

中鼎股份深度报告

# 中鼎股份：非轮橡胶大王，品质鼎誉全球

太平洋汽车团队

首席分析师：白宇 执业证书编号：S1190518020004

研究助理：赵水平

报告撰写日期：2019年11月5日

## 目录

- 1 专注主业，打造橡胶王国
- 2 内生+外延，成长空间逐步打开
- 3 把握趋势，开启新能源与集成化之路
- 4 盈利预测与风险提示

# 1. 专注主业，打造汽车橡胶王国

- ◆ 稳坐细分龙头，打造全球巨头
- ◆ 主攻橡胶类产品，下游客户优质
- ◆ 营收稳步增长，发展再创辉煌
- ◆ 围绕主业并购布局，技术资源双收获
- ◆ 非轮胎橡胶强者如林，中鼎强势崛起不断超越



# 稳坐细分龙头，打造全球巨头

- 中鼎股份于1980年于安徽省宁国市成立，业务范围从橡胶、塑料制品制造到机械和模具制造等，专注于非轮胎橡胶类汽车零部件生产，是国内汽车橡胶细分领域龙头，产品优质可靠并得到客户广泛认可、信赖。
- 公司已发展成为成功的全球跨国企业，除宁国总部基地外，中鼎还在北京、上海、天津、江苏等地建立产业基地，并通过海外并购在美国、德国等地拥有KACO、WEGU、AMK、TFH等10余家多个细分领域的隐形冠军企业。

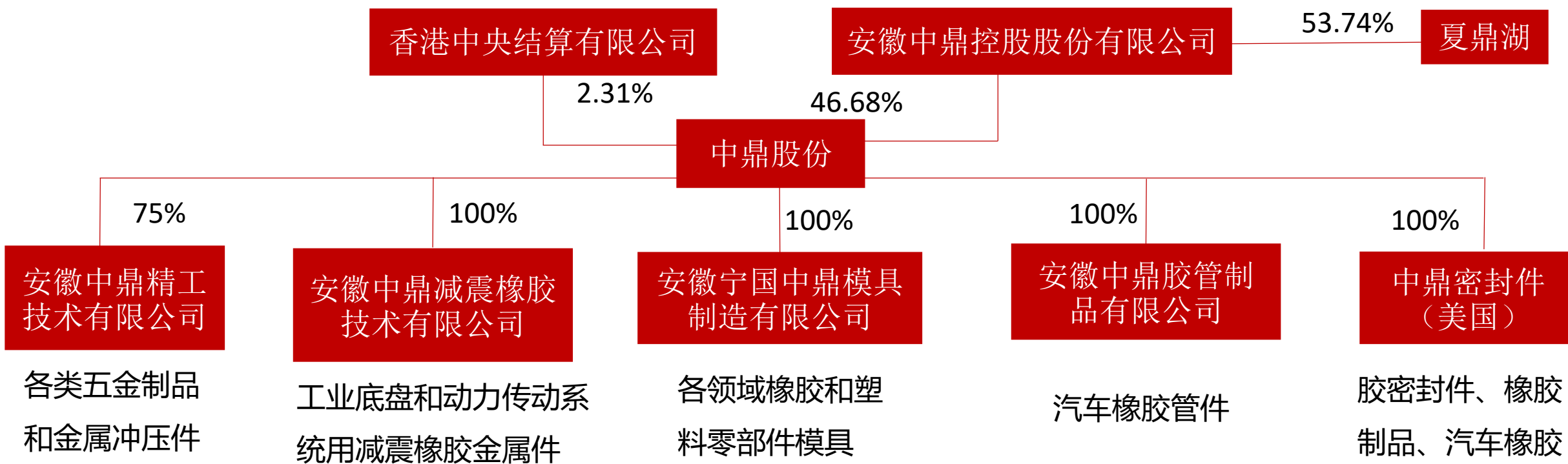
图表：中鼎股份发展历程



## 股权清晰，旗下公司实现“走出去，引进来”

- 中鼎股份股权结构清晰，公司作为民营企业，实际控制人产业经验丰富，中长期战略方向稳定可控。
- 公司在中国有30余家分、子公司，全球其他区域拥有10余家子公司。先后引进日本、韩国、德国、美国等国先进企业进行战略合作，并不断并购海外优质企业，实现了海外企业在国内的技术与市场双落地，形成了跨国经营规模，通过“走出去”实现“引进来”。

图表：中鼎股份股权结构



## 主攻非轮胎橡胶类产品，下游客户优质

- 中鼎股份主要产品为密封件类、减震件类、管路类等，包括著名的“鼎湖”牌橡胶密封件和特种橡胶产品等，在汽车，工程机械，石化加工，铁路和航运等行业得到广泛使用和信赖。
- 中鼎集团已在全球非轮胎橡胶公司中脱颖而出，公司前下游客户优质，已成功进入通用、大众、宝马、奔驰等国际巨头供应体系，前十大客户收入总额占公司总体收入比47%左右。

图表：主要产品信息



减震控制产品



悬置类产品



密封产品



冷却系统管路



进气管路



散热器隔离器

图表：2018年前十大客户



GM通用



大众



沃尔沃



福特



宝马



雷诺日产



捷豹路虎



奥迪



奔驰



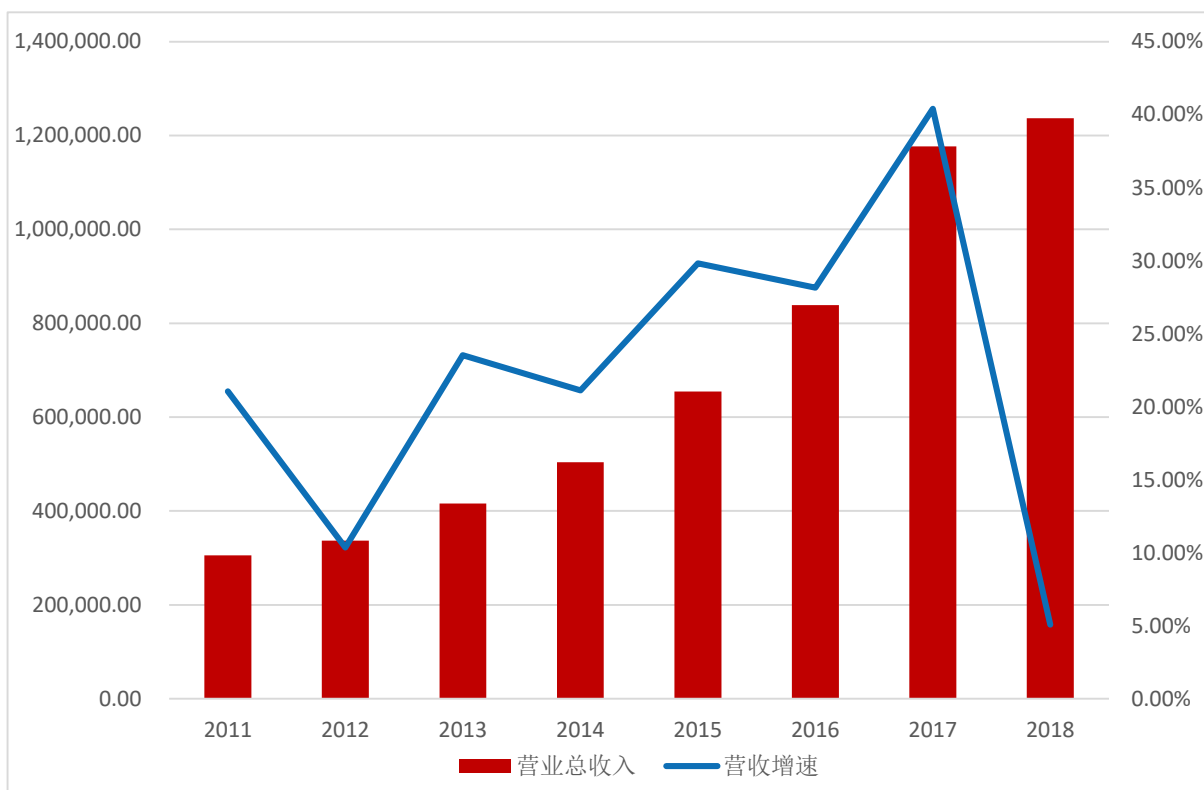
PEUGEOT

标致

## 营收利润稳步增长，发展再创辉煌

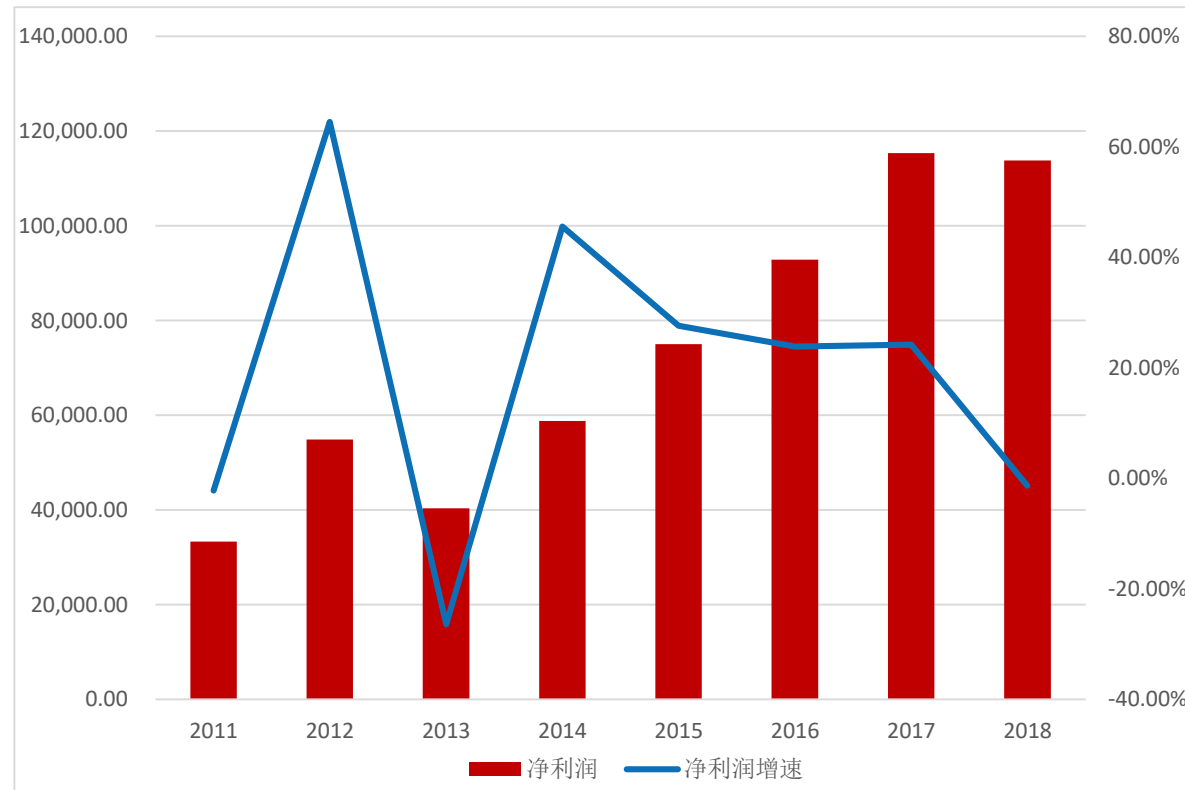
- 中鼎股份整体营业收入不断增加，呈现稳步增长趋势，增速整体较为稳定，净利润也呈现稳步上升。
- 公司从2011年到2018年营收和利润均实现翻倍，企业规模不断扩张。2006-2016年十年复合增长率国内上市公司排名第一。公司通过内生外延不断发展，不断进步，发展态势明朗。

图表：2011-2018年营收及增速



资料来源：公司公告、太平洋证券研究院整理

图表：2011-2018年净利润及增速

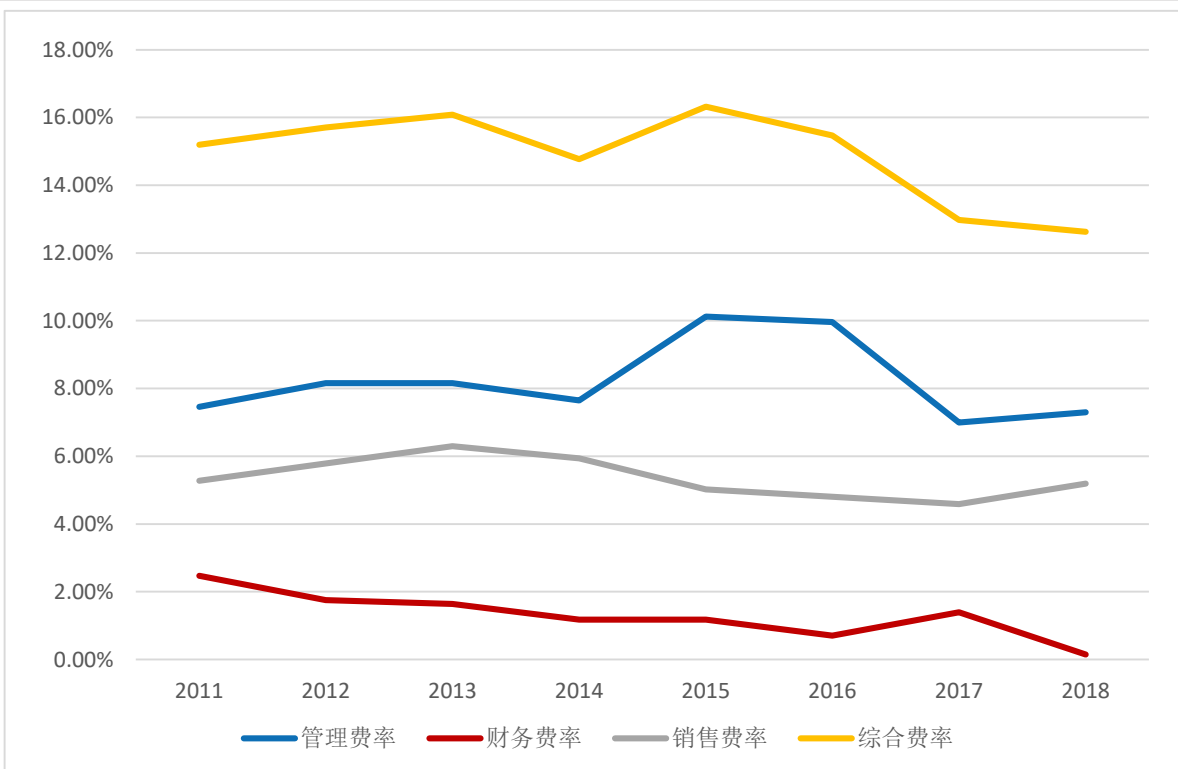


资料来源：公司公告、太平洋证券研究院整理

## 费用不断优化，毛利率高于行业

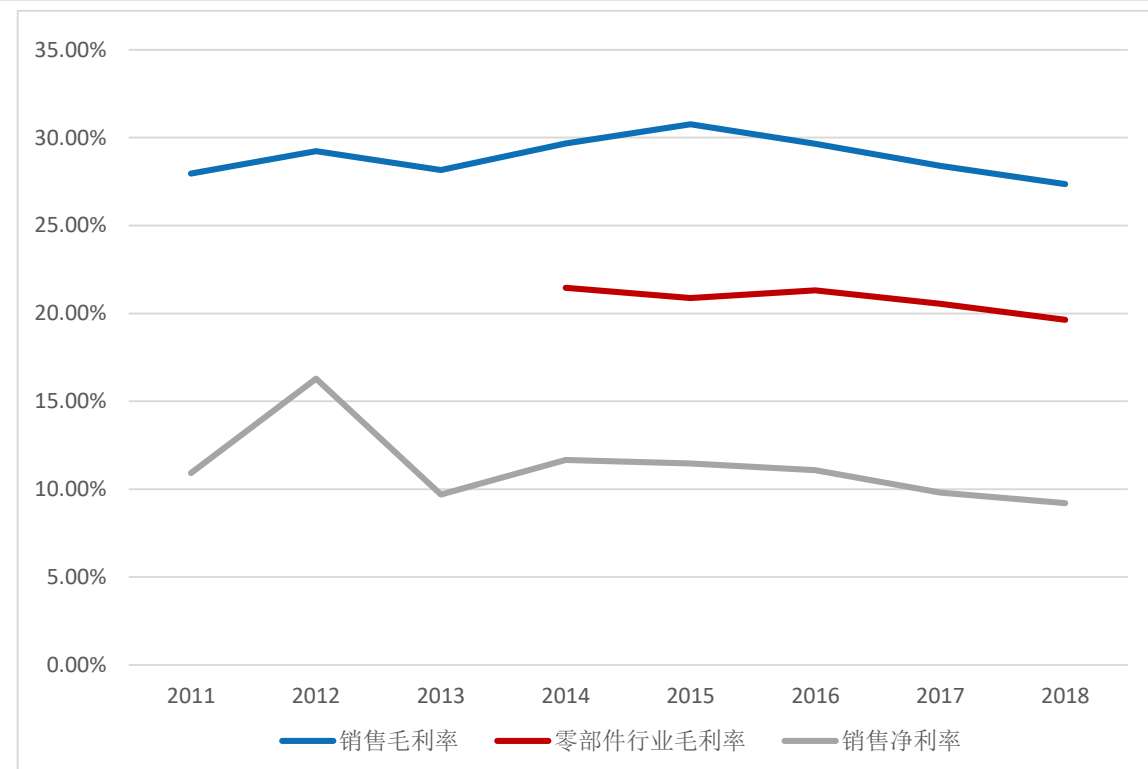
- 中鼎股份近八年费用率不断优化，三项费用率中最高的管理费用率在2016年之后改善明显，并且财务费用率和总费用率整体上呈现递减趋势，中鼎通过并购和自主研发实现一定程度的降本增效。
- 中鼎集团销售毛利率远远高于汽车零部件行业毛利率，两者变化趋势相同，保持相对稳定，中鼎集团发展状态优于行业平均水平，未来可期。

图表：2011-2018年各费用率



资料来源：公司公告、太平洋证券研究院整理

图表：2011-2018年毛利率情况



资料来源：公司公告、太平洋证券研究院整理



# 围绕主业并购布局，技术资源双收获

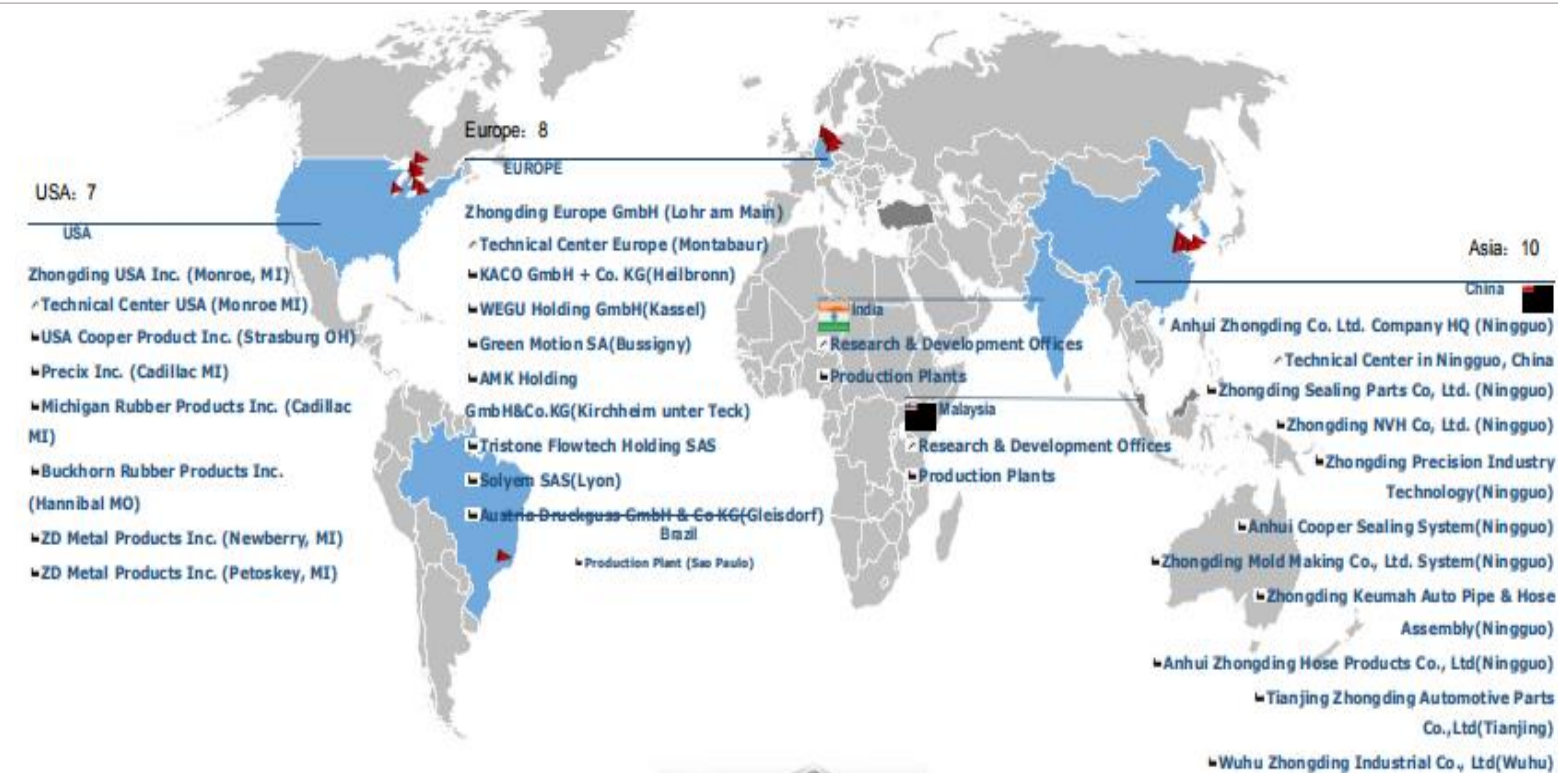
- 中鼎股份在冷却、降噪减振、密封、悬挂及电机这四大系统位居行业前列，通过大规模海外并购，快速获得了欧美的先进技术和生产工艺，以提升自身的技术水平。不仅实现了向行业高端市场及新兴领域的转型，也提升了企业的国际竞争力。
- 中鼎股份不断扩展海外市场，发展成为一个成功的跨国公司，通过海外并购和自主研发在新能源领域也颇有成效。

图表：中鼎四大领域知名子/并购公司

国别企业	冷却领域	降噪减振 底盘系统	密封系统	空气悬挂 及电机系统
中国	中鼎胶管	中鼎减震		
美国			ACUSHNET 库伯	
德国	TFH	WEGU	KACO	AMK

资料来源：公司公告、太平洋证券研究院整理

图表：国际化布局



资料来源：公司官网、太平洋证券研究院整理

## 非轮胎橡胶强者如林，中鼎强势崛起不断超越

- 从全球非轮胎橡胶制品企业排行来看，榜单前5位企业保持不变只有名次顺序的轻微波动，5~13名企业有少许变化，派克-汉尼芬、安塞尔、伊顿等企业在2016-2018年排名不断下降，榜单排名大于15的部分在排名和企业上都具有较大的波动。
- 中鼎近三年在非轮胎橡胶制品企业排名不断上升，成长速度较快，令人刮目相看。

图表：全球非轮胎橡胶制品企业排行

2016年度排名	2017年度排名	2018年度排名	企业名称/总部所在地
1	1	1	大陆/德国
2	3	3	哈金森/法国
3	2	2	弗雷依登贝格/德国
4	5	5	库珀标准汽车配件/美国
5	4	4	住友瑞科公司/日本
6	8	6	普利司通/日本
7	7	8	盖茨集团/美国
8	6	7	NOK/日本
9	10	11	派克-汉尼芬/美国
10	9	10	特雷勒堡AB/瑞典

2016年度排名	2017年度排名	2018年度排名	企业名称/总部所在地
11	-	-	特雷勒堡减振公司/瑞典
12	12	14	安塞尔/澳大利亚
13	13	16	伊顿/美国
14	19	17	费德拉尔-莫达尔/美国
15	14	18	丰田合成/日本
16	15	19	株洲时代新材/中国
17	22	23	横滨橡胶/日本
18	23	24	岱高产品公司/美国
19	18	13	安徽中鼎密封件/中国
20	29	29	芬纳/英国

## 2. 内生+外延，成长空间逐步打开

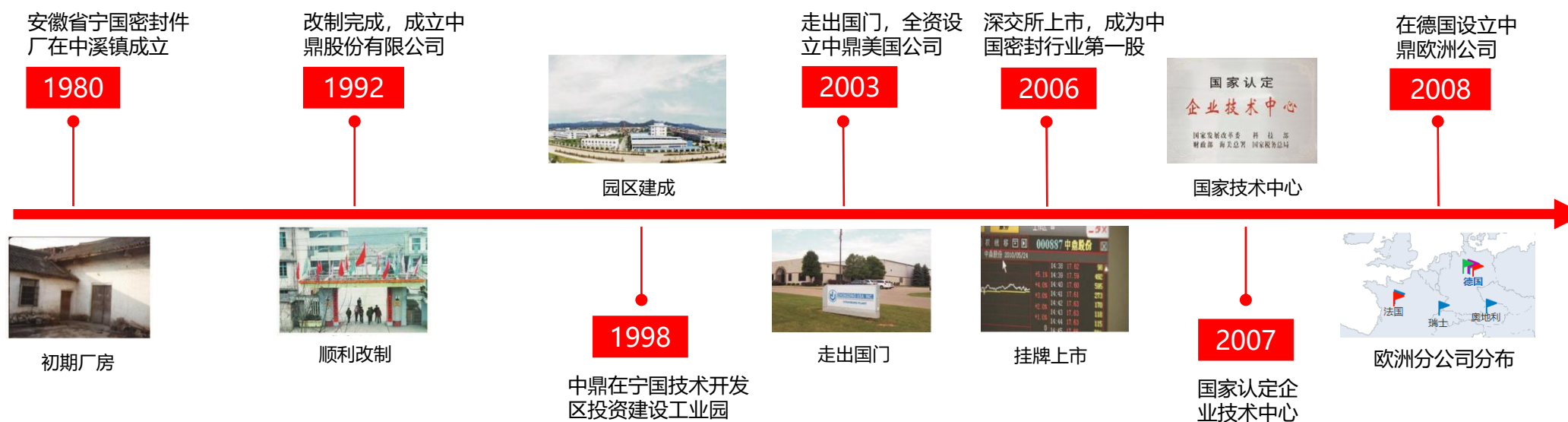
- ◆ 海外并购，历经“市场、技术、战略”三大导向阶段
- ◆ 内外协同，降噪减震系统实力卓著
- ◆ 战略布局新能源领域，冷却系统谱写新风采
- ◆ 王牌之师，密封系统无愧行业领导者
- ◆ 全新起点，空气悬挂及电机领域潜力巨大
- ◆ 四大板块均衡发展，合力共筑未来



## 主业基础扎实，危机之下开启海外并购之路

- 公司传统主营业务为密封件、特种橡胶制品，2003年首次走出国门，成立中鼎（美国），开始开展海外业务
- 2006年深交所上市，成为密封行业第一股，次年“鼎湖”商标被评为中国驰名商标。
- 2008年设立中鼎欧洲公司，准备启动海外战略

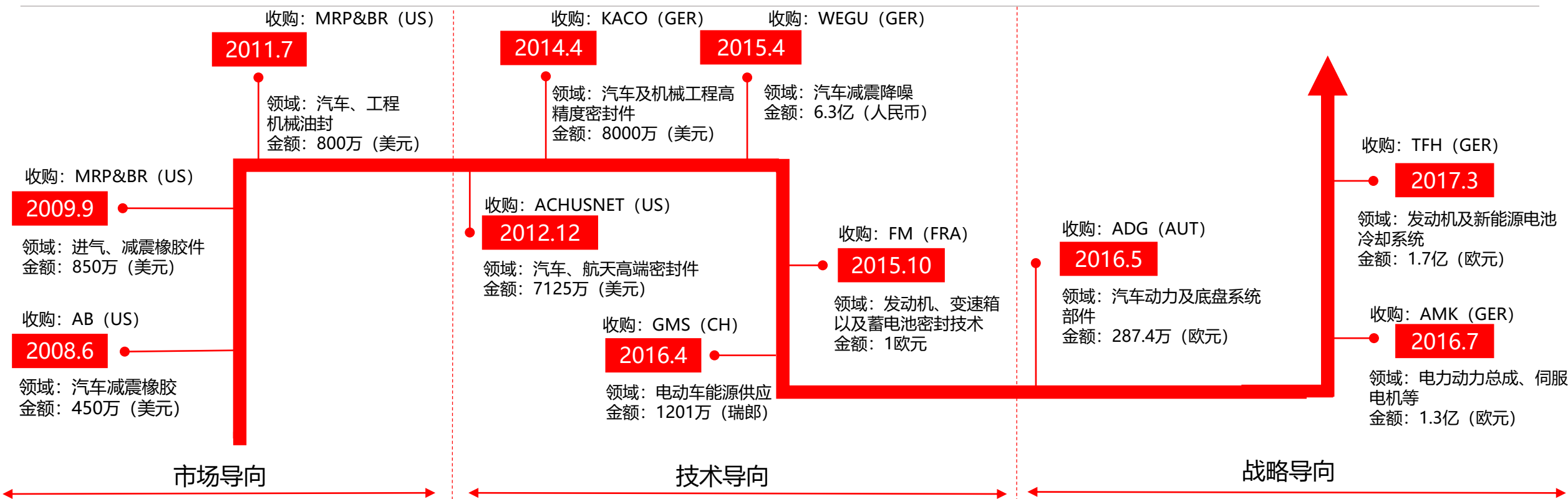
图表：海外并购前传统产品业务及拓展



## 海外并购，历经“市场、技术、战略”三大导向阶段

- 2008年开始，公司开启国际化战略，陆续收购海外公司进入高端密封件、新能源及汽车电子领域，构筑国际版图。
- 公司海外收购分为三个阶段：第一阶段市场导向，收购公司原有非轮胎橡胶件业务相关标的，引进先进技术并通过标的客户打开海外市场；第二阶段技术导向，通过收购相关标的获取细分领域高端技术并进入欧洲市场；第三阶段战略导向，公司寻求新能源、汽车电子相关标的。
- 通过系列并购，公司在非轮胎橡胶制品“冷却系统、降噪减震地盘系统、密封系统”三大领域确立了行业领先地位。

图表：公司海外并购时间轴



## 内外协同，降噪减震系统实力卓著

- 公司旗下主要由子公司中鼎减震及德国WEGU负责降噪减震底盘系统领域的业务，WEGU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等。
- 2019年上半年，公司降噪减震底盘系统营业收入11.6亿元，占总收入的20%左右。
- 公司通过对WEGU的收购和整合实现了市场资源共享、产品系列拓展以及技术品牌整合等协同效应。

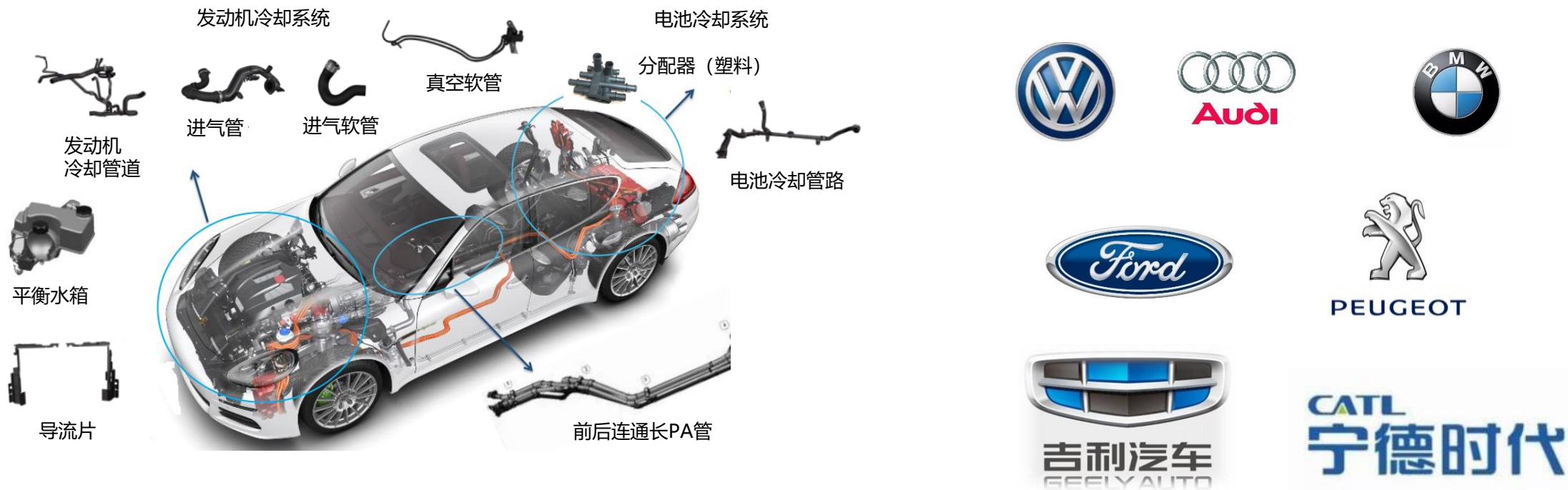
图表：降噪减震地盘系统产品及客户



## 战略布局新能源领域，冷却系统谱写新风采

- 公司在冷却系统领域业务主要由中鼎胶管以及2017年收购的德国TFH公司负责开展，中鼎胶管致力于传统汽车冷却系统，TFH在全球热管理设备领域处于领先地位，细分领域排名第二，TFH于2011年开始布局新能源，其发动机冷却系列产品 and 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。
- 2019年上半年，公司冷却系统营业收入14.5亿元，约占总收入的26%，在公司中的战略地位进一步加强。
- 目前冷却系统客户包括：吉利新能源、车和家、宁德时代、奥迪、大众、福特、宝马、通用、标致等知名厂商。

图表：冷却系统产品及客户



## 王牌之师，密封系统无愧行业领导者

- 公司在密封系统领域以德国KACO公司为首，包括美国COOPER、ACUSHNET等业内技术领先的子公司，并设立嘉科（无锡）、嘉科（安徽）密封技术有限公司，将KACO的欧洲先进制造技术引入国内。
- 2019年上半年，公司冷却系统营业收入14.5亿元，约占总收入的26%，在公司内具有重要的战略地位。
- 目前密封系统客户包括：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、采埃孚等知名厂商。

图表：密封系统产品及客户





# 全新起点，空气悬挂及电机领域潜力巨大

- 2016年，公司并购德国AMK，正式迈入汽车空气悬挂系统、电机电控系统领域，也是公司进入汽车电子领域的起点。
- 目前，公司正在积极推进空气悬挂系统国产化进程，安徽安美科公司2018年已经完成工商注册，管理团队及上海研发中心已经成立，产线建设正在按计划实施，同时已经逐步开展国内改装市场业务。
- 2019年上半年，空气悬挂系统营业收入为6亿元，销售占比10%左右。
- 目前AMK客户包括：捷豹路虎、沃尔沃、奥迪、奔驰、宝马等世界顶级主机生产商。随着国产化替代的逐步深入，空气悬挂成本不断下降，逐步渗透中端车型，未来有较大的增长可能。

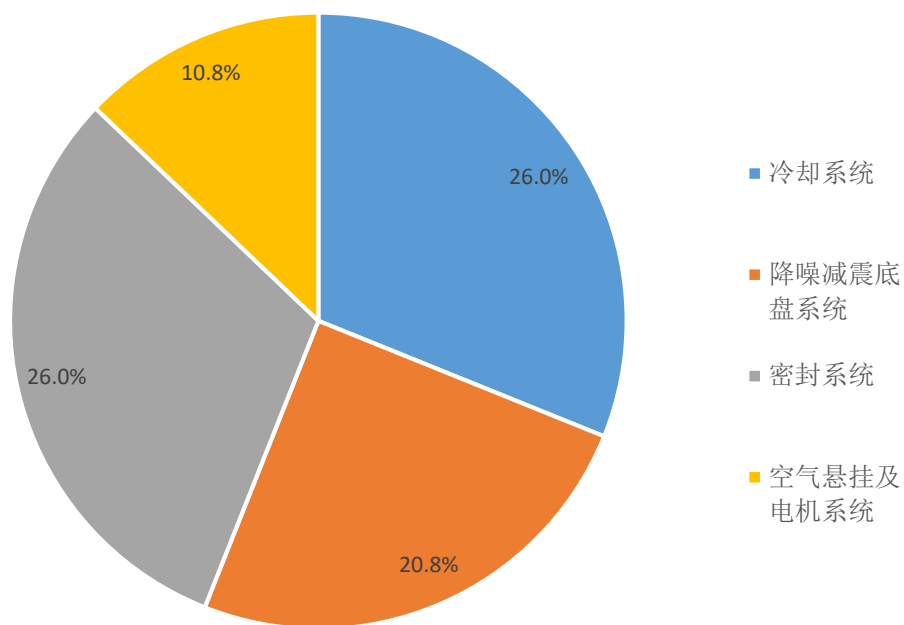
图表：空气悬挂和电机系统产品及客户



资料来源：AMK官网、太平洋证券研究院整理

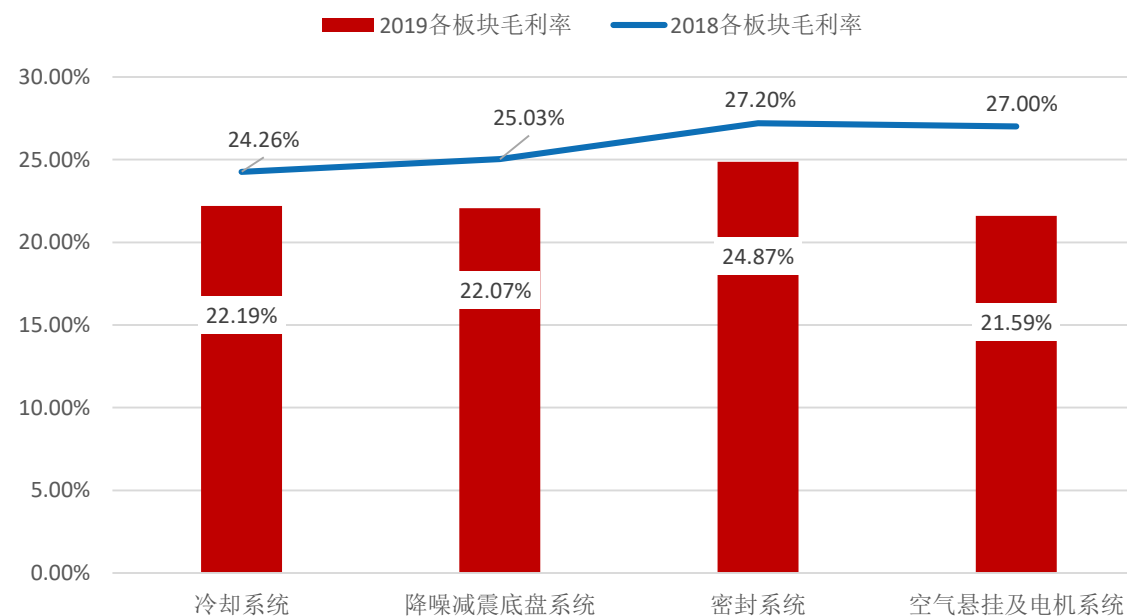
- 冷却系统和密封系统是公司整体营收中占比最大的两块领域，均为26%左右，降噪减震系统占比在20%左右。空气悬挂及电机系统占比较少，为10.8%，但是随着国产替代不断深入，看好后续该领域营收增加潜力，四大板块业务整体发展较为均衡。

图表：2019 H1各板块营收占比



资料来源：公司年报、太平洋证券研究院整理

图表：2019 H1 各板块毛利率情况



资料来源：公司年报、太平洋证券研究院整理

### 3. 把握趋势，开启新能源与集成化之路

- ◆ 把握未来趋势，战略布局新能源、新动力
- ◆ 集成化之路已启动，单车价值有望再上台阶
- ◆ 内外协同整合，国外技术逐步实现国产落地



- 公司积极布局新能源汽车领域，目前公司在电池冷却系统、电机密封、电池模具密封、电池电机减振降噪、电桥密封总成等等多个新能源板块处于国际领先水平。
- 公司在新能源领域配套也有了大幅提升，2019年1-6月份已经达到5.92亿销售额，对比去年同期超过22.17%

图表：新能源领域布局

相关板块	执行企业	产品	客户
新能源车热管理	TFH	电池冷却系列产品	奥迪、吉利、CATL等
能源供应覆盖	上海挚达、GMS	充电桩软硬件	上汽、北汽、江淮、沃尔沃公交、特斯拉雷诺-日产、雪铁龙、三菱、起亚等
新能源车电池	入股国能电池	长寿命软包装磷酸铁锂离子电池	宇通客车、安凯客车等
汽车电子	AMK	电机电池控制系统、驾驶辅助和底盘电子控制系统相关智能整合方案	特斯拉、奔驰、宝马、捷豹、路虎、沃尔沃等

## 集成化之路已启动，单车价值有望再上台阶

- 减震降噪，开启产品集成化趋势：中鼎减震由衬套向悬置总成升级，WEGU 产品将由吊耳向谐振块升级
- 发展减震底盘系统总成技术：锻铝控制臂总成项目已经取得突破性进展，并取得奔驰定点书
- 电池冷却管路总成化、模块化：鼎公司配套研发电池包管路，根据不同车型的动力电池冷却系统设计差异化冷却管路总成，模块化的生产方式提高管路装配质量、缩短管路系统生产周期

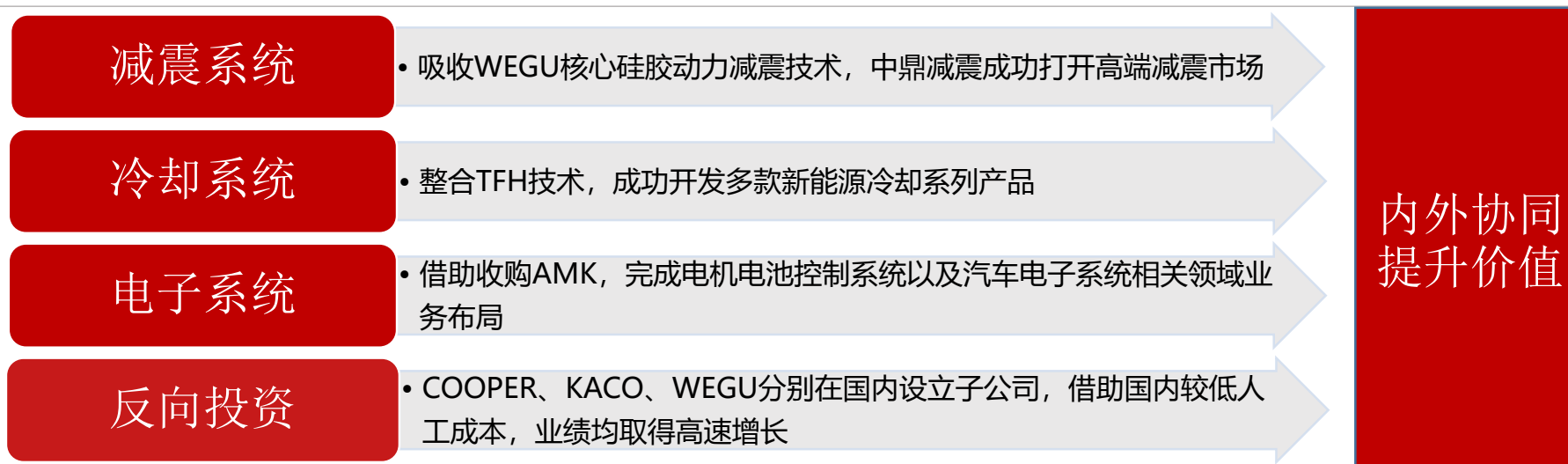
图表：减震产品集成化情况



## 内外协同整合，国外技术逐步实现国产落地

- 高端减震内外开花：WEGU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，使得中鼎减震在国内根基更加稳固，成功打开之前由外资主导的高端减震市场。
- 冷却系统，成功整合TFH技术：在对TFH电池冷却技术吸收消化的基础上，中鼎成功开发出多款具有耐高、低温性能及耐防冻液、耐疲劳性能等特点的新能源冷却系列产品。
- 整合资源，推动多元化布局：通过收购整合AMK，中鼎强势进入电机电池控制系统、驾驶辅助和底盘电子控制等高端新能源汽车和智能驾驶核心系统领域，进一步完善了中鼎多元化的业务布局。
- 反向投资，表现出色：COOPER于2011年在安徽设立子公司，KACO分别于2008、2014年在无锡、安徽两地设立生产基地，安徽WEGU于2016年设立，得益于较低的人工成本，四家子公司业绩均实现较高速增长。

图表：公司产品内外协同情况



## 5. 盈利预测与风险提示

- ◆ 投资建议及盈利预测
- ◆ 风险提示



## 投资建议与盈利预测

- 公司为国内非橡胶类零部件龙头，通过内生与外延，逐步形成全球布局，除宁国总部基地外，还在北京、上海、天津、江苏等地建立产业基地，并通过海外并购在美国、德国等地拥有KACO、WEGU、AMK、TFH等10余家多个细分领域的隐形冠军企业。在密封、降噪减震、冷却、等多个领域均衡发展，通过内外协同整合，国外技术逐步实现国产落地，通过集成化之路，单车价值有望再上台阶。
- 我们预计公司2019年、2020年营收分别为116.3亿元、122.2亿元，归母净利润分别为6.4亿元、8.9亿元，目前股价对应估值分别为16倍/11倍，维持“买入”评级。

图表：公司盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	11,770	12,368	11,629	12,220	13,062
同比增速（%）	40.39	5.08	-5.97	5.08	6.89
归母净利润（百万元）	1,127	1,116	643	892	1,093
同比增速（%）	25.13	-0.98	-42.43	38.85	22.45
EPS（元）	0.91	0.91	0.53	0.73	0.90
PE	32	21	16	11	9





## 风险提示

- 汽车行业销量低于预期；
- 零部件降价幅度大于预期；
- 新能源相关项目进展不达预期。

## 行业评级

**看好** 我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上

**中性** 我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间

**看淡** 我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

## 公司评级

**买入** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上

**增持** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间

**持有** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间

**减持** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

**卖出** 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	<a href="#">王均丽</a>	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	<a href="#">杨晶</a>	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	<a href="#">查方龙</a>	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	<a href="#">胡博涵</a>	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

# 太平洋证券研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566



## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。