

新能源与汽车研究中心

中鼎股份 (000887.SZ) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 16.23元

目标价格 (人民币): 30.61元

市场数据(人民币)



智能底盘龙头，高技术壁垒成就宽护城河

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,706	11,548	13,461	15,445	18,420
营业收入增长率	-5.35%	-1.35%	16.56%	14.74%	19.26%
归母净利润(百万元)	602	493	980	1,119	1,354
归母净利润增长率	-46.08%	-18.18%	98.95%	14.18%	21.03%
摊薄每股收益(元)	0.493	0.403	0.803	0.916	1.109
每股经营性现金流净额	1.35	1.18	0.85	1.49	1.52
净资产收益率	6.77%	5.49%	10.32%	9.94%	11.21%
P/E	18.35	29.02	19.24	16.85	13.92
P/B	1.24	1.59	1.98	1.67	1.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 海外并购打造技术护城河，智能底盘龙头地位稳固。公司主要业务分别为密封、冷却、空气悬挂和轻量化。公司先后收购了 AMK、TFH 等海外企业，掌握了球头铰链、空压机等核心技术，并积极推动海外项目本土化，有机结合海外先进技术与中国低廉的生产成本，从而增强产品竞争力。
- 空悬：标配化趋势明朗，稀缺性保障公司成长。未来随核心部件成本下探+国内车型配置上探，空悬渗透率有望持续提升。公司 AMK 国产化落地顺利，产品成本有望下降 20%以上，进一步增强产品成本优势。按照目前订单，公司空压机产品的市场份额达 70%以上，未来拓展空簧等产品，提升供应的产品价值量。我们预计公司空悬业务 2022 年营收有望达到近 9 亿元。
- 冷却：新能源车用产品价值提升，精细化管理修复海外盈利能力。相较传统车，新能源车电池模组对温控要求更高，因此新能源车用冷却管路的单车价值量更高。传统车用冷却管路的单车价值约 350 元，纯电动用约 700 元，插混用约 1200 元，增程式用约 1600 元。同时，公司有望通过精细化管理修复海外业务盈利能力+高毛利的国内业务占比提升，增厚利润收入，预计 2022 年冷却业务毛利率有望达 20%。
- 轻量化：国内稀缺的球头铰链总成供应商，拓展品类助力业绩增长。球头铰链是轻量化底盘系统最核心的部件，技术壁垒高，国产化率低。公司是国内稀缺的球头铰链总成供应商，高技术壁垒保障业务增长。同时，公司有望通过拓展产品品类来助力收入增长，预计 2022 年轻量化营收达 15 亿元左右。

投资建议

- 公司是智能化赛道短期兑现度高、长期逻辑通顺的稀缺标的。我们预计 2022 年开始，空悬渗透率快速提升，随着公司订单陆续落地，底盘业绩将迎来爆发。我们预计 2021-2023 年公司收入分别为 134.61、154.45、184.20 亿元，同比增长 17%、15%、19%；净利润分别为 9.80、11.19、13.54 亿元，对应 PE 19x、17x、14x。参考可比公司，给予公司 2022 年 36 倍 PE，目标市值 403 亿元，目标价 30.61 元/股，给予“增持”评级。

风险提示

- 国内外汽车销量不及预期；国内外汽车销量不及预期；公司客户拓展不及预期；公司海外业务改善程度不及预期；商誉减值风险；人民币汇率波动。

陈传红 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001
 chenchuanhong@gjzq.com.cn

江莹 联系人
 jiangying2@gjzq.com.cn

内容目录

一、智能底盘总成龙头，技术优势明显.....	3
二、传统业务稳健发展，新业务静待放量	4
三、空悬：标配化趋势明朗，稀缺性保障公司成长	7
国产化降本，加速空悬渗透	7
稀缺的空压总成供应商，充分受益于行业扩张	8
四、冷却：新能源车用产品价值提升，精细化管理修复海外盈利能力	8
五、轻量化：国内稀缺的球头铰链总成供应商，拓展品类助力增长.....	9
六、盈利预测与投资建议.....	10
盈利预测	10
投资建议及估值.....	11
七、风险提示	12

图表目录

图表 1: 中鼎股份发展历程.....	3
图表 2: 海外收购的主要公司情况.....	3
图表 3: 2021H1 销量前 10 大客户	4
图表 4: 中鼎股份主营业务营业收入（左轴：亿元，右轴：%）	4
图表 5: 中鼎股份主营业务营业收入及占比（亿元、%）	4
图表 6: 中鼎股份毛利润及增速（亿元、%）	5
图表 7: 中鼎股份归母净利润及增速（亿元、%）	5
图表 8: 中鼎股份营业成本（亿元、%）	5
图表 9: 中鼎股份毛利率（%）	5
图表 10: 中鼎股份各业务营业成本及占比（亿元、%）	6
图表 11: 中鼎股份各业务毛利润（亿元）	6
图表 12: 中鼎股份各业务毛利率（%）	6
图表 13: 中鼎股份期间费用率（%）	6
图表 14: 中鼎股份与保隆科技研发费用及研发费率（亿元、%）	6
图表 15: 搭载空悬的主要车型	7
图表 16: 空悬系统成本拆分	7
图表 17: 国内外主要企业的空悬、智能底盘系统产品.....	7
图表 18: 2021 年-2022 年 3 月公司空悬项目主要定点情况.....	8
图表 19: 不同硬度的 TPV 材料性能比较	9
图表 20: 2021 年-2022 年 3 月公司冷却项目主要定点情况.....	9
图表 21: 2021 年-2022 年 3 月公司轻量化项目主要定点情况.....	10
图表 22: 盈利预测	11
图表 23: 可比公司估值比较（市盈率法）	11

一、智能底盘总成龙头，技术优势明显

- 海外并购打造技术护城河，智能底盘龙头地位稳固。中鼎股份于 1980 年成立，主要生产汽车密封件与橡胶制品；1993 年获批自营进出口权，开展海外业务；2003 年、2006 年分别在美国、欧洲成立子公司；2008 年之后，并购 KACO、WEGU、AMK、TFH 等企业，在冷却系统、降噪减振底盘系统、密封系统、空气悬挂系统领域构建核心护城河；2018 年起，公司积极实现海外项目本土化，有机结合了海外先进技术与中国低廉生产成本，打开广阔市场。

图表 1：中鼎股份发展历程



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 2：海外收购的主要公司情况

领域	被并购公司	业务	主要客户	2020 年营收 (亿元)	2020 年净利润 (亿元)
密封	Cooper	汽车、工程机械、轴承等行业用高端油封制品	通用、福特、宝马、丰田、Timken、NSK、SKF 等	4.18	1.15
	ACUSHNET	航空航天、石油、工程机械、汽车用高端密封件	卡特彼勒、美国迪尔、波音、通用等	—	—
	KACO	汽车及机械工程行业高精度密封件	奔驰、宝马、奥迪、特斯拉、福特、保时捷、布加迪、博世、博格华纳、采埃孚等	—	—
冷却	TFH	发动机冷却系统和新能源汽车电池冷却产品，空气充气和空气进气管等	奥迪、吉利、CATL 等	—	—
空气悬挂	AMK	电力可控制系统、电力动力总成、伺服电机、控制器等	捷豹路虎、沃尔沃、奥迪、奔驰、宝马等世界顶级主机生产商	—	—
底盘轻量化	四川望锦	球头铰链总成产品	—	—	—
降噪减振底盘	WEGU	工业橡胶/硅胶减震降噪方案及汽车轻量化产品	宝马、奔驰、奥迪、路虎等世界顶级主机生产商	7.49	0.64
	AB	汽车减震橡胶产品	美国通用、克莱斯勒、Tenneco、德尔福、TRW 等汽车及零部件制造厂	—	—

来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司品牌实力提升，客户结构趋向高端。近十年来，公司通过外延并购，整合全球技术、开拓海外市场，在各业务领域积淀优质客户资源。2020 年，公司对通用、大众、戴姆勒、沃尔沃等前十大客户的直接与间接销售额

63.63 亿元，占总收入的 55.10%，2021 年 H1 该比例提升至 62.46%。高端客户占比的提升使得公司经营业绩更有保障、抗风险能力更强。

图表 3：2021H1 销量前 10 大客户

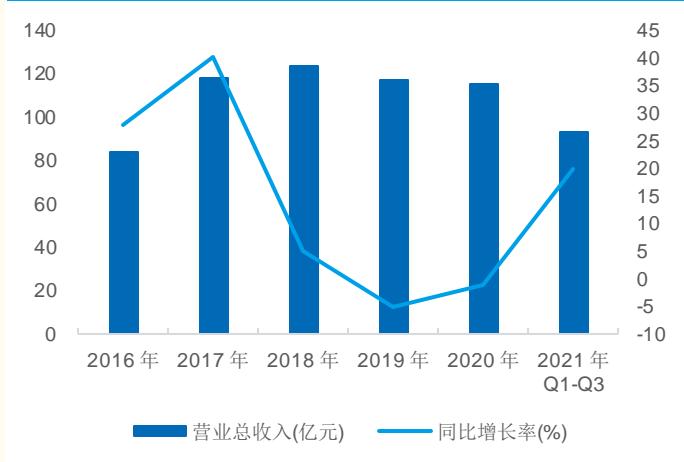


来源：国金证券研究所

二、传统业务稳健发展，新业务静待放量

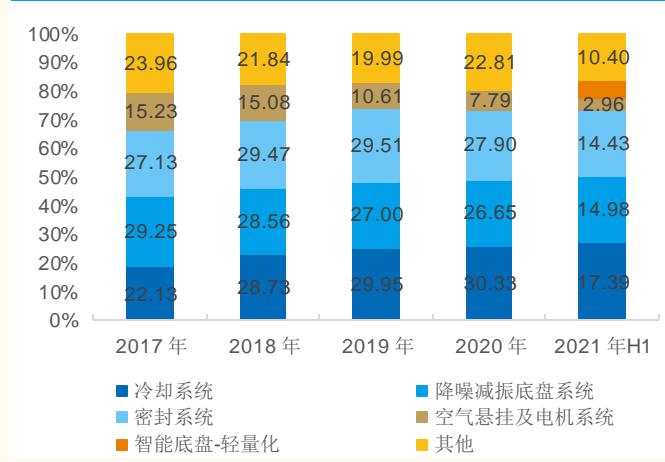
- **收入：**抵御行业波动与疫情冲击，营业收入再创高速增长。2016、2017 年公司营业收入分别同比增长 28%、40%，主要系受益于公司的海外并购战略。2018 年-2020 年公司营收出现小幅下滑，主要系受汽车行业不景气、中美贸易战、新冠疫情冲击等影响。2020 年三季度后，汽车行业回暖+公司海外并购业务的国内落地，2021 年公司业绩大幅反转，前三季度营收同比增长 20%。

图表 4：中鼎股份主营业务营业收入（左轴：亿元，右轴：%）



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：中鼎股份主营业务营业收入及占比（亿元、%）

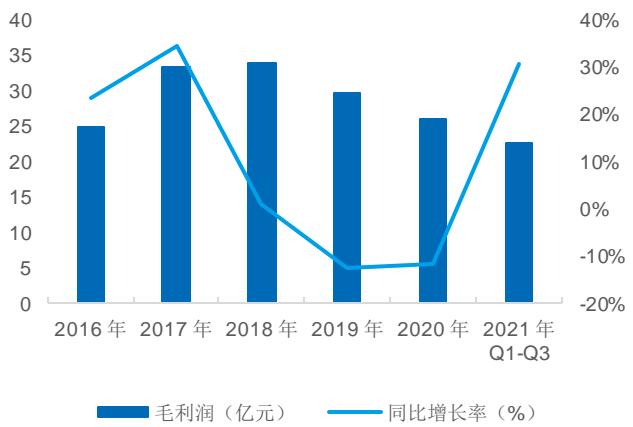


来源：wind，国金证券研究所

- **利润：**行业回暖叠加海外整合，增强盈利能力。
- **2018 年以前：**公司利润水平快速扩张，毛利润于 2018 年达到峰值 33.83 亿元，归母净利润于 2017 年达到峰值 11.27 亿元。
- **2019 年：**受下游汽车行业需求不景气及新冠疫情冲击影响，公司利润出现不同程度下滑。2019 年公司归母净利润 6.02 亿元，同比下降 46%，主要是由于 AMK 旗下工业事业部 AST 公司当年亏损 1865.1 万欧元。
- **2020 年 Q1-Q3：**汽车行业回暖，公司海外及国内产能持续扩张，订单完全饱和，各业务板块增长放量。此外，公司持续加强对海外并购企业的成

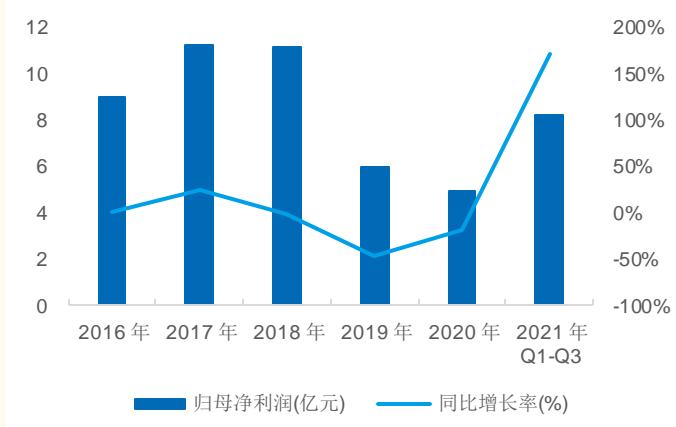
本管控、剥离海外不良资产，海外公司业绩显著提升。2021年1-9月，公司毛利22.76亿元，同比增长30.5%（高于收入增速），归母净利润8.18亿元，同比增长171%。

图表6：中鼎股份毛利润及增速（亿元、%）



来源：wind，国金证券研究所

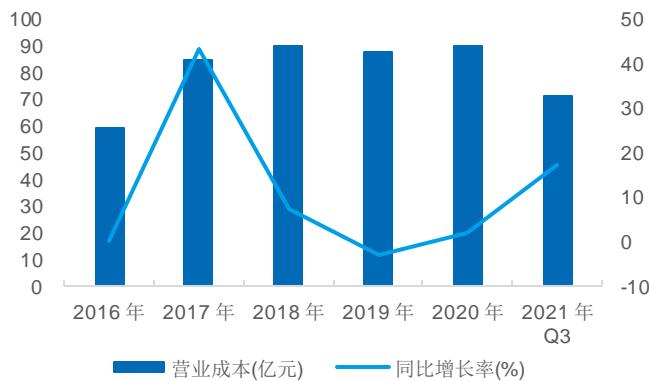
图表7：中鼎股份归母净利润及增速（亿元、%）



来源：wind，国金证券研究所

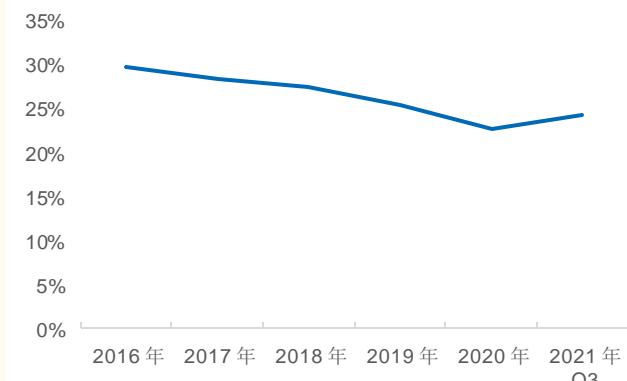
- **成本：**营业成本与营收规模匹配，近5年毛利率稳定在22%以上。2017-2019年，行业景气度下降，公司毛利率略有下降，但始终保持在25%-30%。2020年，受疫情影响，2020年公司营收较2019年下降，营业成本上升至89.32亿元，毛利率22.65%。2021年1-9月，公司毛利率回升至24.37%。

图表8：中鼎股份营业成本（亿元、%）



来源：wind，国金证券研究所

图表9：中鼎股份毛利率（%）



来源：wind，国金证券研究所

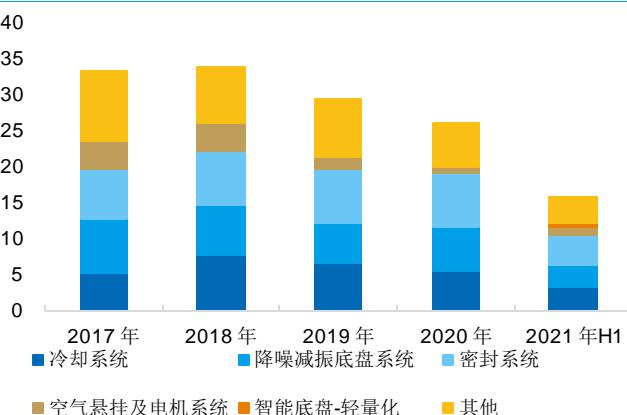
- **冷却业务：**2020年冷却业务营业成本为24.91亿元，同比上升7%，毛利率17.86%，主要系产品价格下降，影响盈利能力。
- **密封及减震业务：**2020年密封件和减震制品合计营业成本为40.84亿元，同比下降6.29%，毛利为13.71亿元，同比增长6.03%，主要系2020年原材料橡胶、钢材价格下降。
- **空气悬挂及轻量化业务：**2021年H1空气悬挂及轻量化业务合计成本5亿元，占总成本比例较小，分别为4.22%、6.17%。

图表 10: 中鼎股份各业务营业成本及占比 (亿元, %)



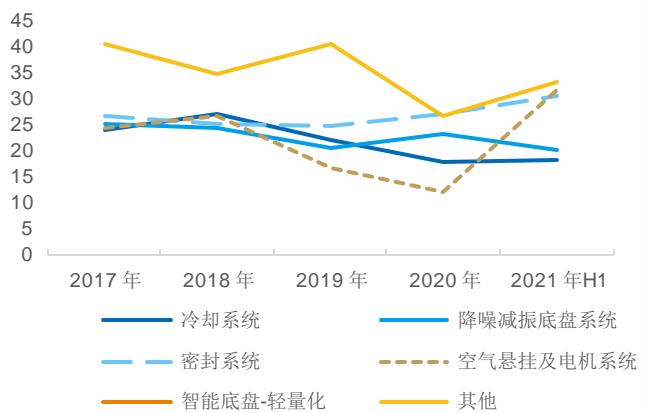
来源: wind, 国金证券研究所

图表 11: 中鼎股份各业务毛利润 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 12: 中鼎股份各业务毛利率 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

■ **费用：精细化管理，期间费用率有所下降。**2017-2021年公司期间费用率呈下降趋势，从2017年的16.86%降至2021年三季度的10.85%，2021年前三季度期间费用率较2020年下降2.4%，主要系公司推进海外业务整合及成本管控，管理费用率稳步下降。公司研发费用逐步提升，近年来研发费用率稳定在4.5%左右。可比公司中，保隆科技研发费用率稳定在7%左右，与公司的研发投入逐年缩小。

图表 13: 中鼎股份期间费用率 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 中鼎股份与保隆科技研发费用及研发费率 (亿元, %)



来源: wind, 国金证券研究所

三、空悬：标配化趋势明朗，稀缺性保障公司成长

国产化降本，加速空悬渗透

- 空悬标配化趋势逐步明朗，渗透率正处于大幅提升阶段。按目前装配情况，30+万价格的车型基本逐步标配。未来随核心部件国产化，空悬系统成本下探，叠加车型配置上探，空悬渗透率有望持续提升。预计2025年空悬国内乘用车市场160亿元。

图表 15：搭载空悬的主要车型

国内主要应用车型			
价格级别	车型	能源类型	装配情况
60万及以上级别	奔驰S级、宝马7系、奥迪A8等	传统汽车	空气悬架属于该级别传统汽车标配
	高合 HiPhi X	新能源汽车	标配
40-60万级别	奔驰E级、宝马5系、奥迪A6	传统汽车	选配
40万级别	红旗HS7	新能源汽车	——
	蔚来ES6、ES8	新能源汽车	——
30万级别	岚图FREE	新能源汽车	——
25-30万级别	极氪001	新能源汽车	——
20-25万元	未来预计安装		空悬系统规模化上升、价格会降低，会逐渐匹配该价位车型

来源：汽车之家，国金证券研究所

- 空悬系统国产化后成本有望下降30%+。空悬系统单车价值1.2-1.3万元，国产化后有望达到0.8-0.9万元，降幅达到30%+。空悬三大核心部件分别是减震器、空压机、空簧，国产化后，减震器单车价值约为2000元，空压机约2000元，空簧约2500-3000元。

图表 16：空悬系统成本拆分

部件	单车价值量
打气泵（空气压缩机）	约2000元
空气弹簧	约2000-3000元
减震器	约2000元
其他	约2000元
合计	8000-9000元

来源：市场调研，国金证券研究所

- 外资企业垄断，国产化持续加速。空悬系统的主要外资生产企业有大陆、威伯科等。由于外资企业暂时还未布局国内产线+主机厂采取软硬件解耦的采购方式，主机厂对空悬系统国产化意愿较强。目前，国内生产空悬产品的上市企业主要有中鼎股份（空压总成单元）、保隆科技（空气弹簧）等。

图表 17：国内外主要企业的空悬、智能底盘系统产品

厂商	供应产品
大陆（国外企业）	空气悬架系统、空气供给单元、空气弹簧

威伯科 (国外企业)	空气供给单元、电子控制单元
AMK (国外企业, 被中鼎收购)	空气供给单元
威巴克 (国外企业)	空气悬架系统、空气弹簧
倍适登 (国外企业)	可调阻尼减震器、空气弹簧减震器支柱 (空簧外购)
采埃孚-萨克斯 (国外企业)	可调阻尼减震器
凡士通 (国外企业)	空气弹簧
保隆科技 (中国企业)	空气弹簧
伯特利 (中国企业)	行车制动相关产品

来源：公司官网，国金证券研究所

稀缺的空压总成供应商，充分受益于行业扩张

- **AMK 国产化落地顺利，增强公司产品竞争力。**2016 年，中鼎收购 AMK，切入空气悬架系统领域。作为空悬系统全球龙头之一，AMK 客户结构高端，包括沃尔沃、奥迪、奔驰、宝马等。目前 AMK 国产化落地顺利，突出产品成本优势，提高公司空悬产品竞争力。
- **国内唯一一家空压总成单元供应商，高技术壁垒充分受益于行业扩张。**目前公司是国内唯一一家空压总成单元供应商，客户覆盖头部车企及造车新势力。在产业链的稀缺性将保障公司产品的议价能力，从而促进公司业务持续增长。

图表 18: 2021 年-2022 年 3 月公司空悬项目主要定点情况

公告时间	客户	产品	生命周期 (年)	生命周期总金额 (亿元)
2022/3/4	某头部自主品牌主机厂	空气供给单元总成	5	2.44
2022/2/25	某自主品牌头部企业	空气供给单元总成	5	3.4
2021/12/24	某头部新能源品牌主机厂	空气供给单元总成	5	4.7
2021/10/16	国内某头部新能源品牌主机厂	空气供给单元总成	4	1.7
2021/8/27	国内某轻型商用车头部企业	空气供给单元总成	5	0.36
2021/8/13	国内某新能源汽车头部品牌主机厂	空气供给单元总成	4	2.95
2021/7/9	国内某头部品牌主机厂	空气供给单元总成	5	0.58
2021/6/26	国内某头部品牌主机厂	空气供给单元总成	5	2.6
2021/2/2	东风汽车岚图 H56 项目	空气悬挂系统核心部件小总成产品	6	2.02

来源：公司公告，国金证券研究所

- **持续向空悬三大部件全部国产化目标迈进。**公司将持续开拓空悬另两大部分产品，进一步提升公司空悬系统供应产品的价值量，助力业绩增长。1) 空簧：公司以橡胶业务起家，目前商用车空簧进展顺利，未来将开拓乘用车空簧产品；2) 减震：公司 2021 年 12 月份公告将收购日本普利司通股份有限公司旗下减震业务公司 100% 的股权。

四、冷却：新能源车用产品价值提升，精细化管理修复海外盈利能力

- **冷却行业趋势 1：新能源车用产品单车价值量大幅提升。**由于新能源车电池模组对温控要求更高，新能源车用冷却管路单车价值量更高。传统车用

冷却管路的单车价值约 350 元，纯电动用约 700 元，插混用约 1200 元，增程式用约 1600 元。

- **冷却行业趋势 2：以塑代金属、橡胶管路。**尼龙管由于重量轻、加工工艺简单，已经逐渐成为冷却润滑管路的主要使用材料。同时，塑性弹性体 TPV 兼具橡胶和塑料的特性，有望成为未来行业使用趋势。

图表 19：不同硬度的 TPV 材料性能比较

指标	密度	硬度	拉伸强度 / MPa	断裂伸长率/%	撕裂强度/MPa
ASTM 测试标准	D297	D2240	D412	D412	D624
101-73	0.97	78A	386	386	4.3
101-80	0.97	86A	493	493	5.6
101-87	0.96	34D	434	434	6.9
103-40	0.95	40D	610	610	6.7

来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司自主培育+并购 TFH，冷却系统业务实力强劲。**公司旗下全资子公司中鼎胶管主要生产冷却胶管总成，冷却油管，电池模块冷却进出水铝管等产品，相关技术全国领先。2017 年公司收购德国 TFH，切入新能源电池冷却系统。作为发动机/新能源汽车电池冷却系统优秀供应商，TFH 拥有自主专利的独家生产技术 creatube（自动一体成型胶管生产技术），在所处的细分领域排名全球前三。
- **横向看竞争对手主要是川环，未来有望抢占运营成本高的康迪等的份额。**公司主要竞争对手包括康迪、川环等。和国外企业相比，公司产品成本优势更加明显，未来有望进一步扩大市场份额。
- **纵向看拓展产品品类，提升供应产品价值。**目前，公司积极布局热泵空调领域的相关管路产品，拓张产品品类，进一步增厚利润。

图表 20：2021 年-2022 年 3 月公司冷却项目主要定点情况

公告时间	客户	产品	生命周期 (年)	生命周期总金额 (亿元)
2022/1/19	国内某头部新势力品牌主机厂	热管理管路总成产品	4.5	3.81
2021/11/10	国内某头部新能源电池厂商	储能热管理管路总成产品	10	3.16
2021/11/9	国内某头部新能源品牌主机厂	热管理管路总成产品	5	1.68
2021/9/11	国内某头部新势力品牌主机厂	热管理管路总成产品	5	2.26
2021/7/29	理想汽车 X03	热管理管路总成产品	4	11.24
2021/5/17	零跑新能源汽车 C01 项目	热管理管路总成产品	6	4
2021/4/30	国内某知名新能源龙头汽车公司 B 级 SUV 纯电动汽车	热管理管路总成产品	5	1.85

来源：公司公告，国金证券研究所

五、轻量化：国内稀缺的球头铰链总成供应商，拓产品类助力增长

- **底盘轻量化是必然趋势。**电动车：由于电池能量密度不高，新能源汽车质量增加、续航里程不足，刺激了轻量化的需求；燃油车：由于全球主要地区都出台了相应的乘用车碳排放政策，要求主机厂每年平均油耗下降 4% 左右，倒逼车企进行轻量化。转向节、悬架件等是最先轻量化的部件。

- **掌握球头技术，补足底盘核心工艺，高技术壁垒成就宽护城河。**2015年，公司全资收购德国WEGU，切入高端底盘减震领域；2019年，公司收购四川望锦，掌握了底盘核心部件球头的生产技术；2021年，公司设立安徽中鼎轻量化子公司，从事轻量化底盘的生产。轻量化市场竞争较为激烈，主要对手有拓普集团等。但公司掌握底盘核心部件球头铰链技术，技术壁垒高，国产化率低，竞争优势明显。
- **产品品类拓展，提升业绩增速。**目前，公司轻量化产品主要有控制臂、摆臂、球头，单车价值1000-1500元，覆盖比亚迪等头部车企。未来，公司有望通过拓展产品品类来提升轻量化产品供应价值，助力业绩加快增长。

图表 21：2021年-2022年3月公司轻量化项目主要定点情况

公告时间	客户	产品	生命周期(年)	生命周期总金额(亿元)
2022/2/15	国内某头部新能源品牌主机厂	底盘轻量化总成	5	11.79
2022/1/18	国内某头部品牌主机厂	底盘轻量化总成	5	12.11
2022/1/14	国内某头部新能源品牌主机厂	底盘轻量化总成	5	7.67
2021/12/28	国内某头部新能源品牌主机厂	底盘轻量化总成	5	8.34
2021/7/7	比亚迪	底盘轻量化总成	4	2.82

来源：公司公告，国金证券研究所

六、盈利预测与投资建议

盈利预测

- **核心假设：**2021-2023年，我们预计公司营业收入分别为134.61、154.45、184.20亿元，同比增速分别为17%、15%、19%；毛利分别为32.1、37.1、44.4亿元，同比增速分别为17%、16%、20%；毛利率分别为23.9%、24.0%、24.1%。
- **1) 冷却：**由于相较传统车，新能源车用冷却管路单车价值量更高，我们预计2021-2023年新能源车用冷却管路产品单价分别为950、900、870元，传统车用产品分别为400、390、390元。由于新能源车销量增长较快，同时公司的客户优质，我们预计2021-2023年公司冷却产品配套量分别为680、810、970万辆。因此我们预计2021-2023年，公司冷却业务营收分别为32、40、50亿元，毛利分别为6、8、11亿元。我们预计未来原材料、运费价格将逐步回归正常水平，同时公司将通过精细化管理修复海外业务的盈利能力，因此我们预计2021-2023年公司毛利率分别为19%、20%、21%，呈小幅上升；
- **2) 智能底盘：**我们预计公司空压机单车价值量约2000元，轻量化产品单车价值量约1000-1500元。由于空悬标配化趋势明朗+公司轻量化业务客户拓展顺利，我们预计2021-2023年，公司智能底盘业务营收分别为40、51、69亿元，毛利分别为9、11、16亿元。由于公司是国内唯一一家空压机供应商，竞争格局好，议价能力强，且下游客户对配备空悬的动力十分充足，我们预计2021-2023年公司毛利率分别为22%、22%、23%，呈小幅上升；
- **3) 密封：**根据行业内产品价格，我们预计公司新能源车用密封产品单价约900元，传统车用密封产品单价约680元。由于新能源车用密封件技术要求较高，行业竞争格局有望进一步改善。公司技术积累深厚，有望持续开拓新能源车客户，实现销量增长。我们预计2021-2023年公司密封件配套量分别为450、485、530万辆。因此我们预计2021-2023年，公司密封

件业务营收分别为 32、34、35 亿元，毛利分别为 8、8、8 亿元。由于密封业务市场空间较稳定，且存在年降现象，我们预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 25.0%、24.5%、24.0%，呈小幅下滑。

- **费用假设：**2021 年，公司并购的海外企业人员调整陆续结束。因此假设 21-23 年销售费用率/管理费用率较 2020 年小幅下降，研发费用率在 2020 年基础上小幅提升，21-23 年分别为 4.3%/4.5%/4.5%。

图表 22：盈利预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收						
收入合计 (亿元)	123.7	117.1	115.5	134.6	154.5	184.2
yoy	5.1%	-5.4%	-1.3%	16.5%	14.7%	19.3%
冷却 (亿元)	28.7	29.9	30.33	32.2	39.8	49.8
智能底盘 (亿元)	45.6	37.6	34.4	40.1	51.2	69.4
密封 (亿元)	29.5	29.5	28.0	32.4	33.5	35.0
其他 (亿元)	19.9	20.0	22.8	30	30	30
毛利率						
整体毛利率	27.2%	25.2%	23.7%	23.9%	24.0%	24.1%
冷却	27.0%	22.2%	18%	19%	20%	21%
智能底盘	25.3%	19.6%	20.7%	22.2%	22.1%	23.0%
密封	25.1%	24.9%	27%	25.0%	24.5%	24.0%
其他	34.9%	40.5%	32%	30%	32%	32%
毛利						
合计毛利 (亿元)	33.6	29.5	27.4	32.1	37.1	44.4
yoy	1.2%	-12.4%	-7.1%	17.3%	15.5%	19.8%
冷却 (亿元)	7.8	6.7	5.4	6.1	8.0	10.5
智能底盘 (亿元)	11.5	7.4	7.1	8.9	11.3	16.0
密封 (亿元)	7.4	7.3	7.5	8.1	8.2	8.4
其他 (亿元)	6.9	8.1	7.3	9.0	9.6	9.6

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议及估值

- 预计公司 2021-2023 年归母净利润为 9.80、11.19、13.54 亿元，对应 EPS 为 0.81、0.92、1.11 元，对应 PE 为 19、17、14 倍。
- 我们采用 PE 估值法对公司进行估值。我们选取 3 家可比公司对中鼎股份进行估值，分别为保隆科技、伯特利、拓普集团。2021-2023 年，3 家可比公司的平均 PE 分别为 50、37、29 倍。
- 我们认为，作为国内唯一一家空压总成供应商，中鼎股份有望凭借高技术壁垒，充分受益于空悬渗透率加速。同时，公司通过精细化管理，修复海外业务盈利能力。因此我们给予公司 2022 年 PE 36 倍，目标市值 403 亿元，目标价 30.61 元/股，给予公司“增持”评级。

图表 23：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
603197.SH	保隆科技	43.82	1.3	1.66	2.12	33.77	26.4	20.71
603596.SH	伯特利	80.12	1.34	1.77	2.21	59.72	45.16	36.19
601689.SH	拓普集团	59.49	-	1.46	1.93	55.88	40.62	30.87
平均值						49.79	37.39	29.26

000887.SZ	中鼎股份	16.6	0.8	0.92	1.11	19.24	16.85	13.92
-----------	------	------	-----	------	------	-------	-------	-------

来源: Wind 一致预期, 国金证券研究所

注: 可比公司数据来源于 wind 一致预期, 股价截止于 2022 年 3 月 17 日。

七、风险提示

- **国内外汽车销量不及预期。**由于俄罗斯与乌克兰之间爆发战争, 部分整机厂关闭了在欧洲地区的生产工厂, 销量可能不及预期, 从而导致公司收入、毛利率低于预期。
- **空悬等部件国产化进展不及预期。**由于国内疫情没有被完全控制, 汽车零部件厂商的经营与生产受到影响, 推进空悬等部件国产化落地不及预期。
- **公司客户拓展不及预期。**由于国内疫情没有被完全控制, 汽车零部件厂商及整机厂正常生产节奏被打乱, 从而导致公司轻合金悬架、空气悬挂产品客户拓展低于预期。
- **公司海外业务改善程度不及预期。**由于俄罗斯与乌克兰之间爆发战争, 公司欧洲地区业务可能受到影响, 从而导致公司海外业务营业收入、营业利润下滑。
- **商誉减值风险。**公司并购多家海外企业, 存在商誉减值风险。
人民币汇率波动风险。目前俄乌战争已经爆发, 公司海外业务收入占比较高, 存在人民币汇率波动风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	12,368	11,706	11,548	13,461	15,445	18,420
增长率	-5.4%	-1.3%	16.6%	14.7%	19.3%	
主营业务成本	-8,985	-8,740	-8,932	-10,250	-11,736	-13,978
%销售收入	72.6%	74.7%	77.3%	76.1%	76.0%	75.9%
毛利	3,383	2,966	2,616	3,211	3,709	4,442
%销售收入	27.4%	25.3%	22.7%	23.9%	24.0%	24.1%
营业税金及附加	-73	-83	-96	-108	-124	-147
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-642	-626	-412	-337	-417	-516
%销售收入	5.2%	5.3%	3.6%	2.5%	2.7%	2.8%
管理费用	-903	-864	-880	-808	-958	-1,160
%销售收入	7.3%	7.4%	7.6%	6.0%	6.2%	6.3%
研发费用	-550	-571	-506	-579	-695	-829
%销售收入	4.4%	4.9%	4.4%	4.3%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	1,215	822	722	1,381	1,515	1,790
%销售收入	9.8%	7.0%	6.3%	10.3%	9.8%	9.7%
财务费用	-18	-124	-238	-283	-298	-283
%销售收入	0.1%	1.1%	2.1%	2.1%	1.9%	1.5%
资产减值损失	-65	76	86	-119	-14	-20
公允价值变动收益	-2	20	43	50	30	10
投资收益	73	30	115	180	150	170
%销售收入	5.4%	3.9%	18.3%	14.9%	10.8%	10.2%
净利润	1,116	602	493	980	1,119	1,354
净利率	9.0%	5.1%	4.3%	7.3%	7.2%	7.4%

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,700	3,007	1,967	2,322	2,684	3,216
应收账款	3,649	3,581	3,602	4,000	4,463	5,221
存货	2,082	2,323	1,985	2,268	2,535	2,910
其他流动资产	606	384	2,737	2,773	2,490	2,219
流动资产	8,037	9,295	10,292	11,363	12,172	13,567
%总资产	50.0%	51.3%	54.4%	56.2%	57.3%	59.2%
长期投资	486	534	513	663	663	663
固定资产	3,928	4,581	4,459	4,592	4,846	5,155
%总资产	24.4%	25.3%	23.6%	22.7%	22.8%	22.5%
无形资产	3,319	3,423	3,300	3,250	3,205	3,163
非流动资产	8,037	8,831	8,631	8,866	9,077	9,352
%总资产	50.0%	48.7%	45.6%	43.8%	42.7%	40.8%
资产总计	16,074	18,125	18,923	20,229	21,249	22,919
短期借款	809	1,473	2,379	3,489	3,171	3,502
应付款项	2,125	2,252	2,484	2,631	2,915	3,315
其他流动负债	451	495	591	549	593	659
流动负债	3,385	4,220	5,454	6,669	6,678	7,476
长期贷款	3,710	3,314	2,795	2,795	2,795	2,795
其他长期负债	562	1,636	1,688	1,223	438	458
负债	7,657	9,170	9,936	10,688	9,912	10,728
普通股股东权益	8,282	8,897	8,976	9,498	11,261	12,079
其中：股本	1,221	1,221	1,221	1,221	1,316	1,316
未分配利润	4,337	4,677	4,780	5,467	6,191	7,019
少数股东权益	136	58	11	43	77	111
负债股东权益合计	16,074	18,125	18,923	20,229	21,249	22,919

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.915	0.493	0.403	0.803	0.916	1.109
每股净资产	6.784	7.288	7.352	7.779	9.223	9.893
每股经营现金流	0.797	1.346	1.178	0.853	1.487	1.521
每股股利	0.310	0.340	0.180	0.240	0.300	0.400
回报率						
净资产收益率	13.48%	6.77%	5.49%	10.32%	9.94%	11.21%
总资产收益率	6.95%	3.32%	2.60%	4.84%	5.27%	5.91%
投入资本收益率	7.78%	4.33%	3.72%	6.81%	7.13%	7.88%
增长率						
主营业务收入增长率	5.08%	-5.35%	-1.35%	16.56%	14.74%	19.26%
EBIT增长率	-16.38%	-32.35%	-12.13%	91.13%	9.77%	18.09%
净利润增长率	-0.98%	-46.08%	-18.18%	98.95%	14.18%	21.03%
总资产增长率	4.73%	12.76%	4.40%	6.90%	5.05%	7.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	81.7	92.2	92.1	88.0	85.0	83.0
存货周转天数	83.1	92.0	88.0	85.0	83.0	80.0
应付账款周转天数	63.8	71.2	79.8	75.0	73.0	70.0
固定资产周转天数	97.9	125.5	127.1	105.9	90.0	73.7
偿债能力						
净负债/股东权益	33.30%	30.78%	40.21%	45.79%	25.48%	22.05%
EBIT利息保障倍数	67.8	6.6	3.0	4.9	5.1	6.3
资产负债率	47.63%	50.59%	52.51%	52.84%	46.64%	46.81%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	16	30	36	61
增持	1	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.06	1.03	1.03	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402