

2014年8月5日

高观朋

C0061@capital.com.tw

目标价(元)

15.0

鼎龙股份 (300054.SZ)

Buy 买入

彩色碳粉具备上下游一体化优势，未来销售放量可期

结论与建议：

公司基本信息

产业别	化工
A 股价(2014/8/4)	12.27
深证成指(2014/8/4)	8006.91
股价 12 个月高/低	21.94/9.76
总发行股数(百万)	439.53
A 股数(百万)	263.72
A 市值(亿元)	53.93
主要股东	朱顺全 (19.10%)
每股净值(元)	2.40
股价/账面净值	5.12
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-10.1 19.9 5.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

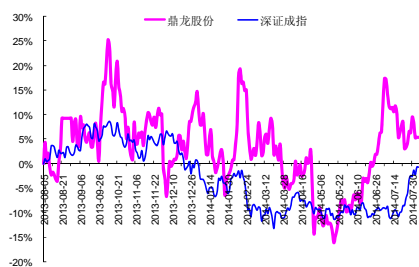
产品组合

功能化学品	63.5%
基础化学品	22.5%
打印复印耗材	14.0%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.2%
一般法人	10.9%

股价相对大盘走势



■ **公司主营电子成像显像专用信息化学品：**电子成像显像专用信息化学品主要包括墨水、碳粉、附属添加剂三大类。2013 年公司功能化学品贡献毛利 1.17 亿元，占比最大，为 78%，其中，电荷调节剂、商业喷码墨水、高端树脂着色剂及有机颜料等是公司的传统业务，盈利基本趋于稳定，近两年该板块的营收和净利快速增长主要来自于彩色碳粉的放量。

■ **彩色兼容碳粉未来大有可为：**公司 2008 年彩色碳粉研发成功并完成小试，2012 年 9 月 1500 吨/年产能投产。目前彩色兼容碳粉占整个彩色碳粉市场的 10%左右，需求量约在 5000 吨，行业格局寡头垄断。受益于大众消费升级和聚合碳粉对物理碳粉的替代，彩色碳粉的需求增速未来有望超过 30%，我们保守预计 2017 年彩色兼容碳粉需求量有望超过 1.5 万吨。

■ **以彩色碳粉为核心精心布局上下游一体化：**为促进彩色碳粉的生产与销售，公司进行了一系列精心布局：（1）2011 年 8 月参股南通龙翔化工，并于 2012 年 8 月实现控股，在彩粉投产前保证了颜料的供给；（2）彩粉投产后，为打开市场，公司先参股珠海名图后来实现收购，2014 年 2 月珠海名图控股珠海科力莱，两家均为国内再生彩色兼容硒鼓制造龙头；（3）为了彩色复印粉研发成功后的销售，公司配套研发载体，2013 年完成前期准备工作，2014 年 Q1 工业化生产线建设完成，预计 2014 年年中实现工业化。鉴于彩色兼容碳粉市场扩容空间较大，且公司具备上下游一体化优势，我们预计公司彩色碳粉销售将稳步放量，将为公司近两年业绩快速增长提供主要贡献。

■ **电荷调节剂效益将稳中有升：**电荷调节剂是生产碳粉的关键原料，超过八成市场份额长期掌握在日本保土谷化学、东东化学两家国际巨头手中。公司于 2001 年研发成功，并于 2002 年出口国际市场，2008 年市占率达到 8%，2010 年运用募集资金将产能由 250 吨/年扩大至 1500 吨/年。我们认为在下游碳粉消费量每年以 3%~5%的增速增长和公司自身彩粉放量的情况下，电荷调节剂效益将稳中有升。

■ **CMP 抛光垫研发项目值得期待：**公司目前正在研发用于集成电路芯片和蓝宝石化学机械抛光的抛光垫（简称 CMP 抛光垫），化学材料合成路线已基本确定，中试车间已经建设完成，正处于设备调试阶段。CMP 抛光垫全球市场规模保守预计在 36 亿元以上且需求增长迅速，行业格局寡头垄断，假设公司未来能抢占 10%的市场份额，将比肩目前的彩粉项目。

■ **盈利预测：**公司预计 2014 年 H1 实现净利润 0.57~0.67 亿元，同比增 75%~105%。我们预计公司 2014/2015 年分别实现净利 1.45/2.20 亿元，yoy +95%/+52%，折合 EPS 为 0.33/0.50 元，目前股价对应的 14/15 年 PE 为 37 和 24 倍。鉴于公司彩粉逐步放量，储备项目前景良好，因此给予买入建议。

■ **风险提示：**彩色碳粉销售不及预期。

..... 接续下页

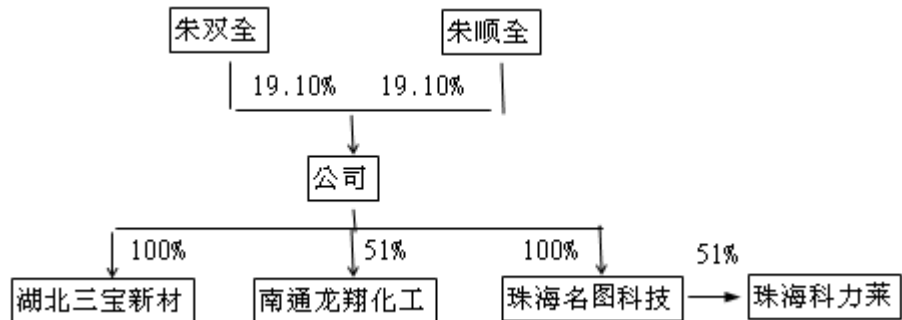
年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014E	2015E	
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	52	63	75	145	220	
	同比增减	%	21.74%	20.56%	17.95%	94.69%	51.61%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.12	0.14	0.17	0.33	0.50	
	同比增减	%	21.74%	20.56%	17.95%	94.69%	51.61%
A 股市盈率(P/E)	X	102.76	85.24	72.26	37.12	24.48	
股利 (DPS)	RMB 元	0.40	0.28	0.05	0.10	0.15	
股息率 (Yield)	%	3.26%	2.28%	0.41%	0.81%	1.23%	

公司概况

公司前身为湖北鼎龙化工有限责任公司，由朱双全、朱顺全于 2000 年共同出资创建，2008 年 3 月整体变更为股份有限公司，2010 年 2 月在创业板上市。

目前公司董事长朱双全和董事、总经理朱顺全两者各持有公司 19.10% 的股份，为公司的共同实际控制人。

图 1：公司股权结构示意图



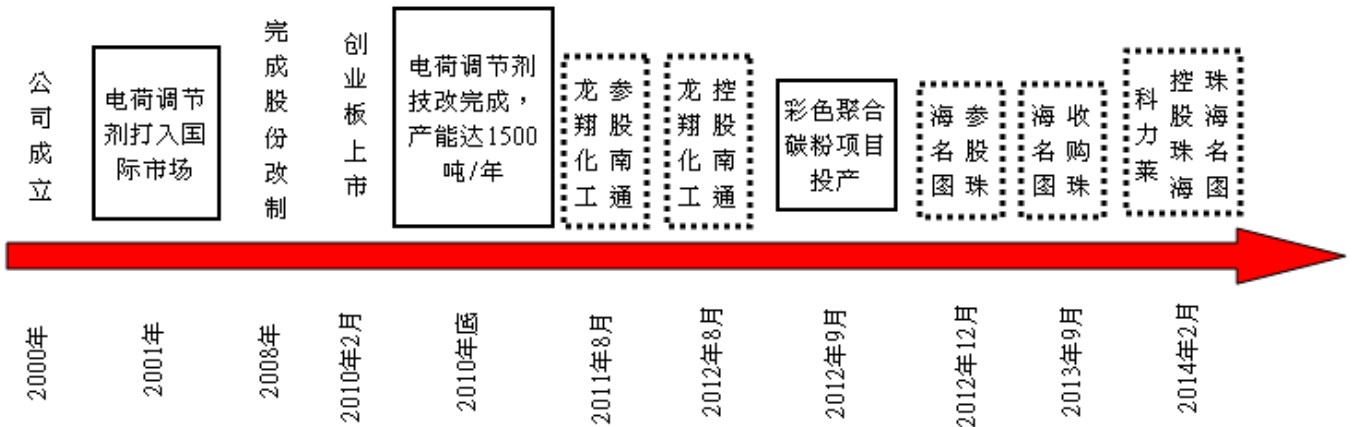
数据来源：公司公告，群益证券整理

公司主营电子成像显像专用信息化学品

电子成像显像专用信息化学品是指基于电子成像原理的打印、复印、数字显像、喷码等所需着色材料及附属添加剂的统称。按照应用领域的不同，电子成像显像专用信息化学品在复印和打印领域可以划分为：墨水、碳粉、附属添加剂三大类。

公司上市前主营电荷调节剂业务，属于附属添加剂的一种。2010 年初上市后，通过募集资金把电荷调节剂产能从 250 吨/年技改扩大到 1500 吨/年，同时投建了 1500 吨/年的彩色聚合碳粉生产线，其中电荷调节剂技改项目于 2010 年完成，彩色聚合碳粉项目于 2012 年投产。除了内涵式增长以外，公司还通过参股、控股的方式进行了一系列扩张。2011 年公司参股南通龙翔化工，并于 2012 年实现控股，龙翔化工主营高端树脂着色剂和高端有机颜料业务。2012 年 12 月公司参股珠海名图，并于 2013 年实现全资收购。2014 年 2 月，公司全资子公司珠海名图实现对珠海科力莱控股。珠海名图和珠海科力莱均主营再生及相容激光彩色硒鼓业务。

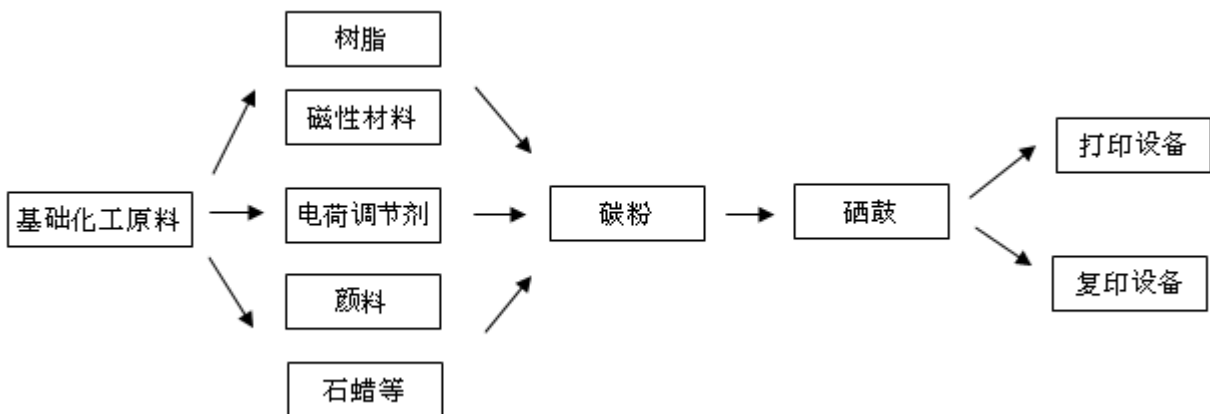
图 2：公司发展历程示意图



数据源：公司公告，群益证券整理

通过内涵式增长与兼并收购等外延式增长并重的发展策略，公司已成为全球耗材生产商中产品体系较全、技术跨度最大的以技术为基础的市场导向型供货商，实现了产业链上下游的整合以及长三角、珠三角的布局。目前公司已发展成为全球电荷调节剂产能最大的制造商，国内产能规模最大的彩色化学碳粉制造商，中国最大的成品彩色再生硒鼓制造商，中国最大的永固紫颜料制造商。

图 3：公司所处产业链示意图

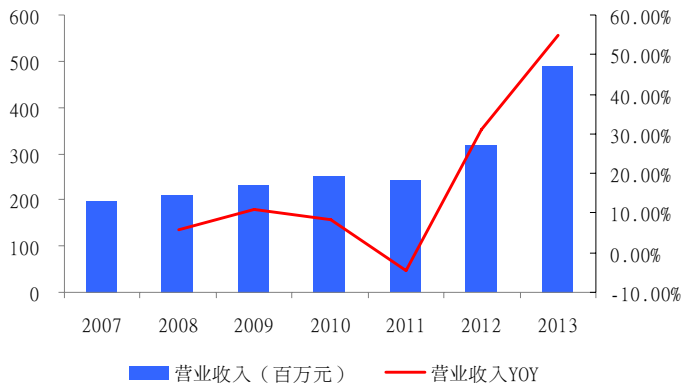


数据源：公司公告，群益证券整理

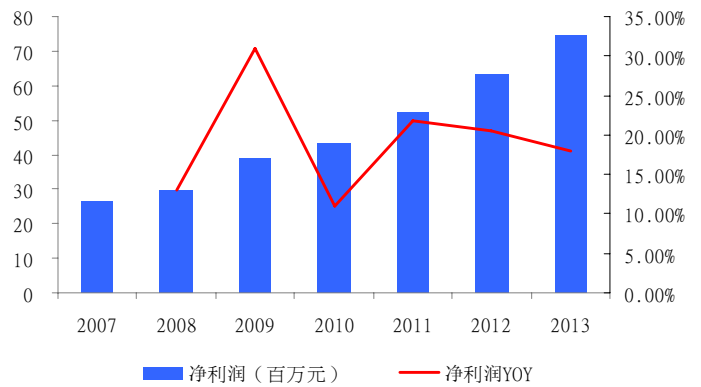
由于公司主业扩张和外延式并购，近几年营收和净利增长迅速。公司 2013 年实现营收 4.91 亿元，是 2007 年公司营收的 2.5 倍，年均增速达 24.7%。公司 2013 年实现净利润 0.75 亿元，是 2007 年的 2.8 倍，年均增速达 30.7%。

图 4：公司历年营收及增速

图 5：公司历年净利润及增速



数据源：公司公告，群益证券整理

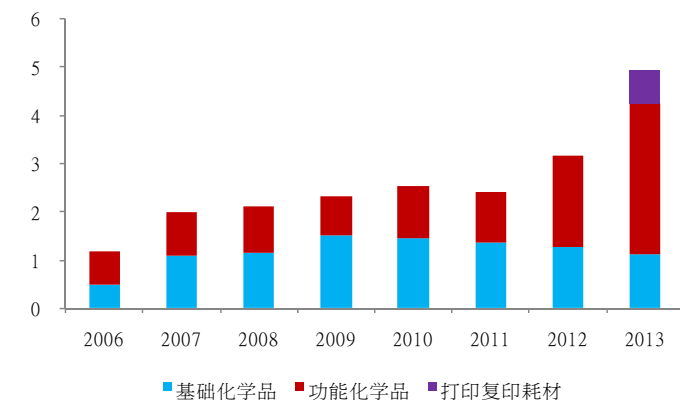


数据源：公司公告，群益证券整理

从 2013 年公司的营收构成来看，功能化学品贡献营收 3.11 亿元，占比为 63%；基础化学品贡献营收 1.1 亿元，占比为 23%；打印复印耗材贡献营收 0.69 亿元，占比为 14%。从毛利构成来看，2013 年功能化学品贡献毛利 1.17 亿元，占比为 78%；基础化学品贡献毛利 0.04 亿元，占比为 4%；打印复印耗材贡献毛利 0.27 亿元，占比为 18%。综合近几年公司营收的构成变化来看，功能化学品贡献逐渐加大，基础化学品贡献逐渐减小，但是从毛利构成变化来看，功能化学品一直是公司主要的利润来源。其中，功能化学品是指碳粉、碳粉用电荷调节剂、商业喷码喷墨、高端树脂着色剂及有机颜料；基础化学品是指次氯酸钙等产品的贸易业务；打印复印耗材是指硒鼓（卡匣）及其配套相关产品。

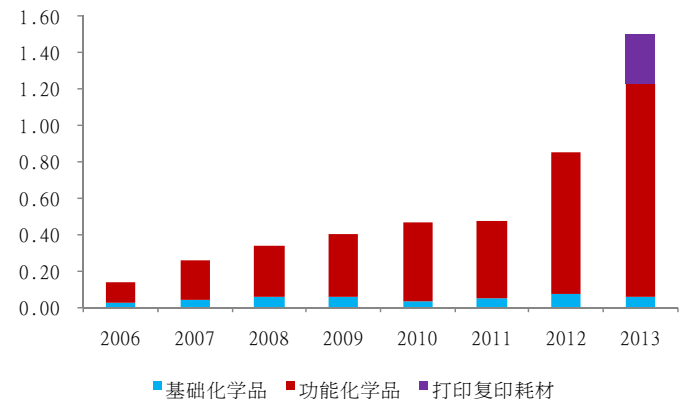
在公司的功能化学品中，电荷调节剂、商业喷码喷墨、高端树脂着色剂及有机颜料等是公司的传统业务，盈利基本趋于稳定，近两年该板块的营收和净利快速增长主要来自于彩色碳粉的放量。

图 6：公司营收构成（单位：亿元）



数据源：公司公告，群益证券整理

图 7：公司毛利构成（单位：亿元）



数据源：公司公告，群益证券整理

彩色兼容碳粉市场未来大有可为

碳粉是用于静电复印机和激光打印机等电子摄影显影过程中的主要耗材，按照生产方式的不同可以分为物理碳粉和聚合碳粉两类。物理碳粉是通过将固体的树脂、磁性材料、颜料、电荷控制等材料混合、冷却、粉碎、分级、改性后获得的碳粉；聚合碳粉是通过将

专用有机颜料、电荷控制剂、石蜡等原料高速分散、聚合、改性而成的碳粉。

表 1: 碳粉的分类及用途

主分类	二级分类	用途
碳粉	单色物理碳粉	适用于单色激光打印机、多功能一体机、激光型传真机、数码复印机
	单色聚合碳粉	适用于单色激光打印机、多功能一体机、激光型传真机、数码复印机
	彩色物理碳粉	适用于彩色激光打印机、多功能一体机、数码复印机
	彩色聚合碳粉	适用于彩色激光打印机、多功能一体机、数码复印机

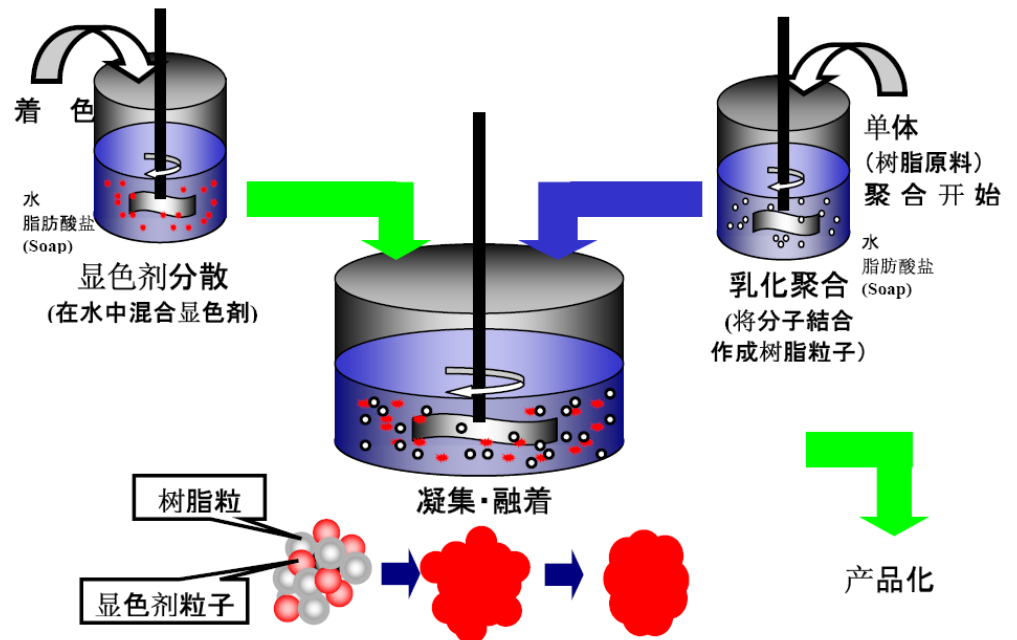
数据源：公司招股书，群益证券整理

碳粉按照色彩可以分为单色碳粉和彩色碳粉。单色碳粉主要应用于单色激光打印机、传真机等；彩色碳粉主要应用于激光彩色打印和彩色复印。

公司很早就启动了彩色聚合碳粉的研发，2008 年 7 月完成小试及中试，2009 年 6 月实现 100 吨小规模产业化。2010 年上市后公司运用募集资金建设了 1500 吨的生产线，并于 2013 年 9 月投产。

公司彩色聚合碳粉生产工艺分为颜料分散、蜡分散、乳液聚合、会和凝集、过滤洗涤、干燥、外添等过程。公司采用的是在水系媒介中，使内包石蜡、颜料的粒子与树脂粒子凝集从而得到会合显色粒子的制造方法。这种方法不会引起显色剂的剥离，长期使用既可以形成稳定的图像，又可以提供完美的色彩再现性。

图 8: 公司彩色聚合碳粉生产工艺示意图



数据源：公司招股书

公司目前在售彩色打印碳粉十一种，主要覆盖惠普、三星等彩色打印机型，五种在研发；在售彩色复印粉三种，主要适用于柯尼卡等彩色复印机型，在研发一种。

图 9：公司在售彩色碳粉

正在销售 On Sale			
碳粉名 PRODUCT	颜色 COLOR	适用于 FOR USE IN	包装 PACKAGING
彩色打印机用碳粉(Printer color toner)			
H52	C/M/Y/K	HP 1025/1215/2025	10kg/20kg
H54	C/M/Y/K	HP 2600/2605/1600	10kg/20kg
H56	C/M/Y/K	HP3000/ 3600/3800	10kg/20kg
H71	C/M/Y/K	HP3525/4025/5225	10kg/20kg
H73	C/M/Y/K	HP 4700/5550	10kg/20kg
K71	C/M/Y/K	KM 3730/4750/5550	10kg/20kg
S52	C/M/Y/K	Samsung CLP 415N/475	10kg/20kg
D71	C/M/Y/K	Dell 3110CN/3115CN Xerox 6180/6280	10kg/20kg
S51	C/M/Y/K	Samsung CLP 326/360	10kg/20kg
S71	C/M/Y/K	Samsung CLP 680	10kg/20kg
K51	C/M/Y/K	KM1600V	10kg/20kg
彩色复印机用碳粉(Copier color toner)			
CK51	C/M/Y/K	Konica Minolta Bizhub C200/200E/210	10kg/20kg
CK52	C/M/Y/K	Konica Minolta Bizhub C220/280/360	10kg/20kg
CX72	C/M/Y/K	Xerox 5065	10kg/20kg

数据源：公司网站，群益证券整理

图 10：公司在研发彩色碳粉品种

正在研发 In R&D			
碳粉名 PRODUCT	颜色 COLOR	适用于 FOR USE IN	包装 PACKAGING
彩色打印机用碳粉(Printer color toner)			
X51	C/M/Y/K	Fuji-Xerox CP105b 即将上市	10kg/20kg
X52	C/M/Y/K	Xerox WorkCentre 6605 即将上市	10kg/20kg
H91	C/M/Y/K	HP6015	10kg/20kg
B51	C/M/Y/K	Brother HL-3040CN/4040CN	10kg/20kg
彩色复印机用碳粉(Copier color toner)			
CR51	C/M/Y/K	RICOH Aficio C2010/ C2030/ C2050/ C2051/ C2550/ C2551	10kg/20kg

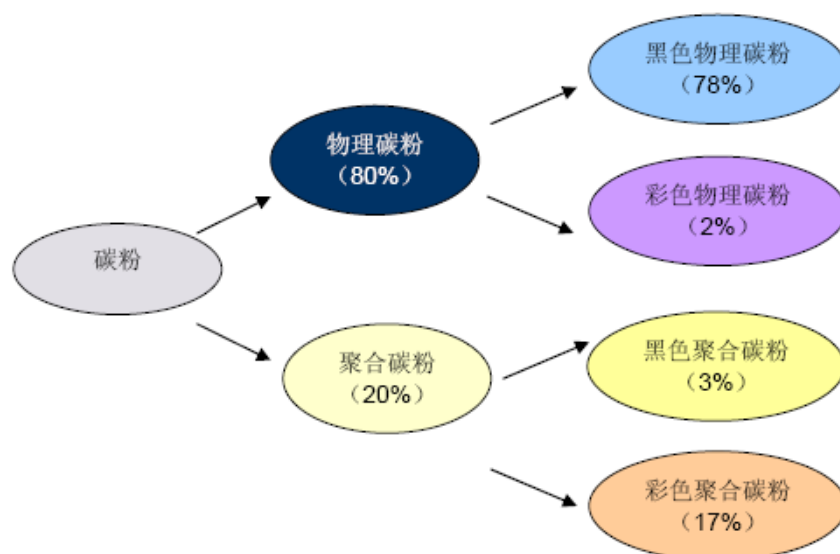
数据源：公司网站，群益证券整理

展望未来，我们认为彩色兼容碳粉市场未来大有可为，这主要是由于：

(1) 彩色聚合碳粉将受益于聚合碳粉将对物理碳粉的替代

目前聚合碳粉所占市场份额为两成左右，但是和物理碳粉相比，聚合碳粉粒径小、分布均匀，打印时分辨率高、光泽度好、废粉率低、定影温度低、生产时 CO2 的排放量远低于传统物理法，因此，聚合碳粉将成为未来碳粉业的发展趋势。2008 年以来，佳能、EPSON 等打印机原装厂商开始联合打压物理碳粉，其生产的新机型中，90%以上只适用聚合碳粉，进一步加速了聚合碳粉替代物理碳粉的进程。由于聚合碳粉的主导是彩色碳粉，占比在八成以上，因此，聚合碳粉将受益于此替代过程。

图 11：全球碳粉的种类及所占市场比例



数据源：公司招股书，群益证券整理

(2) 大众消费升级推动彩色碳粉需求高速增长

随着人们对色彩追求的消费升级以及受益于彩色打印机的日益普及，彩色碳粉的需求增速远高于黑色碳粉增速，彩色碳粉占比将由 2012 年的 22% 上升至 2017 年的 30% 左右。根据相关预测，2012 年全球彩色碳粉需求总量约为 5 万吨左右，至 2017 年全球彩色碳粉需求量将超过 8 万吨，市场销售额将达 330 亿元左右，按此推算，彩色碳粉的需求量年均增长率将达到 12% 以上。

(3) 彩色兼容碳粉蓝海刚刚开启，未来成长空间巨大

从原装组件和兼容组件的比例分析，目前彩色兼容碳粉的市场占比约为 10% 左右，由于其成本低于原装彩色碳粉，其未来市场份额有望占到 30%。根据目前的彩色碳粉市场容量，我们保守预计彩色兼容碳粉的需求量在 5000 吨左右。未来随着整个彩色碳粉需求量的增加和彩色兼容碳粉的占比提升，乐观估计其需求量有望超过 2.4 万吨，我们按照 20% 的市场份额保守预计其需求量可达 1.5 万吨以上，是目前需求量的 3 倍。

表 2：未来彩色兼容碳粉市场份额及需求量弹性预测

年份	2014E	2015E	2016E	2017E
碳粉需求量	24.5	25.1	26.2	27.0
彩色碳粉需求量	6.1	6.5	7.3	8.1
彩色相容碳粉占比 10%	0.61	0.65	0.73	0.81
彩色相容碳粉占比 20%	1.22	1.3	1.46	1.62
彩色相容碳粉占比 30%	1.83	1.95	2.19	2.43

数据源：群益证券预测

(4) 市场格局寡头垄断

由于技术壁垒，目前世界彩色聚合碳粉的生产和技术除公司和日本三菱化学两家兼容厂商外，其余几乎全部控制在机器生产商的手中。在公司彩色聚合碳粉投产以前，国内全部依靠进口，因此，公司产品有望逐步实现进口替代并出口国外。

以彩色聚合碳粉为核心，精心布局上下游一体化

围绕彩色碳粉的生产与销售，公司进行了一系列精心的布局：

(1) 控股南通龙翔化工，为彩色碳粉核心原料供应提供保障

CF 颜料【CF 即指液晶显示器中彩色滤光片 (Color Filter)】是一种功能性极强、精细化极高的接近纳米级专用颜料，是彩色聚合碳粉的核心原材料。虽然我国生产颜料厂家众多，却没有一家生产商可以提供 CF 颜料，多年来，CF 颜料核心生产技术均垄断在克莱恩、巴斯夫、大日精化、东洋油墨、DIC 等国外大公司手里，因技术门槛高和国外企业的垄断性生产供应而导致 CF 颜料售价高昂。

龙翔化工多年来一直从事高端颜料的研发生产，有较强的颜料功能化深加工能力，且其核心有机颜料产品亦出口国外大型公司，有较好的国际市场高端应用平台。其拥有年产 700 吨永固紫 RL 产能，是国内规模最大的生产基地，此外还拥有溶剂红、溶剂橙、颜料黄

等产能。

因此，为保障公司彩色聚合碳粉大规模原材料的供应安全和增强公司彩色聚合碳粉的成本优势，2011年8月，公司利用部分超募资金投资了南通龙翔化工有限公司，取得该企业44%股权。2012年8月，公司进行增资，将持股比例增至51%，实现对南通龙翔的控股。

(2) 介入下游彩色硒鼓生产，有利于消化彩色碳粉产能并培育新的业绩增长点

彩色碳粉市场主要是由机器生产厂商和耗材生产厂商组成。所谓机器生产厂商就是生产复印机、打印机，同时生产碳粉的贴牌生产商。所谓耗材生产厂商是指只生产碳粉而不生产机器的生产商。机器生产商只生产和自己机器相适合的碳粉，其他机器厂商的碳粉在自己的机器是无法使用的。耗材生产商可以同时生产不同机器厂商的碳粉，兼容性好。

当前世界彩色聚合碳粉的生产和技术除公司和日本三菱以外，其余全部掌握在机器生产商手中。由于彩色聚合碳粉进入机器生产商所需要的市场开拓周期长，因此，前期进入兼容市场并立足成为公司的优选。

2012年12月公司参股珠海名图，并于2013年实现全资收购。2014年2月，公司全资子公司珠海名图实现对珠海科力莱控股。这两家均是国内再生彩色硒鼓行业的龙头企业。

公司对珠海名图的收购和珠海科力莱的控股既有利于自身彩色碳粉产能的下游消化，建立稳定的客户资源，同时，也有利于培育新的业绩增长点。

再生彩色激光硒鼓生产是以原装彩色激光硒鼓耗材为主配件，经过一系列的加工使其能够再次使用并达到理想打印效果的硒鼓，其主要原材料为回收的旧硒鼓。

该行业的主要瓶颈主要在于硒鼓空壳资源有限。旧硒鼓是资源性物料，进口受国家商务部和国家质量监督检验检疫总局等部门严格控制。企业获取旧硒鼓进口许可审批非常严格，且国家对旧硒鼓进口的监管采取配额管理。同时旧硒鼓不同于一般工业制造可以批量生产，供应资源受原装耗材消耗量影响，也受管道商的控制。因此，目前国内真正有规模的再生制造企业十分有限。

珠海名图具有国家质量监督检验检疫总局颁发的《进口旧机电产品免装运前预检验证明书》和国家商务部颁发的《中华人民共和国进口许可证》，且珠海名图经过多年的发展在海外已建立相对稳定的旧硒鼓采购管道。珠海名图的旧硒鼓供货商主要是包括美国 ONYX Venture. INC.，德国 Interseroh 等世界各国的环保回收机构。

再生彩色硒鼓行业未来前景良好。一方面，再生行业符合国家当前倡导的环保和循环经济、再制造产业化、可持续发展的战略，亦是国家鼓励发展并大力推广的行业，未来有较大的生存和发展空间；另一方面，近年来随着彩色激光打印技术的升级，彩色激光打印机在产品性能和打印质量的优势凸显，加之彩色激光打印机价格下降和彩色商用办公理念的推出，彩色激光打印机从专业用户向普通用户扩展和普及，进而使得彩色硒鼓制造行业呈现出广阔的市场前景和发展空间。

表 3: 珠海名图及珠海科力莱营收及净利预测

珠海名图	2012	2013	2014E	2015E
------	------	------	-------	-------

营收(万元)	23226	25291	32510	41012
YOY	26.38%	8.89%	28.54%	26.15%
净利润(万元)	3571	3921	4800	6000
YOY	39.00%	9.80%	22.42%	25.00%
珠海科力莱	2012	2013	2014E	2015E
营收(万元)	189748	203346	223680.6	268416.7
YOY		7.17%	10.00%	20.00%
净利润(万元)	1519	1777	2100	2600
YOY		16.98%	18.18%	23.81%

数据源：公司公告，群益证券预测

(3) 载体项目即将实现工业化，可匹配彩色复印粉销售

复印粉的技术难度比打印粉要高，其应用评价周期也比打印粉要长。除此以外，为了提高静电成像速度、画质，适应高端、高速打印复印的需求，厂商常常通过在彩粉中加入适量的载体，形成双组份彩粉。目前，在双组份复印机彩粉中加入 10% 以上的载体已成为所有双组份复印机厂商的选择。

从组份上来讲，碳粉有单组份和双组份之分。单组份是指复印机在显影的部分，只用一组东西来显影，那就是碳粉，也就是它的显影器里面只有碳粉。这种显影方式具有很多优点，比如显影部分干净、下粉容易控制、电性简单等等。双组份是指复印机的显影部分是由铁粉同碳粉两个部分组成的，铁粉也叫**载体**，顾名思义，铁粉是指它的材质，载体是指它的功能。这种显影方式的效果与碳粉和载体的混合比例有着重大的关系。

在工作过程中，铁粉是不消耗的，只是在长时间的工作过程中，铁粉之间存在磨损使铁粉慢慢变小及变质，以至于会产生飞粉及其它漏粉的现象。双组份在其显影的过程中表现层次感的能力是单组份无法比拟的。作为双组份碳粉的关键匹配材料，载体目前广泛应用于彩色复印机及双组份打印机，市面上较有代表的是美能达及柯尼卡的机器，此外，绝大部分的彩色机都是双组份的。

2012 年全球彩色碳粉需求总量约为 5 万吨左右，按照碳粉和载体的使用比例 10:1 推算，全球彩色碳粉对载体的需求量在 5000 吨左右。根据相关网站数据显示，载体的价格在 1000 元/kg 左右，以此推算，全球载体的市场规模至少在 50 亿元以上，到 2017 年或将达 80 亿元。

公司高速彩色静电成像显影剂用载体项目 2013 年完成市场调研、技术论证、生产可行性论证、生产设备选型及技术工艺选择，2014 年 Q1 工业化生产线已建设完成，处于设备调试阶段，公司预计在 2014 年年中实现工业化，柯美、施乐相关市场主流复印机适用的载体产品可规模进入市场。

目前除公司外全球尚无一家兼容厂商具备载体的生产能力，载体产品的推出有助公司进入双组份碳粉这一兼容碳粉的蓝海市场，将来也可为彩粉及黑粉匹配销售。若载体项目工业化成功，公司将成为全球唯一一家具备载体芯材制备、包覆的技术及生产能力的碳粉生产厂商。

由于载体的售价高，成本低，加上寡头垄断效应，我们预计毛利率或将高于 60%。根据

公司未来可能投产的产能，我们预计其毛利情况如下：

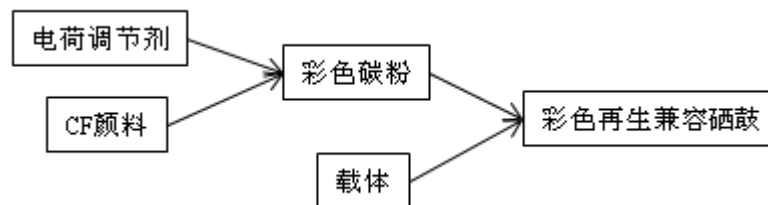
表 4：公司未来可能投建载体产能与盈利预测

载体产能（吨）	100	200	300	400	500
价格（万元/吨）	100	100	100	100	100
营收（万元）	10000	20000	30000	40000	50000
毛利（万元）	6000	12000	18000	24000	30000

数据源：群益证券预测

通过以上我们可以看到，公司围绕彩色碳粉的精心布局逐步成型，从上游原料供给到下游客户开拓，形成了上下游一体化的产业链优势。

图 12：公司上下游一体化产业链示意图



数据源：群益证券整理

鉴于彩色兼容碳粉市场扩容空间较大，公司彩色兼容碳粉推出品种不断增加以及上下游产业链一体化的布局，我们预计公司彩色碳粉销售将稳步放量，将为公司近两年业绩快速增长提供重要贡献。

相比原装彩色碳粉 50~60 万元/吨的高售价，我们预计彩色兼容碳粉的售价在 30-35 万元/吨左右，具备明显的价格优势，这主要是由于公司具备技术、产业链和成本等多重优势。尽管价格低于原装碳粉，但是由于行业格局寡头垄断，彩色兼容碳粉的毛利率依然较高，我们预计在 60%左右。

表 6：彩色碳粉盈利情况预测

彩色碳粉	2012	2013	2014E	2015E
产能	1500	1500	1500	1500
销量（吨）	33	288	600	1000
单吨净利（万元）	6	6	6	6
净利润（万元）	196	1727	3600	6000
YOY		781.12%	108.45%	66.67%

数据源：群益证券预测

电荷调节剂盈利在碳粉增量需求和自身产能消化下有望稳中有升

电荷调节剂主要用作静电成像设备中碳粉的电荷调节，是碳粉中不可或缺的重要电荷材料，同时也作为压敏材料、热敏涂层材料的显色剂。由于打印机和复印机的原理都是基于静电技术，因此碳粉需要有一定带电量才能完成打印和复印。电荷调节剂是碳粉生产中的一种关键性原料，只有添加了合理量的电荷调节剂，碳粉才能实现打印和复印。

电荷调节剂行业壁垒极高：（1）技术和知识产权壁垒 电子成像显像专用信息化学品

制造技术起源于欧美和日本，种类多、附加值高、产业关联度大、技术门槛高，长期以来一直被欧美和日本垄断。近年来，中国等发展中国家逐步进入该领域，获得了低端市场部分份额，但高端市场因技术水准和专利保护的限制，难以进入。**(2) 准入壁垒** 欧美、日本等地区是电子成像显像专用化学品的主要消费地区，而这些地区对化学品的进口和销售均有严格的安全和环保方面的准入认证，如欧盟的 RESCH 认证等。如果该类产品生产商的产品无法获得相关的产品认证，将不能对这些地区出口和销售。**(3) 市场先行壁垒** 作为添加剂，电荷调节剂、商用喷码喷墨显色剂的质量好坏直接关系到碳粉和墨水的性能。由于化学产品质量赔付成本极高，国际知名碳粉及墨水生产厂商处于对自身产品质量的保证和满足其全球竞争的需要，在采购面非常重视其产品质量保障、合作的长期性和稳定性，一般不会轻易更换供货商。即使出现新的竞争者，为规避产品质量风险和持续供应风险以及产品认证所花费的时间及成本，他们一般也会优先选择原有添加剂供货商。

日本在 20 世纪 70 年代就开始了电荷调节剂的合成及应用研究，并于 80 年代末开始工业化生产。2002 年之前国际上只有保土谷化学工业株式会社、东方化学工业株式会社等少数厂商能够生产电荷调节剂，且专利保护密集，技术壁垒极高。我国在此方面起步较晚，2002 年之前全部依赖进口。公司自 2001 年开始研究开发电荷调节剂的合成工艺，并获得自主知识产权和国际质量认证，2002 年产品开始打入国际市场，从此打破日本企业在该领域的垄断。

除了打破垄断以外，公司的电荷调节剂还具备**三大核心技术优势**：

(1) 电荷调节剂的粒径大小和分布可控：在碳粉的生产中，电荷调节剂粒径大小和粒径分布对其能否完全、均匀的分布在每个碳粉颗粒的表面，从而对保证碳粉拥有起电速度快、带电量高、带电量稳定的特性起着决定性作用。传统电荷调节剂生产中的最大问题是电荷调节剂粒径控制的问题。目前国外的生产商采用的物理粉碎方法，只能生产粒径 4-8 μm 的电荷调节剂；而公司应用自己独特的有机合成、分散技术及产品改性技术，在电荷调节剂的生产过程中同时使用化学方法控制电荷调节剂的粒径大小和分布，能根据客户碳粉的配方体系需要，为碳粉生产厂家提供不同粒径大小和粒径分布的电荷调节剂。这是公司与国外电荷调节剂生产商相比最大的优势之一。

(2) 生产成本低：传统电荷调节剂的生产过程中，大量使用有机溶剂作反应介质，存在着安全、环保方面的风险，且产品的生产成本较高。公司研发出“水相法”工艺，该方法只需少量有机溶剂加入水中作为反应介质。该工艺具有三方面的优点：a. 大大提高了生产过程的安全性，降低了产品中溶剂残留所带来的安全隐患；b. 大大减少了环境污染因子的总量，降低了环保风险；c. 在“水相法”生产工艺中，减少了工艺步骤，降低了能耗，从而使得产品生产成本得以降低。目前公司是全球唯一公开披露掌握水相法技术的电荷调节剂厂商，已获得发明专利。

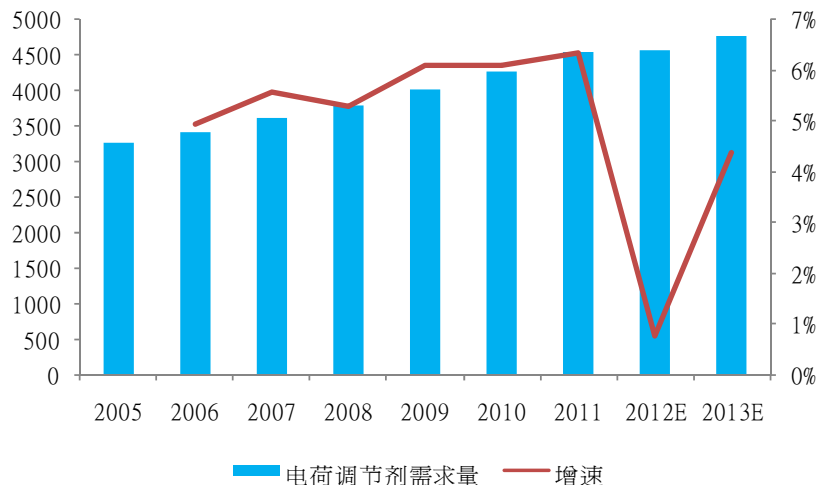
(3) 具备电荷调节剂的液态分散技术，满足聚合碳粉的应用要求：聚合碳粉是未来碳粉行业的发展方向，而用聚合法生产碳粉，要求将电荷调节剂在水系中分散成 100nm 左右的分散液才能使用，由于现有的电荷调节剂生产商均不能提供电荷调节剂的分散液，故目前的聚合碳粉生产商都是将外购的电荷调节剂自行分散，增加了碳粉生产商的工艺复杂性

和生产成本。公司在研发聚合碳粉的过程中掌握了分散技术，应用独特的表面活性剂复配技术，将固体的电荷调节剂在水系中分散成 80-100nm 的分散液，这将成为公司生产电荷调节剂的技术优势之一。

由于公司电荷调节剂技术优势显著，再加上原料国内采购，成本比国外低三成左右，市场拓展良好，因此 2010 年上市后公司运用募集资金，通过技改使其电荷调节剂产能有原来的 250 吨/年达到 1500 吨/年，并于 2010 年底完成。

电荷调节剂全球需求在 4700 吨以上。根据中国复印设备与器材专业委员会《碳粉用电荷调节剂市场研究报告》，电荷调节剂占碳粉重量比为 1-3%。2013 年，全球碳粉消费量约为 23.8 万吨，以此推算，电荷调节剂用量在 4700 吨以上。

图 13: 全球电荷调节剂需求量及增速 (单位: 吨)



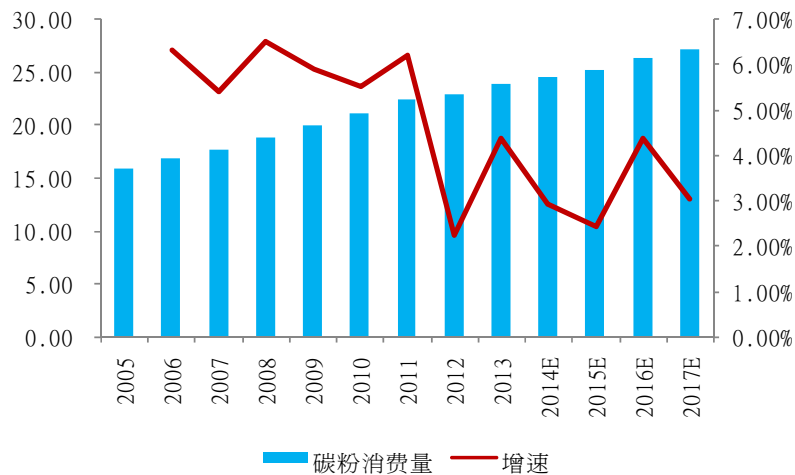
数据源: 公司招股书, 群益证券预测

目前全球电荷调节剂市场依然由保土谷化学工业株式会社和东方化学工业株式会社为主导，根据公司招股书显示，2008 年这两大巨头占据的市场份额分别为 45%和 39%，公司仅占 7%。随着公司募投项目的投产，其市场占有率逐步提升。募投项目 2010 年底达产后，2011 年实现效益 1005 万元，2013 年为 1838 万元，是 2011 年的 1.8 倍。

我们预计公司电荷调节剂效益未来将稳中有升，一方面来自于碳粉需求量的稳步增长，另一方面来自于自身彩色聚合碳粉的放量内部消化增加。

随着信息时代的到来和计算机的普及，办公自动化拷贝设备（复印机、激光打印机、普通纸传真机、多功能复合一体机）得到了迅猛发展。鉴于打印、复印等设备的增长，将带动碳粉需求稳步提升。据相关数据预测，未来碳粉需求量有望保持每年 3-5%的增长，因此将每年将带动电荷调节剂需求增加 200 吨左右。

图 14: 全球碳粉需求量预测



数据源: GENESIS 株式会社, 群益证券预测

此外, 公司的 1500 吨彩色聚合碳粉每年需要消耗电荷调节剂 30-45 吨左右, 随着产能利用率的提高自身消化有所提高。

表 1: 电荷调节剂募投项目效益预测

募投专案效益	2011	2012	2013	2014E	2015E
净利润 (万元)	1005	1705	1838	2051	2371
YOY		69.65%	7.80%	11.59%	15.58%

数据源: 公司公告, 群益证券预测

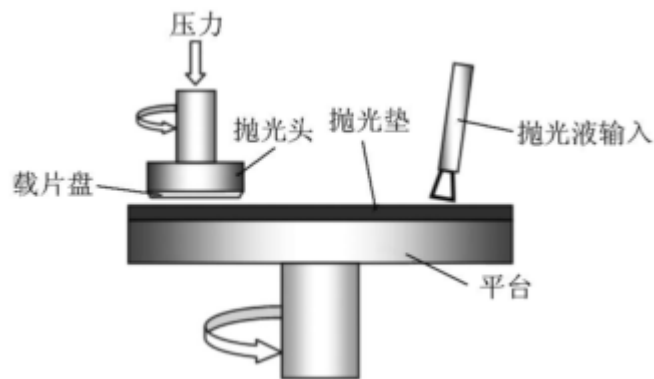
CPM 抛光垫项目若研发成功, 有望打破国际垄断, 实现进口替代

除了在彩色碳粉领域的深耕以外, 公司目前正在研发用于集成电路芯片和蓝宝石化学机械抛光的抛光垫 (简称 CMP 抛光垫), 化学材料合成路线已基本确定, 中试车间已经建设完成, 正处于设备调试阶段。

A、CMP 抛光垫全球市场规模保守预计在 36 亿元以上

随着半导体工业的飞速发展, 半导体器件正朝着高性能、低成本、高成品率方向发展。一方面, 增大芯片产量和成品率, 降低器件单元制造成本; 另一方面, 提高集成电路 (IC) 的集成度和减小器件特征尺寸。但 IC 特征尺寸的进一步微细化, 材料表面的高平坦化是制约其发展的一项关键技术之一。到目前为止, 唯一能够实现全局平坦化的关键工艺是化学机械抛光 (CMP)。CMP 综合化学和机械两方面的特性, 既能消除材料表面加工导致的损伤层, 又能够较好地实现表面全局平坦化, 因此, 近年来在 IC 工艺中得到了广泛的应用, 并取得了飞速的发展。

图 15: 化学机械抛光示意图

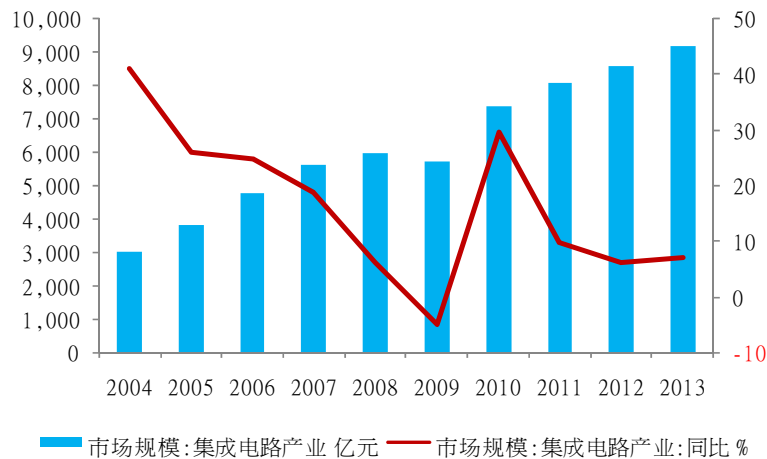


数据源：《化学机械抛光工艺中的抛光垫》，群益证券

CMP 消耗品包括抛光液和抛光垫，抛光垫按是否含有磨料可以分为有磨料抛光垫和无磨料抛光垫；按材质的不同可以分为聚氨酯抛光垫、无纺布抛光垫和复合型抛光垫；按表面结构的不同大致可分为平面型、网格型和螺旋线型。

我国集成电路行业发展迅速，2004 年其产业规模仅为 3000 亿元左右，2013 年已超过 9000 亿元，CAGR 接近 12%。目前，以 IC 为核心的电子信息产业已超过以汽车、石油、钢铁为代表的传统工业成为第一大产业。抛光垫的市场需求随着 IC 的发展快速提升。1999 年，全球抛光垫市场约 5000 万美元，到 2003 年，抛光垫市场已达 1.2 亿美元。按照集成电路行业的发展增速保守预计，2013 年其市场规模已超过 6 亿美元（人民币超 36 亿元）。

图 16：我国集成电路产业规模及增速



数据源：wind，群益证券整理

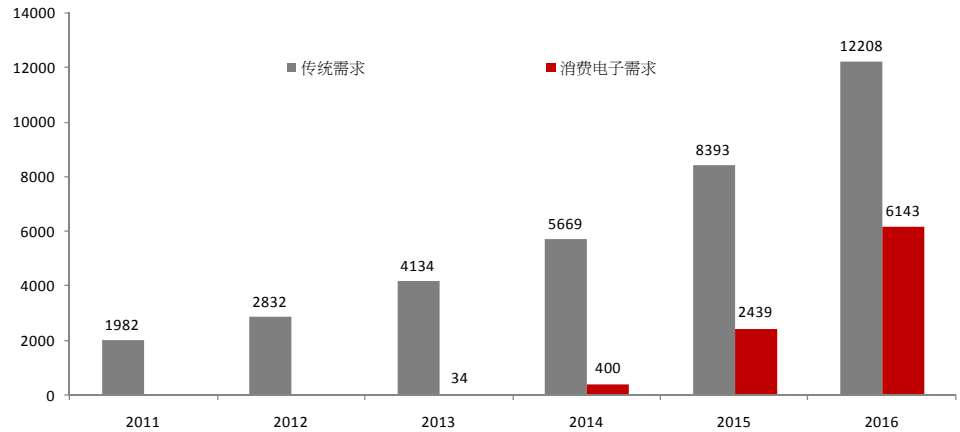
由于研发费用较大，工艺技术难度较高，国内企业鲜有涉及，目前集成电路用芯片抛光垫的市场几乎由美国陶氏化学、卡博特、3M 等公司垄断。因此，一旦公司研发成功，有望实现进口替代，并在国际上抢占竞争对手份额。

B、蓝宝石用抛光垫需求步入高速增长期

蓝宝石 (Sapphire)，又称刚玉，成分主要为 Al_2O_3 (三氧化二铝)，蓝宝石主要分为天然矿物和人工合成，其中天然矿物主要是用于装饰等，如宝石镶嵌。

蓝宝石作为 LED 衬底的主要材料其下游应用过去八成都集中在 LED 领域，除此以外，也将被主流手机厂商用来取代玻璃基板应用于手机面板等领域，市场需求持续激增。作为蓝宝石加工耗材的抛光垫、抛光液等抛光材料发展也将进入高速增长期。

图 17：传统应用及消费电子类需求对蓝宝石需求量预测（单位：万片）



数据源：群益证券整理预测

目前我国是全球蓝宝石抛光的最大市场。公司在近一年的市场调研中发现，国内蓝宝石厂商普遍反应抛光材料存在产品应用效果不佳、国外供货商沟通不畅、产品采购成本高昂等问题，迫切希望有技术有实力的国内企业能够提供新产品新技术以解决这一状况，充分满足客户需求。

根据国内相关科学研究结果显示，抛光垫对蓝宝石衬底片的抛光效果影响体现在抛光垫材料、结构、硬度、压缩性、含氧量以及抛光垫粗糙度等方面。抛光垫硬度越大，承压能力与越强，抛出的平面度越好，效率也大，同时抛光垫粗糙度越大，抛光效率也越大。聚氨酯抛光垫比较适合蓝宝石衬底抛光。

公司所合成化学材料的硬度、韧性、密度、断裂伸长率等与化学机械抛光相关的技术参数已经完全达到国外同类产品的水平，并且具有自己的独到优势。目前公司研发的聚氨酯抛光垫已获得较快进展，正在积极组织评价测试。国外同类型抛光垫单片价值过千元，市场价值较高。根据公司的规划，其抛光垫将先应用于蓝宝石抛光，如手机盖板、窗口材料、LED 衬底材料的抛光，其后进入更具技术含量的芯片抛光领域，此外公司还将完善产品类别，适时推出无纺布抛光垫。

由于抛光垫技术含量高，行业格局寡头垄断，因此，其毛利率保守预计在 50% 以上。若公司的抛光垫未来能够研发成功并投建产能，那么根据其市场规模及市场份额，我们预计其未来盈利情况如下：

表 7：公司抛光垫市场份额及盈利预估

市场规模（亿元）	36	36	36	36	36
市场份额	1%	5%	10%	15%	20%
销售额（亿元）	0.36	1.80	3.60	5.40	7.20
毛利（亿元）	0.18	0.90	1.80	2.70	3.60

数据源：群益证券预测

三项费用率未来企稳概率较大，营收增长将带动净利率快速回升

从公司的三项费用率变化来看，主要分为两个阶段：2011年之前的稳中趋降和2011年之后的快速上升。2011年之前公司三项费用率大幅下降主要是由于财务费用率的下降导致，尤其是2010、2011年，由于募集资金导致财务费用率快速下降。2011年之后，公司三项费用率快速上升，从1.46%升至12.45%，主要是由于公司研发费用大幅增加所致。

从公司的净利润率来看，也可以分为两个阶段，2011年之前的稳重攀升和2011年之后的下降阶段，恰好与三项费用率的变化相反。尽管近两年公司的净利润率出现下滑，但是从综合毛利率情况来看，依然处于上行趋势。随着公司新产品研发陆续成功，未来研发费用或将企稳，因此，在三项费用率企稳的情况下，营收增长将带动净利润率快速回升。

图 18：公司三项费用率变化

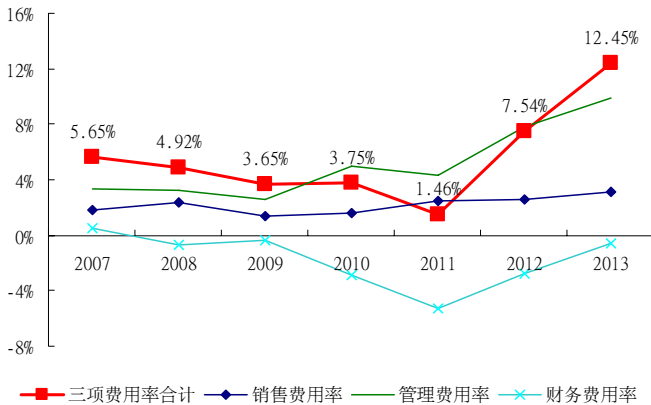
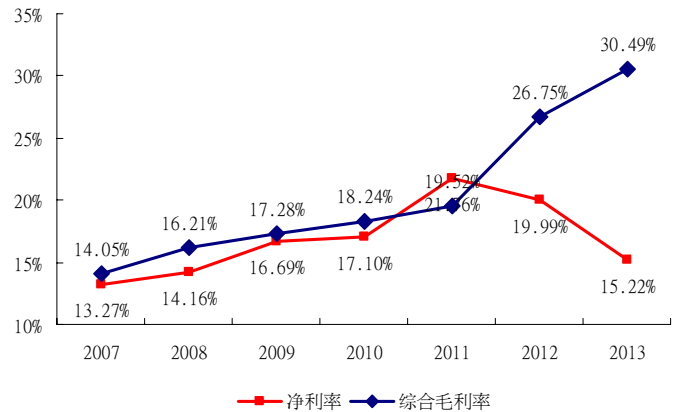


图 19：公司净利率及综合毛利率变化



数据源：公司公告，群益证券整理

数据源：公司公告，群益证券整理

盈利预测

Q1 公司实现营收 1.71 亿元，yoy+72.61%，主要是由于彩色聚合碳粉销售放量和彩色硒鼓业务增速明显所致，实现净利润 0.27 亿元，yoy+81.86%，公司净利大幅增长主要是由于系彩色聚合碳粉产品销售增长以及子公司珠海名图科技有限公司利润贡献所致。公司预计 2014 年 H1 实现净利润 0.57~0.67 亿元，同比增 75%~105%。

我们预计公司 2014/2015 年分别实现净利 1.45, 2.20 亿元，yoy 分别为+95%,+52%，折合 EPS 分别为 0.33/0.50 元。目前股价对应的 2014/2015 年 PE 分别为 37 和 24 倍。鉴于公司彩色碳粉销售将稳步放量，CMP 储备项目前景良好，我们给予公司买入的投资建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

- 强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)
- 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
- 卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表（合并后）

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业收入	241	317	491	889	1156
经营成本	194	232	341	601	751
营业税金及附加	0	1	4	3	4
销售费用	6	8	16	35	40
管理费用	10	25	49	74	84
财务费用	(13)	(9)	(3)	(11)	(12)
投资收益	4	7	5	4	4
营业利润	47	67	89	190	291
利润总额	61	81	103	198	299
所得税	8	10	14	34	51
少数股东损益	0	7	14	18	28
归属于母公司股东权益	52	63	75	145	220

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	363	323	380	418	459
应收账款	24	106	172	259	336
存货	31	67	107	214	278
流动资产合计	451	526	709	969	1189
长期股权投资	41	38	0	0	0
固定资产	77	126	354	425	467
在建工程	66	162	24	20	40
非流动资产合计	208	366	668	755	817
资产总计	659	892	1377	1723	2006
流动负债合计	43	162	254	321	396
非流动负债合计	2	5	8	10	12
负债合计	45	168	262	331	408
少数股东权益	0	67	76	130	149
股东权益合计	614	724	1116	1392	1598
负债及股东权益合计	659	892	1377	1723	2006

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	33	37	84	152	228
投资活动产生的现金流量净额	-141	-72	-112	-146	-175
筹资活动产生的现金流量净额	-30	-15	91	32	-11
现金及现金等价物净增加额	-139	-51	63	38	42

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。此份报告内容之数据和意见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, 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。