

彩色碳粉带来公司业绩飞速增长

——鼎龙股份（300054）调研快报

2010年3月15日

中性/首次

化工行业

调研快报

杨若木 基础化工行业分析师
010-6650 7316

证券资格编号：S1480209110083

事件：

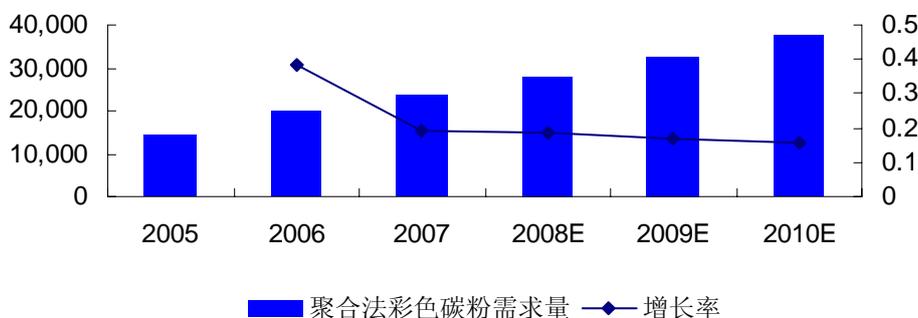
我们于3月10日至鼎龙股份调研，与公司董秘一起了解公司现有的项目发展情况，以及募集资金建设项目建设和未来的市场情况进行沟通。

1. 彩色碳粉是公司成长性的最大看点

公司是国内第一家进入彩色聚合碳粉场的生产商，彩色聚合碳粉项目已于2009年9月被科技部列入国家高新技术研究发展计划（863计划）新材料技术领域重点项目指南，受到政府的很大支持。长期以来由于彩色聚合碳粉一直为日本、欧美等彩色碳粉厂商垄断，国内尚没有能够生产彩色碳粉的企业。目前，公司彩色聚合碳粉中试产品已达到了国际同类产品的先进水平，成本和预期市场售价均有明显优势。公司募集资金建设的项目1500吨的彩色聚合碳粉的产能，预计今年年底能够建设完成100吨的产能，剩余项目的投产情况根据第一条线的销售状况来确定未来的项目建设进度。目前按照市场价格彩色碳粉的价格在70万元/吨，如果1500吨项目能够顺利投产，并实现销售，按照目前的市场价格可以达到10亿元的销售收入，远远高于现在的每年2个亿的销售收入，而且毛利率水平要高于现在公司业务毛利率水平，能够给公司的业绩带来前所未有的改变。

彩色激光打印机价格不断下调，普及率越来越高，由此导致彩色碳粉需求的快速增长，复印打印行业已进入彩色化时代。并且聚合彩色碳粉在色彩的清晰度和牢固程度要超过性能表现物理彩色碳粉，根据GENESIS株式会社的统计，聚合碳粉在全球碳粉销售总量的比例从2005年的9.12%上升至2007年的13.44%，预计2010年该比例将继续扩大至18.05%。聚合彩色碳粉需求量每年将会以15%的速度增长。

图1：聚合彩色碳粉需求量的增长情况分析



资料来源：GENESIS 株式会社，东兴证券研究所

2. 电荷调节剂是公司现在的主打产品，成长前景仍然看好

电荷调节剂是打印、静电复印和静电印刷用碳粉的电荷控制剂，用于赋予并调节碳粉的带电量。电荷调节剂是公司业务的主要利润来源，2009年1-6月、2008年度、2007年度和2006年度主营业务毛利占比分别为77.90%、62.76%、64.50%和64.79%。

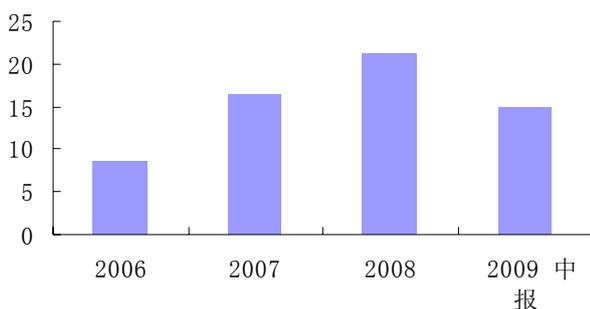
公司电荷调节剂主要面对的是国际市场，在全球的市场占有率分别为4.85%、5.69%、6.12%，目前已达约7%的全球市场份额，占领了国内电荷调节剂30%的市场份额。

目前公司拥有250吨的产能，在募集资金建设项目投产以后，产能达到1500吨，如果能够顺利投产，公司的产能将会在全球占有30%的市场份额。

公司电荷调节剂产品进入国际市场后，打破了日本在此领域二十多年的垄断地位。在电荷调节剂方面，竞争优势明显，产品的品种多于主要竞争对手，而且通过技术改造，工艺上采取水相法生产，能够大大降低生产成本，产品价格方面一般要比日本企业低20%左右价格。国际上，日本在碳粉的生产占到全球的61%，公司的产品主要用于出口，日本是最重要的市场。现在随着日元升值，生产碳粉的企业开始增加，日本对自身降低成本也很看重。公司在服务日本的客户，首先着眼于为日本大型碳粉企业的海外子公司服务，使公司的产品能够率先进入到客户的供货系统中，然后打入的日本本部的生产企业，日本本土对电荷调节剂的需求量在全球有很大的比例，这是公司未来市场重点开发地。

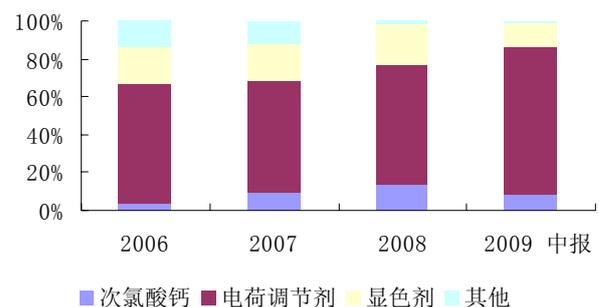
公司在电荷调节剂方面毛利率逐渐上升，已经由26%上升至53%，主要来源于三个方面：1.工艺上不断优化，产品的成本逐渐降低；2.随着技术水平的提高，产品的收率在上升；3.水相法的生产能够使公司产品的成本下降。

图 2：电荷调节剂销售收入



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 3：电荷调节剂在各项业务中的占比



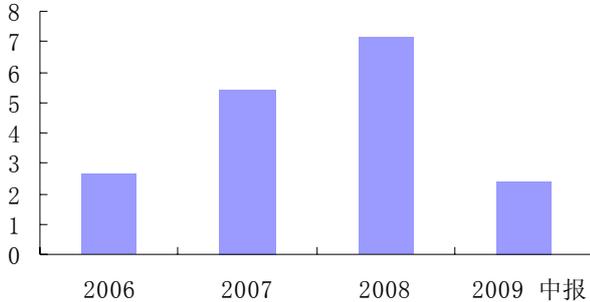
资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

3. 显色剂在公司业务的占比在下降

显色剂的毛利率相比于电荷调节剂的毛利率要低得很多，而且显色剂受金融危机影响，产品毛利波动较大，公司在未来发展上对该项业务的重视会逐渐下降，但是未来为使业务覆盖面更为全面，仍然会保留该业务适

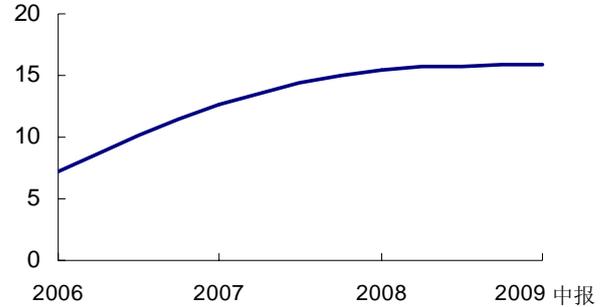
度的增长。

图 4：显色剂销售收入增长情况分析



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

图 5：显色剂的毛利率情况分析



资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

盈利预测及投资评级：今年年底前公司的募投项目彩色碳粉的第一条线的 100 吨项目和电荷调节剂的 1250 吨项目建成投产。应该说公司的募投项目机遇与挑战并存。电荷调节剂一直是公司的老项目，过去有 250 吨，此次的产能扩张需要几年的时间能够实现完成达到满负荷生产，这方面的生产情况，我们不必太担心。而彩色碳粉是公司的新项目，在中试阶段产能仅仅达到几百公斤，虽然性能各方面还都是很好，应该说化工在产能放大方面不可避免会面临一些问题。在盈利预测方面我们采取了相对较为保守的方式，预计 09-11 年的每股收益分别为 0.70 元、0.87 元、1.16 元，目前价格为 51.03 元，估值偏高，给予“中性”评级。

利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	197.88	209.43	229.00	296.40	423.54
营业成本	170.07	175.49	188.38	226.90	290.40
营业费用	3.56	5.03	4.58	5.93	8.47
管理费用	6.67	6.68	7.33	9.48	13.55
财务费用	0.95	(1.41)	2.17	3.73	5.75
投资收益	8.49	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	24.68	23.21	25.99	49.64	104.36
利润总额	28.34	34.34	36.49	60.14	114.86
所得税	2.09	4.68	4.93	8.12	15.51
净利润	26.25	29.66	31.56	52.02	99.35
归属母公司所有者的净利润	26.25	29.66	31.56	52.02	99.35

NOPLAT	23.73	18.83	24.36	46.17	95.24
每股净收益 (元)	0.58	0.66	0.70	0.87	1.66

资产负债表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	64.55	88.19	80.15	103.74	148.24
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	18.10	15.93	18.82	24.36	34.81
预付款项	2.85	18.46	27.88	39.22	53.74
存货	7.73	9.87	9.29	11.19	14.32
流动资产合计	109.56	151.38	156.69	205.11	289.12
非流动资产	25.27	42.23	86.54	101.35	115.46
资产总计	134.83	193.60	243.22	306.46	404.57
短期借款	0.00	0.00	29.06	65.42	117.37
应付帐款	3.01	1.83	2.58	3.11	3.98
预收款项	1.35	0.48	0.48	0.48	0.48
流动负债合计	12.99	43.36	64.27	108.43	169.96
非流动负债	40.70	39.45	37.38	30.44	17.35
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	81.13	110.79	141.57	167.59	217.26
净营运资本	96.57	108.02	92.42	96.68	119.15
投入资本 IC	46.58	52.60	120.49	159.26	216.39

现金流量表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	26.25	29.66	31.56	52.02	99.35
折旧摊销	10.42	10.90	0.00	5.19	5.90
净营运资金增加	96.57	11.45	(15.60)	4.26	22.48
经营活动产生现金流	510.38	538.21	16.13	41.92	81.06

投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	(48.26)	(20.00)	(20.00)
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	24.10	1.67	(16.56)
现金净增(减)	124.03	281.64	(8.04)	23.59	44.50

分析师简介

杨若木

工学硕士，石油和化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。