

[table_main]
汽车零部件 II

调研快报

中鼎股份(000887.SZ) / 11.08 元

毛利率回升，海外需求强劲是亮点

事项

12月22日，我们对安徽中鼎进行了调研。

主要观点

- 1、天然胶价格下跌，公司毛利率有望回升。天然胶价格从前三季度 35000 元/吨均价下跌到目前 25000 元/吨，而原材料占公司成本的 60%，公司四季度毛利率有望重回 30%。
- 2、公司成本优势明显，海外扩张迅速。公司产品价格较国外同类产品低 30% 左右，成本优势带来公司出口订单持续增长，预计全年出口增长 30%。
- 3、收购 COOPER 油封公司，为公司进军油封行业打下良好基础。我国油封行业规模约在 100 亿元，目前高端油封全部被外资垄断，毛利率达到 60% 以上。中鼎今年收购了拥有世界一流的油封设计制造经验的美国 COOPER 公司，已经公告在国内设立中鼎 COOPER 油封公司，全面进入油封行业，将对公司未来业绩产生长远影响。
- 4、债转股项目决定公司对资本市场诉求强烈，业绩释放动力足。公司在 2011 年初发行了 3 亿元可转债，目前已经进入可以转股的时间（到 2016 年年 2 月止），转股价格为 12.7 元（已经下调过一次）。
- 5、进军工程机械领域，开拓橡胶业务新蓝海。目前汽车用橡胶产品贡献了公司 80% 以上利润，工程机械配套较少，公司已经同中联重科，江西龙工，恒立油缸等建立了良好

6. 投资评级： 推荐

预计公司 2011/12/13 年 EPS 分别为 0.59/0.75/0.88 元，对应 PE18/14/12 倍，公司具有稳定的业绩成长性，给予推荐评级。

风险提示

- 1、宏观经济回落导致汽车行业需求大幅萎缩。
- 2、海外汽车市场增速大幅放缓。
- 3、天然橡胶价格受商品期货影响脱离实体需求大幅上涨

证券分析师： 王炎学
执业编号： S0360511070004
Tel: 010-66500865
联系人 何亚东
Tel: 010-66500872
Email: heyadong@hczq.com

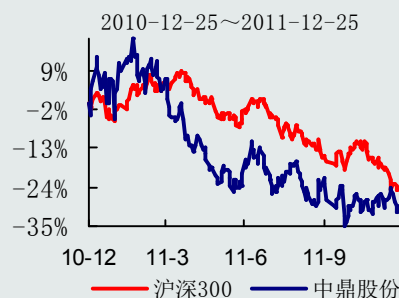
投资评级

投资评级： 推荐
评级变动： 维持

公司基本数据

总股本(万股)	59578
流通 A 股/B 股(万股)	59578/0
资产负债率(%)	43.7
每股净资产(元)	2.34
市盈率(倍)	18.68
市净率(倍)	4.74
12 个月内最高/最低价	27.48/9.77

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

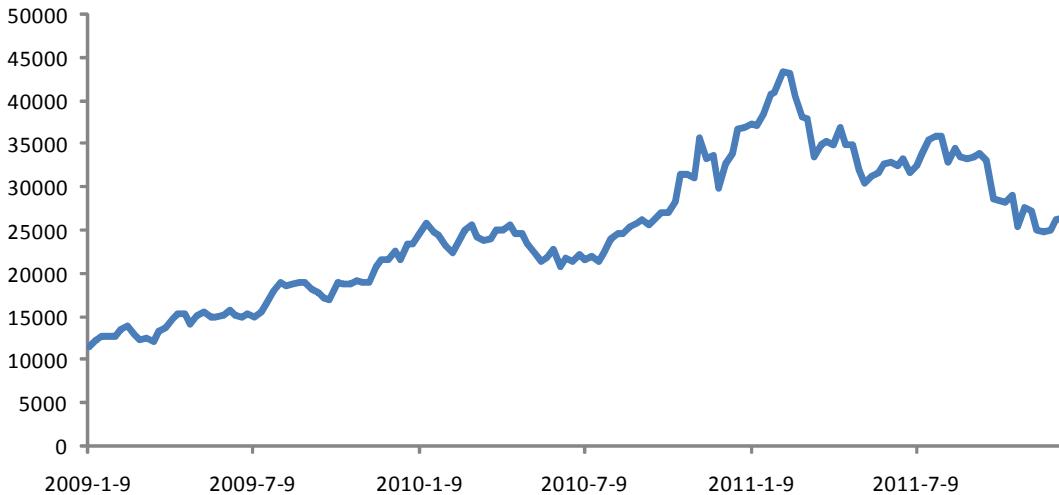
相关研究报告

- 《客户多元化和受益国际产业转移齐头并进》 2010-08-11
《受益全球汽车零配件向中国产业转移的密封件龙头企业》 2010-03-22

一、天然胶价格下降，公司毛利率回升趋势明显

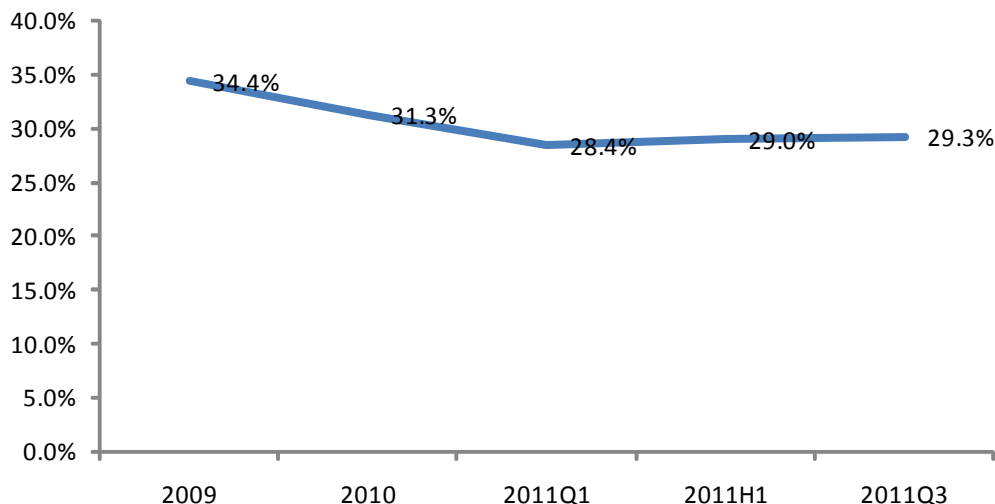
天然胶价格在今年 2 月份见顶后开始回落，目前已从最高点 43500 元/吨下降到约 25000 元/吨，而原材料占公司成本的 60%，我们预计公司毛利率在四季度将会回到 30%以上。

图表 1 天然橡胶价格走势



资料来源: wind, 华创证券

图表 2 近 3 年毛利率情况



资料来源: 公司公告、华创证券

二、人工成本优势带来明显的价格优势，海外市场扩展迅速

橡胶类零部件种类繁多，因此制造过程的自动化程度较其他汽车零部件要低，人工成本占比高，以中鼎为例，人工成本在销售收入中占比约在 10%，而在国外同样规模的橡胶企业占比达到 24%，成本减少达到约 14%，因此中鼎的价格较国外公司有明显优势，加上公司产品品质

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

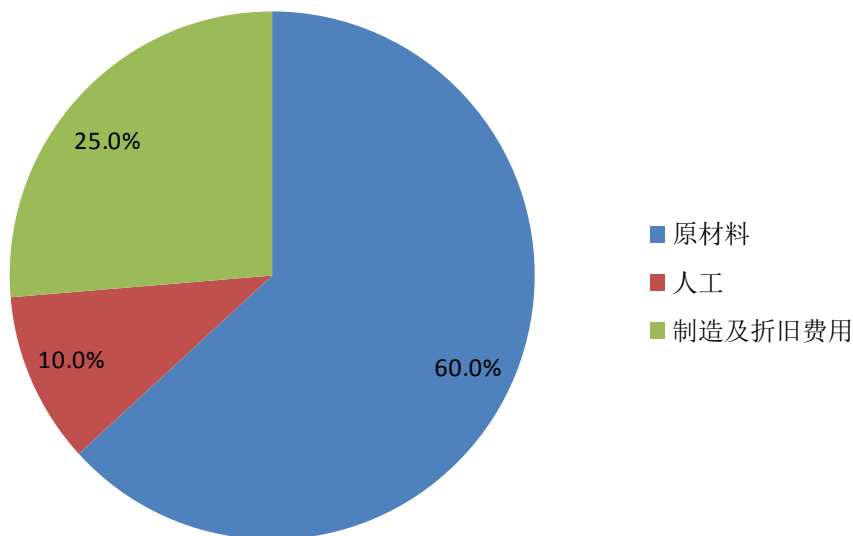
量稳定，因此近年来海外销售增长迅速。

图表 3 中外公司人力成本对比

	平均人力成本/年	员工人数	营业收入	人力成本占比
中鼎	6 万元	4300	25 亿	10.3%
国外同类企业	30 万元	2000（自动化程度高）	25 亿	24%

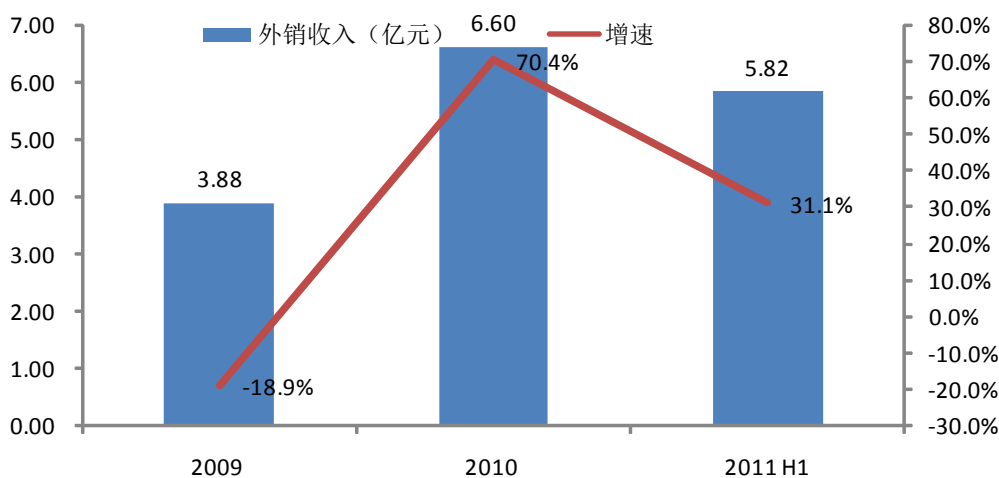
资料来源：公司公告、华创证券

图表 4 公司成本构成



资料来源：公司公告、华创证券

图表 5 近 3 年国外销售收入和占比



资料来源：公司公告、华创证券

三、油封业务开始起步，未来增长空间巨大

油封的应用十分广泛，几乎所有的需要润滑油的设备就需要油封，我国油封的市场大约在 100 亿元，其中约 60% 的份额被外资企业占领，剩下 40% 的一些技术要求较低的油封由国内厂家生产。外资企业油封的毛利率能够到达约 60-70%，虽然价格昂贵，但由于具有较高的性能稳定性，仍然占据高端市场。外资油封企业优势在于：1 经验丰富 2 研发投入高。国外大的油封公司一年营业收入 100 多亿，研发投入能达到 3%，有上百人的团队专门研究油封，因此在高端油封的研发实力上明显强于国内企业。

油封在设计和制造有相当大的技术含量，主要体现在：

1、油封材料的选择。油封材料是在生胶的基础上增加十几种辅料制成，每种辅料的成分和含量都有严格的控制，这一块也是外资企业的核心机密。例如 NOK 在国内的油封公司，原材料全部日本进口，中方人员只知道具体材料的编号，但是不知道材料成分。油封材料的配方严格影响油封性能，因此是油封最为核心的技术之一。

2、油封的制造。优秀的油封设计需要制造环节保证，但是这快也有较大的壁垒。例如油封内部钢骨架有严格的尺寸要求，但是目前我国钢骨架钢板这块制造能力较弱，尺寸不合格的情况经常出现，导致生产出来的油封一致性差。

目前国际上油封行业最为领先的两家公司，一家是日本 NOK，一家是德国科德宝，此次收购的美国 COOPER 的公司技术团队之前就是德国科德宝公司的，将极大的提升公司在油封行业的技术实力，在原材料配方上将会更加优化，同时在制造环节的品质保证将得到提高。

四、投资建议

预计公司 2011/12/13 年 EPS 分别为 0.59/0.75/0.88 元，对应 PE18/14/12 倍，公司具有稳定的业绩成长性，给予推荐评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1467	1868	2420	2977
现金	109	285	783	1340
应收账款	662	800	800	800
其它应收款	28	32	29	30
预付账款	54	34	39	42
存货	545	655	695	697
其他	70	62	74	69
非流动资产	886	808	736	664
长期投资	21	15	17	18
固定资产	652	586	519	453
无形资产	141	138	131	124
其他	72	69	70	70
资产总计	2353	2676	3156	3641
流动负债	1076	1006	1032	1055
短期借款	377	377	377	377
应付账款	414	282	315	337
其他	285	346	340	341
非流动负债	126	163	209	221
长期借款	120	160	205	217
其他	6	3	4	4
负债合计	1202	1169	1241	1276
少数股东权益	91	116	141	166
归属母公司股东权益	426	596	596	596
负债和股东权益	80	80	80	80

现金流量表

单位：百万元	2353	2676	3156	3641
经营活动现金流				
净利润				
折旧摊销	2010	2011E	2012E	2013E
财务费用	160	112	531	647
投资损失	341	378	472	550
营运资金变动	71	72	73	73
其它	38	32	25	10
投资活动现金流	-7	-8	-8	-8
资本支出	-290	-372	-28	24
长期投资	7	9	-3	-1
其他	-157	7	10	8
筹资活动现金流	123	0	0	0
短期借款	0	-1	-0	1
长期借款	-34	6	9	9
其他	-26	57	-43	-99
现金净增加额	163	0	0	0

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2522	2816	3276	3833
营业成本	1733	1965	2293	2702
营业税金及附加	14	19	23	27
营业费用	127	140	164	192
管理费用	199	216	229	268
财务费用	38	32	25	10
资产减值损失	22	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	8	8	8
营业利润	395	434	543	635
营业外收入	7	8	8	8
营业外支出	5	1	1	1
利润总额	398	441	550	642
所得税	57	63	79	92
净利润	341	378	472	550
少数股东损益	30	25	25	25
归属母公司净利润	311	353	447	525
EBITDA	505	539	641	718
EPS（元）	0.73	0.59	0.75	0.88

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	71.1%	11.0%	17.0%	17.0%
营业利润	63.9%	9.9%	25.1%	16.8%
归属母公司净利润	55.3%	13.7%	26.4%	17.6%
获利能力				
毛利率	31.3%	30.0%	30.0%	29.5%
净利率	12.3%	12.6%	13.6%	13.7%
ROE	29.3%	25.4%	25.2%	23.9%
ROIC	23.9%	21.6%	26.9%	32.3%
偿债能力				
资产负债率	51.1%	43.7%	39.3%	35.0%
净负债比率	45.42%	56.21%	56.58%	55.95%
流动比率	1.36	1.86	2.34	2.82
速动比率	0.86	1.20	1.67	2.16
营运能力				
总资产周转率	1.23	1.11	1.12	1.13
应收帐款周转率	5	4	4	5
应付帐款周转率	5.23	5.63	7.68	8.28
每股指标(元)				
每股收益	0.52	0.59	0.75	0.88
每股经营现金	0.27	0.19	0.89	1.09
每股净资产	1.78	2.34	2.98	3.69
估值比率				
P/E	15.18	18.68	14.78	12.57
P/B	4.45	4.74	3.72	3.00
EV/EBITDA	14	13	11	10

资料来源：公司报表、华创证券

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市海淀区复兴路 21 号
海育大厦 7 层
邮编：100036
传真：010-59370801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558