

证券研究报告

汽车

强烈推荐(维持)

证券分析师

王德安

投资咨询资格编号

S1060511010006

021-38638428

wangdean002@pingan.com.cn

证券分析师

余兵

投资咨询资格编号

S1060511010004

021-38636729

Yubing006@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

中鼎股份 (000887)

短看补充现金流，长看产品结构高端化

事项：

公司公告：公司与瑞士德特威勒公司签订《股权转让协议》，拟将持有的中鼎泰克 50% 的股权转让，转让价格为 40380 万元。

平安观点：

公司出售中鼎泰克 50% 股权后将不再持有该公司股权，同时获得 4 亿元转让收入，将显著改善公司财务状况及现金流，并获得大量现金以向高端密封件领域拓展，进一步提升公司产品结构。

■ 中鼎泰克简介

公司成立于 2003 年，另一方股东韩国 Hankook Sealtech, Inc 持有其 50% 股权，中鼎股份持有的中鼎泰克 50% 股权是 2008 年 12 月由公司通过定向增发募集资金从控股股东收购所得，当时收购价格为 6569 万元。

中鼎泰克为国内大型汽车制动系统橡胶件生产企业，主要从事汽车制动系统橡胶制品的开发、生产和销售，主要产品包括制动总泵、分泵、真空助力器、制动钳、ABS 防抱死等汽车制动系统用橡胶件。主要客户为国内主要制动器生产厂家，同时产品出口到欧美、韩国等东南亚国家汽车制动器零部件企业。

公司自 2005 年以来净利润逐年增长，2011 年实现净利润 5823 万元，权益净利润占中鼎股份净利润之比例为 9.8%；1H12 实现净利润 3124 万元，权益净利润 1562 元，折合每股 0.03 元，占中鼎股份 1H12 净利润之比例为 7.6%。

■ 转让价款 4 亿元，静态 PE 约 14 倍，价格合理

本次股权转让后公司可获得转让价款 40380 万元，可获得转让净收益 23773.4 万元（折合每股 0.4 元），溢价明显，对当期利润影响较大。

中鼎泰克 50% 股权售价 4 亿，静态 PE 约 14 倍，PB4 倍；目前中鼎股份 A 股价格 9.04 元，相对于 2012 年每股收益的 PE 为 13.6 倍、PB3.4 倍。

■ 出售股权、获得现金、优化产品结构

中鼎泰克以生产汽车液压制动橡胶制品为主，汽车液压制动向电子制动转型趋势明显，未来汽车市场液压制动橡胶制品使用量将逐步减少，中鼎泰克产品的核心竞争力将受到挑战，可持续增长及发展的能力受到影响。

为优化产品结构，进一步集中优势资源发展高端密封件等重点项目，并提升非汽车产品在公司收入中的比重，故拟出售公司所持有的中鼎泰克 50% 的股权。

在目前全球整体经济环境不佳的状况下，公司通过转让标的股权将获得 40380 万元的转让收入，会极大的改善公司财务状况和现金流，公司将拥有大量现金向航空航天、工程机械、船舶工业等高端密封件领域拓展，对公司下一步发展产生积极影响。

### ■ 积极进军高端密封件，致力于成为“橡胶制品行业的杜邦”

公司长期致力于成为“橡胶制品行业的杜邦”，在所有需要橡胶制品的领域实现广泛配套。出口及高端化是公司近年努力方向。

在海外出口方面公司近年成效显著，上半年出口及海外业务收入占比已达 41%，进入跨国车企全球平台供货体系；但在产品高端化方面公司还有较大空间可供拓展，公司将持续加大关键装备用高端密封件产品的市场开拓力度，扩大产品在装备制造业等各领域的应用，致力于“十二五”末期将非汽车领域用橡胶零部件的收入占比提高到 30%。

工程机械领域拓展空间大：每年为国内企业生产的挖掘机、道路机械、水泥搅拌车等配套所进口的液压密封件超过 20 亿元。全球液压气动密封件市场容量约 400 亿美元，其中日本、德国占 60% 的市场份额，中国只占 10% 的市场份额，且主要配套低端产品。此外，中鼎在洗衣机、空调配件等家电领域竞争优势明显。

高端密封件技术含量更高、毛利率更高、市场空间也较大，目前却基本垄断于外资企业手中，我们预计高端密封件毛利率 50% 以上，比目前公司毛利率水平高出约 20 个百分点。

公司 2011 年收购了美国库伯，其在油封领域具有领先地位和重要的客户关系，中鼎借此将获取高端密封件技术工艺，并在国内成立了油封生产企业安徽库伯以进军国内高端密封件产品领域。我们预计未来公司有望在高端油封有所突破，用 2—3 年时间达到 5 亿收入规模。

### ■ 盈利预测与投资建议

我们认为公司目前可能是最佳的乘用车配件投资标的。海外收入增长确定、天胶价格大幅下跌是年内两大亮点，将保障公司 2012 年业绩的较高增幅。

截至 2012 年 8 月底，天胶价格已经较 2011 年初下跌 42%，是汽车用原材料中价格跌幅最大的品种，而中鼎股份营业成本中约 12% 为天胶，天胶持续下跌将明显改善公司毛利率水平。除去 4Q12 由于收入确认的特殊因素，公司毛利率实际已连续五个季度回升。

出口及海外业务方面：1H12 公司出口及海外业务收入同比增长 16%，毛利率提高 2.1 个百分点，从今年 4 月开始配套福特 CD4 平台，我们认为公司刚刚迎来为跨国车企全球平台配套的收获季，公司海外业务高增长确定。

高端化方面，收购美国库伯后并在国内成立安徽库伯，两公司于 1H12 实现收入 3310 万，贡献净利润 571 万元，较 2011 年有很大改善。我们预计后期公司还将积极寻求向其它非车用高端密封件进军的机会，产品结构高端化步伐有望加快。事实上公司 1H12 收入增幅高于国内汽车产量增幅达 11.3%，可能是非车用橡胶件配套增幅较高所致。

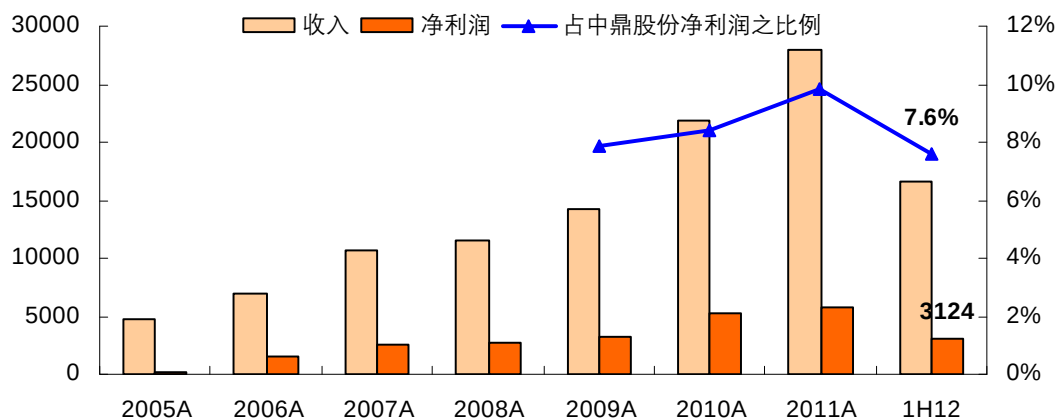
我们自 2012 年 7 月 25 日提高对中鼎股份的投资评级为“强烈推荐”，目前我们仍维持对公司的盈利预测，2012 年、2013 年每股收益 0.67 元、0.81 元，动态 PE13.6、PB3.4 倍，为 2009 年初以来最低值，维持“强烈推荐”。

### ■ 风险提示

- 1) 本次转让控股子公司股权须通过商务等政府部门的核准，最终核准的结果尚具有不确定性，本次转让控股子公司股权尚需提交公司股东大会审议，股东大会审议结果尚存在不确定性。
- 2) 天胶价格反弹、石油价格维持高位；

3) 同步配套的整车放量慢于预期。

图表 1 中鼎泰克近年经营简况 单位：万元



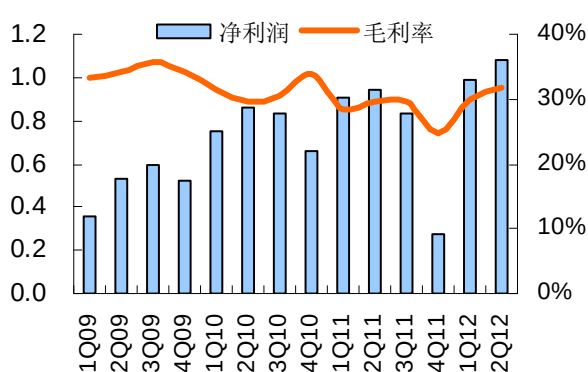
资料来源：公司公告

图表 2 主要原料价格走势 单位：万元/吨、美元/桶



资料来源：上海期货交易所、Nymex

图表 3 中鼎股份季度利润及毛利率 单位：亿元



资料来源：公司公告

附注：天胶、石油价格时间区间为 2011 年初至 2012 年 8 月底

| 资产负债表          |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2010A | 2011A  | 2012E | 2013E |  |
| <b>流动资产</b>    | 1467  | 2000   | 2168  | 2705  |  |
| 现金             | 109   | 233    | 174   | 398   |  |
| 应收账款           | 662   | 744    | 923   | 1101  |  |
| 其他应收款          | 28    | 33     | 43    | 50    |  |
| 预付账款           | 54    | 96     | 93    | 117   |  |
| 存货             | 545   | 752    | 834   | 922   |  |
| 其他流动资产         | 70    | 142    | 100   | 117   |  |
| <b>非流动资产</b>   | 886   | 1045   | 1136  | 1213  |  |
| 长期投资           | 21    | 0      | 21    | 22    |  |
| 固定资产           | 652   | 786    | 839   | 883   |  |
| 无形资产           | 141   | 186    | 210   | 240   |  |
| 其他非流动资产        | 72    | 73     | 66    | 67    |  |
| <b>资产总计</b>    | 2353  | 3045   | 3304  | 3917  |  |
| <b>流动负债</b>    | 1076  | 1213   | 1155  | 1293  |  |
| 短期借款           | 377   | 447    | 388   | 404   |  |
| 应付账款           | 414   | 390    | 491   | 579   |  |
| 其他流动负债         | 285   | 376    | 276   | 310   |  |
| <b>非流动负债</b>   | 126   | 307    | 186   | 163   |  |
| 长期借款           | 120   | 38     | 5     | -47   |  |
| 其他非流动负债        | 6     | 268    | 181   | 210   |  |
| <b>负债合计</b>    | 1202  | 1520   | 1341  | 1456  |  |
| 少数股东权益         | 91    | 143    | 183   | 227   |  |
| 股本             | 426   | 596    | 596   | 596   |  |
| 资本公积           | 80    | 130    | 130   | 130   |  |
| 留存收益           | 556   | 659    | 1056  | 1510  |  |
| 归属母公司股东权益      | 1060  | 1383   | 1780  | 2234  |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2353  | 3045   | 3304  | 3917  |  |

| 现金流量表          |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2010A | 2011A  | 2012E | 2013E |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 160   | 112    | 511   | 547   |  |
| 净利润            | 341   | 334    | 437   | 528   |  |
| 折旧摊销           | 71    | 92     | 92    | 106   |  |
| 财务费用           | 38    | 75     | 99    | 105   |  |
| 投资损失           | -7    | 0      | 0     | 0     |  |
| 营运资金变动         | -290  | -378   | -127  | -205  |  |
| 其他经营现金流        | 7     | -11    | 10    | 12    |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -157  | -273   | -184  | -184  |  |
| 资本支出           | 123   | 227    | 137   | 143   |  |
| 长期投资           | -28   | 0      | 26    | 2     |  |
| 其他投资现金流        | -62   | -46    | -21   | -39   |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -26   | 275    | -387  | -139  |  |
| 短期借款           | 163   | 70     | -59   | 16    |  |
| 长期借款           | -50   | -82    | -33   | -52   |  |
| 普通股增加          | 0     | 170    | 0     | 0     |  |
| 资本公积增加         | -1    | 50     | 0     | 0     |  |
| 其他筹资现金流        | -139  | 67     | -295  | -103  |  |
| <b>现金净增加额</b>  | -26   | 112    | -60   | 224   |  |

| 利润表             |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度            | 2010A | 2011A  | 2012E | 2013E |  |
| <b>营业收入</b>     | 2522  | 3053   | 3582  | 4338  |  |
| 营业成本            | 1733  | 2199   | 2481  | 3027  |  |
| 营业税金及附加         | 14    | 22     | 27    | 33    |  |
| 营业费用            | 127   | 161    | 185   | 221   |  |
| 管理费用            | 199   | 228    | 269   | 324   |  |
| 财务费用            | 38    | 75     | 99    | 105   |  |
| 资产减值损失          | 22    | 14     | 16    | 15    |  |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| 投资净收益           | 7     | 0      | 0     | 0     |  |
| <b>营业利润</b>     | 395   | 353    | 506   | 614   |  |
| 营业外收入           | 7     | 46     | 14    | 15    |  |
| 营业外支出           | 5     | 4      | 2     | 3     |  |
| <b>利润总额</b>     | 398   | 395    | 518   | 626   |  |
| 所得税             | 57    | 62     | 81    | 98    |  |
| <b>净利润</b>      | 341   | 334    | 437   | 528   |  |
| 少数股东损益          | 30    | 38     | 40    | 44    |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 311   | 296    | 397   | 484   |  |
| EBITDA          | 505   | 520    | 696   | 825   |  |
| EPS (元)         | 0.73  | 0.50   | 0.67  | 0.81  |  |

#### 主要财务比率

| 会计年度            | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E |  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |  |
| 营业收入            | 71.1% | 21.0% | 17.3% | 21.1% |  |
| 营业利润            | 63.9% | -10.6 | 43.1% | 21.3% |  |
| 归属于母公司净利润       | 55.3% | -4.8% | 34.1% | 21.9% |  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |  |
| 毛利率             | 31.3% | 28.0% | 30.7% | 30.2% |  |
| 净利率             | 12.3% | 9.7%  | 11.1% | 11.2% |  |
| ROE             | 29.3% | 21.4% | 22.3% | 21.7% |  |
| ROIC            | 23.9% | 19.3% | 23.5% | 23.4% |  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |  |
| 资产负债率(%)        | 51.1% | 49.9% | 40.6% | 37.2% |  |
| 净负债比率(%)        | 45.4% | 40.2% | 30.1% | 25.5% |  |
| 流动比率            | 1.36  | 1.65  | 1.88  | 2.09  |  |
| 速动比率            | 0.84  | 1.02  | 1.14  | 1.37  |  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |  |
| 总资产周转率          | 1.2   | 1.1   | 1.1   | 1.2   |  |
| 应收账款周转率         | 4.4   | 4.1   | 4.1   | 4.1   |  |
| 应付账款周转率         | 5.2   | 5.5   | 5.6   | 5.7   |  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |  |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.52  | 0.50  | 0.67  | 0.81  |  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.27  | 0.19  | 0.86  | 0.92  |  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 1.78  | 2.32  | 2.99  | 3.75  |  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |  |
| P/E             | 17.3  | 18.2  | 13.6  | 11.1  |  |
| P/B             | 5.1   | 3.9   | 3.0   | 2.4   |  |
| EV/EBITDA       | 12.2  | 11.8  | 8.8   | 7.5   |  |

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755)82449257