

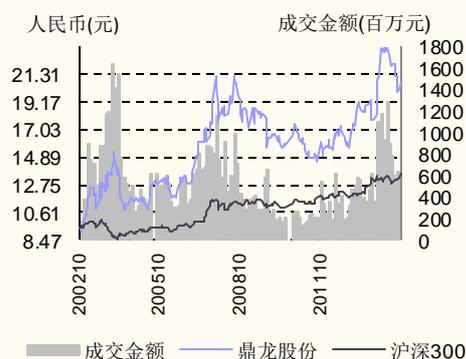
## 鼎龙股份 (300054.SZ) 买入 (首次评级)

## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 20.43 元  
 目标价格 (人民币): 22.40-22.40 元

### 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.33
已上市流通 A 股(亿股)	6.87
总市值(亿元)	192.95
年内股价最高最低(元)	23.44/9.17
沪深 300 指数	5686
创业板指	3334



## CMP 抛光垫放量，光电半导体材料版图开启

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,338	1,149	1,795	2,422	3,091
营业收入增长率	-21.33%	-14.11%	56.21%	34.99%	27.59%
归母净利润 (百万元)	293	34	-145	290	430
归母净利润增长率	-12.85%	-88.37%	N/A	N/A	48.12%
摊薄每股盈利 (元)	0.305	0.035	-0.155	0.311	0.461
每股经营性现金流净额	0.31	0.17	0.02	0.16	0.27
净资产收益率	7.95%	0.90%	-3.67%	6.93%	9.51%
市盈率 (倍)	20.86	285.02	-131.57	65.63	44.31
市净率 (倍)	1.66	2.57	4.83	4.55	4.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **打印复印耗材龙头，半导体材料领域持续拓展。**公司主营打印复印通用耗材和光电半导体工艺材料。打印耗材业务是公司目前主要的营业收入和利润来源，2019 年收入占比 97%，主要产品：彩色碳粉、通用耗材芯片、硒鼓、墨盒、显影辊等。光电半导体工艺材料业务是公司近年重点布局的业务领域，主要产品：化学机械 CMP 抛光垫、清洗液及柔性显示基材 PI 浆料等。
- **CMP (化学机械抛光) 抛光垫国产化率待提升，鼎龙 8 年深耕有望加速放量。**抛光垫材料具备较高技术和客户认证壁垒；预计 2023 年全球抛光垫市场份额约在 10 亿美元，美国陶氏占据全球抛光垫市场 79% 的市场份额，国产化率亟待提升。半导体产业链安全可控的大环境下，下游晶圆厂加速扩产，抛光垫验证周期缩短到半年左右。鼎龙 CMP 抛光垫经过 8 年发展，2020 年下半年已经在加速出货，目前在中芯国际、长江存储以及合肥长鑫都有较好的评价，国内已有厂商将公司选为一供。目前匹配集成电路 28nm 技术节点的抛光垫量产技术已经趋于成熟，公司抛光垫的技术研发已全面进入 14nm 阶段。2020 年全年实现 0.79 亿元的收入规模，同比增长 5 倍以上。我们预计到 2022 年之后 CMP 抛光垫营收占比超过 20%。
- **柔性 OLED 基板关键材料，打开新的增长空间：**智能手机柔性 OLED 渗透率 2020 年提升至 40%，PI 材料作为柔性 OLED 基本材料成行业“新宠”。目前黄色 PI 浆料的研发已经有了零到一的突破，在国内主流显示面板厂商的验证实现了突破，已经获得了吨级订单。
- **打印复印耗材全产业链覆盖，收入稳步增长但价格下跌毛利率有所下降。**目前公司已成为全球激光打印复印通用耗材生产商中产品体系最全、技术跨度最大的市场导向型创新整合商。2020 年公司归母净利润预计亏损 1.3-1.77 亿，主要是计提商誉减值以及硒鼓行业市场竞争日趋激烈，产品价格下降所致，随着后续结束商誉减值计提，公司整合供应链，实现精细加工，以及芯片新品问世，盈利能力有望回升。

### 投资建议

看好抛光垫材料和 PI 浆料等新材料业务未来的业绩成长性，也有望带动公司从化工材料向半导体材料企业的估值切换。预计 2020-2022 年实现归母净利润-1.5/2.9/4.3 亿元，2021-22 年 PE 为 66/44，采取分部估值，未来 6-12 个月 210 亿市值，目标价 22.4 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 抛光垫等半导体新材料业务市场化进度不达预期；汇率波动风险；打印耗材行业竞争加剧。

赵晋

分析师 SAC 执业编号: S1130520080004  
 zhaojin1@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、 CMP 抛光垫国产化率待提升，鼎龙 8 年深耕有望加速放量 .....	4
1、抛光垫材料具备较高技术和客户认证壁垒 .....	4
2、全球抛光垫市场被美国陶氏垄断，国产化率亟待提升 .....	6
3、鼎龙 CMP 抛光垫经过 8 年发展，有望进入放量阶段 .....	8
二、 OLED 柔性基板材料（PI 膜）快速成长 .....	11
1、智能手机柔性 OLED 渗透率提升，PI 材料成行业“新宠”。 .....	11
2、鼎龙 PI 浆料业务：柔性显示基板材料乘风起 .....	13
三、打印耗材：垄断性技术壁垒+全产业链布局支撑公司竞争优势 .....	14
1、持续收购，由点到面全产业链布局整合 .....	14
2、打印耗材市场需求平稳增长，硒鼓行业竞争加剧集中度提升 .....	14
四、财务分析及盈利预测 .....	16
1、不再有商誉减值风险，业绩有望迎来拐点 .....	16
2、分业务盈利预测 .....	17
3、估值定价：目标市值 210 亿元，给予“买入”评级 .....	18
五、风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1：CMP 工艺示意图 .....	4
图表 2：CMP 在半导体制造中的应用 .....	4
图表 3：CMP 抛光次数随集成电路技术进步而增加 .....	5
图表 4：晶圆制造材料中抛光材料占比 7% .....	5
图表 5：抛光材料中抛光垫占比约 1/3 .....	5
图表 6：CMP 抛光工艺考量标准 .....	6
图表 7：全球及中国大陆半导体材料市场规模 .....	7
图表 8：全球半导体晶圆制造材料及封装材料市场规模 .....	7
图表 9：抛光垫 CMP 全球市场规模及增速 .....	7
图表 10：全球抛光垫厂商市场份额 .....	8
图表 11：未来中国大陆晶圆制造产能将持续高速增长 .....	8
图表 12：抛光垫业务发展历程 .....	9
图表 13：鼎龙股份全资抛光垫业务子公司鼎汇微电子财务数据 .....	9
图表 14：智能手机柔性 OLED 渗透率提升，2020 年中国市场 OLED 智能机销量占比 40% .....	11
图表 15：柔性 AMOLED 基板材料主要使用 PI 浆料 .....	11
图表 16：AMOLED 成本拆分 .....	11
图表 17：国内 OLED 面板产线汇总 .....	12
图表 18：全球电子级 PI 膜市场份额 .....	12
图表 19：武汉柔显科技股权架构图 .....	13

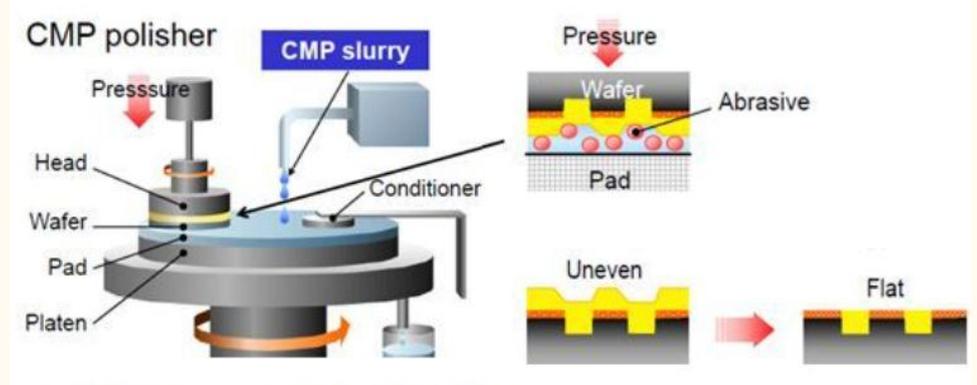
图表 20: 打印机耗材产业链, 灰色为公司布局.....	14
图表 21: 公司打印机耗材营收变化情况.....	14
图表 22: 公司在打印机耗材全产业链的并购之路.....	14
图表 23: 2019-2024 年中国激光打印机耗材出货量预测.....	15
图表 24: 公司近 10 年营收变化情况, 2020 年迎拐点.....	16
图表 25: 公司近 10 年归母净利润变化情况.....	16
图表 26: 2020 年上半年公司营收占比.....	16
图表 27: 预计 2022 年公司营收占比, 抛光垫占比提升.....	16
图表 28: 公司毛利率及净利率.....	17
图表 29: 公司经营性现金流净额.....	17
图表 30: 2020-2022 年公司营收拆分预测.....	17
图表 31: 半导体材料公司 P/S 对比.....	18

## 一、CMP 抛光垫国产化率待提升，鼎龙 8 年深耕有望加速放量

### 1、抛光垫材料具备较高技术和客户认证壁垒

**CMP（化学机械抛光）是集成电路制造过程中实现晶圆表面平坦化的关键工艺。**CMP 通过表面化学作用和机械研磨的技术结合来实现晶圆表面微米/纳米级不同材料的去除，从而达到晶圆表面的高度（纳米级）平坦化效应，使下一步的光刻工艺得以进行。CMP 的主要工作原理是在一定压力下及抛光液的存在下，被抛光的晶圆对抛光垫做相对运动，借助纳米磨料的机械研磨作用与各类化学试剂的化学作用之间的高度有机结合，使被抛光的晶圆表面达到高度平坦化、低表面粗糙度和低缺陷的要求。根据不同工艺制程和技术节点的要求，每一片晶圆在生产过程中都会经历几道甚至几十道的 CMP 抛光工艺步骤。

图表 1: CMP 工艺示意图



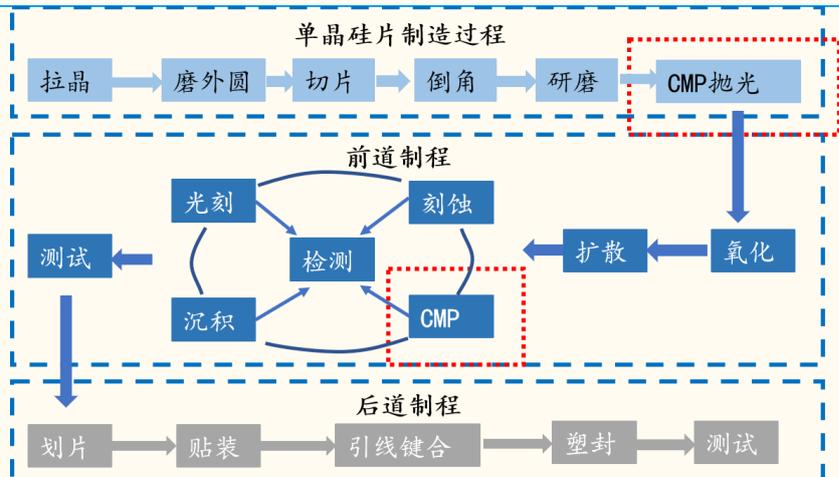
来源：日立化成官网，国金证券研究所

### CMP 主要用在单晶硅片制造和前道制程环节：

1) 在单晶硅片制造环节，单晶硅片通过化学腐蚀减薄后粗糙度 10-20 $\mu\text{m}$ ，在进行粗抛光、细抛光、精抛光后可将粗糙度控制在几十个 nm 以内，一般单晶硅片需要 2 次以上的抛光。

2) 在前道制程中，CMP 主要应用在多层金属布线层的抛光中。集成电路采用多层立体布线，每一层都需要有很高的全局平整度。CMP 平坦化工艺在此工艺中使用的环节包括：互联结构中凹凸不平的绝缘体、导体、层间介质(ILD)、镶嵌金属(如 Al, Cu)、浅沟槽隔离(STI)、硅氧化物等。

图表 2: CMP 在半导体制造中的应用



来源：公司公告，国金证券研究所

**CMP 很大程度上影响集成电路的性能。**CMP 对集成电路变化进行平滑处理，使之高度平整。经过 CMP，集成电路全局平整落差在 10-100nm，保证其



**CMP 抛光的技术要求：**从微米到纳米级别的器件线路上，对不同材料的去除速率、选择比及表面粗糙度和缺陷都要求精准至纳米乃至埃（分子级）。抛光垫的性质直接影响晶片的表面质量，是关系到平坦化效果的直接因素之一。抛光垫在抛光的过程中会不断消耗，因而其使用寿命成为衡量抛光垫重要技术指标，越长的寿命越有利于晶圆厂维持稳定生产。此外，缺陷率对于抛光垫也同样重要，这一指标在纳米制程的晶圆生产中尤为重要。

**CMP 抛光垫具有较高技术要求、需要持续较大资金投入以及核心客户认证，进入壁垒高。**行业现有龙头会通过采取差异性定价策略锁定下游晶圆厂的长期合同，建立自身的行业护城河。通常企业研究 CMP 耗材时间成本较高，需要较长时间来试错摸索工艺指标、产品配方等对物理参数及性能的影响结果。抛光垫通常物理指标包含硬度、刚性、韧性、弹性模量、剪切模量、密度、可压缩性等各项机械指标，综合影响抛光效果，而如果结合考虑材料选择、温度选择、固化时长、搅拌时长等工艺步骤控制，其理论方案可能性至少在数万次至数百万次试验级别。此外客户认证体系壁垒较高，在稳定成熟的 FAB 厂中，为确保芯片良率，一般很少替换原有稳定的供应商。

**图表 6：CMP 抛光工艺考量标准**

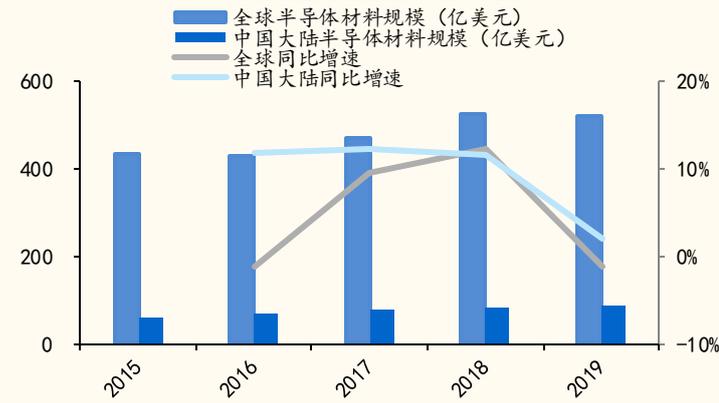
标准	解释说明
平均磨除率	在标准时间内磨除材料的厚度
平整度和均匀性	平整度是硅片某处 CMP 前后台阶高度之差异占 CMP 前台阶高度的百分比
选择比	对不同材料的抛光速率是影响硅片平整度和均匀性的重要因素
表面缺陷	CMP 工艺造成的硅片表面缺陷包括擦伤或沟、凹陷、侵蚀、残留物和颗粒污染
设备过程变量	作用压力、硅片和抛光垫之间的相对速度、抛光时间、抛光区域温度及分布
硅片	表面应力分布、图案密度、形状
抛光液	化学性质、成分、pH 值；粘度、温度、供给速度；磨粒尺寸、分布、硬度、形状
抛光垫	材料、密度、物理化学性质；硬度、厚度、粗糙度；结构、表面形态、稳定性

来源：各公司官网，智研咨询，国金证券研究所

## 2、全球抛光垫市场被美国陶氏垄断，国产化率亟待提升

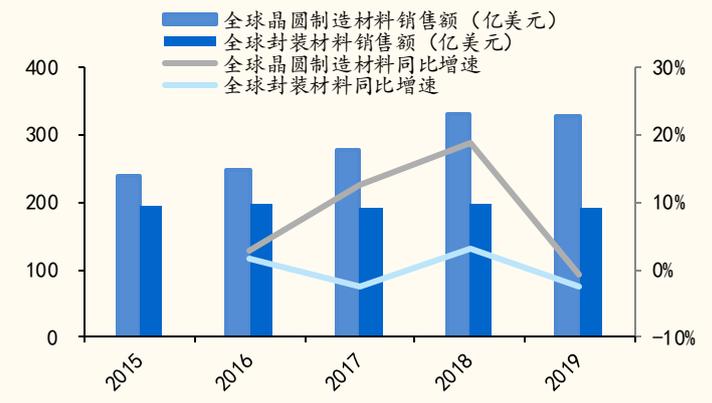
根据 SEMI 统计，2019 年全球半导体材料市场达到 521 亿美元规模，其中晶圆制造材料市场规模约 328 亿美元，封装材料市场规模 192 亿美元，近年来晶圆制造材料市场容量复合增长 8%，封测材料规模基本保持不变。在晶圆的制造过程中，包括扩散、光刻、刻蚀、离子注入、薄膜生长、化学机械抛光等工艺流程，这其中抛光材料占比 7%，抛光垫在抛光材料中占比约 1/3。

图表 7：全球及中国大陆半导体材料市场规模



来源：SEMI，国金证券研究所

图表 8：全球半导体晶圆制造材料及封装材料市场规模

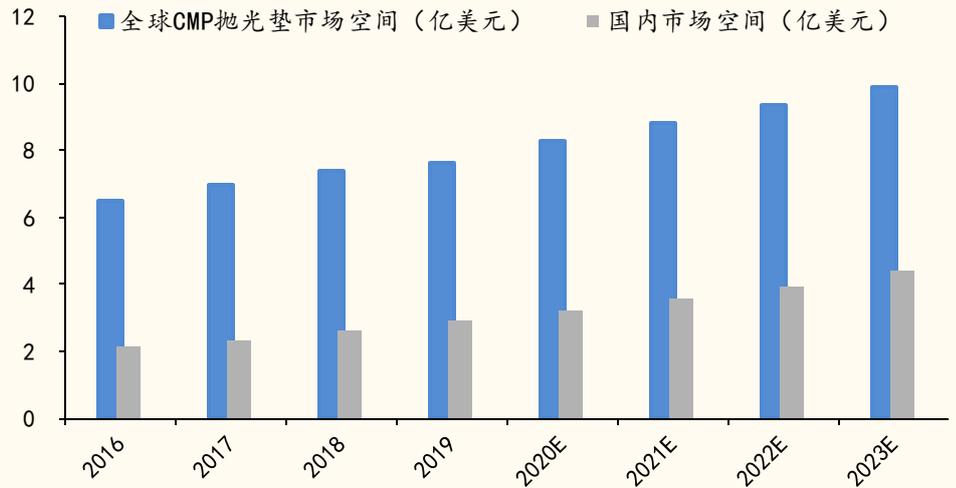


来源：SEMI，国金证券研究所

按照 7% 的占比测算，2019 年全球抛光材料营收规模接近 23 亿美元，抛光垫市场 7.6 亿美元。根据智研咨询《2020-2026 年中国 CMP 抛光材料行业市场竞争状况及投资机会分析报告》，随着晶圆厂产能增长，预计至 2023 年 CMP 抛光垫全球市场规模约 9.9 亿美元，其中中国市场有望达到 4.40 亿美元

，具有较大的发展前景。预计未来全球 CMP 市场复制增长率约 6%。随着未来国内晶圆厂大幅投产，测算预计未来 5 年中国 CMP 抛光垫市场规模增速可超 10%，至 2023 年可达约 4.40 亿美元。

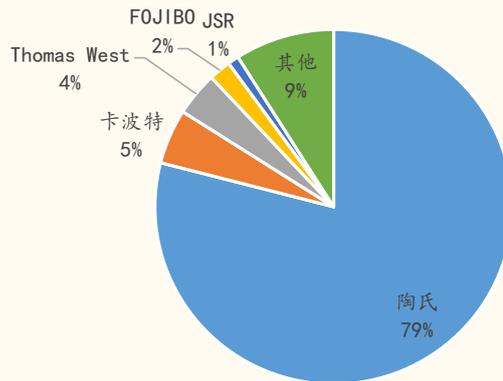
图表 9：抛光垫 CMP 全球市场规模及增速



来源：智研咨询，国金证券研究所

**全球 CMP 抛光垫几乎全部被陶氏所垄断。**陶氏公司占据全球抛光垫市场 79% 的市场份额，在细分集成电路芯片和蓝宝石两个高端领域更是占据 90% 的市场份额。此外，美国卡波特、日本东丽、台湾三方化学等可生产部分芯片用抛光垫。鼎龙股份推出的抛光垫产品具有完全自主知识产权，而且公司及其子公司已经在抛光垫领域申请 25 项发明专利，成为国内研发实力和生产能力排名第一的厂商。

图表 10：全球抛光垫厂商市场份额

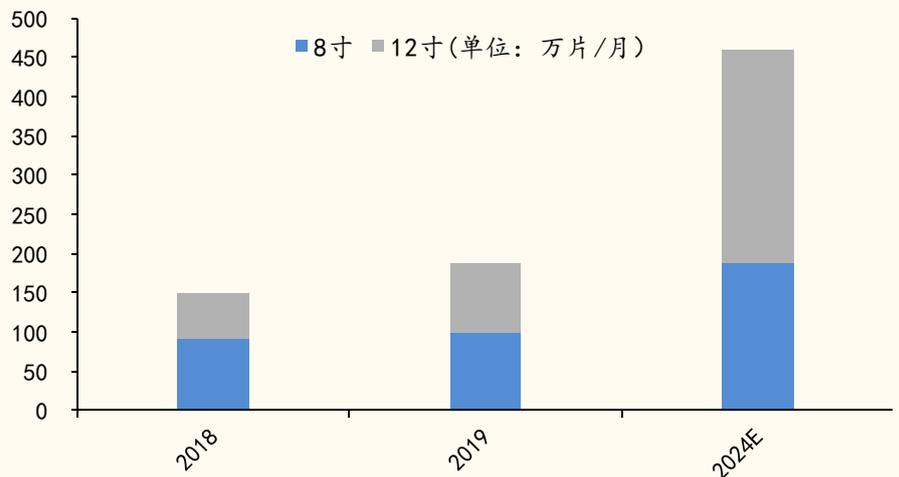


来源：新思界产业研究中心，国金证券研究所

2020 年晶圆厂呈现逐季复苏态势，IC Insight 预计 2020 年全球有 10 座新的 12 寸晶圆厂进入量产，新增晶圆产能达 1790 万片（8 英寸当量），2021 年新增晶圆产能 2080 万片（8 英寸当量），创历史新高。随着最近两年各大晶圆厂相继投产，国内晶圆制造材料的需求开始大幅增长，尤其是在国家大力推进部分关键材料实现国产化的政策指引下，国内半导体材料行业迎来快速发展。目前在半导体产业链安全可控的大环境下，国内厂商速度加快，验证周期缩短到半年左右。

相对于国际厂商而言，国内厂商作为专业化的抛光垫企业比国际巨头单一事业部在满足本土客户需求方面更具灵活性，尤其是像抛光垫这样的定制化属性极强的产品。因此国产抛光垫未来的销售额也有望继续扩大，国内抛光垫龙头企业有望受益。

图表 11：未来中国大陆晶圆制造产能将持续高速增长



来源：ICsight，公开资料整理，国金证券研究所

### 3、鼎龙 CMP 抛光垫经过 8 年发展，有望进入放量阶段

公司自 2013 年起立项进行集成电路芯片的化学机械抛光 CMP 垫产品的研究开发，2017 年底鼎龙抛光垫产品正式进入客户进行验证并且获取首张订单。在公司已经攻克了抛光垫技术后，开始发挥自身利用资本并购进行产业整合的能力，在 2018 年 1 月通过收购承接了“02 专项”中抛光垫业务项目的成都时代立夫科技公司，成功打开销售渠道，由于时代立夫是国内领先的抛光垫生产企业，有良好的客户基础和应用经验，与时代立夫合作，公司抛光垫产品市场化推广有望进一步加速，预计 2018 年起抛光垫业务将开始贡献收入，成为继耗材以后公司新的利润增长点。

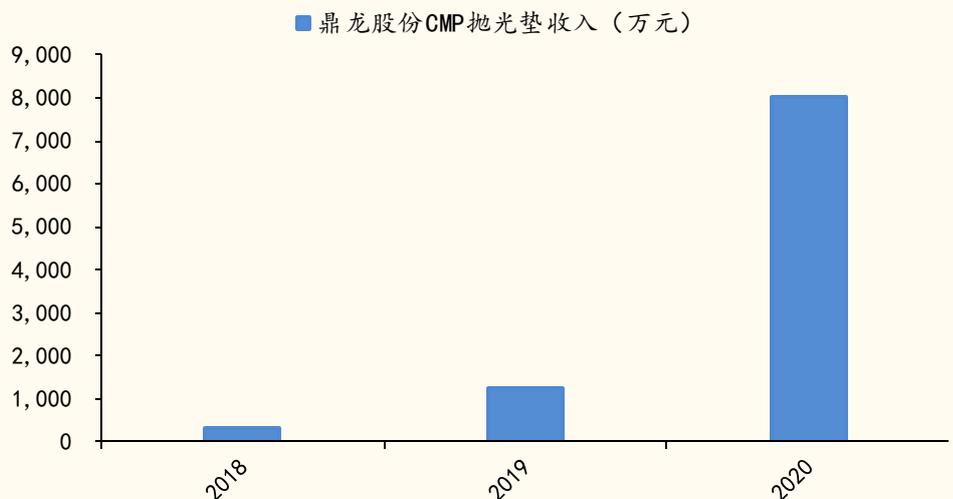
图表 12: 抛光垫业务发展历程

2013-2014 年	开始研发，启动抛光材料产业化工作
2015 年	核心设备采购结束，CMP 抛光垫项目一期产业化建设顺利进行，预计于 2016 年年中建成开始试生产
2016 年	进入产品试生产，全面展开下游客户的产品验证与应用测试
2017 年	鼎汇 CMP 抛光垫取得首张订单，产线顺利启动量产
2018 年	硬垫持续向客户推广，12 寸厂部分制程通过客户验证，1 月收购时代立夫 69% 股权
2019 年	8 寸主流晶圆厂开始全面测试，上半年取得 12 寸客户的第一张订单，鼎汇成为“极大规模集成电路制造装备及成套工艺”（02 专项）联合承担单位
2020 年	光电半导体关键材料建设（一期）在潜江正式开工

来源：公司公告，国金证券研究所

2019 年实现年销售收入 1233 万元，2020 年在国内多个晶圆厂包括长江存储、武汉新芯、中芯国际、合肥长鑫等取得重大进展，上半年实现销售收入 0.21 亿元，2020 年下半年加速，全年预计实现销售收入 0.79 亿元。目前匹配集成电路 28nm 技术节点的抛光垫量产技术已经趋于成熟，公司抛光垫的技术研发已全面进入 14nm 阶段，先进制程的技术工艺已上实现了重大突破，已开始向更高技术等级的产品发展。目前公司针对 8 寸和 12 寸的主流 OXW/Cu/STI/Poly 等制程，均有相应硬垫和软垫产品提供，产品布局已相当完善。

图表 13: 鼎龙股份全资抛光垫业务子公司鼎汇微电子财务数据



来源：公司公告，国金证券研究所

在当前复杂的国际环境下，我国集成电路制造环节所使用的 CMP 抛光垫几乎全依赖进口。实现自主掌握 CMP 抛光垫的核心技术对于我国集成电路的产业安全有着重大现实意义。随着公司 CMP 抛光垫业务日趋成熟，新订单量、主要客户数量和出货数量不断增加，该业务销售收入有望迎来快速增长。公司 2019 年上半年获得了第一张 12 寸客户的订单，且在下半年 12 寸订单得以持续放量，8 寸客户方面，在此前基础上，新增客户数量和订单数量再创新高，且产品种类也覆盖了国内主流晶圆厂的主流制程。根据公司投资者交流公告，长江存储、合肥长鑫、中芯国际对公司产品的评价较高，长江存储在公司产品销售收入的占比较高，考虑到未来长江存储扩大产量的同时，公司未来的销售收入也会同步增长。

产能提升方面：为了保障不断增长的订单需求，生产部门在产能提升、产品稳定性、工艺优化方面做了大量工作。成熟产品的良率稳定在较高的水平，

新产品的良率不断得以提升，同时生产部门新增了数台关键制程设备来扩充和稳定当期产能，保障一期产能的释放和生产，并且在上游原材料的自产化方面做了攻坚拓展及延伸，在保障原材料供给稳定的同时较大降低了生产成本，提高核心竞争力。当前公司一期+二期合计产能 30w/年，2021 年 1 月发公告拟建设 CMP 抛光垫三期，再次扩产 50w 年产能，预计 30 个月后实现投产。

## 二、OLED 柔性基板材料 (PI 膜) 快速成长

### 1、智能手机柔性 OLED 渗透率提升，PI 材料成行业“新宠”。

2020 年中国市场 OLED 智能机销量占比 40%，对比 2019 年的 34% 上升 6 个百分点。同时，柔性 OLED 屏加速向各品牌高端旗舰机型渗透，苹果新一代机型全线搭载柔性 OLED 面板，2020 年下半年柔性智能机渗透率从上半年的 9% 大幅上涨至 19%，同比增长 10 个百分点，OLED 智能机份额稳步提升。随着 OLED 产能的不断释放以及折叠屏等技术发展的带动，未来 OLED 智能机渗透率将持续上升。根据 Omdia，2020 年智能手机用柔性 AMOLED 的出货量预计将从 2019 年的 1.58 亿片上升到 2020 年的 2.38 亿片，柔性、塑料基板的 AMOLED 正在取代刚性 AMOLED。京东方、维信诺、天马和华星光电等中国显示面板厂商积极投资量产柔性 AMOLED，为中国智能手机厂商供货。中国柔性 AMOLED 产业正在走向产能利用率和良率双提升的积极向好轨道。

图表 14：智能手机柔性 OLED 渗透率提升，2020 年中国市场 OLED 智能机销量占比 40%



来源：CINNO Research，国金证券研究所

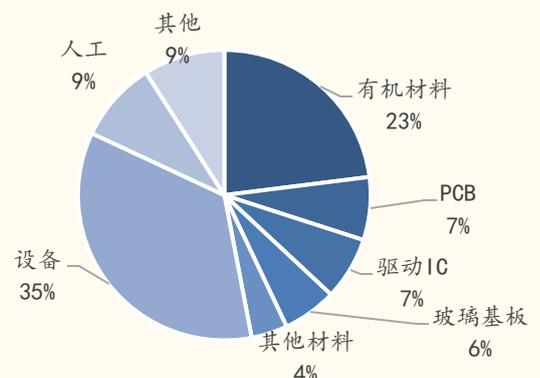
新增的手机大部分采用的都是柔性 AMOLED 材料，从刚性 AMOLED 向柔性 AMOLED 转变的过程中，作为基板材料的 ITO 玻璃要转变为聚酰亚胺薄膜 (PI 膜)。在聚合物材料中，PI 具有高耐热性、抗氧化性、耐化学腐蚀、机械强度大等优点，在电机、微电子、航空航天、太阳能电池等领域有着广泛的应用，是作为柔性显示器基板材料的有力候选者。在 OLED 面板前段工艺的制造中，首先在光学玻璃上通过狭缝式涂布头涂布光学高尺寸稳定性聚酰亚胺浆料 (PI 浆料)，再通过氮气保护固化成膜，制作成软性光学背板。折叠手机的可弯折柔性 OLED 屏幕在基板采用 PI 膜的基础上，盖板玻璃也被 PI 膜材料替换，实现了屏幕的可弯折性，未来这种全柔性的屏幕有望会在可穿戴设备中大量采用。

图表 15：柔性 AMOLED 基板材料主要使用 PI 浆料

	刚性屏	柔性屏
底物	平面玻璃	聚酰亚胺材料 (PI 材料)
底板	LTPS/Oxide TFT	LTPS
发光层	红、绿磷光	红、绿磷光
颜色模式	精细金属掩膜版	精细金属掩膜版
封装	平板玻璃，TEF	多层 TEF
触控面板	on-cell	塑料 G1F/film-on-cell/TFE on-cell
覆盖窗口	钢化玻璃	可弯曲钢化玻璃

来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 16：AMOLED 成本拆分



来源：智研咨询，国金证券研究所

柔性 OLED 面板需求缺口较大，国内显示面板厂商发力 AMOLED 加速 PI 材料国产化进程。可折叠手机的横空出世以及柔性 AMOLED 手机的渗透率提升都将带动 AMOLED 材料产业的快速发展，其中包括 PI 浆料和 PI 膜在内的 PI 材料的增长更具有确定性。目前全球范围内只有三星具备大规模供应 AMOLED 屏幕的能力，随着国内面板厂商如京东方在绵阳 6 代线的投产，将极大的缓解 AMOLED 面板的需求缺口。我们预计今年国产 AMOLED 面板出货量的大幅增长将极大的拉动国内 PI 浆料和 PI 膜的需求。

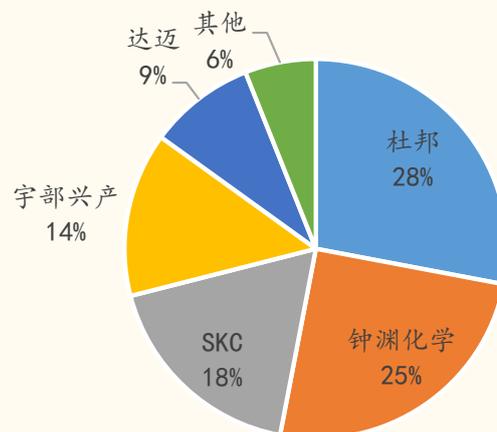
图表 17：国内 OLED 面板产线汇总

企业	地点	世代	产能 万片/月	种类
京东方	鄂尔多斯	5.5	0.4	刚性
	成都	6	4.8	柔性
	绵阳	6	4.8	柔性
	重庆	6	4.8	柔性
	福清	6	4.8	柔性
华星光电	武汉	6	4.5	柔性
天马	上海	5.5	0.8	刚性
	武汉	6	3.75	刚性/柔性
	厦门	6	4.5	柔性
维信诺	昆山	5.5	1.5	刚性
	固安	6	3	刚性/柔性
	合肥	6	3	柔性
和辉光电	上海	4.5	3	刚性
	上海	6	3	刚性/柔性
信利	惠州	4.5	1.5	刚性
柔宇	深圳	5.5	1.5	柔性

来源：各公司公告，CINNO，国金证券研究所

PI 材料产业链受益，全球 PI 材料主要被日韩企业垄断。由于韩国和日本在显示面板领域深耕多年，建立起了完整的 AMOLED 材料产业链，目前 PI 材料主要被日韩企业垄断，美国杜邦，日本钟渊化学合计占比超过 50% 的电子级 PI 薄膜材料市场，韩国 SKC 的市场份额约为 18%。国内 PI 材料刚刚起步，鼎龙是国内第一家具有自主知识产权打破国外厂商 PI 浆料垄断的企业。在 PI 膜布局的国内企业有新纶科技，时代新材，丹邦科技和国风塑业。

图表 18：全球电子级 PI 膜市场份额

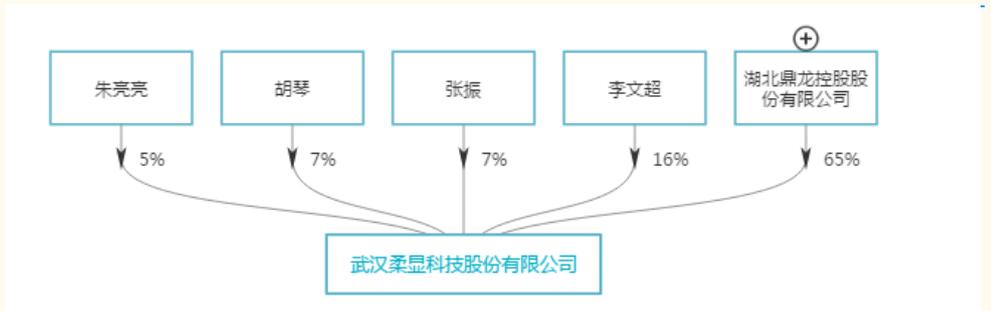


来源：薄膜新材网，国金证券研究所

## 2、鼎龙 PI 浆料业务：柔性显示基板材料乘风起

公司的柔性基板的关键材料之一—PI 浆料业务从 2013 年开始立项，2015 年申请科技部国家高技术发展计划（863 项目）“柔性基板材料及柔性显示关键技术研究开发”，2018 年 5 月 5 日，科技部高技术研究中心在武汉组织了国家 863 计划新材料技术领域“柔性基板材料及柔性显示关键技术研究开发”课题验收。鼎龙股份将成为国内第一家拥有自主知识产权的用于柔性显示基板 PI 浆料的企业。其子公司武汉柔显科技股份有限公司是公司 PI 浆料的业务主体，鼎龙股份持有 65% 的股份，属于控股股东。

图表 19：武汉柔显科技股权架构图



来源：wind，国金证券研究所

子公司武汉柔显科技自主研发柔性 OLED 显示基板用聚酰亚胺（PI）浆料，是国内首家实现柔性 OLED 显示基板材料 PI 浆料量产、国内首家产品实现在面板厂商 G4.5&G6 代线全制程验证、在线测试通过、国内 PI 材料厂商首条购入 G4.5 代涂敷固化线的企业；与国内的核心面板厂商保持紧密沟通、全面开展样品测试、验证及评价工作，形成了全面覆盖 PI 产品特性的检测能力，并承接了部分客户的测试任务，增强了客户黏性。根据测算，在市场环境不发生重重大不利变化的情况下，该 1000 吨项目达产后，每年预计将实现运营收入 3.6 亿元，实现税后利润总额 4,616 万元。

目前黄色 PI 浆料的研发已经有了零到一的突破，在国内主流显示面板厂商的验证实现了突破，已经获得了吨级订单。其他种类的 PI 浆料正在验证当中。公司也在加速显示材料产业中的布局，现在整个的策略和战略，就是进行国产化替代，做国内做不了且核心的面板材料。公司于 2020 年第二季度完成了年产 1000 吨产业化项目，全自动化投料灌装生产线正式投入量产，该生产线为国内首条超洁净柔性 AMOLED 用 PI 浆料量产线，部分产品在客户端验证情况良好，相应通过多条 G4.5 和 G6 生产线验证。透明 PI 产品研发同步进行中，内部测试中主体指标符合主流产品需求。

正是基于国内 AMOLED 面板行业的持续向好趋势，武汉柔显科技抓住这一良好机遇，在产品市场推广以及研发、检测、生产体系建设方面取得了重大突破：

1) 研发体系，公司在提升黄色耐高温产品的技术能力的基础上，进一步丰富了产品线，透明产品的研发也取得突破性进展，在专利布局方面，也取得不错进展，申请国内专利 20 余项，授权 4 项，另外还完成了产品的不侵权分析，取得了产品不侵权报告；

2) 检测体系，形成了全面覆盖 PI 产品特性的检测能力，并承接了部分客户的测试任务，增强了客户黏性；

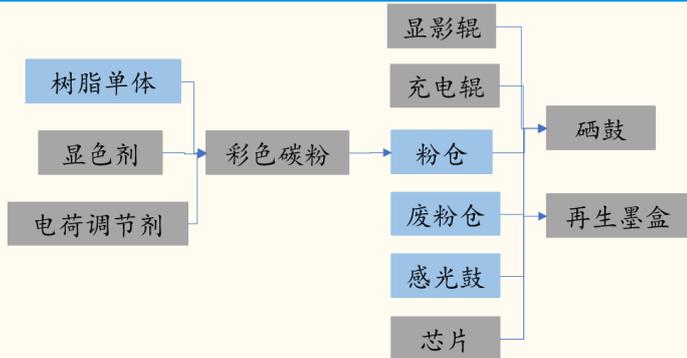
3) 生产体系，年产 1,000 吨生产研发大楼已经完成所有车间安装施工，以及自动化生产设备的安装调试。

### 三、打印耗材：垄断性技术壁垒+全产业链布局支撑公司竞争优势

#### 1、持续收购，由点到面全产业链布局整合

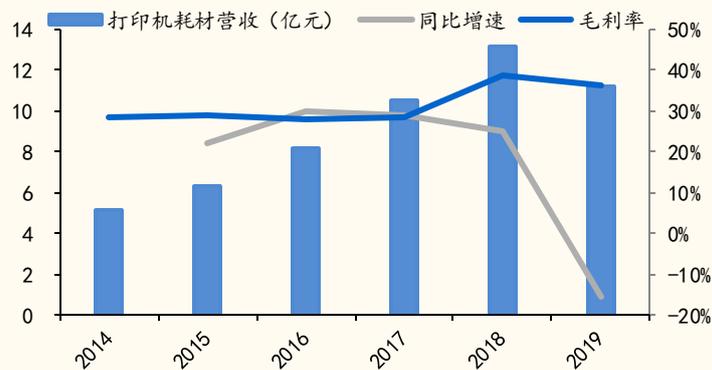
公司依靠打复印耗材起家，成为全产业链龙头。目前，公司在该业务板块已形成极具竞争力的全产业链模式，并成为全球激光打印复印通用耗材生产商中产品体系最全、技术跨度最大、以自主知识产权和专有技术为基础的市场导向型创新整合商。

图表 20：打印机耗材产业链，灰色为公司布局



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

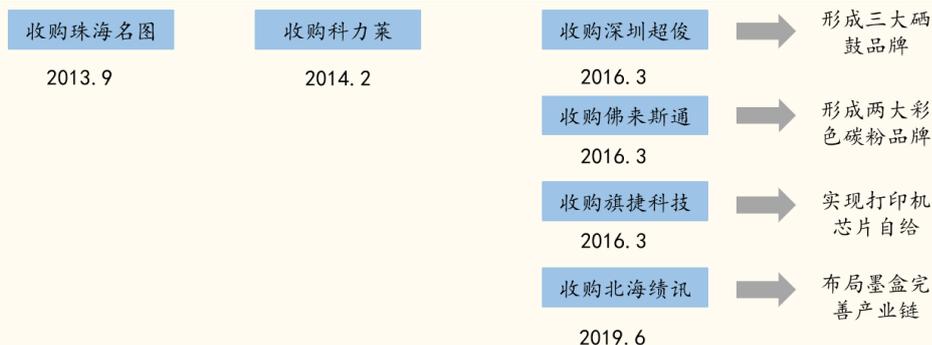
图表 21：公司打印机耗材营收变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

从打印机耗材全产业链分析，处于行业中游的打印机耗材成为各大原装耗材和兼容性耗材厂商最重要的利润来源，其中彩色碳粉，打印机耗材芯片和显影辊是耗材中最重要的三大部件，这些关键耗材都需要通过硒鼓销售给终端客户。2019 年公司收购全球领先、国内最大的再生墨盒生产商北海绩迅电子科技有限公司 59% 股权；同时，新设成立珠海鼎龙汇杰科技有限公司从事通用墨盒产品生产及销售。布局完成后将进一步促进公司在打印耗材产业链闭环的形成。硒鼓企业面向激光打印机市场，墨盒企业面向喷墨打印机市场，而硒鼓及墨盒产品可以借助上游碳粉、芯片产品的优势迅速打开市场，亦可以带动上游碳粉、芯片产品的销售，真正实现产业联动，巩固公司在打印耗材行业的产业地位。

图表 22：公司在打印机耗材全产业链的并购之路



来源：公司公告，国金证券研究所

#### 2、打印耗材市场需求平稳增长，硒鼓行业竞争加剧集中度提升

全球打印耗材市场需求平稳。根据 IDC 2019 年全球打印外设市场报告，全球打印外设设备市场在 2019 年整体出货量约 9,460 万台，同比下滑约 5%，而出货金额同比去年仅下滑约 1.9%，达到约 455 亿美元。激光和喷墨打印机是目前个人以及商业用途的主流，从出货的类型来看，寿命较长、功能综合、价格较高的多功能彩色打印设备的出货量占比不断提升，使得整体打印设备出货金额基本上保持稳定。在这一轮打印耗材行业产能出清的阶段，价格战首先从硒鼓行业打响，我们认为只有在上游核心耗材如彩色碳粉和耗材芯片等环节布局的企业才有可能在这场竞争中突围，实现市占率的提升，这类企业能够将产业链进一步整合，优化打印耗材行业的竞争格局。

图表 23：2019-2024 年中国激光打印机耗材出货量预测



来源：IDC 中国（2020），国金证券研究所

**公司国内通用彩色碳粉垄断格局形成，长期受益。**鼎龙是国内唯一一家彩色聚合碳粉供应商。2010 年上市时，公司的聚合彩色碳粉只能实现小规模生产，2012 年建成彩色碳粉一期工程实现 1500 吨产能。2016 年对佛来斯通公司的收购进一步扩大了公司彩色碳粉的产能，并使公司成为国内唯一的彩色聚合碳粉供应商，总产能达 2400 吨，超越三菱化学彩色聚合碳粉 2000 吨的年产能。鼎龙股份和被鼎龙收购的佛来斯通是国内为数不多的有能力生产兼容彩色碳粉的企业。鼎龙股份开发了在水性溶液中的乳液聚合法生产碳粉的工艺，拥有巨大的生产技术优势，加之近年来三菱化学逐渐被公司挤出国内彩色兼容碳粉市场，通用彩色碳粉的产能逐步向公司集中。

**耗材芯片进入壁垒高，盈利能力强。**全球打印耗材芯片全球打印机耗材芯片约在 20 亿美元左右，整体较为平稳。国内耗材芯片整体规模在 30-35 亿元，且年增长率在 5%-10%，未来通用芯片凭借优良的性价比优势将持续抢占原装市场。通用芯片是原装打印机厂商设置的最大障碍，由于进入壁垒极高，国内能够生产打印耗材的芯片企业很少，国内只有两家企业纳思达和鼎龙股份控股的旗捷科技可以生产，芯片行业毛利率高达 70%-80%。但是由于打印耗材芯片每年都会推陈出新，更新换代很快，所以芯片价格在产品最初上市的时候可以获得很高的价格，之后价格下降较快。新品发布的年份会有比较高的盈利能力。除国内市场外，旗捷科技也积极开拓海外市场，其主要客户是三星、佳能等国外知名企业，除此之外旗捷科技也面向再生行业提供各类再生打印耗材产品方并且也提供各类其他 IC 开发和定制产品与服务。

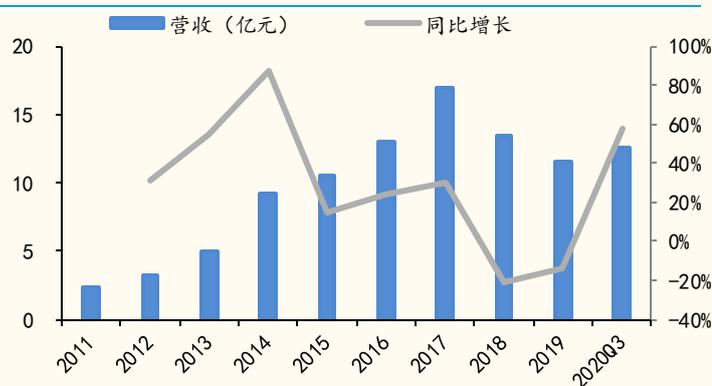
**硒鼓行业竞争激烈，毛利率逐年收窄，公司将开展渠道与终端的精细化管理，提升硒鼓竞争实力。**全球硒鼓市场规模超过 300 亿美元，国内硒鼓行业规模超过 100 亿美元，但竞争格局分散，硒鼓行业产能过剩，价格持续下降，产品毛利率逐年显著收窄。2020 年珠海名图主营的彩色硒鼓销量预计同比增长 43%，且销售收入预计同比增长 15%，由于产品单价大幅下滑，净利润较上年同期明显下滑；深圳超俊主营的黑色硒鼓销量较上年同比增长 39%，由于产品单价大幅下滑，且生产厂房由深圳搬迁至珠海新厂区，过渡期间管理费用及劳务赔偿等成本增加导致出现较大亏损；为提高公司硒鼓生产效率、交付能力及客户满意度，公司正在推进硒鼓全自动化产线项目，该产线预计将在 2021 年上半年内建设完工。公司将充分发挥上市公司供应链管理优势，开展渠道与终端的精细化管理，提升硒鼓竞争实力。

## 四、财务分析及盈利预测

### 1、不再有商誉减值风险，业绩有望迎来拐点

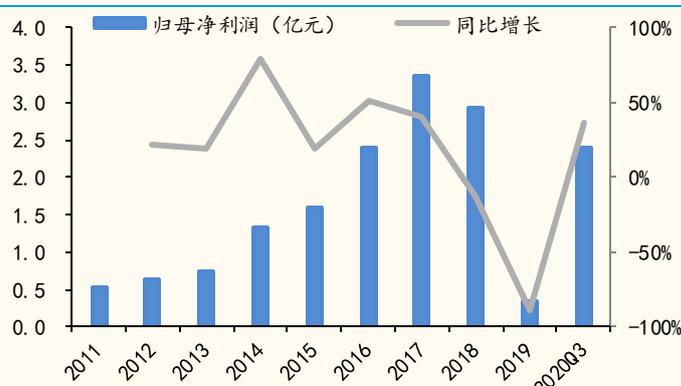
2018-2019 年公司营收及归母净利润持续下滑，2019 年打印机耗材收入下滑 15%，主要受宏观经济形势及行业政策变化的影响，硒鼓终端市场竞争加剧，市场价格下降，计提商誉及资产计提减值总额 1.9 亿元，在 CMP 以及 PI 浆料项目研发投入持续增长。公司发布 2020 年业绩预告，营业收入 17.44—18.22 亿元，同比增长 52%—59%。归属于上市公司净利润亏损 1.77—1.30 亿元，造成亏损的主要原因为打印激光硒鼓市场产能过剩，市场售价显著下滑，以及超俊厂搬迁成本增加导致两家硒鼓成品厂计提了合计 3.7 亿元商誉减值，前期两项激励费用及税金 8,960 万元，汇兑损失 2,650 万元，光电半导体新材料亏损 3,183 万元。此次商誉计提之后，后续硒鼓厂不再有商誉减值风险，2021 年业绩有望迎来拐点。2018 年来公司综合毛利率下滑，且因为并购后业绩不达预期，2019-2020 年持续计提商誉减值压制归母净利润。

图表 24：公司近 10 年营收变化情况，2020 年迎拐点



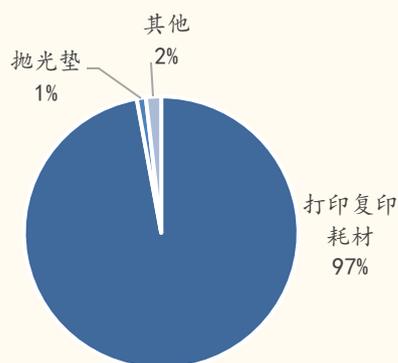
来源：wind，国金证券研究所

图表 25：公司近 10 年归母净利润变化情况



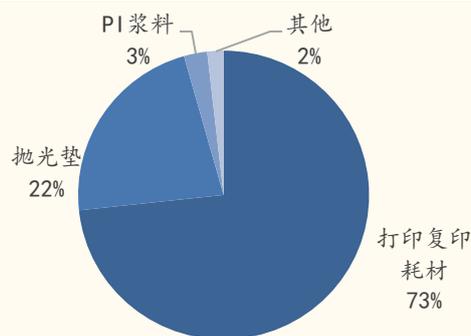
来源：wind，国金证券研究所

图表 26：2020 年上半年公司营收占比



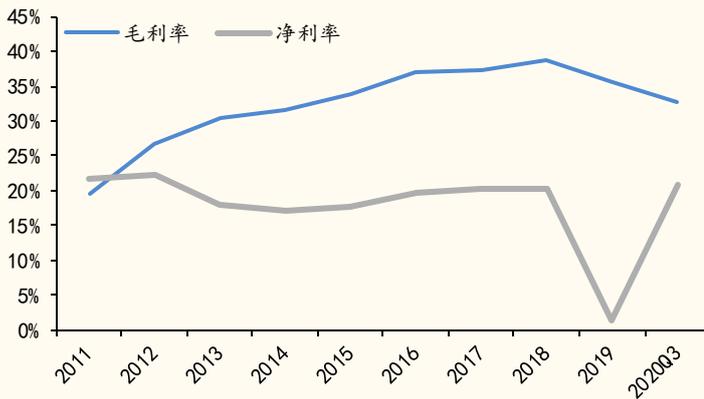
来源：wind，国金证券研究所

图表 27：预计 2022 年公司营收占比，抛光垫占比提升



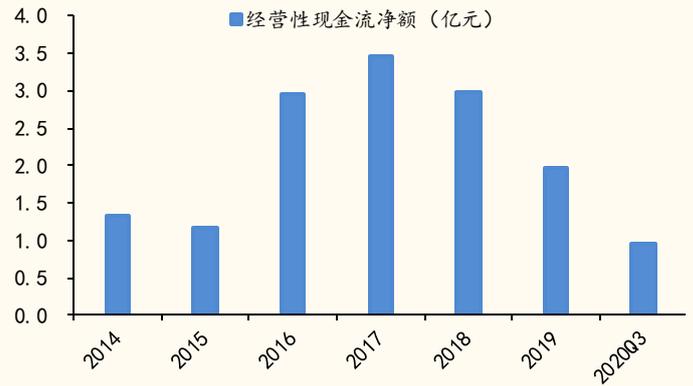
来源：wind，国金证券研究所

图表 28：公司毛利率及净利率



来源：wind，国金证券研究所

图表 29：公司经营性现金流净额



来源：wind，国金证券研究所

## 2、分业务盈利预测

我们非常看好公司半导体和显示面板新材料业务在未来三年对于营收和获利的贡献。抛光垫业务从 2018 年已经开始贡献少量营收，随着认证通过的晶圆厂客户增多以及晶圆厂产能利用率的提升，我们预计 2021 年抛光垫贡献 2.8 亿营收，2022 年贡献 6.9 亿营收。柔性 OLED 基板材料中用到的 PI 浆料国内需求缺口较大，我们预计 2021 年投产后将贡献千万级别营收。

打印机耗材方面：在芯片方面，会有很多新品上市，小幅提升盈利能力；在硒鼓生产方面，通过全自动化产线提升效率，提高销量，降低单位成本等，可以达到持续增长。公司预计耗材业务在新的一年规模将会持续增长，盈利能力将加强。

预计公司 2020-2022 年实现营收分别为 18/24/31 亿元，同比增长 56%、35%、28%。

图表 30：2020-2022 年公司营收拆分预测

	2019H1	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
打印复印耗材收入	542.96	1,115.96	768.90	1618.14	2022.68	2265.40
同比增速			41.61%	45.00%	25.00%	12.00%
毛利率(%)	38.96%	36.48%	31.85%	30.50%	31.50%	32.00%
基础化学品收入			21.09	70.00	91.00	100.10
同比增速					30.00%	10.00%
毛利率(%)			26.38%	26.00%	27.00%	28.00%
CMP 抛光垫收入	0.94	12.30	21.02	78.72	275.52	688.80
同比增速			2136.17%	540.00%	250.00%	150.00%
毛利率(%)				12.39%	20.00%	30.00%
其他业务收入	14.80	20.53		27.72	33.26	36.58
同比增速				35.00%	20.00%	10.00%
毛利率(%)	59.54%	24.22%		30.00%	30.00%	30.00%
总收入(百万)	558.70	1148.79	811.01	1794.58	2422.46	3090.88
同比增速			45.16%	56.21%	34.99%	27.59%
毛利	220.35	412.07	253.06	535.79	754.35	1039.45
毛利率	39.44%	35.87%	31.20%	29.86%	31.14%	33.63%

来源：wind，国金证券研究所

### 3、估值定价：目标市值 210 亿元，给予“买入”评级

营收获利恢复增长，半导体材料等新业务高成长有望带动公司估值切换。公司从通用型打印耗材领域切入芯片制造和显示面板等电子材料领域，未来三年内随着国内晶圆厂扩产和显示面板厂的复苏，新材料业务成长性较为确定。我们预计 2020-2022 年鼎龙股份实现归母净利润为 -1.5/2.9/4.3 亿元，对应 2021-22 年 PE 为 64/44。鼎龙股份业务主要为“CMP 抛光垫+打印机耗材”，参照打印机耗材 P/E 估值法和 CMP 抛光垫 P/S 估值法。

1、鼎龙股份的打印机耗材业务 P/E 估值法：公司 2021 年净利润约 2.9 亿元基本全部由打印机耗材业务贡献，根据 wind 一致预期，打印机耗材可比公司纳思达 2021 年 P/E 为 22x，给予鼎龙约 25x P/E，打印机耗材业务估值约 72.5 亿元；

2、鼎龙股份的半导体 CMP 抛光垫业务的 P/S 估值法：根据 Wind 市场一致预期，中国 CMP 抛光液龙头安集科技 2020-2022 年收入分别为 4.1、5.7、和 7.6 亿元，目前 165 亿元市值对应 PS 分别为 40x、29x 和 22x。安集科技目前已经进入台积电供应，全球市占率超过 2%，国内超过两成，鼎龙抛光垫还处在相对更早期的发展阶段，给予 2021 年 50xPS，对应 138 亿元。

华为、中芯事件凸显国内半导体产业链自主可控的紧迫性和在设备、材料领域的短板，中长期来看半导体材料进一步加速国产化势在必行，公司作为国内高端半导体 CMP 抛光垫量产企业，有望深度受益国产替代。6-12 月目标市值 210 亿元，目标价 22.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 31：半导体材料公司 P/S 对比

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	SPS(万得一致预测均值)			PS		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
1	300666	江丰电子	42.58	5.14	6.50	8.33	8.29	6.55	5.11
2	300655	晶瑞股份	27.61	6.00	7.18	8.63	4.60	3.84	3.20
3	300236	上海新阳	40.33	2.61	3.33	4.18	15.45	12.12	9.66
4	300346	南大光电	28.82	1.26	1.76	2.24	22.95	16.36	12.86
5	603078	江化微	26.99	4.18	6.02	8.12	6.45	4.48	3.32
6	688019	安集科技	300.5	7.70	10.80	14.33	39.02	27.82	20.96
		中位数					11.87	9.33	7.38
		平均数					16.13	11.86	9.19
	300054	鼎龙股份	20.43	1.92	2.60	3.31	10.62	7.87	6.17

来源：wind，国金证券研究所（除鼎龙股份外，其他公司均为 wind 一致预期，股价为 2 月 10 日收盘价）

## 五、风险提示

**抛光垫等半导体新材料业务市场化进度不达预期的影响。**公司目前正处在由打印耗材业务向以抛光垫为核心的半导体材料延伸阶段，由于抛光垫材料的客户大多为晶圆制造厂，相对于原来的耗材产品仍然是一个全新的客户领域，所以在新业务拓展过程中如何快速和晶圆厂建立客户关系仍然具有较大的挑战，因此抛光垫材料等新业务市场化进度不达预期的风险是值得投资者关注的。

**汇率波动风险。**公司国外营收占比较高，2019年国外地区的销售占比达到63%。由于公司目前大多持有美元现金头寸，所以未来由于中美关系仍然存在较大的不确定性，美元兑人民币的汇率变动仍然是一个对于公司的盈利能力影响较大的风险因素。2020年公司的汇兑损益就对公司盈利造成了较大的波动，建议关注汇率波动带来的风险。

**打印耗材行业竞争加剧。**公司在打印耗材中上游碳粉、芯片等占比 1/3，下游硒鼓、墨盒等占比 2/3，如果硒鼓行业产能过剩没有缓解，竞争格局持续恶化，公司毛利率仍将持续收窄，给利润造成不利影响。

**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)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,700</b>	<b>1,338</b>	<b>1,149</b>	<b>1,795</b>	<b>2,422</b>	<b>3,091</b>	货币资金	1,000	952	816	1,030	1,019	1,066
增长率		-21.3%	-14.1%	56.2%	35.0%	27.6%	应收账款	409	426	441	645	852	1,060
主营业务成本	-1,068	-818	-739	-1,259	-1,668	-2,051	存货	256	211	286	378	452	555
%销售收入	62.8%	61.1%	64.3%	70.2%	68.9%	66.4%	其他流动资产	580	495	577	636	643	653
毛利	633	520	410	536	754	1,039	流动资产	2,245	2,084	2,120	2,688	2,966	3,335
%销售收入	37.2%	38.9%	35.7%	29.8%	31.1%	33.6%	%总资产	57.4%	52.6%	50.4%	58.8%	59.9%	61.7%
营业税金及附加	-18	-14	-11	-13	-15	-19	长期投资	195	265	272	272	272	272
%销售收入	1.1%	1.1%	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%	固定资产	420	466	493	568	590	600
销售费用	-70	-73	-75	-108	-133	-155	%总资产	10.7%	11.8%	11.7%	12.4%	11.9%	11.1%
%销售收入	4.1%	5.5%	6.5%	6.0%	5.5%	5.0%	无形资产	1,034	1,129	1,218	944	1,018	1,092
管理费用	-176	-94	-117	-215	-218	-263	非流动资产	1,668	1,876	2,082	1,887	1,983	2,067
%销售收入	10.3%	7.1%	10.2%	12.0%	9.0%	8.5%	%总资产	42.6%	47.4%	49.6%	41.2%	40.1%	38.3%
研发费用	0	-107	-118	-153	-194	-247	<b>资产总计</b>	<b>3,913</b>	<b>3,961</b>	<b>4,202</b>	<b>4,575</b>	<b>4,949</b>	<b>5,402</b>
%销售收入	0.0%	8.0%	10.3%	8.5%	8.0%	8.0%	短期借款	0	0	5	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	369	231	89	48	195	356	应付款项	163	121	162	224	286	335
%销售收入	21.7%	17.3%	7.7%	2.6%	8.0%	11.5%	其他流动负债	77	64	59	231	309	386
财务费用	-22	33	14	-12	15	16	流动负债	240	185	225	455	595	721
%销售收入	1.3%	-2.5%	-1.2%	0.7%	-0.6%	-0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-24	-19	-193	-379	-10	-8	其他长期负债	33	50	78	51	51	51
公允价值变动收益	0	0	6	0	0	0	负债	<b>273</b>	<b>235</b>	<b>303</b>	<b>506</b>	<b>646</b>	<b>772</b>
投资收益	73	44	65	40	60	60	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,590</b>	<b>3,689</b>	<b>3,785</b>	<b>3,946</b>	<b>4,189</b>	<b>4,526</b>
%税前利润	17.3%	13.7%	212.3%	-29.1%	18.2%	12.1%	其中：股本	961	960	981	933	933	933
营业利润	408	323	19	-254	310	474	未分配利润	857	1,104	1,084	939	1,183	1,520
营业利润率	24.0%	24.2%	1.7%	n.a	12.8%	15.3%	少数股东权益	50	37	113	123	113	103
营业外收支	12	0	11	116	20	20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,913</b>	<b>3,961</b>	<b>4,202</b>	<b>4,575</b>	<b>4,949</b>	<b>5,402</b>
税前利润	<b>419</b>	<b>323</b>	<b>31</b>	<b>-138</b>	<b>330</b>	<b>494</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	24.7%	24.2%	2.7%	n.a	13.6%	16.0%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-77	-52	-14	3	-49	-74	<b>每股指标</b>						
所得税率	18.3%	16.1%	46.6%	n.a	15.0%	15.0%	每股收益	0.350	0.305	0.035	-0.155	0.311	0.461
净利润	343	271	16	-135	280	420	每股净资产	3.736	3.842	3.857	4.229	4.490	4.851
少数股东损益	6	-22	-18	10	-10	-10	每股经营现金净流	0.360	0.310	0.172	0.023	0.157	0.270
归属于母公司的净利润	<b>336</b>	<b>293</b>	<b>34</b>	<b>-145</b>	<b>290</b>	<b>430</b>	每股股利	0.100	0.010	0.020	0.000	0.050	0.100
净利率	19.8%	21.9%	3.0%	n.a	12.0%	13.9%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	9.37%	7.95%	0.90%	-3.67%	6.93%	9.51%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	8.60%	7.40%	0.81%	-3.17%	5.87%	7.96%
净利润	343	271	16	-135	280	420	投入资本收益率	8.20%	5.17%	1.21%	1.14%	3.85%	6.54%
少数股东损益	6	-22	-18	10	-10	-10	<b>增长率</b>						
非现金支出	94	94	246	460	105	115	主营业务收入增长率	30.15%	-21.33%	-14.11%	56.21%	34.99%	27.59%
非经营收益	-61	-48	-84	-179	-80	-80	EBIT增长率	38.55%	-37.29%	-61.52%	-46.58%	309.79%	82.98%
营运资金变动	-31	-19	-11	-125	-158	-203	净利润增长率	40.08%	-12.85%	-88.37%	N/A	N/A	48.12%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>346</b>	<b>298</b>	<b>169</b>	<b>22</b>	<b>147</b>	<b>252</b>	总资产增长率	30.96%	1.22%	6.09%	8.89%	8.16%	9.16%
资本开支	-131	-138	-206	-146	-171	-171	<b>资产管理能力</b>						
投资	-660	-34	-77	-5	0	0	应收账款周转天数	85.3	102.0	122.5	110.0	108.0	105.0
其他	4	37	33	40	60	60	存货周转天数	96.8	104.3	122.7	110.0	100.0	100.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-787</b>	<b>-135</b>	<b>-250</b>	<b>-110</b>	<b>-111</b>	<b>-111</b>	应付账款周转天数	49.7	52.2	61.7	55.0	53.0	50.0
股权募资	990	0	38	305	0	0	固定资产周转天数	85.0	112.8	142.0	96.1	70.0	52.5
债权募资	0	0	1	-3	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-75	-214	-123	0	-47	-93	净负债/股东权益	-27.48%	-25.56%	-33.27%	-37.24%	-34.97%	-33.53%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>914</b>	<b>-214</b>	<b>-85</b>	<b>302</b>	<b>-47</b>	<b>-93</b>	EBIT利息保障倍数	16.4	-7.0	-6.5	3.9	-12.7	-22.8
<b>现金净流量</b>	<b>473</b>	<b>-51</b>	<b>-166</b>	<b>213</b>	<b>-11</b>	<b>48</b>	资产负债率	6.98%	5.94%	7.21%	11.07%	13.06%	14.30%

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	3	8	11	18
增持	0	5	7	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.63	1.47	1.42	1.00

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
5	2019-10-28	买入	8.88	N/A

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: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402