

关注公司产业链外延式发展

中鼎股份 (000887)

评级: 增持 (首次)

股价: 12.58 元

目标价位: 13.86 元

调研报告

2008 年 5 月 15 日 星期五

赵世光, 李涛
021-50586660-8637
zsg@longone.com.cn
lt@longone.com.cn
汽车行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	13.86
升值潜力 (%)	10.17
目标价确定日期:	2009-5-15

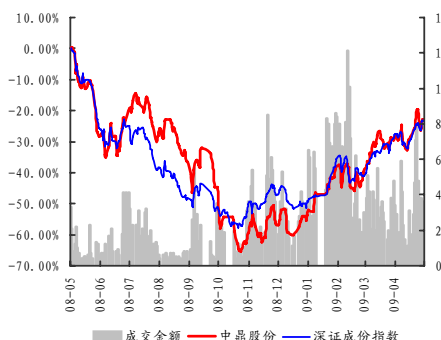
重要数据

总股本(亿股)	3.55
流通股本(亿股)	1.05
总市值(亿元)	44.66
流通市值(亿元)	13.21

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	8.64	2.71
3 个月	24.43	5.62
6 个月	90.03	36.10

个股相对深圳成分指数走势图



投资要点

□ 4 月份汽车销量创历史新高, PMI 指数继续回升, 保证公司主业稳定发展。

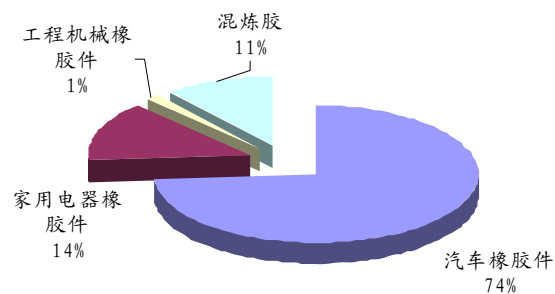
4 月份, 汽车销售 115.31 万辆, 环比上升 3.91%, 同比上升 24.97%。4 月份汽车累计销量为 383.19 万辆, 同比增长 9.43%, 说明购置税下调、养路费取消、政府补贴等各项汽车产业振兴规划已初显成效, 汽车需求集中释放。4 月份汽车销量脱离往年季节性走势实现较快速增长。4 月份乘用车和商用车销量分别为 83.10 万辆和 32.21 万辆, 同比分别上升 37.37%和 1.38%。其中轿车销量达到 59.15 万辆, 同比增长 33.04%, 环比增长 8.34%。乘用车中, 小排量乘用车仍然维持前两个月的增长态势成为增长主要动力, 中高级车也出现较大幅度增长, 显示购置税等政策对中高级车的抑制作用正逐步减弱, 该级别车的刚性需求开始释放。商用车中轻卡受汽车下乡等政策刺激成为商用车销量增长的主要推动力。4 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 上升为 53.5%, 比上月提高 1.1 个百分点。自去年 12 月份以来, 该指数已连续 5 个月回升, 同去年 11 月份创下的最低点相比, 目前已经上升了 15 个百分点。本月 20 个行业中, 电气机械及器材制造业、交通运输设备制造业、饮料制造业等 15 个行业高于 50%。PMI 持续回升显示了公司下游企业采购意愿的增强, 为公司主业稳定发展奠定了良好的基础。

□ 汽车配套橡胶件仍是公司主要业务来源, 目前正积极拓展新业务领域。

公司产业链完善, 拥有炼胶、模具开发和加工成形等橡胶产品制造过程的全部生产流程。从公司主营各项业务来看, 汽车橡胶件仍然是主要业务来源, 发展较为稳定。工程机械橡胶件和家用电器橡胶件是公司的传统业务, 但随着公司汽车业务和消费电子橡胶件业务的拓展占比逐步减少。混炼胶业务作为其它橡胶制造业务的上游, 收入贡献较为稳定。从 2008 年起, 公司积极拓展新业务领域, 其中游戏鼓膜片实现销售收入 1500 万美金, 2009 年微软第二代游戏鼓订单已经确认, 订单规模大于 08 年。公司将于下半

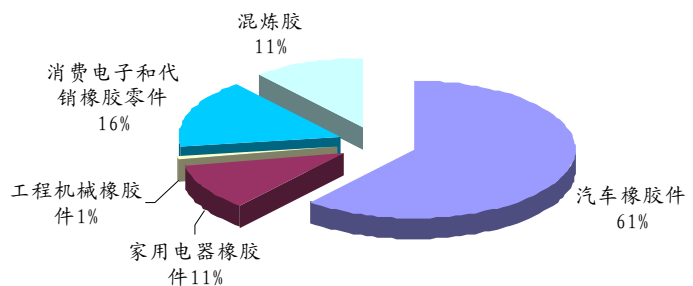
年生产，预计未来游戏鼓产品继续升级，公司仍将获得后继订单。与此同时公司与伟创利的合作关系将提升，公司有望获得其它游戏机橡胶件产品订单。

图1. 2007 年公司主营构成



资料来源：东海证券研究所，公司公告

图2. 2008 年 1-9 月公司主营构成



资料来源：东海证券研究所，公司公告

另外公司正积极拓展船舶、电力和军工领域，但短期内开始供货的可能性较小。

- **通过定向增发和自有资金收购集团资产，扩大产业规模。**公司通过募集资金和自有资金收购了集团旗下的中鼎泰克 50% 股权、中鼎模具 100% 股权、中鼎精工 75% 股权和中鼎减震 95% 股权。中鼎泰克和中鼎模具已并入 2008 年报，中鼎减震和中鼎精工从 2009 年起计入合并报表。中鼎模具和中鼎精工主要作内部服务。中鼎减震从事减震橡胶件制造，具有较高的技术含量。产品主要为上汽、一汽、北京现代、广州本田、奇瑞、江铃等国内知名汽车制造企业作配套，目前已开始为欧美和日系车作配套。中鼎泰克为中鼎和韩国泰克的合资公司。主要为海外和国内汽配厂商配套，目前客户

有德尔福、博世、德国大陆、美国天合 TRW 等知名汽配公司。中鼎泰克和中鼎减震都位于宁国经济开发区新区，厂房内还有大于 50% 的闲置空间，因此短期内扩产需求很容易满足

- **人力成本低廉，公司具有较强成本优势。**公司产品成本构成为，原材料占 60%、制造费用占 25%、人工费用占 15%。原材料由天胶、合成胶、金属、碳黑，以及添加剂、硫化剂等化工材料构成。其中天胶、合成胶和金属对成本影响较大。目前上述原材料价格在低位盘整，公司毛利率增长较快，08 年 4 季度和 09 年 1 季度毛利率都达到 33% 以上。同时，安徽宁国较低的人工工资也使得公司成本优势较为明显。由于非轮胎橡胶件的加工属于劳动密集型，每辆汽车的橡胶配件可多达 200 种，橡胶配件随车型变化也较大，因此模具和橡胶配件加工需较多人力配合。宁国人力资源充裕，当地有众多橡胶加工的小企业，熟练工人很多，公司具有丰富的资源优势。公司从今年开始采用活性粉体技术，其主要原理是将橡胶件边角料重新分类回收利用，预计该技术将使公司毛利率增长 2 个百分点。综合预计公司未来毛利率有望维持在 30% 左右。
- **公司外延式发展预期明确。**从年初起，包括通用、宝马、奔驰等海外知名厂商向公司的询价量出现迅速增长，目前已超过 5 千万美元，超出去年两倍以上。我们认为国外汽车企业目前正陷入困境，公司良好的产品性价比和现金流财务状况将提高公司非轮胎橡胶件供应商的地位。未来有多少询价转换为实际订单还不能确定，但预计公司今年出口销售额将继续提高。2009 年 4 季度。中鼎泰克将执行 TRW 的 4000 万左右的合作。由于 TRW 非常重视与公司的合作，对公司的认证也较为严格，因此我们认为一旦进入实质性执行期，TRW 将会与公司进行长期合作。中鼎泰克 2008 年主营收入已达到 1.16 亿元，预计 2010 年将达到 1.6 亿元左右，后继发展增速也非常可观。公司在家用电器橡胶件方面已为博西威配套生产滚筒洗衣机密封圈，该类密封圈以往主要靠进口，公司进入此领域替代进口潜力很大。公司游戏鼓等电子消费橡胶件在 2008 年已带给公司丰厚回报，预计未来这一领域的销售收入占比还会继续加大。同时公司在船舶、电力和军工领域如能有所突破，将带给公司更大的成长性。
- **非轮胎橡胶件龙头地位明显，给予增持评级。**公司汽车橡胶件业务随着汽车产业的平稳发展将保持 5% 以上的稳定增速，TRW 合同将在 2010 年贡献利润。公司家用电器橡胶件中滚筒洗衣机密封圈业务具有较好成长性，

但考虑滚筒洗衣机为中高档洗衣机，受此次家电下乡的影响没有低档洗衣机大，短期内难以形成较强利润增长点。公司活性粉体技术能有效降低生产成本，但该技术只能应用于同配方比例的橡胶件中，公司虽然现在已与一些轮胎企业达成外销意向，但其方式只能是公司帮助轮胎企业将废料回收再应用于同类轮胎中，由于配方比例不同和运输成本限制，预计该业务短期内出现大幅增长的可能性较小。考虑 2009 年中鼎减震和中鼎精工合并入公司报表，销售收入会出现较大增长。基于上述假设，预计公司 2009 年和 2010 年每股收益为 0.63 元和 0.75 元。目前汽车零部件 2009 年预测市盈率为 20.27，而轮胎预测市盈率为 29.78，综合考虑给予公司 22 倍市盈率，目标价为 13.86 元。结合 5 月 15 日收盘价，给予“增持”评级。

主要财务指标					
	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入（百万元）	222	625	1,025	1,708	1,883
营业收入增长率（%）	312.4%	182.0%	64.0%	66.6%	10.27%
营业利润（百万元）	1	99	154	254	300
营业利润增长率（%）	-100.63	12686.30	54.65	65.29	18.01
净利润（百万元）	-6	98	133	198	237
净利润增长率（%）	-175.8	-1861.5	36.4	48.5	19.73%
每股收益（元）	-0.02	0.28	0.38	0.63	0.75
每股净资产（元）	0.37	1.45	1.53	1.97	2.49
PE (X)	-629	44.93	33.11	19.97	16.77
PB (X)	34	8.67	8.22	6.38	5.05

附注:

分析师简介及跟踪范围:

赵世光, 汽车行业分析师, 获上海交通大学机械工程学院 CIM 研究所博士学位。拥有 8 年大型跨国公司产业经验和证券业从业经验。擅长数量分析, 对相关产业发展有深入理解。

重点跟踪公司: 威孚高科、中国重汽、风神股份、科力远、一汽轿车、启明信息、云内动力、黑猫股份

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122