

鼎龙股份 (300054)

证券研究报告

2021年11月30日

引入战投，抛光液、PI 等新品步入加速发展阶段

事件: (1) 鼎龙股份子公司鼎汇微电子引入重要投资方建信信托，建信信托投资 2.1 亿元，交易后持有鼎汇微电子 8% 股权，鼎汇微电子投前估值达到 25 亿元人民币。(2) 公司举办首届新品发布会，发布四款抛光垫以及抛光液、纳米研磨粒子等 CMP 材料新品，以及 OLED 显示用聚酰亚胺、光敏聚酰亚胺、封装墨水等产品。

点评: 引入建信信托投资有利于深化鼎龙股份 CMP 抛光垫等业务的拓展及未来发展，同时拓宽公司融资渠道并充实公司资本实力；新产品的发布进一步丰富了公司半导体材料产品线，扩大了公司在高端半导体材料国产化路线上的优势。我们看好公司在打印耗材+光电半导体材料双轮驱动下快速发展，未来光电半导体材料成为主要增长动力源，带动公司成长为高端材料平台化企业。

1. CMP 抛光垫业务国内市场优势地位已经确立，环比增幅持续显著

(2) 21Q3 公司抛光垫业务营收 0.89 亿元，环比增长 39.21%，净利润 0.45 亿元，环比增长 126.9%；21Q1-Q3 公司抛光垫业务净利率分别为 25.69%/30.89%/50.35%，在营收快速增长的同时净利率亦有大幅提升。(3) 公司 CMP 抛光垫 7 月份单月销量首次突破一万片，其中 12 寸产品占比超过 80% 成为应用主流，相关产品在多个客户端稳步放量，公司已成为部分客户的第一供应商。

2. 抛光液、PI 浆料客户端反馈良好，即将有序放量

(1) 铜制程 CMP 清洗液已在多家客户测试且通过各项测试指标验证，客户反馈良好，已开始进入客户端产品放量测试；武汉本部清洗液一期 2000 吨产线的产能建设预计在今年第四季度完成设备调试并开启试运行；(2) 柔显 YPI 产品持续稳定取得吨级批量订单，为明年规模上量奠定基础；新产品 PSPI 和 INK 中试阶段客户端测试均反馈良好。

3. 打印复印耗材营收同比提升，期待各类产品新增长点出现

(1) 前三季度公司打印复印通用耗材板块实现营业收入 14.55 亿元，同比增长 20%。上游芯片业务增长明显，彩色碳粉和再生墨盒业务优势稳定，硒鼓市场竞争依旧激烈，但超俊科技的硒鼓业务在上半年亏损基础上已有恢复态势。(2) 硒鼓产品方面，预计在耗材行业竞争程度有所缓和、供求平衡恢复、价格回调至合理范围后，公司硒鼓产品的成本优势将会充分体现；墨盒产品方面，在大力发展再制造产业、加强再生资源回收利用、促进经济社会发展全面绿色转型的大背景下，再生墨盒产品将迎来持续的市场发展机会。

4. 投资建议: 我们看好未来光电半导体材料成为公司主要增长动力源，带动公司成长为高端材料平台化企业。我们维持对鼎龙股份的盈利预测：2021-2023 年营收为 23.9/33.0/42.5 亿元，21-23 年净利润为 2.9/4.5/6.4 亿元。同时维持目标价 34.83 元/股，维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济环境变化；产业竞争加剧；项目进展不及预期；新业务发展不及预期。

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	26.48 元
目标价格	34.83 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	940.43
流通 A 股股本(百万股)	717.17
A 股总市值(百万元)	24,902.57
流通 A 股市值(百万元)	18,990.66
每股净资产(元)	4.11
资产负债率(%)	16.20
一年内最高/最低(元)	28.00/14.98

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110517070005
panjian@tfzq.com	
李辉	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110517040001
huili@tfzq.com	
张健	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110518010002
zjian@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《鼎龙股份-首次覆盖报告:打印耗材有望反转, CMP、PI 等半导体材料平台雏形初现》 2021-09-22
- 2 《鼎龙股份-季报点评:业绩持续回升, 静待硒鼓整合见效》 2018-10-27
- 3 《鼎龙股份-半年报点评:硒鼓加速整合经历阵痛期, CMP 业务值得期待》 2018-08-16

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,148.80	1,816.86	2,393.83	3,304.49	4,252.57
增长率(%)	(14.11)	58.15	31.76	38.04	28.69
EBITDA(百万元)	516.35	768.81	360.90	592.49	884.47
净利润(百万元)	34.09	(159.82)	290.43	449.74	637.23
增长率(%)	(88.37)	(568.82)	(281.72)	54.85	41.69
EPS(元/股)	0.04	(0.17)	0.31	0.48	0.68
市盈率(P/E)	730.48	(155.81)	85.74	55.37	39.08
市净率(P/B)	6.58	7.02	6.56	5.97	5.21
市销率(P/S)	21.68	13.71	10.40	7.54	5.86
EV/EBITDA	16.28	21.37	66.73	40.23	26.79

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	816.36	1,086.41	654.07	936.73	1,203.12
应收票据及应收账款	397.62	486.00	935.99	842.40	1,446.23
预付账款	40.22	72.34	41.43	122.04	76.43
存货	285.59	401.28	523.44	695.75	752.61
其他	579.85	354.45	353.13	411.02	395.58
流动资产合计	2,119.64	2,400.47	2,508.06	3,007.93	3,873.97
长期股权投资	262.88	272.44	272.44	272.44	272.44
固定资产	447.03	586.72	624.31	665.17	694.99
在建工程	45.68	97.74	94.64	104.79	92.87
无形资产	294.33	380.12	345.66	311.20	276.73
其他	1,032.17	712.68	696.32	704.69	692.34
非流动资产合计	2,082.09	2,049.70	2,033.38	2,058.29	2,029.37
资产总计	4,201.73	4,450.17	4,541.44	5,066.22	5,903.34
短期借款	4.87	70.01	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	145.66	183.06	274.48	326.54	367.89
其他	74.68	238.62	154.83	183.29	238.61
流动负债合计	225.20	491.69	429.31	509.83	606.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	77.75	229.34	119.18	142.09	163.54
非流动负债合计	77.75	229.34	119.18	142.09	163.54
负债合计	302.95	721.03	548.49	651.92	770.03
少数股东权益	113.35	180.41	195.69	245.66	358.11
股本	981.47	933.02	940.43	940.43	940.43
资本公积	1,876.64	1,554.46	1,554.46	1,554.46	1,554.46
留存收益	3,109.00	2,608.91	2,856.83	3,228.20	3,834.76
其他	(2,181.68)	(1,547.65)	(1,554.46)	(1,554.46)	(1,554.46)
股东权益合计	3,898.78	3,729.14	3,992.95	4,414.30	5,133.31
负债和股东权益总计	4,201.73	4,450.17	4,541.44	5,066.22	5,903.34

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	16.42	(131.04)	290.43	449.74	637.23
折旧摊销	82.24	107.21	59.97	63.46	66.56
财务费用	(5.55)	37.81	(13.59)	(14.21)	(19.11)
投资损失	(65.33)	(32.98)	(47.49)	(47.49)	(47.49)
营运资金变动	343.70	312.29	(625.69)	(117.15)	(472.64)
其它	(173.89)	95.21	15.70	54.97	108.98
经营活动现金流	197.59	388.50	(320.68)	389.32	273.52
资本支出	166.88	(89.95)	170.16	57.09	28.55
长期投资	0.50	9.56	0.00	0.00	0.00
其他	(417.31)	(115.97)	(183.49)	(99.60)	(24.12)
投资活动现金流	(249.93)	(196.36)	(13.34)	(42.51)	4.44
债权融资	4.87	70.01	0.00	0.00	0.00
股权融资	95.31	(82.83)	14.72	14.74	19.65
其他	(188.87)	64.24	(113.05)	(78.89)	(31.20)
筹资活动现金流	(88.69)	51.42	(98.33)	(64.15)	(11.56)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(141.04)	243.56	(432.34)	282.66	266.40

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,148.80	1,816.86	2,393.83	3,304.49	4,252.57
营业成本	739.16	1,221.41	1,536.31	1,991.71	2,398.13
营业税金及附加	10.97	11.86	21.45	27.58	37.00
营业费用	74.68	106.92	142.51	196.72	253.16
管理费用	117.21	221.70	235.10	324.54	417.66
研发费用	117.81	164.57	215.45	297.40	382.73
财务费用	(13.70)	24.58	(13.59)	(14.21)	(19.11)
资产减值损失	(164.25)	(378.19)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
公允价值变动收益	5.79	3.20	0.42	5.00	(3.47)
投资净收益	65.33	32.98	47.49	47.49	47.49
其他	176.44	623.67	(95.82)	(104.99)	(88.04)
营业利润	19.35	(215.85)	314.52	543.24	837.02
营业外收入	14.86	126.13	47.21	47.21	47.21
营业外支出	3.44	2.15	2.06	2.55	2.25
利润总额	30.77	(91.87)	359.67	587.89	881.98
所得税	14.35	39.17	53.95	88.18	132.30
净利润	16.42	(131.04)	305.72	499.71	749.68
少数股东损益	(17.67)	28.79	15.29	49.97	112.45
归属于母公司净利润	34.09	(159.82)	290.43	449.74	637.23
每股收益(元)	0.04	(0.17)	0.31	0.48	0.68

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-14.11%	58.15%	31.76%	38.04%	28.69%
营业利润	-94.01%	-1215.44%	-245.71%	72.72%	54.08%
归属于母公司净利润	-88.37%	-568.82%	-281.72%	54.85%	41.69%
获利能力					
毛利率	35.66%	32.77%	35.82%	39.73%	43.61%
净利率	2.97%	-8.80%	12.13%	13.61%	14.98%
ROE	0.90%	-4.50%	7.65%	10.79%	13.34%
ROIC	0.11%	-11.02%	10.95%	15.10%	22.40%
偿债能力					
资产负债率	7.21%	16.20%	12.08%	12.87%	13.04%
净负债率	-20.81%	-27.26%	-16.38%	-21.22%	-23.44%
流动比率	9.41	4.88	5.84	5.90	6.39
速动比率	8.14	4.07	4.62	4.54	5.15
营运能力					
应收账款周转率	2.85	4.11	3.37	3.72	3.72
存货周转率	4.62	5.29	5.18	5.42	5.87
总资产周转率	0.28	0.42	0.53	0.69	0.78
每股指标(元)					
每股收益	0.04	-0.17	0.31	0.48	0.68
每股经营现金流	0.21	0.41	-0.34	0.41	0.29
每股净资产	4.03	3.77	4.04	4.43	5.08
估值比率					
市盈率	730.48	-155.81	85.74	55.37	39.08
市净率	6.58	7.02	6.56	5.97	5.21
EV/EBITDA	16.28	21.37	66.73	40.23	26.79
EV/EBIT	19.01	24.55	80.03	45.06	28.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com