

2012年10月16日

谢继勇

C0056@capital.com.tw

目标价(元)

31.50

鼎龙股份(300054.SZ)

Buy 买入(首次)

彩色碳粉项目东风渐近

结论与建议

公司募投彩色碳粉项目即将达产销售,可为公司贡献丰厚利润。彩色聚合碳粉具有较高的技术门槛,公司作为内资企业中唯一有能力生产彩色聚合碳粉的企业,将与少数几家外资品牌分享彩粉市场的高毛利。目前彩色碳粉项目已经开始生产调试,产品质量反映良好,与外资品牌相比享有一定成本优势,我们预计公司明年释放产能后将逐步实现大规模销售。

初步判断公司2013年可实现销售600吨,按照30万元/吨售价,可实现2013年净利润翻一番。预计2012~2014年分别可实现净利润0.64亿元、1.25亿元、1.87亿元, EPS为0.47元、0.92元、1.37元。当前股价对应12~14年PE分别为56.7倍、29.3倍、19.6倍。考虑到业绩成长具有较大的确定性,且行业发展前景向好,首次给予“买入”的投资建议。

公司基本资讯

产业别	化工
A股价(2012/10/15)	25.60
深证成份指数(2012/10/15)	8621.97
股价12个月高/低	38.55/19.06
总发行股数(百万)	136.20
A股数(百万)	65.20
A市值(亿元)	16.69
主要股东	朱顺全 (23.05%)
每股净值(元)	4.51
股价/账面净值	5.68
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-6.23 30.41 9.16

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

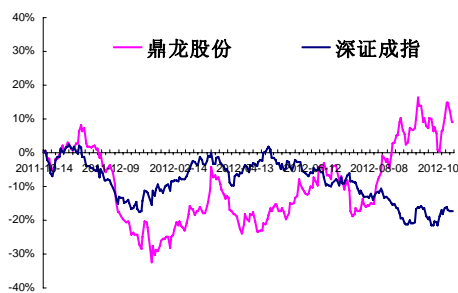
产品组合

基础化学品	54.61%
功能化学品	45.38%

机构投资者占流通A股比例

基金	19.08%
社保基金	1.73%
阳光私募	1.97%
一般法人	24.34%

股价相对大盘走势



■ **主营业务增长稳定, 电荷调节剂保持高毛利。**公司当前主营电荷调节剂、商业喷码喷墨和显色剂,主要产品销量和价格稳定增长,其中电荷调节剂是公司当前最重要的产品,利润贡献接近八成。2011年电荷调节剂技术改造完成后,公司已成为全球产量居前、品种齐全、研发生产评价体系最完备的电荷调节剂生产制造商,为该产品未来在市场上稳步发展奠定了基础。

■ **募投彩色碳粉项目进展顺利, 2013年产能释放带来利润翻倍。**公司彩色碳粉项目已进入了生产调试阶段,预计今明两年将逐步释放产能,达到或超过2000吨的设计产能。目前全球范围彩粉市场容量约为6万吨,其中相容市场占比10%左右。我们看好公司彩色碳粉在相容市场的突破,初步预计2013~2015年分别可实现规模销售量600吨、1000吨和1300吨;按照每吨可贡献净利润10万元计算,可增厚公司13~15年业绩0.6亿元、1亿元和1.3亿元。

■ **彩粉需求向好, 长期增长前景无忧。**三菱彩色碳粉销售量在2009年尚不到1000吨,2011年即达到2000吨左右的销售规模,印证了彩粉的快速发展。从行业发展来看,彩色碳粉抢占单色碳粉市场,使用比重逐年提升趋势明显,2005年彩粉比重仅为12.8%,2011年达到25%左右。预计随着彩色列印机价格的下降,彩色碳粉将继续迎来较快的需求增长。目前在全球范围内,除主要列印机厂商外,公司最主要的竞争对手只有一家日本三菱;公司与三菱相比具备一定的成本优势,成长前景十分看好。

■ **风险提示: 市场开拓不达预期, 产品价格下降**

..... 接续下页

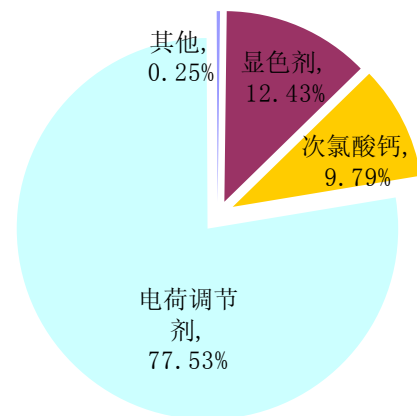
年度截止12月31日		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
纯利(Net profit)	RMB 百万元	39	43	52	64	125	187
同比增减	%		11.07%	21.73%	22.15%	95.07%	49.74%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.86	0.75	0.58	0.47	0.92	1.37
同比增减	%		-12.79%	-22.67%	-18.13%	93.35%	49.74%
A股市盈率(P/E)	X	46.92	53.80	69.57	56.65	29.30	19.57
股利(DPS)	RMB 元	0.5	0.6	0.3	0.3	0.5	0.5
股息率(Yield)	%	0.77%	0.93%	0.74%	1.12%	1.86%	1.86%

主营业务增长稳定，电荷调节剂保持高毛利

➤ 电荷调节剂是公司当前的主导产品

公司主营电荷调节剂、商业喷码喷墨及高端树脂显色剂，其中电荷调节剂是最大的利润来源，2011 年实现营业利润 2700 万元，利润贡献在公司占比接近 80%。

图 1、鼎龙分产品利润构成



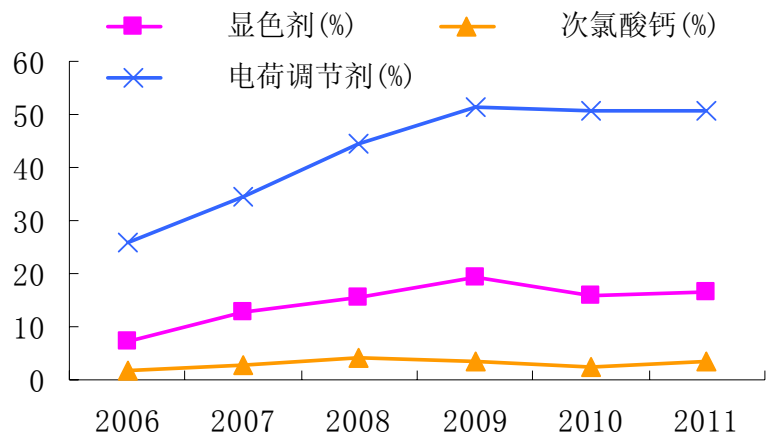
资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

➤ 技术门槛高，产品享受高毛利

电荷调节剂、喷码喷墨显色剂等均属于电子成像显像专用资讯化学品领域高端细分行业，至今国际上只有少数厂商能生产，且专利保护密集；主要消费地区欧美和日本对化学品的进口和销售均有严格的准入认证。公司凭借技术上的突破和在国际市场的通行认证（完成欧盟 REACH 认证注册等），与国际品牌分享市场的高毛利。2009 年以来，公司电荷调节剂保持 50% 以上的高毛利；2012 年上半年，公司主要产品毛利率继续提升，在行业需求减弱的情况下仍取得了较好的销售业绩。

随着 2011 年电荷调节剂技术改造项目的完成，公司现已成为全球产量居前、品种最齐全、研发生产评价体系最完备的电荷调节剂生产制造商，为该产品未来的市场发展奠定了坚实基础。

图 2、电荷调节剂保持高毛利

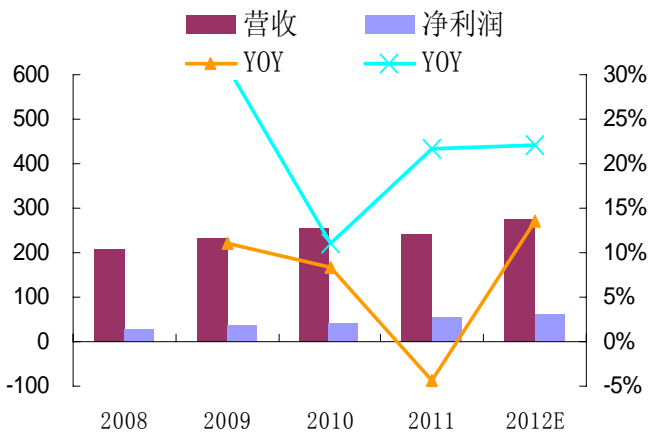


资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

业绩长期稳定增长

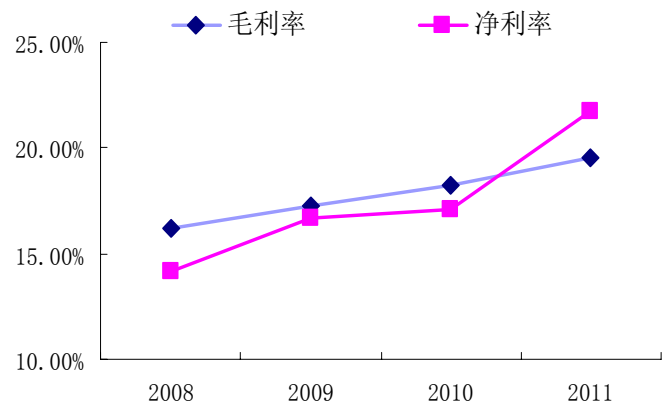
公司传统业务常年保持稳定增长，净利润率呈现不断攀升趋势。

图 3、鼎龙历年营收和净利润表现



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

图 4、鼎龙整体毛利率和净利率



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

彩色碳粉投产，成为新的利润增长点

彩粉项目进展顺利

公司募投彩色碳粉项目进展顺利，产业化项目已经完成设备安装，目前正处于生产调试阶段。根据我们的了解，公司产业化设备生产的几个批次的产品质量稳定，部分样品已送往下游客户试用。

预计今明两年公司将逐步实现彩色碳粉的规模化生产，公司设计产能 2000 吨，考虑到销售市场的拓展存在一定的不确定性，初步判断 2013~2015 年的产销量分别可达到 600 吨、1100 吨、1500 吨。

表 1: 彩粉预计销量和利润贡献

	2013	2014	2015
价格: 百万元/吨	0.3	0.28	0.27
销售量: 吨	600	1100	1500
贡献营业利润: 百万元	90	154	202.5
贡献净利润: 百万元	60	110	150

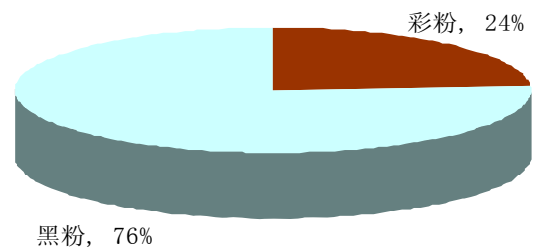
➤ 定位相容市场，未来发展前景乐观

近年来列印机碳粉的使用呈现两大趋势：

一是彩色碳粉挤占单色碳粉份额。根据 Lyra Research 的分析预测，粉盒市场从 2010 年到 2015 年稳步增长，到 2015 年，全球硒鼓出货量将由 2010 年的 3.79 亿支增长到 4.79 亿支。其中：彩色硒鼓的市场从 210 亿美元增长到 260 亿美元，彩色硒鼓的市场增速预计将达到 24%，增速显著高于其他类型产品。

二是化学粉替代物理粉。公司生产彩色聚合碳粉属于化学粉，与物理粉相比，聚合碳粉具有粉粒径小、分布均匀，列印室分辨力高、光泽度好等特点，成为未来碳粉业的发展趋势。

图 6、彩色碳粉比例提升



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

公司定位于相容市场，主要销售模式包括：1.与黑粉客户合作配套销售；2.直销给国内卡匣生产商和国内外耗材经销商。

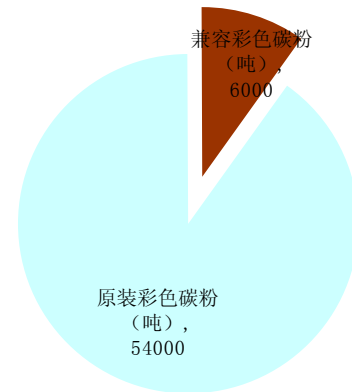
根据我们的估算，2011 年全球彩色碳粉市场容量约为 60000 吨，其中约 10% 属于相容市场。除惠普、富士施乐、OKI 等主要机器厂商外，专门从事相容彩色碳粉耗材的企业相对较少，规模较大的只有日本三菱一家。我们认为，随着列印机的进一步普及，未来相容市场的发展前景更为广阔，相容碳粉所占比例将继续提升。

三菱公司 2011 年彩色碳粉销售额在 2000 吨左右，售价 30 万元~40 万元。公

司与三菱构成直接竞争关系，但考虑到相容市场的较快发展，公司分享的份额不足以显著影响市场的供需关系，预计公司产品将以略低于三菱公司的价格进行市场开拓。

我们认为，公司如能在相容市场取得突破，未来业绩将取得爆发式的增长。除却相容市场的道路，公司还可以选择进一步展开与国际知名原装列印、复印机厂商对话，实现规模化贴牌生产。

图 5、 原装和相容碳粉市场格局



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

盈利预测与投资建议

展望未来，我们认为，公司彩色碳粉项目贡献利润将大幅提升公司业绩，2013年增厚业绩 0.6 亿元，实现业绩翻番，2014~2015 年，随着销售市场的拓展，每年分别可增厚净利润 1.1 亿元和 1.5 亿元。公司传统业务在电荷调节剂的带动下，每年可保持 10%左右的稳定增长。

初步判断公司 2013 年可实现销售 600 吨，按照 30 万元/吨售价，可实现 2013 年净利润翻一番。预计 2012~2014 年分别可实现净利润 0.64 亿元、1.25 亿元、1.87 亿元，EPS 为 0.47 元、0.92 元、1.37 元。当前股价对应 12~14 年 PE 分别为 56.7 倍、29.3 倍、19.6 倍。考虑到业绩成长具有较大的确定性，且行业发展前景向好，首次给予“买入”的投资建议。

表 2：分产品收入预测

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	241.22	273.73	481.10	639.21	769.33
	-4.33%	13.48%	75.76%	32.86%	20.36%
电荷调节剂	71.89	82.67	90.94	100.03	110.04
YoY	-1.26%	15.00%	10.00%	10.00%	10.00%
显色剂	35.09	40.70	44.77	49.25	54.18
YoY	-1.68%	16.00%	10.00%	10.00%	10.00%
彩色碳粉		0	180	308	405

YoY				71.11%	31.49%
基础化学品	134.24	150.35	165.38	181.92	200.11
YoY	-6.54%	12.00%	10.00%	10.00%	10.00%

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业额	233	252	241	274	481	639
经营成本	192	206	194	216	342	435
销售费用	3	4	6	5	7	7
管理费用	6	13	10	13	16	14
财务费用	-1	-7	-13	-11	-8	-8
营业利润	32	36	47	64	142	215
营业外收入	13	15	14	12	5	5
税前利润	46	51	61	75	147	220
所得税	7	8	8	11	22	33
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
净利润	39	43	52	64	125	187

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	121	502	363	326	353	423
应收账款	41	33	24	28	36	47
存货	9	26	31	33	87	115
流动资产合计	178	587	451	410	505	615
固定资产	37	42	77	92	106	112
非流动资产合计	59	81	208	228	228	231
资产总计	236	668	659	638	733	845
流动负债合计	66	71	43	45	48	50
非流动负债合计	20	0	0	0	0	0
负债合计	91	76	45	45	48	50
股本	45	60	90	135	136	136
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股东权益合计	145	592	614	593	686	795
负债及股东权益合计	236	668	659	638	733	845

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动产生的现金流量净额	53	34	33	35	72	115
投资活动产生的现金流量净额	-18	-35	-141	-30	-15	-20
筹资活动产生的现金流量净额	-16	382	-30	-42	-30	-25
现金及现金等价物净增加额	19	382	-139	-37	27	70

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。