

中鼎股份

000887

增持/ 维持评级

海外并购加速出口增长

股 价	2009/09/19
RMB11.55	

基础数据

总股本（百万股）	426
流通 A 股（百万股）	126
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	1450

财务数据

市净率 (X)	6.83
TRACING P/E (X)*	41.02
EPS (元)	0.21
股息率 (%)	0.22

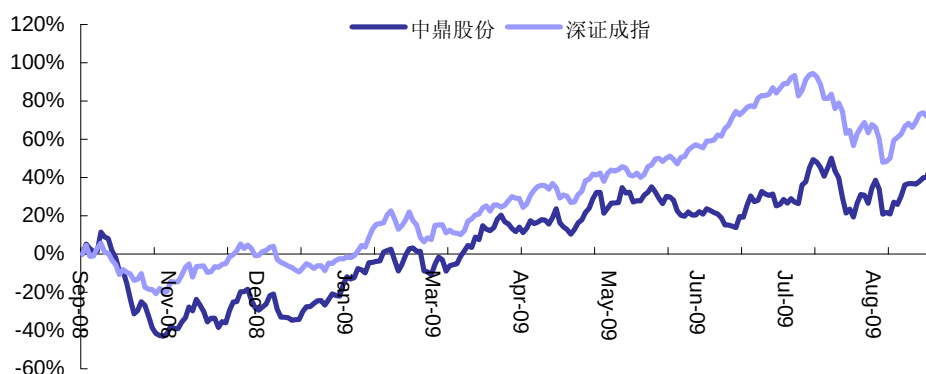
*最近四季盈利计算。

相关研究

经营预测与估值	2008A	2009H1	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1025.4	589.1	1246.6	2043.9	2547.3
(+/-%)	23.9	-9.8	21.6	64.0	24.6
归属母公司净利润(百万元)	133.5	88.5	189.6	249.8	348.8
(+/-%)	11.0	-13.4	42.0	31.8	39.6
EPS(元)	0.31	0.21	0.45	0.60	0.84
P/E(倍)	36.8	55.5	23.6	17.9	12.8

- 9月18日，公司公告拟收购美国迈尔工业股份有限公司持有的密歇根橡胶制品有限公司（MRP）及鹿角橡胶制品有限公司（BRP）的净营运资产。
- 在金融危机后全球汽车零部件市场格局重构的机遇面前，公司通过海外并购能够快速拓展出口业务，扩大其在全球的市场份额，中鼎的出口业务有望进入加速增长期。
- 我们预计2010年合并MRP、BRP后出口业务将增长190%至9.6亿元左右（不考虑对09年的影响，仍维持09年出口3.3亿元的预测），2011年出口将进一步增长至12.5亿元（主要基于欧洲市场增长，以及通过北美三家公司承接新订单的增长的预测）。
- 根据之前整合AB公司的情况来看，预计对MRP、BRP的调整可能需要一年左右的时间，包括人员调整，业务范围调整，前端工序转移，供应链体系的建立等，2010年收购两家公司更多体现在出口收入的增长，对业绩的贡献将从2011年开始显现。
- 我们预测09、10、11年EPS分别为0.45、0.60、0.84元，对应PE分别为23.6倍、17.9倍和12.8倍，考虑到公司未来出口的广阔前景，有望成为国际性零部件供应商，因此相对其成长性，目前估值仍在合理范围，维持“增持”评级。

最近52周股价表现



分 析 师
 姚宏光
 (0755) 8249 2723
 Yaohg@lhq.com

黄未樵
 +755-82366964
 huangwq@lhq.com

事件——收购 MRP、BRP

9月18日,公司公告拟收购美国迈尔斯工业股份有限公司持有的密歇根橡胶制品有限公司(MRP)及鹿角橡胶制品有限公司(BRP)的净营运资产,包括有形资产和无形资产及相应的债务。其中有形资产包括存货、应收帐款、固定资产。无形资产包括美国 Myers 拥有的品牌(Michigan Rubber、Buckhorn)及其客户关系、知识产权等。截至5月底上述两公司帐面资产净值约为1400万美元,初步商定收购价格为850万美元。

海外并购加速出口增长

在金融危机后全球汽车零部件市场格局重构的机遇面前,公司通过海外并购能够快速拓展出口业务,扩大其在全球的市场份额。我们认为本次收购将带来以下几点影响:

- (1) 金融危机后全球汽车零部件市场格局面临重构,特别是北美地区情况更为明显。以橡胶零部件行业为例,一方面诸多企业在此轮调整中破产倒闭,如中鼎北美最大竞争对手 Cooper; 另一方面部分企业实施战略收缩从而剥离橡胶零部件业务,如 MRP 之前一直是中鼎北美的重要客户。因此,通过承接转移订单、扩大原有业务,以及低价并购扩张,中鼎的出口业务有望进入加速增长期。
- (2) 通过 AB、MRP、BRP 公司开展北美业务更为有利。一方面可避免贸易保护,承接订单更为顺利,另一方面也能够更为及时地响应客户需求,提升北美业务运作效率。
- (3) 目前公司已通过 AB 公司承接新订单约 3000 万美元,若能大部分执行就将带来约 40% 的增长,考虑到海外汽车市场的进一步复苏、市场份额的提升以及下半年新增订单的进一步增长,预计 2010 年出口业务销量即将增长 60%。而 MRP、BRP 公司年销售额约为 6000 万美元,由于本次收购的净营运资产中客户关系及订单均包括在内,通过向公司了解目前两家公司原有客户对中鼎本次收购持积极态度,预计公司业务在收购后仍将维持稳定。因此,我们预计 2010 年合并 MRP、BRP 后出口业务将增长 190% 至 9.6 亿元左右(不考虑对 09 年的影响,仍维持 09 年出口 3.3 亿元的预测),2011 年出口将进一步增长至 12.5 亿元(主要基于欧洲市场增长,以及通过北美三家公司承接新订单的增长的预测)。
- (4) 两家公司 08 及 09 年亏损幅度均不大,同时本次收购仅包含净营运资产,未包含员工等潜在负担较大的部分,大大降低了收购风险。根据之前整合 AB 公司的情况来看,预计对 MRP、BRP 的调整可能需要一年左右的时间,包括人员调整,业务范围调整,前端工序转移,供应链体系的建立等,2010 年收购两家公司更多体现在出口收入的增长,对业绩的贡献将从 2011 年开始显现。

- (5) 本次收购使得公司出口业务的拓展速度超过了我们之前的预期，这也印证了我们之前关于金融危机后出口业务将会成为公司亮点，有望成长为国际性橡胶零部件供应商的预测。

盈利预测

预测 09~11 年营业收入将分别至 12.47 亿元，20.44 亿元和 25.47 亿元。

表 1 销售收入预测

	2009H1	2009E	2010E	2011E
密封件、汽车橡胶	559.27	1,182.13	1,978.94	2,482.28
国内	405.95	852.50	1,022.99	1,227.59
出口	153.32	329.64	955.95	1,254.68
混炼胶	2.05	4.50	5.00	5.00
其他业务	29.80	60.00	60.00	60.00
合计营业收入	591.12	1,246.63	2,043.94	2,547.28

数据来源：联合证券研究所预测

预测 09~11 年综合毛利率分别为 33.95%、29.72%和 31.83%。2010 年主要由于 MRP、BRP 业务仍未能贡献业绩，拖累毛利率所至，2011 年将恢复至正常水平。

表 2 毛利率预测

	2009H1	2009E	2010E	2011E
密封件、汽车橡胶	32.87%	33.21%	29.20%	31.47%
国内	36.60%	36.00%	35.00%	34.00%
出口	23.04%	26.00%	23.00%	29.00%
混炼胶	13.42%	13.00%	13.00%	13.00%
其他业务	51.55%	50.00%	48.00%	48.00%
综合毛利率	33.74%	33.95%	29.72%	31.83%

数据来源：联合证券研究所预测

我们预测 09、10、11 年 EPS 分别为 0.45、0.60、0.84 元，对应 PE 分别为 23.6 倍、17.9 倍和 12.8 倍，考虑到公司未来出口的广阔前景，有望成为国际性零部件供应商，因此相对其成长性，目前估值仍在合理范围，维持“增持”评级。

资产负债表

单位: 百万元

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	583	777	1075	1420	营业收入	1025	1247	2044	2547
现金	81	129	0	131	营业成本	724	823	1437	1737
应收账款	277	320	524	653	营业税金及附加	6	12	20	25
其它应收款	12	24	38	48	营业费用	50	66	112	148
预付账款	16	8	14	17	管理费用	65	90	141	173
存货	179	247	417	469	财务费用	18	22	18	15
其他	19	50	82	102	资产减值损失	9	10	15	20
非流动资产	491	787	848	902	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	11	14	18	18	投资净收益	1	3	4	4
固定资产	330	410	456	504	营业利润	154	226	304	433
无形资产	111	161	161	161	营业外收入	20	20	20	20
其他	40	202	214	219	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	1074	1564	1923	2322	利润总额	173	246	324	453
流动负债	532	536	620	633	所得税	26	37	49	68
短期借款	298	250	203	150	净利润	147	209	276	385
应付账款	121	140	244	295	少数股东损益	13	20	26	36
其他	114	146	173	188	归属母公司净利润	133	190	250	349
非流动负债	26	76	76	76	EBITDA	212	263	346	475
长期借款	25	75	75	75	EPS (元)	0.42	0.45	0.60	0.84
其他	1	2	2	2					
负债合计	558	612	696	709	主要财务比率				
少数股东权益	36	55	81	118	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	315	418	418	418	成长能力				
资本公积	0	194	194	194	营业收入	23.9%	21.6%	64.0%	24.6%
留存收益	165	284	534	883	营业利润	8.1%	47.2%	34.6%	42.2%
归属母公司股东权益	480	896	1146	1495	归属于母公司净利润	11.0%	42.0%	31.8%	39.6%
负债和股东权益	1074	1564	1923	2322	获利能力				
					毛利率	29.4%	33.9%	29.7%	31.8%
					净利率	5.7%	13.0%	15.2%	12.2%
					ROE	27.8%	21.2%	21.8%	23.3%
					ROIC	18.2%	17.3%	19.3%	22.2%
					偿债能力				
					资产负债率	52.0%	39.1%	36.2%	30.5%
					净负债比率	57.72%	53.04%	39.85%	31.68%
					流动比率	1.09	1.45	1.73	2.24
					速动比率	0.76	0.99	1.06	1.50
					营运能力				
					总资产周转率	1.19	0.95	1.17	1.20
					应收账款周转率	5	4	5	4
					应付账款周转率	7.48	6.32	7.48	6.44
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.32	0.45	0.60	0.84
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.34	0.04	0.66
					每股净资产(最新摊薄)	1.15	2.15	2.74	3.58
					估值比率				
					P/E	25.24	23.59	17.90	12.82
					P/B	7.02	4.99	3.90	2.99
					EV/EBITDA	23	18	14	10

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	12	143	17	275
净利润	147	209	276	385
折旧摊销	40	15	23	27
财务费用	18	22	18	15
投资损失	-1	-3	-4	-4
营运资金变动	-198	-102	-308	-155
其它	5	2	11	7
投资活动现金流	-204	-303	-80	-76
资本支出	68	120	80	80
长期投资	0	-10	4	0
其他	-136	-193	4	4
筹资活动现金流	207	207	-65	-68
短期借款	248	-48	-47	-53
长期借款	25	50	0	0
普通股增加	0	103	0	0
资本公积增加	-95	194	0	0
其他	29	-92	-18	-15
现金净增加额	14	48	-129	131

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。