

鼎龙股份 (300054.SZ) 买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 7.55元
目标价格(人民币): 11.60-11.60元
市场数据(人民币)

**相关报告**

- 1.《收购补足墨盒业务，国资战投入主抛光垫业务-鼎龙股份收购点评报...》，
2019.6.25
- 2.《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
- 3.《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

五年抛光垫长跑，终于收获第一张12寸订单**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	0.379	0.465	0.557
每股净资产(元)	3.74	3.84	4.20	4.65	5.18
每股经营性现金流(元)	0.36	0.32	0.38	0.33	0.44
市盈率(倍)	32.60	20.86	19.91	16.25	13.55
净利润增长率(%)	40.08%	-12.85%	24.23%	22.49%	19.92%
净资产收益率(%)	9.37%	7.95%	9.03%	10.00%	10.75%
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

- 2019年上半年公司实现营收5.59亿元，同比减少约17%，归母净利润约1.4亿元，同比增长约7.05%，扣非后归母净利润为1.2亿元，同比下滑约9.5%，公司整体业绩低于市场预期，也低于我们的预期。

经营分析

- **五年抛光垫(CMP)长跑，终获第一张12寸晶圆厂订单：**公司抛光垫业务从去年实现导入8英寸晶圆厂客户之后，今年上半年再次取得突破，收获第一张12寸晶圆厂订单，标志着公司的抛光垫产品已经实现从成熟制程到先进制程产品的全系列覆盖，预计今年下半年将是12寸客户订单的收获期。
- **通用硒鼓行业持续洗牌，拖累耗材业务整体营收下滑17%：**上半年打印耗材业务实现营收5.43亿，同比下降17.46%，该业务整体毛利率约为39%。其中彩粉和芯片业务维持平稳，通用硒鼓业务仍处于持续洗牌阶段，尤其是硒鼓行业价格竞争激烈，拖累整体营收下滑，但是公司通过调整硒鼓产品结构，提升高价值量的产品销售比例，使得总体毛利率比上年同期增长3.18%。
- **PI浆料业务进度符合预期，仍处于产能建设阶段：**日韩贸易战的激化有望使得国内半导体材料国产化进程加速。公司PI浆料产线在验证体系方面，作为国内PI材料厂商首条引入的涂覆烘烤线将于2019年下半年正式形成检测能力。在生产体系方面，公司年产1000吨PI浆料产线预期在2019年年底达到量产能力。
- **环保整改完成，公司营收主力产线--武汉彩粉工厂恢复生产：**公司上半年由于子公司佛来斯通彩粉技改项目完成，叠加下半年恢复生产的武汉彩粉工厂，公司的彩粉总产能有望比去年增长50%，虽然5-7月份由于环保整改停工，但是影响较小，预计下半年复产后彩粉营收的增长有望抵消硒鼓业务下滑带来的利润缩减。

盈利预测

- 我们预计今年硒鼓行业仍处于持续洗牌中，竞争激烈，我们将分别2019-2021营收下调12.2%，8.9%，7.4%，归母净利润下调0.2%，6.8%，6.3%，参考公司2020年EPS0.465元，给予2020年25倍P/E估值，将未来12个月目标价位下调至11.6元。

风险提示

- 新业务抛光垫和PI浆料导入进度不达预期，通用硒鼓行业持续竞争

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,306	1,700	1,338	1,473	2,076	2,655
增长率	30.2%	-21.3%	10.1%	40.9%	27.9%	
主营业务成本	-821	-1,068	-818	-869	-1,257	-1,628
%销售收入	62.8%	62.8%	61.1%	59.0%	60.6%	61.3%
毛利	485	633	520	605	819	1,027
%销售收入	37.2%	37.2%	38.9%	41.0%	39.4%	38.7%
营业税金及附加	-15	-18	-14	-16	-22	-29
%销售收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-55	-70	-73	-66	-93	-119
%销售收入	4.2%	4.1%	5.5%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-149	-176	-201	-147	-208	-266
%销售收入	11.4%	10.3%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润(EBIT)	266	369	231	375	495	613
%销售收入	20.4%	21.7%	17.3%	25.5%	23.9%	23.1%
财务费用	33	-22	33	23	28	33
%销售收入	-2.5%	1.3%	-2.5%	-1.6%	-1.4%	-1.2%
资产减值损失	-3	-24	-19	-19	-11	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	73	44	27	15	0
%销售收入	n.a.	17.3%	13.7%	6.6%	2.8%	0.0%
净利润	294	408	323	407	528	634
营业利润率	22.5%	24.0%	24.2%	27.6%	25.4%	23.9%
营业外收支	14	12	0	3	3	3
税前利润	308	419	323	410	531	637
利润率	23.6%	24.7%	24.2%	27.8%	25.6%	24.0%
所得税	-51	-77	-52	-66	-85	-102
所得税率	16.4%	18.3%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	258	343	271	344	446	535
少数股东损益	18	6	-22	-20	0	0
经营活动现金净流	296	346	304	369	313	425
资本开支	-93	-131	-138	-73	-100	-118
投资	56	-660	-34	54	-30	-20
其他	1	4	37	27	15	0
投资活动现金净流	-36	-787	-135	8	-115	-138
股权筹资	10	990	0	0	0	0
债权筹资	-31	0	0	-23	0	0
其他	-22	-75	-214	-20	-19	-19
筹资活动现金净流	-44	914	-214	-43	-19	-19
现金净流量	217	473	-45	334	179	268

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	529	1,000	952	1,286	1,464	1,733
应收账款	472	403	426	426	600	768
存货	310	256	211	236	321	411
其他流动资产	30	586	495	452	491	521
流动资产	1,341	2,245	2,084	2,399	2,877	3,433
%总资产	44.9%	57.4%	52.6%	55.9%	59.9%	63.4%
长期投资	51	195	265	265	265	265
固定资产	514	420	466	502	532	565
%总资产	17.2%	10.7%	11.8%	11.7%	11.1%	10.4%
无形资产	1,058	1,034	1,129	1,108	1,111	1,124
非流动资产	1,647	1,668	1,876	1,892	1,929	1,978
%总资产	55.1%	42.6%	47.4%	44.1%	40.1%	36.6%
资产总计	2,988	3,913	3,961	4,292	4,806	5,410
短期借款	38	0	0	0	0	0
应付款项	403	172	127	150	217	281
其他流动负债	59	68	58	61	82	101
流动负债	501	240	185	211	299	382
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	24	33	50	30	30	35
负债	525	273	235	241	329	417
普通股股东权益	2,301	3,590	3,689	4,034	4,460	4,976
少数股东权益	162	50	37	17	17	17
负债股东权益合计	2,988	3,913	3,961	4,292	4,806	5,410

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.492	0.350	0.305	0.379	0.465	0.557
每股净资产	4.717	3.736	3.842	4.201	4.646	5.183
每股经营现金流	0.608	0.360	0.317	0.384	0.326	0.443
每股股利	0.100	0.010	0.020	0.020	0.020	0.020
回报率						
净资产收益率	10.44%	9.37%	7.95%	9.03%	10.00%	10.75%
总资产收益率	8.04%	8.60%	7.40%	8.49%	9.28%	9.89%
投入资本收益率	8.82%	8.20%	5.17%	7.72%	9.23%	10.25%
增长率						
主营业务收入增长率	24.43%	30.15%	-21.33%	10.15%	40.88%	27.94%
EBIT增长率	31.96%	38.55%	-37.29%	62.25%	32.06%	23.81%
净利润增长率	51.16%	40.08%	-12.85%	24.23%	22.49%	19.92%
总资产增长率	67.97%	30.96%	1.22%	8.36%	11.99%	12.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	105.5	85.3	102.0	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	114.5	96.8	104.3	100.0	95.0	95.0
应付账款周转天数	56.7	49.7	52.2	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	134.8	85.0	112.8	106.3	77.2	60.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.92%	-27.48%	-25.56%	-31.75%	-32.71%	-34.70%
EBIT利息保障倍数	-	-8.1	16.4	-7.0	-16.2	-17.4
资产负债率	17.56%	6.98%	5.94%	5.62%	6.85%	7.71%

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	3	3	5	5	10
增持	1	1	1	1	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.25	1.17	1.17	1.38

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
3	2019-06-25	买入	7.87	N/A

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，不作为或被视为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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH