

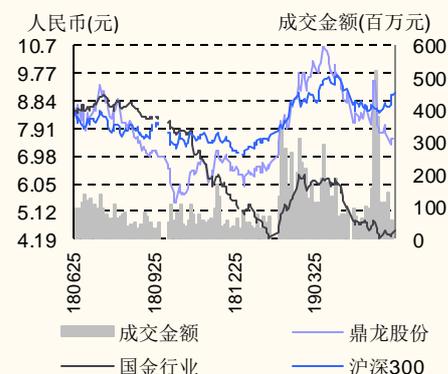
鼎龙股份 (300054.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.59 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	688.61
总市值 (百万元)	7,274.39
年内股价最高最低 (元)	10.70/5.40
沪深 300 指数	3841.27



相关报告

- 1.《抛光垫开花结果，打印耗材扩产能/沉渠道-鼎龙股份 2018 年报...》，2019.3.25
- 2.《打印耗材龙头转身，半导体材料版图开启-鼎龙股份公司深度研究》，2019.3.18

范彬泰 联系人
fanbintai@gjzq.com.cn

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

收购补足墨盒业务，国资战投入主抛光垫业务

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.350	0.305	0.380	0.498	0.595
每股净资产 (元)	3.74	3.84	4.20	4.68	5.26
每股经营性现金流 (元)	0.36	0.32	0.31	0.32	0.46
市盈率 (倍)	32.60	20.86	20.71	15.79	13.23
净利润增长率 (%)	40.08%	-12.85%	24.50%	31.10%	19.37%
净资产收益率 (%)	9.37%	7.95%	9.05%	10.65%	11.32%
总股本 (百万股)	961.02	960.14	960.14	960.14	960.14

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布公告收购国内最大的再生墨盒企业北海绩迅，完善打印耗材产业链布局，其次抛光垫业务子公司引入地方国资战投优化股权结构，另外公司计划永久关停武汉工厂的电荷调节剂业务，以实现武汉本部研发资源，土地资源空间和环保资源优化配置。

经营分析

- 收购国内最大的再生墨盒企业，利好公司打印耗材芯片业务：此次收购案对于公司原有业务中产生影响最大的是打印耗材芯片业务，我们认为此次并购完成之后一旦北海绩迅的芯片供应替换为旗捷科技的打印耗材芯片，有望拉动旗捷科技的芯片业务销量大幅增长。收购完成之后，北海绩迅将实现营收和利润并表，预计 2019 年新增净利润约为 2832 万元。
- 国资战投入股鼎汇微电子，抛光垫业务子公司有望单独登陆科创板：抛光垫业务主体公司鼎汇微电子将引入新的战略投资人--湖北省高新产业投资集团有限公司，旨在进一步调整鼎汇微电子的股权结构，深化 CMP 抛光垫项目的下游市场拓展需求及未来业务发展需求，作为国内半导体材料自主可控的代表企业，主营抛光垫生产鼎汇微电子有望在 2022 年 12 月 31 日之前申报科创板。
- 电荷调节剂项目停工，预计影响净利润 5%左右：今年 5 月份以来“环保整改”事件对于公司的负面影响较大，从最新公告来看未来电荷调节剂业务 (CCA) 将永久取消。公司 CCA 的销售量由近 500 吨/年逐年减少至目前的 240 吨/年左右，贡献营收约为 4.01%，此次电荷调节剂业务取消预计对于公司净利润将产生 5%左右的影响。

盈利调整

- 由于受到环保整改的影响，武汉 2000 吨彩粉工厂从今年下半年开始停产，我们预计今年彩粉营收将和去年持平。而公司新增的墨盒业务贡献不到 5% 的新增利润也将被公司永久停产的电荷调节剂业务抵消，所以我们将公司 2019 年归母净利润从原来 3.92 亿下修至 3.65 亿，下修幅度约为 7%。

投资建议

- 我们仍然看好公司新业务抛光垫和 PI 浆料业务带给公司的长期成长性以及原有打印耗材业务通过整合提高市占率的持续成长，维持公司未来 12-18 个月 15 元目标价不变，维持“买入”评级。

风险提示

- 武汉彩粉工厂复产时间延后，12 英寸抛光垫业务订单获取进度不达预期。

一、收购国内最大的再生墨盒企业：利好公司打印耗材芯片业务

2019年6月22日公司公告收购全球领先国内最大的再生墨盒制造商--北海绩迅59%的股份，补齐公司在通用耗材成品领域只有硒鼓没有墨盒的局面。**此次收购案对于公司原有业务中产生影响最大的是打印耗材芯片业务**，公司全资子公司旗捷科技为北海绩迅芯片产品的重要供应商，双方已经开展合作，不过原来直接供应量占比仍然较低，2018年北海绩迅再生墨盒年产量超过1000万只，我们认为此次并购完成之后一旦北海绩迅的芯片供应替换为旗捷科技的打印耗材芯片，有望拉动旗捷科技的芯片业务销量大幅增长。

收购完成之后，北海绩迅将实现营收和利润并表，预计2019年新增净利润约为2832万元。北海绩迅再生墨盒业务2017-2018年实现营业收入23,420.89万元、33,924.63万元，实现归属于母公司净利润2,152.39万元、4,086.91万元。为了确保收购业务的稳定增长，北海绩迅承诺2019年、2020年、2021年实际实现的净利润（特指相关年度经具有证券从业资格的会计师事务所审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）分别不低于4,800万元、5,760万元、6,912万元。按照公司59%的持股比例，未来三年并表利润预计达到2,832万元、3,398万元、4,078万元。

图表 1：北海绩迅再生墨盒业务未经审计的模拟合并财务数据

单位：万元	2018年	2017年
营业收入	33,925	23,421
营业利润	4,597	2,506
利润总额	4,597	2,496
净利润	4,087	2,152
比率 %		
营业利润率	14%	11%
净利润率	12%	9%
净资产收益率	44%	40%

来源：公司公告，国金证券研究所

整个交易案增发新股份对于摊薄EPS的影响有限。本次发行股份购买资产发行价格为8.60元/股，公司向全部交易对方直接发行股份数量为23,051,162股来支付交易对价的80%，即19,824.00万元；以现金方式支付交易对价剩余的20%，即4,956.00万元。公司目前总股本9.58亿，股本增加比例约为2.4%。

二、国资战投入股鼎汇微电子：抛光垫业务子公司有望单独登陆科创板，直接对标安集微电子

公司除了进一步完善原有打印耗材产业链以外，此次还公告旗下抛光垫业务主体公司鼎汇微电子将引入新的战略投资人--湖北省高新产业投资集团有限公司，旨在进一步调整鼎汇微电子的股权结构，深化CMP抛光垫项目的下游市场拓展需求及未来业务发展需求，提升公司抛光垫产品的品牌影响力及拓宽项目融资渠道。高投集团以鼎汇微电子投资前估值7.5亿元的价格（即7.5元/注册资本）向鼎汇微电子增资3,000万元，其中：400万元计入鼎汇微电子注册资本，余下2,600万元计入鼎汇微电子资本公积。本次增资完成后，高投集团持有鼎汇微电子3.85%的股份比例。

图表 2：增资扩股完成后鼎汇微电子的股权结构

股东姓名或名称	认缴出资额(万元)	持股比例 (%)
湖北鼎龙控股股份有限公司	10,000	96.15%
湖北省高新产业投资集团有限公司	400	3.85%
合计	10,400	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

公司的抛光垫业务正在实现突破的关键时期，8 英寸抛光垫已经获得国内一线晶圆大厂华虹半导体和士兰微的认证通过并且取得订单，12 英寸抛光垫已经获得中芯国际，台积电（上海松江厂）的认证，但是由于产品型号尚未实现全系列覆盖，目前仍未获得正式订单。**我们预计公司抛光垫产品型号有望在今年年底实现所有型号完整覆盖，而且此次有湖北省高投集团的加盟，公司 12 英寸抛光垫业务订单将加快突破。**抛光垫目前属于“卡脖子”的关键半导体材料，目前主要供应商还是来自美国陶氏化学，其市场占有率高达 80%，我们认为随着国内晶圆厂逐渐投产，鼎龙股份作为国内首家实现抛光垫自主生产的企业将成为国内晶圆厂抛光垫的核心供应商。

作为国内半导体材料自主可控的代表企业，主营抛光垫生产鼎汇微电子有望在 2022 年 12 月 31 日之前申报科创板，成为继抛光液厂商安集微电子之后第二家登陆科创板的抛光材料企业。在公告的协议中，丙方（鼎龙股份）向甲方（高投集团）承诺，如果鼎汇微电子未能在 2022 年 12 月 31 日之前申报科创板的材料，并获得上交所的受理，甲方（高投集团）有权要求丙方（鼎龙股份）进行股份回购。

三、电荷调节剂项目停工，预计影响净利润 5%左右：

今年 5 月份以来“环保整改”事件对于公司的负面影响较大，从最新公告来看未来电荷调节剂业务将永久取消。公司武汉工厂于 2019 年 5 月 21 日-23 日接受了华南督察局及环保管理部门现场检查，并经公司自行排查发现：公司电荷调节剂（CCA）污水处理站和电子成像显像显影材料（CPT）污水处理站设施存在问题。电荷调节剂（CCA）项目是公司早年创业时的项目，是物理碳粉制造用主要原料之一。随着物理碳粉逐步被化学碳粉所取代，对 CCA 的需求在逐年下降。公司 CCA 的销售量由近 500 吨/年逐年减少至目前的 240 吨/年左右，贡献营收约为 4.01%，此次电荷调节剂业务取消预计对于公司净利润将产生 5%左右的影响。

虽然电荷调节剂对于公司的营收和利润影响较小，但是彩色聚合碳粉（CPT）是目前武汉本部销售收入和税收贡献最大的核心产品。针对 CPT 污水处理站的整改，公司已经于 2019 年 6 月 5 日和 6 月 9 日完成拆除 CPT 污水处理站西侧至北侧有一根 PVC 管消除锅炉冷却水排放污染和彻底堵死污水从截污沟进入污水管网的隐患两项整改措施，但是由于武汉彩粉工厂停工以后，目前只有年产 1000 吨彩粉的宁波佛莱斯通还在运转，对于公司的彩色碳粉的生产产生了较大影响。

四、盈利预测调整

对于彩粉业务，我们原来预期 1000 吨彩粉产能的佛莱斯通在今年技改投产后将提升公司整体彩粉产能 50%，但是由于受到环保整改的影响，武汉 2000 吨彩粉工厂从今年下半年开始停产，我们预计今年彩粉营收将和去年持平。而公司新增的墨盒业务贡献不到 5%的新增利润也将被公司永久停产的电荷调节剂业务抵消，所以我们将公司 2019 年归母净利润从原来 3.92 亿下修至 3.65 亿，下修幅度约为 7%。但是我们仍然看好公司新业务抛光垫和 PI 浆料业务带给公司的长期成长性以及原有打印耗材业务通过整合提高市占率的持续成长，维持公司未来 12-18 个月 15 元目标价不变，维持“买入”评级。

五、风险提示

- 1、武汉彩粉工厂因环保问题无法复产，拖累公司营收增长。
- 2、12 英寸抛光垫业务订单获取进度不达预期，新业务营收增长低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,306	1,700	1,338	1,677	2,411	3,037	货币资金	529	1,000	952	1,210	1,384	1,673
增长率		30.2%	-21.3%	25.4%	43.7%	26.0%	应收账款	472	403	426	485	697	878
主营业务成本	-821	-1,068	-818	-1,036	-1,497	-1,905	存货	310	256	211	281	382	481
%销售收入	62.8%	62.8%	61.1%	61.8%	62.1%	62.7%	其他流动资产	30	586	495	456	497	528
毛利	485	633	520	641	913	1,132	流动资产	1,341	2,245	2,084	2,432	2,960	3,560
%销售收入	37.2%	37.2%	38.9%	38.2%	37.9%	37.3%	%总资产	44.9%	57.4%	52.6%	56.2%	60.5%	64.3%
营业税金及附加	-15	-18	-14	-18	-26	-33	长期投资	51	195	265	265	265	265
%销售收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	514	420	466	502	532	565
营业费用	-55	-70	-73	-75	-108	-137	%总资产	17.2%	10.7%	11.8%	11.6%	10.9%	10.2%
%销售收入	4.2%	4.1%	5.5%	4.5%	4.5%	4.5%	无形资产	1,058	1,034	1,129	1,108	1,111	1,124
管理费用	-149	-176	-201	-168	-241	-304	非流动资产	1,647	1,668	1,876	1,892	1,929	1,978
%销售收入	11.4%	10.3%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%	%总资产	55.1%	42.6%	47.4%	43.8%	39.5%	35.7%
息税前利润 (EBIT)	266	369	231	379	538	659	资产总计	2,988	3,913	3,961	4,325	4,890	5,537
%销售收入	20.4%	21.7%	17.3%	22.6%	22.3%	21.7%	短期借款	38	0	0	0	0	0
财务费用	33	-22	33	22	27	32	应付款项	403	172	127	179	258	328
%销售收入	-2.5%	1.3%	-2.5%	-1.3%	-1.1%	-1.0%	其他流动负债	59	68	58	65	92	112
资产减值损失	-3	-24	-19	-21	-13	-14	流动负债	501	240	185	244	350	440
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	73	44	27	15	0	其他长期负债	24	33	50	30	30	35
%税前利润	n.a	17.3%	13.7%	6.6%	2.6%	0.0%	负债	525	273	235	274	380	475
营业利润	294	408	323	408	567	677	普通股股东权益	2,301	3,590	3,689	4,034	4,494	5,046
营业利润率	22.5%	24.0%	24.2%	24.3%	23.5%	22.3%	少数股东权益	162	50	37	17	17	17
营业外收支	14	12	0	3	3	3	负债股东权益合计	2,988	3,913	3,961	4,325	4,890	5,537
税前利润	308	419	323	411	570	680							
利润率	23.6%	24.7%	24.2%	24.5%	23.6%	22.4%	比率分析						
所得税	-51	-77	-52	-66	-91	-109		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	16.4%	18.3%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%	每股指标						
净利润	258	343	271	345	478	571	每股收益	0.492	0.350	0.305	0.380	0.498	0.595
少数股东损益	18	6	-22	-20	0	0	每股净资产	4.717	3.736	3.842	4.202	4.680	5.255
归属于母公司的净利润	240	336	293	365	478	571	每股经营现金净流	0.608	0.360	0.317	0.305	0.321	0.465
净利率	18.4%	19.8%	21.9%	21.8%	19.8%	18.8%	每股股利	0.100	0.010	0.020	0.020	0.020	0.020
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.44%	9.37%	7.95%	9.05%	10.65%	11.32%
净利润	258	343	271	345	478	571	总资产收益率	8.04%	8.60%	7.40%	8.44%	9.78%	10.31%
少数股东损益	18	6	-22	-20	0	0	投入资本收益率	8.82%	8.20%	5.17%	7.81%	9.95%	10.86%
非现金支出	59	94	94	81	80	88	增长率						
非经营收益	2	-61	-42	-27	-19	1	主营业务收入增长率	24.43%	30.15%	-21.33%	25.40%	43.73%	25.98%
营运资金变动	-22	-31	-19	-106	-232	-214	EBIT增长率	31.96%	38.55%	-37.29%	64.16%	41.69%	22.59%
经营活动现金净流	296	346	304	293	308	446	净利润增长率	51.16%	40.08%	-12.85%	24.50%	31.10%	19.37%
资本开支	-93	-131	-138	-73	-100	-118	总资产增长率	67.97%	30.96%	1.22%	9.19%	13.07%	13.24%
投资	56	-660	-34	54	-30	-20	资产管理能力						
其他	1	4	37	27	15	0	应收账款周转天数	105.5	85.3	102.0	100.0	100.0	100.0
投资活动现金净流	-36	-787	-135	8	-115	-138	存货周转天数	114.5	96.8	104.3	100.0	95.0	95.0
股权募资	10	990	0	0	0	0	应付账款周转天数	56.7	49.7	52.2	50.0	50.0	50.0
债权募资	-31	0	0	-23	0	0	固定资产周转天数	134.8	85.0	112.8	93.4	66.4	53.2
其他	-22	-75	-214	-20	-19	-19	偿债能力						
筹资活动现金净流	-44	914	-214	-43	-19	-19	净负债/股东权益	-19.92%	-27.48%	-25.56%	-29.87%	-30.68%	-33.04%
现金净流量	217	473	-45	258	174	289	EBIT利息保障倍数	-8.1	16.4	-7.0	-17.0	-20.0	-20.8
							资产负债率	17.56%	6.98%	5.94%	6.33%	7.76%	8.58%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	3	6
增持	0	0	1	5	7
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.63	1.64

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-18	买入	9.44	15.00~15.00
2	2019-03-25	买入	10.20	15.00~15.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH