

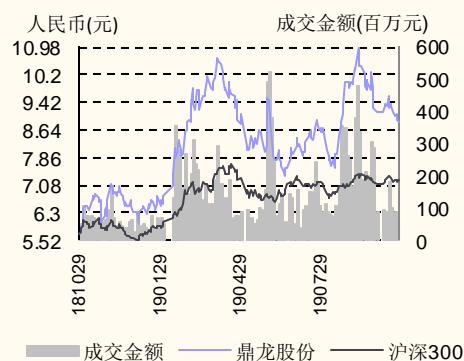
鼎龙股份 (300054.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.88 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 9.58 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 7.09 |
| 总市值(亿元) | 85.11 |
| 年内股价最高最低(元) | 9.58/8.88 |
| 沪深 300 指数 | 3897 |



抛光垫放量在即，耗材芯片切入墨盒新赛道

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 | 0.244 | 0.349 | 0.440 |
| 每股净资产(元) | 3.74 | 3.84 | 4.07 | 4.39 | 4.81 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.36 | 0.32 | 0.31 | 0.24 | 0.47 |
| 市盈率(倍) | 32.60 | 20.86 | 36.39 | 25.42 | 20.20 |
| 净利润增长率(%) | 40.08% | -12.85% | -20.21% | 43.12% | 25.84% |
| 净资产收益率(%) | 9.37% | 7.95% | 5.99% | 7.93% | 9.12% |
| 总股本(百万股) | 961.02 | 960.14 | 958.42 | 958.42 | 958.42 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 鼎龙股份 2019 年三季度营收同比下降约 25%，归母净利润同比降低约 64%，前三季度营收同比减少约 19%，归母净利润同比下滑 23%，扣非后降幅约 32%。业绩处于前期预告的区间内，我们认为三季度业绩低于预期。

经营分析

- 环保整改影响三季度彩粉开工，预计四季度彩粉营收将恢复正常：**公司三季度营收下滑较多，主要因为受到三季度武汉彩粉工厂处于持续恢复产能的过程中，受影响比较大的集中在 7-8 月份，影响单季度净利润接近 1500 万。截止 10 月份该工厂已经实现满产，预计四季度彩粉的营收将恢复正常水平。硒鼓业务由于受到行业价格战的持续，三季度销售情况也不尽理想，因此对于营收和利润均有拖累，二者拉低公司整体毛利率接近 4 个百分点。
- 收购再生墨盒业务有望拓展墨盒芯片的销售新渠道：**为了完善打印耗材产业链和拓展耗材芯片的销售渠道，公司先后取得再生墨盒制造企业珠海天珞 22% 的股份和北海绩迅 59% 的股份，如果四季度绩迅实现并表，预计今年贡献并表利润约 708 万。此外绩迅目前采购鼎龙体系内旗捷墨盒芯片占比仅为 5%，如果假设绩迅芯片全部采购自内部，有望贡献芯片营收达到 6700 万，按照耗材芯片接近 70% 的毛利率，预计有望增厚接近 4700 万毛利润。
- 半导体材料抛光垫打进国内 12 寸晶圆厂，明年有望开始放量：**公司的抛光垫业务在今年上半年实现了从“0”到“1”的突破，不仅完善了自身的 CMP 抛光垫型号，从成熟制程到先进制程完成全覆盖，而且进入了长江存储的供应链。今年抛光垫业务仍处于研发的投入期，大部分产品仍然在晶圆厂进行验证和测试，由于这部分产品尚未能确认为收入，部分会冲抵研发费用，我们预计公司抛光垫业务明年将受益于长江存储的产能持续释放。

盈利调整与投资建议

- 我们下调公司 2019-2021 年营收分别为 11.77 亿，17.89 亿和 20.69 亿，下调幅度分别为 20.1%，13.8% 和 22.1%，归母净利润分别下调至 2.34 亿，3.35 亿和 4.21 亿，调整幅度分别为 35.8%，25.0% 和 21.3%。
- 2019-2021 年摊薄后 EPS 分别为 0.24/0.35/0.44 元，目前股价对应 P/E 分别为 36x/25x/20x，我们看好公司的长期成长性，继续给予“买入”评级。

风险提示

- 硒鼓价格战持续；墨盒芯片导入进度低于预期；抛光垫新订单获取延后

相关报告

- 《五年抛光垫长跑，终于收获第一张 12 寸订单-鼎龙股份 2019 年...》，2019.9.14
- 《收购补足墨盒业务，国资投入主抛光垫业务-鼎龙股份收购点评报...》，2019.6.25
- 《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
- 《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

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 | 1,177 | 1,789 | 2,069 | 货币资金 | 529 | 1,000 | 952 | 1,243 | 1,336 | 1,626 |
| 增长率 | | 30.2% | -21.3% | -12.0% | 52.0% | 15.7% | 应收账款 | 472 | 403 | 426 | 340 | 517 | 598 |
| 主营业务成本 | -821 | -1,068 | -818 | -724 | -1,081 | -1,216 | 存货 | 310 | 256 | 211 | 196 | 276 | 307 |
| %销售收入 | 62.8% | 62.8% | 61.1% | 61.5% | 60.5% | 58.8% | 其他流动资产 | 30 | 586 | 495 | 448 | 487 | 510 |
| 毛利 | 485 | 633 | 520 | 453 | 707 | 854 | 流动资产 | 1,341 | 2,245 | 2,084 | 2,228 | 2,616 | 3,042 |
| %销售收入 | 37.2% | 37.2% | 38.9% | 38.5% | 39.5% | 41.2% | %总资产 | 44.9% | 57.4% | 52.6% | 54.1% | 57.6% | 60.6% |
| 营业税金及附加 | -15 | -18 | -14 | -13 | -19 | -22 | 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 | -65 | -80 | -93 | %总资产 | 17.2% | 10.7% | 11.8% | 12.2% | 11.7% | 11.3% |
| %销售收入 | 4.2% | 4.1% | 5.5% | 5.5% | 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 | -188 | -215 | -228 | 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% | 16.0% | 12.0% | 11.0% | %总资产 | 55.1% | 42.6% | 47.4% | 45.9% | 42.4% | 39.4% |
| 息税前利润 (EBIT) | 266 | 369 | 231 | 187 | 393 | 510 | 资产总计 | 2,988 | 3,913 | 3,961 | 4,120 | 4,545 | 5,020 |
| %销售收入 | 20.4% | 21.7% | 17.3% | 15.9% | 22.0% | 24.7% | 短期借款 | 38 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 33 | -22 | 33 | 23 | 27 | 31 | 应付款项 | 403 | 172 | 127 | 127 | 187 | 211 |
| %销售收入 | -2.5% | 1.3% | -2.5% | -1.9% | -1.5% | -1.5% | 其他流动负债 | 59 | 68 | 58 | 44 | 69 | 82 |
| 资产减值损失 | -3 | -24 | -19 | -15 | -10 | -7 | 流动负债 | 501 | 240 | 185 | 171 | 256 | 293 |
| 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 | 57 | 15 | 0 | 其他长期负债 | 24 | 33 | 50 | 30 | 30 | 35 |
| %税前利润 | n.a | 17.3% | 13.7% | 22.4% | 3.5% | 0.0% | 负债 | 525 | 273 | 235 | 201 | 286 | 328 |
| 营业利润 | 294 | 408 | 323 | 252 | 424 | 534 | 普通股股东权益 | 2,301 | 3,590 | 3,689 | 3,903 | 4,219 | 4,621 |
| 营业利润率 | 22.5% | 24.0% | 24.2% | 21.4% | 23.7% | 25.8% | 少数股东权益 | 162 | 50 | 37 | 17 | 41 | 71 |
| 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 | 4,120 | 4,545 | 5,020 |
| 税前利润 | 308 | 419 | 323 | 255 | 427 | 537 | | | | | | | |
| 利润率 | 23.6% | 24.7% | 24.2% | 21.6% | 23.9% | 26.0% | 比率分析 | | | | | | |
| 所得税 | -51 | -77 | -52 | -41 | -68 | -86 | | 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 | 214 | 359 | 451 | 每股收益 | 0.492 | 0.350 | 0.305 | 0.244 | 0.349 | 0.440 |
| 少数股东损益 | 18 | 6 | -22 | -20 | 24 | 30 | 每股净资产 | 4.717 | 3.736 | 3.842 | 4.065 | 4.394 | 4.813 |
| 归属于母公司的净利润 | 240 | 336 | 293 | 234 | 335 | 421 | 每股经营现金净流 | 0.608 | 0.360 | 0.317 | 0.308 | 0.236 | 0.466 |
| 净利率 | 18.4% | 19.8% | 21.9% | 19.9% | 18.7% | 20.4% | 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% | 5.99% | 7.93% | 9.12% |
| | | | | | | | 总资产收益率 | 8.04% | 8.60% | 7.40% | 5.68% | 7.36% | 8.39% |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 8.82% | 8.20% | 5.17% | 3.97% | 7.69% | 9.07% |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | |
| | | | | | | | 主营业务收入增长率 | 24.43% | 30.15% | -21.33% | -12.02% | 51.99% | 15.69% |
| | | | | | | | EBIT增长率 | 31.96% | 38.55% | -37.29% | -19.19% | 110.25% | 29.98% |
| | | | | | | | 净利润增长率 | 51.16% | 40.08% | -12.85% | -20.21% | 43.12% | 25.84% |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 67.97% | 30.96% | 1.22% | 4.04% | 10.32% | 10.43% |
| | | | | | | | 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 | 133.1 | 89.6 | 78.1 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | -19.92% | -27.48% | -25.56% | -31.72% | -31.36% | -34.66% |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | -8.1 | 16.4 | -7.0 | -8.2 | -14.7 | -16.7 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 17.56% | 6.98% | 5.94% | 4.87% | 6.29% | 6.54% |

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 | 1 | 4 | 9 | 12 |
| 增持 | 0 | 1 | 1 | 2 | 3 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.50 | 1.20 | 1.18 | 1.20 |

来源：朝阳永续

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

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 |
| 4 | 2019-08-14 | 买入 | 7.55 | 11.60~11.60 |

来源：国金证券研究所



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

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