



萬德隆
Wandelong Investment

鼎龙股份 (300054, SZ)

——领先的打印耗材全产业链供应商

深度分析，首次覆盖

投资要点

目标价：35.20

➤ 彩色聚合碳粉成未来碳粉行业发展趋势，支撑公司业绩

现代打印的多元化发展推动了彩色打印需求的提升，而聚合碳粉其粒径小、粒状圆、粒度分布均匀和更低定影温度的特点更加适合彩色打印的需求，彩色聚合碳粉也是过去几年支撑行业增长的主要动力。公司已成为国内最大的通用彩色聚合碳粉厂商，技术壁垒、品牌效应和规模化使公司充分享有行业增长带来的好处。

➤ 主业全产业链形成，协同效应提升盈利空间

公司 2016 年 6 月完成对旗捷科技、超俊科技、佛莱斯通三家公司的收购，其中收购旗捷科技有利公司进军打印耗材芯片领域，丰富打印耗材产业链；收购超俊科技可使公司与原有硒鼓业务形成产品互补和区域互补（公司旗下珠海名图、科力莱主营彩色硒鼓，业务区域欧美日，超俊科技主营黑色硒鼓，业务区域金砖四国等新兴国家）；收购佛莱斯通新增彩色聚合碳粉产能 400 吨。公司打印耗材产业链以碳粉、硒鼓业务为核心，上游耗材芯片、电荷调节剂、显色剂等，下游布局数字图文印刷，全产业链模式已成，通过协同效应提升公司研发效益转化能力，体现流程优化、管理协同作用，提升盈利空间。

➤ 进军半导体耗材市场，乘国家芯片产业化疾风前行

公司 CMP 抛光垫一期项目量产在即，目前已进入试投产阶段，二期项目正在加紧筹备中，两期项目完全放量有望新增营业收入 10 亿元，净利润 3.5 亿元。公司借道新增晶圆产能成功进入半导体耗材领域是大概率事件：首先，公司地处武汉市，辐射珠三角、长三角，该片地区有大量的晶圆厂建设；其次，作为国内唯一一家拥有 CMP 抛光垫规模化生产技术的企业，从政策支持、售后服务便捷性、性能价格比等，相对于陶氏化学都拥有比较优势；再次，新增的晶圆产能带来了新的市场需求，晶圆厂引进公司产品不存在转换成本，更易于接受公司产品；最后，从调研信息上来看，公司样品的各项性能指标均不输于竞争对手。

➤ 布局数字图文云打印 O2O，手掌终端需求

公司去年通过子公司鼎龙爱视觉参股国内领先网络打印企业山东世纪开元 20% 股权，实施数字图文云打印 O2O 战略布局，未来将围绕世纪开元展开“互联网+中心工厂+窗口店”建设全新图文快印商业模式，整合资源、挖掘需求、降本提质。在未来公司数字图文云打印业务成熟后，除了给公司带来业绩贡献外，还可以带动公司打印快印耗材业务的整体盈利能力的提升，同时形成对终端打印需求更为准确的判断力，使公司生产、销售、价格战略的制定体系更加成熟完备，提升风险防范能力的同时能充分享有市场增长的好处。

市场数据：2016/7/25

收盘价（元）： 23.96

年内最高、低价（元）： 26.94/11.76

流通 A 股/总股本（亿）： 4.67/6.57

流通 A 股市值（亿元）： 81.01

总市值（亿元）： 82.55

分析师：

王钱美

邮箱：wqm@wandelongfund.com

证书编号：A1280615110001

丘剑军

邮箱：qjj@wandelongfund.com

目录

一、公司主体研究.....	3
二、投资增长点.....	6
彩色聚合碳粉成为未来碳粉行业主流，支撑公司未来业绩.....	6
三、投资主题.....	7
主业全产业链形成，协同效应提升打开盈利空间.....	7
进军半导体耗材市场，乘国家芯片产业化疾风前行.....	8
布局数字图文云打印 O2O，手掌终端需求.....	9
四、模型分析.....	10
五、考察鼎龙股份需要额外关注的点.....	14
六、盈利预测.....	15

鼎龙股份——领先的打印耗材全产业链供应商

一、公司主体研究

➤ 公司简介

鼎龙股份（300054.SZ）全称湖北鼎龙化学股份有限公司，是一家全球著名的化学品新材料供应商，前身为朱顺全、朱双全兄弟（目前公司实际控制人）于2000年创办的湖北鼎龙化工有限责任公司，历经多年发展成为了国内最大的电荷调节剂供应商、最大的彩色化学碳粉制造商、最大成品彩色再生硒鼓制造商，是领先的打印耗材行业全产业链生产商。公司于2010年2月成功登陆深圳创业板。

➤ 发展历程及股权结构

从公司发展历程来看，公司是一家极具战略眼光且拥有较强研发能力的企业，从成立之初公司便以进口替代的战略方针进入电荷调节剂市场（自主研发），并逐步打破日本厂商的垄断，进军国际市场，2010年成为全球领先的电荷调节剂厂商。2009年瞄准彩色碳粉市场并在之后完成自主研发，并于2012年完成产能建设，目前彩色碳粉已经成为打印耗用碳粉行业的核心增长动力。

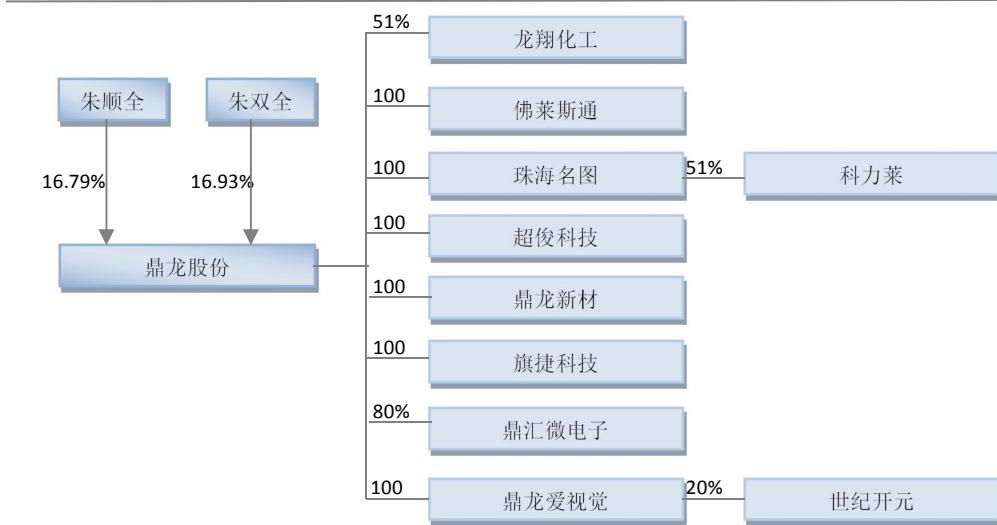
图表 1：公司发展历程

2000 年	鼎龙化工成立，主产基础化工产品次氯酸钙（漂白粉）
2002 年	电荷调节剂进入国际市场，并逐渐成为公司主要利润来源
2008 年	彩色聚合碳粉完成小试及中试研发工作，进入 100 吨试产建设
2010 年	成为全球产能最大的电荷调节剂供应商，同年 2 月于创业板上市
2012 年-2015 年	①控股龙翔化工；彩色聚合碳粉量产；②收购珠海名图，控股科力莱，进军硒鼓领域；③设立鼎汇微电子，进军 CMP 抛光耗材领域；④设立鼎龙爱视觉，参股世纪开元，布局图文快印 O2O
2016 年 6 月	完成杭州旗捷、深圳超俊、宁波佛莱斯通收购，扩充全产业链；定增加码 CMP 抛光耗材及其他半导体耗材领域

资料来源：公司公告，万德隆整理

公司自上市以来充分利用资本市场的融资功能进行产业链整合，通过募集资金及自有资金等形式进行包括自主研发、外延并购等方式扩充产品品类和产品产能，先后兼并控股龙翔化工、珠海名图等打印耗材优质公司，在2016年6月完成对旗捷科技、超俊科技、佛莱斯通的收购，至此，公司贯通通用打印耗材全产业链，涵盖打印耗材芯片、碳粉、硒鼓、电荷调节剂等，预计在未来产业协同效应将逐步显现，实现公司盈利能力的提升。

图表 2：公司股权结构



➤ 主营业务介绍

在公司上市之前，以核心产品电荷调节剂为主，毛利占比超过 50%，上市之后逐步完善打印复印耗材全产业链的生产模式，目前重点发展战略以彩色聚合碳粉和硒鼓为主，以公司标准划分，主要分为化学新材料和光电新材料两类，其中化学新材主要包括彩色聚合碳粉、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以及次氯酸钙等产品，光电新材料主要包括硒鼓/粉仓及其配套相关产品。

彩色聚合碳粉：碳粉，学名静电显影剂，是在显影过程中使静电潜像成为可见图像的粉末状材料。聚合碳粉也即化学碳粉，是把固体的树脂、磁材、颜料、电荷调节剂（CCA）、蜡等助剂混合，然后经成粒、粉碎分级、表面改性、球化处理等工艺形成的粉粒，区别于物理碳粉，已广泛应用于激光打印耗材领域。化学碳粉较物理碳粉的优点在于粒径小、分布均匀、打印时分辨率高、质量优。目前国内碳粉市场结构呈现以物理碳粉为主（占比近 8 成），化学碳粉占比逐步上升的状态（Data supplying 预测化学碳粉）。

图表 3：碳粉实物图样



资料来源：公司官网, 万德隆整理

图表 4：电荷调节剂实物图样



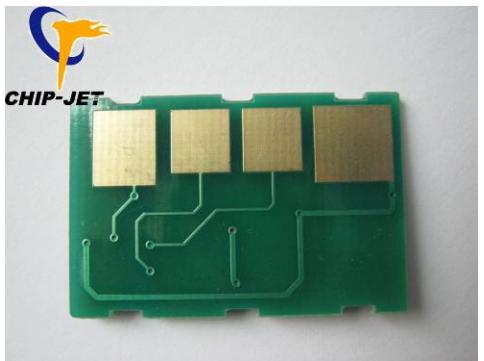
资料来源：公司官网, 万德隆整理

图表 5：硒鼓实物图样



资料来源：公司官网, 万德隆整理

图表 6：成像卡盒芯片实物图样



资料来源：公司官网, 万德隆整理

硒鼓：也称为感光鼓，以特种铝材为基材涂上感光材料而成，在激光打印机中，70%以上的成像部件集中在硒鼓中，打印质量的好坏、打印机使用过程中需要

花费金钱的多少很大程度上由硒鼓决定。硒鼓主要由 OPC 鼓、碳粉、充电辊、显影辊、清洁组件、塑胶组件等构成。

电荷调节剂：Charge Control Agent (CCA)，是静电复印和静电印刷用调色剂的电荷控制剂，是碳粉的原材料之一，可用于调节碳粉的带电量，改善碳粉的显影性能，提高碳粉对环境的适应性等。

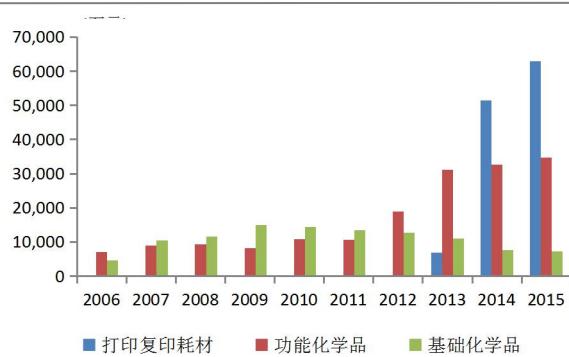
打印耗材芯片：主要指应用于喷墨及激光打印机墨盒、硒鼓等打印耗材上，用于满足特定需要、实现专用目标（识别、存储）的集成电路，目前公司通过收购旗捷科技进入该领域，旗捷科技主要产品有 ASIC 芯片和 SoC 芯片两种。打印耗材芯片是原装设备厂商维持其垄断利润而设立的一个门槛，通用耗材厂商无法破译芯片就无法实现耗材与打印机的兼容，从而打印机使用者就不得不使用原装设备厂商的打印耗材。

图表 7：公司历年主营业务构成



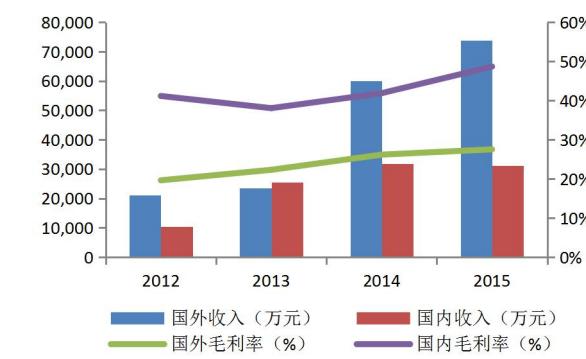
资料来源：WIND, 万德隆整理

图表 8：公司细分项目主营业务收入



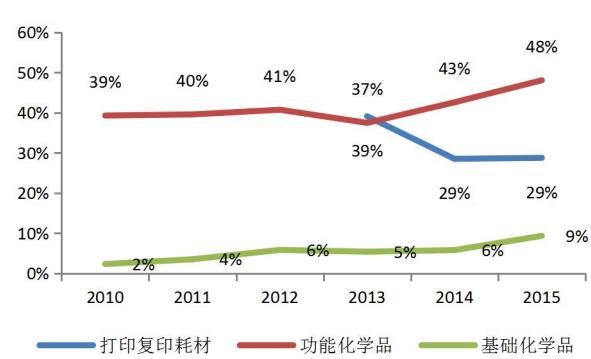
资料来源：WIND, 万德隆整理

图表 9：公司国内外营业收入比较



资料来源：WIND, 万德隆整理

图表 10：公司历年分项目毛利率变化情况



资料来源：WIND, 万德隆整理

从业绩结构来看，公司的高毛利率产品主要内销，如电荷调节剂、彩色聚合碳粉等，而外销主要为硒鼓，即通过珠海名图及其控股子公司科力莱对外销售，主要销往欧美等国，从增长情况来看，支撑 2015 年业绩增长的是国外的收入，即硒鼓产品的增长，业绩较 2014 年增加 1.37 亿元，同比增长 22.77%；而国内收入则小幅回落 562 万元，同比下降 1.77%。

➤ 经营业绩分析

公司上市以来业绩保持高速增长，自 2010 年-2015 年营业收入复合增长率

33%，归属母公司净利润复合增长率 30%，整体毛利率水平保持稳定增长，2016 年一季度更是创出历史新高高达 33.82%。管理费用率和销售费率逐年增高，2016 年一季度分别为 4.46%、8.99%，管理费用率的增长主要是研发投入的增长，销售费用率增长主要是因为公司产品结构发生变化，由以往客户集中度较高的电荷调节剂等产品逐步转向客户集中度较低的碳粉、硒鼓行业。

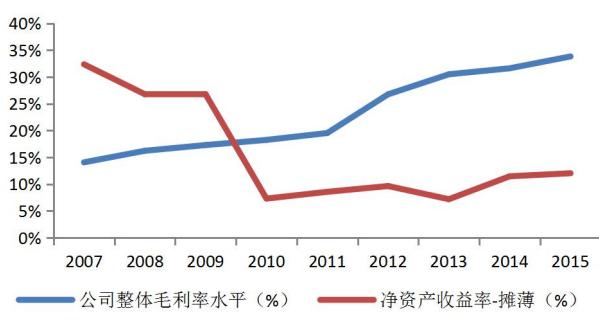
公司 2015 年实现营业收入 10.5 亿元，同比增长 14.28%，营业利润 2.08 亿元，同比增长 23.61%，归属母公司净利润 1.59 亿元，同比增长 18.19%。其中功能化学材料收入 3.48 亿元，同比增长 6.75%，主要系公司非惠普系列打印粉、高速快印粉加速放量，该二类产品实现收入 0.49 亿元，同比增长 156%；基础化学品收入 0.73 亿元，同比下降 5.13%；打印快印耗材即硒鼓及粉仓收入 6.29 亿元，同比增长 21.95%，成为支撑 2015 年业绩增长的主要因素。

图表 11：公司历年业绩情况



资料来源：WIND, 万德隆整理

图表 12：公司历年盈利能力变化情况



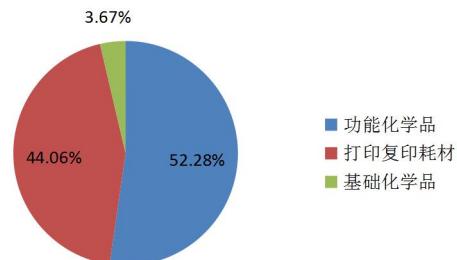
资料来源：WIND, 万德隆整理

图表 13：公司历年期间费用率变化情况



资料来源：WIND, 万德隆整理

图表 14：2015 年增长驱动因子分析（分项新增毛利/年度新增毛利总和）



资料来源：WIND, 万德隆整理

二、投资增长点

➤ 彩色聚合碳粉成为未来碳粉行业主流，支撑公司未来业绩

激光打印彩色化是未来打印复印行业的主流趋势：首先，现代打印需求和用途朝多元化发展，不再仅限于文字的打印，图表、影像、照片、高档靓丽的宣传折页、项目标书等彩打需求的提升使彩色打印成为拉动碳粉业增长的主要推动力之一；其次，激光彩打机器购买成本的降低和机器打印效率（影响打印耗材的耗用，好的机器打印速度快、耗材少、效果好、打印成本低）的提高降低了单页的彩打成本。从市场数据来看，根据 Genesis 株式会社的社会调查，全球彩色碳粉的消耗将保持 22.3% 的增长率，而黑色碳粉则为 2.68%，另有行业数据显示，至 2017 年全球彩色碳粉需求量将达 8 万吨，市场销售额 330 亿元，市场占有率将从 2012 年的 22% 升至 2017 年的 30% 左右。

聚合碳粉在打印效率和打印质量上拥有物理碳粉无法比拟的优势：从单盒碳粉打印效率来看，聚合碳粉废粉率低；从打印质量来看，聚合碳粉拥有粒径小、粒状圆、粒度分布均匀等特点，拥有比物理碳粉更高的转印率、分辨率和色彩还原能力等，且拥有更低的定影温度，更加适合彩色打印的需求。虽然目前市场上物理碳粉占据较大份额，但是随着彩印需求的增长和对打印质量要求的提升，聚合碳粉替代物理碳粉的进程将被加快，预计 2016 年全球碳粉销售额中聚合碳粉的占比将提升至 31.2%，而 2005 聚合碳粉占比不足 10%（Data supplying 预测）

彩色碳粉的价格情况为：通用的彩粉一般较专用彩粉价格低 30% 左右，而国内的通用彩粉价格一般较国外低 30% 左右，作为国内第一、全球第二大通用彩色聚合碳粉的生产商，有望在碳粉的发展趋势上，以更优的性价比赢得市场。

公司彩色聚合碳粉目前产能 2000 吨左右（不包括合并佛莱斯通产能），分别为 2012 年投产的 1500 吨一期项目和 2015 年底投产的 500 吨二期项目。公司在彩色聚合碳粉上面的生产、研发及销售资源均向毛利率更高的非惠普系列打印粉、高速快印粉等领域倾斜，该二类产品在 2015 年合计实现营收 4,916 万元，同比增长 156%。

三、投资主题

➤ 主业全产业链形成，协同效应提升打开盈利空间

公司 2016 年 6 月完成对旗捷科技、超俊科技、佛莱斯通的收购，将公司产业链范围拓展到了打印耗材上游的芯片制造领域，同时扩大了公司在化学碳粉、硒鼓的业务规模及业务辐射区域，为实现产业整合与提升业务协同效率、打开盈利成长空间打下基础。

图表 15：2016 年收购旗捷科技、超俊科技、佛莱斯通

公司名称	业务领域	收购后影响	2016-2018 年合计承诺净利润（万元）
旗捷科技	喷墨打印及激光打印的 ASIC 芯片和 SoC 芯片	实现向打印耗材上游延伸、进军芯片制造领域	18,000
超俊科技	通用硒鼓	进入金砖四国等新兴国家市场	15,950
佛莱斯通	化学碳粉	公司成为国内唯一一家化学碳粉生产企业	1,820

资料来源：公司公告，万德隆整理

通用打印耗材芯片是原装设备厂为垄断耗材利润的一个手段，公司收购旗捷科技向打印耗材前端延伸，使公司打开了进入集成电路领域的突破口，同时有望进一步打破原有设备厂对耗材的垄断。

通用硒鼓市场较为分散，行业 CR3 不到 10%，公司收购超俊科技一方面使公司能够较快进入新兴市场，另一方面市场规模的扩大有利于公司产品知名度的提升，扩大销售规模，提升市场占有率。此外，硒鼓市场的集中度提升有利于碳粉业务销售协同效应的提升：降低了因下游客户分散而导致的过高的销售成本，从而提升了盈利能力。

公司于 2015 年末完成年产 1500 万支显影辊项目的产能建设，预计今年开始投产，加强了公司内部供应体系的协同，还能为公司创造良好且稳定的经济效益。同时，公司完成载体研发设计相关技术性突破，载体作为搭配快印粉、双组份碳粉的关键材料，一直由原装企业严格控制，高速机及快印设备市场的彩粉产品就因缺乏此种关键添加材料而一直成为封闭的高端市场，公司载体项目的建成有利

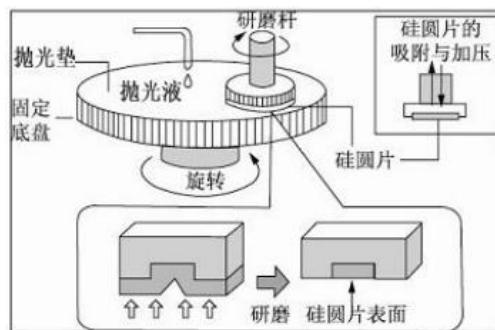
于公司快印粉产品的销售带动。

公司在自主研发的基础上，通过收购、兼并、设立等方式完成打印耗材全产业链布局，逐步由单一业务拓展到产业链上具备核心技术壁垒的多业务模式，多头并进，协同发展。随着旗捷科技、超俊科技、佛莱斯通三家企业的整体并入，公司经营的协同效应加强，未来有望带动公司碳粉、硒鼓两大主营的增长，实现公司整体效益的提升。

➤ 进军半导体耗材市场，乘国家芯片产业化疾风前行

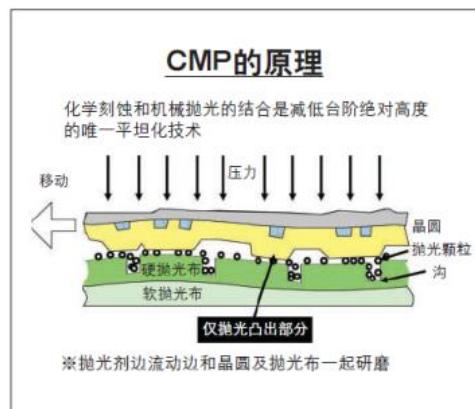
CMP 即化学机械抛光，是将机械抛光方法与化学抛光方法相结合，从而避免了由单纯机械抛光造成的表面损伤和由单纯化学抛光易造成的抛光速度慢、表面平整度和抛光一致性差等缺点，CMP 与以往抛光工艺相比最大的优势是可以实现全局平坦化。随着电子器件尺寸缩小，晶片表面平整程度要求达到纳米级，当尺寸小到一定程度时，必须要求全局平坦化。表面不平整就无法满足曝光度要求，而图案密集度愈高，CMP 优势就愈明显。90 年代兴起的 CMP 技术从加工性能和速度上同时满足硅片图形加工的要求，也是目前唯一可以实现全局平坦化的技术。

图表 16: CMP 工作示意图



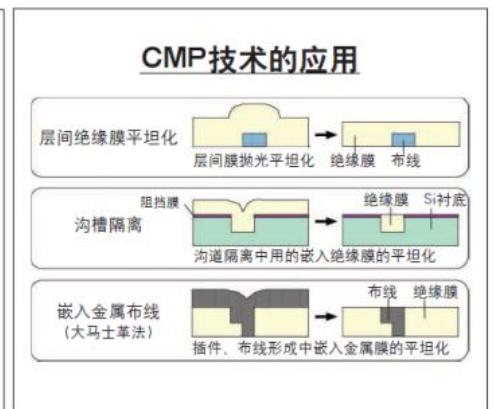
资料来源：公司公告，万德隆整理

图表 17: CMP 的原理示意图



资料来源：公司公告，万德隆整理

图表 18: CMP 技术的应用



资料来源：公司公告，万德隆整理

抛光垫能储存抛光液，并运送到工件的整个加工区域，使抛光均匀，传递载荷、维持化学和机械环境、去除抛光表面残留物，是影响 CMP 性能的主要影响因素。目前全球抛光垫市场被陶氏化学垄断，市场份额达到 90%，其他一些小型公司均在日本等 IC 芯片制造强国，国内进口比例达 77%。公司通过国家政策支持+自主研发模式突破技术壁垒，CMP 抛光垫一期项目预计于今年 7 月份建成试产，

二期项目也正在积极推进，一二期完全放量预计约给公司新增销售收入 10 亿元，净利润 3.5 亿元。

CMP 抛光材料市场规模约为 17 亿美元（2014 年），随着国内晶圆厂的产业化投入，未来市场规模有望持续增长。公司地处武汉市，有望借道国家集成电路产业化发展的便利，通过进入新建晶圆厂供货体系达到打入半导体耗材领域的目的。

图表 19：已公布的大规模晶圆厂拟建项目

- 台湾电联在厦门投资 62 亿美元建设 12 存晶圆生产线
- 370 亿元福建晋华集成电路存储器生产线项目
- 台积电 30 亿美元在南京投资建 12 英寸晶圆厂
- Global Foundries 在重庆将一个现有半导体厂升级为 12 英寸厂
- 武汉新芯 240 亿美元投资存储器晶圆制造，先建 Flash 厂，成产 NOR 型 Flash，并逐步转移至 NAND Flash 产品，甚至 3D NAND Flash，最终目标产能 30 万片
- 紫光国芯拟定增 800 亿元，600 亿元投资向总投资 920 亿元的存储芯片厂，预计年产 12 万片

资料来源：公开信息，万德隆整理

国家推动集成电路产业化大发展，全国大规模大产值晶圆厂陆续开工建设，公司借道新增晶圆产能进入到半导体耗材领域是大概率事件：首先，公司地处武汉市，辐射珠三角、长三角，该片地区有大量的晶圆厂建设；其次，作为国内唯一一家拥有 CMP 抛光垫规模化生产技术的企业，从政策支持、售后服务便捷性、性能价格比等，相对于陶氏化学都拥有比较优势；再次，新增的晶圆产能带来了新的市场需求，晶圆厂引进公司产品不存在转换成本，更易于接受公司产品；最后，从调研信息上来看，公司样品的各项性能指标均不输于竞争对手。

➤ 布局数字图文云打印 O2O，手掌终端需求

收购山东世纪开元，切入数字图文云打印 O2O 产业

国外网络印刷业较为成熟，领先的代表企业有美国的 Vistaprint，是一家服务全球中小企业的供应商，业务涵盖印刷名片、宣传册、服装、邀请函、创意设计服务等商务印刷内容。作为网络印刷标杆企业，Vistaprint 2014 年营业收入 14.94 亿美元，净利润 0.92 亿美元，毛利率长期超过 60%，过去 10 年营收的平均增速超过 40%。

公司确立数字图文云打印 O2O 战略为公司未来发展的三大战略之一，经公司调研预计未来 5-10 年行业规模将保持 40% 的增长。公司于去年底通过旗下子公司鼎龙爱视觉以 5000 万元参股国内云打印领先企业世纪开元 20% 股权，并考虑在未来适当的时候对剩余 80% 股权进行收购。

世纪开元是国内领先的网络打印供应商，其拥有完善的“互联网+工厂”模式，能够将客户流、产品流、服务流、管理流彻底打通，实现所有客户全部网上下单，系统自动分单，自动化生产和印品通过主流快递公司派送的综合运营体系。世纪开元近三年营收 CAGR 为 70%，整体毛利率超过 40%，2013-2015 年度客户数量复合增长率超过 90%，客户总量超过 500 万。

图表 20：世纪开元业绩情况



资料来源：公司公告书，万德隆整理

图表 21：世纪开元有效客户转化率逐年升高



资料来源：公司公告书，万德隆整理

手掌终端需求，产业协同更加高效

公司打印快印耗材的典型行业客户是图文快印行业，但该行业的典型特征是市场集中度低、区域运营较为分散、单个企业经营规模小、业务种类及覆盖区域有限、低质低价化竞争严重。公司布局数字图文快印 O2O，目标为深入打造“互联网+中心工厂+窗口店”的全新图文快印商业模式，整合资源、挖掘需求、降本提质，成为国内领先云打印企业。

在未来公司数字图文云打印业务成熟后，除了给公司带来业绩贡献外，还可以带动公司打印快印耗材业务的整体盈利能力的提升，同时形成对终端打印需求更为准确的判断力，使公司生产、销售、价格战略的制定体系更加成熟完备，提升风险防范能力的同时能充分享有市场增长的好处。

四、模型分析

➤ PEST 模型

政治环境 (Political)：公司重点战略领域在通用打印复印耗材、集成电路设计与耗材、数字图文 O2O 三大领域，其中打印复印耗材、图文数字 O2O 及集成电路设计（目前公司所涉及的打印耗材芯片）相关性比较大，终端需求都与打印需求有关，另外集成电路耗材（即公司 CMP 抛光垫）关键则在国内集成电路发展情况。

对于打印耗材领域，较为主要的影响因素是环保政策，因为碳粉、电荷调节剂、喷墨显色剂及基础化工产品等属于化学制品，在生产过程中不可避免的会造成一定的环境污染，虽然公司各项排放符合标准，但是随着社会发展对环保要求的不断提高，相应的政策风险依然存在。硒鼓因为打印机制造商的耗材利润垄断需求（该类企业打印机本身盈利能力不高，基本靠打印耗材盈利），多为一次性使用产品（即不可再生），不可避免的造成了资源的浪费，但各国对于电子垃圾污染的重视度提升，如欧盟早在 2002 年通过《电子垃圾处理法》规定不得在自己品牌的墨盒/硒鼓中加入芯片，美国 1994 年的“环保法”规定政府机构必须使用再生耗材等。公司主营的再生硒鼓主要市场为欧美日等国，受到的政策限制及风险较小。此外，2014 年版《中国海关进出口税则》将彩色碳粉的进口税率由 5% 提升至 8%。

在集成电路设计与耗材领域，2014 年 6 月国务院出台《国家集成电路发展推进纲要》，明确要推动国家集成电路设计、制造、封测的国产化发展，同年 10 月设立国家集成电路产业投资基金，推动企业提升产能水平和实行兼并重组、规范企业治理，形成良性自我发展能力。截至目前已落实资金达到 1380 亿元。2015

年5月国务院颁布《中国制造2025》，明确将集成电路及专用设备作为“新一代信息技术产业”纳入大力推动突破发展的重点领域。

经济环境 (Economic) :文化传媒业如教育、平面广告、平面营销等的发展推动打印耗材需求的提升，企业的经营如行政管理、营销策划、商务名片等活动的活跃也将带动该领域的需求增加。因此，宏观环境的变动对于打印耗材行业有着较为明显的影响，当前经济形势下，今年上半年GDP增速为6.7%，三大产业产值分别同比增长3.1%、6.1%、7.5%，而一季度该数据分别为2.9%、5.8%、7.6%，考虑通胀因素及第三产业所占比重超过50%的情况下，意味着二季度的增长并无太明显的回暖迹象，现下经济承压态势依旧。

半导体集成电路板块的终端需求涵盖现代电子制造的各个领域，是工业现代化的核心，过去十年是集成电路高速发展的黄金十年，PC终端、智能手机、平板电脑、通信基建等的高速增长带动了该领域的发展，但是随着上述终端消费市场的逐渐饱和，2015年全球PC出货量下降10.3%，智能手机出货量12.93亿部，同比增长10.3%，远低于2014年的15.6%。现下阶段正是旧一代电子设备市场逐渐饱和，新一代领军产品市场正在培养的阶段，在可预见的未来，物联网、智能设备、VR/AR、新能源汽车电子等领域将有望替代过去PC、智能手机作为半导体集成电路的增长引擎。

社会环境 (Societal) :公司产品多在经济结构的中间环节，宗教、人口、消费习惯、行为方式等的变化对行业的冲击不大，在可预见的未来打印复印、电子终端消费的需求甚少会因上述社会环境的变化而受到影响。

技术环境 (Technological) :无论是在当前业务领域碳粉、硒鼓及芯片上，还是在即将投产放量的CMP抛光垫上，国外厂商对技术的封闭一直存在，彩色聚合碳粉除专用打印机设备制造商外，可规模化量产的兼容性碳粉商仅鼎龙股份、三菱化学及LG，而在CMP抛光垫领域上陶氏化学占据全球市场份额的90%，技术壁垒十分明显，整个市场的技术环境相对封闭。

➤ 波特五力模型

潜在竞争者:从行业格局来看，公司各产品拥有自身的行业特点，潜在竞争者威胁的大小程度各有不同。从碳粉行业来看，利润空间最大的是彩色聚合碳粉，但其投入高、风险高、技术壁垒明显的特点使其潜在竞争者威胁较小；在硒鼓领域，行业较为分散，国内行业CR3市占比也不过10%，其组装部件彩粉、显影辊、芯片等均可对外采购，因此其进入壁垒并不是很明显。在CMP抛光垫业务上，目前国内就公司一家规模化厂商，技术壁垒明显，同时产品与下游客户认证等一般需要一年左右时间，客户粘性高，因此该业务领域的潜在竞争者威胁也不大。

替代品威胁:分具体业务来看，在打印复印行业来看碳粉、硒鼓产品均无明显的、具备规模化经济效益的可替代品，主要行业威胁来自办公无纸化、信息网络化等，该两类领域的发展会改变人们的生活、工作习惯，使得打印需求减少从而降低对公司产品的需求量，虽实体印品在可预见的未来不可能完全被替代，但是需求量的减少依旧是会严重影响公司的业绩水平。在CMP抛光垫领域，CMP技术是目前唯一可实现全局平坦化的抛光技术，暂无可替代的威胁。

买方议价能力:碳粉的买方议价能力较弱，因为国内彩色聚合碳粉仅此一家，虽然较大市场份额被日本竞争对手所占有，但碳粉的买方硒鼓厂商小而分散成为了公司占据有利地位的因素，因此在这一领域买方议价能力较弱。硒鼓的下游买方为打印机用户，因为公司的硒鼓主要外销往欧美日等国，收购超俊科技后市场

拓展到新兴国家，因为属于跨境销售，面临的竞争对手不仅是打印机原装厂商，同时还有国外的兼容性硒鼓厂商，不过有利的一面是公司作为全球最大的成品彩色通用硒鼓厂商之一，在品牌质量、国际知名度上有一定优势，因此对于这一业务板块给予议价能力中性判断。**CMP** 抛光垫上，产品正处在试产和客户认证阶段，在打开市场阶段的产品一般不具备较强的议价能力，但就行业格局来看国内仅公司一家可量产企业，目前的**CMP** 抛光垫产品主要靠进口，而全球 90% 的市场份额被陶氏化学所占有，从公司公布的信息来看，公司产品性能不输于陶氏化学，就性价比而言更有，公司相较于国外厂商更优。随着国内大量晶圆厂的开工建设，新增的市场需求提高了公司的议价能力，因此给予**CMP** 抛光垫产品的买方较弱议价能力评定。

供方议价能力：公司原料多为化工中间体，包括氨基苯酚、二叔丁基水杨酸、二氨基萘、色酚 AS、乙二醇单乙醚等，原料种类多而分散，2015 年最大供应商采购额占采购总额比例为 6.65%，前五大合计 22.00%，且公司拥有完备的采购体系。此外，公司具备完善的产业链体系，掌握产业链上的关键产品技术，公司产品着色剂、电荷调节剂用于制备碳粉，碳粉、显影辊、载体等用于制备硒鼓，使得公司对高技术含量的原料采购依赖度低。综合以上二点，给予公司的供方较弱议价能力。

同业竞争者：在细分业务领域，每个业务有一至两家较强竞争对手，如在电荷调节剂业务上有日本东方化学工业、日本保谷化学工业两家；在通用彩色聚合碳粉业务上有日本三菱化学一家；在通用硒鼓及芯片上有国内上市公司艾派克；在**CMP** 抛光垫上有美国陶氏化学。上述几家竞争手在各自细分领域上的业务规模和产品质量上都不输于公司，公司依靠完备的产业链和不断的技术创新以后来者身份逐步打开市场，形成了行业领先地位。

➤ SWOT 模型

优势 (Strength) :①公司是打印耗材全产业链供应商，涵盖电荷调节剂、树脂显色剂、喷码墨水、彩色聚合碳粉、硒鼓、耗材芯片及终端的图文印刷，产业协同效应显著；②公司核心业务均拥有较高的技术壁垒，作为国内最大的兼容性彩色聚合碳粉生产商、世界第二大通用硒鼓厂商以及未来国内唯一一家可规模化生产**CMP** 抛光垫的企业，公司拥有一定的规模及品牌优势；③地域优势，公司彩色聚合碳粉最大的竞争者是日本三菱化学、**CMP** 抛光垫最大竞争者是美国陶氏化学，公司的综合生产成本要低于国外企业（国内原材料价格便宜、劳动力成本低），此外政府政策也更倾向民族企业，包括土地政策、税收政策、环保政策、补贴政策等。

劣势 (Weakness) :在打印耗材领域，第一个劣势是打印机用户消费习惯上会更偏向原装厂商，认为原装厂商质量一定更好；第二个是原装厂商对耗材利益垄断的需求，当打印机原装厂商提升其出厂设备的兼容性壁垒时，公司必须要投入相应的研发以攻破该壁垒，否则将失掉该型号设备的耗材利润。在**CMP** 抛光垫领域，公司是行业的新进入者，缺乏相应经验、资源积累，处于相对劣势状态。

机会 (Opportunity) :一是打印耗材行业，在这一块的机会在于人们生活及办公形态逐渐往多彩化、个性化及追求高效节能化发展，公司的彩色聚合碳粉与再生硒鼓符合这种趋势，可在激烈的市场竞争中占得优势。二是**CMP** 抛光垫业务，**CMP** 抛光垫业务，国内大量新增晶圆厂产能的开工建设，使得未来**CMP** 抛光垫需求量大幅增长，公司有较大几率凭借良好的性价比优势打入该领域，实现公司半

导体耗材的战略目标。

威胁 (Threaten) : 办公无纸化、信息网络化成为限制行业发展的主要因素，同时也制约着公司的业绩增长。②公司产品市场来自原装厂商的威胁大于同业兼容性厂商的威胁，因为目前使用专用原装碳粉及硒鼓的消费者是市场主流，原装厂商的产品拥有比兼容性产品更强的市场竞争力，假如原装厂商降价，对于公司是很大的冲击。

➤ 好公司模型

市场定位: 公司确立打印复印耗材、半导体耗材及图文快印 O2O 三大战略板块，目前公司已在通用打印复印耗材领域成为国内领先制造商，是国内最大的彩色聚合碳粉制造商、世界第二大硒鼓制造商，半导体耗材 CMP 抛光垫即将建成投产，数字图文快印 O2O 的“互联网+中心工厂+窗口店”正在加紧建设。

市场增长: 公司 2010 年上市以来实现营业收入复合增长率 33%，归属母公司净利润复合增长率 30%，碳粉、硒鼓等业务从无到有，随着 CMP 抛光垫项目的顺利投产，有望支撑公司未来业绩保持高速增长。

市场占有率: 按照国家统计局预测的 2015 年全球碳粉消费量和彩色碳粉需求量分别人 25.1 万吨、6.5 万吨测算，公司彩色聚合碳粉产能（产能 2400 吨）占比全球碳粉和彩色碳粉分别约为 0.96%、3.69%。

周期性分析: 公司主要产品碳粉、硒鼓及 CMP 抛光垫的下游应用广泛，跟经济联动性较为密切，如经济景气度高时经济活动活跃，带动办公用品消费增加，另一面也带动了电子消费的增长，从而拉动半导体产品需求上市，利好 CMP 耗材的消耗。公司主要产品对经济景气度都存在一定的依赖但却不是拉动经济增长的主要因素，因此其会跟随经济周期波动而呈现一定周期性。

ROCE 计算

核算项目 (百万元)	2015	2014	2013	2012
EBIT	208	180	99	72
总资产	1,779	1,563	1,377	892
商誉	212	212	194	0
流动负债	291	249	254	162
短期借款	69	91	120	63
现金	315	360	380	323
投资收回的现金	0	0	0	0
ROCE	20.21%	21.62%	14.86%	15.25%

经营性自由现金流计算

核算项目 (百万元)	经营性自由现 金流	净利润	折旧摊销	营运资金 变化	资本性支出	递延税费 变化	减值准备
2012	-39	63	9	-44	157	2	0
2013	-297	75	19	92	302	5	1
2014	-24	134	33	142	49	0	0
2015	21	159	41	98	75	-1	4

五、考察鼎龙股份需要额外关注的点

1、公司是否具有足够市场潜能的产品或服务，以支持未来的增长？

——公司核心业务电荷调节剂、彩色聚合碳粉、再生硒鼓及 CMP 抛光垫，其中电荷调节剂 2015 年收入保持稳定，原因是该产品主要供给聚合碳粉生产，且每吨聚合碳粉近需 1%~3% 的用量，市场趋于饱和；彩色聚合碳粉是未来碳粉市场的发展趋势，目前彩色聚合碳粉仅占整体碳粉市场的 20%~30% 左右，未来的替代空间加上碳粉业整体 6% 左右（Genesis 株式会社预测）的增长率；公司再生硒鼓产品因其性价比、兼容性壁垒突破和关键载体项目完工等优势，在未来有望保持稳定增速；CMP 抛光垫量产在即，具备较强盈利能力且是完全新增业绩，以项目规划满产效益年增 3.5 亿净利润，2015 年公司净利润 1.59 亿元计算，可支撑公司未来业绩高速增长。

2、公司产品护城河是什么？有没有加深？

——公司产品护城河较为明显的是先发优势和技术壁垒，以电荷调节剂为例，近 5 年来全球市场份额均由日本东方化学工业株式会社和日本保谷化学工业株式会社及鼎龙股份占据，合计市场占有率达到 90%，一是因为本身市场容量较小，2008 年全球碳粉用电荷调节剂市场容量 3780 吨左右，年均增长 5.27%（公司 2010 年底技改完成产能有 1500 吨）；二是因为产品本身具备较高技术壁垒，在碳粉和硒鼓行业除开本身质量外较为明显的一个壁垒时兼容性壁垒，是打印机制造商垄断耗材利润的一个手段，公司拥有持续开发并解决打印机兼容性问题的能力，目前产品型号兼容市面上流行打印机 90% 的型号。

3、公司是否拥有高于平均水平的销售团队？

——从员工结构上来看，2015 年母公司及主要控股子公司人员合计 1113 人，人员结构为：研发技术人员 21%、生产人员 45%、管理人员 25%、销售人员 9%，另有劳务派遣人员 953 名。公司主要产品主要销售方式为委托经销商制，15 年销售费用 0.46 亿元，其中营销费、业务费、人工福利费合计 0.25 亿元。由于技术壁垒明显的行业特性，公司主要战略目标放在研发及生产上，销售团队水平一般。

4、公司是否具备有价值的利润率？

——公司逐步改善业务结构，战略重心往毛利率较高的碳粉业转移，2015 年公司整体毛利率 33.28%，销售净利率 17.77%，ROA 和 ROE 分别为 11.16%、12.02%，具备较高价值的利润率。

5、公司正在为维持或增加利润率做些什么？

——公司一面大力发展毛利率水平较高的碳粉业，一面开拓高毛利新业务，自主研发和建设盈利能力较高的 CMP 抛光垫产品和生产线，逐步打入半导体耗材市场。同时，为切入数字图文 O2O 领域，公司不断组织市场调研，2015 年专业投资团队在全国范围内调研覆盖 250 余线上线下快印企业，为后续市场整合打造良好的市场基础和信息基础。

6、公司在成本分析和财务控制方面做得有多好？

——在成本分析上，基于行业技术壁垒显著的特性，销售费用占据期间费用较大比重，销售费用控制良好，公司财务控制做得比较好，自上市以来一直维持在 20% 的资产负债率以下，并且净资产收益率平稳上升。

7、公司是否具备短期或长期的利润前景？

——公司的利润前景，短期看公司已有技术、规模和品牌优势及行业增长，长期看公司持续研发能力和行业整合能力。从公司经营历史来看，首先，公司持续研发能力突出，战略布局具有较强的前瞻性，从基础化工起家，通过技术研发突破

技术壁垒逐步将产业链拓展到电荷调节剂、碳粉、硒鼓等领域，实现进口替代；其次，公司产业拓展整合能力较强，打印耗材上游碳粉等化工产品布局完成后通过收购等方式切入后端硒鼓及图文印刷领域，实现前后的整体协同。因此看好未来公司长期的发展潜力。

8、在可预见的未来公司的增长是否需要足够的股权融资，并且能保证新增利润能抵消现有股东的利益？

——公司资产负债率为 16.6%，在未来可以更加灵活的运用资本市场的融资功能进行技术研发和规模扩张，公司目前相关产品产能充足，除行业整合外，公司目前暂无股权融资需求。

六、盈利预测

单位（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,050	1,593	2,280	3,108
同比增长（%）	14.28%	51.77%	43.08%	36.34%
营业成本	695	1,039	1,463	1,964
营业税金及附加	8	10	14	19
销售费用	46	85	145	216
管理费用	100	155	240	315
财务费用	-10	14	10	24
资产减值损失	4	3	6	16
其他				
营业利润	218	287	402	555
所得税	32	42	59	82
净利润	159	245	343	473
同比增长（%）	18.19%	54.23%	39.85%	38.12%

预计公司 2016–2018 年净利润分别为 2.45 亿元、3.43 亿元、4.73 亿元，分别同比增长 54.23%、39.82%、38.12%，对应 EPS 分别为 0.50、0.70、0.97，对应 PE 分别为 48X、34X、24X，目标价 35.20 元，给予买入评级。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。万德隆并不因收件人收到本报告而视其为万德隆的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但万德隆不保证其准确性或完整性。万德隆并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了万德隆在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与万德隆其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。万德隆并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。万德隆通过信息隔离墙控制万德隆内部一个或多个领域的信息向万德隆其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和万德隆高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于万德隆投资银行业务收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行业务整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若万德隆以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成万德隆向发送本报告金融机构之客户提供投资建议，万德隆以及万德隆的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

公司信息

深圳万德隆投资管理有限公司（成都分公司）研究部

地址：中国成都市锦江区红星路三段 99 号银石广场办公中心 29 楼

公司网站：www.wandelongfund.com

联系电话：+86 028-8147 9957

邮箱：service@wandelongfund.com