

中鼎股份（000887） 汽车零部件

—跨越经济周期的优良投资品种

投资评级	谨慎推荐	公司评级	A	收盘价	13.10	元
------	------	------	---	-----	-------	---

投资要点：

●非轮胎汽车橡胶件的龙头企业，已配套汽车领域、家电领域和消费电子类领域，规划进入军工、船舶、电力和铁道领域，为全国最具综合性的橡胶零部件企业。

●公司研发实力强，规模优势明显。在非轮胎橡胶行业存在一定的技术壁垒和进入门槛这样的竞争格局下，在下游市场空间巨大的背景下，公司有望扩大其产品覆盖面以大幅提高其市场份额。

●定向增发收购中鼎泰康、中鼎减震、中鼎精工和中鼎模具，资产注入后，大大完善公司产业链，提升协同效应，发展成炼胶、制模、硫化一体化的产业结构，还简化了经营流转程序，大幅减少关联交易，避免潜在的同业竞争。

●公司销售情况看好，海外市场下滑影响不大。公司销售在 1 月份进入低点后，2 月后销售迅速反转，2 月、3 月销售都维持在 30% 以上的环比增长，4 月销售收入环比增长 15% 左右，创单月销售历史新高。随着国内汽车销售的进一步回暖，公司的月销售将维持高位。

●原材料（橡胶件和金属材料）价格下降有利于毛利率的提升。

●安徽新科活性粉体公司的活性粉体技术的边角料循环使用将降低材料成本 10%-15%。

●预计 2009 年/2010 年的 EPS 为 0.62 元和 0.71 元，对应公司股票 6 月 2 日 13.42 元的收盘价，PE 估值分别为 21.6 倍和 18.9 倍，给予“谨慎推荐”评级

●风险提示：

国内汽车产销能否保持稳定增长的风险；海外汽车市场持续低迷的风险；公司进入其他领域的不确定性风险。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入（万元）	62,509.69	102,536.89	138,000.00	172,500.00
营业收入增长率		64%	34.6%	25%
净利润（万元）	9,786.60	13,349.17	22,086.86	25,233.22
净利润增长率		36%	65.4%	14.2%
EPS（元）	0.31	0.42	0.62	0.71
P/E	43.2	31.9	21.6	18.9

2009 年 5 月 25 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	15.50/5.66
上证指数/深圳成指	2651.41/10369.14
50 日均成交额(百万元)	30.51
市净率(倍)	9.68
股息率	

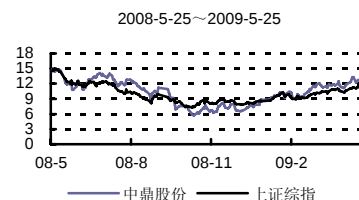
基础数据

流通股(百万股)	104.63
总股本(百万股)	354.63
流通市值(百万元)	1370.69
总市值(百万元)	4645.64
每股净资产(元)	1.35
净资产负债率	116.27%

股东信息

大股东名称	安徽中鼎控股(集团)股份有限公司
持股比例	66.74%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：	闻祥
电 话：	021-51097188-1870
电 邮：	
联系人：	朱厚中
电 话：	(86-21) 51097188-1853
电 邮：	zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址：	中国上海市浦东新区南汇路 379 号金穗大厦 15F（200120）

第 1 部分 中鼎细分市场空间巨大

中鼎股份为我国非轮胎汽车橡胶件的龙头企业，公司经营范围为密封件、特种橡胶制品的研发、生产、销售与服务，主要配套于汽车、家电、工程机械等领域。

公司具有成长为世界级非轮胎橡胶件生产商的潜质，符合我们对成长股选择的条件。我们选择的条件是细分市场空间巨大，公司在细分行业的份额具有较大的提升空间，公司具有较强竞争优势。巨大的外部市场和公司竞争优势将支撑公司安然度过经济危机，为跨经济周期的优良投资品种。

1.1 橡胶零部件细分市场空间巨大

橡胶零部件是机械工业产品的重要基础件，主要应用于汽车、工程机械、液压气动等行业，其中汽车行业需求约占总需求量的 50% 以上。

1.1.1 公司配套的汽车领域

公司 70% 的主营业务为配套汽车领域的汽车橡胶产品，汽车发动机系统、制动系统、转向系统、驱动系统、车身系统、底盘系统、三滤系统和电器及车灯系统的橡胶零部件产品公司均生产，汽车用的橡塑产品种类齐全。公司的国内配套于上海大众、上海通用、比亚迪、奇瑞汽车、武汉神龙、郑州日产等等，进入了通用福特、克莱斯勒、大众、奔驰等国际知名汽车公司的全球采购平台，拥有象 TRW、VALEO 等全球优秀零部件企业客户。公司的销售机构遍及全国 14 个汽车生产城市。

图 1：公司销售机构所在城市

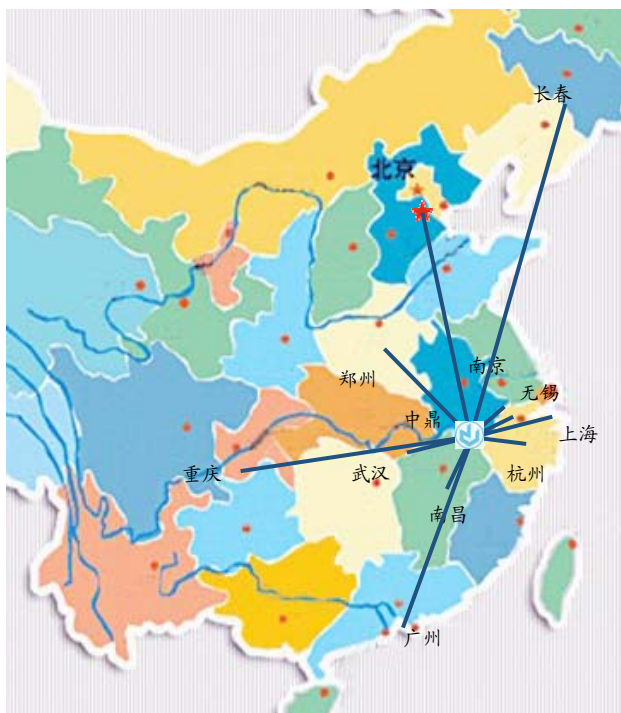
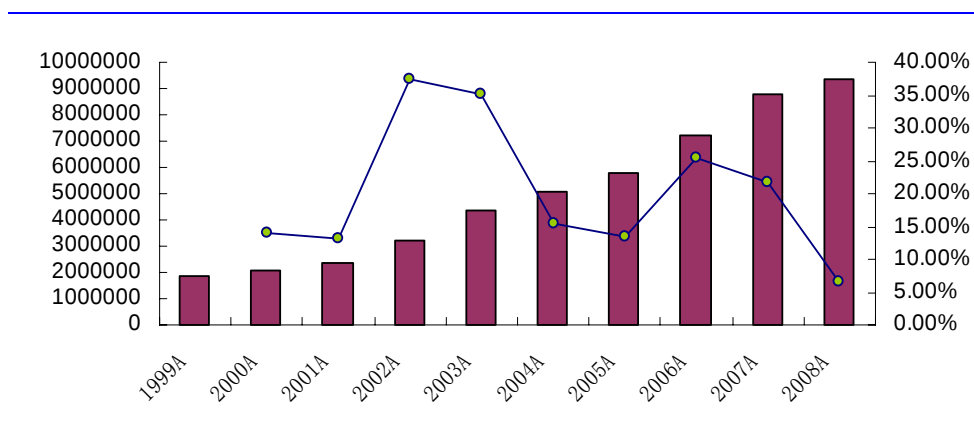


图 2：公司主要客户



据了解，非轮胎橡胶件价值占车总价的 1%，2008 年我国实现的汽车整车和改装汽车的工业总产值为 1.28 万亿元，以此计算主机配套市场为 128 亿元规模。2009 年我国汽车销量将超 1000 万辆大关，未来几年我国汽车产销的复合增长率仍将维持在 10% 左右，因此主机配套的非轮胎橡胶件市场规模将保持稳定增长。

图 3：1991 年-2008 年我国汽车年销量和同比增长



资料来源：中国汽车工业信息网 国元证券研究中心

汽车维修售后非轮胎橡胶件的更换需求的市场容量大于主机配套市场容量，随着汽车保有量的快速增长，此块市场也将保持将高增长，公司争取更大的市场覆盖面，将由主机及零部件配套逐步渗透至维修市场。

海外市场下滑对公司影响不大。公司 2009 年一季度海外销售同比下滑 18%，好于欧美汽车产销同比下滑 30%多的水平，因外销占总销售的比重为 20%左右，因此海外市场的下滑对公司销售影响不大。近来，公司收到国外大型汽车厂商的询价较多，金融危机背景下，汽车零部件企业竞争激烈，从低成本向低成本转移的趋势更加明显。目前公司接受的询价金额已达 5000 万美元，但询价更多的是试探和博弈，能否和何时转化成订单仍具有很大的不确定性。主机厂更多地倾向于选择财务稳定产能充足的公司作为其配套供应商，一是能够稳定供货，二是能够承受较长的付款期限以利于主机厂的资金流动。由于公司 2009 年 2 月刚增发完成募集 2.4 亿元，从集团层面来说资金比较充足。从长远看，金融危机对公司有利，在海外经济逐渐复苏后，公司将更多地进入国际汽车厂商的配套体系，公司将是跨越经济周期的优良投资品种。

1.1.2 公司配套非汽车领域

公司的主要配套于汽车领域，汽车行业的发展直接对公司产生影响。公司为提高橡胶件销售收入，拓宽配套领域，避免单一汽车行业的波动对公司业绩的影响，公司战略调整为由汽车行业改变为以汽车为主、同时配套其他相关领域。

公司配套于家电领域。早在 90 年代初期，公司已经配套家电市场，后因家电产品的低毛利率导致给家电配套的橡胶件的毛利率也较低，因此公司将主要精力放在汽车市场。2008 年，公司在家电市场实现了重大突破，现给家电领域配套的主要产品有洗衣机用油封、洗衣机、空调、电机、吸尘器、热水器等用橡胶件。主要配套客户包括伊莱克斯、惠而浦、松下、格力等洗衣机和空调厂商，目前正与东芝、美的等家电厂商进行协同开发。我国家电市场容量较大，2008 年我国洗衣机的产量为 4231.14 万台，同比增长 9.7%；空调产量为 8307.2 万台，同比增长 3.65%。2009 年在“家电下乡”和“家电以旧换新”等刺激内需政策的影响下，洗衣机和空调将分别保持 8%和 3.5%的同比增长。洗衣机市场中，1/3 销售的为滚筒洗衣机，因此洗衣机密封圈的年需要量为 1400 万个左右。由于洗衣机密封圈的形状复杂，密封性要求高，目前我国洗衣机密封圈几乎全部进口，公司生产的洗衣机密封圈由于成本占据成本优势，进口替代潜力较大。公司生产的洗衣机门封密封件已配套于西门子-博西威。由于博西威的股东之一小天鹅被 GE 收购，因此公司

为博西威配套也即进入了 GE 的采购视野范围之内，公司有望进入家电行业的全球采购链。

公司配套于消费电子领域。公司已获得伟创力电子鼓订单，总价值在 5500 万美元左右。经过去年上半年的开发，去年四季度形成批量供货，完成销售 1500 多万美元。剩余订单将会在产品改进后继续履行，这将有效弥补汽车领域外销下滑带来的业绩下滑。

工程机械领域公司也已有配套，已配套于卡特彼勒的工程机械企业，目前正在开发三一、柳工等工程机械龙头公司。

军工、船舶、电力和铁道等领域是公司未来增长点。当然公司进入新的配套领域存在诸如市场、时间、准入门槛等一系列不确定因素，如对于军工行业目前公司正在进行相关的认证以获得武器装备生产许可证，但我们仍然持有能够顺利进入这些领域的预期。

1.2 研发实力和规模优势有利于中鼎在行业内的发展

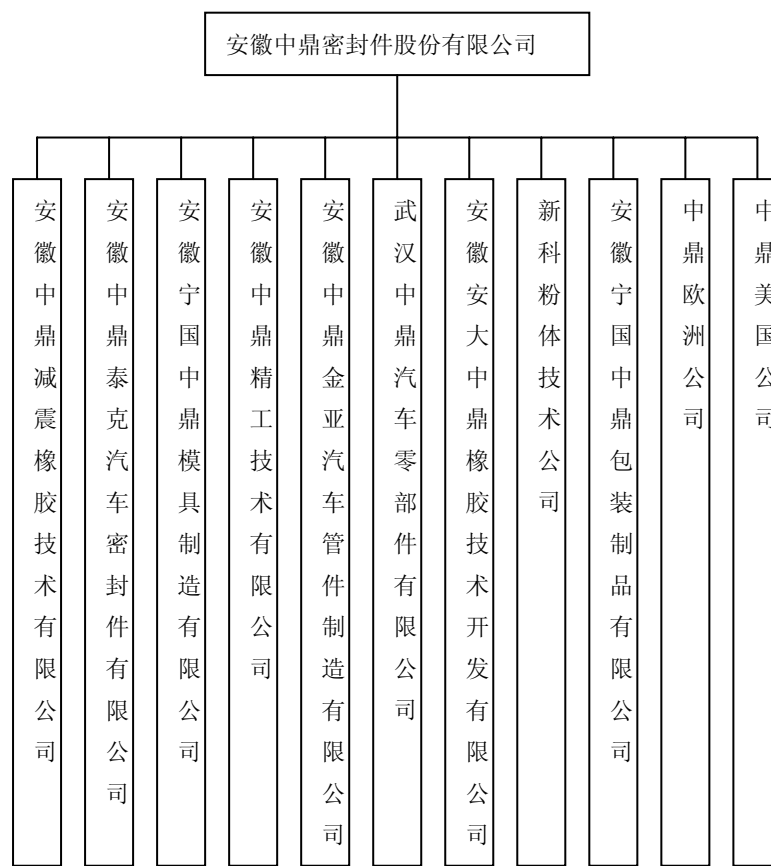
中鼎所处的非轮胎橡胶行业存在一定的技术壁垒，主要体现在优化设计、原料配方、模具开发三方面。中鼎股份的研发实力强，在 2008 年 1 月、9 月和 12 月分别被认定为“国家创新型试点企业”、“安徽省创新型企业”、“高新技术企业”，公司拥有行业内唯一的国家认定企业技术中心。公司先后与上海交大、清华大学、青岛科技大学、安徽大学等高校建立产、学、研关系，开展技术研究与合作。目前研发已覆盖配方工艺研究、物性实验、产品试验、产品检测、金属材料分析、材料研发、模具制造等。不同整车厂对同样的零部件的材质要求都不同，中鼎已掌握 4,500 种原料配方，与全球 50 强橡胶企业规模相当。与整车厂同步开发新产品需要拥有较强的模具开发能力，国内多数企业都将该业务外包，产品开发速度慢，而中鼎拥有模具开发能力，每年新产品多达 7000-8000 种。

中鼎的另一优势在于其规模，2008 年的销售收入为 10.25 亿元，国内排名第二的际华三五七橡胶制品公司销售收入不超过 4 亿，中鼎股份的龙头地位显著。此外，多数橡胶件企业要么属于综合类橡胶制品厂，不专注于汽车用橡胶件，要么属于整车厂的附属企业，独立性和规模较小，国内规模最大、专注于汽车非轮胎类橡胶件制品的生产企业只有中鼎一家；我们认为中鼎股份的规模优势是较为明显的，在其余企业产销规模难以扩大的竞争格局下，中鼎有能力继续提高其市场份额。

第 2 部分 增发收购，完善产业链

2009 年 2 月公司以每股 6.16 元定向增发 4000 万股募集资金净额 2.33 亿元收购中鼎泰克 50%股权、中鼎模具 100%股权、中鼎减震 95%股权和中鼎精工 75%股权。收购完成后公司的子公司如下图所示。

图 4：中鼎密封件股份有限公司子公司一览表



资料来源：公司公告 国元证券研究中心

2.1 收购资产介绍

中鼎泰克

中鼎泰克股东为宁国中鼎、韩国 Hankook Sealtech Inc(HST)。其中宁国中鼎，韩国 Hankook Sealtech 各出资占比 50%；外资股东韩国 HST 公司系专业生产汽车制动系统橡胶件的企业，具有世界领先水平的生产工艺和加工技术，具备年产 1.5 亿件的生产规模，产品主要为北美 GM、美国德尔福、伦福德、TRW、法雷奥全球采购系统及韩国现代、大宇、金龙、起亚四大汽车公司等配套。

中鼎泰克目前主导产品为汽车制动系统配套用橡胶制品。作为目前国内制动系统用橡胶制品骨干生产企业，目前已经与国内 40 多家主要汽车制动器总成制造厂家建立了战略合作伙伴关系，具备与主机厂进行同步开发的能力。其部分产品成为国内同类产品采购的第一选择，并替代进口。公司目前产品国产化市场占有率超过 60%，为国内最大的汽车制动系统橡胶件生产企业。

中鼎模具

中鼎模具股东为宁国中鼎，宁国中鼎占注册资本的 100%。中鼎模具系安徽省高新技术企业，主要从事汽车橡塑制品及金属冲压等行业用模具的设计、开发与制造，直接或间接为汽车主机厂及零部件企业提供模具配套服务。中鼎模具为中国汽车橡胶零部件模具定点骨干生产企业之一，拥有国内最先进的模具加工中心等关键生产设备，其模具技术设计和制造水平处于国内同行业领先水平。

中鼎减震

中鼎减震成立于 2005 年 5 月，主要从事汽车等行走机械及其它用橡胶减震产品研发、制

造与销售。总部设立在安徽宁国，在上海青浦设有生产基地。中鼎减震技术装备先进，制造工艺成熟，年生产能力达 3000 万件，拥有包括日本湿式喷砂磷化线、日本三友橡胶注射成型机、德国德仕玛橡胶注射成型机、德国衬套式液封装配机、台湾真空及热压硫化机以及日本三轴向耐久试验机和美国 MTS 疲劳试验机、臭氧老化箱等代表国际最高水平的生产、检测及试验设备 300 多台（套），可满足汽车工业用减震产品技术同步研发的战略需求。中鼎减震顺应全球经济发展潮流，谋求在减震产品专业领域做强、做精、做深，全面提升核心竞争力，打造世界级优秀企业，以高科技研发、先进制造为平台，矢志为国内、国际汽车工业提供最优质的配套产品和服务。

中鼎精工

中鼎精工为安徽省高新技术企业，主要从事汽车金属件的设计与制造。中鼎精工股东为宁国中鼎，宁国中鼎出资 2000 万元，占注册资本的 100%。中鼎精工的汽车金属件产品已经形成规模化生产，客户包括芜湖奇瑞、上海大众、一汽大众、上海通用、神龙汽车、郑州日产、海南马自达、江西江铃等国预案内知名汽车主机厂家；产品已出口到美国、德国、日本以及东南亚等国家和地区。

随着产品结构逐步优化，中鼎精工技术层次和研发水平得到显著提高，生产方式更加先进，市场地位得到稳步提升，管理机制更加科学合理。中鼎精工将集中资金、技术、人才，开发对世界经济发展具有长远意义的汽车零部件新产品、新技术，逐步成为安徽省最大的汽车金属件生产基地。

2.2 收购后形成较为完整的产业链

中鼎泰克和中鼎减震的主要产品为汽车制动系统和汽车减震系统橡胶件，收购后公司生产除汽车玻璃橡胶件外的所有非轮胎汽车橡胶件，成为全国最具综合性的橡胶零件生产企业。收购中鼎模具和中鼎精工，大大完善公司产业链，提升协同效应，发展成炼胶、制模、硫化一体化的产业结构。公司产品的生产流程基本相同，为：订单→配料→（中控室）→密炼→翻炼、出片、冷却→称量包装、检验→入库，这样为公司进入不同的配套领域，提升规模效应提供便利。

公司收购资产后，不仅简化了经营流转程序，还大幅减少关联交易，避免潜在的同业竞争。

2.3 收购公司的资产优良，对 EPS 增厚明显

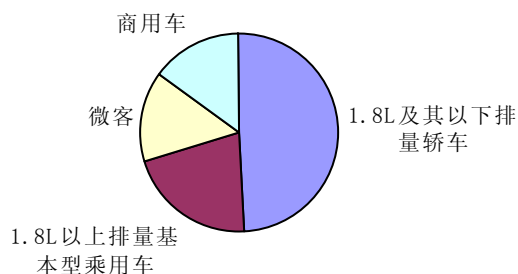
从 2009 年 1-4 月份公司本部和收购四家公司的对外的销售收入比较看（关联交易因合并报表抵消而不考虑），公司本部的销售收入为 1.5 亿元左右，收购公司的销售收入为 1.7 亿元，在毛利率大体相同的情况下，收购公司的利润贡献将大于本部的利润贡献。此次收购，股本从 3.14 亿股增加到 3.54 亿股，增加 12.71%；利润增长将翻番，收购对 EPS 增厚明显。

第 3 部分 公司经营情况

3.1 汽车销售回暖促进公司销量增长

公司最主要的配套领域为汽车行业，因此汽车的产量将直接影响到公司的销量。从其配套的细分车型来看，轿车配套为最主要部分，其次是微客，其中在配套的轿车中 70%是 1.8L 及其以下排量的轿车。

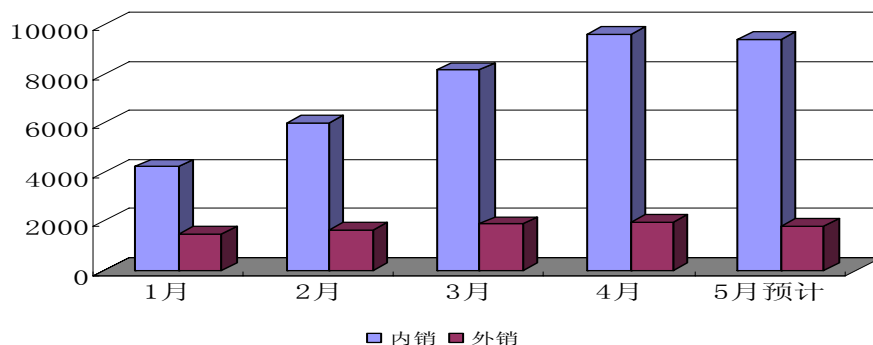
图 5：中鼎股份配套各细分车型比重



资料来源：国元证券研究中心

因公司主要配套于小排量乘用车和微客，这两个车型是我国 2009 年车市回暖的主要增长车型，因此公司受金融危机影响不大，1 月份销售进入低点后，销售迅速反转，2 月、3 月销售都维持在 30% 以上的环比增长，4 月销售收入环比增长 15% 左右，创单月销售历史新高，预计 5 月销售仍将保持在高位，公司现有订单已经排满到 8 月份。随着国内汽车销售的进一步回暖，公司的月销售将维持高位。

图 6：中鼎股份月销售趋势（单位：万元）

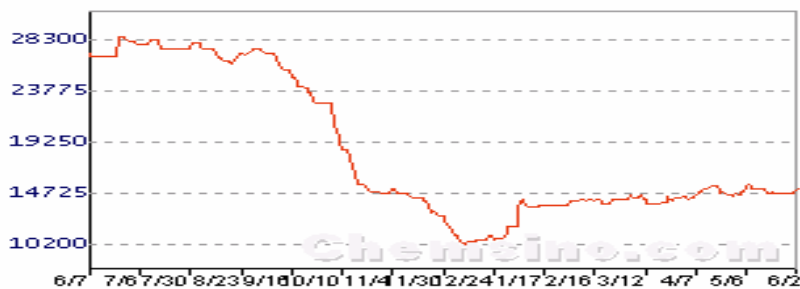


资料来源：国元证券研究中心

3.2 原材料价格的下降刺激毛利率上涨

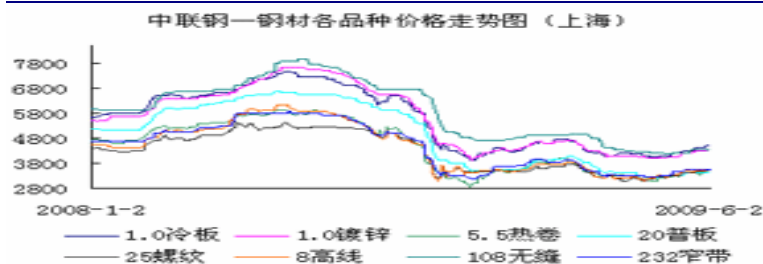
公司产品的原材料成本约占产品成本比重的 65% 左右（产品结构不同有所差异），其中原材料主要为橡胶和金属材料，二者的比例约为 3 : 2。天然橡胶占比为 40% 左右，合成橡胶占比为 50% 左右，其余为特种胶。从近一年平均价格走势看，天然胶价格下降约 45%，合成胶价格下降约 20%，金属材料的价格也大约下降约 20%。因此，加权计算，在产品结构保持相同的前提下，09 年材料成本比 08 年下降约 25%，总产品成品约下降 16% 左右。成本的下降引起的毛利上升将不可避免地伴随商共享，虽产品价格将相应下降，但毛利率仍会有一定程度上升。

图 7：天然橡胶（标准胶 1#）近一年价格走势



资料来源：化工在线 国元证券研究中心

图 8：钢材各品种价格走势图



资料来源：中联钢 国元证券研究中心

3.3 新技术的边角料循环使用有效降低成本

公司投资 2000 万元设立全资子公司“安徽新科活性粉体技术有限公司”，该公司的经营范围为废橡胶、热固性废塑料活性粉体、活化改性剂制品等的研发、生产、销售。主要是将公司生产过程中模压橡胶制品的废边及不合格品，通过人工修剪后用机械和化学的方法再回收再利用，可降低公司原材料成本约 10%-15%，提高公司的盈利能力。现该公司已处于试运行阶段，未来该公司将实现专业化生产，除正常配套服务于本公司外，还将面向社会，产生更大的经济利益和社会效益。

3.4 公司为改善债务结构可能会提高财务费用

据公司披露的一季报，2009 年初和 2009 年一季末，公司的短债为 3.58 亿和 3.14 亿元，公司的长债为 2460 万和 2119 万，这样的债务结构影响公司的现金流的稳定性（欧美厂商在选供应商时非常看重财务稳定的公司）。因此，公司将计划将短债转为长债，这将不可避免地增加公司的财务费用。

3.5 精简公司本部机构控制管理费用

公司本部原有六个事业部，为汽车一部、二部，制品一部、二部和密封件部、胶管部，公司在 08 年底为应对金融危机将汽车一二部合并，制品一二部合并，这样公司的事业部从六个精简到四个，有利于控制管理费用。

3.6 公司产能可迅速扩张

公司设有行业内国家唯一的技术研究中心，设有安大的博士后工作站。目前，公司已拥有成熟的配方种类 5000 余种，常用配方 600 余种。配方种类的齐全和强大的研发能力能组织生产满足各种工况条件的橡胶件。

公司产能有扩大的空间。当前，公司混炼胶产能利用率为 60%。本部产能利用率为 80%，中鼎泰克厂房利用 1/3，中鼎减震厂房利用 1/2，公司生产需要新配置密炼机等设备在当地就可购买安装，地工人素质高，人工成本低，可满足金融危机后产能快速扩张的需要。当前欧美厂家的大量询价，在金融危机后，转化为订单的可能性增大。中鼎泰克等可利

用已通过 TRW 公司的认证，快速进口替代，提高其产品覆盖面。公司将是跨越经济周期的优良投资标的。

第 4 部分 盈利预测和投资评级

收购资产大幅减少关联交易，收购的 4 家公司将全部并表，因此关联交易在并表中的收入和成本将被抵消。大致上，中鼎精工 70% 的收入要抵消，中鼎泰克和中鼎减震抵消 30% 的收入，中鼎模具的收入几乎全部抵消，公司本部的混炼胶收入也将有 80%–90% 的收入将抵消。

表 1：盈利预测表（万元）

万元	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	62,509.69	102,536.89	138,000.00	172,500.00
主营业务成本	44,950.56	72,416.88	89,562.00	112,125.00
营业税金及附加	395.78	575.65	1,104.00	1,380.00
销售费用	2,479.65	4,962.88	8,004.00	10,350.00
管理费用	3,791.76	6,529.09	9,108.00	11,212.50
财务费用	767.08	1,819.43	3,450.00	4,657.50
资产减值损失	190.12	921.16	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	52.36	149.71	209.60
营业利润	9,934.74	15,364.16	26,921.71	33,934.60
加：营业外收入	3,279.31	2,044.58	2,000.00	0.00
减：营业外支出	191.83	156.86	50.00	0.00
利润总额	13,022.22	17,251.88	28,871.71	32,984.60
减：所得税费用	3,235.62	2,591.81	4,330.76	4,947.69
少数股东损益	0.00	1,310.91	2,454.10	2,803.69
归属于母公司股东的净利润	9,786.60	13,349.17	22,086.86	25,233.22
EPS	0.31	0.42	0.62	0.71

注：2009-2010 年预测数为 4 家公司注入后的合并报表数字

资料来源：国元证券研究中心

根据收购后的资产范围做出的盈利预测，预计 2009 年-2010 年的 EPS 为 0.62 元和 0.71 元，公司股票 6 月 2 日的收盘价为 13.42 元，对应的 PE 值分别为 21.6 倍。考虑到公司在非轮胎橡胶行业的龙头地位和良好的成长性，给予“谨慎推荐”的投资评级。

- 风险提示：1 公司主要配套于汽车领域，汽车产销能否保持稳定增长的风险；
 2 海外汽车市场持续低迷，难以回暖的风险；
 3 公司进入其他领域的不确定性风险。

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn