

分析师： 原材料与机械装备小组
Tel: 010-59355991
Email: yuwl@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



鼎龙股份 (300054. SH)

新建项目发展值得期待

投资要点

- 公司主要产品集中于信息化学品领域。公司主要产品碳粉用电荷调节剂、商业喷码喷墨和高端树脂显色剂电荷调节剂，公司盈利能力的上升主要来自于电荷调节剂的毛利增长。
- 国内电子成像显像专用信息化学品行业仍将快速发展。随着我国办公自动化设备领域的消费及生产能力的提升，碳粉产量年均增速达30%，同时带动了电荷调节剂市场规模的不断扩大，预计2011年碳粉用电荷调节剂需求量将达到4,525吨。
- 公司未来发展值得期待。随着主要产品电荷调节剂产能的扩张及新产品彩色聚合碳粉的产业化，公司在国际及国内市场的占有率不断提升。

存在风险

- 公司风险因素主要在于两个方面：一是公司所从事电子成像显像专用信息化学品细分行业行业竞争加剧；二是新产品彩色聚合碳粉的市场需求低于预期。

投资建议

- 初步预计公司2009年—2011年收入分别为2.30、亿元、2.9亿元和3.5亿元，摊薄后每股收益分别为0.61元、0.85元和1.21元。预计上市定价36元左右，建议谨慎申购。

合理估值区间(元)	
-----------	--

发行上市资料

发行价格(元)	30.55
发行市盈率(倍)	89.85
发行股数(万股)	1500
发行后总股本(万股)	6000
发行日期	2010/2/2
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	国泰君安
上市日期	1900/1/1

基础数据(发行前)

每股净资产(元)	2.74
总股本/流通A股(万股)	4500/0
流通B股/H股(万股)	0/0
2010年2月2日	

相关研究

盈利预测

项目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万)	197.88	209.43	230.37	287.97	345.56
增长率(%)	69.40	5.84	10.00	25.00	20.00
净利润(百万)	26.25	29.66	36.86	51.02	72.61
增长率(%)	358.79	12.99	24.27%	38.42%	42.33%
EPS(元)	0.58	0.66	0.61	0.85	1.21
毛利率(%)	14.06	16.21	21.00	22.00	25.00
净资产收益率(%)	32.35	26.77	3.34	4.42	5.92

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2006A	1.93	1.71	50.56	0.00	0.00
2007A	8.43	7.84	39.83	9.02	22.03
2008A	3.49	3.26	42.77	12.31	19.94

来源：招股说明书、民族证券

正文目录

一、公司主要产品为专用信息化学品.....	3
二、信息化学品行业处于快速发展期.....	3
1、公司主要产品上下游行业分析.....	3
2、公司主要产品电荷调节剂市场潜力巨大.....	3
3、国内碳粉用电荷调节剂市场将快速发展.....	4
三、公司是国内信息化学品行业龙头企业.....	5
1、公司主要产品销售增长迅速.....	5
2、公司产品售价变化不大.....	5
3、公司产品毛利率逐年提升.....	6
4、公司产品市场占有率不断提升.....	6
四、公司募资项目分析.....	7
五、公司盈利预测.....	7
六、公司估值.....	8
七、公司风险因素.....	8

图表目录

图 1：公司发行前股权结构.....	3
图 2：打印机销售量持续增长.....	4
图 3：2005-2010 碳粉需求数量.....	4
图 4：国内电荷调节剂需求预测.....	5
图 5：2006-2009 公司主要产品销售收入.....	5
图 6：2007-2009 公司主要产品单价增长率.....	6
图 7：2006-2009 公司主要产品毛利率.....	6
图 8：2008 年国际碳粉市场份额.....	6
表 1：公司主要募资项目.....	7
表 2：公司盈利预测.....	7

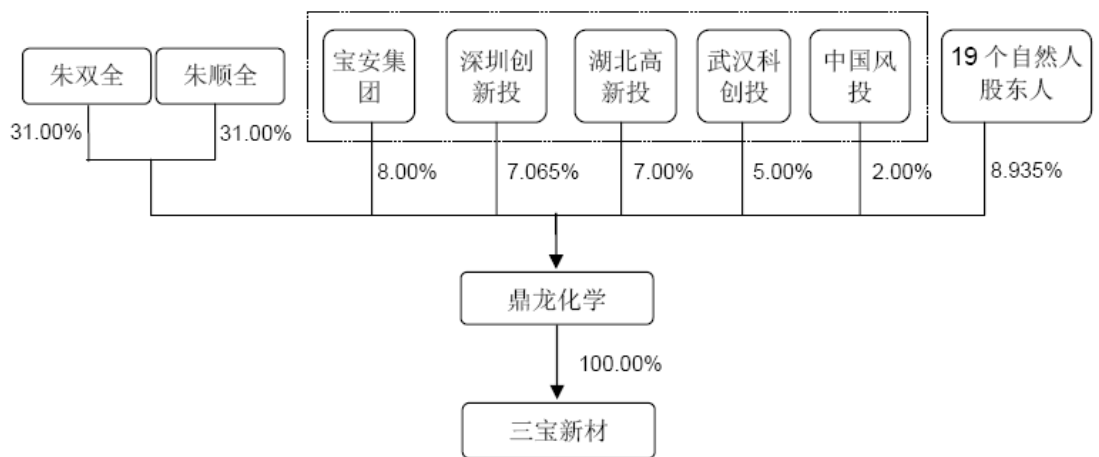
一、公司主要产品为专用信息化学品

公司自成立一直专业从事电子成像显像专用信息化学品的研发、生产和销售及相关贸易业务。电子成像显像专用信息化学品为公司主导产品，目前主要包括两大系列：碳粉用电荷调节剂；商业喷码喷墨和高端树脂显色剂。2009年1-6月公司电子成像显像专用信息化学品的主营业务毛利占比分别为90.45%。

湖北鼎龙前身为湖北鼎龙化工有限责任公司，2008年4月整体变更为湖北鼎龙化学股份有限公司，注册资本为4500万元。发起人为朱顺全、朱双全与宝安集团、深圳创新投、湖北高新投、武汉科创投、中国风投5位法人以及其余19名自然人股东。。公司共同实际控制人朱双全、朱顺全。

公司发行前股本4,500万股，本次发行1,500万股，发行价30.55元/股，按2009年业绩预测业绩计算的发行市盈率为50倍。2008年公司收入2.09亿元，毛利率16.2%，净利润2966万元，净资产收益率26.8%，每股净资产2.46元，每股收益0.65元。

图1：公司发行前股权结构



数据来源：招股说明书

二、信息化学品行业处于快速发展期

1、公司主要产品上下游行业分析

公司所处行业为电子成像显像专用信息化学品行业，其上游行业为化工基础原料和精细化学中间体行业，公司主要原料氨基苯酚、二叔丁基水杨酸等均为精细化学中间体产品，占原材料总成本的比重较高，存在较大关联性。

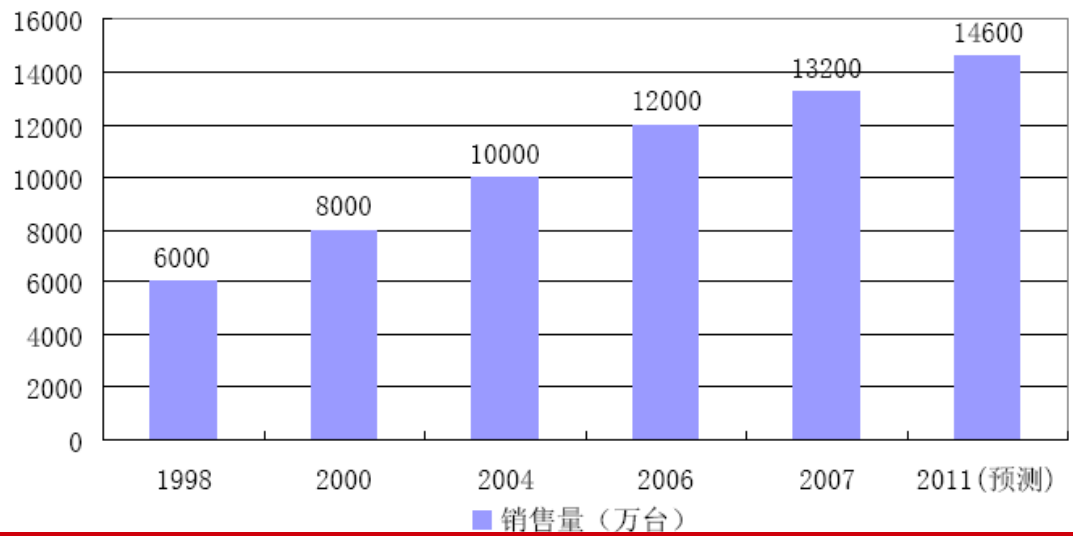
电子成像显像专用信息化学品的下游行业为电子信息产品制造行业，包括电子成像、显像、显色；电子标识、标记；微电子印刷电路板，柔性电路连接、电子密封等与IT制造相关及延伸的众多电子信息产业。电子成像显像专用信息化学品为上述行业的必备材料，存在很强的关联性。

2、公司主要产品电荷调节剂市场潜力巨大

电子成像显像专用信息化学品是信息化学品领域的核心材料之一，是我国打印、复印核心耗材自主化生产的基础。碳粉作为打印、复印的主要耗材，其需求量几年来也稳步增长，根据 GENESIS 株式会社的统计，全球碳粉消耗量由2005年的15.75万吨增至2008年的18.80

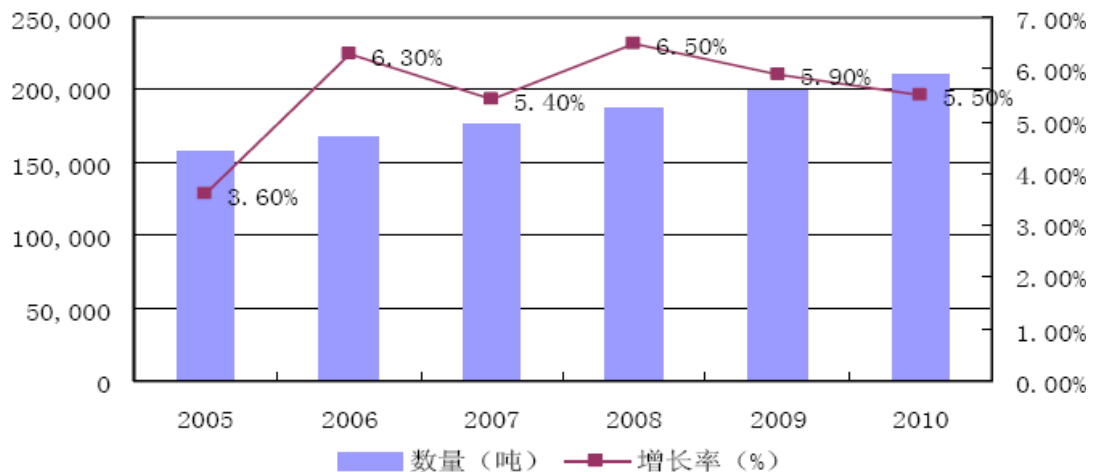
万吨，平均年增长率为 6.46%，预计未来全球碳粉市场未来将继续稳定增长，至 2010 年将达到 21 万吨。

图 2：打印机销售量持续增长



数据来源：招股说明书

图 3：2005-2010 碳粉需求数量



数据来源：招股说明书

电荷调节剂作为碳粉中不可或缺的重要电荷材料，在信息化学品领域中受到了极大的关注，其市场规模和未来的发展潜力可观，全球对此类信息化学品新材料的需求量正与日俱增。

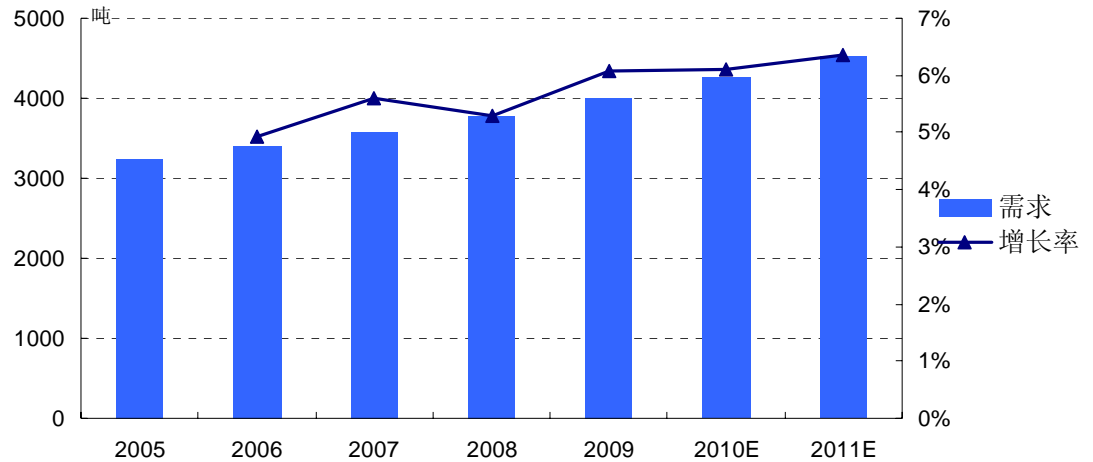
3、国内碳粉用 电荷调节剂市场将快速发展

随着经济的发展，国家在教育、文化方面投资的扩大，中国已成为世界最大的办公用品消费国之一。根据预测，2012 年中国打印机耗材市场总体销售额将达到 19.65 亿美元，2007-2012 年中国打印机耗材市场的复合增长率为 10.6%。

在消费需求增长的同时，我国的办公自动化设备生产能力也得到了快速的提升。据中国工业和信息化部统计显示，2008 年我国共生产各类复印机达 504 万台，较 2007 年增长 38.70%；生产打印机 4,334 万台，较 2007 年增长 2.34%。打印机和复印机市场的发展带动了电子成像显像专用信息化学品市场需求的增长，碳粉产量从 2002 年的 1,822 吨增至 2006 年的 5,000 吨，年均增速达 30%。随着我国的办公自动化设备的需求的增长和生产能力的进一步提升，预计我国未来碳粉市场将持续保持高速增长。

作为碳粉中不可或缺的重要电荷材料，电荷调节剂的需求量随着碳粉的增长稳步上扬。根据中国复印设备与器材专业协会统计，电荷调节剂占碳粉重量比为 1-3%，2005 年至 2008 年电荷调节剂的用量从 3,240 吨增长至 3,780 吨，年均增长率为 5.27%，预计未来仍将保持稳定增长，到 2011 年碳粉用电荷调节剂需求量将达到 4,525 吨。

图 4：国内电荷调节剂需求预测



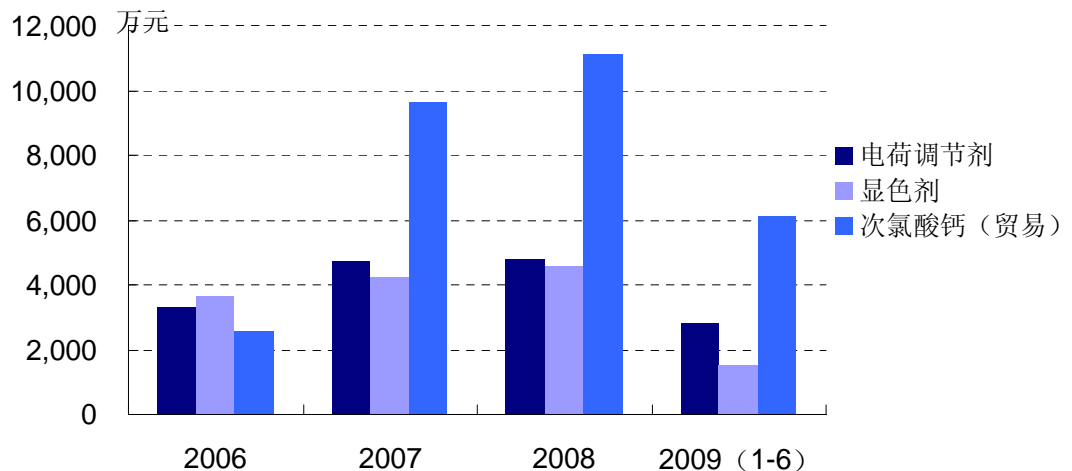
数据来源：招股说明书 民族证券

三、公司是国内信息化学品行业龙头企业

1、公司主要产品销售增长迅速

公司自主研发的电荷调节剂产品进入市场后，打破了日本的垄断地位。2006 年至 2008 年，公司电荷调节剂产品全球市场占有率分别为 4.85%、5.69%、6.12%，目前已达约 7% 的全球市场份额。近几年来，公司生产的电荷调节剂已逐步替代了进口，占领了国内电荷调节剂 30% 的市场份额。2009 年 1-6 月公司电荷调节剂产品产量达到 114 万吨，产能利用率超过 90%。由于具有产业链上下游配套的优势，电荷调节剂分散液可大大提高彩色聚合碳粉带电量与起电速度，提高打印速度与效果，将会为公司的彩色聚合碳粉赢得更多的市场份额。

图 5：2006-2009 公司主要产品销售收入

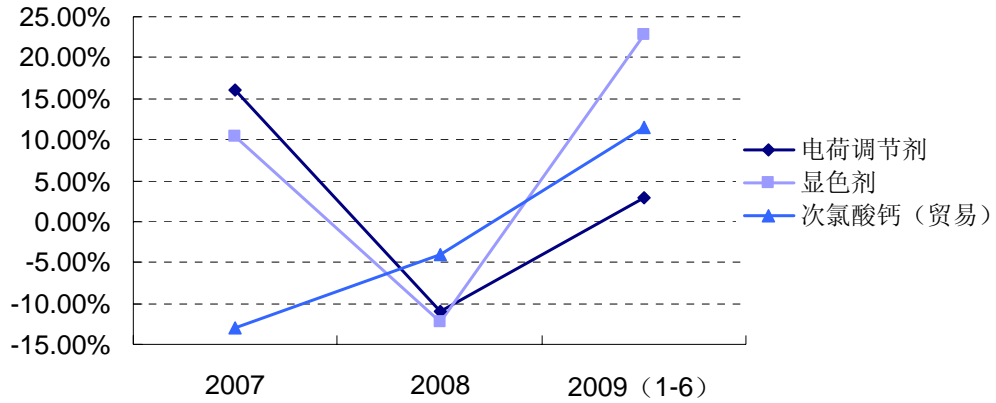


数据来源：招股说明书 民族证券

2、公司产品售价变化不大

随着公司生产技术的日益成熟，电荷调节剂的价格趋势变化不大，平均单价由 2006 年度的 200.31 元/千克上升 2008 年的 206.68/千克，年平均复合增长率达 1.58%。另一主要产品显色剂的价格变化也日趋平稳

图 6：2007-2009 公司主要产品单价增长率

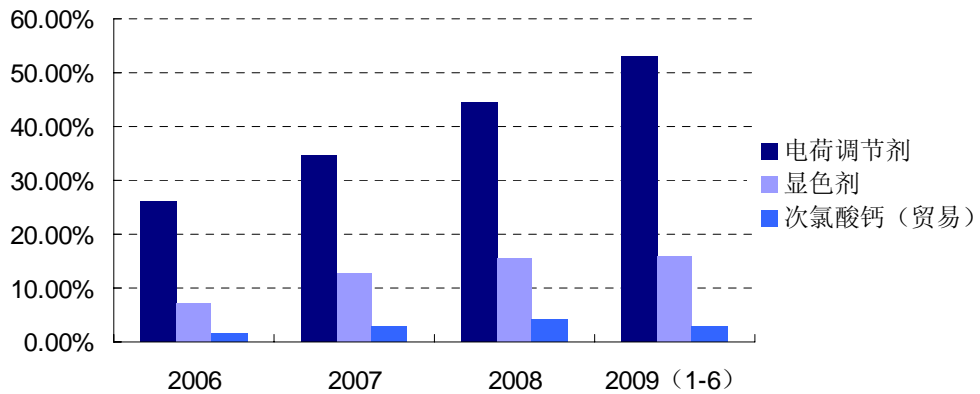


数据来源：招股说明书 民族证券

3、公司产品毛利率逐年提升

公司主要产品产能利用率逐步提高，规模效益逐步显现，且产品的市场占有率不断上升，提升了公司产品的总体毛利率。因此公司主要产品一直保持了较高的毛利率水平，并且逐年上升。

图 7：2006-2009 公司主要产品毛利率

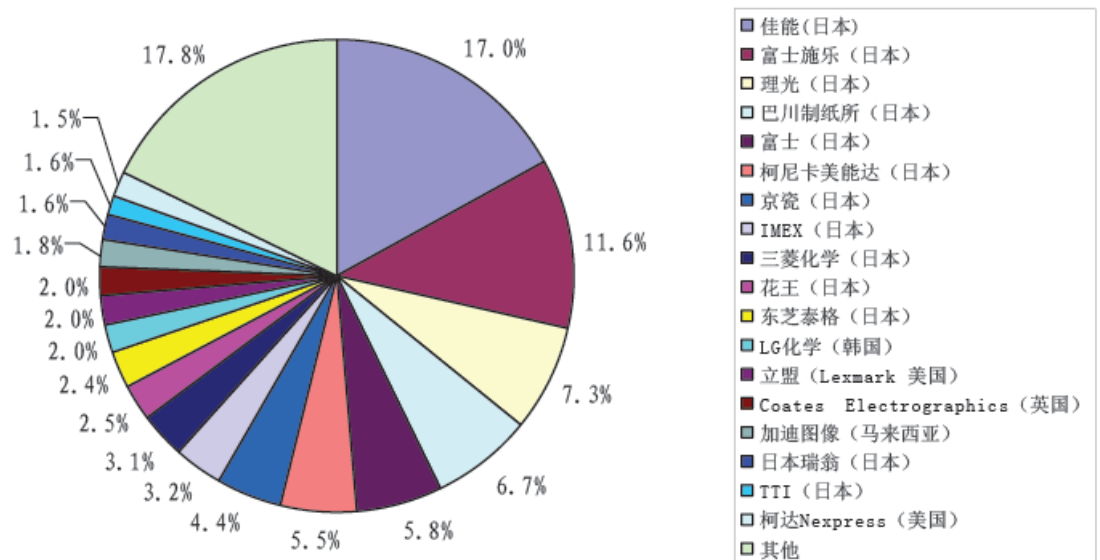


数据来源：招股说明书 民族证券

4、公司产品市场占有率不断提升

复印、打印等数码影像技术均起源于欧美和日本，电子成像显像专用信息化学品制造技术长期以来一直为欧美和日本垄断。目前从碳粉生产上的分布来看，全球碳粉生产商仍主要分布在日本、美国、欧洲等发达国家和地区。但公司目前电荷调节剂产品全球市场占有率已达 7%；国内市场占有率高达 30%。

图 8：2008 年国际碳粉市场份额



数据来源：招股说明书

从墨水和添加剂生产上的分布来看，普通墨水、表面活性剂、普通显色剂主要产地均在中国等发展中国家，而如永久着色的喷墨墨水、电荷调节剂、纳米显色剂等专业墨水和高性能添加剂仍然主要由欧美日等少数厂商所控制。

四、公司募资项目分析

公司募集资金项目主要用于现有产品主导产品电荷调节剂产能扩张，以及新产品彩色聚合碳粉的产业化。公司募资项目投向产品均处于需求快速扩张阶段，因此预计公司募资项目将会带来较好的收益。

表 1：公司主要募资项目

项目名称	投资总额(万元)	预计建设周期
电荷调节剂技术改造项目	12675	3 年
彩色聚合碳粉产业化项目	14536	2.5 年

数据来源：招股说明书 民族证券

五、公司盈利预测

初步预计公司 2009 年—2011 年收入分别为 2.30 亿元、2.87 亿元和 3.45 亿元，收入增长主要来自现有产品电荷调节剂产能增长及新产品彩色聚合碳粉，摊薄后每股收益分别为 0.61 元、0.85 元和 1.21 元。

表 2：公司盈利预测

单位：百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	209.43	230.37	287.97	345.56
二、营业总成本	186.23	199.53	243.72	279.37
营业成本	175.49	181.99	224.61	259.17
营业税金及附加	0.5	0.55	0.58	0.69
销售费用	5.03	4.61	5.76	6.91
管理费用	6.68	6.91	7.20	6.91
财务费用	-1.41	0.46	0.58	0.69
资产减值损失	-0.06	5.00	5.00	5.00

三、其他经营收益		0.00	0.00	0.00
投资净收益		0.00	0.00	0.00
四、营业利润	23.21	30.85	44.24	66.19
加：营业外收支	11.13	11.52	14.40	17.28
五、利润总额	34.34	42.36	58.64	83.46
减：所得税	4.68	5.51	7.62	10.85
六、净利润	29.66	36.86	51.02	72.61
少数股东损益		0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	29.66	36.86	51.02	72.61
总股本	45.00	60.00	60.00	60.00
EPS（元）	0.66	0.61	0.85	1.21

资料来源：民族证券

六、公司估值

目前创业板公司按 2009 年预测业绩估算的平均 PE 为 50 倍左右，近期创业板化工类企业按 2009 年预测业绩估算的 PE 为 60 倍左右。据此预计公司上市后股价有望达到 36 元左右，建议谨慎申购。

七、公司风险因素

公司风险因素主要在于两个方面：一是公司所从事电子成像显像专用信息化学品细分行业行业竞争加剧；二是新产品彩色聚合碳粉的市场需求低于预期。

分析师简介

2007年4月毕业于天津大学化工学院，工学硕士。之后进入资产评估公司，从事资产评估工作，熟悉企业会计及财务分析。2008年加入中国民族证券有限公司，供职于研究发展中心行业与上市公司部，主要负责化工行业及上市公司的研究工作。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn