

2009-03-14

轮胎与橡胶

中鼎股份 000887.SZ

维持

买入

当前价格	9.81 元
目标价格	14 元
目标期限	6 个月

分析师:

邱世梁, 杨华超

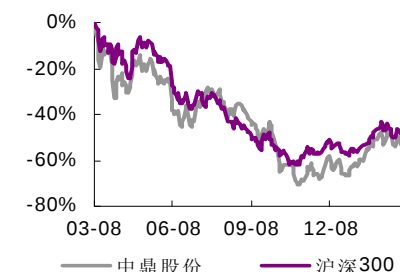
021-22169161

qiushiliang@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	355
总市值(百万元)	3,479
流通比例(%)	29.50%
12 个月最高/最低(元)	18.56/5.15
近 3 月日均成交量(百万股)	5.11
主要股东	安徽中鼎控股(集团)股份有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.11	24.78	0.83
绝对收益	-2.96	37.28	-46.64

相关报告:

业绩将超预期, 新能源汽车不会影响汽车用橡胶件的使用

..... 2009-02-03

关注成长潜力, 估值仍有上行空间

..... 2009-01-07

金融危机相对受益者: 跨周期增长

◇股票上涨催化剂: 活性粉体技术产业化推广进展顺利、中鼎减震利润改善

◆维持“买入”评级, 上调目标价格至 14 元

08-10 年 EPS 为 0.45 (备考 0.53 元)、0.70、0.92 元, 小幅调低了 08、09 年的盈利预测, 调高了 10 年的盈利预测。公司的合理估值在 09 年 20 倍以上, 上调目标价格至 14 元, 维持“买入”评级。

◆老产品同比小幅增长, 新业务显著增长, 09 年销售仍将高速增长

预计 09 出口略有增长, 内销正增长, 老产品同比增长 5-10%。公司一季度在海外市场需求大幅萎缩情况下, 出口仅下滑 10%, 合计预计下滑 10%。活性粉体技术进展顺利, 与预期 09 年下半年将对外实现销售, 如果顺利, 利润将大幅度增长; 除了游戏鼓外, 公司在洗衣机领域的销售可能超预期, 预计公司在 09 年可能在船舶、电力等其它设备上获得突破, 为 10 年的增长打下基础。

◆公司价格仅小幅下调, 毛利率与销售净利率将改善

预计 09 年原材料价格同比下降 13%, 公司价格仅小幅度下调, 公司毛利率将提升; 此外公司 09 年将严格控制费用, 期间费用预计将低于 08 年; 因此 09 年在销增长的情况下销售净利率将回升。

◆金融危机相对受益者: 跨周期的增长不仅仅是故事

很多海外零部件商在金融危机冲击下, 财务状况急剧恶化, 公司现金流等财务状况良好, 有望在本轮供应商洗牌中快速提升在全球整机及配套商中的地位, 公司客户覆盖面大幅度提升, 市场份额有望在未来 2、3 年内快速上升; 同时欧洲、北美产业向中国转移的趋势在金融危机的刺激下有加速的迹象, 在中低档车型及中低端橡胶件占比快速上升的背景下, 出口将在未来快速增长。公司在本轮经济周期的低谷 09、10 年增长确定, 同时为下一轮经济周期储备了大量的客户、产能、合作项目, 预计公司将实现跨经济周期的高速增长。

◆公司将逐渐重估公司新技术和成长, 估值水平将继续提升至 20 倍以上

市场将逐渐对公司的新技术、成长性进行估值。公司活性粉体资产的合理估值在 30 倍以上, 公司未来几年能够实现超过 20% 的增长, 按 CAGR=1 估值, 公司合理估值在 20 倍以上。

业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	390.2	1362.8	1,664	2,033	2,401
营业收入增长率	-	249%	22%	22%	18%
净利润(百万元)	90	102	184	246	320
净利润增长率	-	13%	80%	34%	30%
EPS(元)	0.26	0.31	0.45	0.70	0.92
EPS(备考)*	-	-	0.53	0.70	0.92
P/E	37.9	31.5	21.9	13.9	10.7

备注: 销售收入为简单相加, 没有抵销。EPS*为公司备考 EPS

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

1、与市场显著的差异：盈利及估值

1、09 年 EPS 约为 0.70 元。预计 09 年老产品略有增长 0-10%，毛利率、销售净利率改善的条件下将提升利润 10%，增加 EPS0.05 元；新产品包括活性粉体技术及游戏鼓项目将同比增加 4000 万利润，增加 EPS0.12 元，合计增加 EPS0.17 元，08 年备考的 EPS 预计为 0.53 元，因此 09 年 EPS 为 0.70 元。10 年的增长来自于 09 年大量新客户的培育，新市场的拓展，因此 10 年的利润增速将超过 20%。

2、游戏机领域的订单的持续性。微软对第二代游戏鼓的订单已经确认。09 年游戏鼓用橡胶销售预计为 3 亿元，比 08 年增加 2 亿。本订单结束后，如果游戏鼓产品继续升级，公司仍将获得持续的订单。与此同时公司和伟创利的合作关系将提升，未来公司将有机回获得其他游戏机产品橡胶订单。

3、估值水平仍有上升空间。公司目前估值水平不到 09 年 15 倍，合理估值将上升到 09 年 20 倍以上。市场将逐渐对公司的新技术、成长性进行估值。公司活性粉体资产的合理估值在 30 倍以上，09 年业务价值超过 6 亿，10 年超过 10 亿。公司未来几年能够实现超过 20% 的增长，按 CAGR=1 估值，公司合理估值在 20 倍以上。

2、09 年新老产品齐增长

产品同比小幅增长，新业务显著增长，合计销售将高速增长。预计 09 出口略有增长，内销正增长 10%。

公司 1-2 月份，在海外市场需求大幅萎缩情况下，出口仅下滑 10%。从现在订单看，公司 3、4 月份内销将正增长，出口将缓慢复苏。受益 4 万亿投资、汽车下乡，公司对长安微车、柳州五菱、金杯、比亚迪等整车厂商的销售大幅度增长，比亚迪销售上升到前 3 位。

游戏鼓用橡胶订单逐渐确认。目前微软对第二代游戏鼓的订单已经确认，09 年游戏鼓用橡胶销售为 3 亿元，比 08 年增加 200%。本订单结束后，如果游戏鼓产品继续升级，公司仍可获得持续的订单。公司和伟创利的合作关系将提升，未来游戏机的其他产品将可能产生需求，公司在 10 年仍可能在游戏鼓及其它游戏机上获得订单。

活性粉体技术进展顺利。该技术为国外成熟技术，公司已解决技术问题，局部申请专利，但大部分保密，未来 3 年内没有竞争对手。1、2 月份开始生产，目前进展顺利，内部开始使用。如果独立核算，该业务将超过 2000 万的利润。回收后的产品主要用在在中地端产品上，可以实现 20-30% 的添加比例。公司一年橡胶成本预计在 4 亿左右，如果公司 10% 的添加比例，实现净利润超过 2000 万，该业务合理估值在 6 亿市值以上。如果进展符合预期，9 年下半年将对外实现销售，如果顺利，利润将大幅度增长，为公司未来的成长提供了新引擎，预计 10 年将达到 4000-5000 万利润，业务市值将超过 10 亿，带来股价增厚 3 元以上。

除了游戏鼓外，公司在洗衣机领域的销售可能超预期，预计公司在 09 年可能在船舶、电力等其它设备上获得突破，为 10 年的增长打下基础。

中鼎减震，未来销售收入和销售净利率都将回升。此前公司由外资控股，中外合资方战略目标冲突，实际盈利能力、增速显著低于潜在盈利能力和增速。具体表现为中外合资双方同时计提高昂的管理成本，集

团关联交易高定价，金属骨架等原材料定价高；外资方限制合资公司海外销售，在 06-08 年行业高增长的黄金时期，公司海外市场无增长。在公司实现完全控股后，出口将进入高速增长阶段，目前新增了 46 家客户，其中 30 个客户为一级供应商。

3、毛利率改善、销售净利率将提升

此前我们曾担心因需求增速放缓，计毛利率会下降，从目前情况看原材料下降 10-20%，内销价格仅降低 3%，外销价格基本维持不变，由于原材料价格成本占比超过 50%，因此毛利率将提升。此外公司 09 年将严格控制费用，期间费用预计将低于 08 年；因此 09 年在销增长的情况下销售净利率将回升。

4、零部件商金融危机下重新洗牌，公司市场份额提升

公司出口占比超过 30%，目前主要出口区域为北美和西欧，其中主要为北美，北美销售 3 亿。公司在美国汽车市场大幅度下滑的情况下销售仅小幅度下降，原因在于公司的客户的覆盖面大幅度增加，因此受影响相对较小，如果全球市场重新复苏，公司出口市场将实现爆发式增长。

采购商关注零部件供应商的财务和现金流状况，以确定供应商的可靠和稳定性。GM 启动供应商财务检查，财务调查好的供应商将优先保留，风险大的将被淘汰。在本轮经济危机中，很多小的供应商财务状况急剧恶化，可能破产，即便不破产，可能因为财务状况不达标而被供应商淘汰，在本轮洗牌中，公司将凭借良好的财务状况和性价比，快速提升在全球整机及配套商中的地位，公司客户覆盖面大幅度提升，市场份额有望在未来 2、3 年内快速上升。

本轮金融危机，支付能力和收入下降，收入效应下，中低档车型及中低端橡胶件占比快速上升。公司产品处于国际中低端，因而将受益于产品结构的调整。

欧洲、北美橡胶件向中国转移的趋势在金融危机的刺激下有加速。从现在的询价情况看，产业向中国转移的趋势非常明显，公司未来的出口将大幅度增长。09 年到目前为止，公司参与询价及投标金额超过 5000 万美元。公司正争取某汽车巨头 2000 万欧元的订单。目前公司已实现在全球汽车空调和发动机冷却系统供应商前三中的德国贝洱（高端）、法雷奥（低端）的销售。TRW 全球有 4 亿欧元的需求，预计 4000 万欧元的需求将逐渐转移到中国采购，08 年 11 月份，公司获得其 650 万欧元的订单，预计 1 年内实现完毕，未来仍将有持续的订单，TRW 未来将成为公司的重要的客户。

5、AB 公司 09 年将扭亏

AB 已改名为中鼎 USA，员工已经由 142 人下降到 70 人。07 年销售收入为 2000 万美元，08 年下降到 1600 万美元。目前骨架、衬套由中鼎精工供货，成本 130 万下降到 100 万美元，延长 90 天付款期。AB 公司设备老旧，炼胶成本高，中鼎将以成本价转让给 AB 公司，预计可以为 AB 公司节约 100 万美元，预计 AB 公司将 09 年实现盈利。

6、新产品呈燎原之势，将实现跨周期的增长

公司新产品将成燎原之势，产品覆盖领域将大幅拓宽。公司除了游戏鼓领域取得突破外，目前在洗衣机门封将取得大幅增长，现有和潜在客户包括博世、西门子、博西威、GE（收购小天鹅）、惠而浦等。门封

预计单价预计在 80-100 元/台之间，09 年可以实现 5000 万销售。公司在 GE 的销售预计 10 年上半年可以实现销售。公司的营销策略是如果在一家实现销售，将采取对同一行业多点突破的方式开拓市场，预计公司在洗衣机市场未来的增长空间较大。

此外船舶、国防军工、电力传输、工程机械等领域等待突破，未来或许给我惊喜。

公司在本轮经济周期的低谷 09、10 年增长确定，同时为下一轮经济周期储备了大量的客户、产能、合作项目，如果全球和中国经济进入新一轮增长，公司的销售将呈现爆发式的增长，实现横跨 2 个周期的增长的高速增长。

数据及信息提示：

1、全球汽车销量：6500（08）-6000 万（09 年预计），每车用非轮胎橡胶 1400 元左右，不考虑维修市场，预计新车橡胶需求全球 1000 亿人民币规模。

2、2007 年我国洗衣机产量为 3400 万台，滚筒洗衣机销量为 600 万台，中国产量占世界产量 35-40%。全球洗衣机年产量超过 8000 万台，橡胶件需求超过 700 亿。

3、公司销售存在季节性：1-3 月份淡季；4-9 月份旺季，10-12 淡季。

4、2008 年报预约披露时间 2009-04-22

表：公司本部 单位：万

	2005	2006	2007	2008H	2008	2009	2010
销售收入	32441	40254	62510	35206	80000	104000	124800
YOY		24.1%	55.3%		28.0%	30.0%	20.0%
毛利率			28.1%	31.3%	30.0%	30.0%	30.0%
税前利润率			20.8%	21.8%	16.5%	16.0%	17.0%
有效税率			24.8%	22.6%	15%	15%	15%
销售净利率	15.0%	15.0%	15.7%	16.9%	14.0%	13.6%	14.5%
净利润	4866	6038	9789	5938	11220	14144	18034
EPS0（3.15 亿股）			0.31		0.36	0.45	0.57
EPS1（3.55 亿股）					0.32	0.40	0.51

中鼎泰克

单位(百万)	2006	2007H	2007	2008H	2008Q3	2008E	2009E	2010
收入	69.6958	49.898	106.8	64.9	93.0	120.7	138.8	166.6
YOY	47.39%		52%	27%		13%	15%	20%
营业利润	17.052	14.221	26.9		23.4	30.2	31.9	38.3
营业利润率	24.47%	28.50%	25.16%		25.15%	25.00%	23.00%	23.00%
净利润	14.6	11.8	24.8	17.2	20.0	24.1	27.8	33.3
YOY	526.7%		69.7%	45.1%		-2.7%	15.0%	20.0%
税率	0.0%		12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	
净利润率	21.0%	23.7%	23.2%	26.5%	21.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股权比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
权益净利润	7	6	12	9	10	12.1	13.9	17
EPS1（3.15 亿股）			0.04	0.03	0.03	0.04	0.04	0.05

单位：百万
中鼎模具

单位(百万)	2006	2007H	2007	2008H	2008Q3	2008	2009	2010
收入	37.0448	23.076	51.3	30.0	49.6	56.4	64.9	77.9
YOY			39%	28%		10%	15%	20%
营业利润	17.583	9.943	24.3		22.4	31.4	40.8	53.0
营业利润率	47.46%	43.09%	47.26%		45.20%	45.00%	43.00%	42.00%
净利润	13.7157	6.667	18.0	10.6	16.8	16.9	19.5	23.4
税率	33%	33%	33%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润率	32.5%	28.9%	35.0%	35.2%	33.9%	30.0%	30.0%	30.0%
股权比例	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
权益净利润	13.7	6.7	18.0	10.6	16.8	16.9	19.5	23.4
EPS1 (3.15 亿股)			0.06	0.03	0.05	0.05	0.06	0.07

中鼎减震

单位(百万)	2006	2007H	2007	2008H	2008	2009	2010
收入	266.8768	188.9	405.1	223.7	486.1	559.0	642.9
YOY	205.41%		52%	18%	20%	15%	15%
营业利润	9.521	10.3	28.2		125.8	163.5	212.5
营业利润率	3.68%	5.47%	6.96%		8.00%	10.00%	11.00%
净利润	11.4	10.3	29.1	12.7	27.7	33.5	45.0
YOY			156.4%	23.1%	-4.8%	21.1%	34.2%
税率	0%	0%	0%	15%	15%	15%	15%
净利润率	4.3%	5.5%	7.2%	5.7%	5.7%	6.0%	7.0%
股权比例	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
权益净利润	10.8	9.8	27.7	12.1	26.3	31.9	42.8
EPS1 (3.15 亿股)			0.09	0.04	0.08	0.10	0.14

资料来源：光大证券、上市公司

中鼎精工

单位(百万)	2006	2007H	2007	2008H	2008	2009	2010
收入	16.6001	75.864	174.4	105.5	200.6	230.7	265.3
YOY			951%	30%	15%	15%	15%
营业利润	0.344	10.621	23.3		43.4	76.0	102.5
营业利润率	2.30%	14.00%	15%		15%	15%	18%
净利润	-2.39	7.359	26.0	15.3	21.8	25.9	35.8
税率	0%	0%	0%	0%	25%	25.0%	25.0%
净利润率	-14.4%	9.7%	14.9%	14.5%	10.9%	11.3%	13.5%
股权比例	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
权益净利润	-1.8	5.5	19.5	11.4	16.4	19.5	26.9
EPS1 (3.15 亿股)			0.06		0.05	0.06	0.09

资料来源：光大证券、上市公司

表：备考总利润高速增长

	2006	2007	2008H	2008	2009	2010
公司原有净利润	60	98	59	112	141	180
收购资产净利润	30	78	43	72	85	110
新科活性粉体					20	30
总净利润	90	175	102	184	246	320
YOY				4.8%	33.8%	30.0%
EPS1（老股本，2 资产收购）				0.45	0.56	0.70
EPS2（收购、新股本）	0.26	0.49		0.53	0.70	0.92

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

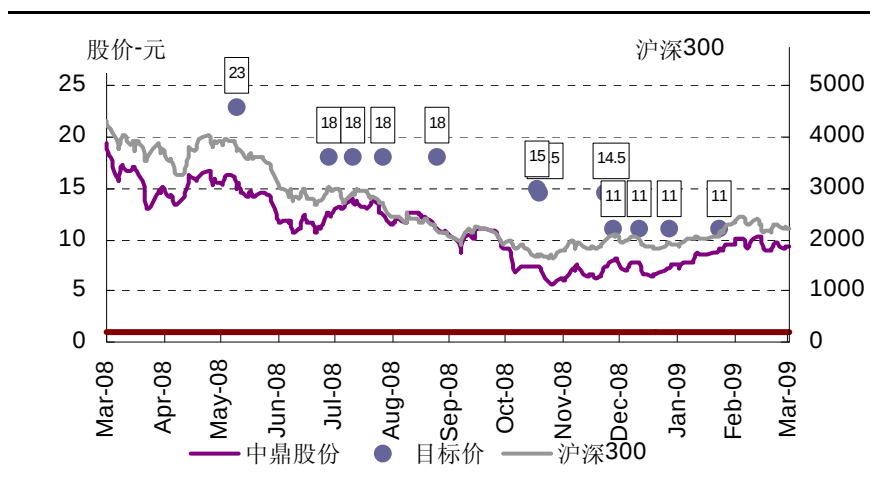
分析师声明

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、竞争性因素以及光大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。

投资建议历史表现图

中鼎股份（000887）

分析师：邱世梁



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2007-08-15	13.79	16.00	增持
2007-09-02	14.26	17.70	买入
2007-10-23	16.88	25.55	买入
2007-12-05	15.70	25.50	买入
2008-02-18	21.60	30.00	买入
2008-03-06	23.16	30.00	买入
2008-05-20	16.09	23.00	买入
2008-07-09	12.70	18.00	买入
2008-07-21	13.60	18.00	买入
2008-08-07	12.70	18.00	买入
2008-09-05	11.45	18.00	买入
2008-10-28	7.45	15.00	买入
2008-10-29	7.45	14.50	买入
2008-12-04	6.36	14.50	买入
2008-12-07	7.46	11.00	买入
2008-12-22	7.85	11.00	买入
2009-01-07	7.20	11.00	买入
2009-02-03	8.70	11.00	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

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

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 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。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。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，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。