

Zhongding Sealing Parts Co., Ltd. (000887)

A quality company specializing in intelligent chassis

Buy (Initiation)

31 Oct 2022

Research Analyst
Ruibin Chen

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	12,577	14,286	16,192	19,314
Growth (YoY %)	9%	14%	13%	19%
Net profit (RMB mn)	965	1,165	1,410	1,627
Growth (YoY %)	96%	21%	21%	15%
EPS (RMB/share)	0.73	0.89	1.07	1.24
P/E (X)	30.80	25.51	21.09	18.27

Investment Thesis

- **As a domestic leader in non-tire rubber, Zhongding expands vertically via global M&A** such as acquisitions of KACO, WEGU, AMK, TFH, which allows the company to gain access to core technologies such as ball joint assembly and air supply unit, and drives localization. The company business ranges from sealing system, thermal management system, lightweight to air suspension, generating significant synergies.
- **Two core pillar of business delivering stable growth: Sealing business** has been the core for the company which gradually gained market leadership through overseas M&A. It acquired US-based COOPER and ACUSHNET, which paves the way for Zhongding to enter into high-end sealing parts manufacturing. In 2014, Zhongding acquired German-based KACO to pivot towards high-end oil-sealing and new energy electric motor sealing. The company has been actively expanding its footprint in the sealing business for new energy vehicles, improving its ASP from RMB600-900 for traditional ICE to RMB800-1000 for NEV. Its clients include NIO, SAIC and other leading NEV brands. **Rubber-based shock absorber business:** Zhongding acquired WEGU to strengthen its rubber-based shock absorption technology. WEGU specializes in silicon-based vibration absorption technology which provides an efficient way to limit vibration in the automobile industry.
- **Three growth drivers gaining traction: Zhongding is accelerating its thermal management business through acquiring TFH from Germany.** ASP for thermal management system on NEV is 3-5 times higher compared to ICE, reaching RMB1,000-1,600 as NEV requires better temperate control on its battery module. In 2021, this segment contributed RMB435mn revenue (+28.1% YoY). **Zhongding masters the core technology related to air supply unit via acquiring AMK which serves high-end clients including Volvo and Benz.** The domestic assembly line for the air supply unit has already completed, generating RMB28mn revenue in 2021. It further enhanced the competitiveness for its air suspension products through acquiring Bridgestone.
- **Earnings Forecast & Rating:** 1) Sealing business: The company masters dynamic seal, actively deploys new energy business, and increases ASP; 2) Shock-absorbing rubber business: The company deeply cultivates automobile shock-absorbing business, realizes localization by overseas M&A; 3) Thermal management+lightweight +air suspension benefits from the increase in the penetration rate of NEV. Based on the above key assumptions, we predict that the company's 2022/2023/2024 total revenue to be RMB14.3/16.2/19.3bn (+14%/+13%/+19% YoY), and 2022/2023/2024 net profit forecast are RMB1.17/1.41/1.63bn (+21%/+21%/+15% YoY), corresponding to 2022/2023/2024 EPS at RMB0.9/1.1/1.2 and 2022/2023/2024 PE at 26/21/18x. We initiate a "Buy" rating.
- **Risks:** Less-than-expected production and sales of passenger vehicle, Lower-than-expected air suspension promotion.

Price Performance



Market Data

Closing price (RMB)	22.58
52-week Range (RMB)	10.69/25.68
P/B (X)	2.81
Market Cap (RMB mn)	29,667.80

Basic Data

BVPS (RMB, LF)	8.02
Liabilities/assets (%)	43.30
Total Issued Shares (mn)	1,316.49
Shares outstanding (mn)	1,313.90

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees *Xili Huang (黄细里)* and *Xingyue Tan (谭行悦)*.

中鼎股份 (000887)

智能底盘领域优质标的

买入 (首次)

2022年10月31日

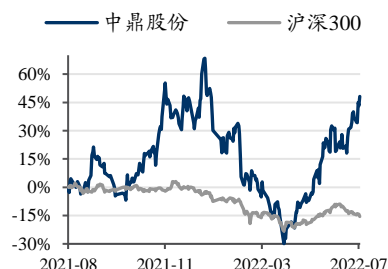
证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	12,577	14,286	16,192	19,314
同比 (%)	9%	14%	13%	19%
归母净利润 (百万元)	965	1,165	1,410	1,627
同比 (%)	96%	21%	21%	15%
每股收益 (元/股)	0.73	0.89	1.07	1.24
P/E (倍)	30.80	25.51	21.09	18.27

股价走势



投资要点

- 国内非轮胎橡胶件龙头企业，全球收购扩展上下游产业链：**公司以非轮胎橡胶制品为业务基石，通过海外并购，不断扩张产品品类。公司先后收购 KACO、WEGU、AMK、TFH 等海外企业，掌握了球头铰链、空气供给单元等核心技术，不断加速国内落地进程，设立安徽嘉科、安徽威固、安徽特思通、安美科安徽等国内子公司，形成了密封系统、热管理系统、轻量化业务和空气悬挂等多类产品布局，业务协同效应明显。
- 两大底盘业务稳定增长。密封业务：**公司成立伊始即从事密封业务，通过海外收购确立密封行业领先地位。2011 年并购美国 COOPER，2012 年并购美国 ACUSHNET，进入高端密封件领域；2014 年收购德国 KACO，跻身高端油封、高性能新能源电机密封领域。公司积极布局新能源汽车密封产品，单车配套价值量由传统燃油车的 600-900 元提升至 800-1000 元，客户包括蔚来、上汽等头部新能源品牌。**减震橡胶业务：**公司深耕汽车减振系统，并于 2015 年收购德国 WEGU 强化橡胶减震技术，其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，国内子公司安徽威固的落地预期将为公司贡献更大营收。
- 三大增量业务蓄势待发。收购德国 TFH，加速热管理布局。**新能源电池模组对于温控要求高于传统汽车，单车价值提升至 1000-1600 元，为燃油车的 3-5 倍；国产落地公司安徽特斯通开始贡献收入，2021 年实现营收 4.35 亿元，同比+28.1%。**立足高端底盘优势，布局轻量化业务。**2019 年收购四川望锦，球头铰链总成具备高技术壁垒；受益行业轻量化趋势+单车价值量提升+公司技术优势，公司轻量化业务营收预期快速增长；**收购 AMK 掌握空气供给单元核心技术，空悬业务有望快速放量。**AMK 空气供给单元技术优势明显，配套沃尔沃、奔驰等高端客户。公司空气供给单元国内组装线已落地，2021 年实现 0.28 亿营收；并收购普利司通布局空簧业务，提升空悬产品竞争力。受益自主品牌高端化+整车拆分供应及降本需求+国产化子公司落地，空悬业务有望快速放量。
- 盈利预测与投资评级：**1) 密封业务：掌握动密封技术，积极布局新能源，单车价值量增长。2) 减震橡胶业务：深耕汽车减震，海外并购实现国产化落地，增长稳定。3) 热管理+轻量化+空气悬挂受益新能源渗透率提升，业务规模快速扩大。基于以上核心假设，我们预测公司 2022-2024 年营收为 143/162/193 亿元，同比分别+14%/+13%/+19%；归母净利润为 11.7/14.1/16.3 亿元，同比分别+21%/+21%/+15%，对应 EPS 为 0.9/1.1/1.2 元，对应 PE 为 26/21/18 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**乘用车产销量不及预期，空气悬挂推广不及预期。

市场数据

收盘价(元)	22.58
一年最低/最高价	10.69/25.68
市净率(倍)	2.81
流通 A 股市值(百万元)	29667.80

基础数据

每股净资产(元)	8.02
资本负债率(%)	43.30
总股本(百万股)	1,316.49
流通 A 股(百万股)	1,313.90

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢黄细里和谭行悦的指导。

1. 底盘业务稳定

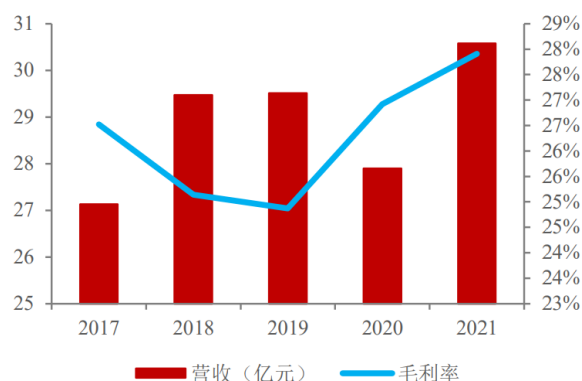
密封业务：海外收购确立领先地位，积极布局新能源产品。 公司通过并购美国 COOPER、美国 ACUSHNET、德国 KACO，进入高端油封、汽车用高端密封件、高性能新能源机电密封领域，确立了行业龙头地位。在新能源车领域，公司已经成功开发配套高性能新能源电机密封和新能源电池模组密封系统和电桥总成等产品，为沃尔沃、蔚来、上汽、广汽等新能源汽车平台配套。2021 年密封业务营收 30.58 亿元，同比增长 9.6%；毛利率稳步增长，2021 年毛利率为 27.91%。

图 1：公司密封产品



数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

图 2：密封业务营收（亿元）& 毛利率



数据来源：东吴证券（香港）

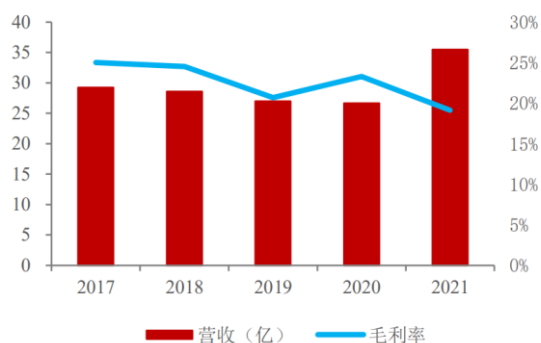
减震橡胶：深耕汽车减震，海外并购实现国产化落地。 公司旗下全资子公司中鼎减震一直深耕于汽车减振系统，在衬套类、顶端链接板类、发动机悬置类产品上拥有多项专利。2015 年收购德国 WEGU 强化橡胶减震技术优势，其核心产品硅胶动力吸振技术为汽车领域提供了快捷高效的振动噪音解决方法。国产化落地顺利，贡献稳定营收。2016 年设立安徽威固，当年贡献营收 0.29 亿元，2021 年安徽威固贡献收 2.11 亿元，同比+52.5%，2016 年到 2021 年 CAGR 为 48.6%。

图 3：公司减震产品



数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

图 4：减震橡胶业务营收（亿元）& 毛利率



数据来源：公司年报，东吴证券（香港）

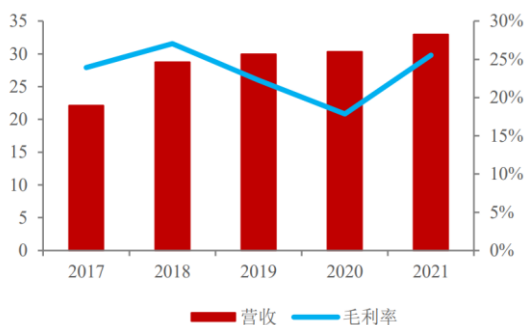
2. 三大增量业务蓄势待发

中鼎收购德国 TFH，确立热管理管路行业领先地位。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 TFH。2019 年，公司将子公司中鼎胶管与 TFH 整合，并设立安徽特斯通，实现 TFH 国产化落地运营。2020 年，安徽特斯通实现营业收入 3.39 亿元，2021 年实现营业收入 4.35 亿元，同比+28.1%。目前，公司冷却管路营收持续增长，2021 年该业务收入为 32.97 亿，同比增长 8.71%，毛利率提升至 25.56%。目前已给宝马、沃尔沃、奥迪、大众、吉利、小鹏和理想等新能源汽车平台配套。

立足高端底盘优势，加速布局轻量化业务。公司收购德国 WEGU、四川望锦等公司，建立高技术壁垒，加速轻量化发展。目前，公司已取得奔驰、长安、广汽、比亚迪等多个传统主机厂订单，2021 年起，陆续获得比亚迪等国内头部新能源主机厂底盘轻量化产品订单，目前累计订单达到 82.61 亿元。受益于行业轻量化趋势+公司球头铰链总成技术+单车价值量的提升，公司轻量化业务营收增长明显。2021 年，底盘轻量化业务营收 7.89 亿，同比+78.78%，毛利率为 16.06%。

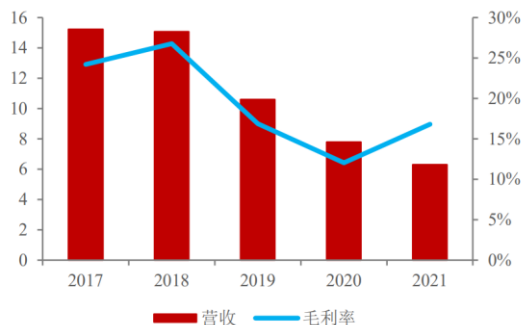
收购 AMK 掌握空气供给单元核心技术，国产化落地顺利。公司通过 AMK 加速推进完善空气悬架系统供应链体系，近一年来国内乘用车市场订单开始加速释放，空气悬挂项目累计订单达 58.03 亿，其中国产化订单 49.72 亿元。公司受益于自主品牌高端化+整车厂降本需求+公司国产化落地，未来有望拿到更多新能源车定点。

图 5：热管理营业收入（亿元）&毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图 4：空气悬挂历年营收（亿元）&毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

3. 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2022-2024 年营收为 142.9/161.9/193.1 亿元，同比分别+13.6%/+13.3%/+19.3%；归母净利润为 11.7/14.1/16.3 亿元，同比分别+20.7%/+21.0%/+15.4%，对应 EPS 为 0.89/1.07/1.24 元，对应 PE 为 26/21/18 倍。

4. 风险提示

乘用车销量不及预期，空气悬挂推广不及预期。

中鼎股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,891	15,539	18,565	22,501	营业收入	12,577	14,286	16,192	19,314
现金	2,238	4,076	5,548	6,977	减:营业成本	9,746	11,077	12,503	14,928
应收账款	3,497	8,082	9,163	10,933	营业税金及附加	95	120	139	164
存货	2,501	1,781	2,187	2,823	营业费用	383	399	453	579
其他流动资产	1,656	1,601	1,668	1,767	管理费用	823	829	921	1,105
非流动资产	8,405	8,015	7,555	7,026	研发费用	582	586	664	866
长期股权投资	212	217	222	227	财务费用	127	180	154	136
固定资产	4,236	3,761	3,255	2,720	资产减值损失	59	60	60	60
在建工程	385	535	685	835	加:投资净收益	271	300	324	386
无形资产	596	526	416	266	其他收益	59	106	115	135
其他非流动资产	2,976	2,976	2,977	2,978	资产处置收益	16	14	16	13
资产总计	18,297	23,555	26,121	29,527	营业利润	1,162	1,456	1,753	2,009
流动负债	6,094	10,126	11,222	12,940	加:营业外净收支	5	0	0	0
短期借款	3,092	3,092	3,092	3,092	利润总额	1,166	1,456	1,753	2,009
应付账款	2,411	6,221	7,125	8,589	减:所得税费用	203	291	343	382
其他流动负债	590	813	1,005	1,260	少数股东损益	-2	0	0	0
非流动负债	2,898	2,958	3,018	3,078	归属母公司净利润	965	1,165	1,410	1,627
长期借款	953	973	993	1,013	EBIT	954	1,277	1,511	1,672
其他非流动负债	8,038	12,111	13,247	15,005	EBITDA	1,755	2,502	2,817	3,057
负债合计	8,991	13,084	14,240	16,018					
少数股东权益	38	38	38	38	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	9,267	10,433	11,843	13,470	每股收益(元)	0.73	0.89	1.07	1.24
负债和股东权益	18,297	23,555	26,121	29,527	每股净资产(元)	7.42	8.38	9.53	10.87
					发行在外股份(百万股)	1,316	1,316	1,316	1,316
					ROIC(%)	5.26	6.66	7.29	7.41
					ROE(%)	10.42	11.17	11.9	12.08
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	毛利率(%)	22.51	22.47	22.78	22.71
经营活动现金流	882	2,504	2,126	2,039	销售净利率(%)	7.67	8.16	8.71	8.42
投资活动现金流	63	-521	-506	-457	资产负债率(%)	49.14	55.55	54.51	54.25
筹资活动现金流	-1,213	-145	-149	-153	收入增长率(%)	8.91	13.59	13.34	19.28
现金净增加额	-316	1,839	1,472	1,429	净利润增长率(%)	95.96	20.71	20.99	15.4
折旧和摊销	801	1,225	1,305	1,385	P/E	30.8	25.51	21.09	18.27
资本开支	-749	-816	-825	-838	P/B	3.04	2.69	2.37	2.08
营运资本变动	-702	-128	-656	-1,036					

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告,报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点;本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来,不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证,亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督,并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司(下称「东吴证券国际」或「本公司」)或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的12个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写,仅供东吴证券国际的客户使用,本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告,收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发,并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求,亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估,于作出任何投资或订立任何交易前,阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源,但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示),于法律及/或法规准许情况下,东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断,并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

