

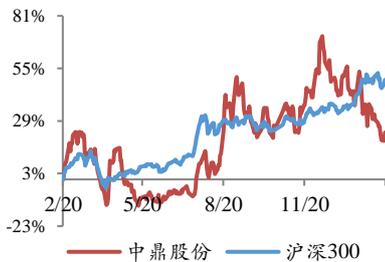
## 享新能源春风，拓智能底盘品类

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-02-02

收盘价（元）	10.25
近12个月最高/最低（元）	14.21/7.24
总股本（百万股）	1,221
流通股本（百万股）	1,218
流通股比例（%）	99.75
总市值（亿元）	125
流通市值（亿元）	125

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

分析师：宋伟健

执业证书号：S0010520080002

邮箱：songwj@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 并购反哺，经营拐点已至。

公司通过并购整合全球细分领域龙头企业实现技术的反哺与市场的优化，当前公司在密封、减震、冷却和空气悬架四大领域具备全球领先的技术，与此同时客户结构完成彻底改善，涵盖大众、奔驰、宝马、特斯拉等全球顶级传统以及新能源汽车厂商。短期来看，公司业绩稳步恢复，2020Q4 业务超预期，公司经营拐点已至。

#### ● 打造智能底盘系统，空悬迎来发展契机。

公司以 NVH 减震降噪系统为基础，拓展轻量化产品以及空气悬架系统，构建智能底盘系统。其中空气悬架发展历史悠久，技术储备成熟。AMK 为全球前三大空气悬挂供应商，覆盖捷豹路虎、沃尔沃、奥迪、奔驰、宝马等全球顶级主机厂。国产化之后产品价格有望由 20000 元下探到 8000-9000 元，为后续产品普及奠定基础。同时我们认为高端自主品牌和新能源汽车有望成为短期突破口。

#### ● 乘新能源之风，成长空间广阔。

在传统汽车领域，公司密封、减震与冷却系统的单车价值量在 2700-3400 元，全部产品整体单车配套价值较高。与此同时，受益于新能源汽车的发展，公司产品在新能源汽车领域的应用更为广泛，迎来单车价值量的提升，公司产品在新能源汽车上的配套价值量为 4300-5300 元。公司产品市场空间广阔，同时受益于新能源汽车发展，总体市场规模保持平稳稳定增长态势。我们预计 2020 年公司产品（不含空气悬架）市场规模为 2289 亿元，预计同期公司市占率为 4-5%，具备较大成长空间。

#### ● 投资建议

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.43、0.60 和 0.73 元。首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

原材料波动；新能源汽车产销量增速不及预期；海外疫情影响等风险。

#### ● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11706	9914	11211	12785
收入同比（%）	-5.4%	-15.3%	13.1%	14.0%
归属母公司净利润	602	528	727	895
净利润同比（%）	-46.0%	-12.3%	37.8%	23.1%
毛利率（%）	25.3%	24.1%	25.0%	25.7%
ROE（%）	6.8%	5.5%	6.8%	7.5%
每股收益（元）	0.49	0.43	0.60	0.73
P/E	18.35	27.08	19.65	15.97
P/B	1.24	1.48	1.34	1.20
EV/EBITDA	9.80	14.19	11.35	10.07

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

总论 .....	5
1、中鼎股份：非轮胎橡胶部件龙头 .....	8
2、并购实现技术反哺，充分受益于新能源发展 .....	13
2.1 降噪减震：从零部件制造到模块集成，再到轻量化底盘件拓展 .....	15
2.2 密封系统：获核心技术，拓展新能源领域 .....	17
3、热管理大势所趋，TFH 引领全球管路市场 .....	19
4、打造智能底盘系统，空悬下沉有望成趋势 .....	23
5、盈利预测与投资评级 .....	29
5.1 盈利预测 .....	29
5.2 估值分析与投资建议 .....	30
风险提示： .....	31
财务报表与盈利预测 .....	32

## 图表目录

图表 1 公司产品单车价值量情况	5
图表 2 公司智能底盘系统构成	6
图表 3 分业务收入及毛利率情况	6
图表 4 2020 年全球非轮胎橡胶制品企业排名前 15 强	8
图表 5 公司发展历程	9
图表 6 公司实现全球化布局	9
图表 7 公司业务布局情况	10
图表 8 公司营收构成 (2020H1)	10
图表 9 公司各业务构成主体	10
图表 10 公司海外业务占据营收比例较大	11
图表 11 公司历年营收变动情况	11
图表 12 公司毛利率变动情况	11
图表 13 公司历年利润变动情况	11
图表 14 公司期间费用率变动情况	12
图表 15 公司历年研发支出变动情况	12
图表 16 2012 年公司客户结构	13
图表 17 2019 年公司客户结构	13
图表 18 公司产品市场规模预测 (亿元)	13
图表 19 公司市占率预测 (不含空气悬架)	13
图表 20 公司产品单车价值量情况	14
图表 21 公司与行业龙头对比	14
图表 22 WEGU 产品	15
图表 23 中鼎减震产品	15
图表 24 降噪减振底盘业务客户	15
图表 25 降噪减振新能源项目定点情况	16
图表 26 降噪减振新能源项目定点情况	16
图表 27 密封业务核心主体情况	17
图表 28 密封产品 (1)	17
图表 29 密封产品 (2)	17
图表 30 德国 KACO 客户	18
图表 31 法国 FM 客户	18
图表 32 新能源汽车密封产品	18
图表 33 松下 NCR18650A 电池在不同温度下剩余容量	19
图表 34 传统汽车主要冷却系统	20
图表 35 新能源汽车电池冷却系统	20
图表 36 新能源与传统汽车热管理单车价值量对比 (元)	20
图表 37 新能源与传统汽车管路单车价值量对比 (元)	20
图表 38 新能源汽车流体产品	21
图表 39 中鼎冷却业务营收情况	21
图表 40 CO2 与 HFO-1234YF 空调系统综合比较	22
图表 41 空悬对于驾驶舒适性有天然优势	23

图表 42 空气悬架具有较长的发展历史	24
图表 43 空气悬架结构 (1)	24
图表 44 空气悬架结构 (2)	24
图表 45 空悬国产化前后价格对比 (元)	25
图表 46 国内外空悬企业	25
图表 47 空气悬架渗透率情况 (按车型分类)	25
图表 48 空气悬架车型结构情况 (按车型分类)	25
图表 49 35-50 万价格区间搭载空气悬架车型	26
图表 50 35-50 万价格区间搭载空气悬架车型	26
图表 51 智能底盘业务营收 (亿元)	27
图表 52 智能底盘业务毛利率	27
图表 53 公司智能底盘系统构成	27
图表 54 AMK 客户结构	28
图表 55 AMK 中国布局	28
图表 56 公司空悬产品项目情况	28
图表 57 分业务收入及毛利率情况	29
图表 58 可比公司估值	30

## 总论

并购实现技术反哺，充分受益新能源汽车发展。公司并购全球范围内细分领域龙头企业，公司通过长期并购整合实现技术的反哺以及市场的优化。同时公司产品在新能源汽车领域的应用更为广泛，单车配套价值量为 4300-5300 元，较传统车提升约 60%。我们预计 2020 年公司产品（不含空气悬架）市场规模为 2289 亿元，预计同期公司市占率为 4-5%，具备较大成长空间。

图表 1 公司产品单车价值量情况

传统车		新能源汽车	
<b>密封系统</b>			
发动机密封	100-200 元	电池包密封	100 元
变速箱密封	100 元	电机密封	200-300 元
其他密封	400-600 元	变速箱密封	100 元
		其他密封	400-600 元
合计	600-900 元	合计	800-1100 元
<b>冷却管路</b>			
发动机冷却橡胶管路	400-500 元	电池管路冷却管路	1000 元
合计	400-500 元	合计	1000 元
<b>减震降噪件</b>			
衬套悬置顶端连接板	800-900 元	锻铝控制臂	800-1000 元
		悬置顶端连接板	600-800 元
谐振块	200-300 元	谐振块	200-300 元
		电池减震	200-300 元
合计	1000-1200 元	合计	1800-2400 元
<b>其他系统（上市本部）</b>			
其他（动力、转向、电气等）	700-800 元	其他（动力、转向、电气等）	700-800 元
总计	2700-3400 元	总计	4300-5300 元

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**空气悬架：价格下探，自主向上和新能源有望成为短期突破点。**空气悬架发展历史悠久，技术储备成熟。AMK 为全球前三大空气悬挂供应商，国产化之后产品价格由 20000 元下探到 8000-9000 元，为后续产品普及奠定基础。与此同时，我们认为高端自主品牌和新能源汽车有望成为短期突破口。

图表 2 公司智能底盘系统构成

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及电机电控系统，构架汽车智能底盘系统；

智能  
底  
盘  
系  
统

底盘电子系统

空气悬挂系统ASS



金属悬挂

锻铝轻量化总成



橡胶减震

NVH橡胶件及降噪件



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 分业务收入及毛利率情况

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>冷却系统</b>					
营收 (百万元)	2873	2995	2611	3003	3427
同比		4.2%	-12.8%	15.0%	14.1%
毛利率	27.0%	22.2%	22.0%	23.0%	24.0%
毛利 (百万元)	777	666	574	691	822
<b>密封系统</b>					
营收 (百万元)	2947	2951	2545	2822	3135
同比		0.1%	-13.8%	10.9%	11.1%
毛利率	25.1%	24.9%	24.0%	24.5%	25.0%
毛利 (百万元)	741	734	611	691	784
<b>降噪减震底盘系统</b>					
营收 (百万元)	2856	2700	2295	2692	3189
同比		-5.5%	-15.0%	17.3%	18.5%
毛利率	24.5%	20.7%	20.0%	20.7%	22.0%
毛利 (百万元)	700	559	459	557	701
<b>空气悬架及电机系统</b>					
营收 (百万元)	1508	1061	764	825	1071
同比		-29.7%	-28.0%	8.0%	29.9%
毛利率	26.8%	16.9%	18.0%	20.0%	22.0%
毛利 (百万元)	404	179	137	165	236
<b>其他业务</b>					
营收 (百万元)	2184	1999	1699	1869	1963
同比		-8.4%	-15.0%	10.0%	5.0%
毛利率	34.9%	40.5%	36.0%	37.1%	37.9%
毛利 (百万元)	761	810	612	694	743
<b>合计</b>					

营收 (百万元)	12368	11706	9914	11211	12785
同比		-5.4%	-15.3%	13.1%	14.0%
毛利率	27.4%	25.2%	24.1%	25.0%	25.7%
毛利 (百万元)	3383	2947	2393	2798	3287

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 1、中鼎股份：非轮胎橡胶部件龙头

非轮胎橡胶件行业龙头，应用于减震、密封与冷却。中鼎集团是以车用非轮胎橡胶件为主营业务的汽车零部件企业，业务包括降噪减振系统、密封系统、冷却系统、空气悬挂及电机系统四个领域，国内市场占有率超过 10%，国际市场为 3.84%。公司自 2008 年起的十年间持续进行海外收购，2014-2017 年收购 KACO、WEGU、AMK、TFH 四家德国知名汽车零部件企业，布局海外，并通过反向投资策略完成了项目落地，成为国内车用非轮胎橡胶件行业龙头企业。以营业收入考量，公司在全球非轮胎橡胶制品企业排名逐年上升，2020 年位列全球第 13 位，国内第一。

图表 4 2020 年全球非轮胎橡胶制品企业排名前 15 强

2020 年排名	2019 年排名	公司名称	总部	2019 年营收 (亿美元)
1	1	大陆	德国	64.75
2	2	佛雷依登贝格	德国	63.61
3	3	哈钦森	法国	48.31
4	4	住友瑞科公司	日本	38.89
5	7	普利司通	日本	32.42
6	6	盖茨集团	美国	30.87
7	5	库伯标准汽车配件	美国	29.53
8	9	派克-汉尼芬	美国	29.20
9	8	NOK	日本	29.17
10	10	特雷勒堡 AB	瑞典	28.59
11	11	利洁时	英国	21.22
12	31	天纳克公司	美国	17.45
13	13	安徽中鼎密封件	中国	16.43
14	17	卡莱尔伙伴	美国	16.17
15	15	伊顿	美国	15.00

资料来源：欧洲橡胶杂志 (ERJ)，华安证券研究所

**发展历程：从并购到整合，实现全球化布局。**公司是从密封件起家。2003 年在美国设立子公司正式开起了进军海外的布局。2006 年在欧洲设立欧洲中鼎，开始进军欧洲市场。2008 年开始公司进入持续收购期，2011 年~2014 年通过并购美国 COOPER、美国 ACUSHNET、德国 KACO 等企业，加强公司在密封领域的技术与市场布局。2015 年收购德国 WEGU，公司获得全球领先的减震技术。2016~2017 年期间，公司并购方向主要以战略布局为主，2016 年并购全球前三的空气悬挂企业 AMK，实现在汽车电子领域的布局。2017 年并购德国冷却管路供应商 TFH，进一步开拓新能源汽车领域的布局。

发展至今，公司已经成为在全球 17 个国家拥有产能布局的全球化公司。2018 年以来，公司积极推进项目整合，并实现先进技术的国产化落地，通过发现投资反哺国内市场。

图表 5 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 6 公司实现全球化布局

	国家
欧洲	德国、瑞士、法国、捷克、爱尔兰、西班牙、意大利、匈牙利、奥地利、土耳其、斯洛伐克
亚洲	中国、印度、马来西亚
美洲	美国、墨西哥、巴西

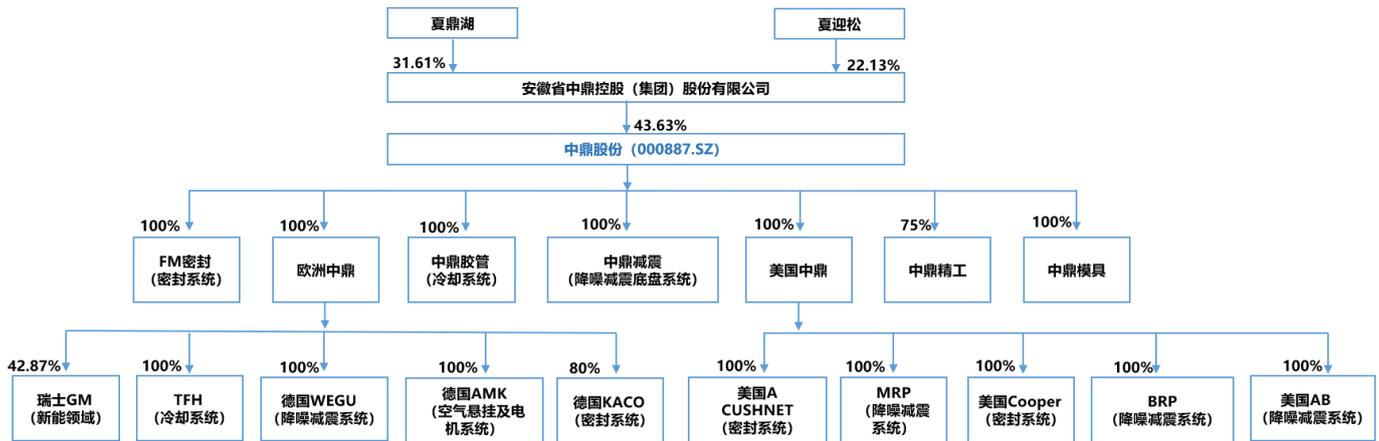
资料来源：公司公告，华安证券研究所

**业务板块形成，涉及新能源与电子化。**公司业务基本集中于车用非轮胎橡胶件，应用于密封、减震与冷却领域，2016年扩展空气悬挂及电机业务，业务发展均衡，技术实力突出，在多领域供应上形成了协同效应。目前公司形成智能底盘系统、冷却系统和密封系统三大业务体系，2020年上半年营收占比分别为23%、26%和25%。其中智能底盘系统包含空气悬架和减震两大板块。

通过并购整合公司不同板块业务有不同主体公司构成。其中：

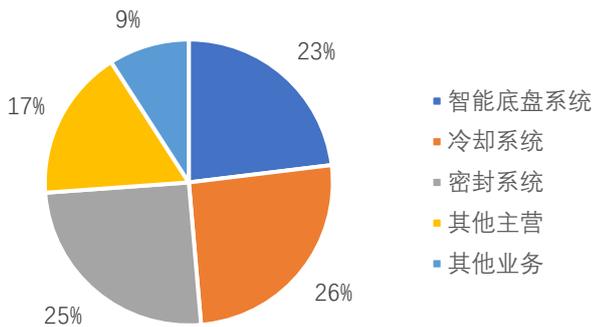
- (1) **减震业务：**中鼎减震、WEGU、MRP/BRP、美国AB等；
- (2) **密封系统：**中鼎股份（母公司）、KACO、COOPER、美国ACUSHNET、法国SOLYEM等。
- (3) **冷却系统：**TFH、安徽特思通。
- (4) **空气悬架：**AMK。

图表 7 公司业务布局情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 公司营收构成 (2020H1)



图表 9 公司业务构成主体

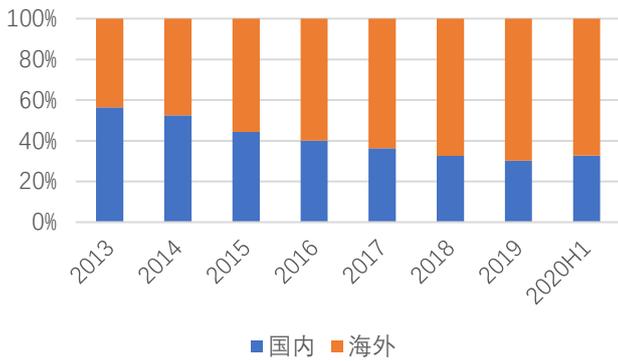
业务	构成主体
减震业务	中鼎减震、WEGU、MRP/BRP、美国 AB
密封业务	中鼎股份(母公司)、KACO、COOPER、美国 ACUSHNET、法国 SOLYEM 等
冷却业务	TFH、安徽特思通
空气悬架	AMK

资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**营收：市场三分天下，营收稳步增长。**2020 年上半年公司国内营收占比 33%，海外营收占比 67%，从市场布局来看，欧洲、亚洲、美洲实现市场的均衡配置。2018 年之前公司通过并购的方式，在完善产业布局的同时实现了公司规模快速提升。2018 年之后公司积极推动全球战略整合，同时在全球市场景气度低迷等情况下，保持总体规模的稳定。2020 年下半年全球市场在经历疫情洗礼后开始反弹，预计后续将保持稳定增长，为公司的发展提供良好的宏观环境。

图表 10 公司海外业务占据营收比例较大



图表 11 公司历年营收变动情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

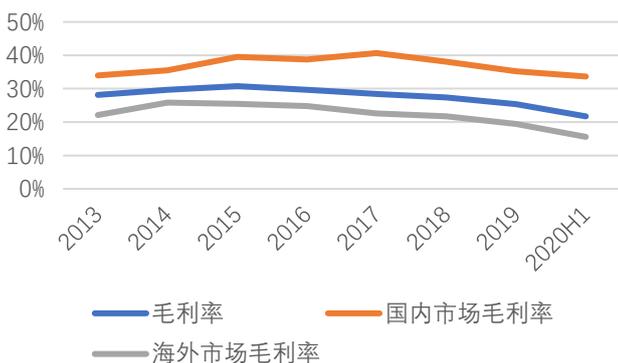
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**利润: 优化海外资产, 拐点已至。**公司公布 2020 年业绩预告, 2020 年归母净利润为 4.8 亿元~5.4 亿元, 其中四季度预计实现归母净利润 1.8~2.4 亿元, 超出市场预期。2020 年公司业绩总体呈现前低后高的走势, 上半年受海外疫情的影响, 公司经营受到压力。三季度以来公司海外及国内产能持续提升, 订单及产能已经完全饱和, 业绩表现已经迎来拐点。

从业绩构成来看, 国内业务的毛利率水平显著高于海外, 2020 年上半年国内市场毛利率为 33.65%, 海外仅为 15.6%。2018 年公司业绩达到高点, 为 11.2 亿元。2019 年开始受海外汽车市场的低迷影响, 公司海外市场利润承压。2020 年受海外疫情影响, 公司海外市场经营情况筑底。

2021 年 1 月 12 日公司发布公告, 出售 AMK 集团旗下 AST100% 的股权, 交易总金额为 4895 万欧元。汽车行业周期下行叠加疫情导致 AMK 亏损, 此次出售有望增厚上市公司业绩, 降低上市公司整体负债及商誉。我们认为, 考虑后续全球市场的回暖, 以及公司对于海外资产的优化, 公司业绩将迎来拐点。

图表 12 公司毛利率变动情况



图表 13 公司历年利润变动情况

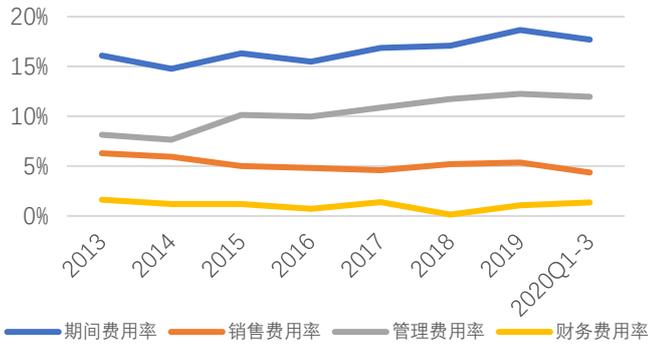


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**期间费用率：保持稳定研发投入。**2020 年前三季度公司期间费用率 17.7%，其中销售费用率、管理费用率（含研发）和财务费用率分别为 4.4%、12.0%和 1.3%。历史来看，公司销售费用率和财务费用率基本保持稳定。管理费用率（含研发）近几年有所上升，主要原因为公司并购整合产生的费用、员工薪资的提升以及在行业低迷情况下持续保持高研发支出所导致。

图表 14 公司期间费用率变动情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 15 公司历年研发支出变动情况

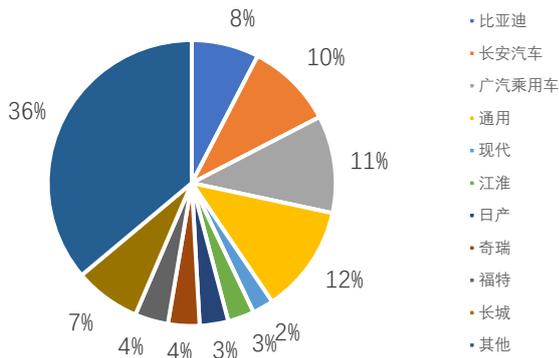


资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2、并购实现技术反哺，充分受益于新能源发展

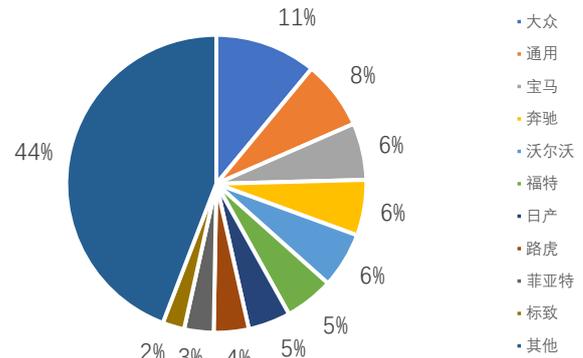
并购反哺，实现技术与市场的全方位突破。在战略并购期内，公司所并购的标的均为全球范围内细分领域的龙头企业，其中 WEGU 为欧洲抗震降噪技术方面的主要领跑者之一；KACO 是业内公认的高端密封件产品的领军供应商；AMK 为全球前三的空气悬架供应商；TFH 是汽车行业流体系统的一流供应商。公司通过长期并购整合实现技术的反哺以及市场的优化。当前公司在密封、减震、冷却和空气悬架四大领域具备全球领先的技术，与此同时客户结构完成彻底改善，涵盖大众、奔驰、宝马、特斯拉等全球顶级传统以及新能源汽车厂商。

图表 16 2012 年公司客户结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 2019 年公司客户结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

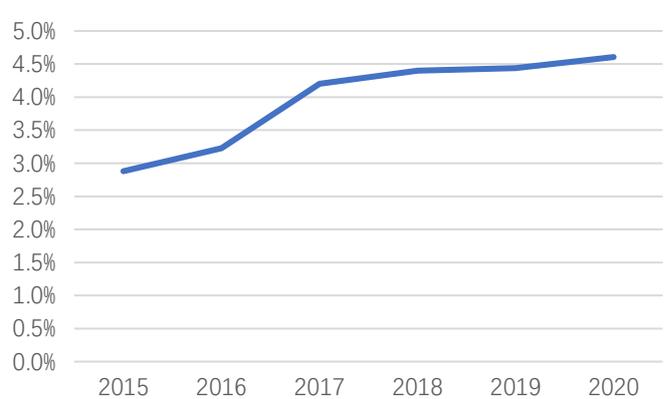
公司产品市场广阔，并将充分受益新能源汽车发展。在传统汽车领域，公司密封、减震与冷却系统的单车价值量在 2700-3400 元，全部产品整体单车配套价值较高。与此同时，受益于新能源汽车的发展，公司产品在新能源汽车领域的应用更为广泛，迎来单车价值量的提升，公司产品在新能源汽车上的配套价值量为 4300-5300 元。公司产品市场空间广阔，同时受益于新能源汽车发展，总体市场规模保持平稳增长态势。我们预计 2020 年公司产品（不含空气悬架）市场规模为 2289 亿元，预计同期公司市占率为 4-5%，具备较大成长空间。

图表 18 公司产品市场规模预测（亿元）



资料来源：公司公告，Marklines，华安证券研究所

图表 19 公司市占率预测（不含空气悬架）



资料来源：公司公告，Marklines，华安证券研究所

图表 20 公司产品单车价值量情况

传统车		新能源汽车	
<b>密封系统</b>			
发动机密封	100-200 元	电池包密封	100 元
变速箱密封	100 元	电机密封	200-300 元
其他密封	400-600 元	变速箱密封	100 元
		其他密封	400-600 元
合计	600-900 元	合计	800-1100 元
<b>冷却管路</b>			
发动机冷却橡胶管路	400-500 元	电池管路冷却管路	1000 元
合计	400-500 元	合计	1000 元
<b>减震降噪件</b>			
衬套悬置顶端连接板	800-900 元	锻铝控制臂	800-1000 元
		悬置顶端连接板	600-800 元
谐振块	200-300 元	谐振块	200-300 元
		电池减震	200-300 元
合计	1000-1200 元	合计	1800-2400 元
<b>其他系统 (上市本部)</b>			
其他 (动力、转向、电气等)	700-800 元	其他 (动力、转向、电气等)	700-800 元
总计	2700-3400 元	总计	4300-5300 元

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**对标行业龙头：更专注、更聚焦。**康迪泰克集团为大陆集团旗下专门做非轮橡胶件的分部，旗下拥有空气弹簧系统、橡胶涂布材料、管路等 7 项业务，并在 21 个国家拥有布局，为全球最大非轮橡胶件供应商，下游涉及非汽车领域。康迪泰克作为行业龙头，在规模、布局、品牌等方面均具有优势。

对标行业龙头，中鼎集团通过并购反哺实现技术的快速提升，并实现细分领域的技术领先，在技术层面具备行业龙头的潜力。同时，中鼎集团更为聚焦，专注于减震、密封、冷却和空气悬架四大业务，深耕汽车领域。从运营角度来看，康迪泰克为大陆集团旗下分部，并不具备中鼎的灵活性，反应在财务领域，中鼎集团具备显著高于康迪泰克的利润率。

图表 21 公司与行业龙头对比

	大陆康迪泰克	中鼎集团
2020 年排名	1	13
2019 年营收 (亿美元)	64.75	16.42
利润率	-2.80%	5.06%
2019 全球份额	17.35%	4.40%
业务	空气弹簧系统，橡胶涂布材料，胶管和管路技术，传动带系统，内饰，输送带集团与振动控制系统等 7 项业务	降噪减震、密封系统、冷却系统、悬挂及电机等 4 项业务，全部与汽车相关
国内工厂	宁海、张家港、长治、上海、长春等	苏州、无锡、宁国等
国外部署	21 个国家 61 个分公司	6 个国家 24 个生产基地

战略	亚洲扩张	海外收购反向投资
----	------	----------

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.1 降噪减震：从零部件制造到模块集成，再到轻量化底盘件拓展

并购整合 WEGU，实现零件到模块化集成转变。公司旗下全资子公司中鼎减震一直深耕于汽车减振系统，后陆续收购 AB、MRP & BRP、WEGU 等含有减震业务的海外企业，形成了当前减震领域的业务格局，并进入全球行业前五。AB 与 MRP & BRP 收购时间较早，现在已与公司业务充分融合。而德国 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，并能为汽车系统总成、电动汽车提供智能解决方案。

国内中鼎减震有 10 类近 30 种降噪减震产品，覆盖绝大多数车用橡胶减震单元，而德国 WEGU 产品主要为排气、动力、底盘、转向系统的降噪阻尼器。当前公司在发动机悬挂类产品正从供应吊耳等零部件转向提供谐振块等集成产品，能够配备的单车价值在 1000-1200 元价值，新能源车可达 1800-2400 元。

图表 22 WEGU 产品



图表 23 中鼎减震产品



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

优化客户结构，新能源定点稳步推进。降噪减震类产品客户优质稳定，WEGU 长期为宝马、奔驰、奥迪、路虎等世界顶级主机生产商配套。公司集中新增新能源汽车领域需求，包括动力电池企业宁德时代及整车厂商吉利、沃尔沃，这将对公司进一步拓展新能源汽车市场空间产生积极影响。

图表 24 降噪减振底盘业务客户



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 25 降噪减振新能源项目定点情况

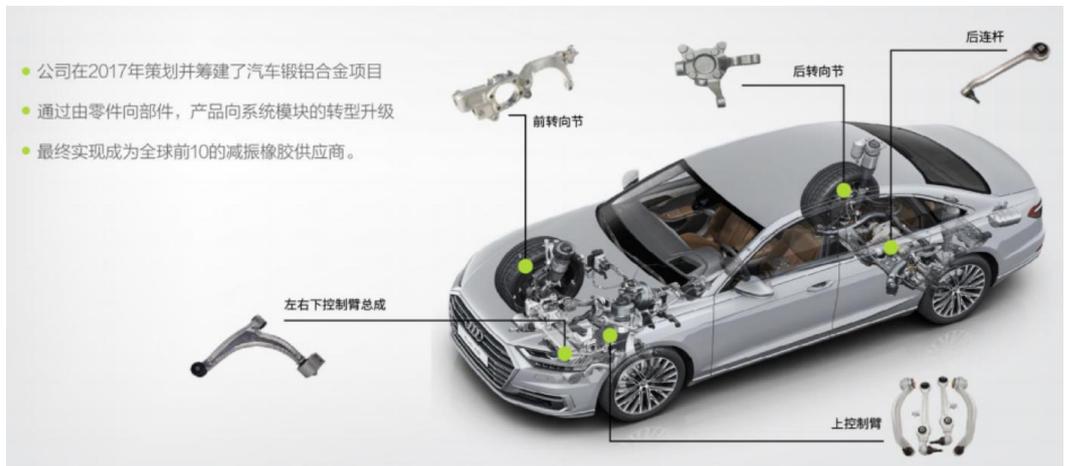
时间	项目
2020/1/9	成为通用汽车全球全系车型减振类产品的批量供应商，所供产品涵盖通用旗下所有车型，包括两大新能源 BEV3 纯电动平台和 01SL 插电式混合动力平台。
2018/11/2	成为大众“MEB”纯电动平台项目减振底盘系统产品的批量供应商。
2018/5/16	成为吉利汽车“PMA”纯电动平台项目衬套类产品的批量供应商。
2018/4/10	成为宁德时代新能源汽车电池包内冷却系统减振类产品的批量供应商。
2018/3/30	公司成为宁德时代“A75 项目”、“A26 项目”两个项目新能源汽车电池包内冷却系统减振类产品的批量供应商。
2018/2/27	成为宁德时代“EL255 项目”新能源汽车电池包减振类产品的批量供应商
2018/2/9	成为“eGT BBG project 新能源汽车项目”整车悬挂系统产品的批量供应商。
2017/11/3	中鼎减震成为“沃尔沃 V331 项目”部分减振类产品的批量供应商。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**由橡胶减震件向锻铝件拓展，争取实现零件向系统供应。**在电动化的大趋势下，汽车轻量化的要求也日趋严苛，从而将带动轻金属部件的大规模应用。公司基于 NVH 减震降噪系统的优势，基于从零件到系统的战略方向，将轻量化底盘系统总成作为发展方向之一。公司于 2017 年策划并筹建了汽车锻铝合金项目，2019 年即拿到北京奔驰 MRA2 平台车型配套锻铝后轴控制臂连杆总成产品。2020 年拿到麦格纳镁合金车顶支架总成项目。

公司当前减震业务的单车配套价值在 1000-1200 元，而在新能源的发展趋势下公司可以做到 1800-2000 元，其中单锻铝控制臂的单车价值量为 800-1000 元。对于公司而言，拓展底盘轻量化部件不仅仅单纯为单车价值量的提升。同时随着公司配套品类的逐步增加，有望实现系统级供应能力。

图表 26 降噪减振新能源项目定点情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.2 密封系统：获核心技术，拓展新能源领域

收购 Cooper、KACO 获得核心技术。公司先后收购美国 COOPER、美国 ACUSHNET、德国 KACO、法国 FM 等海外优质企业，其中 KACO 和 FM 是已是欧洲百年企业。KACO 是业内公认的高端密封件（含电动车和新能源汽车用）产品的领军供应商，而 FM 密封在发动机和变速箱密封技术、液体橡胶成型技术（LEM）方面具有世界领先的技术水平，具有较强的密封技术解决方案。

公司在国内生产包括油封、发动机水封等 10 类近 50 多种密封产品，德国 KACO 生产旋转轴唇形密封、活塞与杆密封件、粘合式活塞密封圈、水泵密封、磁信号轮等 5 类近 20 多种密封产品，用于发动机、变速箱、柴油泵、转向机构、轴、冷却泵等领域。

图表 27 密封业务核心主体情况

名称	地点	业务	客户
Cooper	美国	各类高端油封制品，广泛应用于汽车、工程机械、轴承等领域	美国 Timken、日本 NSK、瑞典 SKF 等著名轴承制造商，通用、福特、宝马、丰田等汽车厂商。
ACUSHNET	美国	航空航天、石油、天然气（含页岩气）、工程机械、汽车用高端密封件	波音（Boeing）、卡特彼勒（Caterpillar）、美国迪尔（John Deere）、玛涅帝·马瑞利（Magneti Marelli）、美国通用公司（GM）等。
KACO	德国	汽车及机械工程行业高精度密封	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。
FM	法国	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、雷诺和标致雪铁龙等主机厂客户以及康明斯、戴姆勒、道依茨、斗山、依维科、沃尔沃和斯堪尼亚等重型和商用车辆主机厂。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 28 密封产品（1）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 29 密封产品（2）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司长期服务一线整车企业，收购带来更加优质客户。在收购海外企业前公司就已经开始服务大众、通用、福特、丰田、本田等各大汽车厂商，收购带来更为优质的国际一线企业客户，如 KACO 客户包括奔驰、宝马、奥迪、特斯拉、保时捷、布加迪以及博世、博格华纳、采埃孚等一级供应商，FM 则扩展众多如康明斯、戴姆勒、道依茨、斗山、依维科、沃尔沃和斯堪尼亚等重型和商用车辆主机厂。

图表 30 德国 KACO 客户

图表 31 法国 FM 客户

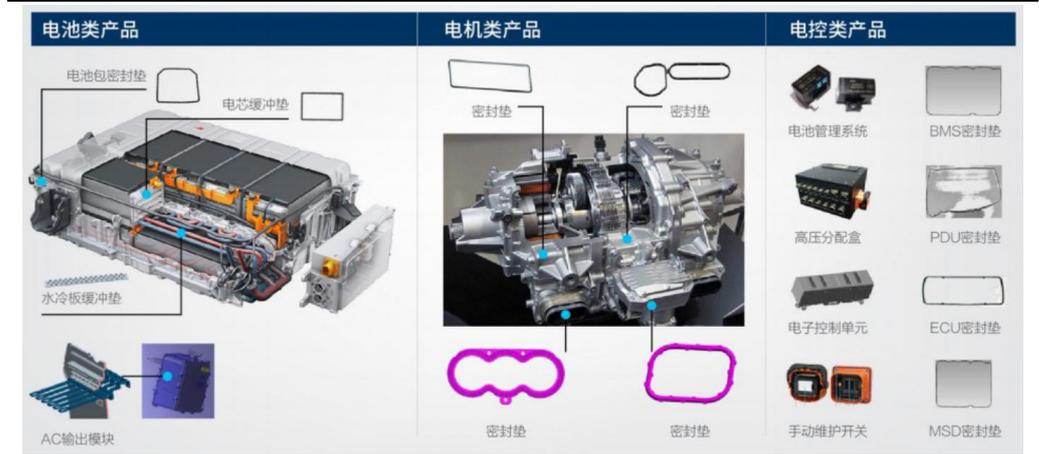


资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

积极拓展新能源汽车领域，单车价值量稳步提升。公司传统密封产品包括发动机密封、变速器密封和其他密封产品等。而新能源汽车虽然不再需要变速器与发动机，但是三电系统对于运行环境的要求更为苛刻，因此对于密封产品的需求更为丰富，其中电池类产品包括电池包密封垫、电芯缓冲垫、水冷板缓冲垫；电机类产品包括各部位密封垫；电控类产品包括 BMS 密封垫、PDU 密封垫、ECU 密封垫等。从单车价值量角度来看，传统汽车密封产品为 600-900 元，而新能源汽车为 800-1100 元。公司积极推进新能源汽车密封产品的配套，当前已经为特斯拉、蔚来汽车等领先的厂商配套相关产品。

图表 32 新能源汽车密封产品



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3、热管理大势所趋，TFH 引领全球管路市场

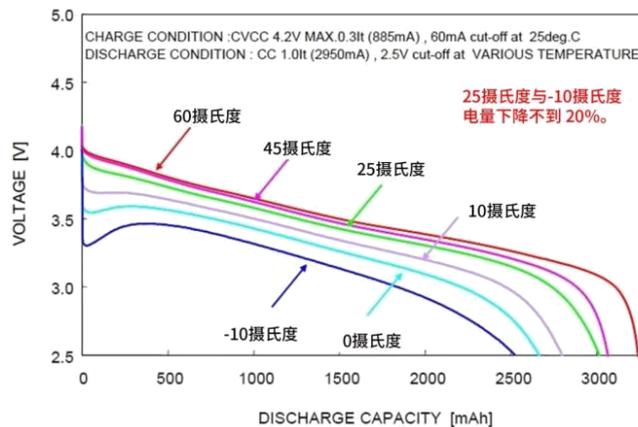
从安全、性能、寿命三方面衡量，新能源汽车热管理要求更为苛刻。从安全角度考虑，当电池温度过高时，会对电池导致一定程度的损耗甚至导致热失控，严重的情况下会导致起火甚至爆炸。当电池温度过低时（低于 0°C），对电池充电会引发瞬间的高压充电现象，将会导致电池析锂从而造成内短路引起起火风险。

从性能角度考虑，当电池温度较低时，会使得电池的活性下降，进而会降低充放电的性能。同时统一电池包中的不同模组的温度差会导致不同模组的充放电差异，最终影响电池包的性能。

从电池寿命角度考虑，随着充放电次数的增加，当电池温度过高时，电池容量将会受到较大程度的影响；当温度过低时，容易引发电池的析锂现象将导致电池循环寿命大幅下降，同时会导致电池正极易出现开裂、漏液等现象，产生不可逆的损伤。

而高能量密度的电芯更容易受到温度的影响而影响其安全性能，引发热失控，从而导致较大的损失，乘用车近些年三元电池的比例显著上升，而高镍三元电池高能量密度、低安全性能更加需要热管理进行辅助支持以确保其安全性的问题。电池能耗现在逐渐是各大厂商追求的目标，当电池能耗逐渐提升，热管理的作用就会越来越凸显。

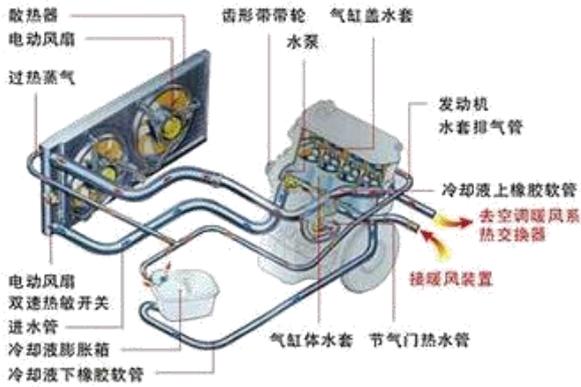
图表 33 松下 NCR18650A 电池在不同温度下剩余容量



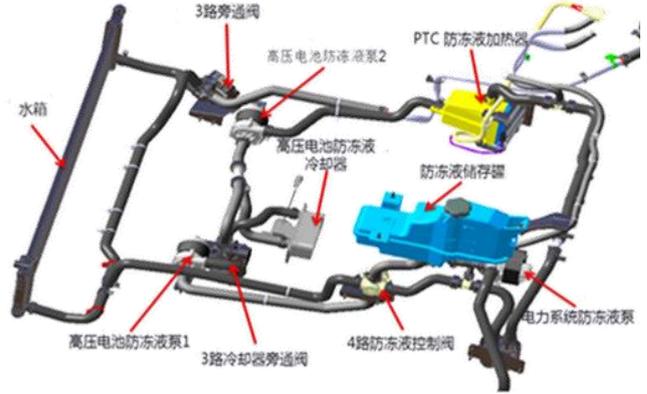
资料来源：松下，华安证券研究所

随着新能源汽车市场的逐渐壮大，热管理的范围、实现方式以及零部件都发生了较大的变化。新的车，新的热管理系统，新的零部件，相应带来热管理行业的较大市场。对于传统车热管理系统，其包含动力系统热管理（发动机、变速箱）以及驾驶舱空调系统；对于新能源车的热管理，其包含电池热管理、汽车空调系统、电驱动及电子功率件冷却系统。相比传统车热管理系统，新能源汽车主要新增了电池热管理、整车空调系统制热环节、电驱动及电子功率件冷却环节。

图表 34 传统汽车主要冷却系统



图表 35 新能源汽车电池冷却系统



资料来源：盖世汽车，华安证券研究所

资料来源：盖世汽车，华安证券研究所

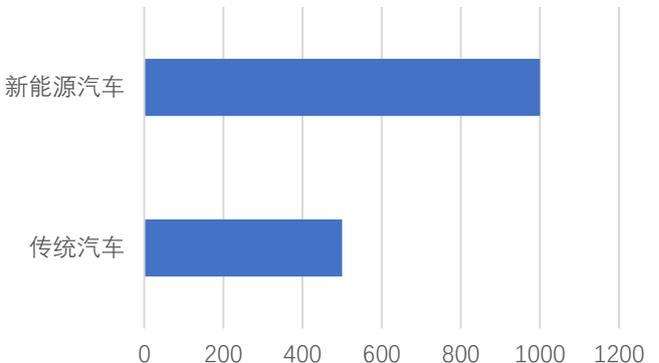
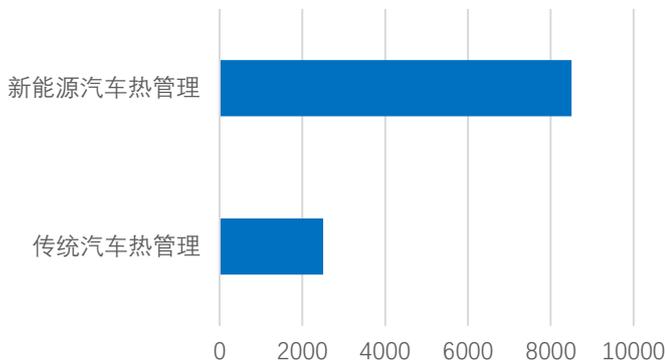
新能源车热管理系统具有更高的单车价值量，对于管路在质和量两个维度都有更高的要求。新能源车热管理价值量有显著的提高，是攸关安全、性能、寿命的关键系统，随着电池高能量密度趋势，必然会加大投入。新能源车围绕动力电池展开的电池热管理及电气化空调系统，新生零部件如电动压缩机、PTC 加热器、电子水泵、电池冷却器、冷却板、电子膨胀阀。根据我们测算，新能源车热管理零部件单车价值量为 7000-10000 元，为传统汽车热管理零部件单车价值量的 3-4 倍。

在热管理方案中，主要应用的零部件分为阀类、换热器类、泵类、压缩机类、传感器类、管路以及其他运用较多的部件几个大类。同时不同整车构架上方案不统一，各个需要换热的子系统中零部件种类、搭配方式等都有较大的不同，而不同类别上相同零部件的功能相近，因此在整车方案中每个子系统中实现的换热原理类似，单车价值量也不会相差太大。

对于管路而言，新能源汽车热管理较传统汽车更为复杂，并且各子系统内部、子系统与子系统之间的热量交互更为频繁，新能源汽车管路比传统车更为复杂，传统汽车的单车胶管需求量为 20 标米，新能源实际管路系统需求是传统汽车的 4 倍以上。与此同时，在低温热管理方面，随着热泵空调的逐步普及，冷媒的变化将对管路的抗压等技术要求更为严苛，因此新能源汽车对于管路在质和量两个维度都有更高的要求。

图表 36 新能源与传统汽车热管理单车价值量对比 (元)

图表 37 新能源与传统汽车管路单车价值量对比 (元)



资料来源：Marklines，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 38 新能源汽车流体产品

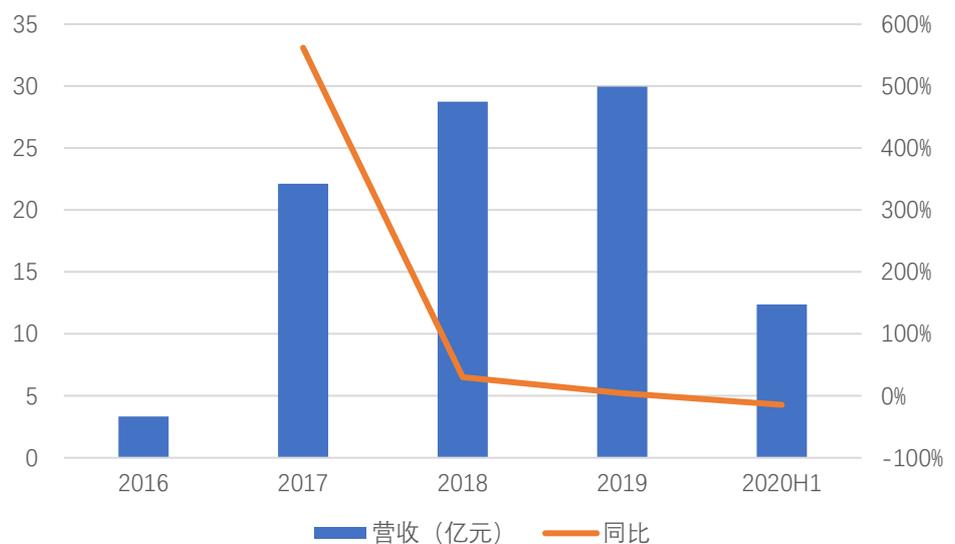


资料来源：公司公告，华安证券研究所

**管路总成 TFH 市场占有率全球第二，电动车冷却系统全球第一。**公司于 2017 年收购的德国 TFH 是汽车行业流体系统的一流供应商，能够为发动机冷却、电池冷却，充气和进气应用提供全系统解决方案，客户群包括所有主要的知名汽车制造商。管路总成市场占有率排名全球第二，仅次于大陆集团，而电动汽车冷却系统全球第一。TFH 拥有自主专利的自动一体成型胶管生产技术 creatube，相较传统生产工艺生产效率更高，生产成本更低并且，质量更加稳定可靠。

**并购整合完成，国产化加速推进。**并购完成 TFH 后，公司主要的市场集中在海外。为推动 TFH 国产化，通过反向收购中鼎胶管，整合中鼎胶管在橡胶管领域的技术和 TFH Creatube 先进生产技术，并剥离中鼎胶管非主机厂业务，实现对于业务的更加聚焦。当前 TFH 国产化已现成效，获得吉利 GHS2.0 混动平台热管理系统产品，理想 X01 热管理系统总成等。受益于公司在热管理市场的稳步开拓，公司冷却业务规模保持稳定增长，2020 年上半年受疫情影响出现下滑，预计后续将回归稳定增长态势。

图表 39 中鼎冷却业务营收情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**CO<sub>2</sub> 是热泵空调最佳选择，公司具备 CO<sub>2</sub> 冷媒管路技术。**热泵空调系统为当前解决新能源汽车低温热管理的关键技术，而 CO<sub>2</sub> 作为新冷媒优势明显。使用 CO<sub>2</sub> 作为制冷剂的主要难点在于运行压力达到 12Mpa，需要设计全新的运行系统，而 HFO-1234yf 则可以完全沿用 HFC-134a 空调系统的零部件。但 HFO-1234yf 只能在 -5℃ 以上的环境下运行，而 CO<sub>2</sub> 在 -20℃ 下制热 COP 依然能达到 2，是今后电动汽车热泵空调的能效最优选择。且综合比较两者，CO<sub>2</sub> 在环保性能、安全性能、制造成本和可持续发展上均明显占优，仅在 35℃ 以上制冷 COP 上低于 HFO-1234yf，可用膨胀机、喷射器、双级压缩中间冷却等方式改进，因此长期看 CO<sub>2</sub> 空调系统拥有全面优势。**从供应链体系来看，CO<sub>2</sub> 冷媒关键零部件技术日渐成熟，TFH 作为全球领先的流体技术拥有者，具备 CO<sub>2</sub> 冷媒管路的技术。**

**图表 40 CO<sub>2</sub> 与 HFO-1234yf 空调系统综合比较**

	HFO-1234yf	CO <sub>2</sub>
采购成本 (元/吨)	700000	600
制冷性能	优秀	高温下制冷略差，需改进系统
制热性能 (-15℃ 下 COP)	1.45	2.2
热交换器	层叠式	微通道
压缩机排量	20-60cc	可降低至 1/6
压缩机材料	铸铝	耐压铸铁
冷却管路	软管	耐压波纹钢管
研发成本	仅需验证	实验、试制、协同、验证
可持续性	不确定	可持续

资料来源：东风汽车研究所，华安证券研究所

## 4、打造智能底盘系统，空悬下沉有望成趋势

汽车悬架为用户体验重要部分，空悬对于驾驶舒适性有天然优势。汽车悬挂系统是车身与轮胎间的弹簧和避震器组成的支持系统，具有支持车身、改善乘坐感觉的作用，决定着汽车的稳定性、舒适性和安全性，对提高用户体验至关重要，因此为汽车关键部位之一。

汽车悬架按照弹性元件的材质和特性可以分为钢弹簧悬架和以橡胶材料为主的空气悬架。其中钢弹簧（包括螺旋弹簧、扭杆弹簧和叠板弹簧）悬架的刚性特定是固定的，单一悬架系统直接决定一个车型的特性。按照车身与车轮的连接结构划分，主流钢弹簧悬架可以分为麦弗逊、多连杆、双叉臂、扭力梁等。其中麦弗逊因为结构简单成本低更加适合经济性车；多连杆适合以舒适性为主的车型；双叉臂连接结构更为刚性，适合偏运动性车型；扭力梁承载性好，适合越野车型。

空气悬挂的弹簧特性具有非线性、自适应的特点，可使汽车簧载质量的偏频在负载变化的情况下保持相对稳定，与传统悬架相比，具有质量轻、内摩擦小、隔振消声特性好的优势，使具有空气悬架的汽车在运行中能获得良好的平顺性和道路友好性，对于提高驾驶者和乘坐者的驾驶舒适性具有天然优势。

图表 41 空悬对于驾驶舒适性有天然优势

	麦弗逊	多连杆	双叉臂	扭力梁	空气悬架
特点	经济性	舒适性	运动性	承载性	自适应性
成本	低	较高	较高	低	高
结构	简单	较复杂	较复杂	简单	复杂

资料来源：搜狐汽车，华安证券研究所

参照历史空气悬架技术成熟，普及度受成本制约较大。空气悬架的历史可以追溯到一百年前，甚至空气弹簧的概念出现时间要早于螺旋弹簧。空气弹簧的发展同样经历了概念提出、规模化普及等阶段。

- (1) **概念提出**：1920 年第一个真正意义上的空气弹簧进行了实车试验。1929 年 TATRA 汽车公司将首款空气弹簧装备在了卡车之上。1946 年美国 William Bushnell 为他设计的 StoutStout Scarab 实验车上装备了由 Firestone 公司设计生产的空气弹簧，这也是世界上第一辆采用全空气悬架的汽车。在这个阶段，空气弹簧的概念被提出并尝试被量产，但是由于制造工艺以及材料的问题，减震性能与耐用性没有得到解决，空气悬架没有得到真正意义上的量产。
- (2) **规模化普及**：1957 年空气悬架开始实现量产与应用，凯迪拉克 Eldorado 成为第一个装备空气悬架的量产车型。20 世纪 60 年代开始全球主流的汽车厂商开始逐步在高端车型上普及空气悬架系统。其中奔驰的小范围推广以及劳斯莱斯的使用开启了空气悬架在欧洲的普及。20 世纪 60 年代，随着福特林肯装载空气悬架之后，美国市场开启普及。同期，日系品牌开始推广空气悬架系统。
- (3) **优化与下探**：21 世纪后，空气悬架经过了长达一个世纪的发展，性能与耐用度都有了很大程度的提升，同时功能也变得越来越丰富。同时随着 AMK 为主的供应商实现成本的下探，空气悬架开始逐步搭载于更加经济的车型上。

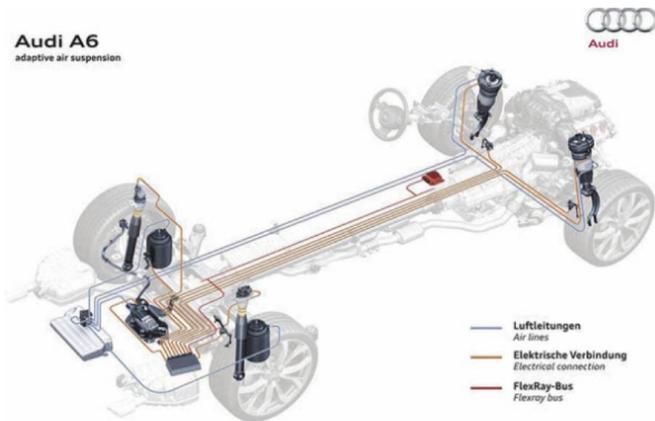
空气悬架经历了长达一个多世纪的发展，技术与功能层面处于成熟阶段。当前主要制约空气悬架发展的因素为产品的成本，包含配套成本和维修成本。随着 AMK 等厂商逐步实现成本的下探，空气悬架有望在更多车型上普及。

图表 42 空气悬架具有较长的发展历史

品牌	首次搭载年份	首次搭载车型
雪铁龙	1954 年	Traction Avant
凯迪拉克	1957 年	Eldorado
宝沃	1960 年	P100
奔驰	1962 年	300SE
劳斯莱斯	1965 年	银影
福特林肯	1983 年	林肯大陆
丰田	1986 年	Soarer
路虎	1992 年	揽胜

资料来源：爱卡汽车，华安证券研究所

图表 43 空气悬架结构 (1)



图表 44 空气悬架结构 (2)



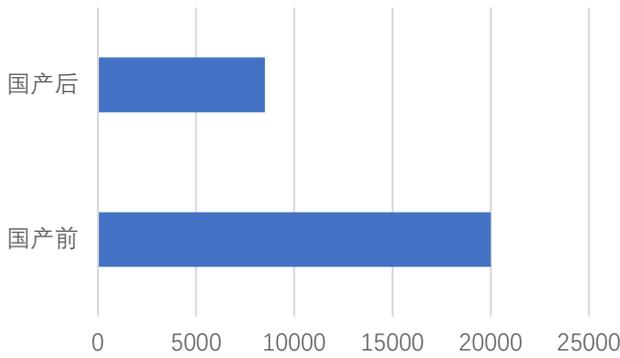
资料来源：爱卡汽车，华安证券研究所

资料来源：爱卡汽车，华安证券研究所

**空悬价格下探，行业竞争格局稳定并推动国产化建设。**空气悬架系统主要由空压机、空气弹簧、电子减震器和 ECU 中控单元构成。以 AMK 为例，在国产化之前产品价格在 2 万元左右（四个轮子），而经过国产化之后产品单价下探到 8000-9000 元，为后续向下普及提供坚实基础。

从行业竞争格局来看，大陆（康迪）、威博科和 AMK 三家供应商占据着全球空气悬挂市场的绝大部分份额，并且为推进价格下探以及争取国内市场，各厂商积极推进国产化。其中大陆目前为全球最大空气悬挂供应商，并在常熟建设空气悬架新工厂。威博科被采埃孚收购，成为采埃孚旗下商用车事业部，同时可以为乘用车提供空气悬挂系统。AMK 为全球第三大空气悬挂系统供应商，2016 年被中鼎股份收购。国内供应商在乘用车空气悬挂技术储备较为薄弱，但在客车空气悬架领域拥有一批优秀企业。

图表 45 空悬国产化前后价格对比 (元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 46 国内外空悬企业

国别	企业
国际	大陆、威博科、AMK
国内	天润工业、科曼

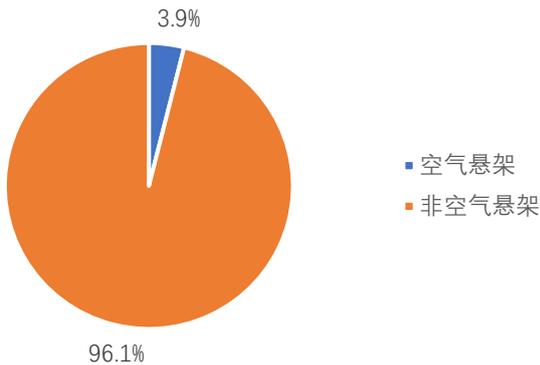
资料来源：汽车智库，华安证券研究所

**渗透率处于低位，自主向上和新能源有望成为短期突破口。**空气悬架当前的渗透率仍旧处于低位，按照车型划分，空气悬架的渗透率不足 5%，并且主要集中在售价 50 万元以上的豪华品牌。但从结构来看，空悬产品已经下探到 35-50 万区间车型。**从该价位的车型分析来看，我们认为，高端自主品牌和新能源汽车有望成为短期突破口。**

35-50 万区间合资车型中，大众辉昂、沃尔沃 XC60 和 S90 已经搭载空气悬挂系统，将为行业起到示范效应。同时红旗 HS7、H9 两款车型已经搭载空悬系统，我们认为对标合资品牌，自主品牌具备更高的性价比，而在消费者固有印象中，空气悬挂为豪华品牌的重要配置。因此空气悬挂系统有望成为自主品牌向上突破进程中的核心要素之一，高端旗舰车型有望率先搭载。

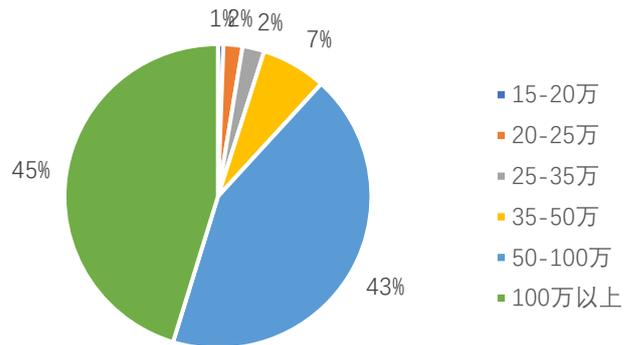
新能源汽车作为未来发展的方向之一，成为新势力或者传统车企实现品牌突破的重要方向。当前新能源汽车定位未来产品，更高的定价为更加前瞻性和豪华性的配置提供可能性，蔚来汽车作为国内新能源汽车的重要参与者之一，旗下 ES6、ES8 和 EC6 均有车型配置空气悬挂系统，有望为其他新能源高端品牌提供示范效应。

图表 47 空气悬架渗透率情况 (按车型分类)



资料来源：汽车之家，华安证券研究所

图表 48 空气悬架车型结构情况 (按车型分类)



资料来源：汽车之家，华安证券研究所

图表 49 35-50 万价格区间搭载空气悬架车型

车型	售价 (万元)	排放类型
红旗 HS7	27.58-45.98	燃油
红旗 H9	30.98-53.98	燃油
沃尔沃 XC60	36.29-47.09	燃油
沃尔沃 S90	40.69-50.59	燃油
大众辉昂	34.00-44.60	燃油
蔚来 ES6	35.80-52.60	电动
蔚来 ET7	44.80-52.60	电动
蔚来 ES8	46.80-62.40	电动
蔚来 EC6	36.80-52.60	电动
宝马 5 系	49.99-53.69	插混

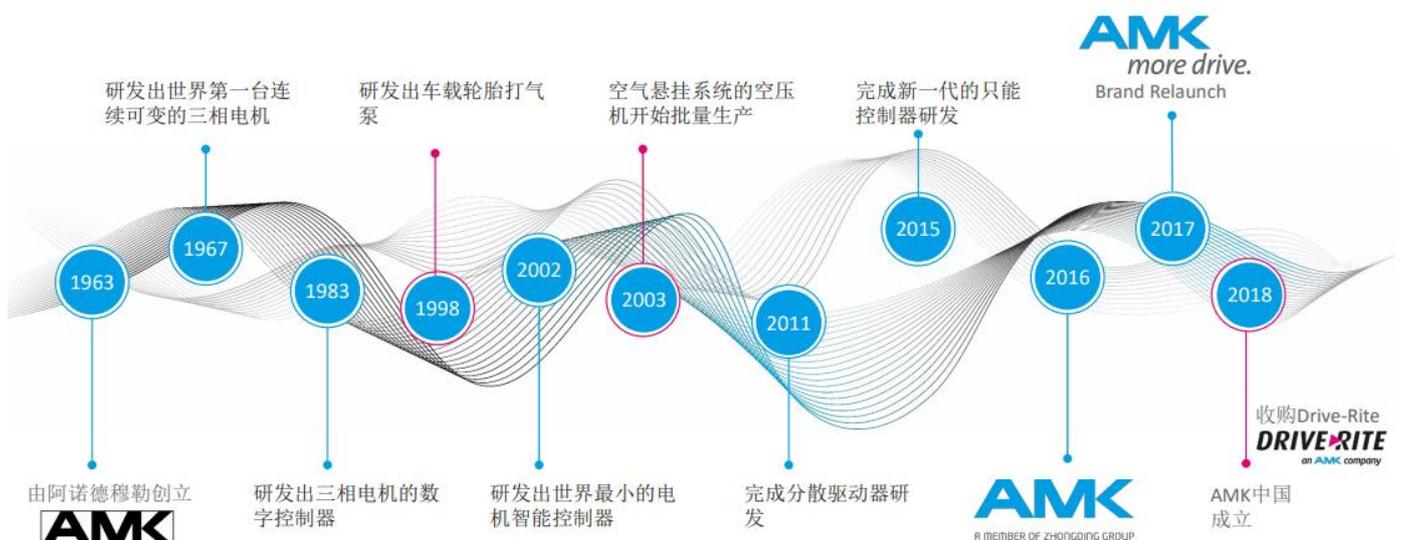
资料来源：汽车之家，华安证券研究所

**并购整合 AMK，打造汽车智能底盘系统。**2016 年公司并购全球第三大空气悬架系统供应商 AMK，进入汽车空气悬架及机电电控系统领域。同时公司将基于 NVH 减振降噪系统，在发展轻量化总成产品方向上，加载全球领先的空气悬架及机电电控，构架汽车智能底盘系统。

2019 年以来受海外汽车市场景气度低迷影响，AMK 营收和毛利率出现经营压力。针对面临的问题，公司积极调整管理层结构，优化资产结构，提升运营效率。2021 年 1 月 12 日公司发布公告，出售 AMK 集团旗下 AST100% 的股权，交易总金额为 4895 万欧元。汽车行业周期下行叠加疫情导致 AMK 亏损，此次出售有望增厚上市公司业绩，降低上市公司整体负债及商誉，进一步优化 AMK 资产结构。

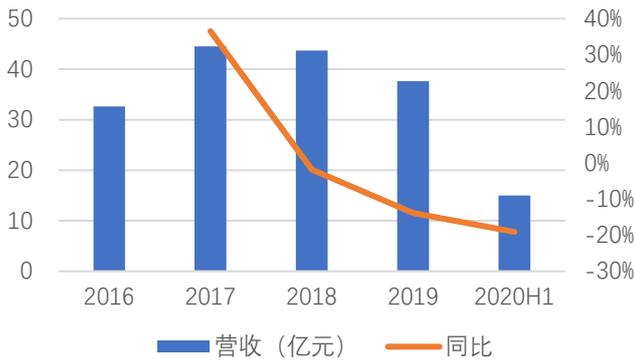
图表 50 35-50 万价格区间搭载空气悬架车型

## AMK 里程碑



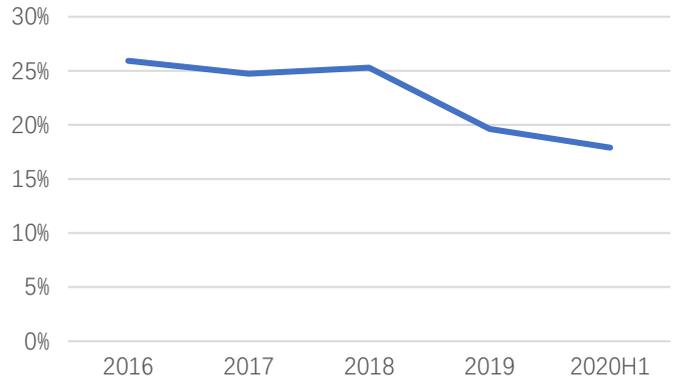
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 51 智能底盘业务营收 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 52 智能底盘业务毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 53 公司智能底盘系统构成

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及电机电控系统，构架汽车智能底盘系统；

智能  
底  
盘  
系  
统

底盘电子系统

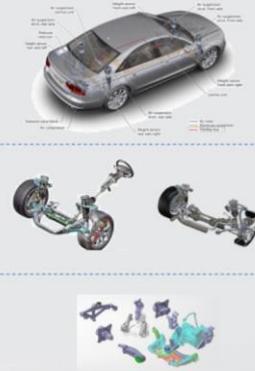
空气悬挂系统ASS

金属悬挂

锻铝轻量化总成

橡胶减震

NVH橡胶件及降噪件



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**AMK 实现国产化，订单实现突破。**作为全球顶级空气悬架供应商之一，AMK 客户包含了捷豹路虎、沃尔沃、奥迪、奔驰、宝马等全球顶级主机厂。AMK 能够提供完整的解决方案，从简单的螺旋弹簧到辅助悬架，再到现代的全空气悬架和电子控制系统。同时 AMK 空气悬架系统采用了全球最大的空气弹簧供应商美国凡士通的空气弹簧和自主研发的全球领先的空气压缩机。

并购 AMK 后公司积极推进整合，2020 年聘用先后任职德尔福、博士、迈瑞利的周密出任 AMK 全球 CEO，持续推进 AMK 经营改革。与此同时公司积极推进 AMK 技术与国内市场的融合，2018 年成立安徽安美科，形成电机 58 万套、EOP 电机 120 万套、空气悬架系统压缩机 135450 套、空气悬架系统 5.1 万套产能。2019 年成立上海安美科，作为 AMK 国内研发中心，彻底实现制造、研发的本土化。市场方面，公司在积极推进产品下探的同时，重点开拓新能源市场，并获得蔚来汽车等新势力空气悬架核心部件小总成产品。

图表 54 AMK 客户结构



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 55 AMK 中国布局



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 56 公司空悬产品项目情况

时间	项目	金额 (亿元)
2020/11/19	成为欧洲某知名汽车制造商空气悬挂系统总成产品的独家批量供应商。	8.31
2020/9/14	成为理想汽车 X01 项目汽车热管理系统总成及中冷管总成产品的批量供应商。	6.64
2020/9/8	成为东风汽车 H97 项目空气悬挂系统核心部件小总成产品的批量供应商。	1.27
2020/8/14	成为蔚来汽车空气悬挂系统核心部件小总成产品的批量供应商。	1.31

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 5、盈利预测与投资评级

### 5.1 盈利预测

关键假设：

- (1) **冷却系统**：预计 2020-2022 年冷却系统业务销量同比增速分别为 -12%/15%/13%。
- (2) **密封业务**：预计 2020-2022 年密封业务销量同比增速分别为 -14%/12%/10%。
- (3) **降噪减震底盘系统**：预计 2020-2022 年降噪减震底盘系统销量同比增速分别为 -15%/15%/15%。随着新能源汽车占比提升以及品类的拓展，产品均价保持上升态势。
- (4) **空气悬架业务**：预计 2020-2022 年空气悬架销量同比增速分别为 -20%/20%/44%。空气悬架的市场拓展伴随着产品价格的下探，未来几年该业务产品均价呈现下探态势。

图表 57 分业务收入及毛利率情况

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>冷却系统</b>					
营收 (百万元)	2873	2995	2611	3003	3427
同比		4.2%	-12.8%	15.0%	14.1%
毛利率	27.0%	22.2%	22.0%	23.0%	24.0%
毛利 (百万元)	777	666	574	691	822
<b>密封系统</b>					
营收 (百万元)	2947	2951	2545	2822	3135
同比		0.1%	-13.8%	10.9%	11.1%
毛利率	25.1%	24.9%	24.0%	24.5%	25.0%
毛利 (百万元)	741	734	611	691	784
<b>降噪减震底盘系统</b>					
营收 (百万元)	2856	2700	2295	2692	3189
同比		-5.5%	-15.0%	17.3%	18.5%
毛利率	24.5%	20.7%	20.0%	20.7%	22.0%
毛利 (百万元)	700	559	459	557	701
<b>空气悬架及电机系统</b>					
营收 (百万元)	1508	1061	764	825	1071
同比		-29.7%	-28.0%	8.0%	29.9%
毛利率	26.8%	16.9%	18.0%	20.0%	22.0%
毛利 (百万元)	404	179	137	165	236
<b>其他业务</b>					
营收 (百万元)	2184	1999	1699	1869	1963
同比		-8.4%	-15.0%	10.0%	5.0%
毛利率	34.9%	40.5%	36.0%	37.1%	37.9%
毛利 (百万元)	761	810	612	694	743
<b>合计</b>					
营收 (百万元)	12368	11706	9914	11211	12785

同比		-5.4%	-15.3%	13.1%	14.0%
毛利率	27.4%	25.2%	24.1%	25.0%	25.7%
毛利 (百万元)	3383	2947	2393	2798	3287

资料来源：公司公告，华安证券研究所

预计 2020-2022 年公司营收分别为 99、112、128 亿元，归母净利润分别为 5.3、7.3 和 9.0 亿元，EPS 分别为 0.43、0.60 和 0.73 元。

## 5.2 估值分析与投资建议

我们选取了 A 股在热管理、密封系统、底盘系统具备代表性的主流公司进行对标。2020 年对标公司平均估值为 44 倍，中鼎股份为 23 倍；2021 年可比公司平均估值为 32 倍，中鼎股份为 17 倍。相比于可比公司，中鼎股份具备估值优势。我们认为，当前公司经营拐点已经出现，且深度布局热管理与智能底盘系统，具备业绩与估值双升的潜力。首次覆盖给予“买入”评级。

**图表 58 可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
601689.SH	拓普集团	45.95	0.43	0.56	0.93	107	82	50
603596.SH	伯特利	33.92	0.98	1.11	1.42	35	31	24
002126.SZ	银轮股份	10.67	0.40	0.49	0.61	27	22	18
002050.SZ	三花智控	23.71	0.52	0.42	0.53	46	56	44
603239.SH	浙江仙通	16.70	0.36	0.57	0.75	46	29	22
	<b>平均值</b>					52	44	32
000887.SZ	中鼎股份	9.91	0.49	0.43	0.60	20	23	17

资料来源：公司公告，wind 一致预期，华安证券研究所

## 风险提示:

- (1) **原材料波动。**公司主要成本中橡胶占据较大比重，若有橡胶价格大幅上升将长期影响公司营业成本。
- (2) **新能源汽车产销量增速不达预期。**新能源汽车仍旧处于发展初期，受政策、供给、消费习惯等多方面因素影响，若新能源汽车发展不及预期，则对公司长期发展逻辑造成影响。
- (3) **海外疫情影响。**公司大部分营收来自于海外，若海外已经持续或加剧，则对公司总体经营情况产生不利影响。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	9295	8246	8778	9652	<b>营业收入</b>	11706	9914	11211	12785
现金	3007	2974	3331	3579	营业成本	8740	7521	8413	9498
应收账款	2967	2445	2457	2802	营业税金及附加	83	69	78	89
其他应收款	149	136	154	175	销售费用	626	446	482	550
预付账款	109	75	84	95	管理费用	864	704	785	920
存货	2323	1957	2094	2342	财务费用	124	155	135	126
其他流动资产	741	658	658	658	资产减值损失	-76	0	0	0
<b>非流动资产</b>	8831	9417	10003	10650	公允价值变动收益	-20	0	0	0
长期投资	281	281	281	281	投资净收益	30	30	34	38
固定资产	4026	4182	4539	4955	<b>营业利润</b>	757	623	869	1077
无形资产	679	809	939	1069	营业外收入	26	30	30	30
其他非流动资产	3845	4145	4245	4345	营业外支出	27	0	0	0
<b>资产总计</b>	18125	17663	18782	20302	<b>利润总额</b>	756	653	899	1107
<b>流动负债</b>	4220	2979	3092	3410	所得税	164	131	180	221
短期借款	835	149	0	0	<b>净利润</b>	592	522	720	886
应付账款	1818	1442	1613	1822	少数股东损益	-10	-6	-8	-10
其他流动负债	1567	1388	1478	1588	<b>归属母公司净利润</b>	602	528	727	895
<b>非流动负债</b>	4950	4950	4950	4950	EBITDA	1412	1158	1403	1558
长期借款	3314	3314	3314	3314	EPS (元)	0.49	0.43	0.60	0.73
其他非流动负债	1636	1636	1636	1636					
<b>负债合计</b>	9170	7929	8041	8359					
少数股东权益	58	53	45	35					
股本	1221	1221	1221	1221					
资本公积	2332	2332	2332	2332					
留存收益	5344	6128	7142	8354					
归属母公司股东权益	8897	9682	10696	11907					
<b>负债和股东权益</b>	18125	17663	18782	20302					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1643	1609	1439	1175	<b>成长能力</b>				
净利润	602	528	727	895	营业收入	-5.4%	-15.3%	13.1%	14.0%
折旧摊销	590	470	500	470	营业利润	-40.8%	-17.8%	39.6%	23.9%
财务费用	141	215	198	195	归属于母公司净利	-46.0%	-12.3%	37.8%	23.1%
投资损失	-29	-30	-34	-38	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	335	462	86	-307	毛利率 (%)	25.3%	24.1%	25.0%	25.7%
其他经营现金流	271	30	604	1163	净利率 (%)	5.1%	5.3%	6.5%	7.0%
<b>投资活动现金流</b>	-1204	-740	-736	-732	ROE (%)	6.8%	5.5%	6.8%	7.5%
资本支出	-1229	-770	-770	-770	ROIC (%)	4.4%	3.7%	4.6%	5.1%
长期投资	-317	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	342	30	34	38	资产负债率 (%)	50.6%	44.9%	42.8%	41.2%
<b>筹资活动现金流</b>	891	-901	-346	-195	净负债比率 (%)	102.4%	81.4%	74.9%	70.0%
短期借款	144	-687	-149	0	流动比率	2.20	2.77	2.84	2.83
长期借款	-396	0	0	0	速动比率	1.61	2.06	2.11	2.10
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	37	0	0	0	总资产周转率	0.65	0.56	0.60	0.63
其他筹资现金流	1105	-215	-198	-195	应收账款周转率	3.95	4.06	4.56	4.56
<b>现金净增加额</b>	1339	-32	357	248	应付账款周转率	4.81	5.21	5.21	5.21
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.49	0.43	0.60	0.73
					每股经营现金流薄)	1.35	1.32	1.18	0.96
					每股净资产	7.29	7.93	8.76	9.75
					<b>估值比率</b>				
					P/E	18.35	27.08	19.65	15.97
					P/B	1.24	1.48	1.34	1.20
					EV/EBITDA	9.80	14.19	11.35	10.07

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

### 华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

别依田：上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

滕飞：四年产业设计和券商行业研究经验，法国 KEDGE 高商金融硕士，电气工程与金融专业复合背景，覆盖锂电产业链。

盛炜：三年买方行业研究经验，墨尔本大学金融硕士，研究领域覆盖风电光伏板块。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 以上；

### 公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。