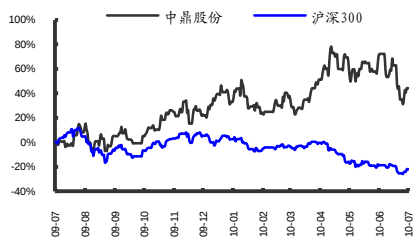


## 中鼎股份（000887）调研报告：“橡胶制品龙头”依 内延式增长和外延式扩张迎稳健增长

### 轨道交通专题研究报告

首次评级：买入

#### 相对沪深300表现



| 表现    | 1m    | 3m    | 12m   |
|-------|-------|-------|-------|
| 中鼎股份  | -15.6 | -4.7  | 44.0  |
| 沪深300 | -3.7  | -21.7 | -22.1 |

#### 市场数据 2010.7.9

|            |            |
|------------|------------|
| 当前价格（元）    | 15.31      |
| 52周价格区间（元） | 9.65-19.73 |
| 总市值（百万）    | 6515.25    |
| 流通市值（百万）   | 6515.25    |
| 总股本（万股）    | 42555.51   |
| 流通股（万股）    | 42555.51   |
| 日均成交额（百万）  | 76.46      |
| 近一月换手（%）   | 25.79      |

#### 轨道交通研究小组

联系人：鄢祝兵

证书编号：S0350210050001

电话：0755-83704850

邮件：yanzb@ghzq.com.cn

#### 分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **中鼎股份是国内非轮胎橡胶制品行业龙头企业。**目前公司作为国内规模最大的非轮胎汽车橡胶零部件供应商，2009年公司销售收入达到14.7亿元，规模是国内排名第二的企业的3倍以上。公司目前销售规模占国内非橡胶零部件行业比率仅为8%左右，未来存在进一步扩大空间。
- **橡胶零部件附加值高，行业集中度低，龙头企业具较大空间。**橡胶零部件行业产品特性为多品种、小批量。中国低成本优势显著，未来国内橡胶零部件产品存在较大进口替代空间。国内非轮胎橡胶零部件行业集中度较低，大集团与小公司共存，国内规模和技术优势的企业将具备更大的生存空间，未来可能会通过外延式收购迎来较大成长空间。
- **“产品配方+模具设计+规模优势+客户资源”构成公司核心竞争力。**经过30多年的生产和研发经验，公司已研发成功5000多种混炼胶配方，其中常用配方超过600种。公司的子公司中鼎模具在模具设计和制造水平处于国内领先水平，客户营销网络优势铸就公司在汽车橡胶零部件行业的领先优势。
- **公司未来看点：通过“分享行业增长+布局海外市场”实现内延式增长，“新收购+新领域+新业务”实现外延式扩张。**内延式增长和外延式扩张带来公司未来持续增长。此外，公司通过股权收购和增资方式取得天津飞龙股权进入高铁、城市轨道交通及军工等特种配套行，未来高铁领域需求蓝海将带来公司新的利润来源。
- **持续稳健增长和步入高铁领域提升公司估值水平。**我们预测公司2010年~2012年EPS分别为0.68元、0.88元、1.18元，公司目前股价对应于未来三年内的动态PE分别为22、17和13左右，公司未来三年内保持年均30%以上的净利润增速，我们首次给予公司买入的投资评级。次给予公司买入评级。

| 预测指标        | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元）   | 1,474 | 2,350 | 3,278 | 4,417 |
| 营业利润（百万元）   | 241   | 362   | 472   | 639   |
| 净利润（百万元）    | 200   | 290   | 374   | 501   |
| 摊薄每股收益（元）   | 0.47  | 0.68  | 0.88  | 1.18  |
| 摊薄每股净资产（元）  | 1.97  | 2.45  | 3.06  | 3.89  |
| 加权平均 ROE（%） | 23.9% | 27.9% | 28.7% | 30.3% |

## 中鼎股份是国内非轮胎橡胶制品行业龙头企业

安徽中鼎密封件股份有限公司创立于 1980 年，其前身为宁国市密封件厂，2006 年 5 月 24 日，飞彩集团（主要从事农用运输车及配件制造和销售）与安徽省中鼎股份有限公司（现已改名为“中鼎控股”）签订股份转让协议，飞彩集团将持有本公司 2.1 亿股国有股转让给中鼎控股，2006 年 11 月重大资产重组完成，上市公司主营业务由农用车制造和销售变更为液压气动密封件、汽车非轮胎橡胶制品（制动、减震除外）的生产和销售。

2008 年度和 2009 年度公司实施一系列资产收购，公司通过自筹资金收购了中鼎金亚、中鼎美国以及美国 AB 公司，投资建立了武汉中鼎，同时，通过定向增发购买集团公司拥有的中鼎泰克、中鼎减震、中鼎精工和中鼎模具的相关股权，增发成功后，集团公司的橡胶制品相关资产全部注入上市公司，关联交易相应减少，中鼎股份的业务结构发展为炼胶、制模、硫化一体化的完整产业链结构。

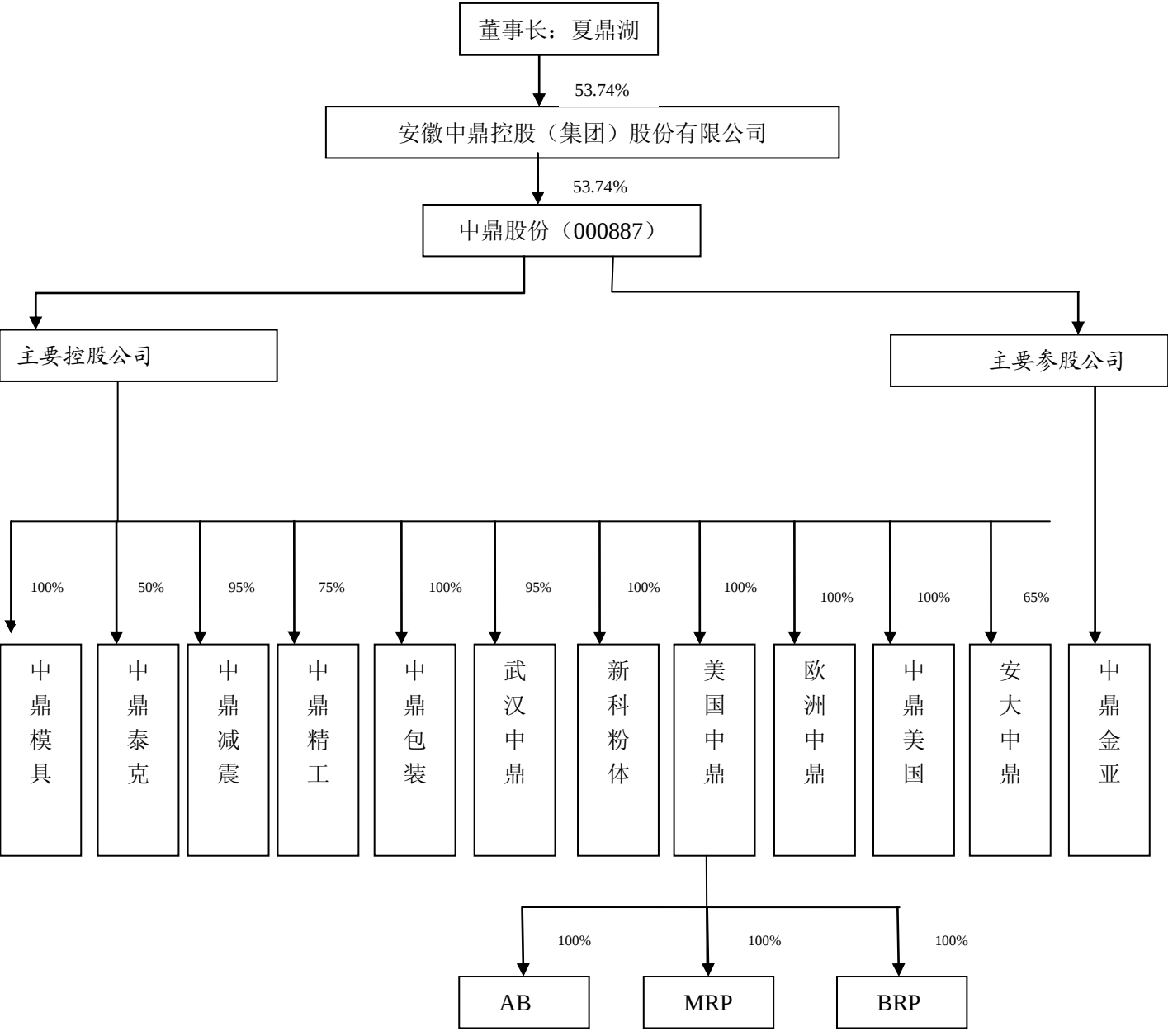
公司目前主要生产橡胶密封件、特种密封件，包括橡胶密封件、缓冲用减震橡胶件，以及在武汉合资公司生产的车门窗用橡胶密封条等，公司产品主要应用于汽车领域，其次也广泛应用于工程机械、家用电器、电子、电力设备等行业。

表 1 公司主要橡胶产品应用类型及种类

| 主要橡胶产品 | 对应公司 | 主要客户群体         |
|--------|------|----------------|
| 橡胶密封垫  | 公司本部 | 以汽车为主，同时涉及其他行业 |
| 减震橡胶件  | 中鼎减震 | 以汽车为主，同时涉及其他行业 |
| 橡胶密封条  | 武汉中鼎 | 汽车门窗密封         |

资料来源：公司资料 国海证券研究所

图 1 公司股权结构图



资料来源：国海证券研究所

表 2 中鼎股份主要公司的经营范围

| 公司名称        | 经营范围                   |
|-------------|------------------------|
| 母公司         | 密封件、特种橡胶产品的研发、生产、销售与服务 |
| 中鼎泰克        | 生产销售汽车制动系统用橡胶制品及其他橡胶制品 |
| 中鼎模具        | 橡胶及其他产品用金属模具的制造与销售     |
| 中鼎精工        | 生产销售设计、开发汽车零部件等        |
| 中鼎减震        | 减震橡胶制品的研发、生产与销售        |
| 中鼎包装        | 纸制品加工、塑料包装制品、劳保用品生产与销售 |
| 中鼎金亚        | 生产经营汽车工业、非公路机械工业用管材零部件 |
| 中鼎密封件(美国)公司 | 实业投资，管理和在美所属投资企业等      |

|             |                       |
|-------------|-----------------------|
| 美国 AB       | 汽车减震橡胶产品等汽车零部件生产销售    |
| 密歇根橡胶制品有限公司 | 生产汽车、电器等行业用橡胶、塑料零部件   |
| 中鼎欧洲公司      | 橡胶零部件的仓储、销售与开发服务      |
| 武汉中鼎        | 橡胶密封件等机械基础产品生产与销售     |
| 安大中鼎        | 橡胶零部件产品及其工艺、材料的研发改进制造 |
| 新科粉体        | 废橡胶等的研发、生产、销售与服务      |
| 鹿角橡胶制品有限公司  | 生产汽车、工程机械、农用机械等用进气管件  |

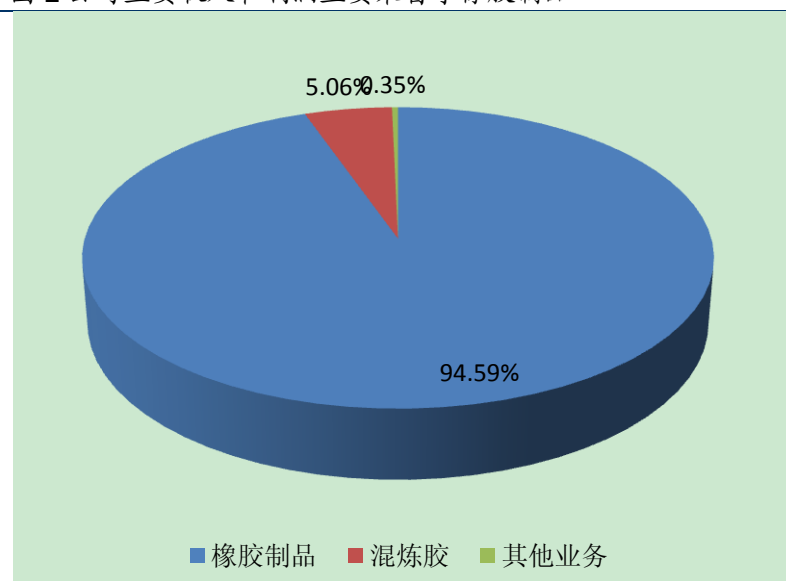
资料来源：公司公告 国海证券研究所

表 3 中鼎股份主要控参股公司 2008 年经营业绩（单位：万元）

| 公司名称      | 持股比例 | 总资产   | 营业收入  | 净利润  | 归属于母公司净利润 |
|-----------|------|-------|-------|------|-----------|
| 中鼎泰克      | 50%  | 16670 | 14260 | 3145 | 1573      |
| 中鼎模具      | 100% | 9462  | 5286  | 2576 | 2576      |
| 中鼎精工      | 75%  | 21098 | 23381 | 4009 | 3007      |
| 中鼎减震      | 95%  | 42522 | 53552 | 4198 | 3988      |
| 中鼎包装      | 100% | 1390  | 1539  | 425  | 425       |
| 中鼎金亚      | 50%  | 6879  | 8421  | 865  | 432       |
| 美国中鼎密封件公司 | 100% | 13803 | 10197 | -882 | -882      |
| 中鼎美国公司    | 100% | 9662  | 15411 | 72   | 72        |
| 中鼎欧洲公司    | 100% | 801   | 340   | -16  | -16       |
| 武汉中鼎      | 95%  | 954   |       | -42  | -40       |
| 安大中鼎      | 65%  | 62    | 2     | -59  | -38       |
| 新科粉体      | 100% | 13803 | 10197 | -882 | -882      |

资料来源：公司公告 国海证券研究所

图 2 公司主要收入和利润主要来自于橡胶制品



资料来源：公司资料 国海证券研究所

图 3 公司主要橡胶产品类型



资料来源：公司资料 国海证券研究所

公司客户主要以汽车行业为主，国内客户涵盖了各主要汽车整车企业，如上海大众、一汽轿车、上海通用、广州丰田等，同时

公司作为二级供应商为世界主要一级供应商在中国的合资企业配套,涵盖了包括麦格纳、伟世通等国际知名零部件企业。

图 4 公司国内主要客户



资料来源：公司资料 国海证券研究所

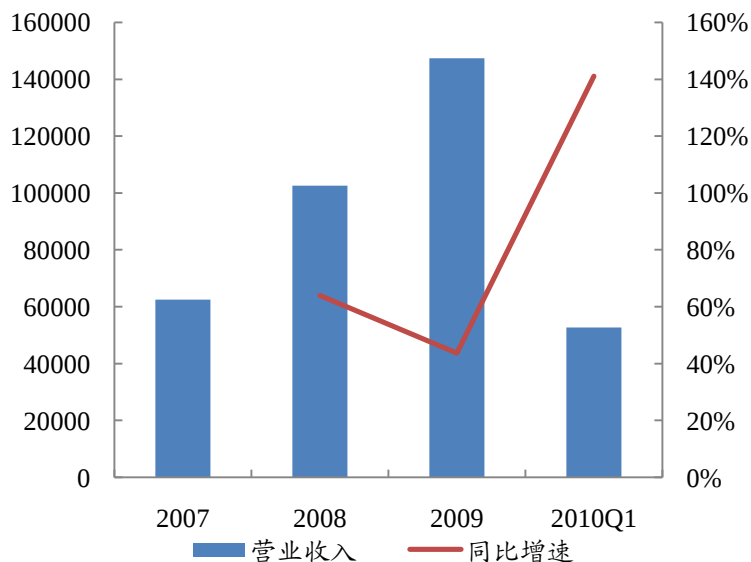
图 5 公司国外主要客户



资料来源：公司资料 国海证券研究所

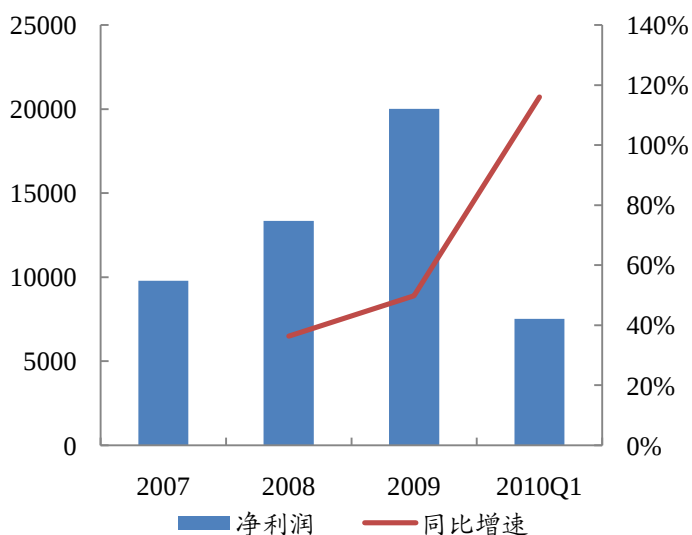
目前公司作为国内规模最大的非轮胎汽车橡胶零部件供应商，2009 年公司销售收入达到 14.7 亿元，规模是国内排名第二的企业的 3 倍以上。公司目前销售规模占国内非橡胶零部件行业比率仅为 8%左右，未来存在进一步扩大空间。国内橡胶零部件市场空间大，行业集中度低，龙头企业具有较大发展空间。

图 6 公司近年来营业收入及增速情况



资料来源：公司资料 国海证券研究所

图 7 公司近年来净利润及增速情况



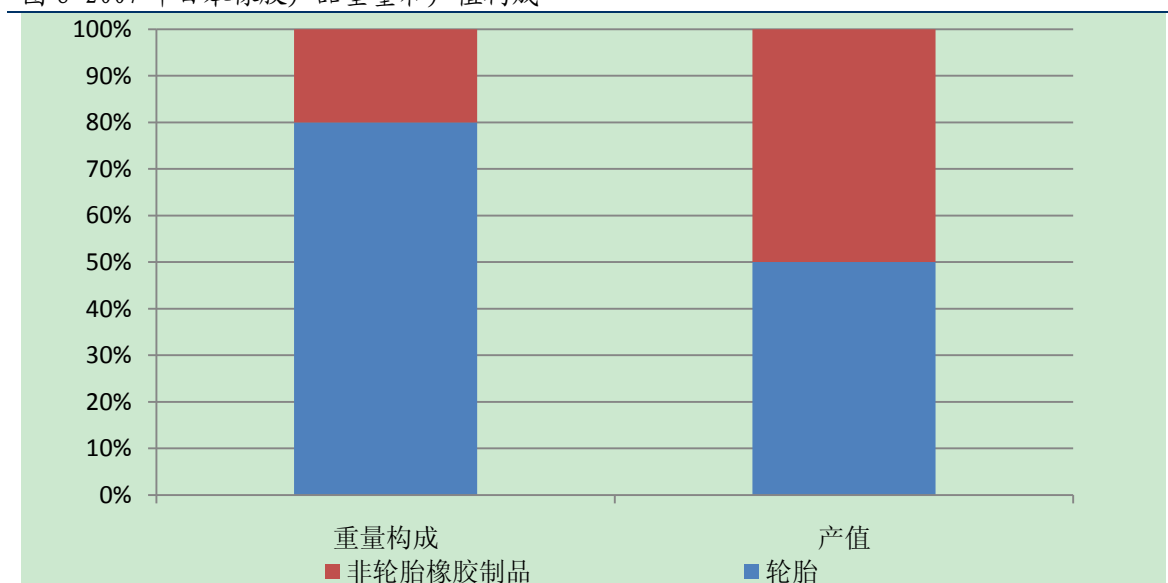
资料来源：公司资料 国海证券研究所

### 橡胶零部件附加值高，行业集中度低，龙头企业具较大空间

### 非轮胎橡胶零部件具有较大附加值

橡胶制品行业主要分为轮胎制造、橡胶零部件制造、橡胶管带制造及胶鞋制造等几个子行业，行业共性是均以天然橡胶和合成橡胶为主要原材料，轮胎行业为最大的子行业，占行业销售收入比重超过40%以上。由于橡胶零部件制造工序较长，包括配方括配方、模具、裁剪等多种工序，所以单位重量的橡胶零部件价格要高于单位重量的轮胎价格，例如，日本非轮胎橡胶制品产品重量仅占全行业20%，但产值却占50%以上。橡胶零部件较高的附加值使得其运输成本较低，出口贸易可行性更高。

图8 2007年日本橡胶产品重量和产值构成

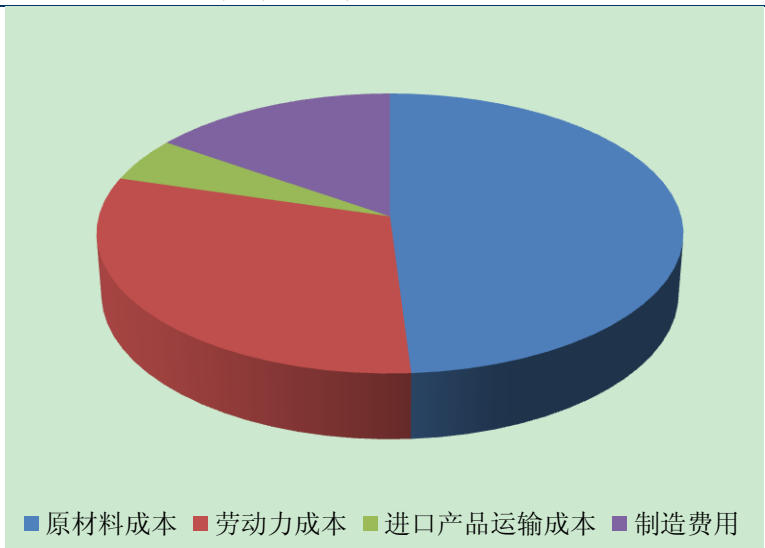


资料来源：国海证券研究所

#### 中国低成本比较优势长期存在，进口替代仍具空间

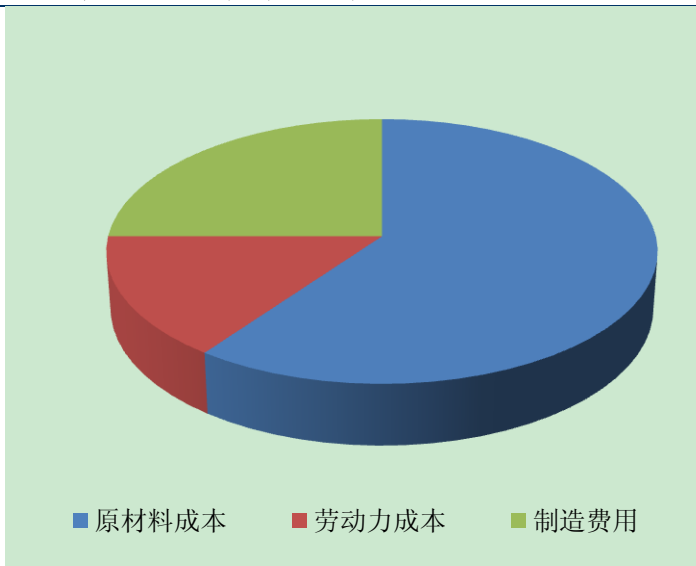
橡胶零部件行业产品特性为多品种、小批量，如中鼎集团产品就有5000种以上。产品非标准化使得生产工序较长，自动化程度较低，需要大量员工来维系生产。对比国内外龙头企业可以发现，我国目前人均产值仅为日本和欧洲的1/8，剔除产品价格因素后仍仅为发达国家1/5左右，但由于国外橡胶行业人均工资约为我国15~20倍，我国总的人力成本仍远低于发达国家，国外巨头人力成本均占总成本30%左右，而我国厂商仅为15%，低成本优势显著，未来国内橡胶零部件产品存在较大进口替代空间。

图 9 进口橡胶零部件产品生产成本构成



资料来源：公司资料 国海证券研究所

图 10 中国橡胶零部件产品生产成本构成



资料来源：公司资料 国海证券研究所

### 行业集中度低，大集团与小企业并存

国内非轮胎橡胶零部件行业集中度较低，大集团与小公司共存。我国共有规模以上橡胶零部件企业800余家，除中鼎集团以外，其它公司销售收入均在10亿以下，而且大量为**私营小公司**，行业集中度较低。中鼎集团作为橡胶零部件行业龙头企业，市场占有率也仅在5%左右，2007年行业CR4和CR10分别为11%和15%。国外橡胶制品行业市场集中度较国内高，欧洲市场排名前三企业市场占有率均在8%左右，但欧洲橡胶制品企业共4000家以上，同样也呈现大集团与小公司并存状况。

表4 全球与中国非轮胎橡胶零部件行业集中度

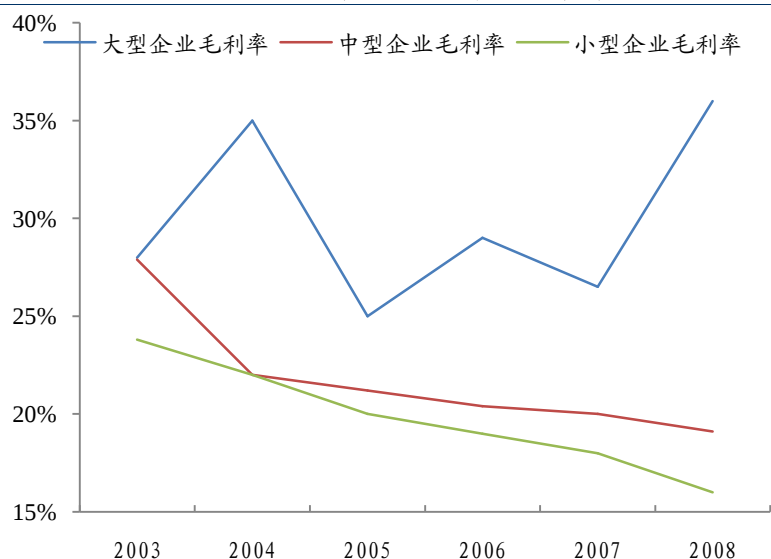
|        | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|--------|------|------|------|------|------|------|
| 全球前10家 |      |      | 24%  | 25%  |      |      |
| 全球前4家  |      |      | 12%  | 12%  |      |      |
| 国内前10家 | 14%  | 14%  | 14%  | 15%  | 12%  | 13%  |
| 国内前4家  | 10%  | 10%  | 10%  | 11%  | 9%   | 10%  |

资料来源：国海证券研究所

### 大企业具备规模优势，具有较大的成长空间

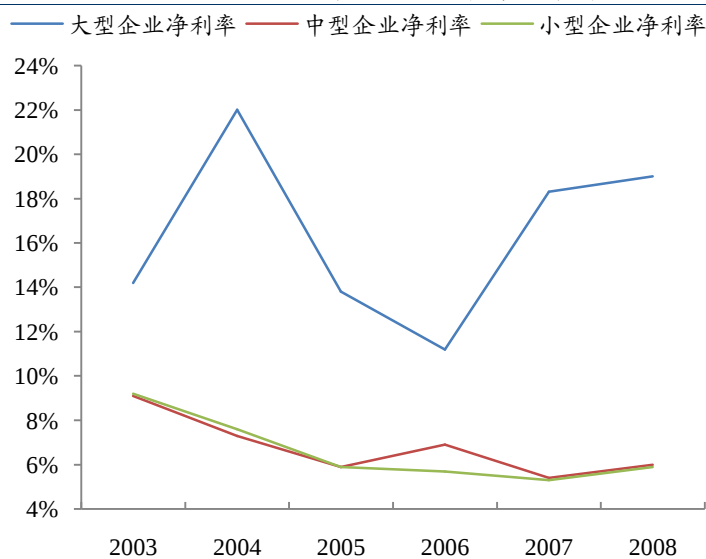
通过非轮胎橡胶零部件行业内中型企业与小型企业的对比我们也可以发现，中型企业毛利率和净利率水平明显高于小型企业和大型企业，规模优势显著。我们认为国内规模和技术优势的企业将具备更大的生存空间，未来可能会通过外延式收购迎来较大成长空间。

图 11 国内不同类型橡胶零部件企业销售毛利率情况



资料来源：公司资料 国海证券研究所

图 12 国内不同类型橡胶零部件企业销售净利率情况



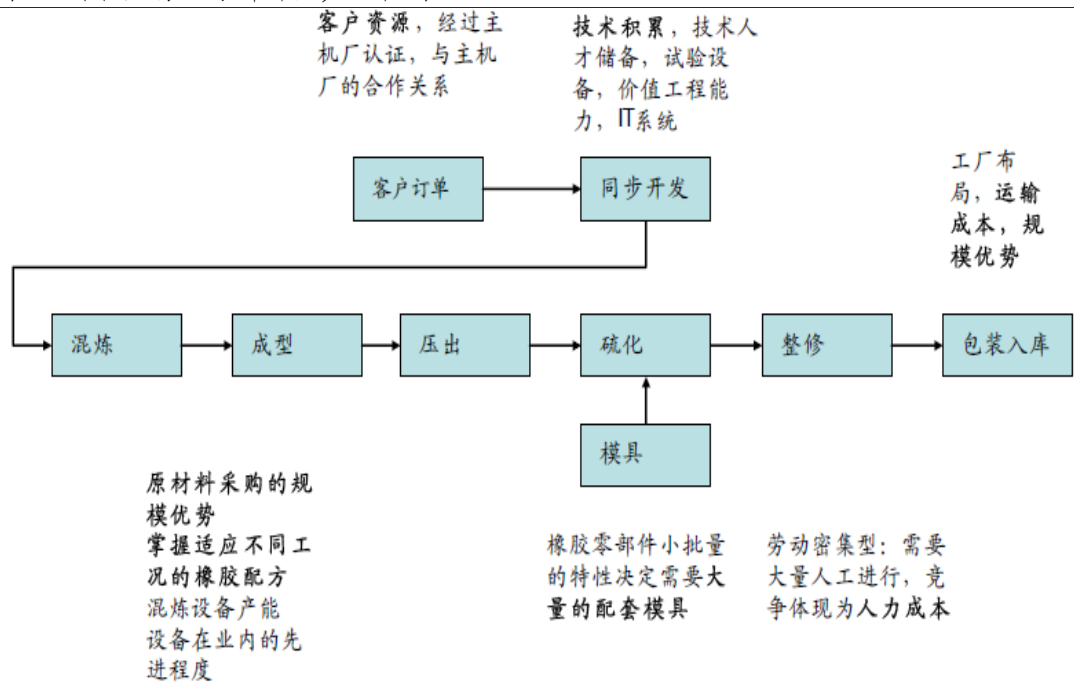
资料来源：公司资料 国海证券研究所

### “产品配方+模具设计+规模优势+客户资源”构成公司核心竞争力

#### 国内橡胶零部件技术领先者具橡胶配方和自制模具优势

橡胶零部件的生产过程主要包括同步开发、混炼胶、预成型、硫化和修正等多个环节。不同厂商之间从混炼到硫化的过程基本类似，通过外购机器设备均可实现，**差异化主要体现在配方设计和模具开发上**。一般来说，由于橡胶零部件多品种、小批量的特性使得企业掌握的混炼胶配方越多，其能够生产的品种也就越多，技术优势也就越明显。经过 30 多年的生产和研发经验，公司已研发成功 5000 多种混炼胶配方，其中常用配方超过 600 种，公司目前拥有 500 多名研发人员，占公司总人数的 7% 左右，公司研发经费占销售收入的比重也超过 5%，在国内制造业中也处于较高水平，此外，公司新产品所占销售收入比重不断提高，2009 年全年开发新产品 1700 余种。

图 13 非轮胎橡胶零部件生产流程图



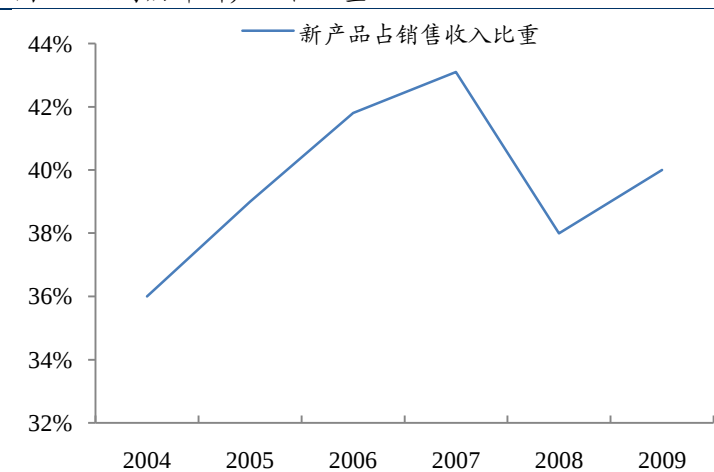
资料来源：国海证券研究所

图 14 公司技术优势明显，拥有超过 5000 种配方



资料来源：公司资料 国海证券研究所

图 15 公司历年新产品占比



资料来源：公司资料 国海证券研究所

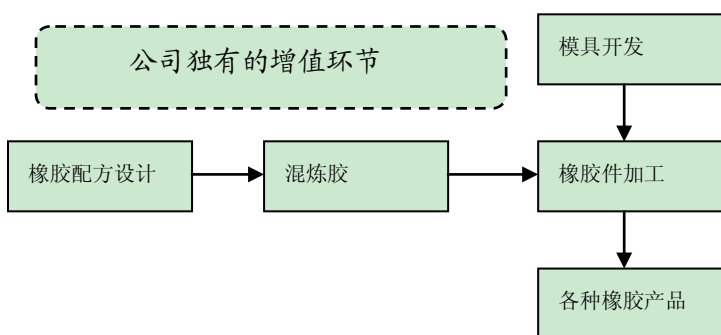
从模具方面来讲，其开发制造水平决定了橡胶制品的水平，目前国内的大多数模具产品在制造精度，使用寿命以及工艺上的试模次数等方面与国外同类产品有一定差距。而模具的质量决定了产品的成品率，模具设计制造水平高的模具成品率可达到90%以上，而低的成品率只有30%左右，悬殊巨大。公司的子公司中鼎模具业务涉及各种橡胶模压，吹塑盒注射模具及金属冲压模具，在模具设计和制造水平处于国内领先水平，可以进行多种模具的设计与制造，目前形成产单、复模超过1万副/年的加工能力，被模具工业协会评为中国橡胶密封减震制品

模具骨干重点企业。

### 产业链一体化和规模优势支撑公司远高于行业平均毛利率水平

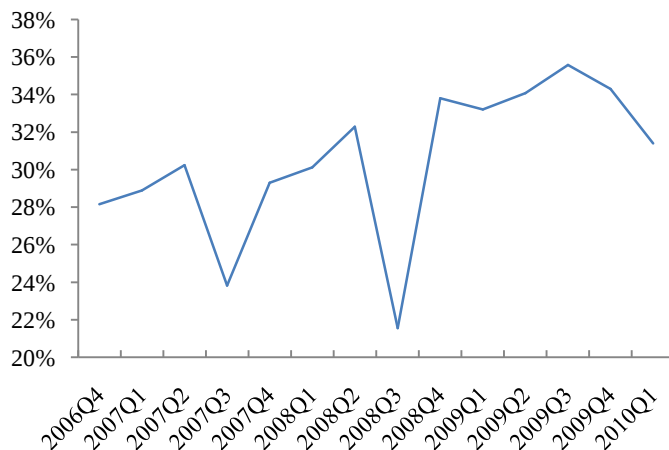
我们纵观近几年公司单季度毛利率情况,公司平均毛利率达到 30% 以上平稳水平(高于行业平均毛利率超过 10 个百分点)。我们认为公司维持较高毛利率主要是如下三个方面原因:(一)公司形成了最为完整的一体化产业链,从橡胶配方设计,混炼胶的生产,产品加工以及模具制造的全产业链环节均在公司内部完成,公司所独有的橡胶配方设计,混炼胶及模具制造三个增值环节支撑着公司领先的毛利率水平。(二)根据《汽车工业年鉴 2009 年》版的统计资料显示,2008 年公司稳居国内非轮胎橡胶制品行业龙头地位,市场占有率超过 10%,市场规模领先国内第二名的三倍以上。(三)领先的规模优势也带来原材料采购及制造成本的下降,使得公司净利润维持在 15% 或更高的水平,公司 ROE 水平也超过 6% 以上。

图 16 公司拥有橡胶生产的一体化产业链



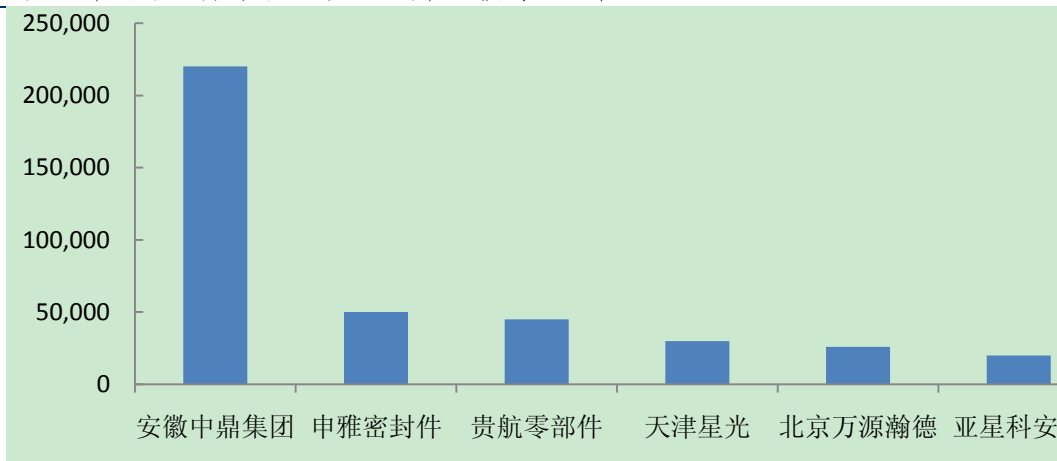
资料来源：公司资料 国海证券研究所

图 17 公司各季度毛利率情况



资料来源：公司资料 国海证券研究所

图 18 中国橡胶密封件主要企业销售规模情况(单位: 万元)



资料来源：国海证券研究所

表 5 2008 年全球非轮胎橡胶前 50 强销售额及利润率情况（单位：百万美元）

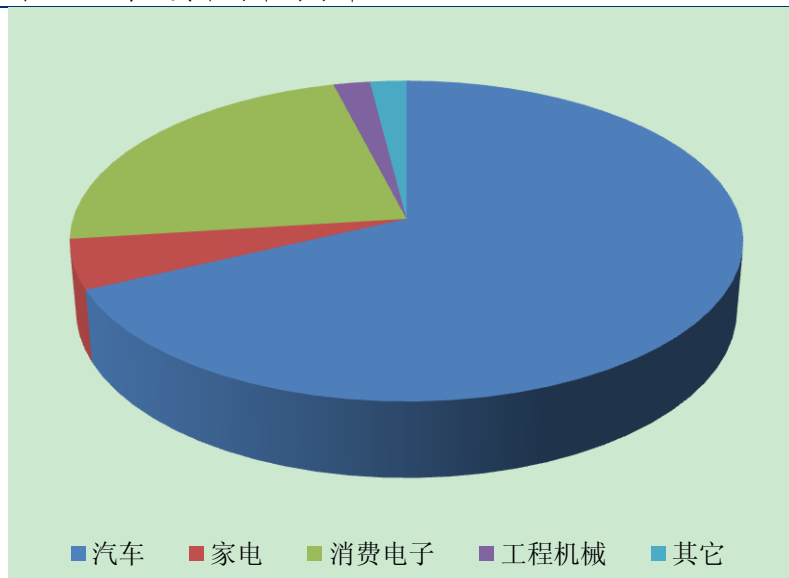
| 排名 | 公司     | 总部 | 非轮胎橡胶销售额 | 总销售额  | 净利润    | 非轮胎橡胶占销售额比率 |
|----|--------|----|----------|-------|--------|-------------|
| 1  | 特雷勒堡   | 瑞典 | 4127     | 4744  | -39.2  | 87%         |
| 2  | 哈钦森    | 法国 | 4000     | 4448  | N.A.   | 90%         |
| 3  | 大陆     | 德国 | 3969     | 35498 | 1644.9 | 11%         |
| 4  | 普利司通   | 日本 | 3750     | 31250 | 100.5  | 12%         |
| 5  | 弗雷伊登贝格 | 德国 | 3313     | 7405  | 257.7  | 45%         |
| 50 | 东海橡胶工业 | 日本 | 272      | 272   | 3      | 100%        |
|    | 中鼎股份   | 中国 | 151      | 151   | 19.6   | 100%        |

资料来源：国海证券研究所

### 客户营销网络优势铸就公司在汽车橡胶零部件行业的领先优势

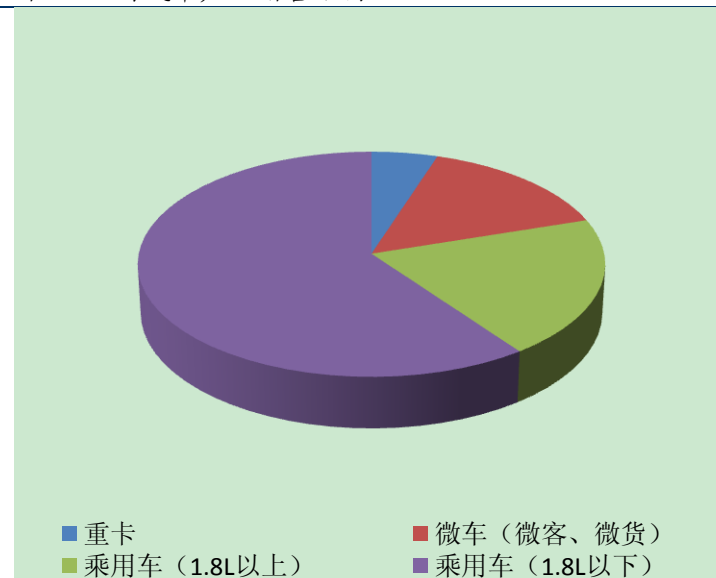
从公司产品结构来看，目前基本以汽车零部件为主，同时又主要由 1.8L 以下的轿车和微车构成，这意味着公司在自主品牌领域市场份额较之前更高，未来发展主要在于合资品牌。由于进入整车零部件供应体系需经过整车厂商 1-2 年的考察过程，经过认证后，配套往往相对稳定。公司目前国内客户涵盖了各主要汽车整车企业，如上海大众、一汽轿车、上海通用、广州丰田等，同时公司作为二级供应商为世界主要一级供应商在中国的合资企业配套，涵盖了包括麦格纳、伟世通等国际知名零部件企业。同时，公司通过收购美国 AB 公司以及在欧洲建立分公司实现全球布局，提升在北美和欧洲品牌形象并获得当地的营销网络。

图 19 公司主要下游市场分布



资料来源：公司资料 国海证券研究所

图 20 公司汽车销售结构



资料来源：公司资料 国海证券研究所

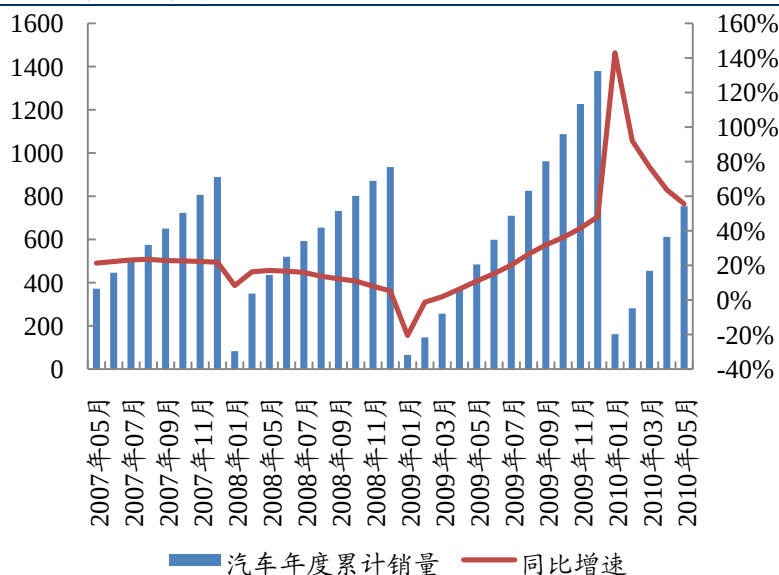
## 公司未来看点之一：“分享行业增长+布局海外市场”实现内延式增长

### 国内汽车需求将维持相对旺盛

由于二三线城市的需求旺盛和二线城市的需求恢复，2010 年汽车需要有望维持相对旺盛的状态，我们保守预计 2010 年国内汽车全年销量增速将超过 15% 水平。

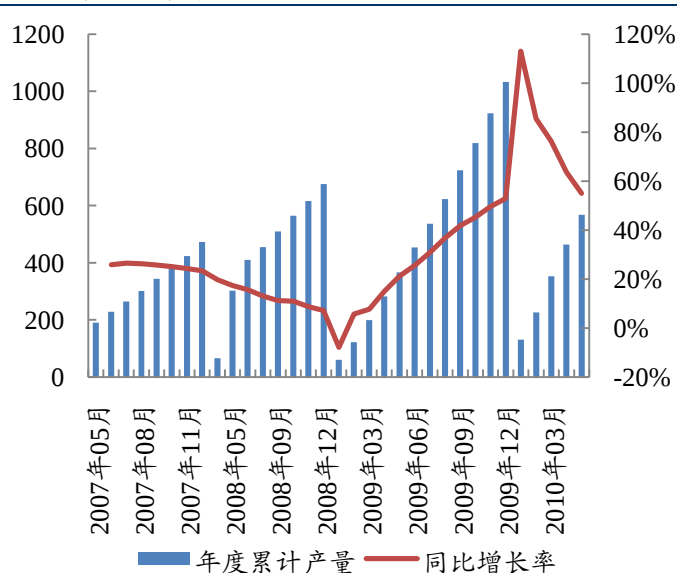
我们考虑到公司作为国内非橡胶零部件的行业龙头企业，出色的成本控制能力及橡胶产品技术领域丰富经验，公司将紧随行业增长，由于公司主要客户比亚迪、上海大众、上海通用、东风日产等产销规模未来今年内仍将快速提升，公司必将获得高于下游汽车行业的 15% 的平均需求增速，而且新客户的加入和新市场的开拓将进一步增厚公司业绩。

图 21 中国汽车年度累计销量及同比增速



资料来源：公司资料 国海证券研究所

图 22 中国轿车年度累计销量及同比增速

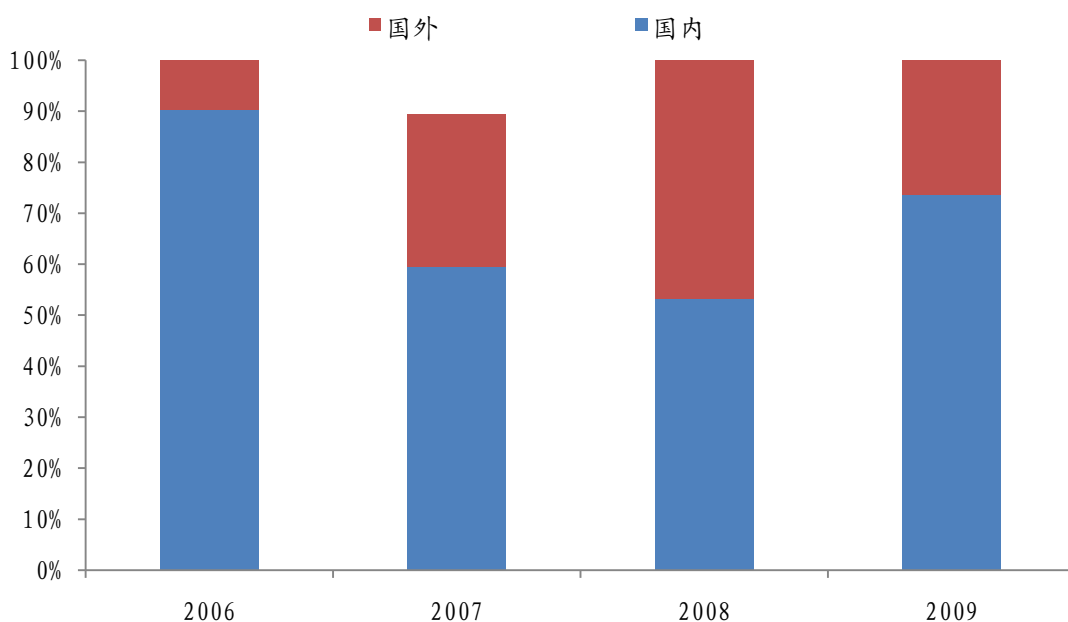


资料来源：公司资料 国海证券研究所

### 海外市场需求将逐步恢复

公司通过收购美国 AB 公司以及在欧洲建立分公司实现全球布局，随着海外经济逐步走出低谷，公司海外契合侧需求已开始逐步恢复，公司海外业务目前占公司营业收入的比重超过 25%，未来海外业务营业利润的提升将显著受益于海外主要客户销量提升而增长。

图 23 2009 年受金融危机影响海外市场占比下滑，2010 年海外市场业务有望回升



资料来源：国海证券研究所

美国中鼎（旗下包括 AB、MRP、BRP）三家子公司在 2009 年亏损 882 万元，影响公司大约 0.02 元 EPS，2010 年公司将充分利用中国和美国业务的互补性，整合原材料价格，优化资源配置，使美国中鼎实现正收益。中鼎欧洲公司在 2009 年实现较少的营业收入，没有贡献净利润，2010 年中鼎欧洲公司也有望贡献不菲利润。未来新客户和新市场的拓展将实现公司内延式发展。

#### 公司未来看点之二：“新收购+新领域+新业务”实现外延式扩张

##### “行业集中度低+进口替代空间大”给公司未来收购留下想象空间

前面我们介绍过，橡胶零部件行业集中度低，像公司在国内汽车橡胶零部件的市场份额提升将是一个逐步的过程，短期内很难有明显的提升。不过，由于中鼎股份这样的大型企业销售规模远远超过其它国内竞争对手，同时盈利能力远强于竞争对手，不排除未来公司通过收购国内其它竞争对手实现快速扩张提升市场份额。

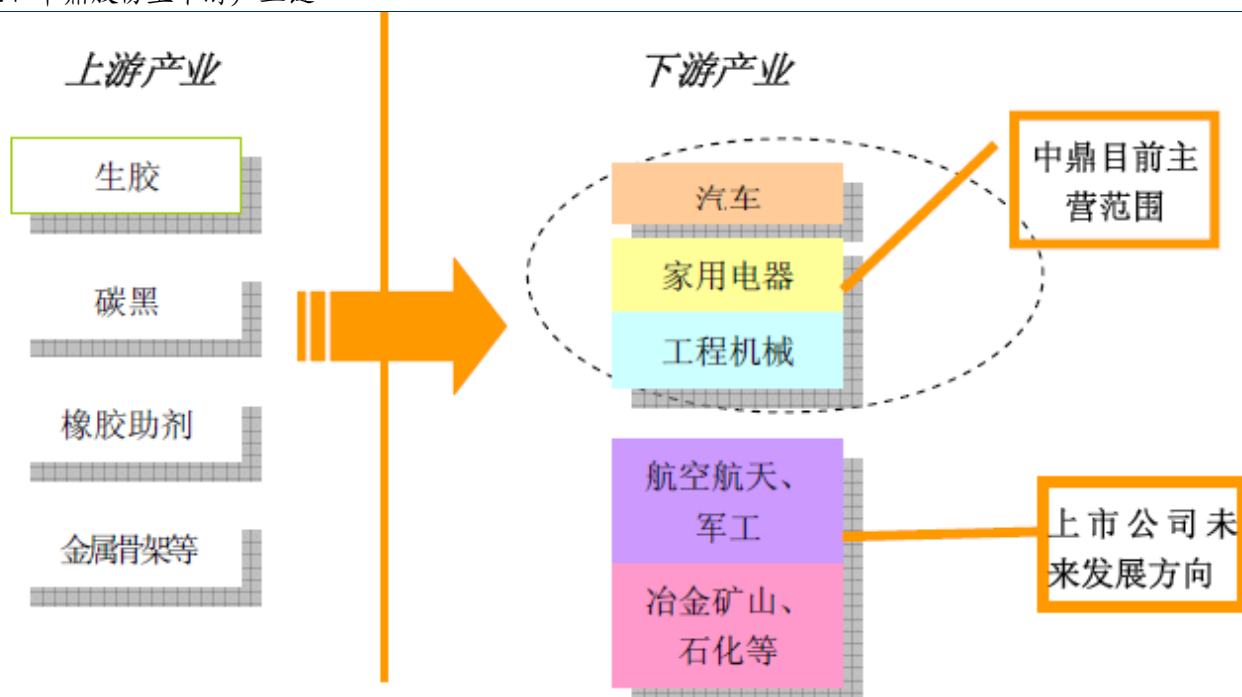
由于在金融危机背景下全球汽车零部件产业向低成本地区转移进程的加速和海外汽车零部件的困境，无疑给公司这样的企业参与国际竞争、争夺全球市场的巨大机遇。金融危机造成海外汽车零部件企业财务状况不佳，诸多企业的破产的退出给了公司进入海外扩张并购的机会，由于全球非轮胎橡胶零部件产业集中度低，我们相信未来类似公司海外收购 MRP、BRP 的事件仍有可能进一步出现。在此背景下，公司长期以来致力于海外市场拓展的成效将加速显现。

### “新领域+新业务” 迎来公司新的利润增长点

公司积极开发新的橡胶制品产品，继续做大汽车业务的同时，公司积极涉足新的领域：同时，公司开发橡胶回收利用新的业务，未来利润实现新的增长点。

橡胶制品有“万金油”的产品属性，广泛应用于汽车、船舶、铁路、航空、航天、电力、家电等行业。其中汽车零部件市场约占市场总量的 40%以上，其余接近 60%市场需求主要为铁路、船舶、航空、航天、电力、家电等行业。通过橡胶产品同心多元化渗透到其他领域将给公司未来发展带来广阔的空间。

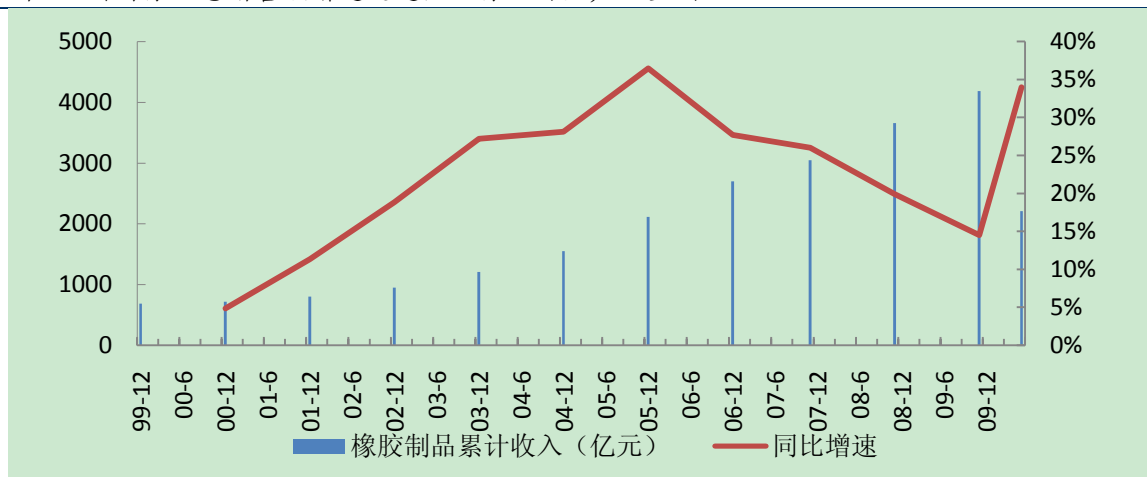
图 24 中鼎股份上下游产业链



资料来源：国海证券研究所

公司全资子公司新科粉体致力于废橡胶、废塑料活性粉体、活化改性，从而实现废品和毛边的回收利用，可有效降低公司成本，提升综合毛利率水平，新科粉体 2009 年实现营业收入超过 1 亿元，净利润为 -882 万元（实际公司实现净利润 251.8 万元）。公司可面向全社会，发展循环经济，促进节能降耗利国利民，2009 年国家橡胶总销售额已经形成了 4500 亿元的销售规模，橡胶再生产市场空间巨大。

图 25 国内橡胶总销售额增速迅速，废橡胶再生产业空间巨大



资料来源：国海证券研究所

### 收购天津飞龙进军高铁领域，高铁蓝海助推公司未来高速增长

中鼎股份2010年4月14日与天津飞龙橡胶制品有限责任公司23名自然人股东签署了《股权转让协议》，受让23名自然人股东持有的天津飞龙50%股权，转让价格为1000万元。同日公司还与天津飞龙23名自然人、天津海豚橡胶集团有限公司签署了《增资协议书》，公司将对天津飞龙以现金方式单方面增资3200万元，天津飞龙的注册资本将由人民币1000万元增加至2000万元，公司持有天津飞龙的股权比例将由50%增至75%。

表6 天津飞龙股权结构（万股）

| 股东       | 转让前  |      | 转让后  |      | 增资后  |       |
|----------|------|------|------|------|------|-------|
|          | 持股数量 | 比例   | 持股数量 | 比例   | 持股数量 | 比例    |
| 中鼎股份     | 0    | 0    | 500  | 50%  | 1500 | 75%   |
| 23名自然人股东 | 950  | 95%  | 450  | 45%  | 450  | 22.5% |
| 海豚集团     | 50   | 5%   | 50   | 5%   | 50   | 2.5%  |
| 合计       | 1000 | 100% | 1000 | 100% | 2000 | 100%  |

资料来源：公司公告

公司收购的天津飞龙为中国橡胶工业协会制品分会副理事长单位，由原天津市橡胶制品一厂吸收地方行业内优质产品和资产经改制设立而成，改制后的公司由23名自然人和海豚集团分别持有公司95%和5%的股权，天津飞龙本部及控股企业拥有员工越500余人。除本部外公司下设两家子公司，情况分别如下：（1）**天津天拓铁路橡胶制品有限公司**。该公司专业生产高铁和城市轨道交通用减震橡胶垫板，开发、生产铁路减震橡胶垫板有50多年历史，拥有铁道部工业产品制造许可证并通过高速铁路客运专线上道认证资格。（2）**天津天池汽车橡胶胶板有限公司**。系天津飞龙与天津橡胶三厂合资设立的公司，专业生产国内首创的中高级轿车背衬胶板产品。

公司通过股权收购和增资方式取得天津飞龙股权，旨在北方区域内建立橡胶零部件生产基地，扩大生产规模，提升配套服务意识，尽可能降低营运及物流成本等。同时由于铁路网的建设规划及客运专线要求标准，铁路减震橡胶垫板的需求量未来将大幅提升，此次股权收购及增资目的主要是本公司除汽车零部件产业外向其它领域拓展实现重大突破，采取了快速直接的方式进入高铁、城市轨道交通及军工等特种配套行业。增资天津飞龙可以确保企业独立运作，提升企业在本行业中的市场竞争力，也可进一步增强本公司在同行业中的整体势力。

2010年6月中鼎股份控股75%的天津飞龙橡胶制品有限责任公司的全资子公司天津天拓铁路橡胶制品有限责任公司分别与安徽省巢湖铸造厂有限责任公司、武威橡胶制品厂分别签订了《物资供应合同》、《工业品买卖合同》，合同金额分别是3432.57万元、870.56万元。合同标的为：高速铁路钢轨物资扣件系统中的橡胶部件，包括绝缘缓冲垫板、橡胶垫板、轨下垫板等产品，本次涉及铁路项目有：京福铁路合蚌客运专线（350公里时速，10年3季度交付扣件橡胶垫）、成都成绵峨城际铁路（200-250 公里时速，10年2季度交付扣件橡胶垫）。

根据我们对高铁既往招标情况的跟踪，2009年我国铁路钢轨扣配件约合计招标了约100亿元，其中不乏哈大铁路、兰新二线等2013-2014才竣工的重要线路；2010年1-5月我国铁路扣件招标数量已达约18亿元；中鼎股份所涉及的扣件橡胶垫板约占扣件系统价值的10-15%，即2009-2010 年1-5月招标的合同价值量约为12-18亿元，在目前铁道部拟定的中国铁路中长期发展规划中的过半铁路已进行了扣件及其中配件橡胶垫板的招标。高铁扣件橡胶垫板产品的需求来自于客运专线的新建需求、建成运行5年后或运行后通过载重吨9亿吨后的更换需求，我们估计从2009年以来约每年铁路扣件橡胶垫板平均国内

需求量为5亿元，且该产品需求可长期持续。

图 26 历年来客运专线所带来的高铁扣件橡胶垫板新建和更新需求预计（单位：万元）



资料来源：国海证券研究所

目前我们已知的在铁路和城轨地铁轨道扣件橡胶垫板生产领域的竞争者有时代新材、天津天拓铁路橡胶制品有限公司、晋亿实业、武威橡胶厂、河北翌辰实业集团有限公司、江阴海达橡胶集团有限公司、衡水宝力工程橡胶有限公司、遵化市永兴橡胶制品厂、沈阳银象橡胶制品有限责任公司等，国内竞争者在10家左右，中鼎收购的天津天拓市场地位较为突出，为中原力达、北京铁丰（中科院和首钢合资的公司）生产的铁路扣件配套，晋亿实业（自己可生产扣件系统并配套）和时代新材为四川隆昌公司配套，我们估计天津天拓在铁路扣件橡胶垫板方面约可达到15%~20%的市场占有率，即每年供货量可望达到1亿元。且未来中鼎股份入住天津飞龙后，经过一段时间的管理调整改善，天津天拓公司的铁路扣件橡胶垫产品的毛利率有望达到25%或更高水平（较目前20%左右水平有较高提升）。

我们分析中长期发展规划完成后我国货运专线和客货混跑线路将超过10万公里以上，将是目前高铁客运专线里程数的数倍，预计未来重载轨道的扣件橡胶市场的容量将是客运专线容量的3倍左右，天津天拓公司目前也在研发货运线重载轨道的扣件橡胶件，我们对于公司未来步入重载轨道扣件橡胶市场持乐观态度，天津飞龙未来可能给公司带来超过2亿元的收入，按照6%的净利润率水平（中鼎股份参股71%），为中鼎股份每年贡献EPS大约0.02元。

## 盈利预测

基于国内和国外汽车需求的情况，综合考虑公司内生和外延的并行增长，考虑到收购的天津飞龙贡献的收入和利润情况，公司未来三年内业绩将出现大幅增长。盈利预测主要假设如下：

1)、公司橡胶制品业务2010年、2011年、2012年销售收入增速分别为60%、35%、35%；毛利率依次为35%、34%、34%。

2)、天津飞龙2010年、2011年、2012年销售收入分别为0.8亿元、1.2亿元、1.5亿元，毛利率依次为20%、23%、25%。

3、公司业务所涉及的营业税与所得税税率保持不变。

表 7 利润表预测（百万元）

|                 | 2009A        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>1,474</b> | <b>2,350</b> | <b>3,278</b> | <b>4,417</b> |
| 减：              |              |              |              |              |
| 营业成本            | 967          | 1,528        | 2,163        | 2,915        |
| 营业税金及附加         | 13           | 21           | 30           | 40           |
| 销售费用            | 88           | 117          | 164          | 221          |
| 管理费用            | 140          | 277          | 387          | 521          |
| 财务费用            | 21           | 29           | 47           | 62           |
| 资产减值损失          | 8            | 15           | 16           | 19           |
| 加：              |              |              |              |              |
| 公允价值变动收益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益            | 4            | 0            | 0            | 0            |
| <b>营业利润</b>     | <b>241</b>   | <b>362</b>   | <b>472</b>   | <b>639</b>   |
| 营业外收支           | 24           | 20           | 20           | 20           |
| <b>利润总额</b>     | <b>265</b>   | <b>382</b>   | <b>492</b>   | <b>659</b>   |
| 所得税费用           | 37           | 57           | 74           | 99           |
| 净利润             | 228          | 325          | 418          | 560          |
| 归属于母公司所有者的净利润   | 200          | 290          | 374          | 501          |
| 少数股东损益          | 28           | 34           | 44           | 59           |
| <b>EPS（元/股）</b> | <b>0.47</b>  | <b>0.68</b>  | <b>0.88</b>  | <b>1.18</b>  |

资料来源：国海证券研究所

## 投资建议

我们预测公司2010年~2012年EPS分别为0.68元、0.88元、1.18元，公司目前股价对应于未来三年内的动态PE分别为22、17和13左右，考虑到公司国内橡胶零部件行业中的龙头地位稳固，国际竞争力不断提升，以及公司子公司新科粉体的循环经济概念，同时由于公司成功收

购天津飞龙步入高铁领域,公司未来三年内保持年均30%以上的净利润增速,我们认为公司的估值水平也将得到提升,我们首次给予公司买入的投资评级。

#### 风险提示

- 1、 公司目前主要下游为汽车行业,公司目前收入的增长主要依赖于国内外汽车销量的提升,可能面临汽车行业景气下滑的风险;
- 2、 天津飞龙整合进度可能低于预期;
- 3、 公司海外市场拓展速度低于预期;
- 4、 原材料价格波动给公司毛利率带来不利影响。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。