



**买入**

**42% ↑**

目标价格:人民币 28.00

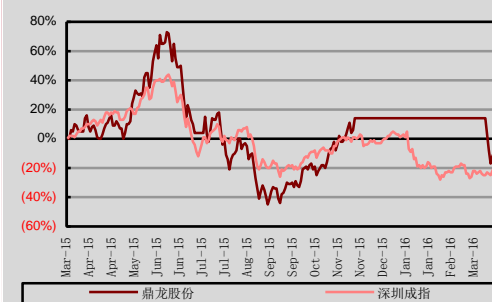
300054.CH

价格:人民币 19.69

目标价格基础:61 倍 16 年市盈率

板块评级:未有评级

#### 股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(20.2)	(20.2)	(20.2)	(9.1)
相对深证成指	2.9	(20.3)	0.9	9.9

发行股数(百万)	448
流通股(%)	66
流通股市值(人民币 百万)	5,848
3 个月日均交易额(人民币 百万)	325
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
朱双全	18

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以 2016 年 3 月 18 日收市价为标准

## 鼎龙股份

### 打印耗材方兴未艾, 光电材料如日方中

公司建立起涵盖彩色碳粉、硒鼓等打印耗材全产业链, 切入 IC 用 CMP 材料领域, 开展云打印 O2O 业务, 拓展成长空间; 定增项目夯实产业链, 优化产业布局, 公司进入高成长期, 首次给予买入评级, 目标价 28.00 元。

#### 支撑评级的要点

- **深耕打印耗材, 迈入抛光材料蓝海。**公司主营业务为电荷调节剂、显色剂、有机颜料、彩色兼容碳粉、彩色再生硒鼓等电子信息化学品及打印耗材的生产和销售, 建立起一体化产业链优势。公司正切入集成电路(IC)用抛光材料领域, 开展云打印 O2O 业务, 开启新的业务增长点。
- **CMP 抛光垫: 进口替代有望成行, 公司布局。**CMP 是半导体与集成电路制造的核心工艺, 抛光垫是关键性耗材。国内电子工业快速发展, 带动 IC 消费提升, 而国内 IC 进口依赖度高达 77%。为支持产业发展, 国家将 IC 放在发展新一代信息技术产业的首位, 半导体产业发展机遇空前, 而上游 CMP 抛光垫主要垄断在陶氏等外企手中, 进口替代空间大。公司已完成 CMP 抛光垫技术积累, 项目 2016 年 6 月投产, 替代进口恰逢其时。
- **云打印 O2O: 市场机遇大, 公司敢为人先。**美国云打印市场成熟, 领导企业 Shutterfly 依靠良好的经营模式, 获得了快速的发展, 2015 年收入达 10.6 亿美元, 毛利率达 50%。国内云打印处于初创期, 市场规模高达千亿元, 存在淘金良机。公司携手世纪开元, 采取互联网+中心工厂模式, 汇聚客户及设计师资源, 打造个人和家庭的云管理中心, 实现业务突破。
- **公司看点: 大手笔定增, 横纵再发力。**公司拟通过发行股份及支付现金收购旗捷投资、旗捷科技、超俊科技和佛来斯通全部股权, 掌握芯片等核心资源, 夯实产业链; 并向不超过 5 名机构募集不超过 9.91 亿元配套资金, 其中 4.06 亿元用于 IC 芯片及制程工艺材料研发中心项目、IC 抛光工艺材料的产业化二期项目等 4 个项目, 利于提升技术实力和竞争能力。

#### 评级面临的主要风险

- 市场开发风险; 项目进度延迟风险; 汇率波动风险。

#### 估值

- 公司建立起优势突出的打印耗材全产业链, 通过外延强化产业布局, 并揽入芯片业务, 拓展成长空间。暂不考虑和定增, 预计 2016-18 年每股收益分别为 0.46 元、0.59 元、0.71 元, 首次给予买入评级, 目标价 28.00 元。

#### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	919	1,050	1,320	1,617	1,929
变动(%)	87	14	26	23	19
净利润(人民币 百万)	134	159	205	263	317
全面摊薄每股收益(人民币)	0.300	0.355	0.458	0.587	0.708
变动(%)	80.1	18.2	29.3	28.1	20.5
全面摊薄市盈率(倍)	65.6	55.5	42.9	33.5	27.8
价格/每股现金流量(倍)	65.6	75.7	55.3	43.5	33.8
每股现金流量(人民币)	0.30	0.26	0.36	0.45	0.58
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.0	37.3	28.0	21.6	n.a.
每股股息(人民币)	0.033	0.049	0.050	0.069	0.088
股息率(%)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

马太, CPA

(86755)82560525

tai.ma@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515120001

## 目录

深耕打印耗材，迈入抛光材料蓝海.....	3
<b>CMP</b> 材料：进口替代空间巨大 .....	7
云打印 <b>O2O</b> ：立足打印耗材，跨入信息服务 .....	17
公司新看点：大手笔定增，横纵向再发力 .....	24
盈利预测与投资评级 .....	26
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	29

## 深耕打印耗材，迈入抛光材料蓝海

### 数次打破外企垄断

公司植根化工新材料领域，主要从事电子成像显像专用信息化学品等打印耗材的研发、生产与销售及贸易业务，电子信息化学品主要包括三大系列产品：**碳粉用电荷调节剂**（Charge Control Agent，简称 CCA）、**商业喷码喷墨和高端树脂显色剂**（Chromogenic Agent）以及**彩色碳粉**（Color Toner）。经过多年布局现已基本完成全产业链整合，除销售功能化学品、基本化学品外，还涉足**彩色再生硒鼓**业务，且将业务拓展至**半导体用抛光材料**领域，拓展成长空间。

**打印耗材技术取得突破，打破外资垄断。**公司现有核心产品碳粉用电荷调节剂 2002 年进入国际市场并打破日企在该领域长期垄断；2012 年彩色聚合碳粉顺利投产，打破日美企业垄断，现已拥有年产 2000 吨彩色聚合碳粉产能，成为全球领先的彩色兼容碳粉供应商；2014 年公司具有完全知识产权的载体项目顺利投产，实现了载体芯材、包覆两种高技术制备流程在一条生产线上的连贯统一，公司成为**全球独家拥有完整化载体生产线的碳粉生产商**。不懈的技术开发与进步巩固了公司在国际彩色兼容碳粉市场的优势地位，提升了公司的竞争能力。

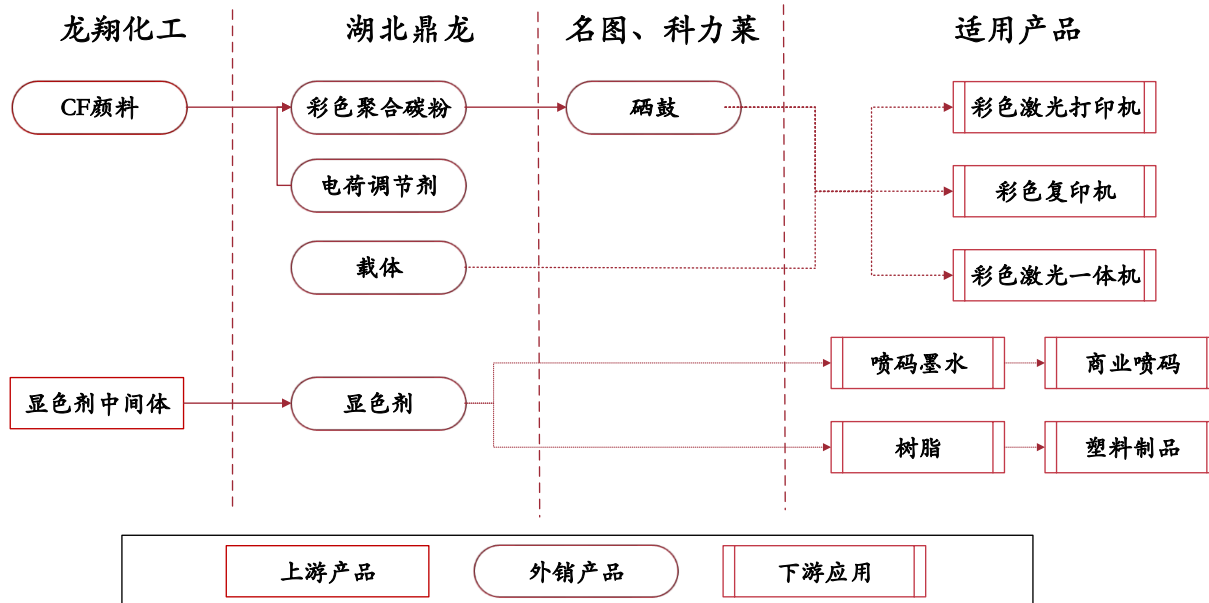
图表 1. 公司主营产品

产品	介绍
功能化学品	电荷调节剂 CCA
	显色剂
	永固紫 RL
	彩色化学碳粉 CPT
	载体
基础化学品	次氯酸钙
打印复印耗材	彩色卡匣（硒鼓）
抛光材料	抛光垫

资料来源：公司官网、中银证券

**建立起产业链一体化优势。**2012 年并购**龙翔化工**，向上游产业高端树脂着色剂、高端有机颜料（CF 颜料）及显色剂中间体的研发和销售延伸；2013 年完成对**珠海名图** 100%股权的收购，并于 2014 年经由名图收购**科力莱** 51%的股份，名图和科力莱均从事彩色再生硒鼓的生产和销售，属公司核心产品彩粉的下游应用领域。通过对上下游企业的并购，公司陆续完成了“**CF 颜料—彩色聚合碳粉—再生硒鼓**”的打印耗材全产业链的贯通，成为打印耗材综合供应商，借助国家对环保型的再生硒鼓的政策倾向，以及名图和科力莱业务进一步整合，充分发挥协同效应，提升公司价值。

图表 2. 公司产业链结构图



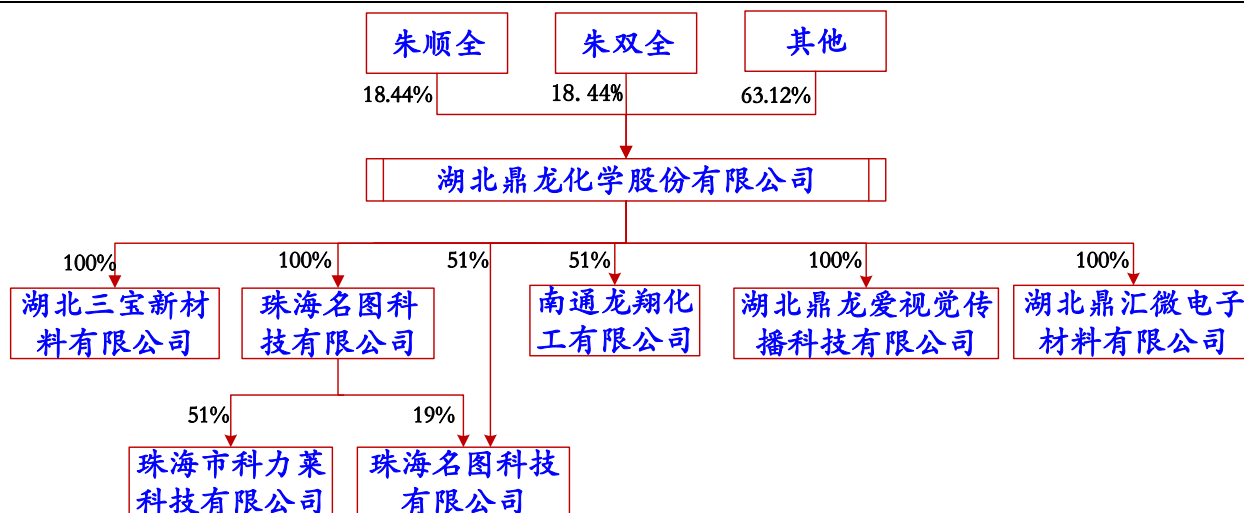
资料来源：公司网站、中银证券

### 激励到位，凝聚核心团队

**高管持股，管理团队稳定。**公司的控股股东为朱顺全、朱双全，各持有公司 18.44% 的股权。目前公司六名高管，其中经理、2 名副总经理、总工程师和财务负责人合计持有公司 20.82% 股份。其中 4 位高管均为公司服务 6 年以上，伴随公司成长，深度认同企业价值主张。

**推出股权激励，助力发展。**2015 年 10 月公司公告股权激励计划，采取定向增发限制性股票方式。激励对象为公司中、高级管理人员、核心技术人员等，共 132 名，拟授予股份 599.4 万股，占公告时总股本 1.36%；限制性股票的授予价格不低于首次公告前 20 个交易日公司补票均价的 50%，且一年内不可转让。限制性股票分三期解锁，解算的业绩条件为：2015~2017 年净利润相比 2014 年增长率分别不低于 20%、50%、100%。股权激励有助于激发经营团队能动性，提高工作效率，促进公司的持续快速发展。

图表 3. 公司股权结构



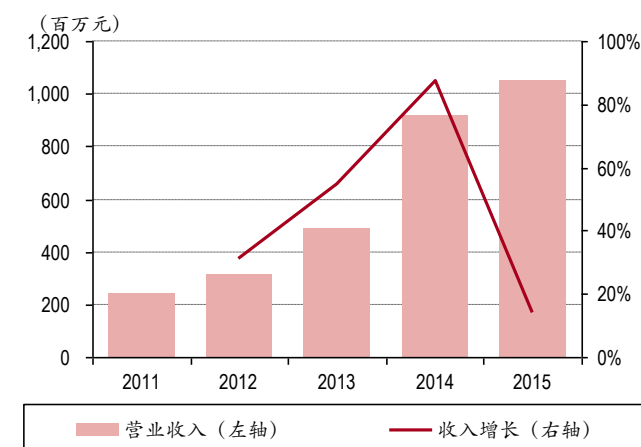
资料来源：公司公告、中银证券

## 财务分析：持续增长，蒸蒸日上

**公司发展快速。**2007~2015 年公司营业收入由 1.98 亿元增长至 10.50 亿元，年复合增速为 23.2%，而归属于母公司的净利润分别由 2,625 万元增至 15,884 万元，年均复合增速达 25.2%。

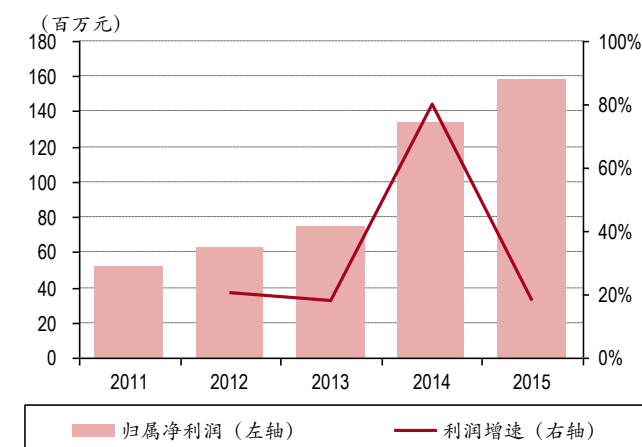
**盈利能力较强。**公司年报中将产品划分为功能化学品、打印复印耗材及基础化学品。其中，功能化学品，包括彩色聚合碳粉、碳粉用电荷调节剂、商务喷码喷墨、高端树脂着色剂及有机颜料等，2007~2015 年销售毛利率由 24.2% 提高至 48.08%，显示上升的盈利水平，主要因为高附加值的碳粉销售占比不断增加。打印复印耗材属于光电新材料，主要包括并购的子公司名图和科力莱的硒鼓产品，2013-2015 年毛利率分别为 39%、28%、29%；基础化学品主要为次氯酸钙，公司主要从事该产品的贸易，产品主要出口。

图表 4. 公司业务规模成长迅速



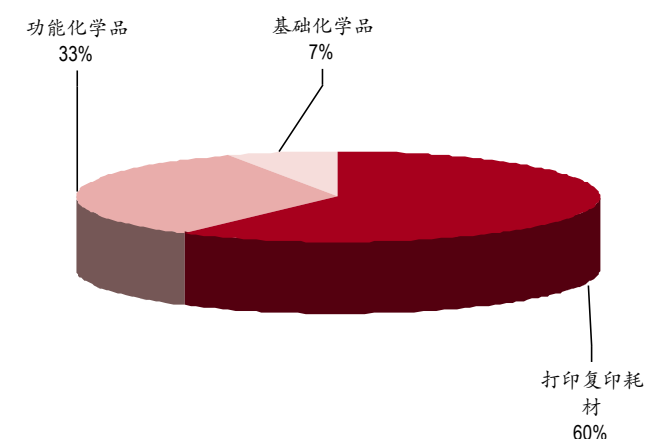
资料来源：公司公告、中银证券

图表 5. 公司利润保持增长



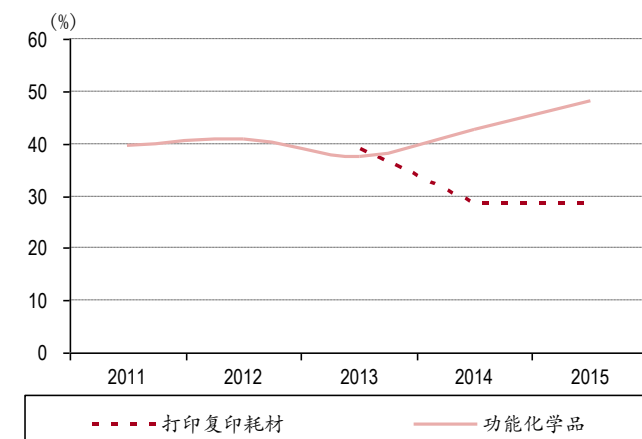
资料来源：公司公告、中银证券

图表 6. 2015 年公司营业收入结构



资料来源：公司公告、中银证券

图表 7. 公司盈利能力较强



资料来源：公司公告、中银证券

### 稳健与雄心并存，公司迎来高速发展期

公司现有业务的利润增长主要有两大驱动力：（1）**彩色碳粉**：通过技术进步，使公司惠普系列彩色聚合碳粉向毛利率更好的兼容性打印粉、高速快印粉倾斜，应用范围和综合竞争力进一步巩固和提升。（2）**再生硒鼓**：硒鼓业务方面，强化国际市场拓展、稳定国际市场的同时，积极使环保型的再生硒鼓进入地方政府采购清单，有序拓展国内市场。

**新领域提供发展明灯。**依托化学合成大平台，通过所掌握的前沿高分子合成技术、分散技术、表明活性剂复配等共性技术，从目前的电子成像显像信息化学品行业向市场空间更为巨大的**微电子材料及精密加工材料行业进行自然延伸和拓展**。其中，公司集成电路用 CMP 抛光垫产品已经完成开发阶段和生产的前期准备，2016 年中期可以投入生产。此外，基于现有打印复印耗材产业链，公司成立鼎龙爱视觉公司，参股世纪开元 20% 股权，跨入信息服务行业、开展云打印 O2O 业务。

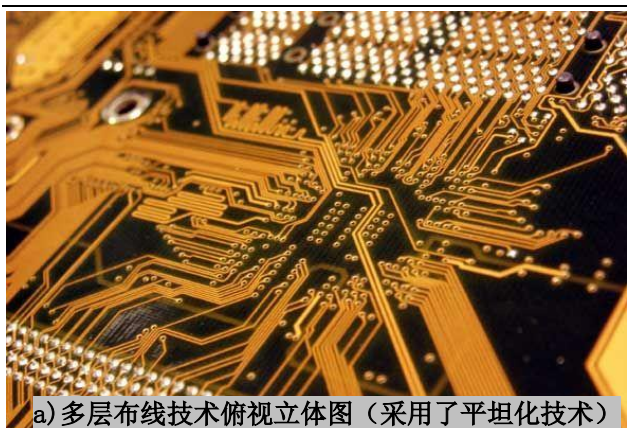
## CMP 材料：进口替代空间巨大

### （一）CMP：半导体、集成电路设计制造核心工艺

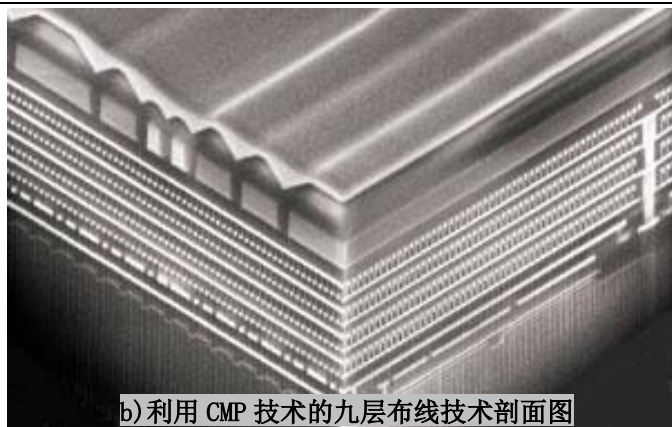
**CMP 简介：**化学机械抛光（chemical mechanical polishing），简称 CMP，亦称为化学机械研磨，1990 年被 IBM 公司成功应用于 64MB 的 DRAM 生产中，从此得到快速发展，目前被大量应用于半导体生产中。简单来说，CMP 是一个移除制程，结合化学腐蚀作用和机械去除作用来去除沉积的薄膜，研磨过程中，高出的图形区域和抛光垫接触压力相对较大，有较快的研磨速度，而低处的图形区域研磨速度较慢，从而最终可以获得均匀的平坦化晶圆表面。

**CMP 工艺在半导体生产中不可或缺。**对 CMP 工艺的依赖源于器件加工尺寸的不断细微化，多层布线和一些新型介质材料的引入，特别是在进入 250nm 以后的铝布线和进入 130nm 以后的铜布线之后，由于 130nm 的多层金属互联为 7-8 层，90nm 的多层金属互连为 8-9 层，金属互联的金属层间介质的增加，必然导致镜片表面严重的不平整，以致无法满足图形曝光的要求，CMP 成为解决这一矛盾、提升芯片良率的必要技术。

图表 8. CMP 为多层布线不可或缺关键技术



a) 多层布线技术俯视立体图（采用了平坦化技术）

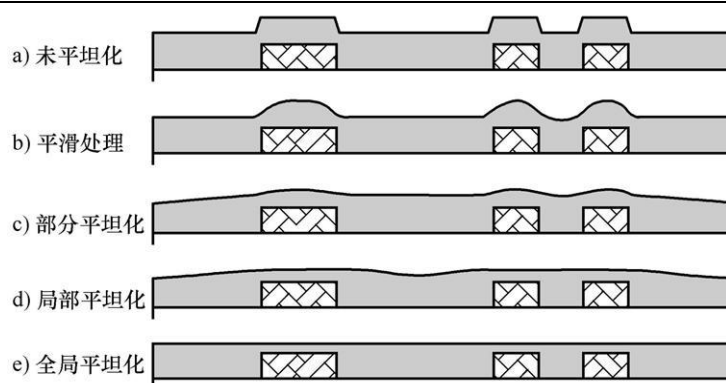


b) 利用 CMP 技术的九层布线技术剖面图

资料来源：机电之家、中银证券

传统平面化技术很多，如热流法、旋转式玻璃法、回蚀法、选择沉淀、低压 CVD、等离子增强 CVD 和腐蚀等，这些技术在半导体制程中都曾得到过应用，但它们都属于局部平坦化技术，不能做到全局平坦化。随着芯片特征尺寸的缩小，图案密集度增高，CMP 优势越来越明显。对于当前最小特征尺寸在 0.35 纳米以下的器件，CMP 是唯一能够提供在整个晶圆表面上全局平坦化的技术。

图表 9. CMP：唯一全局平坦化抛光工艺



资料来源：公司调研、中银证券

**CMP 优势：**单纯的化学研磨和机械研磨都有各自的优势和不足，而化学机械研磨 CMP 作为化学研磨和机械研磨的结合和叠加，充分使两种分别的研磨手段扬长避短，融合了两者的优点同时避免不足。

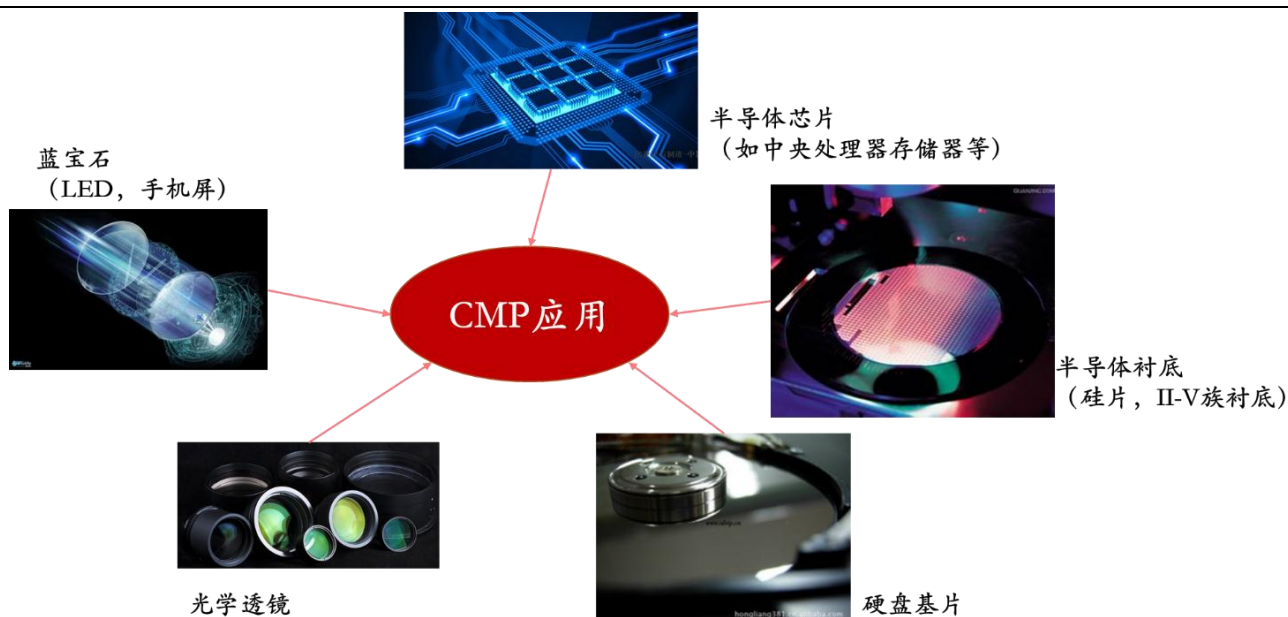
图表 10. 抛光工艺对比

抛光垫类型	特点
化学抛光	表面精度较高，损伤低，完整性好，不容易出现表面/亚表面损伤研磨速率较慢，材料去除效率较低，不能修正表面型面精度，研磨一致性比较差
机械抛光	研磨一致性好，表面平整度高，研磨效率高容易出现表面层/亚表面层损伤，表面粗糙度值比较低
CMP	吸收了化学抛光和机械抛光的优点，可以在保证材料去除效率的同时，获得较完美的表面，得到的平整度比单纯使用这两种研磨要高出 1-2 个数量级，并且可以实现纳米级到原子级的表面粗糙度。

资料来源：中国知网、中银证券

**CMP 应用：**CMP 除应用于集成电路芯片以外，也常应用于半导体的分立器件、电子元器件的加工上；此外也拓展到薄膜存储磁盘、陶瓷、蓝宝石等表面加工领域。

图表 11. CMP 应用领域广泛

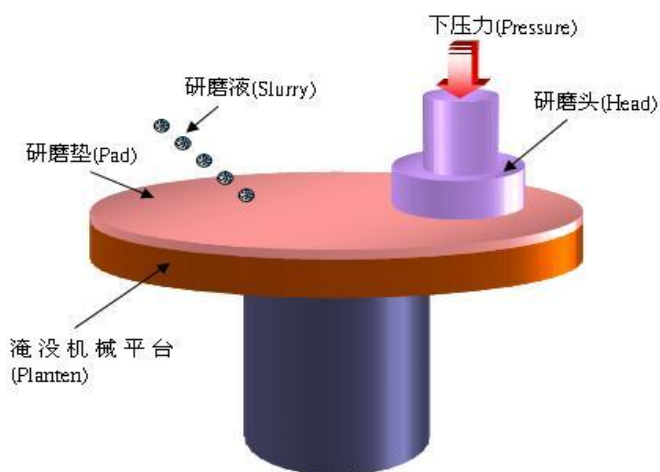


资料来源：互联网、中银证券

## （二）抛光材料：CMP 工艺必需品

抛光材料是 CMP 工艺过程中必不可少的耗材。抛光材料包括抛光垫和抛光液。CMP 制程中，旋转的工件以一定的压力压在随工作台一起旋转的抛光垫上，由磨粒和化学氧化剂等配成的抛光液在晶片与抛光垫之间流动，在工件表面产生化学反应，生成易于去除的氧化表面；再通过机械作用将氧化表面去除；最后，去除的产物被流动的抛光液带走，露出新的表面，若干次循环去除后最终达到全局平坦化。由于 CMP 工艺是摩擦力学、流体力学和化学的结合，因此装置会受到来自芯片本身和研磨机台等诸多因素的影响。

图表 12. CMP 工艺装置概图



资料来源：公司资料、中银证券

图表 13. 抛光垫及抛光液



资料来源：公司资料、中银证券

**抛光垫在 CMP 工艺中至关重要。**抛光垫的主要作用是：①能贮存抛光液，并把它运送到工件的整个加工区域，使抛光均匀；②从工件抛光表面除去抛光过程产生的残留物（如抛光碎屑、抛光碎片等）；③传递材料去除所需的机械载荷；④维持抛光过程所需的机械和化学环境。除抛光垫的力学性能以外，其表面组织特征，如微孔形状、孔隙率、沟槽形状等，可通过影响抛光液流动和分布，来决定抛光效率和平坦性指标。

抛光垫种类可按材质结构可分为聚合物抛光垫、无纺布抛光垫、复合型抛光垫这三种类型。由 CMP 抛光实践可知，软质抛光垫可实现很小的加工变质层和表面粗糙度，但难以实现高效的平坦化加工；过硬的抛光垫可以实现很高的抛光效率，但非均匀性差且容易损伤材料表面，所以前两种抛光垫在应用中都面临一些问题。为了兼顾平坦度和非均匀性要求，诞生了“上硬下软”的上下两层复合结构，也就是**复合型抛光垫**。

图表 14. 现有抛光垫主要种类

抛光垫类型	性能特点
聚合物抛光垫	主要指聚氨酯抛光垫，聚氨酯具有较高的抗拉强度、延展率和抗撕裂性，摩擦学性能较好，在 CMP 中稳定性好，在化学抛光垫反应中电阻高，是最常用的 CMP 材料之一。聚氨酯抛光垫表面微孔可以软化并使抛光垫表面粗糙化，将磨料颗粒保持于抛光液中，提高 CMP 效率。但聚氨酯抛光垫硬度过高，抛光过程中变形小，加工过程中容易划伤芯片表面。
无纺布抛光垫	无纺布又称不织布，由定向的或随机的纤维构成。无纺布抛光垫的原材料聚合物棉絮类纤维渗水性能好，容纳抛光液的能力强。但是其硬度较低、对材料去除率低，因此会降低抛光片平坦化效率。
复合型抛光垫	含有双重微孔结构，大幅降低抛光垫的回弹率，减少了抛光垫的凹陷和提高了均匀性，解决了因抛光垫使用过程中易黏化的问题。基体中加入了能溶于抛光液的高分子或无机填充物，如聚乙烯醇、聚乙烯吡咯烷酮等，这些填充物在抛光过程中溶于抛光液，形成二级微孔。这种多级微孔结构，使得抛光垫的使用寿命得以延长，同时降低了缺陷率并减少了抛光液的使用量。

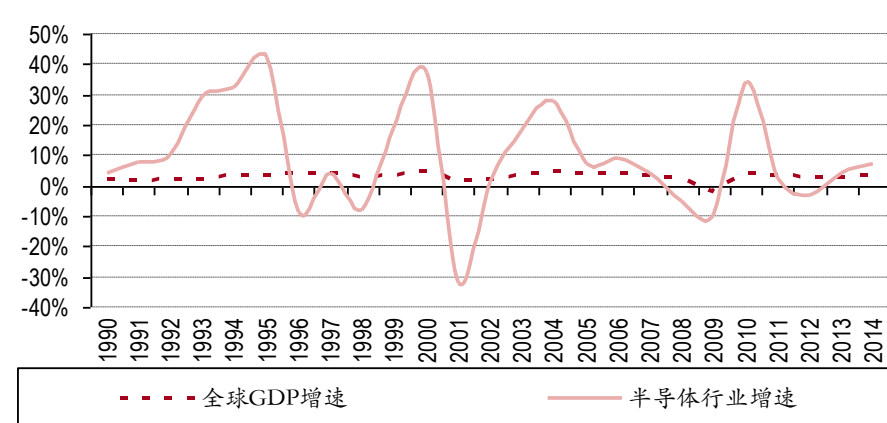
资料来源：中国知网、中银证券

**CMP 抛光液：**在 CMP 过程中，由亚纳米或纳米磨粒和化学溶液组成的抛光液以一定的速率流到抛光垫上，在抛光垫的传输和离心力的作用下均匀的分布到抛光垫上，在晶片和抛光垫之间形成一层液体薄膜，起到质量传输和传递压力的作用。液体中的化学成分和晶片表面发生化学反应，将不溶物质转化为易溶物质，这些易溶物质在研磨作用下从晶片表面被去除，融入流动的液体中带走。

### （三）半导体行业发展机遇空前，带动抛光垫需求上升

在全球产业形态中，半导体行业一直扮演着经济主力引擎的角色，半导体与集成电路是当今信息技术产业高速发展的基础和源动力。近二十年以来的连续数据显示，半导体行业年均增长率中轴要远高于全球 GDP 增长率。据 WSTS 估计，未来几年半导体需求主要受到 PC 出货放缓、美元升值、日本经济萎缩、欧洲危机和中国股票市场影响，虽然难以复制 2014 年销售额 9.9% 的增长，2015 年全球半导体销售额将增长 0.2% 至 3,360 亿美元，未来几年内全球半导体市场将呈现回暖趋势，2016 年和 2017 年将分别增长 1.4% 和 3.1%。其中，2015 年亚太地区半导体销售额增长 3.9%，销售额占到全球半导体消费的 50% 以上。

图表 15. 全球 GDP 增长和半导体市场增长比较



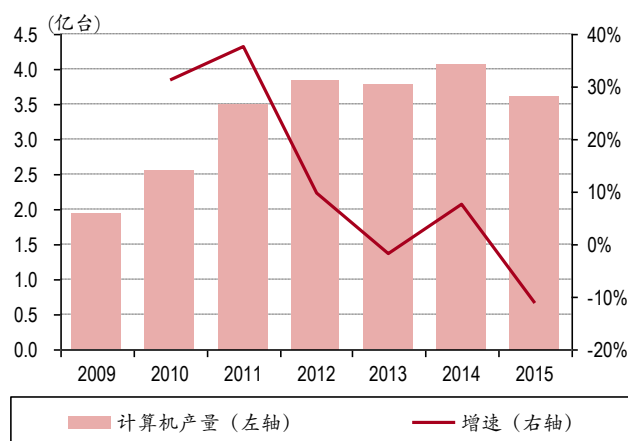
资料来源：IC Insights、中银证券

**图表 16. 亚太地区半导体销售增长带动总体市场**

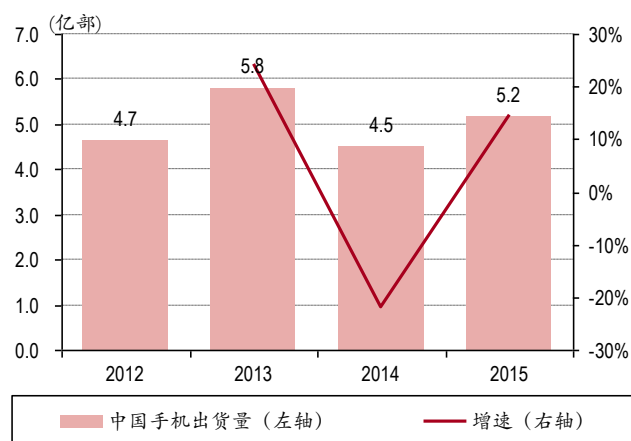
	销售额(美元, 百万)				年增长率(%)			
	2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
美洲	69,324	68,930	70,516	73,072	12.7	(0.6)	2.3	3.6
欧洲	37,459	34,388	34,355	35,331	7.4	(8.2)	(0.1)	2.8
日本	34,830	31,251	31,564	32,203	0.1	(10.3)	1.0	2.0
亚太	194,230	201,823	204,576	210,990	11.4	3.9	1.4	3.1
<b>世界合计</b>	<b>335,843</b>	<b>336,392</b>	<b>341,011</b>	<b>351,596</b>	<b>9.9</b>	<b>0.2</b>	<b>1.4</b>	<b>3.1</b>
半导体元件	20,170	18,794	18,902	19,584	10.8	(6.8)	0.6	3.6
光电元件	29,868	33,493	35,269	36,895	8.3	12.1	5.3	4.6
传感器	8,502	8,789	9,024	9,366	5.8	3.4	2.7	3.8
集成电路	277,302	275,315	277,816	285,751	10.1	(0.7)	0.9	2.9
Analog	44,365	45,483	47,027	48,953	10.6	2.5	3.4	4.1
微软	62,072	61,170	63,047	64,474	5.8	(1.5)	3.1	2.3
逻辑	91,633	90,212	91,753	93,785	6.6	(1.6)	1.7	2.2
Memory	79,232	78,450	75,989	78,539	18.2	(1.0)	(3.1)	3.4
<b>产品合计</b>	<b>335,842</b>	<b>336,391</b>	<b>341,011</b>	<b>351,596</b>	<b>9.9</b>	<b>0.2</b>	<b>1.4</b>	<b>3.1</b>

资料来源: WSTS、中银证券

具体到国内半导体产业环境，下游应用的飞速发展和普及带动国内半导体需求持续攀升。大到工业、通讯行业，小到汽车、家电、PC、手机以及眼下火爆的可穿戴设备、无人机等智能硬件，半导体在其中都扮演至关重要的作用。据国家统计局统计，2014 年中国累计生产计算机整机 4.06 亿台，而据中国电子信息产业年鉴统计，同期销售产值为 1.37 万亿元；中国信息通信研究院的统计数据显示，2015 年中国手机出货量高达 5.18 亿部，同比增长 14.6%，占全球比重达到 27%。再如智能硬件，艾媒咨询调查显示，2015 年中国智能可穿戴设备出货量将达到 3,500 万台，同比增长 169.2%，市场规模将达到 105.6 亿元。电子终端产品可观需求带动着对半导体巨大的消费。

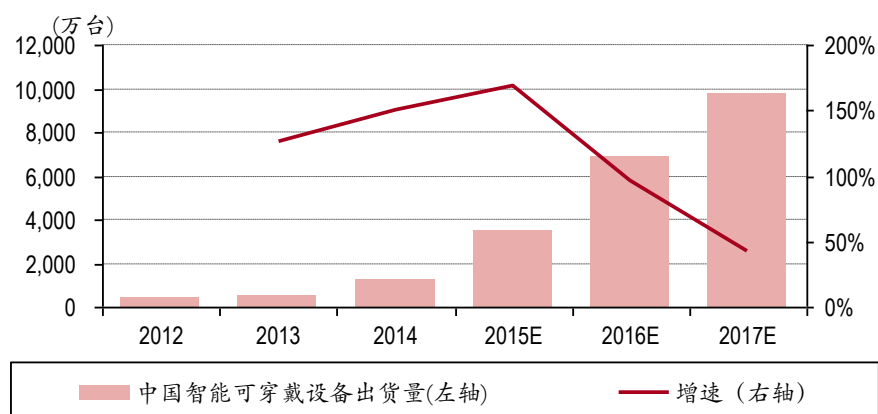
**图表 17. 中国计算机整机产量**


资料来源: 国家统计局、中银证券

**图表 18. 中国手机出货量**


资料来源: 工信部、中银证券

图表 19. 中国智能可穿戴设备出货量

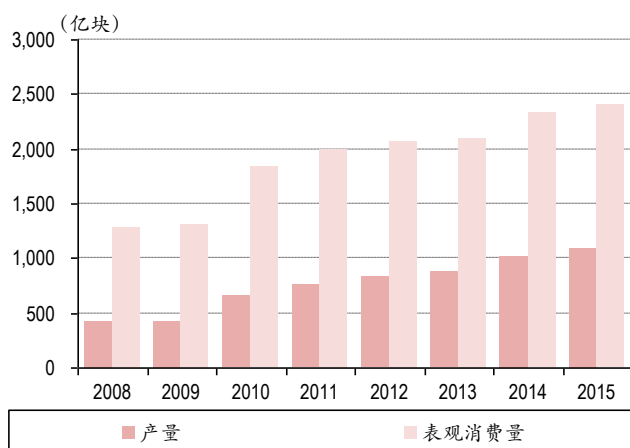


资料来源：中国产业信息网、中银证券

### 半导体严重依赖进口，国内产能不足

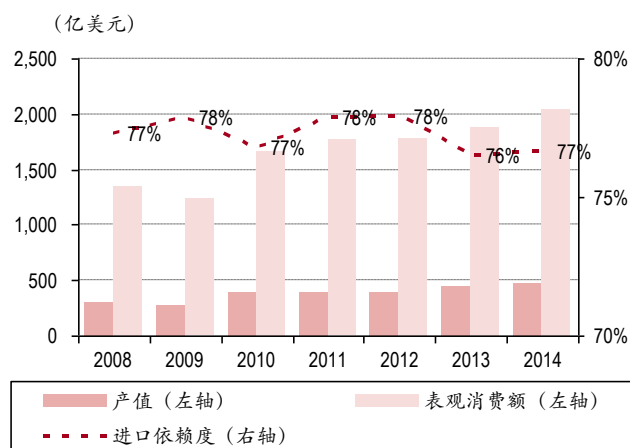
与旺盛的需求不符，中国集成电路产能缺口较大，进口依赖严重。国内集成电路的消费量虽然可观，但来自国内的部分相当有限，并且由于国产集成电路多数为技术含量低、价格低廉的低端产品，进口的则是价格较高的高端产品，以致国内外集成电路供应商的收入差距更为悬殊。2014 年中国集成电路表观消费额达 1.25 万亿元（或 2,044 亿美元），而国内集成电路制造产值仅为 2,672 亿元（或 476 亿美元），进口额高达 2176 亿美元，进口依赖度高达 76.7%。近几年国内每年芯片进口金额都接近甚至超过原油进口，2015 年进口集成电路总金额近 2,300 亿美元，是原油进口额的 1.7 倍。内资芯片工厂起步较晚，国内半导体产能及发展现状明显落后于国家信息产业的整体发展水平，难以保障国家信息领域的安全。

图表 20. 中国集成电路产量缺口大



资料来源：万得、中银证券

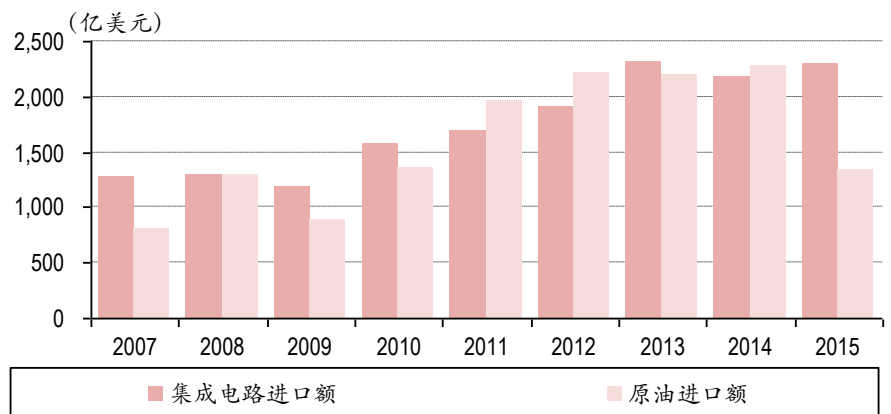
图表 21. 集成电路进口依赖度持续偏高



资料来源：万得、中银证券

注：产值近似以年底汇率折算

图表 22. 中国集成电路进口额超过原油



资料来源: 万得、中银证券

以流行标准的 12 英寸晶圆为例, 中国大陆 (包括外资) 的产能只占全球的 8%, 占比较小。目前国内 12 英寸晶圆生产企业主要分为几类, 外资和台资包括 Intel、海力士、三星等; 中外合资、有政府背景的包括中芯国际在上海、北京、天津、武汉的四处芯片工厂; 本土内资晶圆厂有武汉新芯等。芯片的高性能、集成化趋势促使晶圆厂需要不断提升工艺水平和更高的技术研发等投入, 传统大厂如三星、Intel 利用每年新增百亿的研发费用加速推进先进工艺的导入, 资本壁垒和技术壁垒使芯片制造行业垄断严重。

图表 23. 国内主要的晶圆厂分布



资料来源: 中国半导体协会、中银证券

## 半导体发展机遇空前，CMP 材料迎发展良机

从“千亿扶持计划”到《中国制造 2025》，政策支持半导体发展。为推进国内集成电路产业发展，自 2014 年以来，国家出台了《国家集成电路产业发展推进纲要》，并成立了千亿元规模的国家集成电路产业投资基金，投资建立国内半导体生产生态系统，建立晶圆厂，目标是在 2020 年达到每月 100 万片晶圆的产能。2015 年，针对集成电路设计、制造企业持续创新能力薄弱，核心技术缺时、大量依赖进口的现状，国务院印发的《中国制造 2025》中又将集成电路放在发展新一代信息技术产业的首位。可以预期，国家政策强力推动，国内半导体产业有望迎来辉煌发展期。

**半导体大厂闻风而动，纷纷扩产。**台资晶圆制造龙头台积电 2015 年 12 月宣布启动在大陆设立 12 寸晶圆厂计划，美商应材、科磊、华立、崇越、辛耘等，也都密集评估跟进台积电奔赴大陆，全球半导体产业加速向大陆挪移。大陆半导体制造企业也在积极增设新厂，拓展业务。同方国芯在 2015 年 11 月披露预案拟通过定增募集 800 亿元新建存储类芯片工厂，建成并完全达产后预计可新增 12 万片/月的储存芯片生产能力。

**半导体行业的繁荣为 CMP 材料市场带来旺盛活力。**据 GNC 提供数据，CMP 耗材与设备市场在 2012 年、2013 年价值为 2,737 亿日元、2,968 亿日元，预计 2014 年攀升至 3,280 亿日元，或 33 亿美元，其中 **CMP 材料市场超过 1,750 亿日元，或 17 亿美元，保持着优于市场的较快增速。**而半导体产业向中国转移，上游 CMP 材料的需求也将向中国转移，国内 CMP 材料产业前景良好。

由于抛光垫属于耗材，持续经营过程中时时消耗，需要周期性的补给，不同于 CMP 设备采购的一次性支出，因此 CMP 材料份额占比要高于设备，且 CMP 设备的投入增多会较快放大 CMP 抛光材料的需求，后期增速较为乐观。加之，集成电路技术的高速发展带来了逻辑集成电路的芯片层数增加、存储集成电路用芯片的需求量扩大，以及晶体管的三维立体化等，这些均使得 CMP 工程的加工程序显著增加。综合作用下，**市场对 CMP 耗材的需求量会显著增长，CMP 耗材的市场前景将十分光明。**

## CMP 材料可用于其他精密加工领域，需求广泛

**半导体工艺材料在一些精密加工领域也能得到广泛运用**，例如 CMP 除可对晶片加工以外，也在薄膜存储磁盘、蓝宝石、光学玻璃、陶瓷、微电子机械系统(MFMS)、机械磨具、精密阀门、金属材料等表面加工领域有着广泛应用。这些部件均对部件表面的平整度均提出了前所未有的高要求，如要求工件的表面粗糙度达到亚纳米量级，只有 CMP 能良好满足如此工艺要求。

其中人工晶体生长的蓝宝石作为一种新型材料，已成为 CMP 新型应用的典范。蓝宝石从精密仪表的窗口、固体激光，迈入到广泛使用的 LED 芯片衬底、超薄高耐磨损的窗口及镜头片。

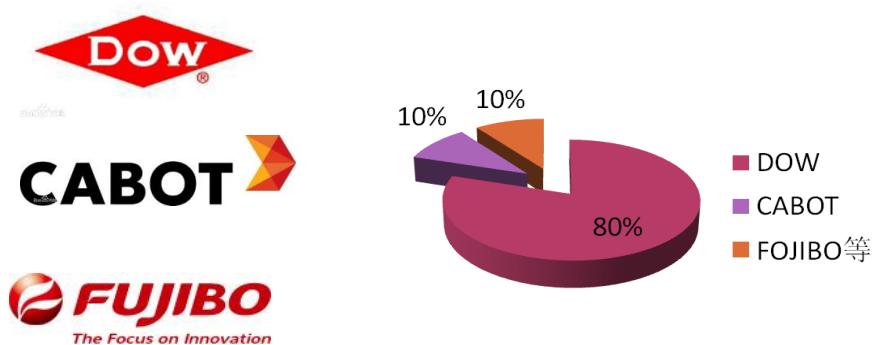
蓝宝石的窗口片归类于消费电子，在消费电子功能日益普及化、同质化的环境下，使用特殊材料，以特殊工艺表达品牌特征的时代已经到来，蓝宝石因其光学性能佳、硬度高的物理特征，有望在各类光学屏幕窗口、镜面保护片市场得以广泛应用。蓝宝石的 LED 芯片衬底归类于 LED 照明市场。我国的 LED 市场近年发展迅速，LED 光源作为节能产品得到迅速推广，此类产业及配套的成熟将形成 CMP 抛光耗材的稳定需求。

#### （四）供给端：外资长期垄断，亟待本土生力军

**CMP 材料的生产技术较为复杂**，包括设计力学、界面化学、摩擦学、高分子材料学、固体物理和机械工程学等诸多学科。主要技术关键点有三：（1）**化学过程**：抛光液中的化学成分与材料的表面进行化学反应，把材料的损伤表面和表面附着的物质通过反应转变成更容易抛光的软化层；（2）**物理过程**：抛光垫对材料表面的研磨，将软化层抛离抛光表面，并使未反应的材料表面重新暴露出来，确保材料表面化学作用继续进行；（3）**化学、物理过程的平衡**：最为关键的一环，如果化学腐蚀与机械切削作用不能很好匹配，将会造成材料表面局部平整度比较差或形成表面损伤层。上述技术关键评价指标繁多，评价方法极其复杂，为抛光垫研究生产带来了较高的技术壁垒。

**目前全球的 CMP 抛光垫生产几乎被欧美和日本企业所垄断**，主要企业有美国陶氏化学、卡博特、日本的福吉米、台湾 IVT。国内有少数外商投资企业少量生产中低端产品，但缺乏自主知识产权和品牌，尚无一家企业或科研单位真正掌握 CMP 抛光垫的核心技术和工业化生产能力，庞大的国内市场完全被外资产品所垄断。

图表 24. 外资垄断 CMP 抛光垫市场



资料来源：公司调研、中银证券

**陶氏技术实力雄厚，强化亚太市场渗透。**以行业龙头陶氏为例。陶氏是一家全球领先的多元化的化学公司，子公司罗门哈斯在 CMP 领域有 30 多年历史，一直参与 CMP 领域的发明和制造、量产至工艺成熟，提供 CMP 工艺、耗材套机等全面的相关产品和服务。陶氏电子材料半导体技术部（原 CMP 技术部）侧重 CMP 本身机理研究，改进抛光机制和抛光垫参数，并根据客户的实际需求从应用层面对现有产品进行改良，目前有多种型号 CMP 抛光垫供应亚太、欧洲和北美市场。2005 年陶氏开始布局亚太地区，在台湾新竹成立 CMP 技术事业部，2008 年全线投产，全新的亚太制造和技术中线生产线正式运营，显示对亚洲市场的重视，分享产业转移的高利润。目前，**陶氏垄断中国 90% CMP 抛光垫市场供给，为公司主要的替代对象。**

**图表 25. 陶氏化学提供的主要 CMP 抛光垫系列**

型号	特点
IC1000™ AT Defect Reduction Pad	运用先进的螺纹槽设计，改善均匀性并减少 50% 缺陷，并实现优化抛光液的跨平台输送。
IC1000™ AT Long Life Pad	沿用 IC1000™ 的螺纹技术来提升平坦度和非均一性，同时在相同研磨液消耗水平下保证了研磨垫硬度的稳定性。
IC1010™ Longer Life Pad	IC1000™ 的优化版本，一种硬质的微多孔聚氨酯抛光垫
VISIONPAD™ 3500	硬质抛光垫，用于金属抛光和 CMP
VISIONPAD™ 5000	与氧化铈基抛光液一起使用，性能稳定，比 IC1010™ 抛光垫寿命长
VISIONPAD™ 5200	较高的移除率使其适用于钨（宽），中联部和铜（铜）制程。具有独特的高聚物化学结构，研磨垫孔洞率（孔隙度）更高，可以将制程的移除率提高 10% 至 30%，减少研磨时间和减低研磨液的用量，还可将铜的制程缺陷率降低 10% 至 20%。
VISIONPAD™ 6000	专为减低层间电解质 (ILD) 之间的铜制程的缺陷率以及减低碟形缺陷而研发。具有低缺陷，硬度的高聚物化学结构和最佳化的孔洞尺寸，使其研磨成品的缺陷率更低，碟形缺陷更少，其移除率超过了 IC1000。将刮痕缺陷（便条）降低了 50% 至 60%，同时将碟形缺陷降低了 35%，晶圆的非均匀性与 IC1000 相当。
VISIONPAD™ VP3100 Barrier CMP Pad	在化学机械抛光铜晶片的量产阶段优势显著，良好融合了软质、硬质抛光垫的优势。
POLITEX™ Prima Polishing Pad	新一代低缺陷抛光垫，用于高硅含量的 CMP 过程效果理想

资料来源：陶氏官网、中银证券

### （五）公司优势：硬实力之技术优势+软实力之累积资源

目前公司 CMP 抛光垫的研究以及前期设备已做出铺垫安排，技术研发进展顺利，产品在硬度、韧性、断裂伸长率等技术参数上已完全达到国外同类产品水平，规模化厂房建设已经于近期全面铺开，预计 2016 年年中建成并释放产能。

**项目将为公司创造可观的价值。**CMP 抛光垫产品的销售将拓展鼎龙在信息化学品行业的版图，与原有打印复印耗材产业链协同建立起相关性多极化布局，开启公司业绩多级驱动模式。此外，对 CMP 材料物化性能的研发工作，将再次把有机化学、电化学、物理化学领域进行并联打通，有利于鼎龙对已有技术经验归纳转化，有利于未来形成的相关技术成果迅速反哺到信息化学品领域，不断巩固和争抢化学品行业的技术地位。

**公司具有技术和资源两方面优势。**

- **技术优势：**多年致力于化学新材料研发与生产，拥有省级工程技术研发中心、国家级博士后科研工作站，主要研发人员与技术成果涉及纳米材料、磁性材料、粉体技术、高分子材料、电化学、物理化学等专业领域。鼎龙基于共性技术向微电子材料领域自然延伸，2013 年开始进行 CMP 材料的研究开发，2014 年组建专项实验室和具有海外专家背景的专业研发团队，推荐抛光垫产品积极研发，并对抛光液进行了调研和项目准备。
- **资源方面：**作为精细化学品的生产商，在全球信息化学品领域已建立起技术标杆，亦受到半导体企业的认可；作为本土企业，鼎龙也能较好理解本土半导体企业对工艺材料的需求，可生产出高度符合本土设备特性的高标准耗材。

## 云打印 O2O：立足打印耗材，跨入信息服务

随着“互联网+”的概念在各领域生根发芽，O2O（Online-to-Office）的商业模式迅速融入各个行业。云打印 O2O，是以互联网为基础，结合打印技术与数字信息技术，包括可发送印刷任务的应用程序、传递印刷任务的云印刷服务网络、印刷生产设备以及物流服务，构建漫游共享打印平台。云打印着眼降本增效，便捷生活，主打个性化、差异化的小批量印张，印刷品可以用于建筑业、商业以及服务个人的个性化图文定制服务。通过在线沟通，网络接单，送货上门，线上线下的整体运行，劳动成本降低的同时提高销售效率，相较于传统大印量、批量化的传统印刷业降低了总成本。

### （一）行业现状：国内处于初创期，发展前景好

云打印在个性化定制存在潜在巨大空间，前景值得期待。大陆市场尚在起步阶段，而台湾市场已度过发展初期，如果以台湾 2,330 万人口对应百亿台币云印刷市场规模为参考，乐观预测，国内云印刷潜在市场空间达千亿。另一个角度看，有一定相似度的网络印刷业务每年仅淘宝网印刷业务量就高达 28 亿元，加上大宗电子商务印刷实现总产值超过 400 亿，且因为计算机技术的发展和电商的普及，网络印刷还以超过 200% 速度递增。

目前的云打印业务尚存在较多问题。云打印业务因为市场壁垒和进入门槛比较低的特点，小范围规模的单店模式极易复制，市场进入主体达到百万级，竞争极其激烈；然而分开看每一个单店规模很小，市场占有率很低，缺乏规模效应也无法形成知名品牌。此外，目前图文快印店未脱“小作坊”模式，印务缺乏设计，同质化严重，产品差异不足，只能采用低价竞争，订单价格下降，利润空间被压缩。规模不足还带来设备闲置未发挥有效产能的问题，房租和人工费用上升，生产成本较高。

总体而言，当前国内现存商业模式并未脱胎传统打印店，互联网要素不足。目前，市场参与者包括快印中心工厂、图文快印店、互联网快印公司以及互联网+中心工厂几种。而无论哪种模式，都多少存在成本和效率问题，客户资源的线上获取不利，线下资源整合不足，没能充分发挥 O2O 模式的盈利能力。

图表 26. 现存云打印模式存在的问题

现存模式	公司举例	存在问题
快印中心工厂		不直接接触客户，几乎只提供产品而无服务，低附加值，仅靠低成本竞争
快印门面店	 	传统前店后厂式图文店，随着房租和人工成本的上升，营收徘徊，增长不尽如人意
纯互联网快印	   	不支持线下接单，而线上流量极少，获得客户成本高
互联网+中心工厂		线上流量少，获取客户成本高

资料来源：各公司网站、中银证券

外资企业已在中国开展云打印模式探索。具体分析，一些国际大型打印机提供商也在中国市场提供基于自己品牌打印机的云服务。惠普旗下负责网上照片冲印的公司喀嚓鱼之前在全球云打印业内处在先锋地位，然而 2015 年下半年惠普陆续关闭喀嚓鱼在印度、比利时、荷兰以及西班牙其给予网络的照片存储、分享和印刷业务，并于 11 月宣布退出中国市场。原因与其服务中屡屡出现的材料质量差、错印、漏印等问题有关。同类企业佳能也在中国开展云打印业务，通过与百度合作，借助百度的数据处理能力和云计算中心平台，成功开展了适应中国市场的云打印业务。不过惠普和佳能的模式仍然是围绕资产打印机的增值业务，并非完全意义上的云打印 O2O。

个别内资企业成功切入国内市场并初具规模。长荣股份通过与台湾健豪印刷成立合资子公司进军大陆云打印市场。台湾建豪是台湾最大的云印刷企业。2013 年公司收入达 29 亿新台币，净利润率超 20%，占台湾印刷市场份额约 25%。2013 年长荣和建豪共同出资在天津成立“云印刷”模式运营总部——**长荣建豪云印刷科技有限公司**，其中长荣股份和台湾建豪分别持股 51% 和 49%。合资子公司以建豪成熟的经营模式和自主研发的系统软件为基础，利用双方的资金实力和行业影响力开拓国内市场。前期以 B2B 模式为主，并同步推行 B2C 业务，为实现快速增长打下基础。长荣建豪自 2015 年 4 月迁入新厂房开始全面正式运营以来，至今线上有效注册客户数量已达到 1.1 万个，日常交易的经销商及门店数量达 800 个，业务开发初见成效。经财务人员初步核算 2015 年全年销售收入约 5,900 万元人民币，在天津和华北市场已经初步形成了自己的影响力。

图表 27. 长荣建豪提供云打印服务



The screenshot displays the homepage of the Changrong Jianhao Cloud Printing website. At the top, there is a navigation bar with links for '商品总览' (Product Overview), '线上制作' (Online Production), '在线传档' (Online Upload), '版式下载' (Layout Download), '购物须知' (Shopping Notice), '线上校稿' (Online Proofing), '媒体报道' (Media Reports), and '作品分享' (Work Sharing). Below the navigation bar, a large banner advertises 'NEW. 线圈笔记本' (New Spiral Notebooks) with a '线上编辑器 - 我的地盘，简单四步骤，任你DIY' (Online Editor - My Domain, Simple 4 Steps, DIY as you like). The banner includes a 'HOT 热卖' (Hot Sale) tag and shows examples of notebooks. Below the banner, there is a section for '畅销排行 | Online' (Best Sellers | Online) listing various products like photo books, calendars, 3D phone cases, personalized T-shirts, postcards, and eco-friendly bags. To the right, there is a '常见问题 | FAQ' (Common Questions | FAQ) section with questions about registration, cloud printing, and payment. At the bottom, there is a '限时抢购 | Flash sale' (Limited Time Offer | Flash Sale) section for '手机壳' (Phone Cases) with a 'RMB. 25/个' (RMB. 25/each) price tag. The website also features a search bar at the top right and a '购物车' (Shopping Cart) icon.

资料来源：长荣建豪，中证证券

## (二) 他山之石：美国云打印市场提供启发

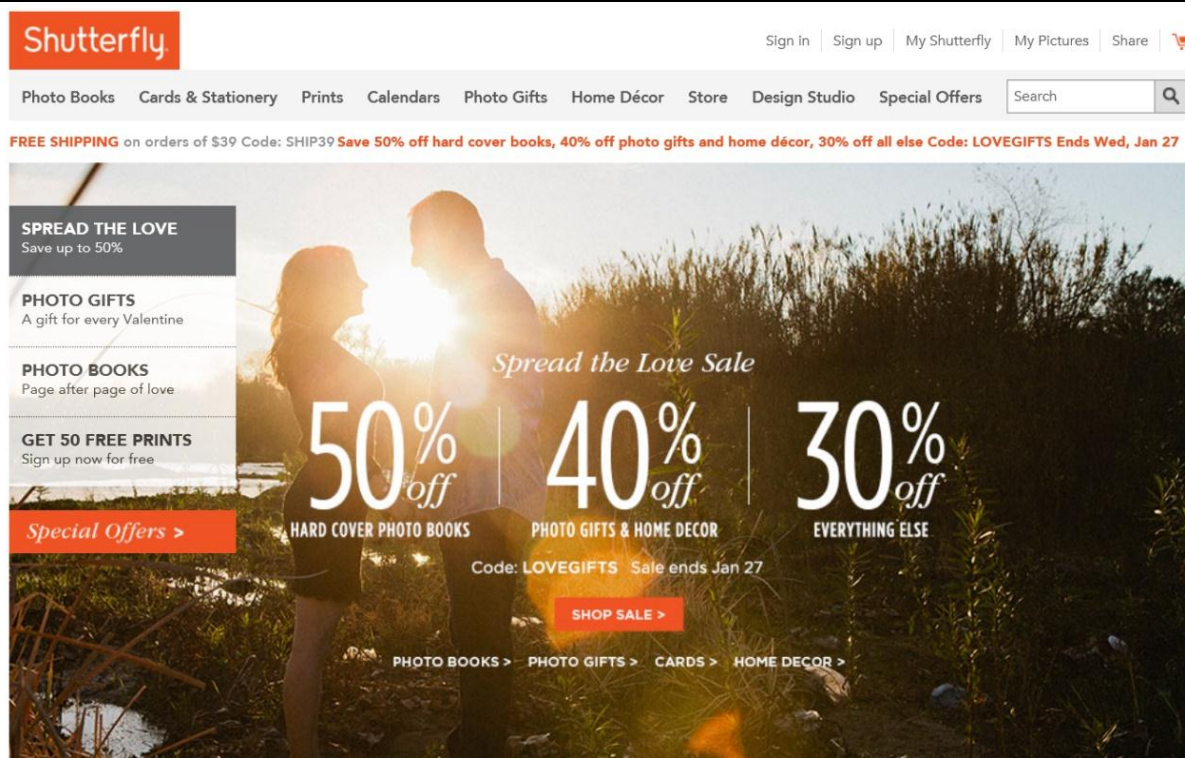
**美国云打印市场相对成熟。**在美国印刷行业市场中，云印刷在印刷行业增速持续放缓的背景下，凭借模式上的优势实现快速增长。2000-2009 年美国云印刷在商业印刷产值占比从 3% 上升至 15%，目前估计已超过 30%，行业占比提升是云印刷快速增长的主要原因。

**美国云印刷龙头快速发展。**过去 10 年，云印刷龙头 Vistaprint 和 Shutterfly 营业收入年均增速分别为 36%、34%，其他竞争对手望尘莫及。

- **Vistaprint:** 服务小微企业的跨国云印刷龙头，基于“免费名片”销售政策以及多渠道市场推广加上战略合作，实现了快速发展。2014 年营业收入达 12.7 亿美元，客户数达 1,670 万个。Vistaprint 在规模发展到一定阶段之后，战略调整为跨地区扩张和提高产品服务能力。
- **Shutterfly:** 围绕照片满足个人印刷需求，通过不断完善和更新免费高质量储存云服务，持续扩大用户规模。2014 年营业收入达 9.2 亿美元，客户数达 921 万人，订单数达 2,177 万个。Shutterfly 未来发展重点为实现品牌整合、开发新产品以及拓展移动端。

**以 Shutterfly 为例，介绍云打印服务模式。**Shutterfly 早期主要提供在线网络照片印刷服务，后来针对个人用户提供定制化产品服务，目前旗下包括 Shutterfly、Tiny Prints、Wedding Paper Divas、ThisLife、MyPublisher、BorrowLenses、Grovebook 等多个子商标，服务包括免费的在线图片存储，各种照片图片的设计打印，相册、文具、日历、请柬等的个性化定制。

图表 28. 美国云打印龙头 Shutterfly



资料来源：Shutterfly 官网、中银证券

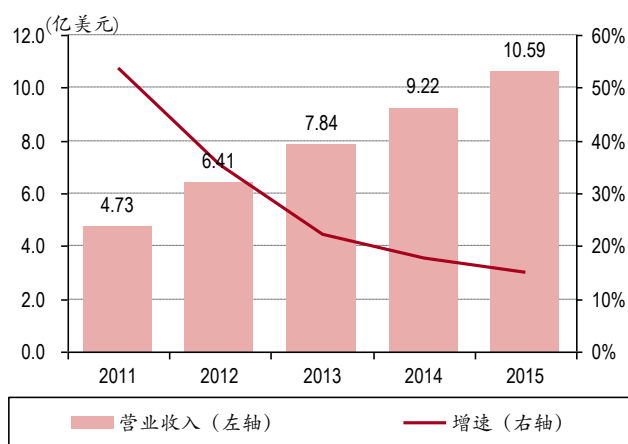
图表 29. Shutterfly 为个人和企业提供精致、个性化的多种类图文快印产品



资料来源: Shutterfly 官网、中银证券

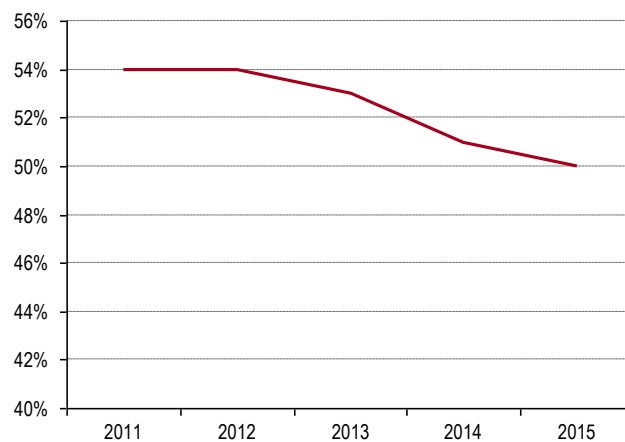
**Shutterfly 成长迅速。**2011-2015 年 Shutterfly 销售收入由 4.7 亿美元增加至 10.6 亿美元，年复合增速达 22.3%；同期销售毛利率均超过 50%，盈利能力较强。

图表 30. Shutterfly 收入持续增长



资料来源: Shutterfly、中银证券

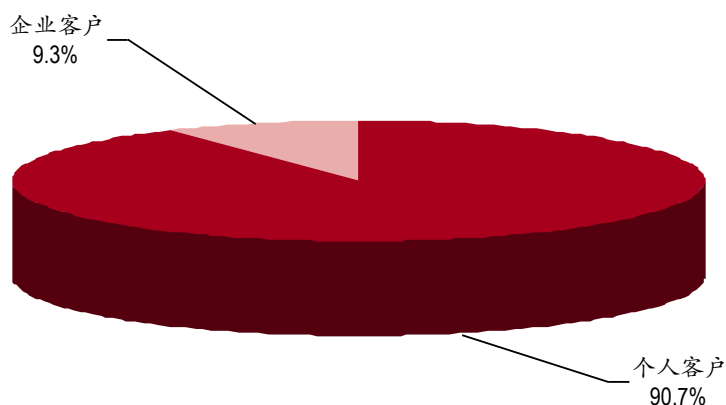
图表 31. Shutterfly 盈利能力强



资料来源: Shutterfly、中银证券

**Shutterfly 收入主要来自于个人客户服务**，业务占比达到 90%左右，表明其在云打印领域较高的公众认可度。企业业务占比较小，而可以在个人业务的淡季充分利用公司生产能力，避免生产设备闲置，创造更多收益。2015 年企业业务增长 94%，成为业绩增长的重要驱动力，未来 Shutterfly 将进一步扩大企业业务规模。

图表 32. Shutterfly 收入主要来自个人客户服务 (2015 年)



资料来源: Shutterfly、中银证券

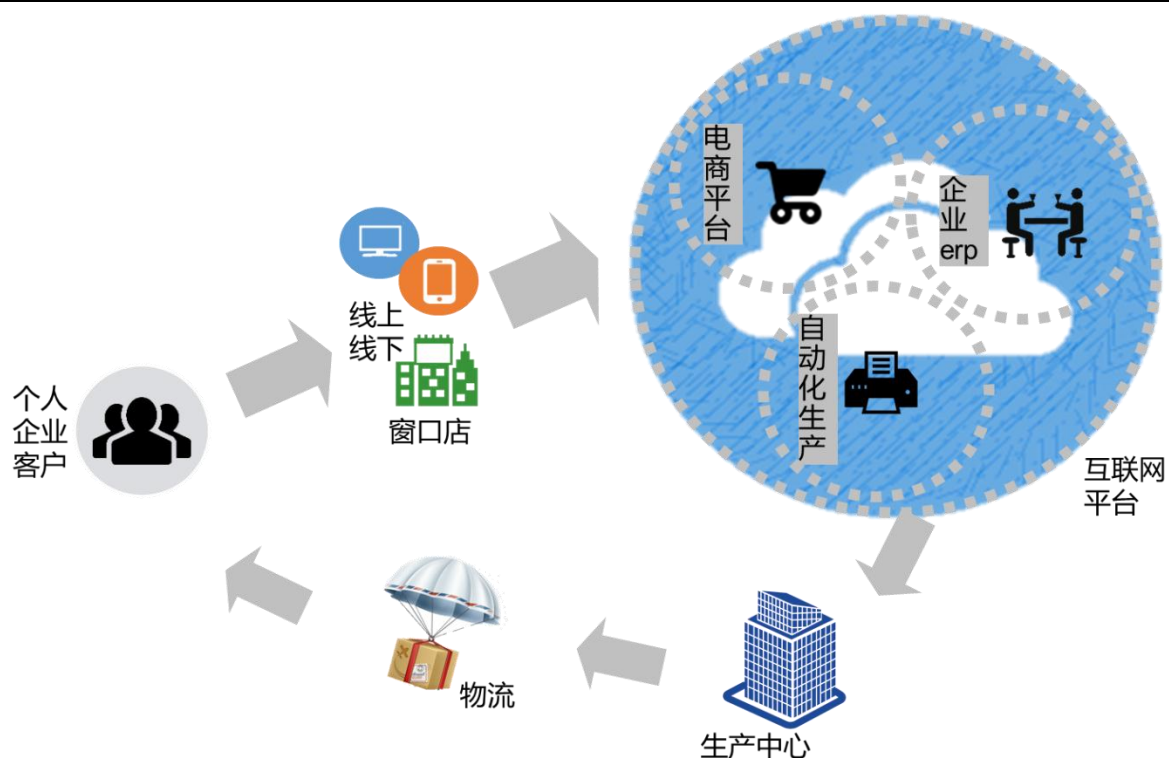
由于 Shutterfly 在全力建设新一代云平台——Shutterfly 3.0, 并进一步开拓市场和业务范围, 公司的销售费用较高, 导致公司总体近两年并未盈利, 而美国资本市场普遍看好 Shutterfly 未来的表现, 分析师多给出公司买入评级。

综之, 美国云打印市场成熟, 部分企业如 Shutterfly 依靠良好的经营模式, 获得了快速的发展, 目前收入规模达到近 70 亿元。国内云打印处于初创阶段, 市场规模高达 1,000 亿元, 企业可以参考海外公司成功的经验, 并进行创新, 完全有望占领云打印市场制高点, 开创新的业务增长点。

### (三) 公司布局: 借助资源优势, 发力云端打印

业务架构方面, 公司准备将市面上现有的分散的图文店, 在线下通过连锁的方式化零为整, 然后通过线上去导入客户资源, 同时改善消费者的用户体验, 提供更多个性化的定制服务。虽然前期的业务重点仍然在商业用途上, 但市场已经反映出, 个人消费者的图文需求增长很快, 完善定制服务能吸引更多个人消费者进入这个领域。

图表 33. 公司云打印商务模式：围绕云平台的全产业链整合



资料来源：公司资料，中银证券

**产品方面**，公司已经认识到传统二维纸媒的局限性，拟开发更多视觉型新产品，如电子媒介、微视频、个性礼品等，提高云打印核心竞争力。

具体实施方面，前期以整合行业存量资源为主，起步阶段会布局在国内商务活动相对多的、比较发达的城市，同时注意区域布局。在整合线下资源方面，公司出资参股了 20% 世纪开元股权，也将在开展业务的地区选择当地有规模、有知名度、有行业资源和整合价值的公司进行合作，已调研几十家快印品牌店，覆盖全国多个省市，同时调研几十家互联网公司和多家中心工厂。

### 登高而招：携手世纪开元，加速迈入云打印领域

**世纪开元找寻到一条成功的云打印之路。**2008 年，世纪开元正式开设网店转型为电商，成为国内首家网上冲印及个性定制网站。面对初期订单较少的发展瓶颈，世纪开元一方面优化网站服务器提高消费体验，一方面通过包邮、补贴快递费等方式充分让利。网上冲印**突破门头房租、刚性成本的限制，同时不受线下门店服务半径制约的优势**体现出来，薄利多销实现销量飙升。2010 年世纪开元完全放弃了线下的实体店业务，成为纯正意义上的云打印平台，并开展创意卡片业务；2011 年开始，公司业务从单纯照片冲洗变为定制相册、明信片、照片海报、变色杯等业务，产品个性化产生更大吸引力。

图表 34. 世纪开元是国内最大的影像处理、个性礼品定制服务网站



资料来源：世纪开元官网、中银证券

2013年10月世纪开元正式转变成**设计师定制平台**。强大的设计师资源使世纪开元摆脱了一般云打印企业价格战的低级竞争，以设计质量为核心竞争力，向客户提供包括图文快印在内的产品视觉个性定制服务，包括照片冲印、照片书等影像产品系列、数字快印产品系列、个性产品定制系列、小微企业礼品定制产品系列等。其中照片冲印、照片书及个性定制产品类目销量高居第一，遥遥领先于竞争对手。

目前，世纪开元是国内最大的影像处理、最大个性礼品定制服务网站、最大的设计师平台。按照公司收购公告，实际控制人郭志强承诺，世纪开元2015年销售收入不低于人民币1.2亿元，自2016年起连续三年每年收入增速不低于50%。

**合作有利于实现双赢。**公司携手世纪开元，除继续巩固电商平台上的客户之外，计划与硬件厂商合作，导流移动端等客户，并与图片设计公司合作，打造品牌，长期着眼于将世纪开元打造为个人和家庭的云管理中心。由此，公司切入云打印领域，贯通了整个打印复印产业链，一方面有利于降低世纪开元打印成本，另一方面二者共同致力于客户开发，利于实现更快的市场突破。

## 公司新看点：大手笔定增，横纵向再发力

**启动外延+定增。**公司2月公告,拟通过发行股份及支付现金购买旗捷投资100%股权、旗捷科技24%股权、超俊科技100%股权和佛来斯通100%股权,股份支付发行股份价格为19.18元,计划发行3,931.86万股;同时,向不超过5名特定投资者募集不超过9.91亿元配套资金,募集配套资金总额不超过拟购买资产交易价格的100%,其中2.37亿元配套资金用于支付收购四家公司现金对价,4.06亿元用于集成电路(IC)芯片及制程工艺材料研发中心项目、集成电路芯片(IC)抛光工艺材料的产业化二期项目、品牌营销网络及技术支持中心项目和彩色打印复印通用耗材研发中心项目,剩余3.48亿元在扣除发行费用及支付各中介费用后用于补充流动资金。

图表 35. 拟发行股份及支付现金收购的具体方案

标的资产	交易作价 (万元)	股份支付		现金支付
		支付金额(万元)	发行股份数(股)	支付金额(万元)
旗捷投资100%股权	34,000.00	25,640.00	13,368,089	8,360.00
旗捷科技24%股权	10,000.00	6,000.00	3,128,258	4,000.00
超俊科技100%股权	42,086.00	35,773.10	18,651,251	6,312.90
佛来斯通100%股权	13,000.00	8,000.00	4,171,007	5,000.00
<b>合计</b>	<b>99,086.00</b>	<b>75,413.10</b>	<b>39,318,605</b>	<b>23,672.90</b>
<b>募集配套资金</b>			<b>99,086.00</b>	

资料来源：公司公告、中银证券

### 外延完善产业链，提升竞争优势

公司拟收购的旗捷科技为旗捷投资控股76%的子公司,旗捷投资为控股实体,无实际生产经营业务。公司通过并购旗捷投资100%股权及旗捷科技24%股权,最终控股旗捷科技100%股权。旗捷科技主要产品为ASIC芯片和SoC芯片,主要应用于喷墨及激光打印机墨盒等打印耗材上;超俊科技主要产品为通用硒鼓,主要用于激光打印机;佛来斯通主要从事研发、生产及销售激光打印机、复印机化学碳粉,具备年生产400吨彩色化学碳粉的能力。

**打造一体化产业链。**收购完成后,公司将成为一家在激光打印快印通用耗材领域掌握产业链上游核心优势(彩色碳粉、芯片)的企业,供应链及市场覆盖更趋完整合理;同时,通过本次收购,为公司在集成电路新兴业务未来增长方面提供了延展动力,有利于促进公司在集成电路产业上的更好发展,提高上市公司整体竞争力和实力。

**收购价格合理。**公司收购旗捷科技实体实际耗资4.4亿元,2015年旗捷科技实现净利润2,509万元,收购市盈率17.6倍;公司收购超俊科技耗资4.21亿元,2015年超俊科技净利润为3,828万元,收购市盈率11.1倍。低于历史上鼎龙30-50倍市盈率,二者收购市盈率较低,具备非常强的估值吸引力。公司收购佛来斯通耗资1.3亿元,2015年佛来斯通净利润为194.5万元,收购市盈率65倍,估值略高,公司主要从消除竞争、看好后者未来发展考虑。

业绩增厚明显。按照业绩承诺，旗捷科技在 2016 年度、2017 年度及 2018 年度各会计年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低于 5,000 万元、6,000 万元和 7,000 万元。超俊科技在 2016 年至 2018 年各会计年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低于 4,500 万元、5,250 万元、6,200 万元和 7,000 万元。佛来斯通在 2016 年度、2017 年度和 2018 年度各会计年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低于 500 万元、600 万元和 720 万元。三者 2016 年合计业绩不低于 1 亿元，相当于公司 2015 年业绩的 63%，按收购完成后的股本（不含配套融资）计算，每股收益为 0.205 元。

图表 36. 公司拟收购的三家公司业务情况及业绩承诺

目标公司	主营产品	2015 年经营情况 (万元)		业绩承诺 (万元) (扣非后归属母公司净利润)		
		销售额	净利润	2016 年	2017 年	2018 年
旗捷科技	打印机耗材芯片，计算机软、硬件，集成电路，电子产品；货物及技术进出口	10,525	2,509	5,000	6,000	7,000
超俊科技	打印耗材：研发经营碳粉盒、塑胶、五金制品、电子及计算机外设、环保硒鼓。生产碳粉盒、塑胶、五金制品、电子及计算机外设、环保硒鼓	28,464	3,828	4,500	5,250	6,200
佛来斯通	激光打印机彩色墨粉，复印打印耗材，墨粉颜料助剂，锂离子电池电解液	2,785	195	500	600	720

资料来源：公司公告、中银证券

### 配套募集项目优化产业布局，实现多方突破

通过建设集成电路芯片（IC）抛光工艺材料的产业化项目，将公司目前的集成电路芯片（IC）抛光工艺材料研究成果，进行产业化落地；通过建设研发中心，加大在制程材料、集成电路上的投入，形成向高新尖材料纵深发展的格局，并在芯片与材料相互交叉的终端应用领域积极探索，培育出新的盈利增长点。募投项目的实施，公司耗材研发水平、芯片研发和制程工艺水平将进一步提升，进而促进旗捷科技、珠海名图、科力莱和超俊科技产品的技术含量；公司品牌营销网络及技术支持中心项目的投入，将促进公司碳粉业务、硒鼓业务和芯片业务，借助“互联网+”建立线上、线下营销网络，有利于公司在全球各个区域市场，不同销售品位形成销售覆盖。

图表 37. 募集资金具体投入项目列表

募集资金使用项目	总投资规模 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
支付本次交易的现金对价	23,672.90	23,672.90
集成电路（IC）芯片及制程工艺材料研发中心项目	20,000.00	20,000.00
集成电路芯片（IC）抛光工艺材料的产业化二期项目	11,562.00	7,600.00
品牌营销网络及技术支持中心项目	8,040.00	8,040.00
彩色打印复印通用耗材研发中心项目	5,000.00	5,000.00
补充流动资金（尚需扣除中介机构费用）	34,773.10	34,773.10
<b>合计</b>		<b>99,086.00</b>

资料来源：公司公告、中银证券

## 盈利预测与投资评级

### 1. 主要假设

(1) 主营产品销量：2016-2018 年公司彩色碳粉外销量分别为 1,300 吨、1,800 吨、2,200 吨；2015 年硒鼓实际销量为 744 万支，预计 2016-2018 年销量分别增长 23%、22%、22%；CMP 材料待正式量产后再行预测销量。

(2) 主营产品售价：2016-2018 年彩色碳粉售价分别为 16 万元/吨、16.2 万元/吨、16.2 万元，同期硒鼓售价均为 84.5 元/支。

(3) 销售毛利率：彩色碳粉随着装置利用率提升，毛利率小幅上升；硒鼓毛利率持稳。

(4) 所得税率和期间费用率：假设在预测期间保持持稳。

(5) 暂不考虑拟并购的三家公司收入贡献，待收购完成后再行预测。

### 2. 收入预测简表

图表 38. 销售收入结构预测

(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>1,050</b>	<b>1,320</b>	<b>1,617</b>	<b>1,929</b>
电荷调节剂	29	32	34	35
显色剂	25	26	26	27
次氯酸钙	73	73	73	73
彩色碳粉	121	208	292	356
龙翔化工	173	208	250	287
珠海名图	629	773	943	1151
<b>收入增长率(%)</b>	<b>14.3</b>	<b>25.7</b>	<b>22.5</b>	<b>19.3</b>
电荷调节剂	(24.8)	11.1	5.0	4.8
显色剂	(18.7)	2.0	2.0	1.9
次氯酸钙	(5.1)	0.0	0.0	0.0
彩色碳粉	34.0	72.3	40.2	22.2
龙翔化工	102.0	20.0	20.0	15.0
珠海名图	22.0	23.0	22.0	22.0
<b>毛利率(%)</b>	<b>33.8</b>	<b>35.3</b>	<b>36.2</b>	<b>36.5</b>
电荷调节剂	45.0	45.0	45.0	45.0
显色剂	16.5	16.5	16.5	16.5
次氯酸钙	9.4	9.0	8.0	7.0
彩色碳粉	60.0	61.0	61.5	62.0
龙翔化工	37.5	37.5	37.5	37.5
珠海名图	30.8	30.5	30.5	30.5

资料来源：公司数据、中银证券

### 3. 投资建议：买入

依托材料大平台，打造起打印耗材一体化产业链，竞争优势突出；外延强化产业链布局，迈入芯片业务，拓展成长空间。暂不考虑并购及增发股本增加影响，预计 2016-2018 年每股收益分别为 0.46 元、0.59 元、0.71 元，首次给予**买入**评级，内外合力，公司将成长为光电材料领域大公司，按照 2016 年 61 倍估值，目标价 28.00 元。

**图表 39. 估值对比表**

公司	代码	每股收益(元)			市盈率(倍)			市净率(倍) (MRQ)	ROE(%) (TTM)	市值 (亿元)
		14	15E	16E	14	15E	16E			
鼎龙股份	300054.CH	0.30	0.35	0.46	65.6	55.5	42.8	6.7	12.0	88
国瓷材料	300285.CH	0.25	0.34	0.54	131.2	95.3	60.2	10.4	11.5	83
上海新阳	300236.CH	0.37	0.23	0.41	84.0	135.0	76.0	6.3	6.4	57
光华科技	002741.CH	0.19	0.16	0.24	151.2	176.9	117.8	14.1	8.7	103
飞凯材料	300398.CH	0.87	1.01	1.25	64.3	55.0	44.6	7.9	14.3	58
强力新材	300429.CH	0.85	1.09		92.6	72.4		10.5	14.4	63
西陇科学	002584.CH	0.33	0.39	0.60	101.1	85.5	55.8	4.5	5.4	78
万润股份	002643.CH	0.28	0.76	1.00	107.9	40.4	30.7	4.0	10.0	104
<b>平均</b>					<b>99.8</b>	<b>89.5</b>	<b>61.1</b>	<b>8.0</b>		

资料来源：公司数据、中银证券

注：14 年每股收益为最新股本摊薄每股收益，除鼎龙股份、飞凯材料外，盈利预测皆为万得一致预期数据；股价为 2016 年 3 月 18 日收盘价

**风险提示：** 市场开发风险；项目进度延迟风险；汇率波动风险。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	919	1,050	1,320	1,617	1,929
销售成本	(628)	(695)	(854)	(1,031)	(1,224)
经营费用	(100)	(125)	(161)	(191)	(233)
息税折旧前利润	190	230	305	395	n.a.
折旧及摊销	(26)	(33)	(33)	(45)	n.a.
经营利润(息税前利润)	164	197	271	350	425
净利息收入/(费用)	11	6	4	3	3
其他收益/(损失)	(9)	(12)	(20)	(32)	15
税前利润	184	218	285	363	436
所得税	(27)	(32)	(42)	(53)	(64)
少数股东权益	(23)	(28)	(38)	(47)	(55)
净利润	134	159	205	263	317
核心净利润	119	148	195	252	306
每股收益(人民币)	0.300	0.355	0.458	0.587	0.708
核心每股收益(人民币)	0.265	0.331	0.435	0.564	0.684
每股股息(人民币)	0.033	0.049	0.050	0.069	0.088
收入增长(%)	87	14	26	23	19
息税前利润增长(%)	92	20	38	29	21
息税折旧前利润增长(%)	87	21	33	30	(100)
每股收益增长(%)	80	18	29	28	20
核心每股收益增长(%)	95	25	31	30	21

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	184	218	285	363	436
折旧与摊销	26	33	33	45	48
净利息费用	(3)	(0)	(0)	0	1
运营资本变动	(61)	15	11	20	20
税金	27	32	42	53	64
其他经营现金流	(39)	(181)	(211)	(278)	(307)
经营活动产生的现金流	134	117	159	203	261
购买固定资产净值	(23)	(21)	(60)	(100)	(60)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(69)	(153)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(92)	(174)	(60)	(100)	(60)
净增权益	148	7	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(15)	(22)	(22)	(31)	(39)
其他融资现金流	(184)	25	(34)	(34)	(58)
融资活动产生的现金流	(51)	10	(57)	(65)	(98)
现金变动	(9)	(48)	43	38	103
期初现金	380	360	315	358	396
公司自由现金流	52	(52)	103	106	204
权益自由现金流	45	(57)	100	102	200

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	360	315	358	396	498
应收帐款	265	333	403	494	590
库存	153	205	251	304	360
其他流动资产	68	134	168	205	244
流动资产总计	846	987	1,180	1,398	1,692
固定资产	402	396	422	485	505
无形资产	287	279	273	267	261
其他长期资产	25	114	113	112	111
长期资产总计	717	792	810	866	879
总资产	1,563	1,779	1,990	2,264	2,571
应付帐款	72	94	115	139	165
短期债务	91	69	80	100	120
其他流动负债	85	128	135	142	150
流动负债总计	249	291	330	381	435
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	13	8	8	8	8
股本	441	448	448	448	448
储备	733	873	441	441	441
股东权益	1,174	1,321	889	889	889
少数股东权益	128	158	196	243	298
总负债及权益	1,563	1,779	1,990	2,264	2,571
每股帐面价值(人民币)	2.62	2.95	1.98	1.98	1.98
每股有形资产(人民币)	2.01	2.33	1.38	1.39	1.40
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.61)	(0.55)	(0.62)	(0.66)	(0.84)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.7	21.9	23.1	24.4	n.a.
息税前利润率(%)	17.9	18.8	20.6	21.7	22.0
税前利润率(%)	20.0	20.8	21.6	22.4	22.6
净利率(%)	14.6	15.1	15.6	16.3	16.4
流动性					
流动比率(倍)	3.4	3.4	3.6	3.7	3.9
利息覆盖率(倍)	25.8	37.7	85.1	95.2	92.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.8	2.7	2.8	2.9	3.1
估值					
市盈率(倍)	65.6	55.5	42.9	33.5	27.8
核心业务市盈率(倍)	74.4	59.5	45.3	34.9	28.8
目标价对应核心业务市盈					
率(倍)	105.8	84.6	64.4	49.7	41.0
市净率(倍)	7.5	6.7	9.9	9.9	9.9
价格/现金流(倍)	65.6	75.7	55.3	43.5	33.8
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	45.0	37.3	28.0	21.6	n.a.
周转率					
存货周转天数	75.5	107.8	97.5	98.2	99.0
应收帐款周转天数	105.3	115.8	101.8	101.3	102.6
应付帐款周转天数	28.7	32.6	28.9	28.7	28.8
回报率					
股息支付率(%)	10.9	13.9	10.9	11.7	12.5
净资产收益率(%)	11.5	12.0	18.6	29.6	35.7
资产收益率(%)	9.0	9.5	12.3	14.1	15.0
已运用资本收益率(%)	12.4	13.1	16.7	19.1	20.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

鼎龙股份 (300054.CH/人民币 19.69, 买入)

以 2016 年 03 月 18 日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371