

公司评级：强烈推荐

目标价位：14.75元

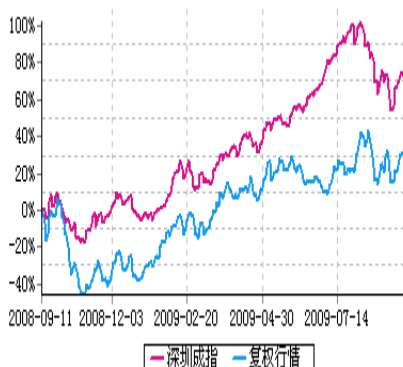
潜伏中的零部件细分行业龙头

- 中鼎股份（000887）调研报告

2009年9月14日

公司研究/调研报告

股价相对市场表现



公司基本数据（090914）

收盘价（元）	11.4
总股本（百万股）	425
无限售条件流通股（百万股）	125.56
流通股比例%	29.41%
流通市值（亿元）	14.25

财务数据（2Q/09）

股东权益（亿元）	7.18
每股净资产（元）	1.69
净资产收益率%	12.29
净利润（亿元）	0.88
每股收益（元）	0.21

民生证券研究所

研究员 呼振翼

电话：(8610)85253503

Email: huzhenyi@mszq.com

地址：北京市朝阳区门外大街16号

中国人寿大厦1901室 100020

9月11日我们完成了对中鼎股份的调研，参观了公司厂房和生产线，和公司管理层就公司发展和战略规划进行了沟通。我们认为公司将充分受益于汽车行业的转暖，出口加速好转，未来增长点可期，我们维持强烈推荐评级。

投资要点

- ◆ **增发后实现汽车橡胶产业链一体化。**定向增发后的注入股权公司营收大幅增长，同时解决了以往存在的关联交易问题，增加了减震，制动橡胶制品。汽车橡胶制品收入占比中期在80%以上，去年在70%，毛利率一直在30%以上，目前整个非轮胎汽车橡胶制品市场在150亿左右，而公司作为第一大厂商份额仅在10%左右，还有一定扩张空间；公司汽车橡胶制品的优势是研发优势，公司拥有的橡胶制品配方达到5000种这一级别，这一水平已经和国外厂商在同一水平上。
- ◆ **家电和工程橡胶占比10-15%。**目前公司重点放在高端滚筒洗衣机的密封橡胶制品上，目前高端滚筒洗衣机年销量在250万台左右，这一细分行业所需橡胶制品规模在2-3亿。工程机械橡胶制品毛利较高，但比重较低，毕竟每年的市场规模不大。消费电子橡胶制品是公司可承接的新产品，但订单今年未能延续，但公司作为国内几乎唯一有能力承接上亿订单的厂商，在未来的复苏后，仍有潜力，但这块业务的技术含量不高，和家电橡胶制品的性能接近，因此毛利水平一般。
- ◆ **二季度开始好转，月度收入不断创历史新高，三四季度会继续好于二季度。**公司收入在4月后，一直呈现良好态势，9月份的预计收入会在1.4-1.5亿，而往年看，三季度都是会差于二季度，而今年的三季度收入有望是历史新高，按照目前的经营态势，三四季度的季度收入都会在4个亿以上。
- ◆ **出口下半年有望大幅好转，军工年内有望突破。**下半年出口有望达到2.5亿，海外并购会对公司海外业务扩展起到关键作用；而下半年军工产品也有望获得生产许可，形成新的收入和利润增长点。
- ◆ **维持“强烈推荐”评级。**我们预计09-11年EPS分别为0.52元，0.59元，0.67元，PE分别是22倍、19倍，17倍，目前零部件行业2009年pe多在20-25倍，结合公司的龙头地位和成长空间，我们维持“强烈推荐”评级，目标价位为25倍2010年pe14.75元。

一、增发后主营业务实现一体化

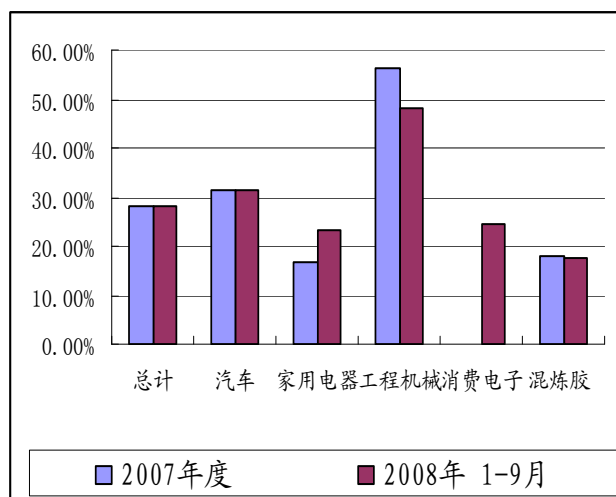
上半年是增发后的首个报表期，汽车橡胶产品是主要收入来源。目前汽车橡胶产品在增发后已经全部覆盖除了轮胎外的所有汽车橡胶产品。我国非轮胎橡胶制品的出口额只占全部橡胶制品出口总额的28%左右，而进口额却占91%。我国每年有50亿元汽车橡胶制品需要从国外进口，而且呈逐年增长之势。这说明我国的汽车橡胶产业目前还满足不了汽车工业发展的要求。每辆汽车需要的橡胶配件达100-200种，数量有200-500个之多。以桑塔纳轿车为代表测算橡胶制品的需求量（不含轮胎、皮带），单车用300件，其价值共约900元，社会维修需非轮胎橡胶制品按当年汽车保有量三分之一计算，2010年我国非轮胎汽车橡胶制品需求量约为83亿件，其价值约为250亿元。

定向增发后的注入股权公司营收大幅增长，同时解决了以往存在的关联交易问题，增加了减震，制动橡胶制品，成为全国最大的非轮胎橡胶制品公司。汽车橡胶制品收入占比中期在80%以上，去年在70%，毛利率一直在30%以上，目前整个非轮胎橡胶制品市场在150亿左右，而公司作为第一大厂商份额仅在10%左右，还有一定扩张空间；公司汽车橡胶制品的优势是研发优势，公司拥有的橡胶制品配方达到5000种，这一水平已经和国外厂商在同一水平上，而且汽车橡胶制品对性能要求远远高于其他类型的橡胶制品（象轮胎，家电橡胶等），需要耐高温，耐压，耐腐蚀等，而国内其他厂商的配方丰富度和公司差距较大，原因在于公司起步较早，技术积累较充足，这也是公司汽车橡胶高毛利的原因。

家电用橡胶占比约在10-15%。目前公司重点放在滚筒洗衣机的密封橡胶制品上，目前高端滚筒洗衣机年销量在250万台左右，公司已经开始为博西威公司供货，这也进入了博西威的母公司ge的供货视野，这一细分行业所需橡胶制品规模在2-3亿，相对其他家电橡胶制品，毛利水平较高，而且随着滚筒洗衣机未来的份额扩大，公司的份额也会增加，因此公司现在已经放弃其他家电橡胶制品。

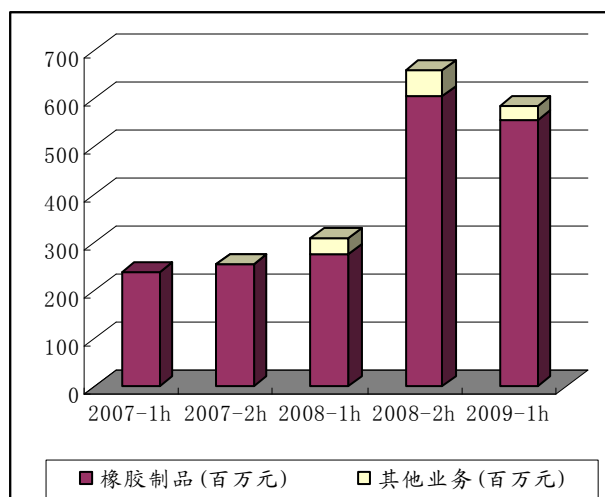
工程机械橡胶制品毛利较高，但比重较低，毕竟每年的市场规模不大。消费电子橡胶制品是公司可承接的新产品，但受金融危机影响，去年的电子鼓订单今年未能延续，但公司作为国内几乎唯一有能力承接上亿订单的厂商，在未来的复苏后，仍有潜力，但这块业务的技术含量不高，和家电橡胶制品的性能接近，因此毛利水平一般。

图表1 橡胶主营产品毛利率



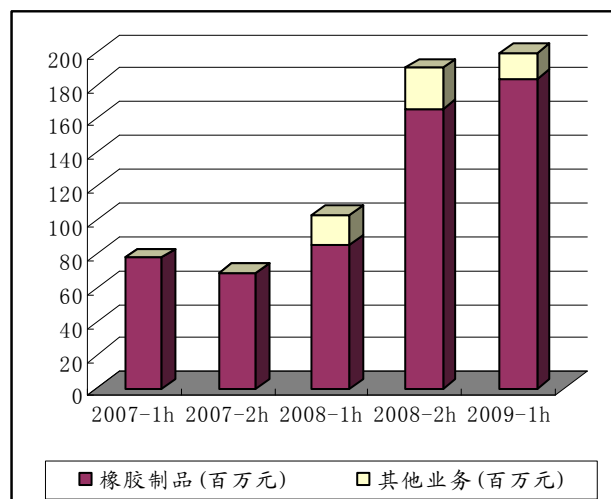
数据来源 公司公告 民生证券研究所

图表2 公司主营产品收入



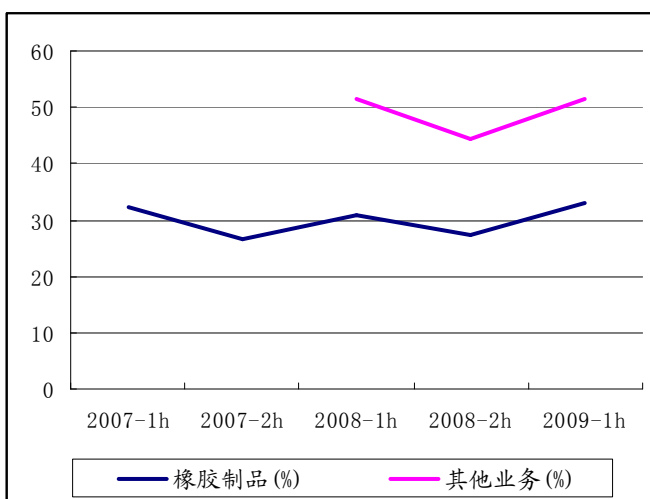
数据来源 wind 民生证券研究所

图表3 主营产品营业利润



数据来源 wind 民生证券研究所

图表4 历史毛利情况



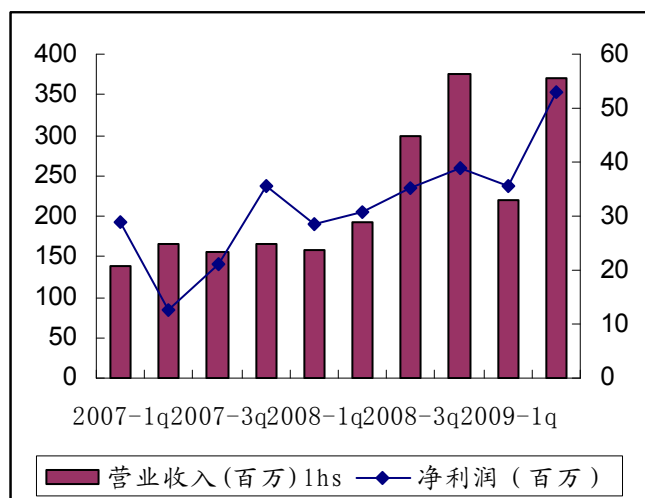
数据来源 wind 民生证券研究所

二、经营在二季度开始好转

上半年受金融危机影响，收入同比下滑9%，但二季度开始好转，月度收入不断创历史新高，三四季度会继续好于二季度。公司收入在4月达到1个亿后，一直呈现良好态势，9月份的预计收入会在1.4-1.5亿，而往年看，三季度都是会差于二季度，而今年的季度收入有望使历史新高，来自整车厂商的订单持续增加，一方面反映了行业好转状况，另一方面作为行业细分龙头，应可更多地享受行业景气。四季度作为以往的旺季，按照目前的经营态势，三四季度的季度收入都会在4个亿以上。

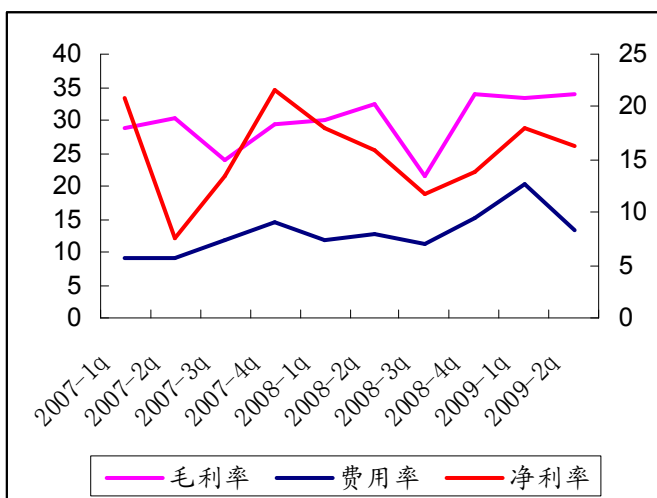
费用水平二季度大幅下滑。目前公司帐上现金1.1亿，仅次于去年三季度的1.4亿，短期借款和长期借款合计3.2亿，与以往变化不大；费用比例在二季度大幅下降，而财务费用的绝对值在二季度也下降，预计费用水平维持在14%左右。

图表5 公司收入和利润情况



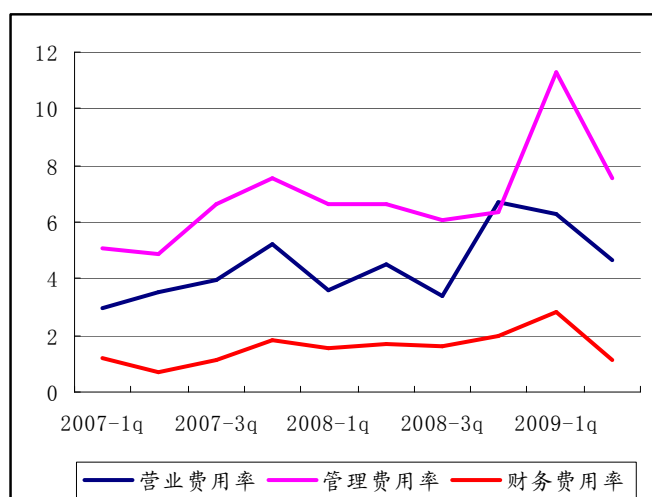
数据来源 wind 民生证券研究所

图表6 公司盈利能力指标



数据来源 wind 民生证券研究所

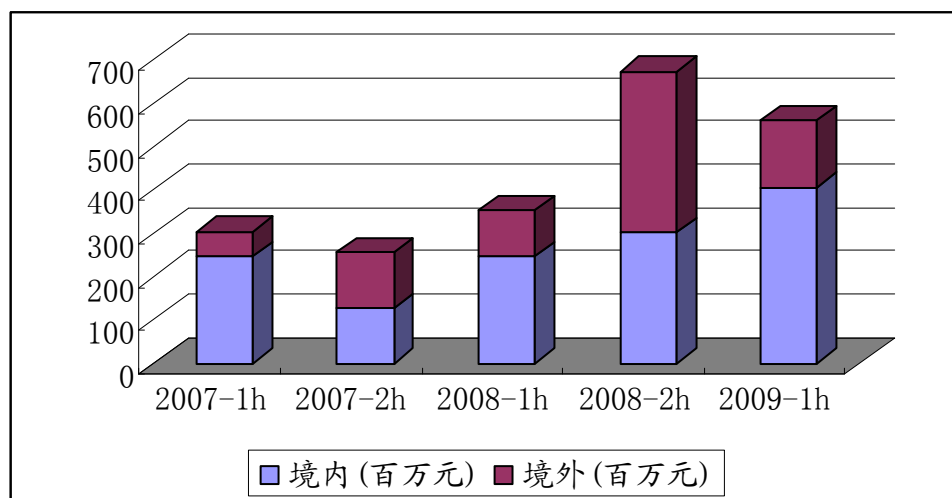
图表7 公司三项费用比例情况



数据来源 wind 民生证券研究所

三、出口好转好于预期，海外并购值得期待

上半年出口实现1.5亿收入，下半年会继续好转，预计可实现2.5亿左右。海外市场也在恢复中，目前出口也在好转，公司的优势在于成本，人工成本更是主要的优势，而海外市场特别是美国市场份额较大，通过美国中鼎营销渠道，带动出口增加。同时在和国际的对手对比上，公司的产品性能已经可以旗鼓相当，但品牌树立和营销渠道是主要的瓶颈，未来能否通过目前金融危机下，国外厂商不良的现金流状况实现海外并购我们认为是公司出口业务的有力手段。

图表8 公司出口历史情况


数据来源 wind 民生证券研究所

四、军工产品年内有望突破

下半年有望获得武器装备生产许可证，军工产品有望成为新的收入和利润增长点。军工产品一直是公司的目标之一，在可向民营开放后，公司正在抓紧申请军工产品许可证，如顺利年内有望获得突破，明年将带来收入增长；目前公司产品方向是雷达设备，相对来说，这块业务产品要求也并不太高，对公司来说产品难度不大，而和国内军工配套企业竞争看，优势在于机制。

五、盈利预测与评级

公司作为汽车零部件行业的细分龙头地位是我们首先看重的，而其在国内家电市场的空间，海外市场的扩张余地是未来增长的基础，我们认为公司还有较大的成长空间。我们预计09-11年EPS分别为0.52元，0.59元，0.67元，PE分别是22倍、19倍，17倍，目前零部件行业2009年pe多在20-25倍，结合公司的龙头地位和成长空间，我们维持“强烈推荐”评级，目标价位为25倍2010年pe14.75元。

图表 9 零部件行业估值情况

数据截至 2009-9-14

证券简称	PE/TTM	PE/2009	PE/2010	PE/2011
万向钱潮	32.97	20.05	16.03	17.58
青岛双星	-18.50	19.88	20.22	16.51
巨轮股份	46.63	30.17	27.15	23.70
万丰奥威	180.62	41.36	34.14	27.90
东安动力	26.92	21.42	18.68	18.13
S 佳通	563.38	24.47	21.36	11.97
风帆股份	-19.64	72.06	50.25	42.84
凌云股份	33.76	24.91	21.30	16.47
成飞集成	45.29	50.99	42.96	35.69
福耀玻璃	142.24	28.34	19.75	17.00
银轮股份	37.98	22.23	19.14	16.39
宁波华翔	35.83	21.57	19.44	16.96
威孚高科	40.63	22.77	18.02	15.36
黔轮胎 A	71.73	22.29	21.06	17.80

数据来源 wind 民生证券研究所

利润表
资产负债表

项目 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	项目 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1,025	1,398	1,616	1,848	货币资金	89	126	145	166
减：营业成本	724	937	1,083	1,238	应收票据	25	35	40	46
营业税金及附加	6	7	8	9	应收账款	337	419	485	554
销售费用	50	63	73	83	预付账款	18	28	32	37
管理费用	65	98	113	129	其他应收款	43	56	65	74
财务费用	18	21	24	28	存货	286	375	433	495
资产减值损失	9	5	5	5	其他流动资产	0	0	1	2
加：投资收益	1	0	0	0	流动资产合计	798	1,039	1,202	1,375
二、营业利润	154	268	310	355	长期股权投资	11	11	11	11
加：营业外收支净额	19	20	20	20	固定资产	452	407	362	316
三、利润总额	173	288	330	375	在建工程	14	14	14	14
减：所得税费用	26	43	50	56	无形资产	151	143	136	128
四、净利润	147	244	281	319	其他非流动资产	25	25	25	25
归属于母公司的利润	133	220	253	287	非流动资产合计	652	600	547	494
五、基本每股收益 (元)	/	0.52	0.59	0.67	资产总计	1,450	1,638	1,748	1,869

主要财务指标

项目 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
EV/EBITDA	/	16.1	13.9	12.0
成长能力:				
营业收入同比	23.9%	36.3%	15.6%	14.3%
营业利润同比	8.1%	74.2%	15.9%	14.6%
净利润同比	10.5%	66.8%	14.8%	13.7%
营运能力:				
应收账款周转率	4.02	3.70	3.57	3.56
存货周转率	3.41	2.83	2.68	2.67
总资产周转率	0.89	0.91	0.95	1.02
盈利能力与收益质量:				
毛利率	29.4%	33.0%	33.0%	33.0%
净利率	13.0%	15.7%	15.6%	15.5%
总资产净利率 ROA	9.2%	13.4%	14.4%	15.4%
净资产收益率 ROE	19.3%	22.4%	21.3%	20.2%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.09	1.41	1.88	2.64
资产负债率	52.3%	46.6%	38.0%	29.2%
长期借款/总负债	3.2%	3.2%	3.7%	4.5%
每股指标:				
每股收益	/	0.52	0.59	0.67
每股经营现金流量	/	0.34	0.61	0.69
每股净资产	/	2.31	2.79	3.33

短期借款	358	338	199	41
应付票据	12	14	16	19
应付账款	183	234	271	309
预收账款	4	5	5	5
其他应付款	130	100	100	100
应交税费	2	2	2	2
其他流动负债	45	45	45	45
流动负债合计	733	738	638	521
长期借款	25	25	25	25
其他非流动负债	1	1	1	1
非流动负债合计	26	26	26	26
负债合计	759	763	664	546
股本	315	426	426	426
资本公积	91	91	91	91
留存收益	227	381	558	759
少数股东权益	59	83	111	143
所有者权益合计	692	981	1,186	1,419
负债和股东权益合计	1,450	1,745	1,850	1,965

现金流量表

项目 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流量	12	143	258	293
投资活动现金流量	(204)	0	0	0
筹资活动现金流量	207	(107)	(238)	(272)
现金及等价物净增加	14	37	20	21

资料来源：公司公告、民生证券研究所

民生证券评级标准

公司评级标准

强烈推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在于-5%以下；

行业评级标准

推荐：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归民生证券有限责任公司所有。未获得民生证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“民生证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。