

汪刘胜
0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
范玉琢
0755-83734407
fanyz@cmschina.com.cn

2010年3月24日

中鼎股份(000887.SZ)/13.70元

内延增长外延扩张并重，业务范围逐步扩大

工业·汽车

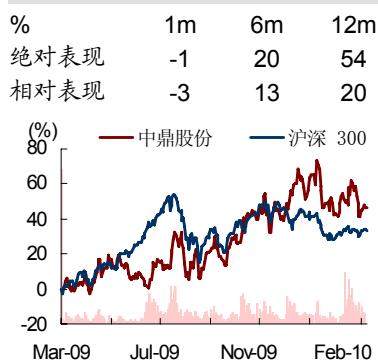
估值区间：14.4-18元

审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3053
总股本(万股)	42556
已上市流通股(万股)	17356
总市值(亿元)	58
流通市值(亿元)	24
每股净资产(MRQ)	2.0
ROE(TTM)	21.5
资产负债率	47.7%
主要股东	中鼎控股股份有限公司
主要股东持股比例	59.2%

股价表现



相关报告

- 1、《汽车行业 2010 年投资策略》
2009/12/6
- 2、《汽车行业 2009 年投资策略》
2008/12/17

中鼎股份的国内汽车配套业务将稳定增长，而其他行业配套及国外市场开拓有望获得超预期增长，未来三年内营业收入有望翻番；我们预计 2010 年 EPS 为 0.72 元，维持“审慎推荐-A”投资评级，目标估值区间 14.4-18 元。

- **营业收入未来三年有望翻番。**橡胶零部件制造行业中，公司为国内冠军，2008 年集团口径统计销售额为 22.3 亿元，占国内企业合计销售收入 5.8%；从全球市场比较，公司排名仅位于 48 名，市场空间较大；公司年报中提出三年内营业收入达到 30 亿元规划，比 2009 年翻一倍以上，体现出公司实力与决心。
- **核心竞争优势突出，有力保证盈利增长。**公司技术优势突出，新产品收入占比较高，同时规模效应不断体现，与下游主机厂商议价能力逐步较强；近年来公司毛利率基本保持在 30% 左右，远高出行业平均水平，较强的竞争力将保证公司在规模扩张时保证企业利润的同步增长。
- **短期经营情况较好，预计 2010 年 EPS0.72 元。**2009 年下半年以来受益于国内汽车市场的高景气及出口市场的不断复苏，公司单季销售收入不断提高，预计公司 2010 年 1 季度收入和盈利水平将超过 09 年 4Q；2010 年在高产能利用率和原材料价格上涨综合影响下，公司毛利率水平仍将保持基本稳定，预计实现净利润 3.1 亿元，同比增长 53%，对应 EPS 为 0.72 元。
- **内延式增长与外延式扩张并重，业务范围逐渐扩大。**国内业务公司将加大自主品牌市场开拓抢占中低端市场，同时受益于合资品牌零部件国产化进程，进入合资企业配套体系；作为中国汽车零部件企业国际化进程最快的企业，公司对美国工厂整合将是 2010 年工作重点也是市场看点；2010 年对非汽车行业下游客户的拓展将提速，行业整合大幕有望拉开。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级，估值区间 14.4-18 元。**预计公司 2010 年 EPS0.72 元，出口和国内其他行业市场拓展有超预期可能。对于一家未来几年复合增长率达 30% 以上公司，按目前市场环境，我们认为以 2010 年 EPS20-25 倍估值相对合理，估值区间 14.4-18 元，维持“审慎推荐-A”投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1025	1474	1895	2479	3249
同比增长	64%	44%	29%	31%	31%
营业利润(百万元)	154	241	391	506	655
同比增长	55%	57%	62%	29%	29%
净利润(百万元)	133	200	306	391	502
同比增长	36%	50%	53%	28%	28%
每股收益(元)	0.42	0.47	0.72	0.92	1.18
PE	32.3	29.1	19.0	14.9	11.6
PB	9.0	7.0	5.1	3.9	3.0

资料来源：招商证券

正文目录

一、公司位于国内龙头，且份额提升空间较大	3
1、行业介绍	3
2、行业发展趋势	4
3、公司处于国内龙头，且发展空间巨大	4
二、公司核心竞争优势突出、短期经营情况较好	6
1、中鼎公司简介	6
2、公司核心竞争优势突出	7
3、公司短期经营情况较好	8
三、长期发展战略——内外兼修、范围拓展	10
1、逐渐提高国内市场份额	10
2、国际化战略是公司发展目标	10
3、积极开拓业务范围	10
4、三年翻一番经营目标可实现	11
四、盈利预测与投资评级	12
五、风险提示	13

图目录

图 1：中国非轮胎橡胶行业年度营业收入	3
图 2：橡胶零部件制造行业毛利率变化趋势	4
图 3：中鼎股份股权与资产结构	6
图 4：中鼎股份历史 PE Band	13
图 5：中鼎股份历史 PB Band	13

表目录

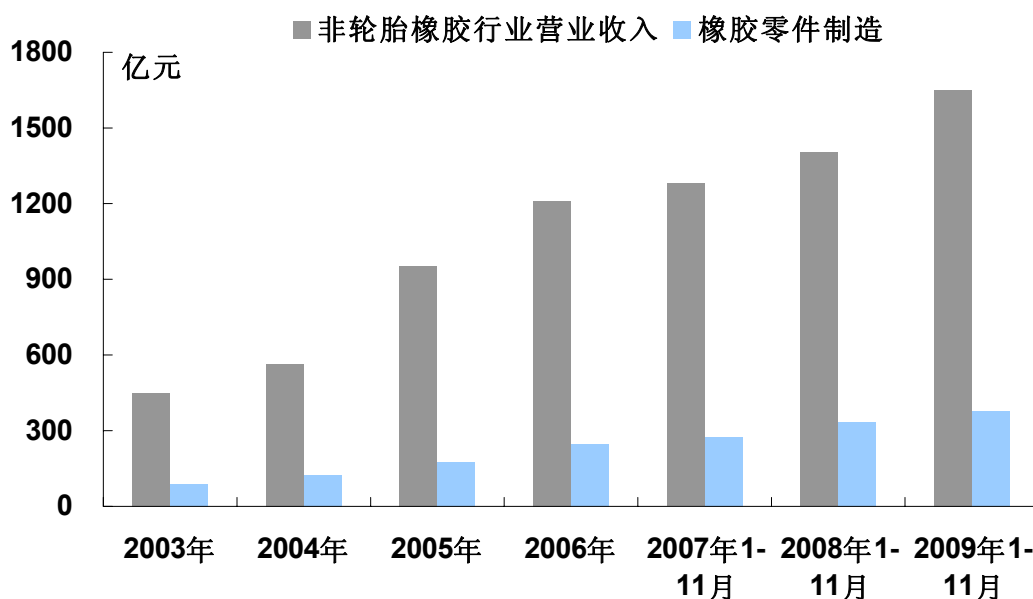
表 1：非轮胎橡胶行业毛利率统计	3
表 2：中国非轮胎橡胶行业 10 强统计	5
表 3：全球非轮胎橡胶行业销售收入排名统计	5
表 4：中鼎股份资产及业务分布状况	7
表 5：前五名客户销售收入情况	8
表 6：中鼎股份单季度业绩回顾	9
表 7：国内外销售情况统计	10
表 8：中鼎股份盈利预测	12
附：财务预测表	14

一、公司位于国内龙头，且份额提升空间较大

1、行业介绍

中鼎股份隶属于非轮胎橡胶行业中的橡胶零部件制造子行业。2009年1-11月份，中国非轮胎橡胶行业实现营业收入1650亿元，同比增长17.9%，其中橡胶零件制造行业实现营业收入383.6亿元，同比增长13.1%，占非轮胎橡胶零部件行业份额为23.2%。

图1：中国非轮胎橡胶行业年度营业收入



数据来源：招商证券（注：2007-2009年，12月份数据未予统计）

在非轮胎橡胶行业的五个子行业中，公司所在橡胶零件制造行业毛利率水平一直高于其他四个行业，主要原因在于橡胶零件制造业的产品广泛应用于汽车、家电、机械、航天军工等众多领域（汽车橡胶零部件占橡胶零件销量的50%以上），而这些领域的产品技术标准和制造工艺高于其他行业，使得该行业橡胶产品附加值相对较高。

表1：非轮胎橡胶行业毛利率统计

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年 1-11月	2008年 1-11月	2009年 1-11月
橡胶板、管、带的制造	20.3%	18.5%	16.9%	16.2%	15.9%	15.3%	16.3%
橡胶零件制造	24.0%	21.4%	19.1%	19.1%	17.8%	17.0%	18.0%
再生橡胶制造	16.0%	12.1%	11.7%	15.6%	12.4%	14.8%	13.8%
日用及医用橡胶制品制造	13.7%	12.6%	12.1%	11.9%	13.2%	14.3%	13.8%
橡胶靴鞋制造	10.4%	9.8%	11.5%	11.7%	12.1%	14.9%	14.0%
非轮胎橡胶行业平均	16.7%	15.4%	14.4%	14.6%	14.5%	15.4%	15.6%

资料来源：招商证券

2、行业发展趋势

橡胶件需求档次不断提高。以汽车橡胶零部件为例，虽然橡胶件在整车制造成本的比例较低（大约仅占 1%左右），但橡胶件性能的高低直接影响到整车的制动、密封、降噪和减震等性能，目前橡胶零部件中，用于安全类的零部件毛利率最高，舒适性其次，降噪性产品较低；随着消费者对汽车安全性、舒适性等性能要求的不断提高，橡胶件规格和档次有提升趋势，特别在自主品牌轿车领域尤为明显。

进入配套体系的标准逐渐提高。要进入主机厂零部件配套体系，首先需要经过第三方质量认证，然后经受主机厂的考核，产品形成后还要经历试验和路试等，周期一般为一年左右；在进入配套体系以后，配套关系就会相对稳定，主机厂甚至会对二级零部件供应商所应用的橡胶件进行明确指定，目前公司销售收入中大约 60-70%为二级零部件生产商，20-30%面向主机厂直接供货。

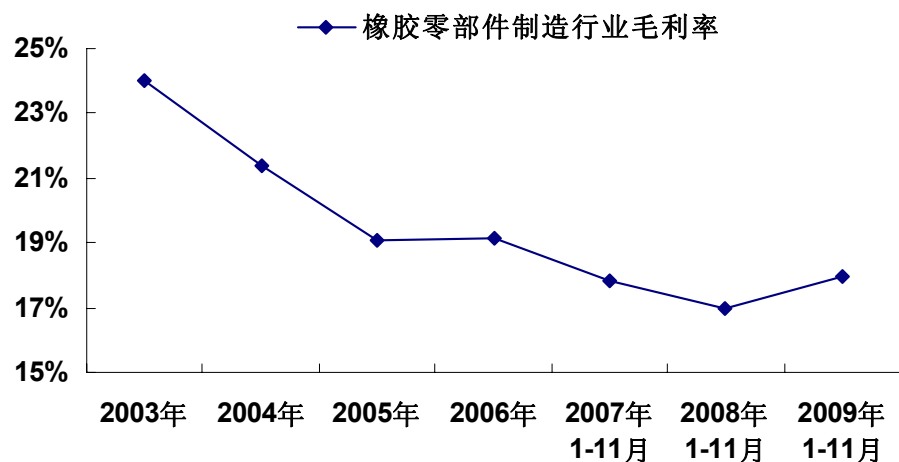
与主机厂协同开发能力要求提高。目前汽车市场竞争激烈，车型生命周期不断缩短，新产品开发速度明显加快，橡胶零部件广泛应用于汽车与制动、减震、密封等系统，实现与主机厂的同步开发至关重要，对企业的研发实力形成较大考验。

全球供货能力考验橡胶件企业。国际汽车品牌目前产品的研发趋势是通过全球开发平台进行新车型研发，然后在各国工厂进行适当改款生产，但对于橡胶件而言，同一平台所需产品是一致的；为了便于开发以及削减成本，国际车企要求橡胶件具备全球供货能力，这也是中鼎积极开拓国际市场的原因之一，同时也是拉大与国内其他小厂的机会。

3、公司处于国内龙头，且发展空间巨大

中鼎股份毛利率大幅超越行业平均水平。近几年橡胶零部件行业的毛利率不断下行，2009 年 1-11 月，行业平均毛利率仅有 18%，2009 年中鼎股份的橡胶制品的毛利率达到 34.7%，远超行业平均水平；我们认为公司毛利率相对较高的原因在于公司研发实力突出，配方优势明显，新产品销售占比较高，并能够实现小批量多品种适应性配套，相比于国内其他公司，中鼎股份规模效应更为突出。

图2：橡胶零部件制造行业毛利率变化趋势



数据来源：招商证券、国研网

按集团口径统计，中鼎集团是国内非轮胎橡胶行业龙头，特别在橡胶零件制造子行业优

势尤为明显；但在全球排名中公司目前位于 48 名左右，仅相当于第一名销售额 7.94%，未来全球市场发展空间巨大。

表 2：中国非轮胎橡胶行业 10 强统计

排名	公司名称	2008 年非轮胎橡胶业务销售收入(亿元)
1	安徽中鼎控股（集团）股份有限公司	22.30
2	山东安能输送带橡胶有限公司	14.39
3	浙江双箭橡胶股份有限公司	6.84
4	申雅密封件有限公司	6.40
5	青岛橡六集团有限公司	5.89
6	浙江三力士橡胶股份有限公司	5.50
7	浙江三维橡胶制品有限公司	5.28
8	阜新环宇橡胶（集团）有限公司	4.09
9	上海华向橡胶制品有限公司	3.92
10	天津鹏翎胶管股份有限公司	3.40

资料来源：招商证券，中国橡胶工业协会

表 3：全球非轮胎橡胶行业销售收入排名统计

排名	公司	国家	销售收入（亿美元）		排名	公司	国家	销售收入（亿美元）	
			2008 年	2007 年				2008 年	2007 年
1	特雷勒堡	瑞典	41.3	41.3	26	阪东化学	日本	6.9	6.6
2	哈金森	法国	40.0	37.2	27	西部制药服务	美国	6.5	6.0
3	大陆	德国	39.7	34.5	28	依路林科林格	德国	6.4	6.2
4	普利司通	日本	37.5	34.6	29	威力塔斯	德国	6.3	5.7
5	弗雷依登贝格	德国	33.1	33.3	30	达纳	美国	6.3	6.5
6	汤姆金斯	英国	27.6	25.0	31	塞尔橡胶	德国	5.8	5.7
7	库珀标准汽车配件	美国	25.9	25.1	32	鬼怒川橡胶	日本	5.6	5.4
8	东海橡胶工业	日本	25.9	22.8	33	基本保健	美国	5.2	5.0
9	派克－汉尼芬	美国	24.9	22.1	34	富国公司	日本	4.9	4.5
10	NOK（油封）	日本	24.5	21.8	35	西川橡胶	日本	4.8	4.8
11	Veyance 技术公司	美国	19.0	16.0	36	马努里橡胶工业	意大利	4.6	4.2
12	丰田合成	日本	13.6	12.7	37	三星胶带	日本	4.4	4.2
13	伊顿	美国	12.8	12.0	38	安维思集团	荷兰	4.3	3.8
14	费德拉尔－莫达尔	美国	12.0	12.0	39	新田公司	日本	4.2	3.8
15	安塞尔	澳大利亚	11.2	9.8	40	Top Glove 公司	马来西亚	4.2	3.2
16	卡莱尔伙伴	美国	10.5	12.0	41	达特威勒持股	瑞士	3.4	3.5
17	横滨橡胶	日本	9.8	9.7	42	艾美位皮带	荷兰	3.8	3.2
18	森普利特	澳大利亚	9.6	8.3	43	SSL 国际公司	英国	3.8	3.7
19	马克 IV 工业	美国	9.5	11.5	44	洛德公司	美国	3.8	3.6
20	芬纳	英国	8.7	7.6	45	日轮公司	日本	3.7	3.7
21	东洋橡胶	日本	8.6	9.1	46	沃科工业技术	德国	3.7	3.5
22	住友橡胶工业	日本	7.9	6.0	47	冈本株式会社	日本	3.6	3.3
23	Henniges 汽车公司	美国	7.7	8.7	48	西格林集团	瑞典	3.4	NA
24	SKF	瑞典	7.5	6.9	49	天纳克	美国	2.8	NA
25	ZF 宝盖弹性金属	德国	7.2	7.1	50	藤加橡胶工业	日本	2.7	NA

资料来源：招商证券，中国橡胶工业协会

二、公司核心竞争优势突出、短期经营情况较好

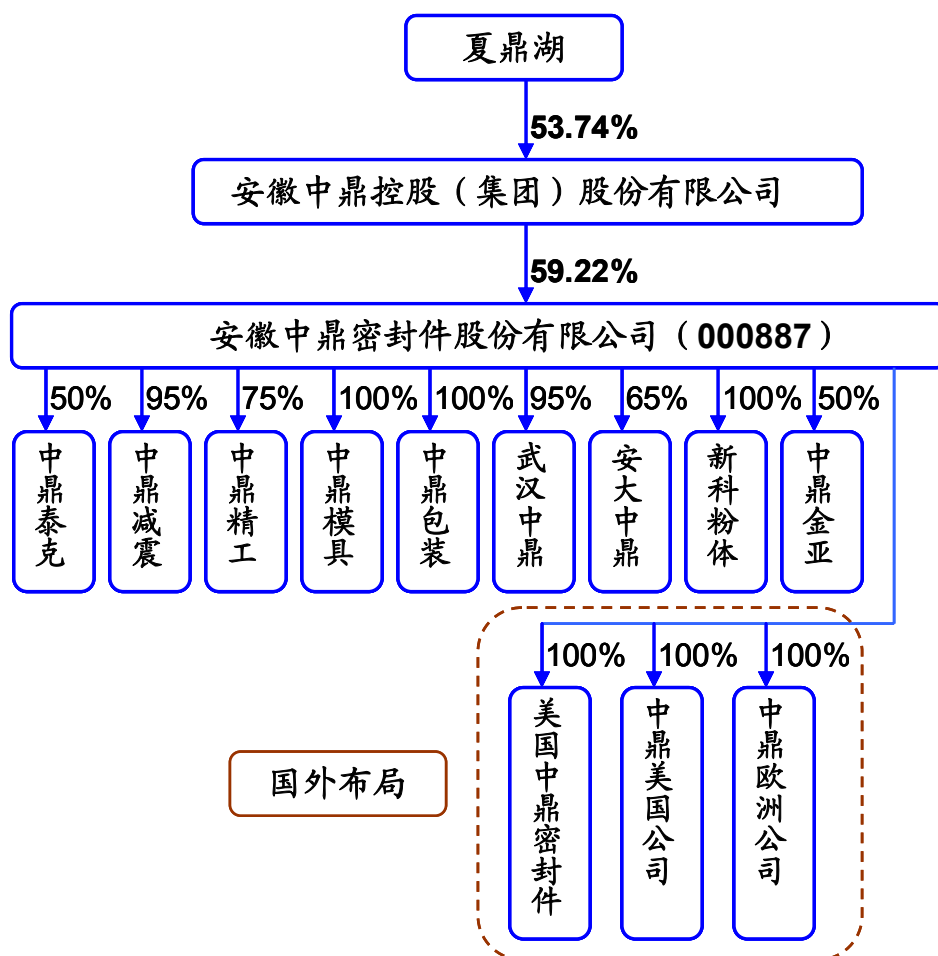
1、中鼎公司简介

2006 年通过对“ST 飞彩”进行资产置换登录 A 股市场，目前公司主营业务为：橡塑密封件、汽车用橡胶制品，机械基础件等产品的研发、生产与销售。2009 年公司实现营业收入 14.74 亿元，其中国内销售 10.86 亿元，出口销售 3.88 亿元，国内销售中，配套汽车行业产品营业收入为 10.3 亿元，占比 94.8%，其他主要配套家电和工程机械等下游行业。

产品系列齐全。目前公司产品已经涵盖非轮胎橡胶零部件各个品种，能够为下游客户提高橡胶零部件的整体配套，其中：母公司主要进行橡胶密封件和除制动、减震以外的橡胶零部件的生产；中鼎泰克进行制动系统橡胶件的生产；中鼎减震进行减震系统橡胶件的生产；中鼎模具为公司内橡胶业务部门提供模具，模具生产水平是生产低成本、高质量橡胶件的关键；中鼎精工生产金属骨架，主要为中鼎减震产品进行配套。

国外市场积极布局。在美国市场，公司通过美国中鼎密封件公司管理三个生产工厂，初步完成了美国市场的布局；在欧洲市场，公司成立了中鼎欧洲公司，负责欧洲业务的市场开发、产品销售和仓储结算；公司的国际化进程处于国内汽车零部件行业前列。

图3：中鼎股份股权与资产结构



数据来源：公司资料、招商证券

表 4：中鼎股份资产及业务分布状况

公司	注册资本	持股比例	资产总额 (万元)	经营范围
母公司	42556 万元	100%	133294	橡胶密封件、汽车非轮胎橡胶制品（制动、减震除外）的研发生产和销售
中鼎减震	8000 万元	95%	42522	减震系统橡胶制品及相关机械零件的生产和销售
中鼎泰克	500 万美元	50%	16670	生产销售汽车制动系统用橡胶制品及其他橡胶制品
中鼎精工	2000 万元	75%	21098	生产、销售、设计、开发汽车零部件、机械、电子、五金制品
中鼎模具	600 万元	100%	9462	橡胶、塑料及其他产品用金属模具的制造与销售
中鼎包装	500 万元	100%	1390	纸制品加工、塑料包装制品、劳保用品生产与销售
武汉中鼎	3000 万元	95%	954	橡胶密封件、汽车用橡胶制品等机械基础产品生产与销售
安大中鼎	100 万元	65%	62	橡胶零部件产品及其工艺、材料的研发改进制造，技术转让、服务
新科粉体	800 万元	100%	740	废橡塑、废塑料活性粉体、活化改性剂制品的研发、生产、销售与服务
美国中鼎密封件	投资总额 1200 万美元	100%	13803	实业投资、管理和服务在美所属投资企业等，下辖 AB、MRP、BRP 三个全资子公司
中鼎美国公司	95 万美元	100%	9662	北美市场部分客户的市场开发、产品销售、仓储结算等
中鼎欧洲公司	2.5 万欧元	100%	801	欧洲市场部分客户的市场开发、产品销售、仓储结算等
中鼎金亚	200 万美元	50%	6879	生产经营自产的汽车工业、非公路机械工业用管材零部件及其它相关管件产品。

资料来源：招商证券，公司公告

2、公司核心竞争优势突出

公司技术优势突出。

公司是中国橡胶工业协会橡胶制品分会的理事长单位，拥有全国同行业唯一的“国家级企业技术中心”、“全国博士后科研工作站”和“国家级检测试验中心”。

技术优势是公司毛利率较高原因之一。

通过技术改进，公司可以消除部分原材料上涨压力。同时依靠强大的研发实力，公司新产品占公司年销售收入的份额超过 30%，新产品的销售毛利率较高，公司产品可分为三类：第一类产品在市场有绝对控制权，如动力和制动系统零件，这种产品的定价权最强，毛利率最高；第二类产品有竞争对手，但客户对中鼎认可度高；第三类产品属于充分竞争产品，市场竞争就是比拼产品价格。

单品价格较低，公司议价能力较强。

在整车制造成本中，非轮胎橡胶零部件仅占 1% 左右，这种产品特性使得下游主机厂对公司产品的降价压力较小；同时公司下游客户较分散，2009 年前五名客户销售收入合计仅占总销售收入的 18.12%，最大客户比亚迪汽车的份额仅占 5.02%，下游客户分散保证了公司较强的议价能力。

单车型销量大幅提高将使公司的规模优势逐渐体现，有利于提高毛利率。

橡胶零部件一直以来具有“多品种、小批量”的特征，各主机厂对零部件的性能和规格要求差异较大，同时由于单个产品的销量有限，研发和模具开办费用的摊薄成本较高；

近几年，随着国内汽车市场容量的增大，单车型的年销量也迅速提高，例如 2009 年比亚迪 F3 车型的销量已经突破 30 万辆，单车型销量的提升将使得公司产品的供货量提高，规模效应逐渐显现，有利于产品毛利率水平的提升。

表 5：前五名客户销售收入情况（单位：亿元）

客户名称	2009 年销售收入	2008 年销售收入
比亚迪汽车有限公司	0.74	0.39
上海汇众汽车制造有限公司	0.70	0.73
TENNCO	0.44	0.23
武汉神龙汽车有限公司	0.42	0.32
上海通用汽车有限公司	0.38	0.23
前五名销售收入合计	2.67	1.90
总销售收入	14.74	13.15
前五名占比	18.12%	14.45%

资料来源：招商证券，公司资料

3、公司短期经营情况较好

短期来看，公司总体经营情况较好。

2009 年 4 季度公司实现营业收入 5 亿元（公司年报披露“2009 年 4 季度发货数额大幅增长，但有 6792 万元未开票结算，未计入营业收入”），我们认为公司一季度公司销售收入有望略超 2009 年 4 季度。

目前公司主要业务分部的经营状况较好，订单情况饱满，开工率较高，部分企业出现产能瓶颈。

中鼎股份母公司。

2009 年母公司 8.36 亿元的销售收入中，6 亿元是自身销售收入，其他是代理子公司的产品销售，目前公司经营情况稳定，产能利用率高，也存在一定的产能瓶颈。

中鼎模具。

公司目前存在产能瓶颈，2009 年部分模具委托外部进行加工，另外由于内部结算的原因，2009 年销售收入 0.53 亿元比 2008 年的 0.71 亿元有所下降，净利润从 2008 年的 0.3 亿元下降到 2009 年的 0.26 亿元。

中鼎减震。

2009 年公司产能利用率迅速提升，全年实现销售收入 5.36 亿元，同比增长 32.7%；目前公司已经出现产能紧张，公司现有 3 栋厂房，只需要进行机械设备投资即可实现产能扩张，我们预计 2010 年底随着新生产线的投产，公司的产能紧张状况将逐渐得到缓解。

中鼎泰克。

目前处于满负荷运转状况，公司的第二栋厂房正在建设，加上后期的机械设备购置和安装，预计 2010 年 4 月份交付使用。

中鼎精工。

公司主要向中鼎减震提供金属骨架，2009 年受中鼎减震销量快速增长带动，中鼎精工

实现销售收入 2.34 亿元，同比增长 24.1%，公司目前产能同样存在瓶颈；另外公司公告里收购日方股东持有的 25% 股权，实现全资控股。

美国中鼎密封件。

公司下辖 AB、MRP 和 BRP3 个工厂，2009 年亏损 882 万元；2010 年公司将积极整合实现盈利目标：1) 管理整合：聘任职业经理人进行管理，2010 年本部将派驻财务和技术主管；2) 技术整合：美国工厂在大批量产品的生产技术上优势突出，适合国内发展趋势；3) 原材料采购整合：从国内采购低价原材料，降低生产成本。4) 产品整合：根据相对优势，对国内和美国工厂产品重新划分，实现盈利最大化。

表 6：中鼎股份单季度业绩回顾

单位：百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	2008	2009
一、营业总收入	158	194	299	375	219	370	385	500	1025	1474
二、营业总成本	131	158	272	311	189	300	314	435	872	1237
其中：营业成本	111	131	234	248	146	244	248	329	724	967
营业税金及附加	1	1	2	2	2	3	3	4	6	13
营业费用	6	9	10	25	14	17	20	37	50	88
管理费用	11	13	18	24	25	28	34	53	65	140
财务费用	2	3	5	7	6	4	4	7	18	21
资产减值损失	1	1	3	5	-5	3	5	5	9	8
三、其他经营收益	0	0	1	0	0	1	3	0	1	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	1	3	0	1	4
四、营业利润	27	36	28	63	31	72	74	65	154	241
加：营业外收入	9	5	15	-8	13	2	6	3	20	24
减：营业外支出	0	0	1	1	0	0	0	0	2	0
五、利润总额	36	41	42	54	44	74	79	68	173	265
减：所得税	8	10	7	2	4	14	12	7	26	37
六、净利润	28	31	35	52	39	60	67	61	147	228
减：少数股东损益	0	0	0	13	4	7	8	9	13	28
七、归属母公司所有者净利润	28	31	35	39	36	53	60	52	134	200
EPS (元)	0.07	0.07	0.08	0.09	0.08	0.12	0.14	0.12	0.31	0.47
主要比率										
毛利率	30.1%	32.3%	21.6%	33.8%	33.2%	34.1%	35.6%	34.3%	29.4%	34.4%
营业利润率	17.3%	18.3%	9.2%	16.9%	14.0%	19.4%	19.1%	13.0%	15.0%	16.4%
净利率	18.0%	16.0%	11.8%	13.9%	18.0%	16.2%	17.5%	12.2%	14.3%	15.4%
营业费率	3.6%	4.5%	3.4%	6.7%	6.2%	4.7%	5.1%	7.4%	4.8%	6.0%
管理费费率	6.6%	6.6%	6.1%	6.4%	11.3%	7.5%	8.8%	10.7%	6.4%	9.5%
实际税率	20.9%	24.1%	15.6%	3.8%	9.9%	18.7%	15.3%	10.5%	15.0%	14.1%
YOY										
收入增长率	14%	17%	91%	127%	38%	91%	29%	34%	64%	44%
归属母公司所有者净利润	-1%	148%	68%	9%	25%	71%	69%	34%	36%	50%

资料来源：公司报表，招商证券

三、长期发展战略—内外兼修、范围拓展

1、逐渐提高国内市场份额

提高对自主品牌的配套量，抢占其他国内企业市场份额。2009 年，公司加大了对自主品牌车企的市场开拓力度，比亚迪已经成为公司最大客户；随着自主品牌车型档次的逐渐提高，对橡胶件的档次要求也随之提高，相比于国内其他企业，公司的技术实力优势将逐渐显现，与其他企业的差距将逐渐拉大。

加大对合资品牌配套力度，承接国际产业转移。合资品牌为了压缩成本，加大零部件的国产化率是必然趋势，目前公司的技术水平已经能够和外资公司相媲美，而公司的成本优势将日渐突出。

2、国际化战略是公司发展目标

在中国汽车零部件公司国际化发展进程中，公司显然已经走在前列。目前公司已经在美国建立研发和生产基地，在欧洲设立销售公司，未来将逐步实现全球设计、生产和开发的目标，已经建立起跨国公司发展模式的雏形。

表 7：国内外销售情况统计

单位：百万元	2008 年	2009 年
营业收入		
国内	836.2	1085.9
国外	478.8	388.2
合计	1315.0	1474.1
国内占比	63.6%	73.7%
国外占比	36.4%	26.3%
营业成本		
国内	557.5	681.6
国外	374.4	285.4
合计	931.9	966.9
毛利率		
国内	33.3%	37.2%
国外	21.8%	26.5%
合计	29.1%	34.4%

资料来源：招商证券，公司资料

3、积极开拓业务范围

公司现有产品主要配套汽车行业，其他行业量较小，但公司未来将积极开拓其他下游行业的配套比例。工程机械方面，公司主要是为起重机配套橡胶件，但目前占销售份额较小；家电方面，目前主要为洗衣机配套，客户主要是西门子、美的等；航天军工领域，公司顺利通过国家三级保密资格认证及国军标 GJB9001A-2001 质量体系认证，进入航天军工领域对技术研发水平的提高较大，同时能够获得研发经费的支持；未来的发展方向还包括高速铁路、城市交通轨道、海洋石油钻井平台、风力发电、大飞机等项目。

我们认为借助于资本市场的融资平台，公司相比于国内其他企业的融资渠道较宽，资金实力突出，未来可在适当时机对其他公司进行收购整合。

4、三年翻一番经营目标可实现

公司在 2009 年年报中提出“在打造国际性公司的同时，力争实现以不低于 20%的逐年增长，经过三年努力争取实现营业收入 30 亿元的目标”，2009 年公司营业收入为 14.74 亿元，公司的发展目标是三年内营业收入翻一番以上，我们认为此目标实现的可能性较大：

1) 国内汽车配套业务空间仍然很大

2009 年公司国内汽车配套业务实现销售收入为 10.3 亿元，同比增长 49.56%，公司加大了对自主品牌客户的拓展力度，比亚迪成为公司第一大客户，销售收入达到 0.74 亿元；我们预计未来中国汽车销量增速有望保持在 15%左右，公司汽车配套业务收入增速有望达到 25%，原因在于自主品牌配套业务的不断拓展以及合资品牌国产化配套比例的逐渐提高。

2) 国际市场增速有望超预期

2009 年公司出口业务收入 3.88 亿元，同比下降 18.9%，主要原因在于 2009 年上半年欧美经济仍处于谷底复苏阶段，需求较少，2009 年下半年以来出口形势不断恢复；目前公司在美国的生产布局以及基本完成，2010 年将进行整合，我们预计公司未来三年出口业务增速将达到 30%-40%，并有超预期的可能。

3) 跨行业配套力度加大，行业整合有望逐渐推进

2009 年受制于产能不足，国内非汽车行业配套业务收入为 0.56 亿元；公司 2009 年报中透露，2010 年公司重点工作之一是“通过对国内市场本行业整合，有利于拓宽其他相关领域”；围绕其他行业配套业务，公司对行业内其他企业的收购有望在 2010 年逐渐展开。

四、盈利预测与投资评级

预计公司 2010 年 EPS0.72 元。公司目前生产订单情况相对饱满，且存在产能瓶颈。未来几年收入增长有保证，同时我们判断在高产能利用率和原材料价格上涨综合影响下，2010 年公司毛利率水平将保持稳定；预计 2010 年公司费率水平将有所下降；综合公司各子公司目前的经营现状以及未来发展预期，我们预计公司 2010 年将实现净利润 3.06 亿元，对应 EPS 为 0.72 元。

表 8：中鼎股份盈利预测

单位：百万元	2009 年	2010E	2011E	2012E
本部	83.2	115.0	137.2	171.5
中鼎减震	39.9	54.9	71.4	92.9
中鼎泰克	15.7	24.6	33.2	43.2
中鼎精工	30.1	58.9	73.7	92.1
中鼎模具	25.8	34.3	42.8	53.5
中鼎包装	4.3	5.4	7.0	8.4
武汉中鼎	-0.4	0.0	0.0	0.0
安大中鼎	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1
新科粉体	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0
美国中鼎密封件	-1.8	8.0	20.0	35.0
中鼎美国公司	0.7	0.7	0.7	0.7
中鼎欧洲公司	-0.2	0.0	0.5	0.5
中鼎金亚	4.3	5.0	6.0	7.0
合计	200.1	305.6	391.4	503.6
股本	425.6	425.6	425.6	425.6
EPS	0.47	0.72	0.92	1.18

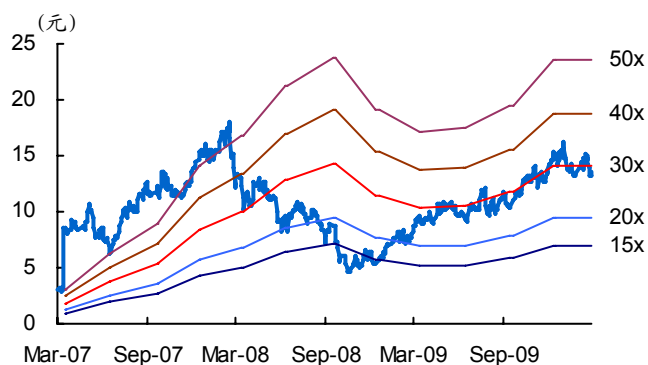
资料来源：招商证券（表中为各公司权益净利润）

维持“审慎推荐-A”投资评级，目标估值区间 14.4-18 元。我们认为公司仍然处于快速发展期，一是业务体量仍然较小，另外竞争优势明显，未来几年盈利增长基本确定，在国内市市场份额将逐渐提高，国外市场和国内非汽车领域配套市场的开拓有望超预期；我们预计公司 2010 年 EPS 为 0.72 元，若国外市场开拓较好，业绩仍有向上突破空间，对于一家未来几年平均增长 30%以上的公司，我们认为按 2010 年 EPS0.72 元的 20-25 倍估值相对合理，目标估值区间 14.4-18 元，维持“审慎推荐-A”投资评级。

五、风险提示

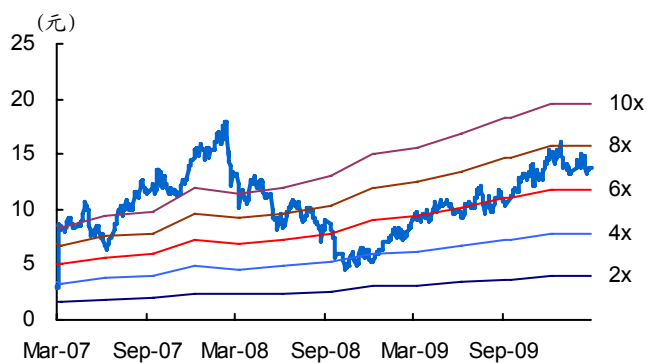
- 1、汽车行业受宏观经济影响波动相对较大，若汽车行业景气下降，将对公司收入和盈利水平构成直接影响。
- 2、公司主要原材料天然橡胶和合成橡胶进行全球采购，若原材料上涨幅度较大，将会影响公司的毛利率水平。
- 3、全球经济特别是美国经济的复苏力度达不到预期将影响公司出口业务拓展。
- 4、公司进入非汽车行业配套领域的进程将影响公司业务增长速度。

图4：中鼎股份历史PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图5：中鼎股份历史PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

- 1、《2009 年汽车行业投资策略报告-金融危机下国内乘用车投资价值凸现》2008/12/17 看好乘用车，看空商用车；
- 2、《2010 年汽车行业投资策略报告-上半年景气依旧，下半年压力渐显》2009/12/6。
- 3、《美国汽车公司的未来及对中国汽车工业的影响-短期难破产，长期生产转移为必然》2008/12 金融危机下长期对中国汽车工业的影响分析。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	583	1047	1437	1965	2641
现金	81	124	311	488	699
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	19	90	114	149	195
应收款项	277	429	528	690	904
其它应收款	12	27	34	45	58
存货	179	348	426	561	741
其他	16	30	25	33	43
非流动资产	491	714	704	689	675
长期股权投资	11	14	14	14	14
固定资产	330	517	523	521	518
无形资产	111	146	132	119	107
其他	40	36	35	35	36
资产总计	1074	1760	2141	2654	3316
流动负债	532	668	700	805	945
短期借款	298	214	200	200	200
应付账款	121	249	310	409	540
预收账款	3	3	4	5	6
其他	111	202	186	191	198
长期负债	26	171	171	171	171
长期借款	25	170	170	170	170
其他	1	2	2	2	2
负债合计	558	839	871	976	1116
股本	315	426	426	426	426
资本公积金	0	81	81	81	81
留存收益	165	331	638	990	1442
少数股东权益	36	83	126	181	252
母公司所有者权益	480	838	1144	1496	1948
负债及权益合计	1074	1760	2141	2654	3316

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	12	223	278	275	319
净利润	133	200	306	391	502
折旧摊销		0	68	67	65
财务费用		0	14	14	13
投资收益		0	(5)	(6)	(7)
营运资金变动		0	(147)	(256)	(338)
其它		22	41	65	84
投资活动现金流	(204)	(370)	(60)	(51)	(51)
资本支出		0	(60)	(50)	(50)
其他投资		(370)	(0)	(1)	(1)
筹资活动现金流	207	182	(31)	(47)	(56)
借款变动		0	(22)	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	0	(39)	(50)
其他		182	(9)	(8)	(6)
现金净增加额	15	34	187	177	212

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1025	1474	1895	2479	3249
营业成本	724	967	1242	1636	2160
营业税金及附加	6	13	16	21	28
营业费用	50	88	104	139	179
管理费用	65	140	133	169	221
财务费用	18	21	14	14	13
资产减值损失	9	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	4	5	6	7
营业利润	154	241	391	506	655
营业外收入	20	24	20	20	20
营业外支出	2	0	1	1	1
利润总额	173	265	410	525	674
所得税	26	37	62	79	101
净利润	147	228	349	447	573
少数股东损益	13	28	42	55	71
母公司所有者净利润	133	200	306	391	502
EPS (元)	0.42	0.47	0.72	0.92	1.18

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	64%	44%	29%	31%	31%
营业利润	55%	57%	62%	29%	29%
净利润	36%	50%	53%	28%	28%
获利能力					
毛利率	29.4%	34.4%	34.5%	34.0%	33.5%
净利率	13.0%	13.6%	16.2%	15.8%	15.5%
ROE	27.8%	23.9%	26.8%	26.1%	25.8%
ROIC	17.4%	17.2%	21.0%	21.6%	22.1%
偿债能力					
资产负债率	52.0%	47.7%	40.7%	36.8%	33.6%
净负债比率	30.0%	22.3%	17.3%	13.9%	11.1%
流动比率	1.1	1.6	2.1	2.4	2.8
速动比率	0.8	1.0	1.4	1.7	2.0
营运能力					
资产周转率	1.0	0.8	0.9	0.9	1.0
存货周转率	5.2	3.7	3.2	3.3	3.3
应收帐款周转率	4.9	4.2	4.0	4.1	4.1
应付帐款周转率	7.5	5.2	4.4	4.5	4.6
每股资料(元)					
每股收益	0.42	0.47	0.72	0.92	1.18
每股经营现金	0.04	0.52	0.65	0.65	0.75
每股净资产	1.53	1.97	2.69	3.52	4.58
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.09	0.12
估值比率					
PE	32.3	29.1	19.0	14.9	11.6
PB	9.0	7.0	5.1	3.9	3.0
EV/EBITDA	23.2	15.3	10.2	8.3	6.6

分析师简介

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三；入围2008年新财富最佳分析师，2009年新财富最佳分析师上榜并获得水晶球奖项。现为新能源网行业顾问，并担任南方汽车都市报汽车研究院特聘顾问。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。