

鼎龙股份 (300054.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 22.14元

市场数据 (人民币)

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 9.39 |
| 已上市流通A股(亿股) | 7.16 |
| 总市值(亿元) | 207.90 |
| 年内股价最高最低(元) | 25.58/14.54 |
| 沪深300指数 | 4894 |
| 创业板指 | 3248 |

相关报告

- 《抛光垫业务一季度扭亏为盈，全年高速增长可期-鼎龙股份年报点评》，2021.4.12
- 《CMP抛光垫放量，光电半导体材料版图开启-鼎龙股份深度》，2021.2.18

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

抛光垫盈利超预期，加速打造半导体材料平台

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------|----------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 1,149 | 1,817 | 2,385 | 3,046 | 3,540 |
| 营业收入增长率 | -14.11% | 58.15% | 31.28% | 27.71% | 16.21% |
| 归母净利润 (百万元) | 34 | -160 | 294 | 429 | 552 |
| 归母净利润增长率 | -88.37% | -568.82% | N/A | 46.08% | 28.62% |
| 摊薄每股盈利 (元) | 0.035 | -0.171 | 0.313 | 0.457 | 0.587 |
| 每股经营性现金流净额 | -0.16 | -0.39 | -0.00 | 0.23 | 0.40 |
| 净资产收益率 | 0.90% | -4.50% | 7.64% | 10.15% | 11.78% |
| 市盈率 (倍) | 285.02 | -110.39 | 70.82 | 48.48 | 37.69 |
| 市净率 (倍) | 2.57 | 4.97 | 5.41 | 4.92 | 4.44 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司于8月18日发布2021年半年报，公司实现营收11.0亿元，同比增长35.2% (剔除珠海天路并表影响，同比增长20.4%) 符合预期。
- 上半年实现归母净利润9141万元，同比下滑54.1% (深圳超俊业绩补偿使公司上年同期净利润增加1.06亿元)；扣非归母净利润9516万元，同比增长49.0%，略低于预期。

简评

■ CMP (化学机械抛光) 抛光垫业务上半年加速放量，毛利率达到59%

- 作为国内唯一一家全面掌握抛光垫全流程核心研发和制造技术的CMP抛光垫供应商，公司子公司鼎汇微电子已成为部分客户的第一供应商，Q2销量较Q1环比增长超50%；7月份的单月销量首次突破一万片，且其中12寸产品占比超过80%。
- 上半年抛光垫产品实现销售收入1.04亿元，同比增长394%，实现净利润0.3亿元，维持高增长态势。光电半导体材料 (含CMP抛光垫、PI浆料) 毛利率为59%，2020年全年仅为24.6%。
- 公司成熟产品占有率持续提升，新产品逐步上量。公司在成熟制程产品型号全覆盖，下一阶段完成从成熟到先进制程全型号抛光垫的国产化。公司实现了多型号核心原材料的自研自产，保障供应链安全并优化了产品成本结构。

■ 光电半导体材料平台型公司加速布局

- 清洗液初步建成武汉本部一期2000t/年生产线。推进Cu-CMP、蚀刻清洗液布局，Cu-CMP清洗液已通过国内客户小批量验证，启动28~14nm研究。
- YPI产品持续销售，新产品PSPI、INK进入中试阶段并开始送样测试。
- 新设控股子公司-鼎英材料布局半导体先进封装材料。目前围绕高端界面导热胶、底部填充胶和临时键合胶等产品领域布局。

■ 通用耗材营收9.8亿元，同比增长27%，毛利率下滑至30.6%

- 上游核心耗材：公司复印粉、正电粉销量继续保持稳定增长，碳粉销售毛利率保持稳定增长。耗材芯片实现营收同比增长33%，利润同比增长86%。
- 下游墨盒与硒鼓：再生墨盒销量同比增长37%，硒鼓销量同比增长12%，国内外电商采购量上涨，但受硒鼓市场产能过剩影响，公司硒鼓业务的盈利能力尚待持续提升。

盈利预测及投资建议

- 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2021-2023年实现归母净利润3.0/4.3/5.5亿元，对应PE为71/48/38，维持“买入”评级。

风险提示

- 新材料业务市场化进度不达预期；汇率波动；打印耗材行业竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 主营业务收入 | 1,338 | 1,149 | 1,817 | 2,385 | 3,046 | 3,540 |
| 增长率 | | -14.1% | 58.2% | 31.3% | 27.7% | 16.2% |
| 主营业务成本 | -818 | -739 | -1,221 | -1,577 | -1,914 | -2,153 |
| %销售收入 | 61.1% | 64.3% | 67.2% | 66.1% | 62.8% | 60.8% |
| 毛利 | 520 | 410 | 595 | 808 | 1,132 | 1,387 |
| %销售收入 | 38.9% | 35.7% | 32.8% | 33.9% | 37.2% | 39.2% |
| 营业税金及附加 | -14 | -11 | -12 | -14 | -18 | -21 |
| %销售收入 | 1.1% | 1.0% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |
| 销售费用 | -73 | -75 | -107 | -143 | -168 | -177 |
| %销售收入 | 5.5% | 6.5% | 5.9% | 6.0% | 5.5% | 5.0% |
| 管理费用 | -94 | -117 | -222 | -286 | -366 | -425 |
| %销售收入 | 7.1% | 10.2% | 12.2% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| 研发费用 | -107 | -118 | -165 | -215 | -274 | -319 |
| %销售收入 | 8.0% | 10.3% | 9.1% | 9.0% | 9.0% | 9.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 231 | 89 | 90 | 150 | 306 | 446 |
| %销售收入 | 17.3% | 7.7% | 5.0% | 6.3% | 10.1% | 12.6% |
| 财务费用 | 33 | 14 | -25 | -5 | 0 | 1 |
| %销售收入 | -2.5% | -1.2% | 1.4% | 0.2% | 0.0% | 0.0% |
| 资产减值损失 | -19 | 193 | 376 | -8 | -11 | -6 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 6 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 44 | 65 | 33 | 40 | 40 | 40 |
| %税前利润 | 13.7% | 212.3% | -35.9% | 11.2% | 7.7% | 6.1% |
| 营业利润 | 323 | 19 | -216 | 237 | 396 | 541 |
| 营业利润率 | 24.2% | 1.7% | n.a | 9.9% | 13.0% | 15.3% |
| 营业外收支 | 0 | 11 | 124 | 120 | 120 | 120 |
| 税前利润 | 323 | 31 | -92 | 357 | 516 | 661 |
| 利润率 | 24.2% | 2.7% | n.a | 15.0% | 16.9% | 18.7% |
| 所得税 | -52 | -14 | -39 | -54 | -77 | -99 |
| 所得税率 | 16.1% | 46.6% | n.a | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 271 | 16 | -131 | 304 | 439 | 562 |
| 少数股东损益 | -22 | -18 | 29 | 10 | 10 | 10 |
| 归属于母公司的净利润 | 293 | 34 | -160 | 294 | 429 | 552 |
| 净利率 | 21.9% | 3.0% | n.a | 12.3% | 14.1% | 15.6% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 271 | 16 | -131 | 304 | 439 | 562 |
| 少数股东损益 | -22 | -18 | 29 | 10 | 10 | 10 |
| 非现金支出 | 94 | -82 | -271 | 99 | 116 | 125 |
| 非经营收益 | -48 | -84 | -22 | -155 | -145 | -142 |
| 营运资金变动 | -19 | -11 | 58 | -250 | -197 | -169 |
| 经营活动现金净流 | 298 | -160 | -365 | -2 | 213 | 375 |
| 资本开支 | -138 | -206 | -207 | -205 | -95 | -95 |
| 投资 | -34 | -77 | 21 | -61 | 0 | 0 |
| 其他 | 37 | 33 | -11 | 40 | 40 | 40 |
| 投资活动现金净流 | -135 | -250 | -196 | -226 | -55 | -55 |
| 股权募资 | 0 | 38 | 25 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 0 | 1 | 53 | 358 | 187 | -10 |
| 其他 | -214 | -123 | -34 | -7 | -62 | -111 |
| 筹资活动现金净流 | -214 | -85 | 44 | 351 | 125 | -121 |
| 现金净流量 | -51 | -494 | -518 | 122 | 283 | 199 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 952 | 816 | 1,086 | 1,209 | 1,492 | 1,691 |
| 应收款项 | 426 | 441 | 537 | 707 | 896 | 1,040 |
| 存货 | 211 | 286 | 401 | 451 | 519 | 582 |
| 其他流动资产 | 495 | 577 | 376 | 430 | 444 | 461 |
| 流动资产 | 2,084 | 2,120 | 2,400 | 2,797 | 3,351 | 3,774 |
| %总资产 | 52.6% | 50.4% | 53.9% | 54.4% | 57.7% | 59.7% |
| 长期投资 | 265 | 272 | 318 | 375 | 375 | 375 |
| 固定资产 | 466 | 493 | 684 | 752 | 786 | 807 |
| %总资产 | 11.8% | 11.7% | 15.4% | 14.6% | 13.5% | 12.8% |
| 无形资产 | 1,129 | 1,218 | 982 | 1,116 | 1,192 | 1,267 |
| 非流动资产 | 1,876 | 2,082 | 2,050 | 2,342 | 2,452 | 2,549 |
| %总资产 | 47.4% | 49.6% | 46.1% | 45.6% | 42.3% | 40.3% |
| 资产总计 | 3,961 | 4,202 | 4,450 | 5,139 | 5,804 | 6,322 |
| 短期借款 | 0 | 5 | 70 | 403 | 590 | 580 |
| 应付款项 | 121 | 162 | 301 | 326 | 387 | 418 |
| 其他流动负债 | 64 | 59 | 121 | 125 | 150 | 179 |
| 流动负债 | 185 | 225 | 492 | 854 | 1,127 | 1,177 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 50 | 78 | 229 | 252 | 252 | 252 |
| 负债 | 235 | 303 | 721 | 1,107 | 1,379 | 1,429 |
| 普通股股东权益 | 3,689 | 3,785 | 3,549 | 3,842 | 4,224 | 4,683 |
| 其中：股本 | 960 | 981 | 933 | 933 | 933 | 933 |
| 未分配利润 | 1,104 | 1,084 | 888 | 1,181 | 1,564 | 2,022 |
| 少数股东权益 | 37 | 113 | 180 | 190 | 200 | 210 |
| 负债股东权益合计 | 3,961 | 4,202 | 4,450 | 5,139 | 5,804 | 6,322 |

比率分析

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.305 | 0.035 | -0.171 | 0.313 | 0.457 | 0.587 |
| 每股净资产 | 3.842 | 3.857 | 3.803 | 4.092 | 4.499 | 4.987 |
| 每股经营现金净流 | 0.310 | -0.163 | -0.392 | -0.002 | 0.228 | 0.402 |
| 每股股利 | 0.100 | 0.010 | 0.020 | 0.000 | 0.050 | 0.100 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 7.95% | 0.90% | -4.50% | 7.64% | 10.15% | 11.78% |
| 总资产收益率 | 7.40% | 0.81% | -3.59% | 5.71% | 7.39% | 8.72% |
| 投入资本收益率 | 5.17% | 1.21% | 3.35% | 2.85% | 5.15% | 6.86% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | -21.33% | -14.11% | 58.15% | 31.28% | 27.71% | 16.21% |
| EBIT 增长率 | -37.29% | -61.52% | 1.62% | 66.08% | 104.14% | 45.41% |
| 净利润增长率 | -12.85% | -88.37% | -568.82% | N/A | 46.08% | 28.62% |
| 总资产增长率 | 1.22% | 6.09% | 5.91% | 15.49% | 12.93% | 8.93% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 102.0 | 122.5 | 88.4 | 90.0 | 90.0 | 90.0 |
| 存货周转天数 | 104.3 | 122.7 | 102.6 | 105.0 | 100.0 | 100.0 |
| 应付账款周转天数 | 52.2 | 61.7 | 49.1 | 55.0 | 53.0 | 50.0 |
| 固定资产周转天数 | 112.8 | 142.0 | 117.9 | 92.4 | 72.9 | 61.8 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -25.56% | -33.27% | -33.82% | -26.05% | -25.92% | -27.71% |
| EBIT 利息保障倍数 | -7.0 | -6.5 | 3.7 | 30.7 | -859.3 | -336.8 |
| 资产负债率 | 5.94% | 7.21% | 16.20% | 21.53% | 23.76% | 22.60% |

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