

中鼎股份 (000887.SZ)

海外业绩将迎修复，空悬及冷却业务国产化提速

2021年06月08日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

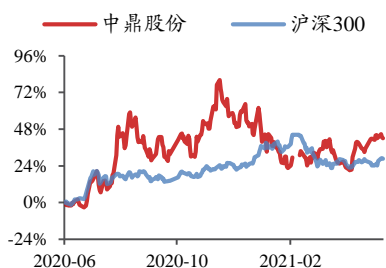
邓健全（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

日期	2021/6/8
当前股价(元)	11.88
一年最高最低(元)	14.69/7.74
总市值(亿元)	145.04
流通市值(亿元)	145.04
总股本(亿股)	12.21
流通股本(亿股)	12.21
近3个月换手率(%)	80.5

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 技术优势助力增量业务拓展，海外业务有望迎业绩修复

公司在空气悬挂系统、冷却系统、轻量化领域均具备技术领先优势，伴随海外收购项目的国产化，公司国内智能底盘系统及冷却系统业务有望持续贡献增量。此外，海外资产优化有助提升公司盈利。预计 2021-2023 年公司营收分别为 125.8/143.0/159.1 亿元，归母净利润为 7.5/10.0/12.6 亿元，每股收益 0.61/0.82/1.03 元/股，对应当前股价 PE 为 19.4/14.5/11.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 空悬系统海外业务盈利修复，AMK 国内布局有望迎收获期

2021 年初 AMK 剥离旗下工业事业部 AST，进行海外资产优化，叠加海外乘用车市场回暖，公司海外空悬系统业务盈利有望修复。AMK 国产化项目安美科稳步推进，国产化降本或将进一步打开空悬系统市场空间，公司目前已斩获蔚来、东风等项目定点。伴随产能逐步释放，AMK 国内布局有望迎来收获期。

● TFH 国产化项目落地，发力新能源车冷却系统市场

电动化趋势带动热管理系统部件需求增长及性能要求提升。新能源汽车冷却管路单车价值量达 1000-1500 元，是燃油车的 3-5 倍。我们预计全球汽车/新能源汽车冷却管路 2025 年市场规模有望达 429 亿元/184 亿元，CAGR 为 10.3%/37.4%。公司于 2017 年收购全球汽车冷却系统管路龙头供应商 TFH，随着国产化项目落地，相继获得吉利、理想、零跑等项目定点，累计生命周期营收贡献超 30 亿元。

● 轻量化趋势加速，公司轻量化产品有望贡献业绩增量

节能减排要求推动汽车轻量化发展提速。据中国汽车工程学会，2025 年全球电动车悬挂摆臂铝合金渗透率有望提升至 80%，公司锻铝控制臂产品有望快速放量。公司镁合金产品获得麦格纳车顶支架总成产品项目定点，生命周期营收贡献约 24.5 亿元，助力公司轻量化业务贡献业绩增量。

● **风险提示：**汽车轻量化发展不及预期、空悬系统国产化成本下降不及预期、原材料价格波动、汇率大幅波动

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,706	11,548	12,582	14,303	15,913
YOY(%)	-5.4	-1.3	9.0	13.7	11.3
归母净利润(百万元)	602	493	746	1,000	1,263
YOY(%)	-46.1	-18.2	51.4	34.0	26.4
毛利率(%)	25.3	22.7	23.0	24.5	26.0
净利率(%)	5.1	4.3	5.9	7.0	7.9
ROE(%)	6.6	5.5	8.0	10.0	11.6
EPS(摊薄/元)	0.49	0.40	0.61	0.82	1.03
P/E(倍)	24.1	29.4	19.4	14.5	11.5
P/B(倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 密封业务地位稳固，外延式并购优化产品结构	4
1.1、 密封系统业务起家，行业地位稳固	4
1.2、 系列并购实现业务布局多元化	5
1.3、 2020Q3 以来经营逐步修复，2021Q1 净利润同比+48.9%	6
2、 空悬系统：价格下探或将加速打开市场空间，AMK 国产化将迎收获期	8
2.1、 空悬系统逐步成为新能源汽车主流配置，价格下探进一步打开市场空间	8
2.2、 AMK 资产整合优化进行中，海外市场有望迎业务复苏	10
2.3、 AMK 国产化项目稳步推进，已获蔚来、东风项目定点	12
3、 冷却系统：新能源领域市场广阔，TFH 国产化项目落地	13
3.1、 电动化助力单车价值量提升，行业空间持续扩容	14
3.2、 收购 TFH 树立行业标杆，国产化项目顺利推进	15
4、 降噪减震及轻量化业务：橡胶降噪减震业务稳健发展，轻量化业务有望贡献业绩增量	17
4.1、 橡胶减震降噪系统业务稳健发展	18
4.2、 节能减排标准推动轻量化提速，公司轻量化产品技术领先	18
5、 盈利预测与投资建议	20
6、 风险提示	22
附：财务预测摘要	23

图表目录

图 1： 2015-2018 年无锡嘉科、安徽嘉科营收快速增长	4
图 2： 2017-2020 年公司密封系统贡献收入保持稳定	4
图 3： 公司目前有四大板块业务：密封系统、冷却系统、降噪减震及轻量化业务、空气悬挂系统	6
图 4： 2011-2018 年公司营收 CAGR 达 22.1%	6
图 5： 2011-2018 年公司归母净利润 CAGR 约 20.9%	6
图 6： 2017-2020 年公司冷却系统营收占比快速提升	7
图 7： 2011-2020 年公司国外营收占比大幅提升	7
图 8： 2017-2020 年公司密封系统贡献毛利占比提升	7
图 9： 2016-2020 年公司毛利率有所下降	7
图 10： 2021Q1 公司营收同增 27.3%	8
图 11： 一般汽车悬挂与空气悬挂的结构区别主要在于弹性元件	8
图 12： 汽车空悬系统在空气悬挂的基础上加入了传感器以及电子控制单元等部件	9
图 13： 预计 2027 年，全球以及中国汽车空悬系统市场规模分别为 61 亿、13 亿美元	10
图 14： 2018 年德国 AMK 净利润约 6800 万元	11
图 15： 2019 年 AST 公司亏损占中鼎股份净利润比例接近 25%	11
图 16： 2020H1 德国、日本乘用车产量大幅下滑（%）	12
图 17： 2020Q4 中日德乘用车产量快速回升（%）	12
图 18： 2020H2 公司业绩快速恢复（百万元）	12
图 19： 2021Q1 公司单季净利润同增约 49%（百万元）	12
图 20： 2020 年中鼎股份空悬及电机系统营收合计 7.8 亿元	13
图 21： 上海科曼产品以商用车空气悬架平台为主	13
图 22： 2017-2020 年公司冷却系统业务营收稳健增长	14

图 23: 2020 年公司冷却系统毛利率同降 4.3pcts.....	14
图 24: 传统燃油汽车热管理系统主要包含空调系统和动力总成系统.....	14
图 25: 相较燃油车, 新能源车对冷却管路的用量需求增加.....	14
图 26: 公司冷却系统产品储备丰厚.....	16
图 27: 2017-2020 年中鼎股份橡胶降噪减震及轻量化业务营收相对稳定.....	18
图 28: 2017-2020 年安徽威固营收与净利润稳健增长(万元).....	18
图 29: 控制臂是汽车底盘中的关键部件.....	20
表 1: 中鼎股份通过系列并购不断强化技术优势.....	5
表 2: 极氪 001、岚图 FREE、红旗 H9 等车型已配备空悬系统.....	10
表 3: 全球主要有 3 家汽车空气悬挂系统零部件供应商: 大陆集团、威伯科以及 AMK.....	11
表 4: 安徽安美科获得蔚来、东风项目空悬系统部件项目定点.....	13
表 5: 预计 2025 年全球汽车/新能源汽车冷却管路市场规模达 429 亿元/184 亿元.....	15
表 6: TFH 冷却系统技术领先.....	17
表 7: 安徽特斯通获得吉利、理想、零跑等车企项目定点.....	17
表 8: 底盘轻量化性价比较高, 是汽车轻量化布局的重点.....	19
表 9: 2018 年燃油车的悬挂摆臂中铝合金使用量仅为最大使用量的 18.8%.....	19
表 10: 公司营收拆分及预测(百万元).....	21
表 11: 可比上市公司估值(PE/PEG).....	22

1、密封业务地位稳固，外延式并购优化产品结构

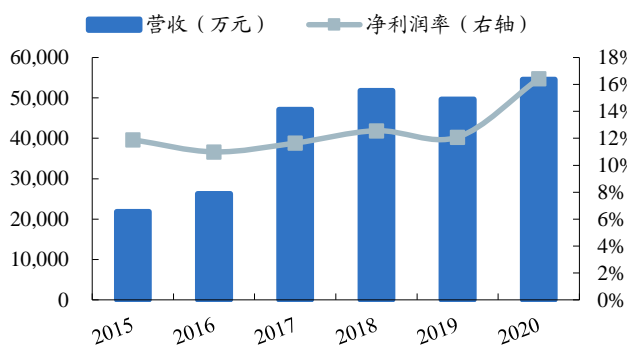
1.1、密封系统业务起家，行业地位稳固

中鼎股份创建于1980年，以密封系统业务起家，目前为全球零部件百强企业，非轮胎橡胶领域国内第一、全球排名第十三。橡胶密封件是公司传统业务领域，主要产品包括轴承密封、密封垫片、发动机水封、油封等。传统的橡胶密封件属于劳动力密集行业，中鼎股份早期凭借中国人口红利占据成本优势。密封部件可分为静密封和动密封，动密封部件在工作时汽车零部件之间产生相对运动，对技术要求较高，公司的新能源汽车电机高速油封代表了密封行业最尖端的技术水平。公司通过收购德国KACO、美国COOPER、美国ACUSHNET海外知名公司，率先布局高端油封、新能源电机电封领域，掌握了国际前三的密封系统技术，确立了行业龙头地位。

中鼎股份在密封领域具有优质客户资源，且研发能力一流。客户资源方面，公司主要服务客户包括沃尔沃、蔚来、上汽、广汽、特斯拉等知名车企。产学研合作方面，2016年，公司首次与清华大学合作，组织了以中国工程院院士、清华大学教授王玉明为核心的研究团队并设立院士工作站；2018年，公司再次与清华大学深入合作，联合成立橡塑密封联合研究中心，共同解决密封件领域的关键技术难题。研发能力方面，公司拥有有效授权专利767项，其中国内发明专利110项，国外专利289项，研发水准一流。目前，公司已成功开发配套高性能新能源电机密封并具有批量生产新能源电池模组密封系统的能力。

公司积极推进密封系统业务国内项目落地及智能制造生产线，设备自动化升级降低劳动力成本。公司在收购海外资产后，稳步推进国产化进程，设立了无锡嘉科和安徽嘉科，积极开发和生产密封系统产品。2019年，两公司共实现营业收入4.97亿元，净利润6000万元，净利润率约为12%；2020年，两公司合计营收6.84亿元，净利润约为8979万元，净利润率提升至16%。此外，传统橡胶密封件行业属于劳动密集型产业，近年来，公司持续推行自动检测线、冷冻去边及快速成型等工艺，为KACO等海外公司配套高端模具设备，提升生产线自动化水平，大幅降低对劳动力需求，有效降低产品成本。

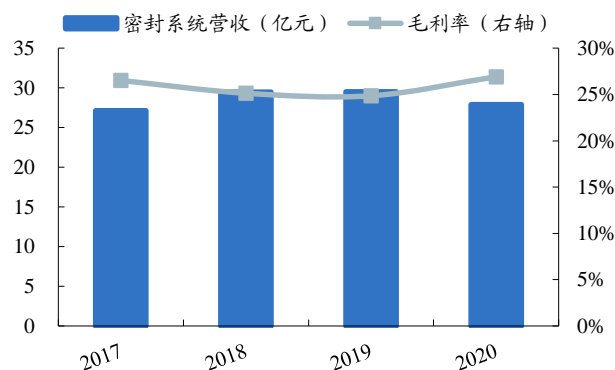
图1：2015-2018年无锡嘉科、安徽嘉科营收快速增长



数据来源：公司年报、开源证券研究所

注：无锡嘉科及安徽嘉科为KACO的国内落地项目，经营密封系统业务

图2：2017-2020年公司密封系统贡献收入保持稳定



数据来源：公司年报、开源证券研究所

1.2、系列并购实现业务布局多元化

公司以非轮胎橡胶产业为基础，自 2008 年以来围绕相关产业链进行外延式并购，形成四大板块业务：密封系统、冷却系统、降噪减震及轻量化业务、空气悬挂系统。在巩固传统密封业务的基础上，公司积极布局新业务，已成功由单纯的橡胶密封件零件生产厂转型成集成系统服务商。经历海外收购整合后，公司形成密封系统、冷却系统、降噪减震及轻量化业务、空气悬架系统四大板块业务，产品体系日益丰富。

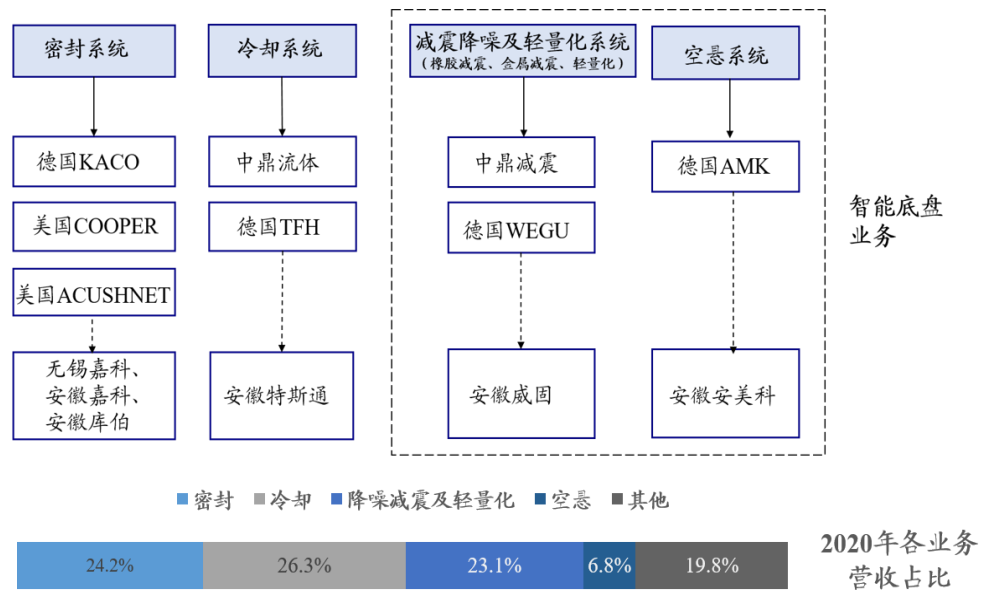
海外并购助力公司快速成长且在多领域建立技术优势。公司通过系列并购快速获得先进技术和生产工艺，实现了向行业高端市场及新领域的转型，提升了企业的国际竞争力。在密封系统领域，公司 2014 年收购了高精度密封件龙头 KACO，巩固传统密封业务行业地位；在降噪减震领域，公司 2015 年收购德国 WEGU，掌握先进的 NVH 系统解决方法；在空气悬挂系统领域，公司 2016 年收购空悬电控龙头 AMK，正式迈入汽车电子领域；在冷却系统领域，2017 年公司收购全球汽车管路龙头供应商 TFH，优化冷却业务产品线。

表1：中鼎股份通过系列并购不断强化技术优势

收购时间	并购公司	所在国家	业务领域	实力/客户
2008 年	AB	美国	汽车减震、汽车拉杆等橡胶制品	客户包括通用、克莱斯勒、福特等
2009 年	MRP&BRP	美国	汽车及其他行业用橡胶制品	客户包括通用、日产、卡特皮勒等
2011 年	COOPER	美国	高性能橡胶密封件（高端油封）	油封产品领域技术领先
2014 年	KACO	德国	汽车及机械工程行业高精度密封	高端密封件领军供应商
2015 年	WEGU	德国	工业橡胶/硅胶减震降噪方案（AVS） 及汽车轻量化产品	高端降噪减震方面技术领先
2016 年	AMK	德国	空气悬挂系统和电机、电控系统	全球前 3 的空气悬挂系统总成供应商
2016 年	ADG	奥地利	汽车零部件	客户包括奥迪、宝马、大众等
2016 年	GMS	瑞士	节能环保、新能源汽车充电服务等相 关领域	在瑞士、法国、比利时、英国拥有超过 640 个充电站，瑞士公共充电站和高端私人充电站领域市占率超过 60%
2017 年	TFH	德国	发动机/新能源汽车电池冷却系统	发动机和电池冷却，充气 and 进气应用的全系统提供商

资料来源：公司年报、开源证券研究所

图3: 公司目前有四大板块业务: 密封系统、冷却系统、降噪减震及轻量化业务、空气悬挂系统

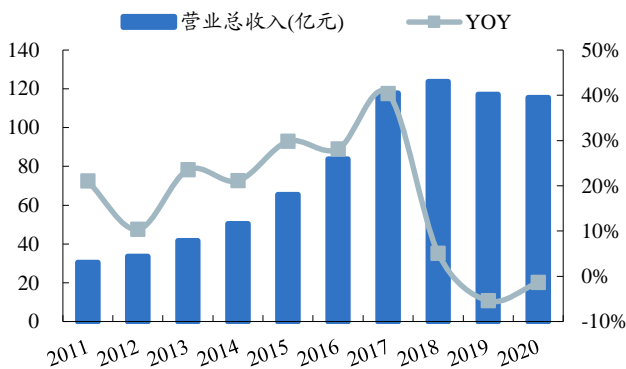


资料来源: 公司年报、开源证券研究所

1.3、2020Q3 以来经营逐步修复, 2021Q1 净利润同比+48.9%

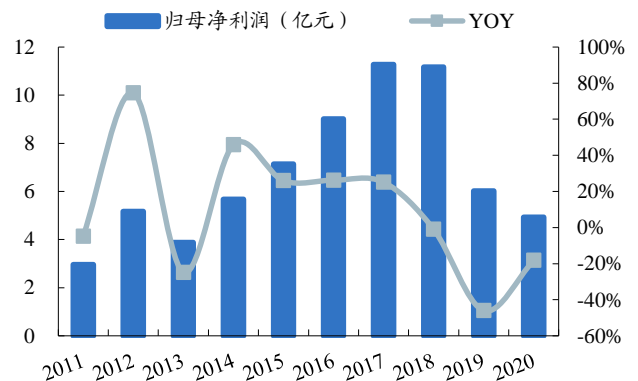
2011-2018 年公司营收、净利润规模快速增长, 海外营收占比大幅提升。2008 年来, 公司大举进行海外并购, 收购了密封系统领域、减震领域、空气悬挂系统领域的多个领军企业, 营收规模快速增长。2011-2018 年营收 CAGR 达 22.1%, 归母净利润 CAGR 约 20.9%, 国外营收占比从 2011 年 35.8% 提升至 2018 年 67.1%。2018 年之后, 受汽车市场整体低迷以及部分海外资产业绩拖累影响, 公司营收略微下滑、归母净利润有所下降。

图4: 2011-2018 年公司营收 CAGR 达 22.1%



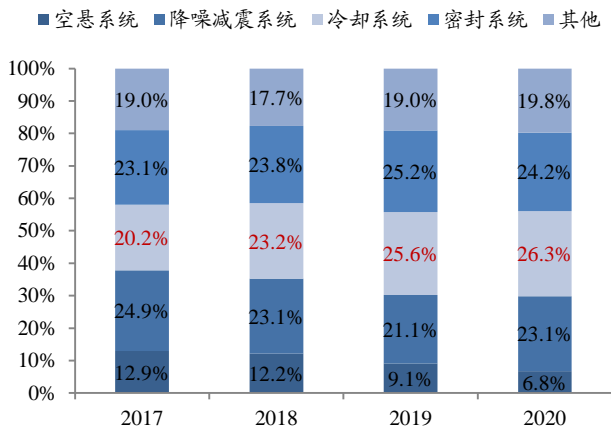
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2011-2018 年公司归母净利润 CAGR 约 20.9%



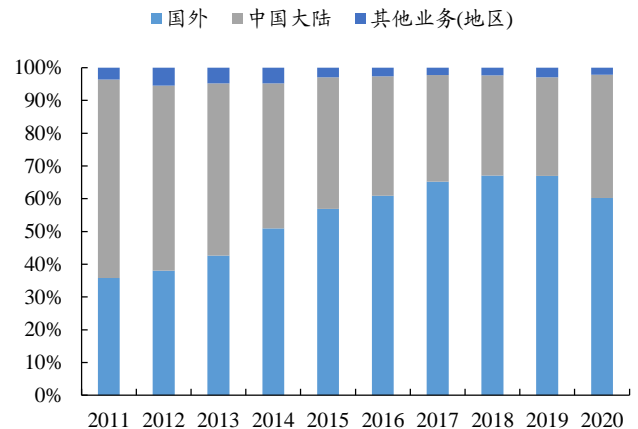
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2017-2020 年公司冷却系统营收占比快速提升



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

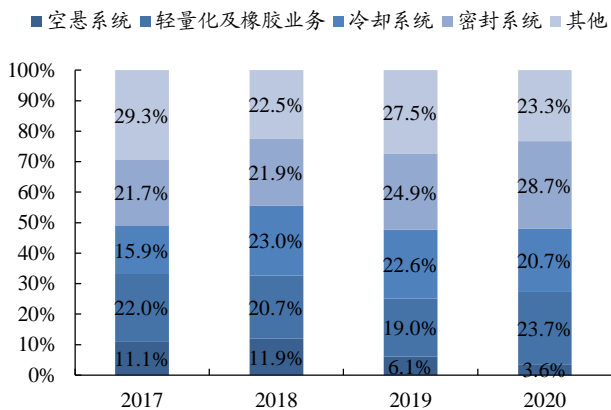
图7: 2011-2020 年公司国外营收占比大幅提升



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

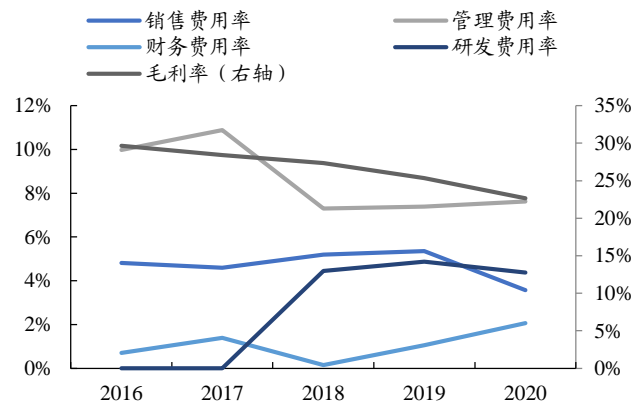
公司密封业务贡献收入稳定, 冷却系统收入快速增长。2017-2020 年公司密封系统收入占比稳定在 25% 左右, 冷却系统营收年均增长 8.4%, 占总收入比重从 2017 年 20.2% 提升至 2020 年 26.3%。2020 年公司密封系统、降噪减震底盘系统、冷却系统、空气悬挂系统营收占比分别为 24.2%、23.1%、26.3%、6.8%。近年来受到汽车行业阶段性调整、下游需求不景气影响以及冷却系统降价影响, 公司毛利率有所下降。

图8: 2017-2020 年公司密封系统贡献毛利占比提升



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

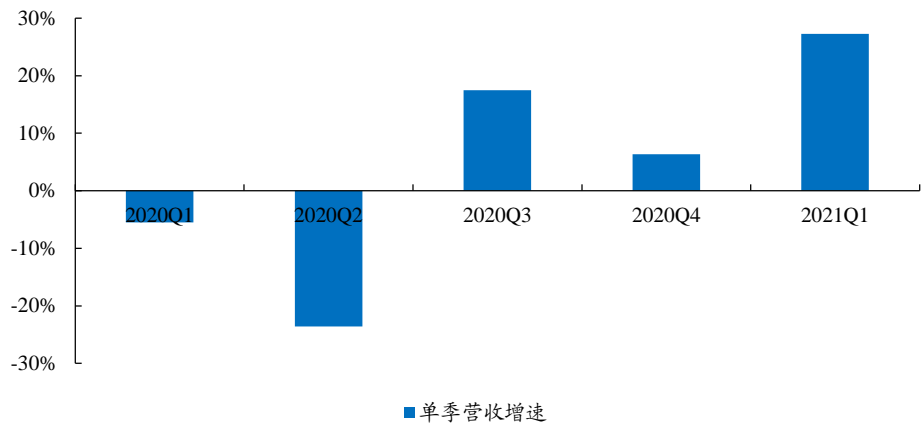
图9: 2016-2020 年公司毛利率有所下降



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

国内外汽车市场回暖叠加海外资产优化, 公司业绩有望逐步复苏。2020 全年公司营收 115.5 亿元, 同比-1.4%。2020H1 公司业绩受疫情影响较大, 2020Q3 单季营收增速同比转正、扭亏为盈, 之后业绩持续恢复。2020Q3/2020Q4/2021Q1, 公司单季营收分别同增 17.5%/6.3%/27.3%, 单季归母净利润分别同增 25.2%/11226.9%/45.3%。受益于国内外汽车市场回暖叠加公司海外资产优化带来的盈利能力修复, 公司业绩有望迎来回归。

图10: 2021Q1 公司营收同增 27.3%



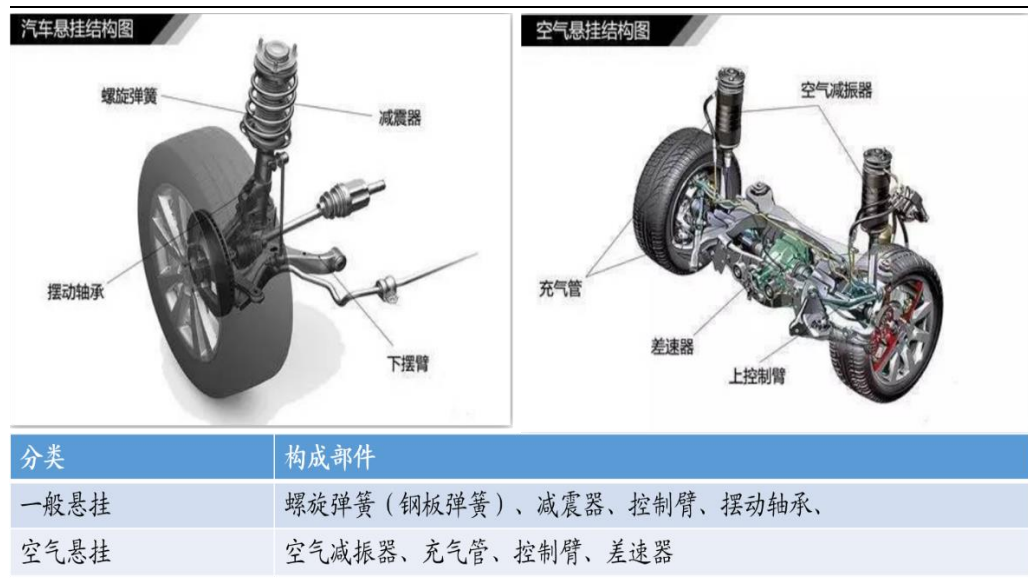
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、空悬系统: 价格下探或将加速打开市场空间, AMK 国产化将迎收获期

2.1、空悬系统逐步成为新能源汽车主流配置, 价格下探进一步打开市场空间

空气悬挂通过改变气室中气体体积改变弹簧长度、调整车身离地距离。传统悬挂由弹性元件(螺旋弹簧或空气弹簧)、减震器、控制臂与摆动轴承构成, 空气悬挂与之构成类似, 不同之处在于弹性元件替换成了空气弹簧系统、在结构中增加了气室。空气悬挂可通过调整气室中的空气体积改变弹簧长度, 并调整弹簧刚度特性, 以改变车身离地距离、更好地适应不同路况。

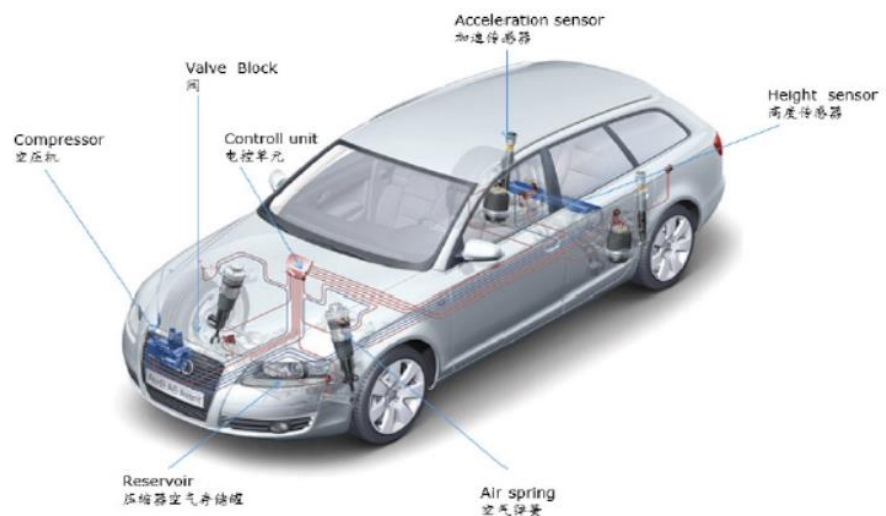
图11: 一般汽车悬挂与空气悬挂的结构区别主要在于弹性元件



资料来源: 搜狐汽车、开源证券研究所

空气悬架系统已经逐步成为新能源汽车平台主流配置。受益于新能源汽车高景气度，空悬系统有望迎来黄金发展期。空气悬挂控制系统在空气悬挂结构的基础上增加了高度传感器、加速传感器、控制线路与电子控制单元。与传统的钢制汽车悬挂系统相比，空气悬挂系统可根据路况的不同及距离传感器发出的信号，判断车身的高度变化，从而控制空气压缩机和排气阀门，调整气室降低或升高底盘离地间隙，以增加行车稳定性、优化驾驶体验。空气悬架系统能确保底盘与地面保持足够的间隙高度，从而有效保护电动车电池，已经逐步成为新能源车的主流配置。部分新能源高端车型包括特斯拉 Model X、蔚来 ES8、自主品牌旗舰红旗配套均搭载了空气悬架系统。

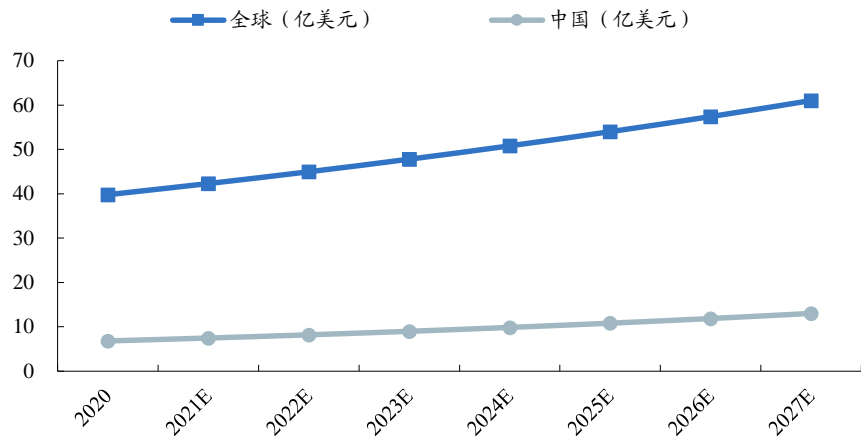
图12: 汽车空悬系统在空气悬挂的基础上加入了传感器以及电子控制单元等部件



资料来源：公司年报

成本下探有望进一步打开空悬系统市场空间，空悬系统装配率或将大幅提升。空气悬挂系统主要由空压机、空气弹簧、ECU 中控单元、高度传感器等部件构成。空气悬挂系统零部件架构更为复杂，特别是空气弹簧的使用大幅增加了汽车悬架系统成本。以搭载空气悬挂的某老款奥迪 Q7 来说，其原厂进口空气弹簧的单根报价就超过了 1.6 万。由于高成本，搭载空气悬挂系统的车型以豪华车居多。伴随空悬系统的国产化，成本大概率将逐步下探，空悬系统渗透率有望加速提升。目前，极氪 001、岚图 FREE、红旗 H9 等车型已经配备空气悬挂系统。

据 Research and Markets，2020 年全球空悬系统市场规模在 40 亿美元左右，预计 2027 年规模可达 61 亿美元，CAGR 6.3%，2027 年中国空气悬架市场规模达到 13 亿美元，CAGR 9.7%。

图13: 预计 2027 年, 全球以及中国汽车空气悬架系统市场规模分别为 61 亿、13 亿美元


数据来源: Research and Markets、开源证券研究所

表2: 极氪 001、岚图 FREE、红旗 H9 等车型已配备空气悬架

车型	续航里程	售价	空气悬架
极氪 001	526/606/712km	28.1-36 万元	全系车型配备
红旗 H9	/	30.98-53.98 万元	仅配备 3.0 系车型
蔚来 ES6	420/610km	35.8-52.6 万元	从次低配 430km 性能版开始配备
蔚来 ES8	415/580km	46.8-62.6 万元	全系配备空气悬挂
岚图 FREE	增程版 860km/纯电动 505km	31.36-36.36 万元	从售价 33.36 万元的四驱增程式车型开始配备

资料来源: 汽车之家、开源证券研究所

2.2、AMK 资产整合优化进行中, 海外市场有望迎业务复苏

2016 年公司通过并购德国 AMK 进军汽车空气悬挂系统、电机电控系统领域。AMK 是空气悬挂系统和电机、电控系统的高端供应商, 尤其在空气悬挂系统领域技术领先, 为捷豹路虎、沃尔沃、奥迪、奔驰、宝马等世界顶级主机生产商配套。

空气悬架技术壁垒高, 空气悬架部件总成制造生产能力较为稀缺。空气悬架的核心是算法和集成能力, 国外发展相对较为成熟, 而国内空气悬架技术仍处于起步阶段。目前, 全球主要有 3 家汽车空气悬挂系统零部件供应商: 大陆集团、威伯科以及 AMK。大陆集团与蔚来签订了合作框架协议, 深化新能源汽车领域合作、并为蔚来 ES8 提供空气悬挂系统。威伯科主要为商用车提供车辆安全及控制系统。AMK 业务分为汽车零部件 (约占 70%) 和驱动控制技术两大板块, 主要产品包括电力动力总成、空气悬挂总成、伺服电机等。据公司可转债 2020 年度跟踪评级报告, 2019 年 AMK 在空气悬挂及车用电机领域的销售额在欧洲市占率达 70%。

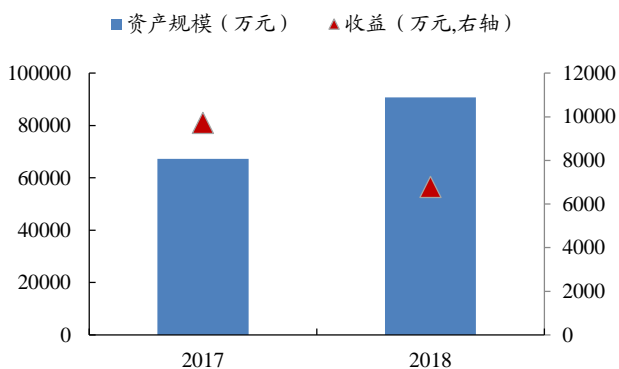
表3: 全球主要有 3 家汽车空气悬挂系统零部件供应商: 大陆集团、威伯科以及 AMK

公司	简介
Continental	1871 年成立, 位于德国。专业生产汽车内饰电子、制动系统、底盘和动力总成、汽车安全、轮胎、测速仪等汽车和交通行业零部件。全球第四大轮胎制造商。
WABCO	成立于 1869 年, 总部位于比利时。为重型商用车提供悬挂和传动、电子制动和稳定系统, 为卡车、拖车和公共汽车提供汽车气泵和悬架以及先进的驾驶员辅助系统。该公司最近被 ZF Friedrichshafen 以 70 亿美元收购
AMK	1963 年成立的家族企业, 总部位于德国的基尔夏伊姆。在电动驱动技术, 控制技术, 工业自动化工程和汽车领域, 一直是市场和技术领导者之一。

资料来源: 各公司官网、Research and Markets、开源证券研究所

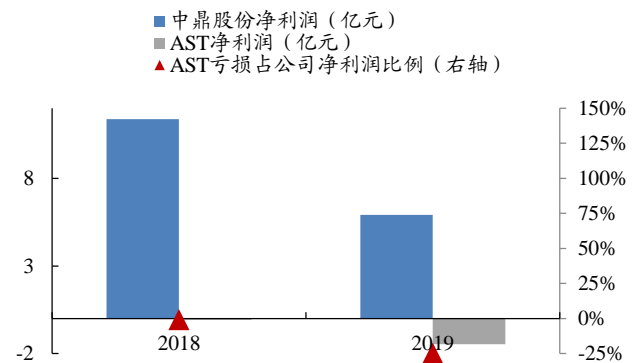
AMK 剥离工业事业部, 聚焦空气悬挂系统主业。海外资产进一步优化, 公司盈利能力有望提高。AST 是 AMK 旗下的工业事业部, 近年来持续亏损拖累了 AMK 公司业绩, 2018、2019、2020 年 1-11 月, AST 分别净亏损 104.9/1865.1/850.9 万欧元, 特别是 2019 年 AST 公司亏损占中鼎股份净利润比例接近 25%。2021 年初, 中鼎股份以 4895 万欧元出售 AST 公司, 优化 AMK 公司资源配置、聚焦于空气悬挂和转向机电控系统业务。海外资产结构优化有望提高公司盈利能力。

图14: 2018 年德国 AMK 净利润约 6800 万元



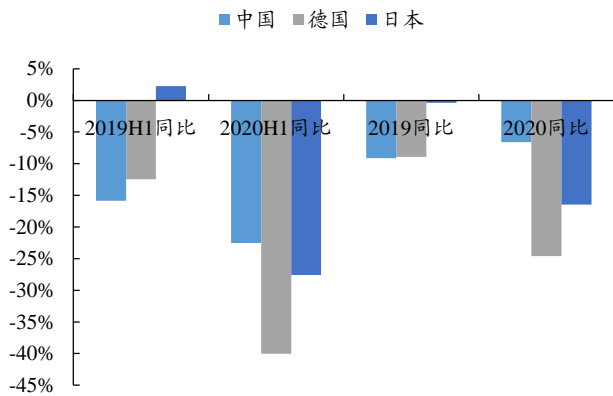
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图15: 2019 年 AST 公司亏损占中鼎股份净利润比例接近 25%

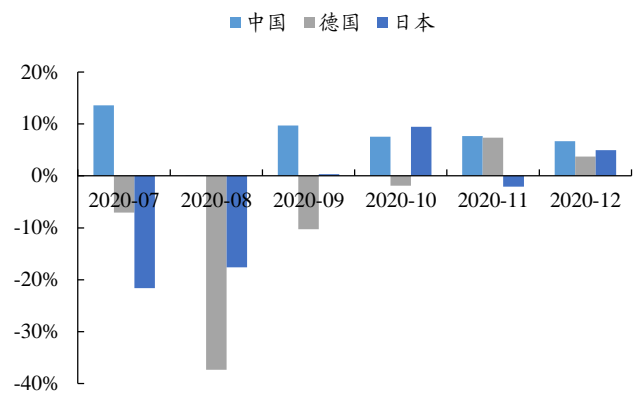


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

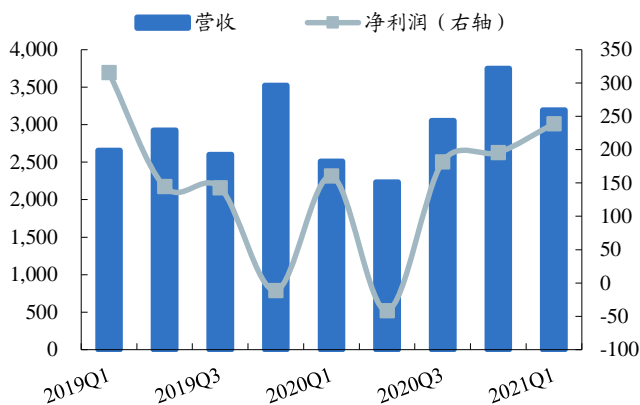
2020 年疫情冲击影响了公司业绩, 伴随国内外汽车市场回暖, 公司有望迎来业绩修复。受疫情影响, 2020 年上半年中国、德国、日本乘用车产量分别同比下滑 22.6%、40.0%、27.6%。公司 2020 年上半年业绩表现不佳, 营收下滑 15.0%, 其中国内、海外营收分别下降 5.4%、19.3%。伴随国内外汽车市场逐步回暖, 公司经营情况迎来改善, 2021Q1 净利润同增 48.9%。此外, 公司进行海外资产优化、成本费用管控的系列举措已落实到位, 叠加国内外汽车行业逐步复苏, 公司业绩有望加速恢复。

图16: 2020H1 德国、日本乘用车产量大幅下滑 (%)


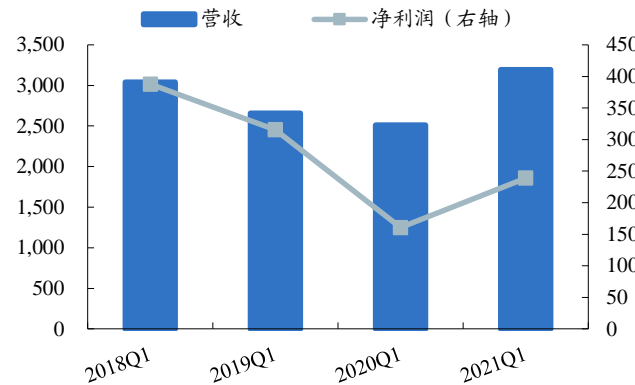
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2020Q4 中日德乘用车产量快速回升 (%)


数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2020H2 公司业绩快速恢复 (百万元)


数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2021Q1 公司单季净利润同增约 49% (百万元)


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、AMK 国产化项目稳步推进，已获蔚来、东风项目定点

公司收购德国 AMK 之后，成为国内少数具备空气悬架开发整合能力的系统集成商，智能底盘领域竞争优势得到强化。公司具有产品一体化供应能力，可根据客户需求进行零部件或系统供应，主要产品包括空气压缩机、控制单元、多系统传感器、空气弹簧等。为进一步降低汽车空悬系统产品成本、打开国内市场空间，公司设立安美科（安徽）汽车电驱有限公司，推进 AMK 空悬系统业务的国产化。

中鼎股份稳步推进 AMK 的国产化落地，国产化降本或将催化公司空气悬架系统业务规模快速增长。安徽安美科于 2018 年 7 月成立，是 AMK 公司国内技术落地项目，目前已完成了上海研发中心的团队建设，正积极开展技术推介与市场拓展相关业务，同时推进国内售后市场配套。预计 2021 年底安徽安美科可初步达产，2022 年底完成汽车用电驱及空气悬架系统研发生产基地项目。随着新的生产线建设项目落地、产能加速释放、规模化生产进一步降低产品成本，公司市场下沉有望加速、获得更多车型订单。

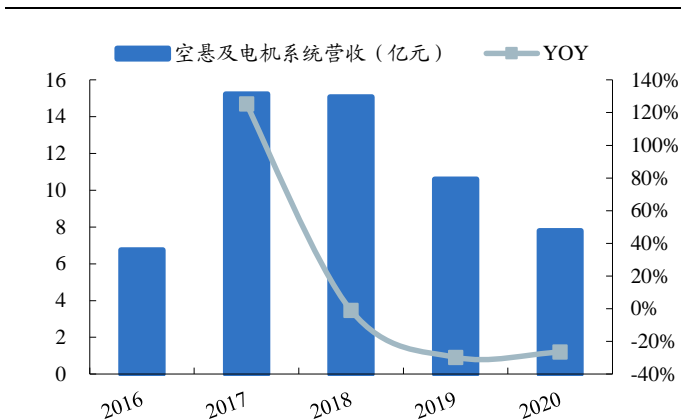
安徽安美科已经获得东风、蔚来等车企空悬系统及其部件的项目定点，作为公司智能底盘业务下一步发展的战略重心，有望为公司带来新的增长点。2020年，安徽安美科已获得蔚来汽车空气悬挂系统核心部件小总成产品、东风 H97、H56 项目空气悬挂系统核心部件小总成产品项目定点。安美科获得项目定点加上 AMK 公司获得的欧洲汽车制造商空气悬挂全系统总成项目定点，累计生命周期营收贡献接近 13 亿元。

表4: 安徽安美科获得蔚来、东风项目空悬系统部件项目定点

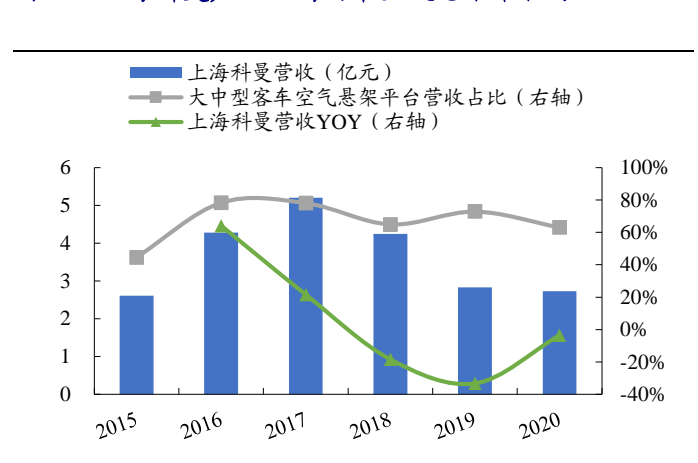
公告日期	客户	项目	供应产品	单车价值 (元)	生命周期 (年)	生命周期 总金额 (亿元)
2020.8.14	蔚来汽车	/	空悬系统核心部件小总成产品	/	/	1.31
2020.9.8	东风汽车	H97	空悬系统核心部件小总成产品	/	/	1.27
2020.11.23	欧洲某知名汽车制造商	以 ECU 中控系统为核心的空气悬挂全系统总成项目		4113	10	8.31
2021.2.2	东风汽车	H56	空悬系统核心部件小总成产品	1687.41	6	2.02

资料来源：公司公告、开源证券研究所

空悬系统总成制造生产能力稀缺，安徽安美科有望借助 AMK 技术优势及经验在行业快速成长期占得先机。目前国内的空悬系统部件供应商主要有天润工业和上海科曼。2020 年天润工业宣布建立合资公司天润智控主营空气悬架业务，2020 年天润智控空气悬架业务营收 5767 万元。上海科曼产品以商用车空气悬架平台为主，2020 年营收 2.7 亿元，而 AMK 同期空悬及电机业务营收为 7.8 亿元。综合来看，国内空气悬挂系统市场仍处于发展初期，以 AMK、大陆集团为代表的国产化项目或加速空悬系统成本下降、市场渗透率快速提升，而空悬系统总成制造生产能力较为稀缺，安徽安美科有望借助 AMK 技术优势及经验分得更大蛋糕。公司下一阶段以反哺国内、打开市场空间为主，前阶段的海外并购布局有望迎来收获期。

图20: 2020 年中鼎股份空悬及电机系统营收合计 7.8 亿元


数据来源：公司年报、开源证券研究所

图21: 上海科曼产品以商用车空气悬架平台为主


数据来源：公司年报、开源证券研究所

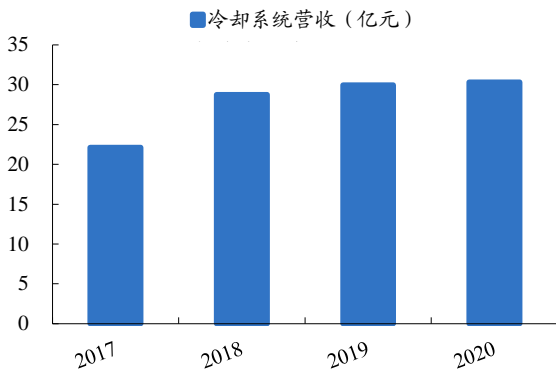
3、冷却系统：新能源领域市场广阔，TFH 国产化项目落地

电动化趋势带动热管理系统部件需求增长及性能要求提升。新能源汽车冷却管路单车价值量达 1000-1500 元，是燃油车的 3-5 倍。我们预计 2025 年全球汽车/新能源汽车冷却管路市场规模达 429 亿元/184 亿元，CAGR 为 10.3%/37.4%。公司于 2017

年收购全球汽车冷却系统管路龙头供应商 TFH，随着国产化项目落地，相继获得吉利、理想、零跑等项目定点，累计生命周期营收贡献超 30 亿元。

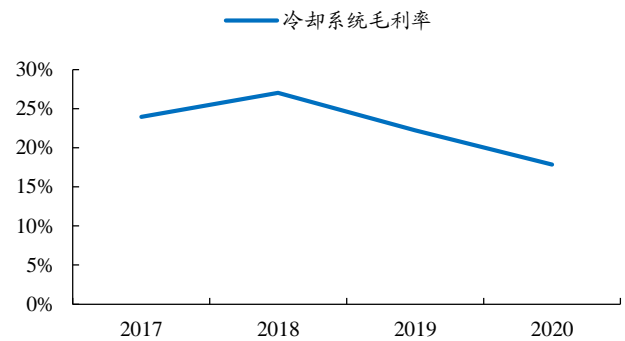
冷却系统业务是公司重要的收入和毛利润来源。2020 年，公司冷却系统业务营收 30.3 亿元，同比增长 1.3%，占总营收 26.3%；毛利率 17.9%，同比下降 4.3pcts。受益于新能源汽车高景气度以及 TFH 国产化后成本优势凸显，公司冷却系统业务盈利能力有望好转。

图22：2017-2020 年公司冷却系统业务营收稳健增长



数据来源：公司年报，开源证券研究所

图23：2020 年公司冷却系统毛利率同降 4.3pcts

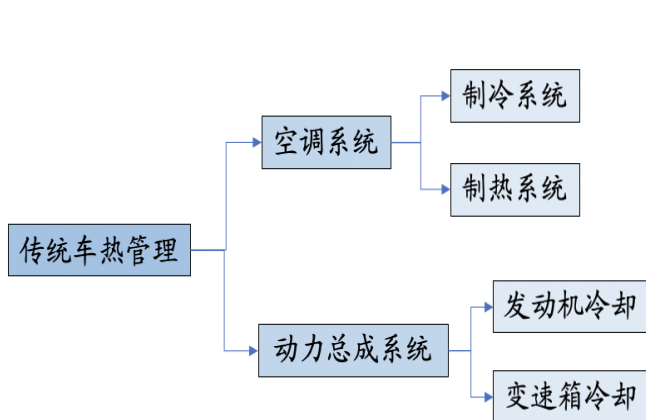


数据来源：公司年报，开源证券研究所

3.1、电动化助力单车价值量提升，行业空间持续扩容

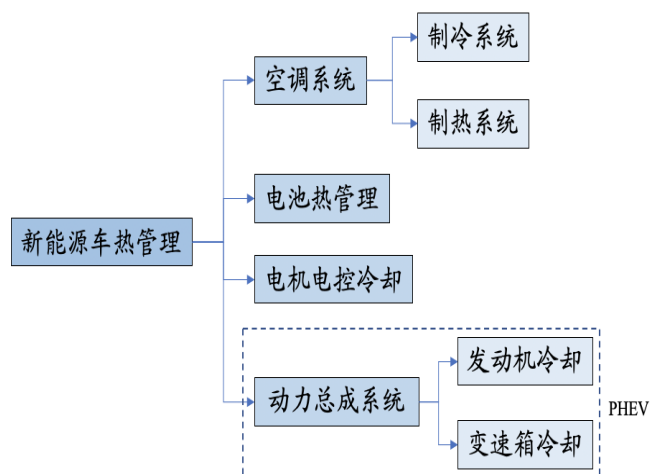
电动化趋势带动热管理系统部件需求增长及性能要求提升。(1) 传统燃油汽车热管理系统主要包含空调系统和动力总成系统；新能源汽车热管理系统还包括电池热管理系统、电机电控冷却系统，对冷却管路的用量需求增加。(2) 相比于传统汽车热管理系统，新能源汽车热管理系统需要统筹管理热量、动力总成和整车的关系，提高温控精准度与能源利用率以保障整车续航，对冷却管路部件性能要求更严格。

图24：传统燃油汽车热管理系统主要包含空调系统和动力总成系统



资料来源：开源证券研究所

图25：相较燃油车，新能源车对冷却管路的用量需求增加



资料来源：开源证券研究所

新能源汽车冷却管路单车价值量达 1000-1500 元，较传统车大幅提升。根据公司年报披露，公司传统燃油车冷却管路单车价值量约为 300 元，新能源车冷却管路单车价值量约为 1000-1500 元，是燃油车的 3-5 倍。

全球汽车冷却管路 2025 年市场规模有望达 429 亿元，市场发展前景广阔。根据 2020 年 11 月国务院办公厅印发的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》数据，我们预计 2025 年国内新能源车销量有望达 641 万辆，全球新能源车销量约 1532 万辆。以 300 元传统燃油车单车价值量及 1200 元的新能源车单车价值量计算，2025 年全球乘用车冷却管路市场空间有望达 429 亿元，CAGR 为 10.3%；其中新能源车冷却管路市场空间有望达 184 亿元，CAGR 为 37.4%。

表5: 预计 2025 年全球汽车/新能源汽车冷却管路市场规模达 429 亿元/184 亿元

	单位	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
新能源汽车	国内销量	万辆	122	121	137	246	316	398	502	641
	YOY			-1%	13%	80%	29%	26%	26%	28%
	全球销量	万辆	210	222	313	523	697	916	1196	1532
	YOY			6%	41%	67%	33%	31%	31%	28%
	国内市场空间	亿元	15	15	16	29	38	48	60	77
	YOY			-1%	13%	80%	29%	26%	26%	28%
	全球市场空间	亿元	25	27	38	63	84	110	144	184
	YOY			6%	41%	67%	33%	31%	31%	28%
传统汽车	国内销量	万辆	2682	2454	2398	2412	2421	2422	2402	2350
	YOY			-8%	-2%	1%	0%	0%	-1%	-2%
	全球销量	万辆	9296	8908	7499	7580	8456	8421	8326	8181
	YOY			-4%	-16%	1%	12%	0%	-1%	-2%
	国内市场空间	亿元	80	74	72	72	73	73	72	71
	YOY			-8%	-2%	1%	0%	0%	-1%	-2%
	全球市场空间	亿元	279	267	225	227	254	253	250	245
	YOY			-4%	-16%	1%	12%	0%	-1%	-2%
新能源+传统	国内销量	万辆	2804	2575	2531	2658	2737	2820	2904	2991
	YOY			-8%	-2%	5%	3%	3%	3%	3%
	全球销量	万辆	9506	9130	7803	8103	9153	9336	9523	9713
	YOY			-4%	-15%	4%	13%	2%	2%	2%
	国内市场空间	亿元	95	88	88	102	111	120	132	147
	YOY			-7%	0%	15%	9%	9%	10%	11%
	全球市场空间	亿元	304	294	262	290	337	362	393	429
	YOY			-3%	-11%	11%	16%	7%	9%	9%

数据来源：中汽协、marklines、开源证券研究所

3.2、收购 TFH 树立行业标杆，国产化项目顺利推进

收购德国 TFH，树立行业标杆。公司于 2017 年收购全球发动机及新能源汽车电池热管理管路龙头供应商 Tristone Flowtech Holding SAS (TFH)，实现冷却系统管路产品从部件到总成的升级。TFH 在德国、波兰、墨西哥、美国、印度和中国等地建有产品生产线，客户涵盖奔驰、宝马、沃尔沃、福特、大众、奥迪等全球主流车企及

博世等一级零部件供应商。TFH 在汽车冷却管路总成市占率排名全球第二，仅次于大陆集团；在电动汽车冷却管路总成市占率排名全球第一。

技术储备丰厚，产品研发顺利。TFH 拥有自动一体成型胶管生产技术 creatube，较传统生产工艺成本更低，质量更稳定。公司积极拓展尼龙管、TPV 等新材料在产品上的应用，TPV 较传统内燃机管路产品重量轻，成本低，装配灵活，且保持良好的 NVH 和灵活性，将会成为冷却管路单车配套价值提升的一个增长点。公司在吸收消化 TFH 电池冷却技术的基础上，成功开发了多款具有耐高、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，如电池冷却系统胶管总成、电池模块冷却进水铝管等，推动冷却业务迅速增长。

图26: 公司冷却系统产品储备丰厚



资料来源：公司公告

国产化项目落地，客户拓展顺利。2019年，公司完成子公司中鼎胶管与TFH的整合，由TFH主导中鼎胶管全球冷却系统业务，并成立运行TFH国内项目安徽特斯通。2020年，安徽特斯通实现营业收入3.39亿元，净利润0.16亿元。凭借技术及成本优势，安徽特斯通已获得吉利GHS2.0平台项目、理想X01项目、国内某知名新能源龙头汽车公司B级SUV项目、零跑C01项目定点，累计生命周期营收贡献超30亿元。

表6: TFH 冷却系统技术领先

分类	产品	简介
电池冷却	橡胶软管	Creatube 自动化软管制造、单层、双层针织橡胶软管、短纤维增强单层软管
	塑料管	持续投资塑料挤出管以减轻重量和成本，并提高可回收性，开发和提出包括单层和多层在内的大量材料解决方案
	塑料快速连接器和外壳	补充其组件的生产
发动机冷却	橡胶软管	Creatube 自动化软管制造、单层、双层针织橡胶软管、短纤维增强单层软管
	塑料管	持续投资塑料挤出管以减轻重量和成本，并提高可回收性，开发和提出包括单层和多层在内的大量材料解决方案
	连接器	补充其组件的生产
	导气装置	集成智能算法以优化发动机性能
	水管	集成并开发了注射、三维吸气吹塑、挤压和焊接等技术
充气装置	集成	塑料环包覆成型解决方案在-40°C下也能保持高的密封水平和寿命。
	软管	世界上第一个将塑料3D吸力吹塑管道引入市场，用于冷面应用
	刚性管道	提供来自注射和3D吸力吹塑的金属和塑料管道，在包装、气流性能和所需功能集成方面进行了优化
	谐振器	声学处理智能解决方案

资料来源：Tristone 官网、开源证券研究所

表7: 安徽特斯通获得吉利、理想、零跑等车企项目定点

公告日期	客户	项目	供应产品	生命周期总金额 (亿元)
2020.7.7	吉利汽车	GHS2.0	汽车热管理系统新能源混动总成	18.79
2020.9.14	理想汽车	X01	汽车热管理系统总成及中冷管总成	6.64
2021.4.30	国内某知名新能源汽车龙头	B级SUV	热管理系统管路总成	1.85
2021.5.17	零跑汽车	C01	热管理系统管路总成	4

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、降噪减震及轻量化业务：橡胶降噪减震业务稳健发展，轻量化业务有望贡献业绩增量

公司在巩固原有橡胶降噪减震业务的基础之上，积极布局轻量化底盘业务，把握汽车轻量化机遇。公司传统的橡胶降噪减震业务主要包含产品有：底盘衬套类、扭

转减震器、稳定杆衬套以及弹簧垫等等。伴随汽车节能减排要求提高，汽车轻量化尤其是底盘轻量化成为汽车零部件供应商布局的重点。公司在原有 NVH 橡胶降噪减震业务的基础上，推出锻铝控制臂、球头铰链等先进的轻量化部件并积极布局轻量化底盘系统业务。

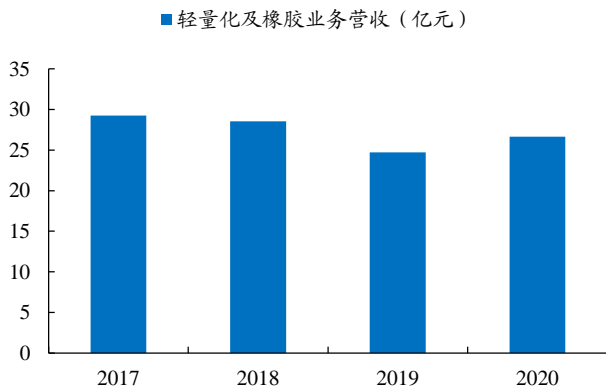
目前公司降噪减震及轻量化业务主要包括：**橡胶降噪减震、金属减震以及轻量化底盘业务**。2020 年公司降噪减震及轻量化业务营收 26.6 亿元，占比 23.1%。公司轻量化产品的逐渐放量有望为公司业务发展持续贡献增长动力。

4.1、橡胶减震降噪系统业务稳健发展

子公司中鼎减震深耕汽车减震系统领域，中鼎股份收购德国 WEGU 强化**橡胶减震技术优势**。中鼎减震主要从事车用橡胶减震部件生产销售，在衬套类、顶端链接版类、发动机悬置类产品上拥有多项专利。中鼎股份收购德国 WEGU 后，吸收其在硅胶动力吸震方面的领先技术，进一步强化了公司在橡胶减震降噪领域的竞争优势。目前，公司稳居国内 NVH 降噪减震领域行业前三。

WEGU 国产化项目顺利落地，营收与净利润稳健增长。为推进 WEGU 业务国产化，公司 2016 年设立安徽威固进行降噪减震部件的生产销售。安徽威固业绩稳健增长，2017-2019 年营收与净利润 CAGR 均达到 18.8%。

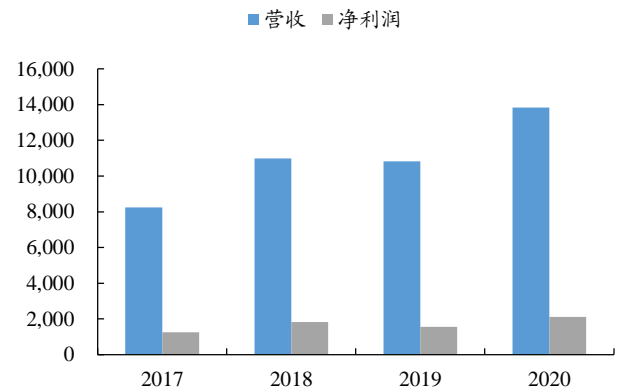
图27：2017-2020 年中鼎股份橡胶降噪减震及轻量化业务营收相对稳定



数据来源：公司年报、开源证券研究所

注：2019 年及之前为降噪减震业务营收，2020 年包含降噪减震及轻量化业务营收

图28：2017-2020 年安徽威固营收与净利润稳健增长(万元)



数据来源：公司年报、开源证券研究所

4.2、节能减排标准推动轻量化提速，公司轻量化产品技术领先

轻量化有助于满足日趋严苛的节能减排标准。传统燃油车重量每减少 100 公斤，每 100 公里油耗可降低 0.3-0.6L；新能源纯电动车重量每降低 10%，续航里程可增加 6%。汽车底盘重量占整车重量比例较大，约为 27%。轻量化底盘系统能够满足日益严苛的节能减排要求、同时有助于增加新能源汽车续航里程。未来，随着新能源市场高速发展，轻量化趋势不断强化，铝镁合金等轻量化产品需求将大幅增加。

底盘轻量化性价比高，镁铝合金底盘产品需求有望迎快速增长。底盘多数零件质量属于簧下质量，而一般认为，同等幅度簧下质量轻量化的效用是簧上质量轻量化的 5—15 倍。以底盘转向节以及车身结构件为例，二者由铸铁材料替换为铝合金材料的簧下质量减重效果相近，而车身结构件替换增加的成本约为底盘转向节替换成本的 84 倍。底盘轻量化成为主机厂节能减排的性价比之选，镁铝合金类底盘零部件有望替代传统钢铁部件、迎来需求快速增长。

表8: 底盘轻量化性价比较高，是汽车轻量化布局的重点

	底盘（转向节）		车身（结构件）	
	铸铁	铝合金	钢材	铝合金
单个零部件重量/kg	4	2.4	300	225
单车用量	4	4	1	1
原材料单价/（元/kg）	10	25	15	50
单车零部件价格/元	160	240	4500	11250
单车成本上升/元		80		6750
单车减重/kg		6.4		75
簧下质量等效减重/kg		64		75
油耗降低/(L/100km)		0.33		0.38

数据来源：上海有色网、开源证券研究所

公司锻铝控制臂产品已获奔驰 MRA2 平台车型定点。伴随锻铝控制臂渗透率提高，公司产品有望迎放量。控制臂是汽车底盘中的关键部件，用于将作用在车轮上的各种作用力作用于车身、同时保证车轮按一定轨迹运动。控制臂轻量化对材料性能以及加工技术要求较高，导致铝合金在控制臂中使用量较低。据国际铝业协会，2018 年燃油车的悬挂摆臂中铝合金使用量仅为最大使用量的 18.8%。未来铝合金控制臂渗透率或将加速提升，据中国汽车工程学会，2025 年全球电动车铝合金控制臂渗透率有望达 80%。2019 年公司在锻铝控制臂总成产品方面取得重大进展，获得了北京奔驰 MRA2 平台车型锻铝后周控制臂连杆总成产品定点。伴随汽车轻量化底盘系统的推进，锻铝控制臂的应用或将进一步得到推广，公司产品有望迎放量。

表9: 2018 年燃油车的悬挂摆臂中铝合金使用量仅为最大使用量的 18.8%

	发动机组	车头	活塞	其他发动机	方向盘	悬挂摆臂
Max AL (kg)	20.5	8	2.6	1.7	2	7.9
Unit AL(kg)	15	7.9	2.4	1.3	0.3	1.5
% of Max	72.90%	99.50%	92.70%	78.20%	16.90%	18.80%
	车轮	刹车	传动系统	冷却器	车身结构	车盖
Max AL (kg)	32.8	10.2	25.8	6.5	234.9	12.8
Unit AL(kg)	31.6	0.8	22.3	6.1	8	1.1
% of Max	96.40%	7.60%	86.40%	93.70%	3.40%	8.80%

数据来源：国际铝业协会、开源证券研究所

图29：控制臂是汽车底盘中的关键部件

➤ 锻铝件示意图 (典型应用, 不同车型有所不同)



资料来源：公司年报

中鼎股份收购四川望锦，后者球销总成制造技术国内领先。2019年中鼎股份收购四川望锦机械有限公司 81% 股权，布局球头铰链产品。四川望锦主要从事汽车连接杆、转向拉杆、控制臂、球销总成等产品的生产、销售及研发，目前拥有 21 项专利，与上汽通用、长安、广汽多家车企建立合作关系。球销总成的主要功能是将控制臂、拉杆与转向系统其它部件连接起来，实现车轮上下跳动和转向运动。四川望锦球销总成技术在国内制造商中处于领先水平。据四川望锦官网，四川望锦目前拥有 1500 万/年的底盘球铰总成部件生产能力，市场占有率达 5%。收购四川望锦将助力公司强化轻量化底盘产品竞争力。

子公司 ZDMetal 镁合金产品获麦格纳 24.5 亿元项目定点。公司致力于汽车轻量化镁合金领域产品研发，其子公司 ZDMetal 在“系统总成配套、汽车轻量化研发、新能源领域应用、服务方案总体设计”等多方面拥有全球领先的研发配套能力。2020 年 5 月，ZDMetal 获得麦格纳公司纯电动卡车镁合金总成支架项目定点，累积生命周期营收贡献 24.5 亿元。

5、盈利预测与投资建议

公司以密封件业务起家，非轮胎橡胶领域国内第一。通过近几年的海外扩张收购，公司业务范围不断拓展，技术优势持续强化。目前，公司在空气悬挂系统、冷却系统及轻量化领域均具备技术领先优势，伴随海外收购项目的国产化，公司国内智能底盘系统及冷却系统业务有望持续贡献增量。此外，公司对于海外资产的优化有助于公司海外市场业务盈利修复。

空悬系统：AMK 国产化项目安徽安美科稳步推进。借助 AMK 全球领先的空悬总成技术优势以及国产化降本带来的广阔市场空间，公司空悬系统业务营收有望快速增长，同时国产化持续推进以及 AMK 工业事业部的剥离有利于提高公司空悬业务盈利能力。预计 2021-2023 年公司空悬系统业务营收分别为 5.5、9.0、12.0 亿元，毛利率为 18.0%、22.0%、26.0%。

冷却系统：新能源车冷却管路单车价值量约为传统燃油车的 3-5 倍，公司海外子公司 TFH 电动汽车冷却管路总成市占率全球第一，国产化项目安徽特斯拉获得吉利汽车、理想汽车、零跑汽车项目定点。伴随安徽特斯拉产能逐步释放，公司冷却系统

业务订单量有望持续增长。预计 2021-2023 年公司冷却系统业务营收分别为 35.8、42.2、49.0 亿元，毛利率为 20.0%、23.0%、26.0%。

降噪减震及轻量化业务：传统橡胶降噪减震业务稳健发展，公司球销总成、锻铝控制臂产品有望受益于底盘轻量化趋势迎来放量，获得的麦格纳的车顶支架项目定点生命周期内贡献营收超过 24 亿元。预计 2021-2023 年公司橡胶降噪减震及轻量化业务营收分别为 30.3、34.3、37.7 亿元。

密封系统：公司密封件业务近几年贡献收入保持稳定，2017-2019 年营收占比稳定在 25% 左右。预计 2021-2023 年公司密封系统业务营收分别为 29.9、31.6、33.2 亿元。

表10：公司营收拆分及预测（百万元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
空悬系统	1060	779	550	900	1200
YOY	-29.71%	-26.51%	-29.40%	63.64%	33.33%
毛利率	16.88%	12.06%	18.00%	22.00%	26.00%
降噪减震及轻量化业务	2471	2665	3025	3426	3773
YOY	-13.48%	7.85%	13.51%	13.25%	10.13%
毛利率	20.69%	23.27%	21.00%	22.27%	23.30%
冷却系统	2995	3033	3579	4223	4899
YOY	4.25%	1.27%	18.00%	18.00%	16.00%
毛利率	22.24%	17.86%	20.00%	23.00%	26.00%
密封系统	2950	2790	2985	3164	3323
YOY	0.00%	-5.42%	7.00%	6.00%	5.00%
毛利率	24.87%	26.92%	24.00%	25.00%	26.00%
其他	2234	2283	2443	2589	2719
YOY	2.34%	2.19%	7.00%	6.00%	5.00%
毛利率	40.49%	26.69%	30.00%	30.00%	30.00%
营收合计	11710	11550	12582	14303	15913
YOY	-5.34%	-1.37%	8.94%	13.67%	11.26%
毛利率	25.34%	22.65%	23.04%	24.47%	26.04%

数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

综上，预计 2021-2023 年公司营收分别为 125.8、143.0、159.1 亿元，同比增长 8.9%、13.7%、11.3%，归母净利润为 7.5、10.0、12.6 亿元，每股收益 0.61、0.82、1.03 元/股，对应当前股价 PE 为 19.45、14.51、11.48 倍。参考汽车零部件类可比上市公司估值，4 家可比公司对应 2021 年 PE 均值为 30.05 倍，公司估值处于较低水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11: 可比上市公司估值 (PE/PEG)

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	PE			EPS			PEG (2023)
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
002050.SZ	三花智控	未评级	774.35	21.56	39.76	33.25	28.50	0.54	0.65	0.76	1.71
002126.SZ	银轮股份	未评级	83.96	10.60	18.98	15.30	13.20	0.56	0.69	0.80	0.83
601689.SH	拓普集团	未评级	415.36	37.69	34.58	26.90	20.80	1.09	1.40	1.81	0.71
603596.SH	伯特利	未评级	155.13	37.97	26.87	21.54	17.41	1.41	1.76	2.18	0.73
平均					30.05	24.25	19.97				
000887.SZ	中鼎股份	买入	145.04	11.88	19.45	14.51	11.48	0.61	0.82	1.03	0.44

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘日期为 2021/6/7, 三花智控、银轮股份、拓普集团、伯特利数据采用 Wind 一致预测)

6、风险提示

汽车轻量化发展不及预期、空悬系统国产化成本下降不及预期、原材料价格波动、汇率大幅波动。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	9295	10292	11256	12018	12792
现金	3007	1967	3218	3469	3965
应收票据及应收账款	3049	3010	2982	3671	3402
其他应收款	149	197	158	234	190
预付账款	109	75	124	96	155
存货	2323	1985	2626	2399	2832
其他流动资产	658	3058	2149	2149	2249
非流动资产	8831	8631	9191	9999	10701
长期投资	281	272	286	300	314
固定资产	4026	4022	4533	5257	5922
无形资产	679	685	708	721	716
其他非流动资产	3845	3652	3664	3720	3748
资产总计	18125	18923	20447	22017	23493
流动负债	4220	5454	6839	7982	8934
短期借款	835	1546	3194	3621	4164
应付票据及应付账款	2068	2346	1957	2640	2834
其他流动负债	1316	1561	1688	1722	1936
非流动负债	4950	4483	4110	3919	3613
长期借款	4330	3850	3342	2951	2445
其他非流动负债	619	632	768	968	1168
负债合计	9170	9936	10949	11901	12547
少数股东权益	58	11	20	29	37
股本	1221	1221	1221	1221	1221
资本公积	2332	2318	2318	2318	2318
留存收益	5112	5323	6078	7087	8358
归属母公司股东权益	8897	8976	9477	10086	10910
负债和股东权益	18125	18923	20447	22017	23493

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1643	1438	1355	1771	2127
净利润	592	497	755	1009	1271
折旧摊销	590	745	612	713	870
财务费用	124	238	69	61	76
投资损失	-30	-115	-81	-81	-83
营运资金变动	344	104	21	94	20
其他经营现金流	23	-30	-21	-25	-27
投资活动现金流	-1204	-2381	-1070	-1414	-1462
资本支出	1302	744	546	794	688
长期投资	-80	-1258	-14	-14	-14
其他投资现金流	18	-2895	-538	-635	-788
筹资活动现金流	891	-26	-529	-232	-212
短期借款	144	711	154	300	500
长期借款	620	-480	-508	-391	-506
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	40	-14	0	0	0
其他筹资现金流	86	-242	-175	-141	-206
现金净增加额	1339	-973	-244	125	453

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11706	11548	12582	14303	15913
营业成本	8740	8932	9683	10803	11769
营业税金及附加	83	96	86	101	117
营业费用	626	412	579	672	780
管理费用	864	880	944	1087	1209
研发费用	571	506	591	658	732
财务费用	124	238	69	61	76
资产减值损失	-76	-86	-88	-103	-113
其他收益	88	109	70	81	87
公允价值变动收益	20	43	16	19	24
投资净收益	30	115	81	81	83
资产处置收益	7	-8	5	6	3
营业利润	757	614	890	1211	1541
营业外收入	26	43	55	55	55
营业外支出	27	26	17	17	17
利润总额	756	630	928	1249	1578
所得税	164	133	173	240	307
净利润	592	497	755	1009	1271
少数股东损益	-10	4	9	9	8
归母净利润	602	493	746	1000	1263
EBITDA	1592	1664	1725	2171	2661
EPS(元)	0.49	0.40	0.61	0.82	1.03

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-5.4	-1.3	9.0	13.7	11.3
营业利润(%)	-40.9	-19.0	45.1	36.0	27.2
归属于母公司净利润(%)	-46.1	-18.2	51.4	34.0	26.4
获利能力					
毛利率(%)	25.3	22.7	23.0	24.5	26.0
净利率(%)	5.1	4.3	5.9	7.0	7.9
ROE(%)	6.6	5.5	8.0	10.0	11.6
ROIC(%)	5.2	4.6	5.2	6.4	7.4
偿债能力					
资产负债率(%)	50.6	52.5	53.6	54.1	53.4
净负债比率(%)	36.3	52.7	50.2	48.0	43.0
流动比率	2.2	1.9	1.6	1.5	1.4
速动比率	1.5	1.1	1.0	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	3.6	3.8	4.2	4.3	4.5
应付账款周转率	4.5	4.0	4.5	4.7	4.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.40	0.61	0.82	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	1.18	1.11	1.45	1.74
每股净资产(最新摊薄)	7.12	7.19	7.60	8.10	8.77
估值比率					
P/E	24.1	29.4	19.4	14.5	11.5
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	11.2	11.2	10.8	8.6	7.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn