

硒鼓业务下滑致业绩短期承压， 研发支出持续加码布局未来

事件

- 公司于 2019 年 8 月 12 日晚发布 2019 半年报，2019 上半年公司实现营收 5.59 亿元，同比下滑 16.9%；实现归母净利 1.41 亿元，同比增长 7.0%；实现扣非后归母净利 1.17 亿元，同比下滑 9.5%；实现经营活动净现金流 1.14 亿元，同比增长 54%；实现加权平均 ROE 3.82%，同比增长 0.22 个百分点。
- 公司拟 2.48 亿元收购北海绩迅 59% 股权，其中以发行股份方式支付 80% 即 1.98 亿元；现金支付 20% 即 0.50 亿元。

简评

硒鼓业务下滑致业绩短期承压，研发支出持续加码布局未来

报告期内公司营收同比出现下滑，主要由于硒鼓销售收入下降导致；归母净利同比增长主要由于出售南通龙翔的投资收益所致，扣非后归母净利同比下滑 9.5%。扣非后业绩的下滑，主要由于：①营收下滑导致毛利润下滑：营收规模下滑的情况下，报告期内公司实现毛利润 2.18 亿元，同比下滑 10%，下滑绝对值 2467 万元。公司毛利润同比降幅低于营收同比降幅，毛利率同比不降反升 3 个百分点至 39%。②投资净收益中，对联营和合营企业的投资收益同比增加 1186 万元。上述两项合计净下滑 1281 万元，与公司扣非净利下滑绝对值 1227 较为接近。

三费方面，报告期内公司销售、管理+研发、财务费用分别为 3422、9545、-738 万元，同比变动幅度分别为 0%、3%、-26%。报告期内公司研发投入总计 7701 万元，同比增长 19%，研发费用 5371 万元，同比增加 15%。

拟收购北海绩迅完善打印耗材布局

北海绩迅是国内再生墨盒细分领域龙头企业，2018 年再生墨盒年产量超过 1000 万只。北海绩迅 2017、2018、2019 年 4 月 30 日净资产分别为 0.46、0.85、0.98 亿元；营收分别为 2.3、3.4、1.3 亿元；净利分别为 0.20、0.40、0.13 亿元；经营活动现金流量净额分别为 -621、615、363 万元。北海绩迅 59% 股权作价 2.48 亿元，收购对应 PB 4.3 倍，年化 PE 10.8 倍，估值相对合理。

加码光电显示和半导体材料，打开未来成长空间

公司业务分为激光打印快印通用耗材、集成电路芯片设计与制程工艺材料、光电显示新材料三大板块，其中打印耗材板块为公司传统业务，贡献了公司当前绝大部分业绩。集成电路芯片设计与制程工艺材料主要为 CMP 抛光垫，光电显示新材料主要为 PI 项目。公司 CMP 抛光垫和 PI 项目已公告规划产能分别为 50 万片、1000 吨，预计投产后净利分别为 3.5、0.46 亿元，与公司 2018

请参阅最后一页的重要声明

鼎龙股份 (300054)

维持

增持

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

执业证书编号：S1440518100005

研究助理：胡世超

hushichao@csc.com.cn

010-86451498

发布日期：2019 年 08 月 13 日

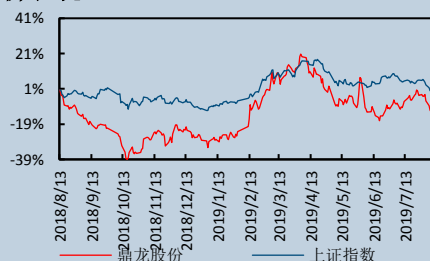
当前股价：7.78 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.38/-2.43	-8.02/-3.79	-8.98/-9.69
12 月最高/最低价 (元)		11.05/5.18
总股本 (万股)		95,841.71
流通 A 股 (万股)		70,943.06
总市值 (亿元)		74.56
流通市值 (亿元)		55.19
近 3 月日均成交量 (万)		1,311.67
主要股东		
朱双全		15.51%

股价表现



相关研究报告

年预计净利 3.0 亿元比值分别为 1.17、0.15，新增项目放量后公司业绩增量翻倍有余。公司此次拟拿地投建光电显示及半导体关键材料研发生产基地项目，将完善公司新业务布局，进一步打开未来成长空间。

深耕十余年，打造打印耗材全产业链龙头

公司为国内打印耗材全产业链龙头，具备彩色碳粉产能 2400 吨，另在载体、显影辊、芯片等硒鼓上游领域以及下游彩色硒鼓、黑色硒鼓等领域均有布局。公司碳粉技术全球领先，是为数不多的具备载体生产能力的碳粉生产商。2016 年完成对佛来斯通的收购后，公司成为国内唯一的彩色聚合碳粉供应商，未来将受益市场份额的提高。2016 年公司收购旗捷科技布局硒鼓芯片，现市占率约 10%，仅次于纳思达（市占率近 90%）。

CMP 抛光垫进口替代空间大，静待放量后的业绩爆发

CMP 技术广泛应用于集成电路和蓝宝石抛光，是抛光工艺的价值核心。中国大陆圆晶建厂浪潮以及 LED 行业对蓝宝石衬底不断增长的需求将拉动 CMP 抛光垫需求增长。2015 年全球 CMP 研磨材料市场达 19.4 亿美元，其中 CMP 抛光垫市场份额达 6.8 亿美元。据预测，2020 年 CMP 研磨材料市场规模有望达 25 亿美元。公司一期二期项目合计 50 万片产能已经基本就绪，全部达产后预计贡献营收 10 亿元，税后净利 3.5 亿元。公司产品于 2017 年底首次通过客户验证，静待放量后的业绩爆发。

进军柔性 PI 基板，布局柔性显示业务

当前 OLED 柔性屏渗透率不断提高，折叠手机甚至卷曲手机逐步面世，柔性显示大势所趋。柔性显示需要柔性基板，由于需要在基板上溅射电极或 TFT 材料，因此基板需耐高温，目前较成熟的基材为聚酰亚胺（PI）。现阶段高端 PI 膜基本被外企垄断，国内企业主要做较为低端的电工级产品。公司通过 PI 基材项目进入柔性显示基板材料领域，有望打破国外垄断，实现进口替代。公司柔性显示基板材料研发及产业化项目规划产能 1000 吨，预计建设期 30 个月，达产后预计营收 3.6 亿元，税后净利约 0.46 亿元。

预计公司 2019、2020 年归母净利分别为 3.0、3.7 亿元，对应 PE 25、20 倍，维持“增持”评级。

表 1：预测和比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	1,700.24	1,337.60	1,425.67	1,825.42	2,210.66
主营收入增长率	30.15%	-21.33%	6.58%	28.04%	21.10%
EBITDA（百万元）	496.53	359.99	388.79	465.51	571.13
EBITDA 增长率	58.26%	-27.50%	8.00%	19.73%	22.69%
净利润（百万元）	336.34	293.13	302.27	372.54	462.14
净利润增长率	40.08%	-12.85%	3.12%	23.24%	24.05%
ROE	9.37%	7.95%	7.98%	8.95%	10.00%
EPS（元）	0.350	0.310	0.315	0.389	0.482
P/E	22.23	25.10	24.67	20.02	16.13
P/B	2.08	2.03	1.97	1.80	1.62
EV/EBITDA	13.04	18.11	15.25	12.25	9.32

数据来源：Wind，中信建投研究发展部

分析师介绍

郑勇：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，基础化工行业研究员，2 年石油行业工作经验，2 年基础化工研究经验。2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

研究助理 胡世超：北京大学化学博士，曾获国家奖学金、校长奖学金等，在《Chemical Science》等一区期刊发表多篇论文；2018 年 7 月加入中信建投化工组。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859