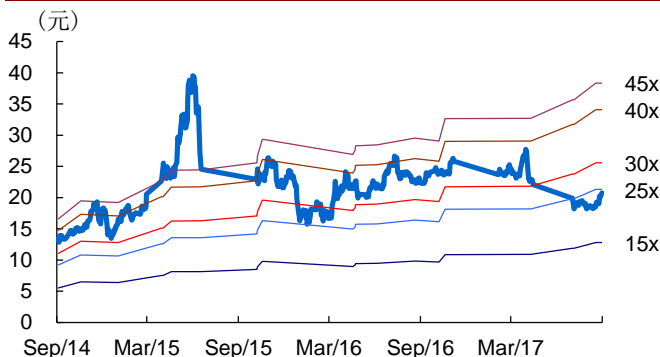
**3) 新业务推进不及预期的风险。**公司总成系统模块化供货大众 MQB、MEB 平台，我们认为突破大众供应链是未来拓展其他厂商的基础。但仍有推进不及预期的可能性，在此向投资者提示风险。

**表 7：简式盈利预测模型**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	8384	10899	13017	15941	20007
同比增长	28%	30%	19%	22%	26%
营业利润(百万元)	1056	1380	1665	2081	2657
同比增长	21%	31%	21%	25%	28%
净利润(百万元)	901	1157	1404	1745	2216
同比增长	26%	28%	21%	24%	27%
每股收益(元)	0.73	0.94	1.14	1.41	1.80
P/E(倍)	28.4	22.1	18.2	14.7	11.6
P/B(倍)	4.0	3.4	2.9	2.5	2.1

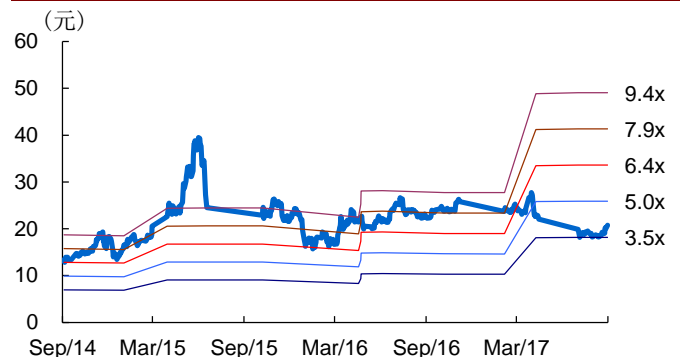
资料来源：招商证券

**图 33：中鼎股份历史 PE Band**



资料来源：贝格数据、招商证券

**图 34：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	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	7055	7142	8388	10164	12646
现金	1315	1530	1663	1932	2319
交易性投资	5	5	5	5	5
应收票据	433	564	673	824	1034
应收款项	1986	2573	3073	3764	4724
其它应收款	131	142	195	239	300
存货	1417	1841	2196	2687	3370
其他	1767	487	582	713	894
<b>非流动资产</b>	4810	5252	5628	5950	6225
长期股权投资	69	69	69	69	69
固定资产	2030	2512	2926	3280	3583
无形资产	354	318	287	258	232
其他	2358	2352	2347	2344	2340
<b>资产总计</b>	<b>11865</b>	<b>12394</b>	<b>14017</b>	<b>16114</b>	<b>18871</b>
<b>流动负债</b>	2819	2500	2824	3270	3891
短期借款	411	0	0	0	0
应付账款	977	1276	1523	1863	2337
预收账款	32	42	50	61	77
其他	1399	1182	1251	1345	1477
<b>长期负债</b>	2421	2261	2261	2261	2261
长期借款	1997	1997	1997	1997	1997
其他	424	264	264	264	264
<b>负债合计</b>	<b>5240</b>	<b>4761</b>	<b>5084</b>	<b>5531</b>	<b>6152</b>
股本	1234	1234	1234	1234	1234
资本公积金	2236	2236	2236	2236	2236
留存收益	2988	3960	5216	6813	8881
少数股东权益	167	203	246	300	368
归属于母公司所有者权益	6458	7430	8686	10283	12351
<b>负债及权益合计</b>	<b>11865</b>	<b>12394</b>	<b>14017</b>	<b>16114</b>	<b>18871</b>

现金流量表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	911	1907	1103	1239	1357
净利润	901	1157	1404	1745	2216
折旧摊销	301	333	398	453	501
财务费用	46	60	75	75	75
投资收益	(19)	(29)	(29)	(29)	(29)
营运资金变动	(343)	345	(793)	(1065)	(1481)
其它	144	41	48	60	76
<b>投资活动现金流</b>	(3084)	(776)	(776)	(776)	(776)
资本支出	(651)	(776)	(776)	(776)	(776)
其他投资	(2434)	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	2188	(916)	(194)	(194)	(194)
借款变动	197	(540)	0	0	0
普通股增加	119	0	0	0	0
资本公积增加	1871	0	0	0	0
股利分配	(134)	(185)	(148)	(148)	(148)
其他	135	(191)	(46)	(46)	(46)
<b>现金净增加额</b>	15	215	133	269	387

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	8384	10899	13017	15941	20007
营业成本	5899	7702	9190	11244	14101
营业税金及附加	63	82	98	120	150
营业费用	403	523	625	765	960
管理费用	836	1090	1302	1594	2001
财务费用	59	60	75	75	75
资产减值损失	91	91	91	91	91
公允价值变动收益	3	3	3	3	3
投资收益	19	26	26	26	26
<b>营业利润</b>	1056	1380	1665	2081	2657
营业外收入	62	50	68	71	71
营业外支出	17	12	12	12	12
<b>利润总额</b>	1101	1418	1721	2139	2716
所得税	172	225	274	340	432
<b>净利润</b>	929	1193	1448	1799	2284
少数股东损益	28	36	43	54	68
<b>归属于母公司净利润</b>	901	1157	1404	1745	2216
<b>EPS (元)</b>	0.73	0.94	1.14	1.41	1.80

主要财务比率

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>年成长率</b>					
营业收入	28%	30%	19%	22%	26%
营业利润	21%	31%	21%	25%	28%
净利润	26%	28%	21%	24%	27%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.6%	29.3%	29.4%	29.5%	29.5%
净利率	10.7%	10.6%	10.8%	10.9%	11.1%
ROE	14.0%	15.6%	16.2%	17.0%	17.9%
ROIC	10.2%	12.6%	13.4%	14.4%	15.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.2%	38.4%	36.3%	34.3%	32.6%
净负债比率	21.4%	16.1%	14.2%	12.4%	10.6%
流动比率	2.5	2.9	3.0	3.1	3.3
速动比率	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.9	0.9	1.0	1.1
存货周转率	4.6	4.7	4.6	4.6	4.7
应收帐款周转率	4.9	4.8	4.6	4.7	4.7
应付帐款周转率	7.0	6.8	6.6	6.6	6.7
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.73	0.94	1.14	1.41	1.80
每股经营现金	0.74	1.55	0.89	1.00	1.10
每股净资产	5.23	6.02	7.04	8.33	10.01
每股股利	0.15	0.12	0.12	0.12	0.12
<b>估值比率</b>					
PE	28.4	22.1	18.2	14.7	11.6
PB	4.0	3.4	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	14.1	10.9	9.0	7.4	6.0

## 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，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。2012年入围新财富最佳分析师评选，2013年水晶球第四名，新财富最佳分析师第五名。2014年水晶球第一名，新财富最佳分析师第二名。2015年金牛奖第一名，水晶球公募类第一名，新财富最佳分析师第三名。

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。

## 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，任何机构和个人均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。