

# “拓品类、提量价、国产化”，非轮橡胶龙头再出发

## ——中鼎股份 (000887.SZ) 投资价值分析报告

公司深度

◆国内汽车非轮胎橡胶行业龙头，海外并购扩大版图。公司2006年上市后通过并购海外优质资产提升技术、丰富产品、升级客户，布局海外市场（19年海外收入占比66%）。目前公司主营业务涉及冷却系统、密封系统、降噪减震底盘系统、空气悬挂和电机系统四大板块。2019年、20H1受下游汽车产量下滑和海外子公司毛利率下滑影响，公司业绩暂时承压。

◆布局新能源，单车价值量有望提升。较传统汽车，预计公司配套新能源汽车单车价值量有望提升1600~1900元至0.4~0.5万元（增量来自电池密封、减震产品，热管理管路用量提升）。目前公司获得众多头部OEM认可和配套（已获得宁德时代、大众、通用、特斯拉、蔚来和吉利等客户定点）。我们推测公司新能源汽车项目在手订单价值量或超过50亿元。

◆横向拓展品类，布局轻量化打开增长空间。公司基于现有衬套产品，再增加铝合金锻件，可实现向锻铝控制臂总成的横向拓展。橡胶减震系统单车价值量约600~1000元，而锻铝控制臂价值量可达1000元。通过品类拓展，一方面能提升单车配套价值量，打开收入增长空间，另一方面，利于公司发展为总成及系统供应商，提升供应链地位。目前公司已经获得某自主品牌和北京奔驰相关车型的配套。

◆海外公司国产化，开拓国内市场。公司海外并购暂告一段落，下一阶段将着力整合境内外资源，强化全球“开发、生产、配套一体化”的战略定位。目前公司正在加速推进两大优质海外公司产品的国产进程：TFH的热管理冷却管路系统（全球头部管路总成供应商）和AMK的空气悬挂（全球前三空气悬挂供应商）。国产化将带来两个优势：1）毛利率提升或产品单价降低增强市场竞争力；2）拓展国内客户，打开国内市场空间。

◆业绩有望触底，估值处于底部。2020年受疫情影响，公司业绩承压。随着疫情影响减弱，新订单、新产品投产，公司业绩有望触底回暖。预测公司2020~2022年归母净利润为4.7/7.3/9.0亿元，对应EPS为0.38/0.59/0.74元。当前公司估值处于历史底部，较同行被低估。我们给予公司2020年35倍PE估值，对应目标价13.30元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动；国产项目/新品拓展不及预期；汇率风险等。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	12,368	11,706	10,715	11,614	12,600
营业收入增长率	5.08%	-5.35%	-8.47%	8.39%	8.49%
净利润（百万元）	1,116	602	468	726	898
净利润增长率	-0.98%	-46.08%	-22.28%	55.10%	23.82%
EPS（元）	0.91	0.49	0.38	0.59	0.74
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.48%	6.77%	5.13%	7.51%	8.75%
P/E	10	18	24	15	12
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年07月23日

## 买入（首次）

当前价/目标价：9.09/13.30元

### 分析师

邵将（执业证书编号：S0930518120001）

021-52523869

shaoj@ebscn.com

### 联系人

杨耀先

021-52523656

yangyx@ebscn.com

### 市场数据

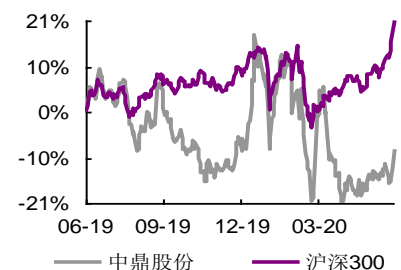
总股本(亿股)：12.21

总市值(亿元)：110.97

一年最低/最高(元)：7.14/11.34

近3月换手率：116.28%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.97	-9.99	-28.66
绝对	12.36	13.06	-4.32

资料来源：Wind

### 相关研报

德国电车，中国制造——大众MEB产业链相关专题报告（一）

..... 2020-06-25

汽车行业大规模普及期第三库存周期研究——疫情后光大汽车时钟2020年板块配置节奏观点更新

..... 2020-05-09

## 投资聚焦

### 关键假设

根据光大汽车时钟报告，在没有政策刺激下，未来 3~5 年国内汽车销量增长中枢为 2%。我们假设：2020~2022 年国内乘用车销量增速为：-8%、-4%、+2%。

根据 2020 年 6 月发布的下一阶段“双积分”政策，“双积分”的积分比例要求将基本能够保障实现“到 2025 年、新能源汽车产销占比达到汽车总量 20%”的规划目标。据此我们假设 2020~2025 年国内新能源汽车销量增速中枢为 26%。

### 我们区别于市场的观点

相对可比公司，公司估值较低。市场认为公司估值被压制的原因主要为：1) 公司海外业务占比较高，市场担忧疫情影响海外公司业绩；2) 公司业务较为传统，市场担忧公司增长空间不足。

我们认为，上述两个担忧在逐步被消除：1) 随着全球疫情逐步得到控制，海外子公司的排产率开始恢复（6 月欧洲公司排产率恢复至 70~80%，美国恢复至 50%~60%），海外子公司业绩或触底回升，**中报有望成为公司业绩底部**；2) 公司积极布局新能源汽车相关产品，同时向汽车轻量化、空气悬挂拓展，单车配套价值量有望提升超 50%（不考虑空气悬挂）。相关产品已获得大众 MEB、通用 BEV3、吉利 PMA 等纯电平台的定点。公司将加大客户拓展，未来有机会获取更多特斯拉、大众 MEB 等配套订单。**产品内生外延和客户优化都将打开公司增长空间。**

### 股价上涨的催化因素

#### 长期股价催化剂：

1. 持续获得特斯拉、大众 MEB 等头部新能源汽车配套；
2. 公司持续改善海外子公司经营效率和成本管控；
3. 汽车轻量化产品和空气悬挂向下渗透率提升；
4. 持续拓展客户、优化客户结构，进入丰田、本田等日系品牌的供应体系。

#### 短期股价催化剂：

1. 疫情影响减弱，海外子公司生产经营恢复至正常水平；
2. 公司轻量化或空气悬挂等新产品获得订单；
3. TFH 和 AMK 国产项目落地投产。

### 估值与目标价

我们预测公司 2020~2022 年归母净利润为 4.7、7.3、9.0 亿元，对应 EPS 为 0.38、0.59、0.74 元。考虑公司海外子公司业绩或将触底、产品拓展提升单车价值量，综合绝对估值和相对估值结果，给予公司 2020 年 35 倍 PE 估值，合理股价为 13.30 元。**当前公司业绩处于底部，价值被市场低估，首次覆盖，给予“买入”评级。**

## 目 录

1、 国内汽车非轮胎橡胶行业龙头 .....	6
1.1、 密封件起家，海外并购扩大版图 .....	6
1.2、 海外子公司毛利率下行，业绩拐点将至 .....	10
2、 “内生+外延”，四大板块业务并驾齐驱 .....	14
2.1、 降噪减震系统：向底盘轻量化延伸 .....	14
2.2、 冷却系统：海外并购项目国产化拓展国内市场 .....	15
2.3、 空气悬挂系统：国产降本提升竞争力 .....	18
2.4、 密封系统：公司业绩之基 .....	20
3、 “拓品类、提量价、国产化”是未来的看点 .....	23
3.1、 布局新能源，单车价值量有望提升 .....	23
3.2、 横向拓展品类，布局轻量化打开增长空间 .....	25
3.3、 海外公司产品国产化，开拓国内市场 .....	26
4、 盈利预测与投资评级 .....	28
4.1、 盈利预测：2020 年或为业绩底部 .....	28
4.2、 估值分析：当前公司估值被低估 .....	29
4.3、 估值结论与投资评级 .....	32
4.4、 股价驱动因素 .....	32
5、 风险分析 .....	33

## 图表目录

图 1：中鼎股份主营产品营收结构.....	6
图 2：中鼎股份海内外营收占比变化.....	6
图 3：中鼎股份大事记.....	7
图 4：中鼎股份重要公司分布.....	7
图 5：中鼎股份股权结构图.....	8
图 6：中鼎股份汽车产业布局方向.....	8
表 1：公司前十大主机厂客户.....	9
图 7：中鼎股份年度营业收入.....	10
图 8：中鼎股份季度营业收入.....	10
图 9：中鼎股份年度归母净利润.....	10
图 10：中鼎股份归母净利润 TTM.....	10
图 11：中鼎股份利润总额“三维”拆分.....	11
图 12：中鼎股份毛利率-分业务.....	12
图 13：中鼎股份毛利率-分地域.....	12
图 14：中鼎股份期间费用率.....	12
图 15：中鼎股份人工和折摊占总成本比重.....	12
图 16：中鼎股份员工人数与人均薪酬.....	12
图 17：中鼎股份对联营企业和合营企业的投资收益.....	13
图 18：中鼎股份其他损益.....	13
图 19：中鼎股份主要减震类产品.....	14
图 20：中鼎股份降噪减震底盘系统营收.....	15
图 21：中鼎股份降噪减震底盘系统毛利率.....	15
表 2：降噪减震底盘系统部分订单.....	15
图 22：公司冷却系统产品.....	16
图 23：中鼎股份冷却系统营收.....	16
图 24：中鼎股份冷却系统毛利率.....	16
表 3：公司冷却管路订单和合作意向情况.....	17
表 4：冷却系统领域公司客户订单.....	17
图 25：空气悬挂组成.....	18
表 5：国内主要配置空气悬挂的国产车型.....	19
图 26：中鼎股份空气悬挂及电机系统营收.....	19
图 27：中鼎股份空气悬挂及电机系统毛利率.....	19
图 28：中鼎股份密封系统产品.....	20
图 29：中鼎股份密封系统营收.....	21
图 30：中鼎股份密封系统毛利率.....	21

图 31 : KACO 公司部分产品图.....	22
图 32 : KACO 与 KACO 国内子公司收入、净利润率.....	22
表 6 : 密封件领域部分订单.....	22
图 33 : 中鼎股份新能源汽车配套产品.....	23
图 34 : 中鼎股份新能源汽车配套产品.....	23
图 35 : 中鼎股份新能源汽车领域销售收入.....	24
图 36 : 中鼎股份单车配套价值量 : 传统车 vs.新能源车.....	24
表 7 : 中鼎股份新能源汽车相关定点情况.....	24
图 37 : 汽车底盘主要的轻量化部件.....	25
图 38 : 减震衬套与底盘轻量化部件的关系.....	25
表 8 : 公司控制臂订单和合作意向情况.....	26
表 9 : 中鼎股份收入及毛利率预测 ( 百万元 ) .....	29
图 39 : 公司历史 PE-Band 图.....	30
图 40 : 公司 PE-forward 12m 历史走势.....	30
图 41 : 公司历史 PB-Band 图.....	30
图 42 : 公司 PB ( FY1 ) 历史走势.....	30
表 10 : 可比公司的 PE、PB 比较.....	30
敏感性分析.....	31
估值结果汇总.....	32

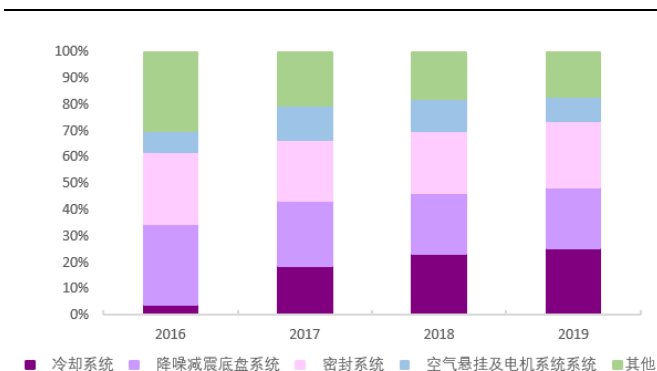
## 1、国内汽车非轮胎橡胶行业龙头

### 1.1、密封件起家，海外并购扩大版图

安徽中鼎密封件股份有限公司创建于 1980 年，是国内非轮胎橡胶细分领域龙头企业。公司主营业务为密封件、特种橡胶制品（汽车、摩托车、电器、工程机械、矿山、铁道、石化、航空航天等行业基础元件）的研发、生产、销售与服务，已成功打入国际知名整车厂商的供应体系，成为大众、宝马、奔驰、通用、福特等多家国际巨头的稳定供应商。公司连续十年销售收入、出口创汇、利润总额以及主导产品市场占有率等各项指标位居国内同行业首位。2019 年公司继续跻身“全球汽车零部件行业 100 强”（名列第 92 位）和“全球非轮胎橡胶制品行业 50 强”（名列第 13 位,国内第 1）。

公司深耕汽车非轮胎橡胶制品领域多年，实行多元业务结构并驾齐驱的发展模式，主营业务分为冷却系统（营收占比 25.6%）、密封系统（营收占比 23.1%）、降噪减震底盘系统（营收占比 25.2%）、空气悬挂和电机系统（营收占比 9.1%）四大板块。近年来，公司完成多项海外并购项目，海外业务营收占比持续增加，2019 年占比达到 66%。

图 1：中鼎股份主营产品营收结构



资料来源：公司年报，光大证券研究所

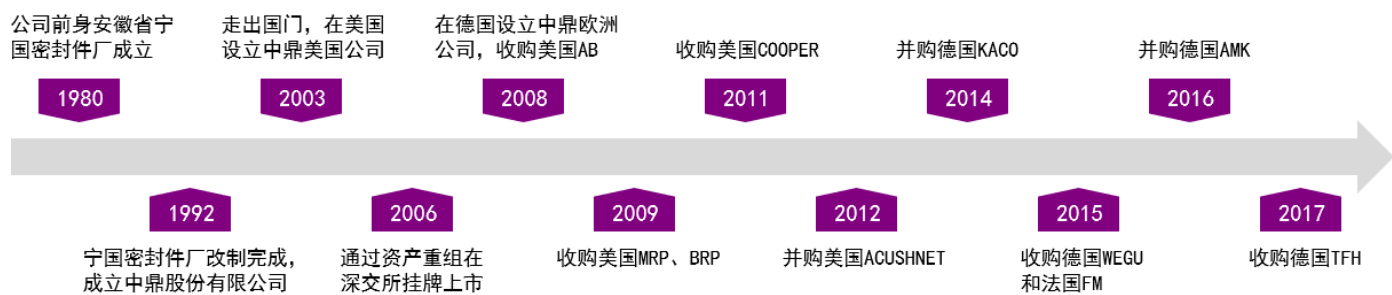
图 2：中鼎股份海内外营收占比变化



资料来源：公司年报，光大证券研究所

2006 年收购飞彩车辆借壳上市以来，公司通过并购海外优质资产提升技术实力、丰富产品矩阵、优化客户结构，战略布局海外市场，成为大型全球跨国企业。2003 年公司在美国设立子公司，开启海外布局。2006 年在德国设立子公司欧洲中鼎，开拓欧洲市场。2011 年~2014 年通过并购美国 COOPER、美国 ACUSHNET、德国 KACO 等企业，公司拥有了国际前三的密封系统技术。2015 年公司并购德国 WEGU，其核心产品硅胶动力吸振技术提升了公司减震降噪产品技术水平，并获得宝马等高端客户资源。2016 年公司并购全球空气悬挂前三的德国 AMK，迈入汽车空气悬挂系统、电机电控系统领域，成为公司进军汽车电子方向的起点。2017 年公司并购德国冷却管路总成供应商 TFH，公司在汽车管路领域的实力进一步得到加强。

图 3：中鼎股份大事记



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 4：中鼎股份重要公司分布



资料来源：公司官网，光大证券研究所

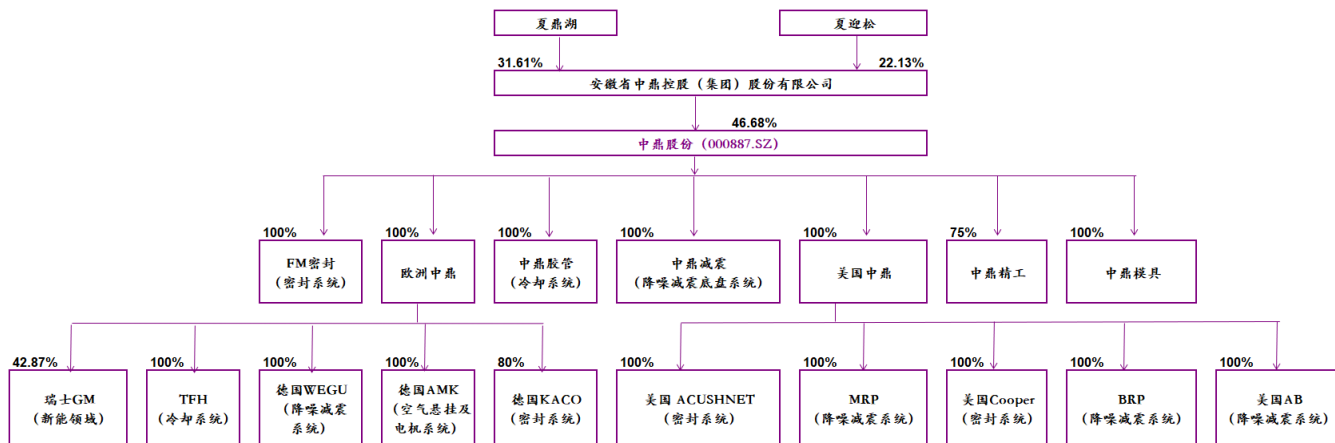
公司的股权结构较为集中，控股股东为中鼎控股，实际控制人为夏鼎湖、夏迎松父子。2020 年公司成立 40 周年之际，董事会完成换届，创始人夏鼎湖先生担任公司终身名誉董事长，夏迎松接任公司董事长，公司开启新征程。

公司四大业务板块主要主体公司：

- **降噪减振底盘系统：** 中鼎减震、德国 WEGU、美国 MRP/BRP、美国 AB 等；
- **密封系统：** 中鼎股份（母公司）、德国 KACO、美国 COOPER、美国 ACUSHNET、法国 SOLYEM 等；

- 冷却系统：德国 TFH、安徽特思通（原中鼎胶管主机厂业务板块）；
- 空气悬挂系统及机电电控系统：德国 AMK；

图 5：中鼎股份股权结构图



资料来源：公司公告，光大证券研究所，截至 2019 年 12 月 31 日

公司产品以汽车非轮胎橡胶产品为主，包括：谐振块、稳定杆衬套、弹簧垫、发动机/变速器油封、动力电池密封胶、冷却管路总成等。在橡胶件基础上，公司新拓展空气悬挂和机电系统、锻铝控制臂等产品，进一步提升单车配套价值量。公司产品单车配套价值量可达 3000~4000 元。其中，减震系统（含锻铝控制臂）单车配套价值 1500~2000 元；密封系统单车价值 800~1000 元；冷却管路总成单车价值量约 1000 元。若包含空气悬挂，公司单车配套价值量可提升至 1.1~1.4 万元(空气悬挂单车价值量 0.8~1 万元)。

图 6：中鼎股份汽车产业布局方向

1	电池冷却系统居全球前两位 Battery Power Cooling systems Top2		2019年销售额30亿元 代表企业：TFH	
2	降噪减振底盘系统居全球前五位 NVH systems Top5		2019年销售额27亿元 代表企业：WEGU	
	3	电池密封系统居全球前三位 Battery Sealing systems Top3		2019年销售额30亿元 代表企业：KACO
4	汽车空气悬挂及机电系统居全球前两位 AIRMATIC、E-Powertrain systems Top2		2019年销售额11亿元 代表企业：AMK	

资料来源：公司官网，光大证券研究所

通过海外并购，全球技术与产品整合，品牌优势凸显，产品销售向中高端车型发展，实现对德系、美系全球客户的覆盖。2019 年公司前三大客户为大众、通用和宝马。前十大客户合计收入 65 亿元，占总收入 56%。近三年公司前十大客户结构相对稳定，其合计收入占比自 2017 年的 46% 提升至 2019 年的 56%，优质客户集中度有所提升。

表 1：公司前十大主机厂客户

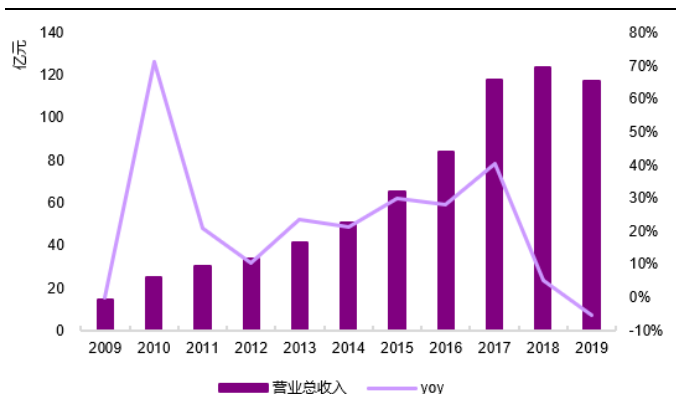
排名	2019	2018	2017
1	VW 大众	GM 通用	Daimler 戴姆勒
2	GM 通用	VW 大众	VW 大众
3	BMW 宝马	Daimler 戴姆勒	GM 通用
4	Daimler 戴姆勒	VOLVO 沃尔沃	VOLVO 沃尔沃
5	VOLVO 沃尔沃	Ford 福特	Ford 福特
6	Ford 福特	BMW 宝马	JLR 捷豹路虎
7	Renault-Nissan 雷诺日产	Renault-Nissan 雷诺日产	BMW 宝马
8	FIAT 菲亚特	FIAT 菲亚特	PSA 标致雪铁龙
9	JLR 捷豹路虎	JLR 捷豹路虎	FIAT 菲亚特
10	Audi 奥迪	Audi 奥迪	Renault-Nissan 雷诺日产
合计收入 (亿元)	65.33	65.74	54
营收占比	55.81%	53.16%	46%

资料来源：公司年报

## 1.2、海外子公司毛利率下行，业绩拐点将至

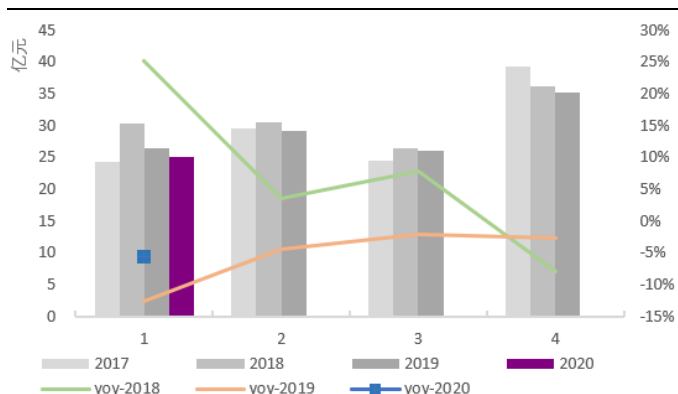
公司营业收入近十年保持高速增长,2009~2019年CAGR约23%。2017年并购德国冷却管路优质供应商TFH,公司收入体量提升了一个台阶。受全球汽车市场低迷影响,2019年公司收入同比下滑5.4%至117亿元。20Q1公司营业收入25.1亿元(同比-5.5%),因海外疫情Q1还未爆发、部分收入延迟确认等因素,公司20Q1收入表现优于行业水平。

图7：中鼎股份年度营业收入



资料来源：公司财报，光大证券研究所

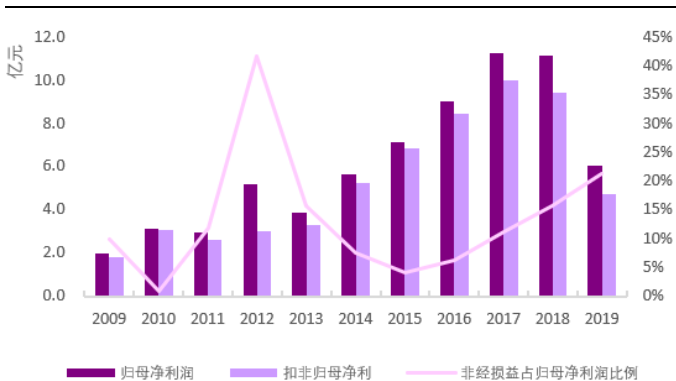
图8：中鼎股份季度营业收入



资料来源：公司财报，光大证券研究所

2013~2017年随着国内汽车销量增长以及公司外延并购产品升级,业绩快速增长(CAGR约30%)。2019年因毛利率下滑(同比-2pct)和期间费用上升(同比+1.6pct),归母净利润同比下滑46%至6亿元,扣非归母净利润同比下滑50%至4.7亿元。20Q1公司归母净利润同比下滑47%至1.6亿元,毛利率(同比-3.7pct)和期间费用率(+4.3pct)同比恶化。公司预告20H1归母净利润为1.1~1.4亿元(19H1为4.6亿元),20Q2亏损0.2~亏损0.5亿元,业绩承压。20Q2亏损主要因海外公司排产受疫情影响严重。目前6月最后一周欧洲基地排产恢复至计划的70~80%,美国基地恢复至50~60%。随着全球疫情影响减弱,排产回升,公司有望迎来业绩拐点。

图9：中鼎股份年度归母净利润



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图10：中鼎股份归母净利润TTM



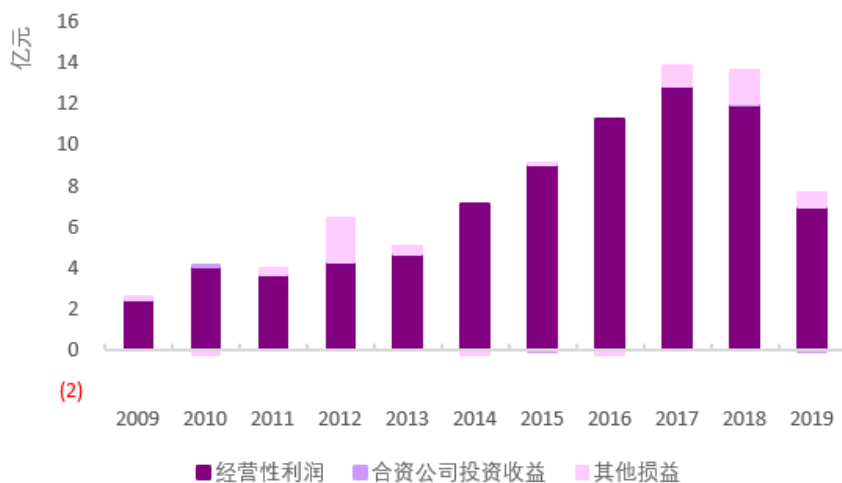
资料来源：公司财报，光大证券研究所，注：20Q2采用业绩预告均值

**利润总额“三维”拆分。**为分析公司利润来源情况，我们将公司利润总额拆分为三个部分：

- **经营性利润：**营业总收入减营业总成本（营业成本、税金及附加、三项费用），反映公司的核心业务持续盈利的能力；
- **合资公司投资收益：**投资收益中的对联营企业和合营企业的投资收益；
- **其他损益：**利润总额减上述两项利润，包含其他收益、营业外净利润、减值损失、资产处置收益、汇兑收益、公允价值变动损益以及其他投资收益等，涵盖公司的非经常性损益。

总体上，公司利润较为扎实，利润总额基本来自经营性利润，合资公司投资收益贡献甚小。

图 11：中鼎股份利润总额“三维”拆分



资料来源：公司财报，光大证券研究所

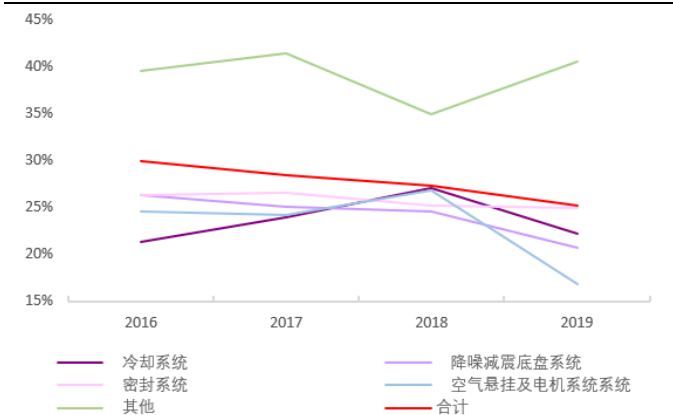
#### 经营性利润：海外公司毛利率下行拖累总体毛利率，期间费用率小幅上行

2014 年~2017 年公司经营性利润随着营业收入增加而快速增长。但自 2016 年起，公司毛利率呈现下行趋势，从 15 年的 30.8% 下降至 19 年的 25.3%。2018 年“增收不增利”、2019 年经营性利润显著下滑。

分产品看，密封系统毛利率相对稳定，2019 年毛利率为 24.9%（同比-0.3pct）；空气悬挂及电机系统毛利率下滑最为显著，2019 年毛利率为 16.9%（同比-9.9pct）；其次为冷却系统，2019 年毛利率为 22.2%（同比-4.8pct），降噪减震底盘系统 2019 年毛利率为 20.7%（同比-3.8pct）。其他产品（比如非汽车的橡胶件等）毛利率较高，且波动较大，2019 年毛利率为 40.5%（同比+5.6pct）。

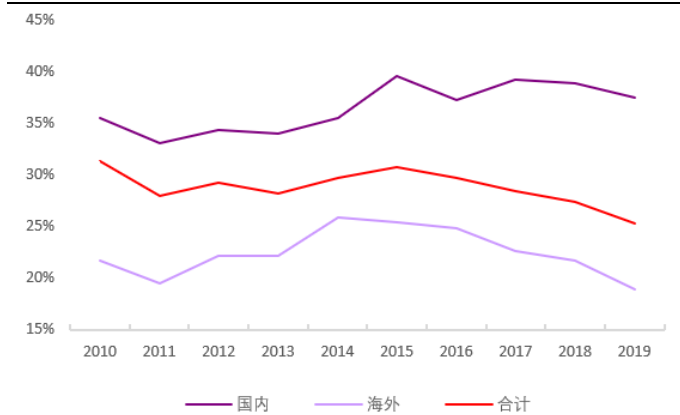
分地域看，2019 年海外销售毛利率为 18.9%（同比-2.8pct），国内销售毛利率为 37.5%（同比-1.3pct）。公司海外销售产品毛利率低于国内，并且近年呈下行趋势，拖累公司总体毛利率。海外业务毛利率较低原因主要是海外子公司人工成本、模具等制造成本较高。

图 12: 中鼎股份毛利率-分业务



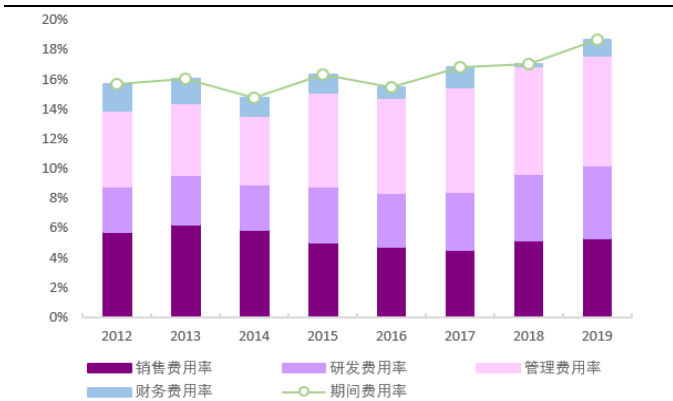
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 13: 中鼎股份毛利率-分地域



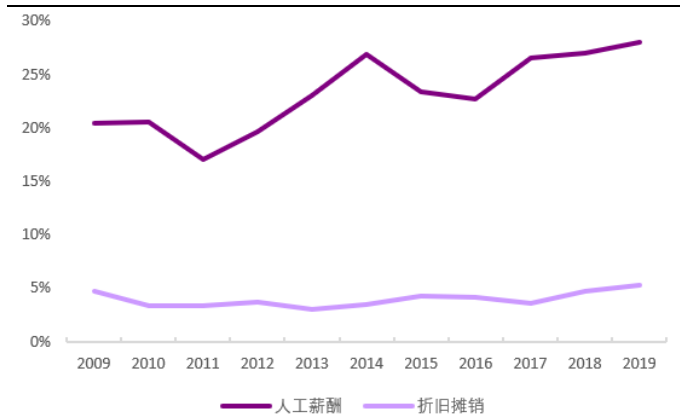
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 14: 中鼎股份期间费用率



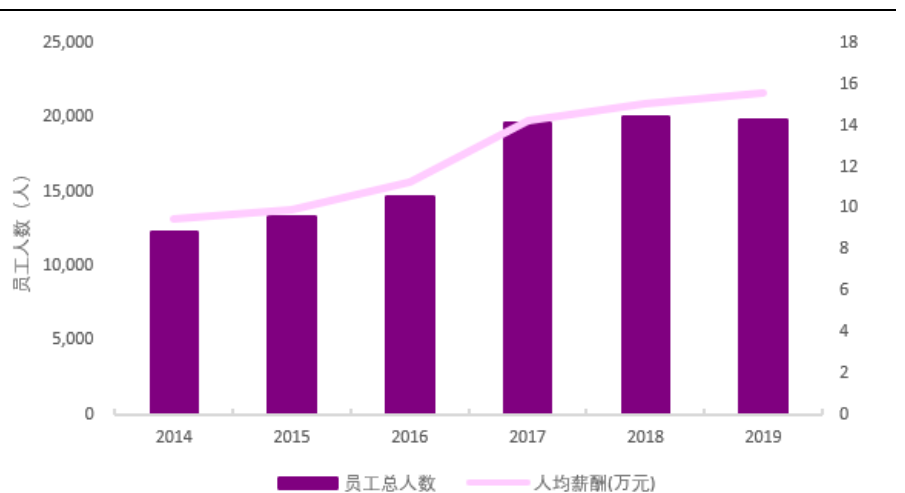
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 15: 中鼎股份人工和折摊占总成本比重



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 16: 中鼎股份员工人数与人均薪酬



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

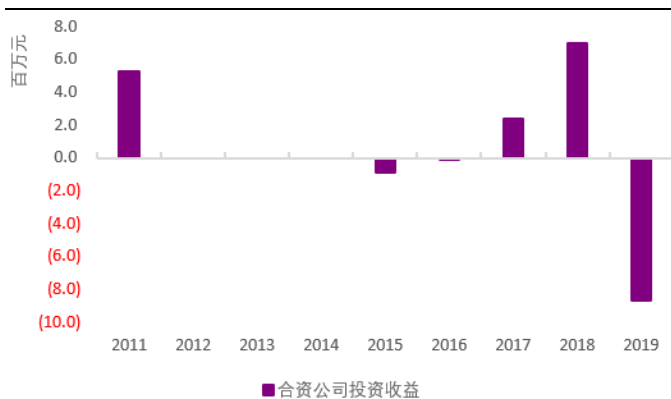
2019 年期间费用率同比提升 1.4pct 至 18.7%，四项费用率均有不同程度提升：销售费用率 5.3%（同比+0.2pct），管理费用率 7.4%（同比+0.1pct），研发费用率 4.9%（同比+0.4pct），财务费用率 1.1%（同比+0.9pct）。自 2016 年，管理费用率带动公司期间费用率小幅上升。管理费用率上行或因并购海外公司，人工成本提升而致。

分项目看，2019 年人工薪酬同比+2.5%，占营业总成本比重提升 1.1pct 至 28.1%，人均薪酬增加约 0.5 万元。折旧与摊销同比+11%，占营业总成本比重小幅提升 0.6pct 至 5.4%。

合资公司投资收益：公司来自合资企业的投资收益对利润影响不显著。

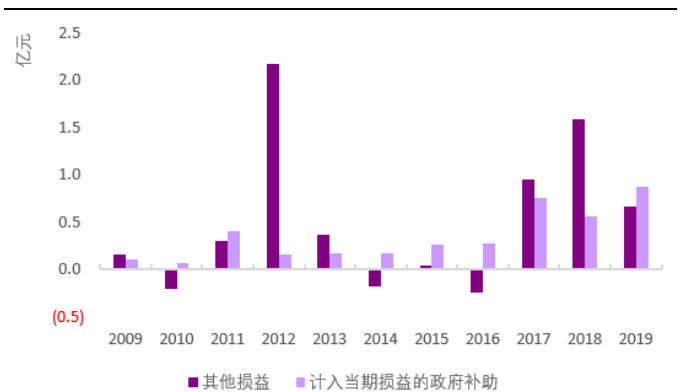
其他损益：主要受政府补贴影响。2019 年其他损益约 0.7 亿元，其中政府补贴约 0.9 亿元。2018 年其他损益较高主要因收到业绩补偿和资产处置收益所致。

图 17：中鼎股份对联营企业和合营企业的投资收益



资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 18：中鼎股份其他损益



资料来源：公司财报，光大证券研究所

## 2、“内生+外延”，四大板块业务并驾齐驱

### 2.1、降噪减震系统：向底盘轻量化延伸

噪声 (Noise)，震动 (Vibration) 和平稳性 (Harshness) 是影响汽车舒适度的三大重要指标，简称 NVH 指标，因此改善 NVH 指标主要从降噪和减震两方面入手。公司旗下全资子公司中鼎减震、德国 WEGU、美国 MRP&BRP 和美国 AB 主要负责降噪减震系统的业务。

公司降噪减震产品种类齐全，涵盖悬置类产品、衬套类产品和谐振类产品等。子公司中鼎减震深耕汽车 NVH 领域多年，是公司降噪减震领域的主要贡献者，在发动机液压悬置、底盘衬套、支架、顶端链接板类方面拥有近 200 余项专利。公司 2015 年收购的德国 WEGU 在降噪减震领域一直处于行业领先地位，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，公司由单一衬套类、连接板类悬挂系统产品的生产不断地向总成化加速，在橡胶减振降噪领域走在了全球同行业的前列。

图 19：中鼎股份主要减震类产品

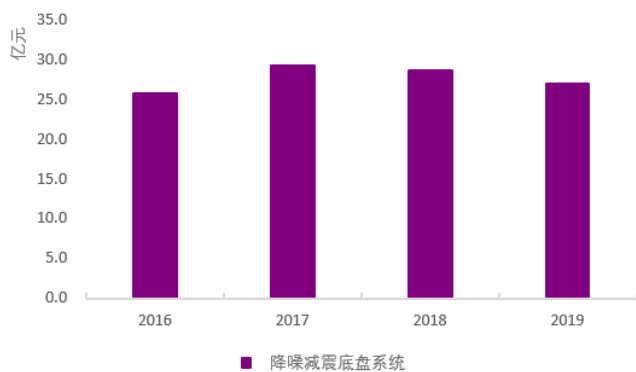


资料来源：公司官网，光大证券研究所

2019 年降噪减震底盘系统业务营业收入为 27 亿元（同比-5.5%）。其中，中鼎减震营业收入为 17 亿元（约占 64%，同比-14%），德国 WEGU 营业收入 8 亿元（约占 29%，同比-6%）。收购 WEGU 后，公司 2016 年在国内设立安徽威固，利用国内成本优势和 WEGU 的品牌技术，完成其产品国产导入。2019 年安徽威固营业收入 1.1 亿元（同比基本持平）。

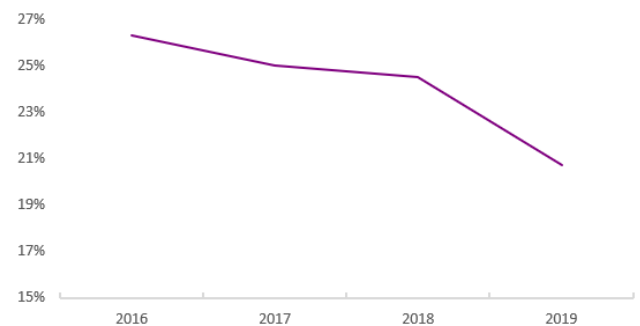
降噪减震底盘系统业务毛利率呈下行态势。2019 年毛利率同比下滑 3.8pct 至 20.7%。毛利率下行导致净利率下滑。2019 年中鼎减震净利率为 7.8%（同比-3.5pct），德国 WEGU 净利率为 8.9%（同比-3.3pct），安徽威固净利率为 14.5%（同比-2.1pct）。横向对比看，WEGU 国内子公司安徽威固净利率高于 WEGU 海外公司。利用国内成本优势，海外产品国产化有利于改善公司毛利率和净利率。

图 20：中鼎股份降噪减震底盘系统营收



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 21：中鼎股份降噪减震底盘系统毛利率



资料来源：公司年报，光大证券研究所

表 2：降噪减震底盘系统部分定点情况

直接客户	公告日	配套产品	配套车型、产品或项目
本特勒	2017/11/3	减振类产品	沃尔沃 V331 项目
上汽集团	2017/11/24	悬置总成类产品	上汽集团 EX21 的电动车
易捷特新能源	2018/2/9	整车悬置系统产品	eGT BBG project 新能源汽车项目
宁德时代	2018/2/27	新能源汽车电池包减振类产品	EL255 项目
东风日产	2018/3/9	电机悬置总成类产品	“322EV&331EV” 新能源项目
比亚迪	2018/3/9	悬置总成类产品	“SCEB”、“5AEC”、“EL” 三个新能源项目
宁德时代	2018/3/30	新能源汽车电池包内冷却系统减振类产品	“A75 项目”、“A26 项目”
宁德时代	2018/4/10	新能源汽车电池包内冷却系统减振类产品	-
吉利汽车	2018/5/16	衬套类产品	“PMA” 纯电动平台项目
吉利汽车	2018/6/12	衬套类产品	“CMA1.5” 平台项目
一汽大众	2018/11/2	减振底盘系统产品	“MEB” 纯电动平台项目
北京奔驰	2019/8/15	锻铝后轴控制臂连杆总成产品	MRA2 平台车型
美国通用	2020/1/9	全球全系车型减振类产品	涵盖通用旗下所有车型，包括 BEV3 纯电动平台和 O1SL 插电式混合动力平台

资料来源：公司公告，光大证券研究所

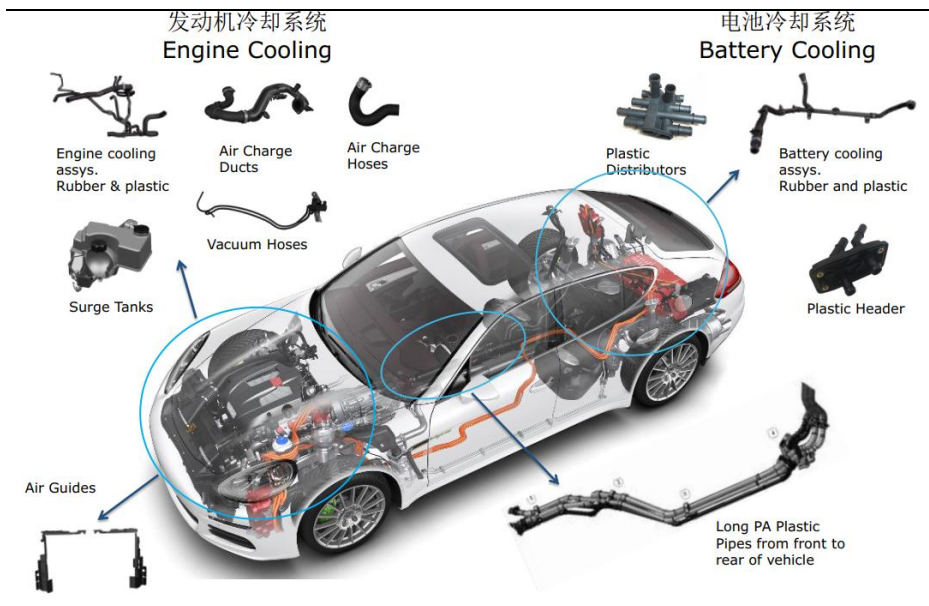
2018 年公司变更 2015 年定增募投项目，新增“中鼎减震橡胶减震制品研发及生产基地迁扩建项目（一期）”项目，建立控制臂部件产能，开始切入铝合金控制臂领域。锻铝控制臂价值量可达 1000 元，提升公司单车配套价值量。2019 年公司拿到北京奔驰项目，为 MRA2 平台车型配套锻铝后轴控制臂连杆总成产品。2020 年公司美国子公司 ZD Metal 拿到麦格纳镁合金车顶支架总成项目，间接为美国通用皮卡配套，项目生命周期总金额约为 24.53 亿元。

## 2.2、冷却系统：海外并购项目国产化拓展国内市场

公司的冷却系统业务主要由子公司中鼎胶管（现重组成为 TFH 国内的子公司特思通安徽）和 TFH 负责运营，主要产品为发动机冷却胶管、涡轮增压胶管等胶管制品。依托 TFH，公司冷却系统业务销售以海外市场为主，2019 年海外销售占比超 90%。公司终端客户主要为沃尔沃、雷诺、福特、

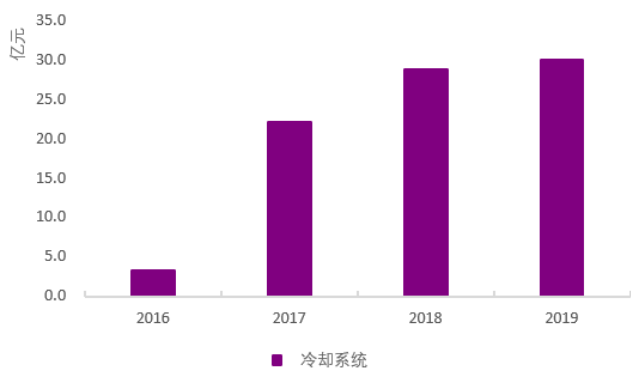
菲亚特和大众等，客户集中度较高。2018年，TFH在细分市场约13%，仅次于大陆集团；在新能源汽车电池冷却系统方面，市场份额排名第三。

图 22：公司冷却系统产品



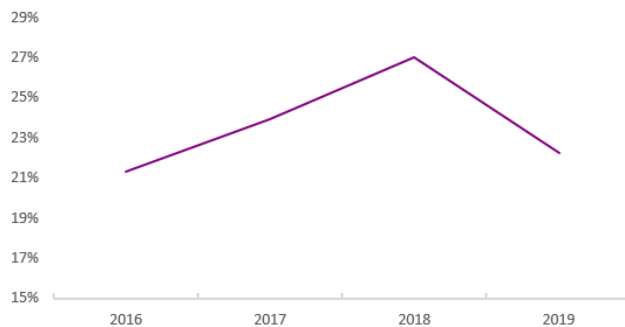
资料来源：公司官网

图 23：中鼎股份冷却系统营收



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 24：中鼎股份冷却系统毛利率



资料来源：公司年报，光大证券研究所

2019年冷却系统业务营业收入为30亿元(同比+4.2%)，收入来自TFH(TFH收购中鼎胶管前，2018年TFH收入23亿元，中鼎胶管收入5.8亿元)。中鼎胶管产品以单件管路的形式销售，而TFH则以管路总成形式销售，单车价值量和毛利率较高。2016~2018年随着公司对TFH收购，冷却业务毛利率有所提升。2019年毛利率下滑4.8pct至22.2%，TFH净利润同比下滑56%至0.5亿元。冷却业务业绩下滑主要原因是TFH在国产的过程中做了比较大的设备投资，成本上升。

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。新能源汽车领域，公司已成功开发出多款具有耐高温性能及耐防冻液、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。

TFH 拥有世界领先的 Creatube 生产技术。相较传统工艺技术，Creatube 生产技术不仅工艺生产效率大大提高，生产成本降低，还使得产品质量更加稳定可靠。TFH 继续加快国产化进度，通过反向收购中鼎胶管，公司将其与中鼎股份苏州工厂进行整合，将原有在橡胶管领域的技术储备与 TFH 的 Creatube 先进生产技术相结合。同时，对中鼎胶管产业进行剥离，将非主机厂业务并入中鼎流体。今后全球 OEM 主机厂业务以德国 TFH 为主导，全球非主机厂业务以中鼎流体为主导。

将 TFH 先进技术与国内成本优势相结合，并借助 TFH 海外客户及集团国内客户资源，TFH 国产项目有望快速切入国内主流 OEM 配套体系，进一步提升国内市场份额。

目前公司已经收到吉利汽车、车和家、宁德时代等多家新能源厂商的汽车冷却类产品订单，公司电池热管理类业务有望进一步提升，国内市场将成为公司冷却系统业务新的增长点。

表 3：公司冷却管路定点和合作意向情况

客户名称	全年预计销 (万标米)	合作阶段
客户 1	105	签订合同
客户 2	24	签订合同
客户 3	21	签订合同
客户 4	19	签订合同
客户 5	18	签订合同
客户 6	693	取得定点通知书
客户 7	225	取得定点通知书
客户 8	30	取得定点通知书
客户 9	116	取得开发意向书
客户 10	86	取得开发意向书
客户 11	16	取得开发意向书
客户 12	10	送样阶段
客户 13	205	报价阶段
客户 14	90	报价阶段
合计	1658	

资料来源：公司公告，截止 2019 年 3 月

表 4：冷却系统领域公司客户定点情况

直接客户	实施主体	公告日	配套产品	配套车型、产品或项目
德国奥迪	TFH	2017/4/15	新能源汽车电池冷却系统	Q6 平台(首款电动 SUV)
车和家	中鼎公司	2017/12/25	整车冷却管路及中冷管总成产品	M01 新能源 SUV 汽车项目
吉利新能源	中鼎胶管	2018/2/9	新能源汽车冷却系统	MPC-1 新能源汽车项目
吉利汽车	安徽特思通	2020/7/6	热管理系统总成产品	吉利 GHS2.0 平台

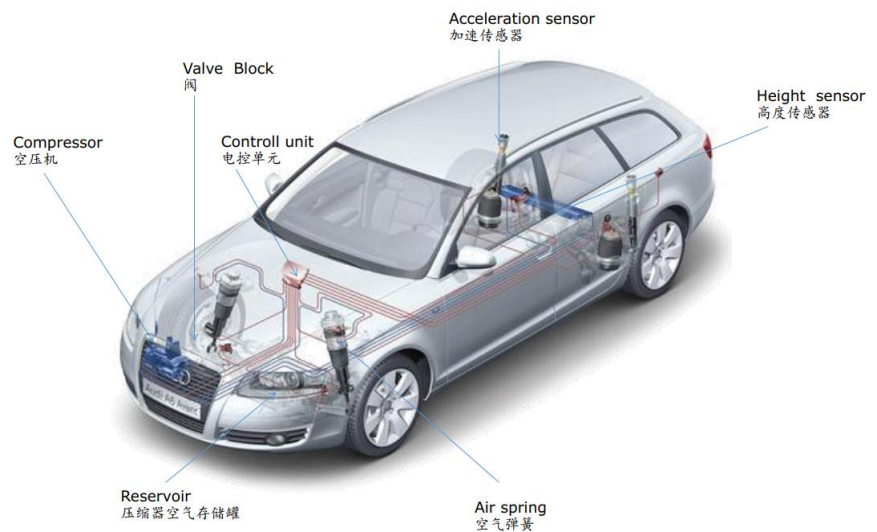
资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 2.3、空气悬挂系统：国产降本提升竞争力

传统汽车悬挂使用的螺旋弹簧悬挂拥有结构简单、成本低、不易损坏等优点，但由于螺旋弹簧的硬度和长度是固定的，所以它也有两个无法克服的矛盾。一是舒适性与运动性的矛盾，二是通过性与稳定性的矛盾。螺旋弹簧越软车就会越舒适，而运动性也会跟着变差。而螺旋弹簧如果越长则通过性越好，但是车辆的稳定性就变差，反之亦然。

而由于空气悬挂采用了可以改变硬度和长度的空气弹簧，所以它也就可以通过调节空气弹簧的软硬和长短，来实现同一辆车的不同悬挂表现，从而做到兼顾舒适性、运动性、通过性和稳定性。

图 25：空气悬挂组成



资料来源：公司官网

空气悬挂成本较高，一套（对应四个车轮）约 2 万元，一般在高档轿车上使用。国内生产的配备空气悬挂的车型不多，主要有沃尔沃 S90、沃尔沃 XC60、一汽大众奥迪 A6L、华晨宝马 5 系 PHEV、北京奔驰 E PHEV、长安林肯飞行家等。自主品牌中，蔚来 ES6、ES8 和红旗 H9、HS7 使用了空气悬挂。

目前全球空气悬挂主要有三个供应商：大陆、威博科和 AMK。大陆在常熟建子空气悬挂系统新工厂，计划于 2021 年 Q2 实现投产。目前蔚来 ES 系列使用的即为大陆的空气悬挂。威博科是全球领先的商用车制动控制系统技术与服务供应商。2020 年威博科被采埃孚收购，成为采埃孚旗下商用车事业部。威博科除专注商用车领域外，其可为乘用车提供电子空气悬挂系统。目前特斯拉即采用其空气悬挂产品。AMK 是第三大空气悬挂供应商，业务分为汽车和驱动控制技术两大模块（汽车业务占比 70%左右，销售主要集中在其本土市场）。AMK 空气悬挂主要配套沃尔沃、戴姆勒和捷豹路虎等。

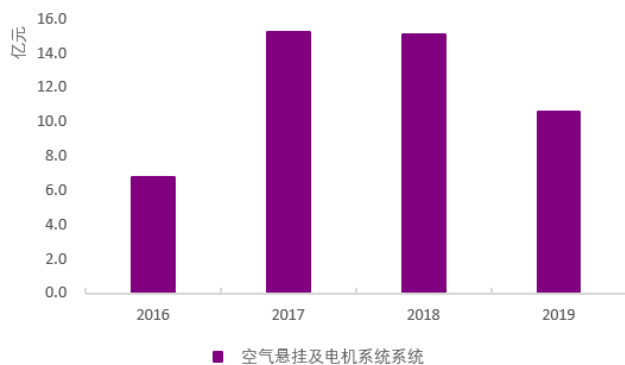
表 5：国内主要配置空气悬挂的国产车型

名称	厂商	车型	车种	级别	价格 (万元)	配备车型
蔚来 ES6	蔚来	EV	SUV	中型	33.80-50.00 (补贴后)	仅运动版 未配; 其余 标配
蔚来 ES8	蔚来	EV	SUV	中大型	43.648-59.10 (补贴后)	全系标配
普拉多	一汽丰田	汽油	SUV	中大型	43.58-60.48	2018 款 3.5L 自动 VX NAVI、2018 款 3.5L 自动 VX NAVI 后挂备胎 标配
奥迪 A6L	一汽大众奥迪	汽油	轿车	中大型	40.98-65.38	55TFSI 的 4 款 选配
红旗 H9	一汽红旗	汽油	轿车	中大型	预售价 33.00-60.00	3.0T 智联智联旗领四座版 标配
红旗 HS7	一汽红旗	汽油	SUV	中大型	34.98-45.98	智联旗畅版、智联旗领版 标配
辉昂	上汽大众	汽油	轿车	中大型	34.00-63.90	四驱旗舰版、四驱豪华旗舰版 标配
沃尔沃 S90	沃尔沃亚太	汽油	轿车	中大型	37.29-49.59	T5 智远豪华版、T5 智远运动版、T5 智雅豪华版 选配
沃尔沃 S90 (新能源)	沃尔沃亚太	PHEV	轿车	中大型	49.99-104.39	2019 款荣誉版 标配; 2020 款智雅豪华版 选配
沃尔沃 XC60	沃尔沃亚太	汽油	SUV	中型	36.29-47.09	T5 的 5 款 选配
沃尔沃 XC60 (新能源)	沃尔沃亚太	PHEV	SUV	中型	52.79-60.59	智远运动版 选配; 智雅豪华版 标配
宝马 5 系 (新能源)	华晨宝马	PHEV	轿车	中大型	49.99-53.69	全系标配
飞行家	长安林肯	汽油	SUV	中大型	50.98-75.98	行政版、总统版 标配
BJ90	北京越野	汽油	SUV	大型	69.80-128.80	全系标配
奔驰 E 级 (新能源)	北京奔驰	PHEV	轿车	中大型	50.98	标配

资料来源：汽车之家，光大证券研究所

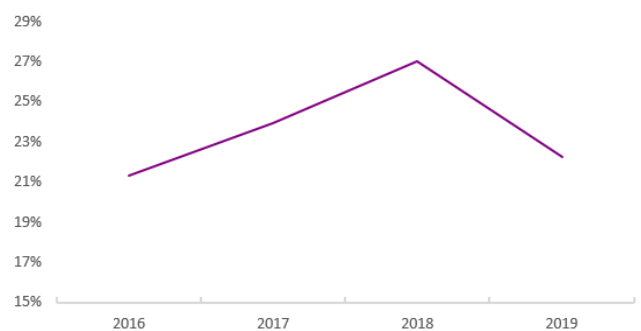
2016 年度，公司并购德国 AMK，迈入汽车空气悬挂系统及机电控系统领域。2019 年空气悬挂系统营业收入 10.6 亿元（同比-30%），占总营业收入 9%，毛利率为 17%（同比-10pct）。收入下滑和较高的固定成本费用导致毛利率下滑。2019 年 AMK 业绩出现亏损。经营业绩承压，公司立即对 AMK 管理层进行调整。2020 年 4 月聘用先后任职于德尔福、博世和万向马瑞利的周密先生出任 AMK 全球 CEO，并对 AMK 经营效率、成本管控等方面进行改革。

图 26：中鼎股份空气悬挂及电机系统营收



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 27：中鼎股份空气悬挂及电机系统毛利率



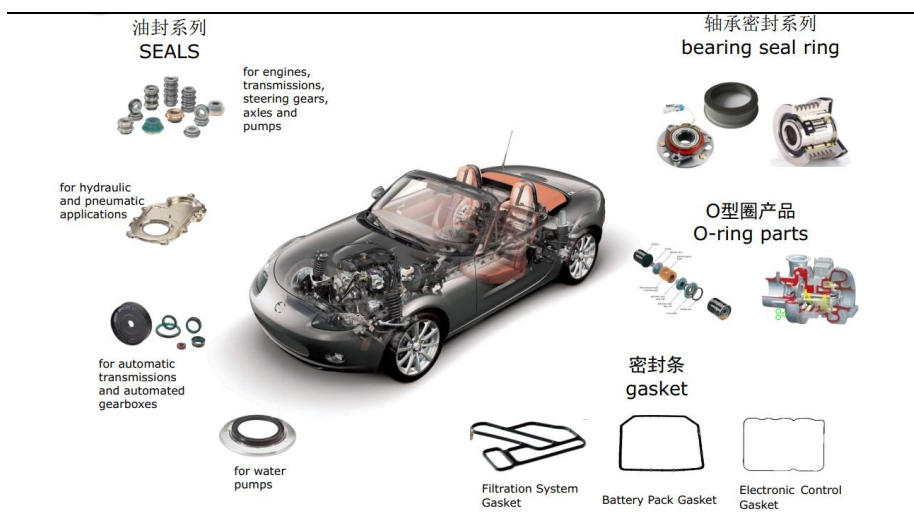
资料来源：公司年报，光大证券研究所

制约空气悬挂向下渗透的主要因素是其高昂的成本。公司收购 AMK 后积极推进 AMK 技术和产品的国产，使空气悬挂成本有望从 2 万元/套降至 0.8~1.2 万元/套。2018 年成立安美科安徽，在宣城建立产业园。建成后将形成电机 58 万套、EOP 电机 120 万套、空气悬挂系统压缩机 135,450 套、空气悬挂系统 5.1 万套的产能规模。2019 年成立上海安美科，作为 AMK 国内研发中心。近几年一直在中国市场做技术与市场推介，并已经开始售后服务配套。目前公司正在积极争取国内订单，凭借技术和成本优势，公司有望成功将产品导入国内市场，为 AMK 提供新增长动能。

## 2.4、密封系统：公司业绩之基

橡胶密封件产业属于基础件产业，广泛应用于航空航天、汽车、机车车辆等领域。我国橡胶密封件高端产品长期依赖进口，技术及性能落后于主机发展，公司已积极向高附加值的高端密封件产品领域拓展，不仅符合国家产业政策鼓励的投资方向，还能改变我国橡胶密封件行业的高新技术产品相对落后状况，提高国际竞争力，对推动我国橡胶密封件行业的深度发展具有积极而深远的意义。

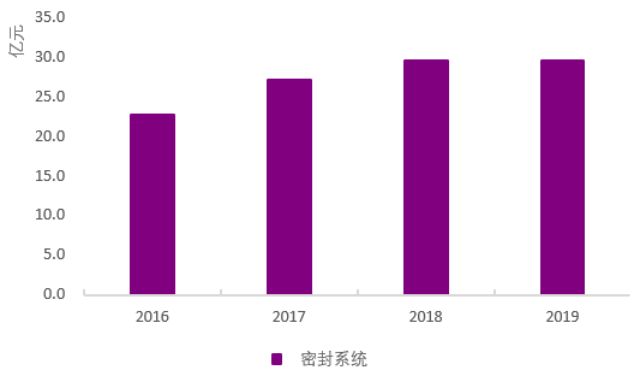
图 28：中鼎股份密封系统产品



资料来源：公司官网

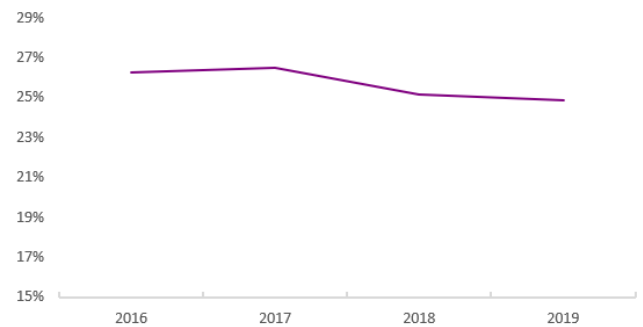
密封系统是公司业绩表现相对稳定的业务。2019 年公司密封系统营业收入 29.5 亿元（同比+0.1%），毛利率为 24.9%（同比-0.3pct）。密封系统的经营主体是母公司以及德国 KACO、美国 COOPER、美国 Acushnet 等海外子公司。通过并购这些海外企业，公司具备了国际前三的密封系统技术。根据可转债评价报告，2018 年 KACO 营业收入 17.7 亿元（约占密封系统收入的 60%），Acushnet 营业收入 4.2 亿元（约占密封系统收入的 14%），COOPER 营业收入 0.34 亿元（约占密封系统收入的 1%）。

图 29：中鼎股份密封系统营收



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 30：中鼎股份密封系统毛利率



资料来源：公司年报，光大证券研究所

**美国 COOPER:** 成立 1984 年，是一家在油封产品领域具有领先地位的生产企业，拥有系统的材料研发和模具设计加工能力、专业加工车间，主要客户为美国 Timken、日本 NSK、瑞典 SKF 等著名轴承制造商，并为通用、福特、宝马、丰田等汽车厂商配套，公司对 COOPER 的收购，有利于充分消化吸收美国 COOPER 所拥有的国际领先的技术工艺，带动公司油封产品的生产工艺水平和生产效率全面提升，在提高中鼎油封产品的技术能力和市场地位的同时也大大提高了公司的盈利能力和经济效益。

**美国 ACUSHNET:** 成立于 1994 年，是一家有着先进技术水平及高生产效率的橡胶制品专业生产企业，公司拥有系统的橡胶配方材料研发体系、完备的橡胶模具设计加工中心、专业的橡胶制品加工车间，并设有检测中心。公司主导产品航空航天、石油、天然气（含页岩气）、工程机械、汽车用高端密封件，先后为波音公司（Boeing）、卡特彼勒公司（Caterpillar）、美国迪尔公司（John Deere）、玛涅帝·马瑞利公司（Magneti Marelli）等国际知名主机厂及美国通用公司（GM）等全球知名汽车主机厂配套。

**德国 KACO:** KACO 成功为大众等客户开发了第三代集信号轮，传感器，PTFE 唇片为一体的组合式塑料法兰油封，具有高密封性能，可以精确记录轴的转速，角度或位置，并利用这些记录信息来控制发动机。同时 KACO 公司积极推进新能源布局，已经开发配套成功高性能新能源电机密封。公司目前已经开发批产新能源汽车电池模组密封系统，并运用法国 SOLYEM 密封技术，积极开发燃料电池模组密封系统。由于密封系统在中国市场较早推进反向投资落地，目前已经顺利打开中国市场，并保持快速增长。

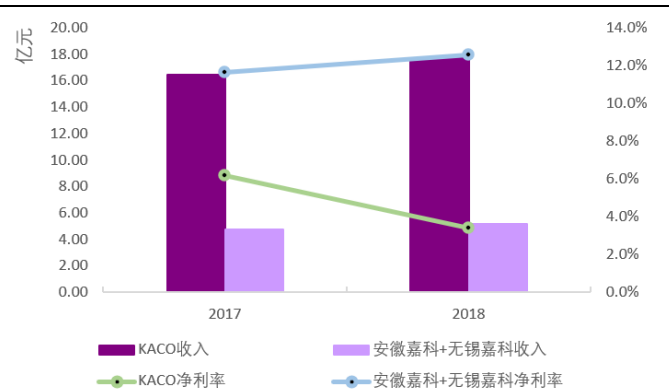
**KACO 是密封系统的最大收入源。**其发动机、变速器和驱动电机高速油封在全球技术领先。KACO 在国内有两个生产基地：无锡嘉科和安徽嘉科。KACO 国内客户主要大众、通用、长城、比亚迪、广汽、吉利等。无锡 KACO 以德系客户为主，其他由安徽 KACO 供。2019 年安徽嘉科和无锡嘉科合计营业收入 5 亿元，净利润为 0.6 亿元，净利率 12%。得益于国内高效的成本管控，嘉科国内子公司业绩优于 KACO 海外（2018 净利率：国内 12.6% vs. 全球净利率 3.4%）。

图 31: KACO 公司部分产品图

PTFE和FPM发动机密封件		活塞与连杆密封件							
变速箱密封件		水泵密封	<table border="1"> <tr> <td>CS I</td> <td>CS II</td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td></td> <td></td> </tr> </table>	CS I	CS II				
CS I	CS II								
									
									
柴油泵密封件		磁信号轮							

资料来源: KACO 官网, 光大证券研究所

图 32: KACO 与 KACO 国内子公司收入、净利率



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

KACO 在国内的竞争对手主要为瑞典 SKF 和日本 NOK。NOK 进入国内市场较早, 和德国科德宝强强合作合资在国内成立恩福(长春、无锡、太仓基地), 客户主要为日系品牌, 国内市场份额第一。在公司收购 KACO 之前, KACO 在国内仅有无锡子公司, 客户仅限于大众等, 市场份额较小。收购 KACO 后, 公司建立嘉科安徽, 为其导入更多合资和自主品牌客户。

表 6: 密封件领域部分定点情况

直接客户	实施主体	公告日	配套产品	配套车型、产品或项目
蔚来汽车	中鼎公司	2018/2/12	新能源汽车电桥密封总成	ES8 新能源汽车项目
沃尔沃	中鼎公司	2018/5/22	电池模组密封条产品	“P319” 纯电动平台项目
奇瑞捷豹路虎	中鼎公司	2018/5/22	电池模组密封条产品	L551 纯电动平台项目
特斯拉	美国 ACUSHNET	2018/5/23	新能源车电池冷却系统密封类产品	
美国通用	中鼎公司	2020/3/26	精密橡胶密封产品	呼吸机项目

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

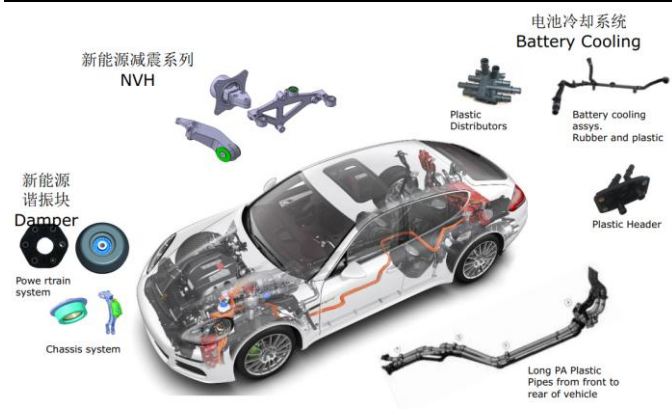
### 3、“拓品类、提量价、国产化”是未来的看点

#### 3.1、布局新能源，单车价值量有望提升

新能源汽车已是全球汽车产业确定性的发展方向。2019 年全球新能源汽车渗透率约 2.3%，其中我国渗透率为 4%。世界各国更加严苛的排放和节能政策的实施、新能源汽车各类优惠补贴政策的推出以及各大厂商推出更具产品力的车型，整个新能源汽车产业将由供给侧的升级激发需求侧的潜力，全球新能源汽车渗透趋势有望加速。我们预计未来 5 年全球新能源汽车渗透率有望超过 10%，对应销量规模超 900 万辆。预计国内 2025 年新能源汽车渗透率达到 20%，对应销量有望超 480 万辆。

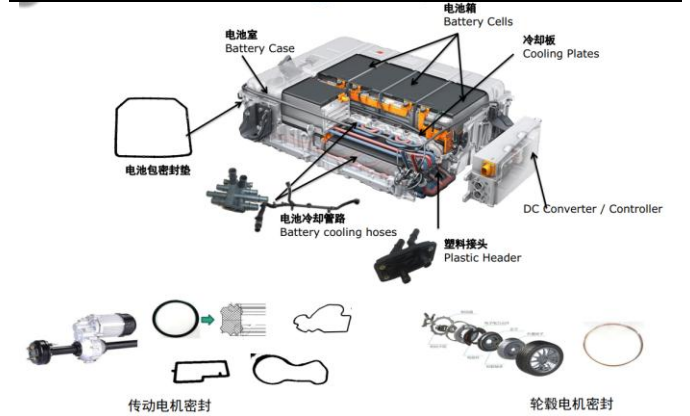
新能源汽车与传统汽车主要区别集中在动力系统，公司配套相关产品随之有增有减。新能源汽车中，发动机/变速器密封件和悬置被电机/减速器密封件和悬置取代（单车价值量基本维持不变），新增电池包密封和减震产品（单车价值量增加 300~400 元），冷却管路比传统车更复杂（单车价值量增加 500~600 元）。同时，新能源汽车对轻量化需求更加强烈，公司锻铝控制臂有望在新能源汽车上获得更多的运用。总体上，新能源汽车渗透率提升有利于提升公司单车价值量，预计单车价值量有望提升 1600~1900 元至 0.4~0.5 万元，对应 2025 年全球市场规模 400 亿元，国内市场规模 200 亿元。

图 33：中鼎股份新能源汽车配套产品



资料来源：公司官网

图 34：中鼎股份新能源汽车配套产品



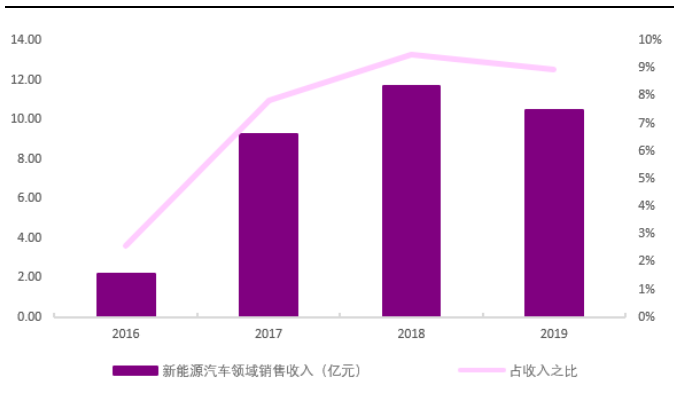
资料来源：公司官网

公司新能源汽车相关产品获得众多头部 OEM 认可和配套。比如获得宁德时代电池包冷却和减震产品定点；获得大众 MEB 减震产品定点；为特斯拉配套电池密封产品；为宝马、蔚来配套电机密封产品；为吉利 PMA 纯电平台配套衬套类产品、CHS 平台配套热管理系统产品。

2017 年公司新能源汽车相关销售收入显著提升至 9.23 亿元，2018 年增长至 11.71 亿元。2019 年销售收入随行业新能源汽车销量下滑而小幅下滑至 10.48 亿元（占总收入的 9%）。根据公司公告，2018 年公司获得新能源汽车订单 11.71 亿元。考虑到 2020 年获得价值 24.53 亿元的通用汽车纯电

动卡车项目车顶支架总成项目和价值 18.79 亿元的吉利 GHS2.0 平台热管理总成项目，我们预计公司新能源汽车项目在手订单价值量或超过 50 亿元。

图 35：中鼎股份新能源汽车领域销售收入



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 36：中鼎股份单车配套价值量：传统车 vs.新能源车

传统车		新能源车纯电及总成	
<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
合计	600-900元	其他密封	400-600元
		合计	800-1100元
<b>冷却管路</b>			
发动机冷却橡胶管路等	400-500元	电池冷却管路总成	1000元
合计	400-500元	合计	1000元
<b>减振降噪件</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
合计	1000-1200元	电池减振	200-300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，光大证券研究所

表 7：中鼎股份新能源汽车相关定点情况

终端客户	公告日	产品所属领域	配套产品	配套车型、产品或项目
德国奥迪	2017/4/15	冷却系统	新能源汽车电池冷却系统	Q6 平台(首款电动 SUV)
上汽集团	2017/11/24	减震系统	悬置总成类产品	上汽集团 EX21 的电动车
车和家	2017/12/25	冷却系统	整车冷却管路及中冷管总成产品	M01 新能源 SUV 汽车项目
吉利新能源	2018/2/9	冷却系统	新能源汽车冷却系统	MPC-1 新能源汽车项目
易捷特新能源	2018/2/9	减震系统	整车悬置系统产品	eGT BBG project 新能源汽车项目
蔚来汽车	2018/2/12	密封系统	新能源汽车电桥密封总成	ES8 新能源汽车项目
宁德时代	2018/2/27	减震系统	新能源汽车电池包减振类产品	EL255 项目
东风日产	2018/3/9	减震系统	电机悬置总成类产品	“322EV&331EV” 新能源项目
比亚迪	2018/3/9	减震系统	悬置总成类产品	“SCEB”、“5AEC”、“EL” 三个新能源项目
捷豹路虎	2018/3/26	空气悬挂	空气悬挂系统产品	MLA 平台
宁德时代	2018/3/30	减震系统	电池包内冷却系统减振类产品	“A75 项目”、“A26 项目”
宁德时代	2018/4/10	减震系统	电池包内冷却系统减振类产品	
吉利汽车	2018/5/16	减震系统	衬套类产品	“PMA” 纯电动平台项目
沃尔沃	2018/5/22	密封系统	电池模组密封条产品	“P319” 纯电动平台项目
奇瑞捷豹路虎	2018/5/22	密封系统	电池模组密封条产品	L551 纯电动平台项目
特斯拉	2018/5/23	密封系统	新能源车电池冷却系统密封类产品	
一汽大众	2018/11/2	减震系统	减振底盘系统产品	“MEB” 纯电动平台项目
美国通用	2020/1/9	减震系统	全球全系车型减振类产品	通用旗下所有车型，包括 BEV3 纯电动平台和 O1SL 插电式混合动力平台
美国通用	2020/5/9	轻量化	镁合金车顶支架总成	纯电动卡车项目车顶支架总成
吉利汽车	2020/7/6	冷却系统	热管理系统总成产品	GHS2.0 平台

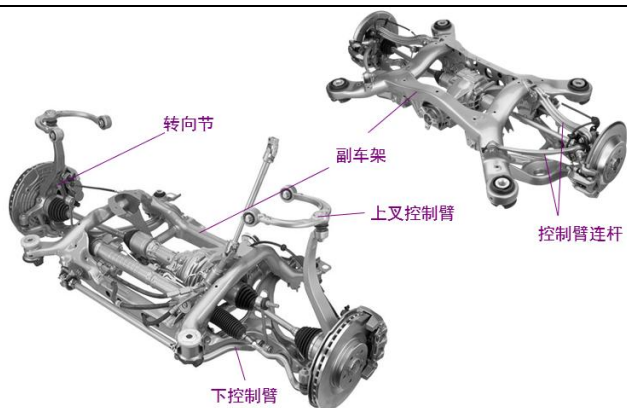
资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 3.2、横向拓展品类，布局轻量化打开增长空间

汽车轻量化是实现节能减排的主要措施，更是新能源汽车增加续航的途径。汽车轻量化途径主要有两方面：1) 优化设计结构实现轻量化；2) 使用轻量化材料（如铝合金、碳纤维等）实现轻量化。优化设计结构方式通常能在实现轻量化的基础上实现降本，其潜力已被深度挖掘，未来边际效果较弱。使用轻量化材料是汽车进一步减重的主要举措。从汽车零部件系统看，车身和底盘是轻量化的主阵地，两者分别占汽车重量的 35% 和 30% 左右。

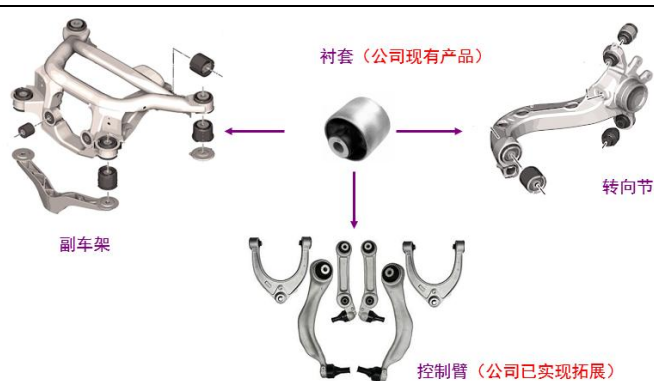
公司降噪减震业务涉及底盘衬套等相关产品，是组成汽车悬挂控制臂总成的零部件。公司基于现有衬套产品，补充铝合金锻件，可实现向控制臂总成的横向拓展。

图 37：汽车底盘主要的轻量化部件



资料来源：BMW，光大证券研究所

图 38：减震衬套与底盘轻量化部件的关系



资料来源：BMW，光大证券研究所

控制臂部件由锻铝件和减震降噪橡胶零件组合而成，锻铝件具有密度小、比强度大、比刚度大、比弹性模量大、疲劳强度高特点，性能远高于其他金属铸件，能满足汽车轻量化的要求。由于铝锻件的优良性能，小到奇瑞两座 EQ1 车型，大到特斯拉 Model X/S 车型，底盘都广泛采用铝锻件，新能源汽车市场是控制臂部件需求最为旺盛的细分市场。

橡胶减震系统总单车价值量约 600~1000 元，而锻铝控制臂价值量可达 1000 元。通过品类拓展，一方面能提升单车配套价值量，打开收入增长空间，另一方面，利于公司发展为总成及系统供应商，提升供应链地位。

公司于 2018 年成立轻量化团队，2019 年拿到北京奔驰项目，为 MRA2 平台车型配套锻铝后轴控制臂连杆总成产品。2020 年公司美国子公司 ZD Metal 拿到麦格纳镁合金车顶支架总成项目，间接为美国通用皮卡配套，项目生命周期总金额约为 24.53 亿元。

在国内，中鼎减震与上下游客户建立了密切的业务联系，并形成了覆盖全国的营销网络和服务体系。同时，中鼎减震借助母公司中鼎股份的国际化营销网络，与国内外知名汽车主机厂及配套企业也保持着良好的合作关系。根据公司可转债募集说明书，截止 2019 年 3 月公司已取得的控制臂部件定单和合作意向预计年需求量为 136.50 万件。

表 8：公司控制臂定点和合作意向情况

客户名称	预计年需求量	合作阶段
客户 1	28.00 万件	完成批产前的所有实验和检测
客户 2	21.00 万件	正式开发阶段
客户 3	24.50 万件	洽谈中
客户 4	35.00 万件	洽谈中
客户 5	28.00 万件	洽谈中
控制臂部件合计	136.50 万件	-

资料来源：公司公告，截止 2019 年 3 月

### 3.3、海外公司产品国产化，开拓国内市场

公司自上市以来开展了多项海外并购项目，实现产品和客户的升级。目前公司海外并购时期暂时告一段落，下一阶段公司将着力整合境内外资源，统一部署，强化全球“开发、生产、配套一体化”的战略定位。

目前公司正在加速推进两大优质海外公司产品的国产进程：TFH 的热管理冷却管路系统和 AMK 的空气悬挂。TFH 和 AMK 具备成熟、先进的技术（TFH 拥有世界领先的 Creatube 生产技术；AMK 是世界前三空气悬挂供应商）和优质的客户资源（TFH 主要客户为沃尔沃、雷诺日产、福特和宝马；AMK 主要客户为沃尔沃、戴姆勒和捷豹路虎）。但是两个公司存在两个短板：

- 1) **成本费用管控、经营效率有待提高。**2019 年随着全球汽车行业销量下行，两个公司经营业绩承压（TFH 净利润同比下滑近 50%，AMK 出现亏损）。业绩下滑主要原因在于固定成本较高，利润率较低，收入下滑易使利润显著下降。
- 2) **两个公司在国内布局较弱。**在被中鼎收购前，TFH 和 AMK 在国内的业务量较小。两个公司未享受到国内庞大汽车市场的红利。

公司收购 TFH 和 AMK 后，加速推进两个公司的国产项目落地，发挥海外公司的技术和客户资源的优势，弥补其成本的劣势，填补两个公司国内市场的空白。国产化将带来两个优势：

- 1) **毛利率提升或产品单价降低增强市场竞争力。**目前公司海外公司 WEGU 和 KACO 在国内的子公司净利率均高于海外：2019 年安徽威固净利率 14.5% 高于 WEGU 的 8.9%；2018 年安徽嘉科和无锡嘉科合计净利率为 12.6% 高于 KACO 的 3.4%。因此，国内成本优势有望提升 TFH 国内公司的净利率。对于 AMK，产品国产化有望在维持毛利率的基础上，使空气悬挂单价下降，进而提升公司市场竞争力，并推动空气悬挂向中端车型渗透。
- 2) **拓展国内客户，打开国内市场空间。**TFH 和 AMK 在海外具备优质客户基础，国产化后易于切入对应国内 OEM 供应体系。同时，借助中鼎股份的海内外客户资源，TFH 和 AMK 有望进一步拓展合资和自主品牌客户，进而打开国内市场空间。

TFH 通过反向收购中鼎胶管，公司将其与中鼎股份苏州工厂进行整合，将原有在橡胶管领域的技术储备与 TFH 的 Creatube 先进生产技术相结合。

公司收购 AMK 后积极推进 AMK 技术和产品的国产，使空气悬挂成本有望从 2 万元/套降至 0.8~1.2 万元/套。2018 年成立安美科安徽，在宣城建立产业园。建成后将形成电机 58 万套、EOP 电机 120 万套、空气悬挂系统压缩机 135,450 套、空气悬挂系统 5.1 万套的产能规模。2019 年成立上海安美科，作为 AMK 国内研发中心。近几年一直在中国市场做技术与市场推介，并已经开始售后市场配套。目前公司正在积极争取国内订单，凭借技术和成本优势，公司有望成功将产品导入国内市场，为 AMK 提供新增长动能。

## 4、盈利预测与投资评级

### 4.1、盈利预测：2020 年或为业绩底部

#### ◆ 冷却系统

冷却系统未来收入增量主要来自两方面：1) 中短期，TFH 国产项目落地开拓国内市场；2) 中长期，新能源汽车冷却管路用量提升，单车配套价值量增加。我们预测 2020 年~2022 年冷却业务收入为 28.3、32.4、35.5 亿元。2020 年受疫情影响以及国内项目前期高资本开支，毛利率或仍处于底部。2021 年后随着行业回暖、国产项目投产，预计毛利率有望回升。预测 2020 年~2022 年冷却业务毛利率为 20.0%、23.0%、23.5%。

#### ◆ 降噪减震底盘系统

冷却系统未来收入增量主要来自两方面：1) 中短期，减震产品新订单逐步放量；2) 中长期，锻铝控制臂等高单价的轻量化产品逐步获得订单。2020 年受疫情影响，全球汽车产销量同比下滑，销售收入和毛利率或同比下滑。2021 年后随着行业回暖，新订单/新产品放量，收入和毛利率有望回升。我们预测 2020 年~2022 年降噪减震底盘系统业务收入为 25.1、27.4、29.2 亿元，毛利率为 19.5%、21.5%、23.5%。

#### ◆ 密封系统

密封系统件相对传统，竞争格局相对稳定。总体近年公司密封系统收入与毛利率较为稳定。未来板块增长主要两方面：1) 新能源汽车较传统汽车密封件单车价值量小幅提升 200 元左右；2) KACO 国内子公司份额提升(国内动力总成高端油封市场 NOK 一家独大，KACO 技术与之相当，但 KACO 进入国内市场较晚，市占率仅 10%，未来有望凭借成本和海外客户优势获得更多市场份额)。我们预测 2020 年~2022 年降噪减震底盘系统业务收入为 27.4、30.2、32.2 亿元，毛利率为 24.0%、25.0%、26.0%。

#### ◆ 空气悬挂及电机系统系统

目前空气悬挂销售收入主要来自欧洲市场。公司正在推进国产项目落地，并一直在国内市场做技术与市场推介，并已经开始售后市场配套。2018 年成立安美科安徽，在宣城建立产业园，将形成电机 58 万套、EOP 电机 120 万套、空气悬挂系统压缩机 135,450 套、空气悬挂系统 5.1 万套的产能规模。我们认为空气悬挂未来增长点主要在国内市场，预测 2020 年~2022 年降噪减震底盘系统业务收入为 8.5、8.9、11.6 亿元，毛利率为 14.9%、18.9%、20.4%。

综上所述，我们预测公司 2020~2022 年营业收入分别为 107、116、126 亿元，同比增速为-8.5%、+8.4%、+8.5%。毛利率为 23.2%、25.4%、26.2%。归母净利润为 4.7、7.3、9.0 亿元，对应 EPS 为 0.38、0.59、0.74 元。

表 9：中鼎股份收入及毛利率预测（百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>冷却系统</b>	2,873	2,995	2,825	3,238	3,545
yoy	29.8%	4.2%	-5.7%	14.6%	9.5%
毛利率	27.0%	22.2%	20.0%	23.0%	23.5%
<b>降噪减震底盘系统</b>	2,856	2,700	2,507	2,741	2,917
yoy	-2.4%	-5.5%	-7.2%	9.3%	6.4%
毛利率	24.5%	20.7%	19.5%	21.5%	23.5%
<b>密封系统</b>	2,947	2,951	2,735	3,017	3,221
yoy	8.6%	0.1%	-7.3%	10.3%	6.8%
毛利率	25.1%	24.9%	24.0%	25.0%	26.0%
<b>空气悬挂及电机系统系统</b>	1,508	1,061	849	891	1,155
yoy	-1.0%	-29.7%	-20.0%	5.0%	29.5%
毛利率	26.8%	16.9%	14.9%	18.9%	20.4%
<b>其他</b>	2,184	1,999	1,799	1,727	1,762
yoy	-8.9%	-8.4%	-10.0%	-4.0%	2.0%
毛利率	34.8%	40.5%	37.0%	40.0%	40.0%
<b>合计</b>	12,368	11,706	10,715	11,614	12,600
yoy	5.1%	-5.4%	-8.5%	8.4%	8.5%
毛利率	27.4%	25.2%	23.4%	25.4%	26.2%

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

## 4.2、估值分析：当前公司估值被低估

### ◆ 相对估值

2017 年起，汽车行业销量开始疲软，公司收入增速放缓、业绩承压，公司估值水平持续下行。当前，公司 PE、PB 估值均处于历史底部水平。

公司主要业务领域涉及热管理、减震降噪等，我们选取三花智控（热管理）、银轮股份（热管理）、拓普集团（减震降噪）、时代新材（减震降噪）、海达股份（密封减震）5 家可比公司。截止 2020 年 7 月 23 日，5 家可比公司 2020 年动态 PE 平均值为 37x。

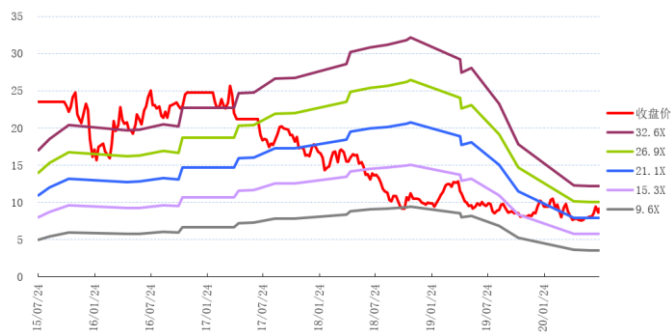
公司当前股价对应的动态 PE 估值仅为 24x，不管是与自身历史估值比较，还是与可比公司比较，公司估值被显著低估。我们认为公司估值被低估的原因主要有两点：1) 公司海外业务占比较高，市场担忧疫情影响海外公司业绩；2) 公司业务较为传统，市场担忧公司增长空间不足。

我们认为，上述两个担忧有望逐步被消除：

- 1) 随着全球疫情逐步得到控制，海外子公司的排产率开始恢复（6 月欧洲公司排产率恢复至 70~80%，美国恢复至 50%~60%），海外子公司业绩或触底回升，中报有望成为公司业绩底部。
- 2) 公司积极布局新能源汽车相关产品，同时向汽车轻量化、空气悬挂拓展，单车配套价值量有望提升超 50%（不考虑空气悬挂）。并且公司获得了大众 MEB、通用 BEV3、吉利 PMA 等纯电平台的定点。公司将加大客

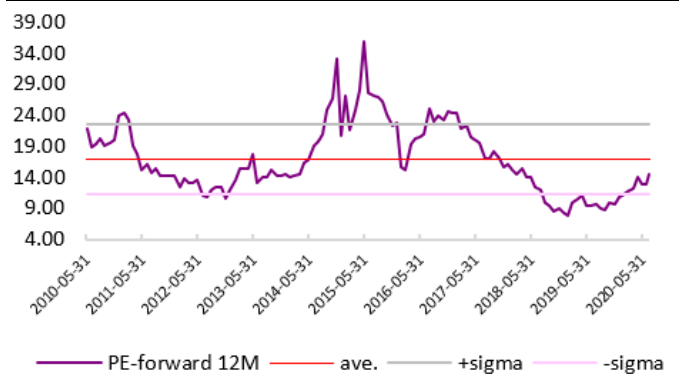
户拓展，未来或将获取更多特斯拉、大众 MEB 等配套价值量。产品内生外延和客户优化都将打开公司增长空间。

图 39：公司历史 PE-Band 图



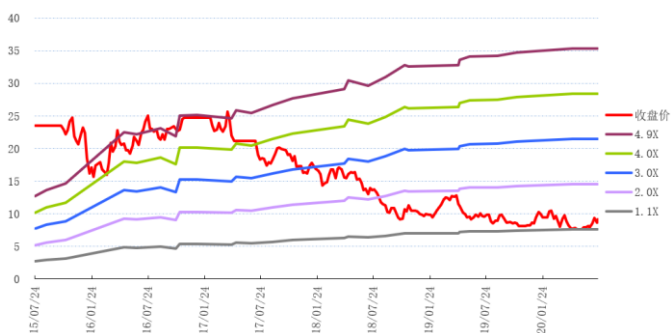
资料来源：Wind，截至 2020.07.23

图 40：公司 PE-forward 12m 历史走势



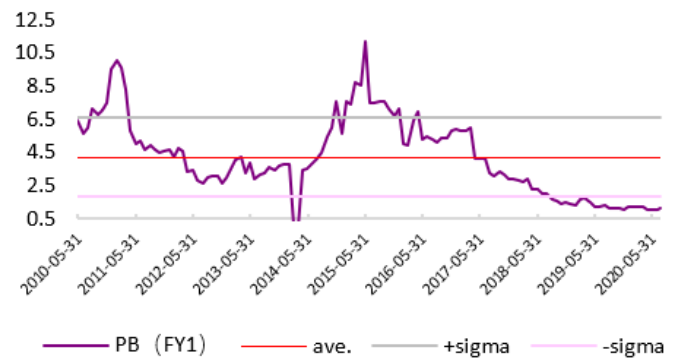
资料来源：Wind，截至 2020.07.23

图 41：公司历史 PB-Band 图



资料来源：Wind，截至 2020.07.23

图 42：公司 PB (FY1) 历史走势



资料来源：Wind，截至 2020.07.23

综合考虑到公司业绩或触底改善、产品品类内生外延、可比公司估值均值等因素，我们认为公司 2020 年合理估值 (PE) 水平为 35x。我们预测公司 2020 年 EPS 为 0.38 元，对应股价 13.30 元。

表 10：可比公司的 PE、PB 比较

公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)				PE (倍)			PB (倍)		市值 亿元
	2020.07.23	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	MRQ		
三花智控	22.94	0.52	0.42	0.52	0.59	58	54	44	39	8.67	824	
银轮股份	14.26	0.40	0.45	0.57	0.70	36	32	25	20	2.96	113	
时代新材	7.71	0.07	0.34	0.47	-	115	23	16	-	1.38	62	
海达股份	5.55	0.37	0.44	0.52	0.62	15	13	11	9	1.94	33	
拓普集团	36.57	0.43	0.59	0.78	0.95	85	62	47	39	5.16	386	
平均						62	37	29	27	4.02		
中鼎股份	9.09	0.49	0.38	0.59	0.74	18	24	15	12	1.27	111	

资料来源：中鼎股份数据为光大证券研究所预测，其余为 wind 一致预期

### ◆ 绝对估值

关键假设：

- 1、长期增长率：未来公司进入稳定增长阶段，故假设长期增长率为 2%；
- 2、 $\beta$ 值选取：采用申万三级行业分类-汽零行业 $\beta$ 作为公司无杠杆 $\beta$ 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，假设公司未来税率为 18%。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 $R_f$	3.17%
$\beta$ (levered)	1.13
$R_m - R_f$	5.33%
$K_e$ (levered)	9.20%
税率	17.89%
$K_d$	3.99%
$V_e$	11,217.7
$V_d$	6,344.5
目标资本结构	36.13%
WACC	7.32%

资料来源：光大证券研究所

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	847.63	3.77%
第二阶段	7,361.89	32.77%
第三阶段 (终值)	14,258.84	63.46%
企业价值 AEV	22,468.35	100.00%
加：非经营性净资产价值	1,493.19	6.65%
减：少数股东权益 (市值)	125.24	-0.56%
减：债务价值	6,344.50	-28.24%
总股本价值	17,491.80	77.85%
股本 (百万股)	1,220.82	-
每股价值 (元)	14.33	-
PE (隐含)	37.39	-
PE (动态)	23.72	-

资料来源：光大证券研究所

### 敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
6.32%	16.16	17.58	19.33	21.53	24.40
6.82%	14.11	15.22	16.56	18.22	20.31
7.32%	12.38	13.27	<b>14.33</b>	15.60	17.17
7.82%	10.92	11.64	12.48	13.48	14.69
8.32%	9.66	10.25	10.94	11.73	12.68

资料来源：光大证券研究所

### 估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间		敏感度分析区间
FCFF	14	10	— 24	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	15	10	— 25	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值法的结果为每股价值 14.33 元，PE（隐含）37.39x，与相对估值法结果 35x PE 相近。综合相对估值法和绝对估值法，我们给予公司 2020 年 35 倍 PE 估值，对应目标价 13.30 元。

### 4.3、估值结论与投资评级

受此次疫情影响，汽车时钟于 20 年月进入复苏时区内“颠簸期”，伴随疫情的控制，4 月乘用车销量数据恢复至我们所测算正常水平的 90%，确认 2020 年 3 月成为汽车时钟复苏时区内的二次拐点。6 月乘用车销量恢复至我们预测值的 110%，疫情影压抑的需求正在发生一定程度的回补，行业目前仍运转于本轮周期的复苏时区。展望三季度，汽车需求增速将由自身库存周期及政策决定，预计三季度末将始再次边际加速上行，季报前后零部件子板块或成为配置主线，建议重点配置。

公司是国内非轮胎橡胶件龙头，近年通过海外并购提升了技术实力、获得了优质客户资源。短期疫情影响，业绩承压。未来随着海外产品国产化打开国内市场、轻量化/电动化产品拓展提升价值量，公司业绩有望回升。我们预测公司 2020~2022 年归母净利润为 4.7、7.3、9.0 亿元，对应 EPS 为 0.38、0.59、0.74 元。考虑公司海外子公司业绩或将触底、产品拓展打开收入空间，综合绝对估值和相对估值结果，给予公司 2020 年 35 倍 PE 估值，合理股价为 13.30 元。当前公司处于业绩底部，估值被市场低估，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 4.4、股价驱动因素

长期股价催化剂：

1. 持续获得特斯拉、大众 MEB 等头部新能源汽车配套；
2. 公司持续改善海外子公司经营效率和成本管控；
3. 汽车轻量化产品和空气悬挂向下渗透率提升；
4. 持续拓展客户、优化客户结构，进入丰田、本田等日系品牌的供应体系。

短期股价催化剂：

1. 疫情影响减弱，海外子公司生产经营恢复至正常水平；
2. 公司轻量化或空气悬挂等新产品获得订单；
3. TFH 和 AMK 国产项目落地投产。

## 5、风险分析

- 1. 原材料价格波动风险。**公司产品的原材料成本约占产品成本比重的 60% 左右，原材料价格主要受国际原油价格和天然胶价格变化的影响，原材料价格的波动将直接影响公司产品的毛利率。
- 2. TFH 和 AMK 国产项目不及预期。**受疫情影响和国内汽车销量增速放缓的影响，海外子公司国产项目建设进度、资源整合进度以及订单存在不及预期风险。
- 3. 新产品市场拓展不及预期。**汽车轻量化是行业发展趋势，吸引众多海内外企业布局。公司轻量化产品刚起步发展，不具备先发优势，在激烈的竞争中存在配套订单不及预期的风险。空气悬挂成本较高，国产高端车型较少，国内市场空间或较小。并且竞争对手德国大陆也在国内落地建厂，存在市场竞争加剧的风险。
- 4. 汇率风险、全球贸易局势恶化风险。**海外业务占公司比重较高。海外收入除来自子公司外，还有部分来自出口贸易。汇率波动、贸易摩擦等因素将对公司业绩造成影响。
- 5. 全球“新冠”疫情恶化风险。**虽然疫情逐步得到控制，但是全球仍存在疫情复发、恶化的风险。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,368	11,706	10,715	11,614	12,600
营业成本	8,985	8,740	8,224	8,666	9,304
折旧和摊销	494	553	558	608	666
税金及附加	73	83	78	81	88
销售费用	642	626	536	581	605
管理费用	903	864	788	836	907
研发费用	550	571	511	581	630
财务费用	18	124	119	105	97
投资收益	73	30	36	36	37
营业利润	1,281	757	536	864	1,077
利润总额	1,364	756	566	894	1,107
所得税	226	164	101	161	199
净利润	1,138	592	465	733	907
少数股东损益	21	-10	-3	7	9
归属母公司净利润	1,116	602	468	726	898
EPS(按最新股本计)	0.91	0.49	0.38	0.59	0.74

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	973	1,643	1,569	1,090	1,323
净利润	1,116	602	468	726	898
折旧摊销	494	553	558	608	666
净营运资金增加	279	-457	-578	52	100
其他	-916	945	1,121	-295	-342
投资活动产生现金流	-604	-1,204	-1,244	-1,217	-1,279
净资本支出	-1,186	-1,229	-1,276	-1,251	-1,313
长期投资变化	269	281	0	0	0
其他资产变化	313	-256	32	34	34
融资活动现金流	-347	891	-974	-141	-244
股本变化	-14	0	0	0	0
债务净变化	371	1,285	-611	150	146
无息负债变化	-296	228	-41	110	219
净现金流	48	1,339	-649	-267	-200

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	27.4%	25.3%	23.2%	25.4%	26.2%
EBITDA 率	14.1%	13.5%	12.2%	14.0%	14.9%
EBIT 率	9.8%	8.4%	7.0%	8.7%	9.6%
税前净利润率	11.0%	6.5%	5.3%	7.7%	8.8%
归母净利润率	9.0%	5.1%	4.4%	6.2%	7.1%
ROA	7.1%	3.3%	2.6%	4.0%	4.7%
ROE (摊薄)	13.5%	6.8%	5.1%	7.5%	8.8%
经营性 ROIC	7.5%	5.6%	4.5%	5.7%	6.5%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	48%	51%	48%	47%	47%
流动比率	2.37	2.20	2.30	2.19	2.08
速动比率	1.76	1.65	1.69	1.59	1.49
归母权益/有息债务	1.83	1.53	1.76	1.81	1.87
有形资产/有息债务	2.78	2.49	2.72	2.80	2.90

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	16,074	18,125	17,694	18,502	19,481
货币资金	1,700	3,007	2,357	2,090	1,890
交易性金融资产	16	41	59	77	95
应收账款	2,947	2,967	2,739	3,017	3,325
应收票据	529	82	76	83	91
其他应收款(合计)	173	149	138	152	168
存货	2,082	2,323	2,172	2,293	2,471
其他流动资产	508	549	549	549	549
流动资产合计	8,037	9,295	8,193	8,373	8,709
其他权益工具	0	217	219	222	224
长期股权投资	269	281	281	281	280
固定资产	3,318	4,026	4,226	4,495	4,831
在建工程	610	555	1,086	1,471	1,793
无形资产	564	679	613	581	561
商誉	2,677	2,655	2,655	2,655	2,655
其他非流动资产	117	63	63	63	63
非流动资产合计	8,037	8,831	9,501	10,129	10,771
总负债	7,657	9,170	8,518	8,778	9,143
短期借款	691	835	762	913	1,059
应付账款	1,591	1,818	1,728	1,839	1,994
应付票据	219	250	238	253	274
预收账款	31	51	47	52	57
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	3,385	4,220	3,567	3,827	4,190
长期借款	3,710	3,314	3,314	3,314	3,314
应付债券	0	1,016	1,016	1,016	1,016
其他非流动负债	415	447	447	447	447
非流动负债合计	4,222	4,950	4,951	4,952	4,953
股东权益	8,417	8,956	9,176	9,723	10,338
股本	1,221	1,221	1,221	1,221	1,221
公积金	2,693	2,767	2,814	2,887	2,943
未分配利润	4,337	4,677	4,854	5,322	5,870
归属母公司权益	8,282	8,897	9,121	9,661	10,266
少数股东权益	136	58	55	62	72

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	5.19%	5.35%	5.00%	5.00%	4.80%
管理费用率	7.30%	7.38%	7.36%	7.20%	7.20%
财务费用率	0.15%	1.06%	1.11%	0.90%	0.77%
研发费用率	4.45%	4.87%	4.77%	5.00%	5.00%
所得税率	17%	22%	18%	18%	18%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.20	0.20	0.15	0.24	0.30
每股经营现金流	0.80	1.35	1.29	0.89	1.08
每股净资产	6.78	7.29	7.47	7.91	8.41
每股销售收入	10.13	9.59	8.78	9.51	10.32

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	10	18	24	15	12
PB	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	9.6	10.6	12.3	10.0	8.7
股息率	2.2%	2.2%	1.7%	2.6%	3.3%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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 15%;
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。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 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并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、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, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼