

2010年3月12日

天龙集团

拥有技术创新与服务创新 的精细化工企业

发行价格：28.8 元

投资要点：

1、丙烯酸树脂专有合成技术，确保企业竞争优势。公司丙烯酸乳液生产工艺主要采用成膜流变型聚丙烯酸无皂乳液的合成技术。该技术已于2006年被列为广东省科技计划项目，公司该项核心技术已获得国家知识产权局颁发的发明专利权证书。

2、创新的服务模式确保公司盈利能力可持续。行业内率先推出的“驻厂调墨”服务模式，优质的服务提高了市场竞争力和产品附加值，强化了公司的优势地位，确保了公司盈利能力。

3、市场空间巨大，募投项目提高企业生产产能，企业利润稳步增长。我国水性油墨复合年均增长率达 18.22%。募投项目完全达产后将拥有年产 3.42 万吨水性油墨产能，企业盈利能力有显著性增强。

盈利预测与估值。募投项目顺利投产假设的前提下，我们对公司产品进行预测，得出公司 2010~2011 年摊薄后的 EPS 为 0.64、0.67。给与 2010 年 45 倍 PE，我们认为合理的发行价格为 28.8 元。

新材料组

0512-62938653

jjazhitao1978@hotmail.com

发行数据

发行前总股本(万)	5000
本次发行股数(万)	1700
发行后总股本(万)	6700

	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	234	273	320
归属母公司的净利润(百万元)	36	44	48.8
毛利率 (%)	36.37	37	37
ROE (%)	24.84	9	10
每股收益(元)	0.54	0.64	0.67

目录

1. 公司简介.....	3
2. 油墨行业分析.....	4
2.1. 我国政府对油墨环保问题日益重视.....	6
2.2. 行业的主要壁垒.....	6
3. 天龙油墨：掌握树脂关键技术的企业.....	6
3.1. 水性油墨毛利率分析.....	8
4. 盈利预测.....	9
5. 风险提示.....	10

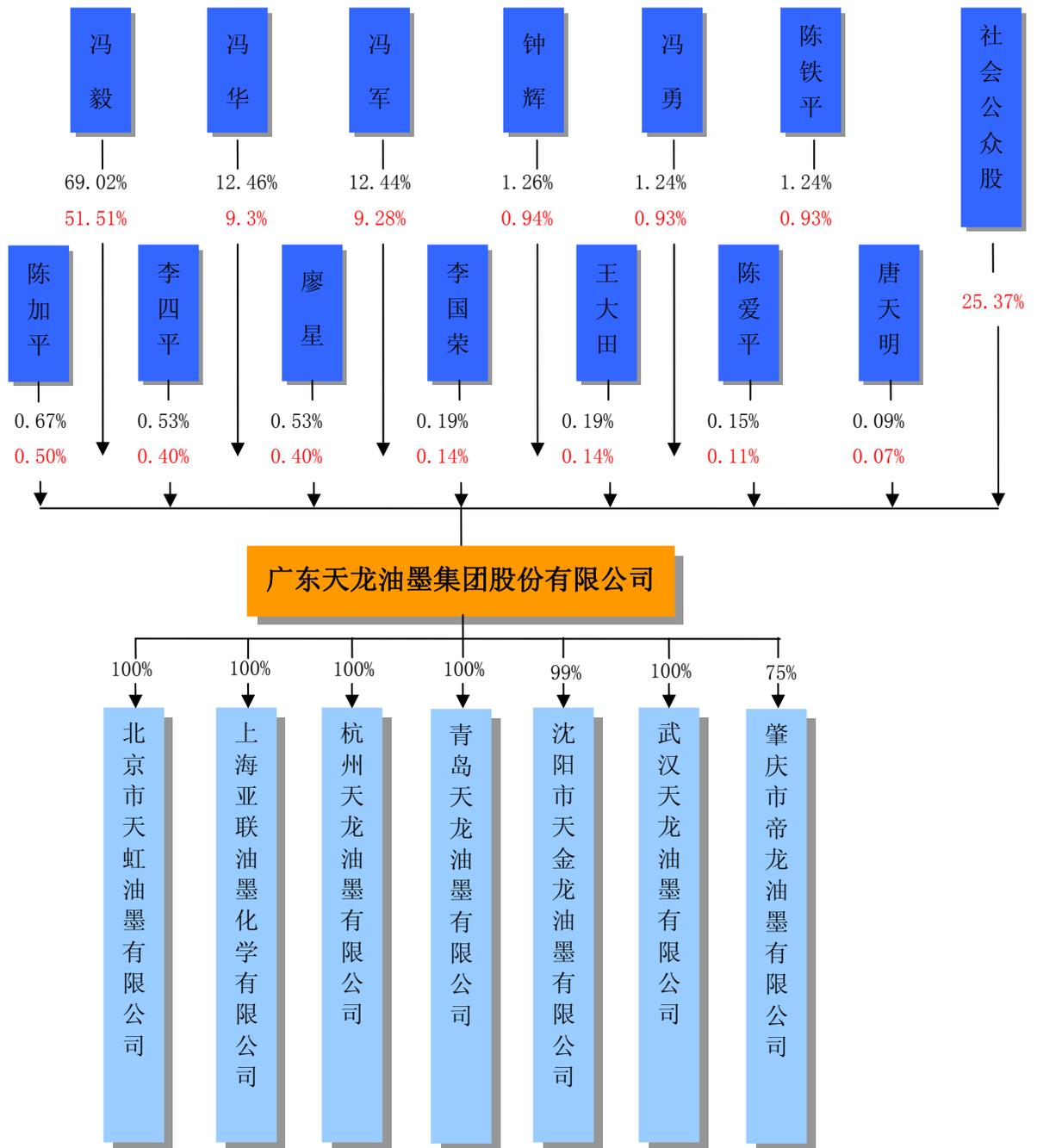
图表目录

图 1 天龙油墨发行前后股权结构.....	3
图 3 我国水性油墨行业年产统计情况.....	5
图 4 油墨的分类.....	5
图 5 天龙油墨 2009 年主营业务收入构成.....	7
图 6 公司营销网络示意图.....	8
图 7 水性油墨最近三年毛利率.....	9
表格 1 水性油墨最近三年经营情况.....	8
表格 2 销售预测.....	9

1. 公司简介

天龙油墨集团股份有限公司是由天龙有限于 2007 年 8 月 8 日整体变更设立的股份有限公司，总股本 5000 万股，股东共由 13 名自然人构成。此次天龙油墨预计发行不超过 1,700 万 A 股，A 股发行后，控股股东冯毅的股权比重将由原来的 69.02% 下降到 51.51%，社会公众股东持股比例将为 25.37%。

图 1 天龙油墨发行前后股权结构



注：红色字体为发行后股权结构

资料来源：招股说明书

天龙油墨设立以来，一直专注于水性油墨业务。公司在合成树脂技术取得了突破，确立了业内的领袖地位。形成了集水性油墨研发、生产、销售及售后服务于一体的完整产业链。

主导产品环保型水性油墨占公司产销量的 80%以上。

2. 油墨行业分析

全球油墨行业持续增长。据中国油墨网资料显示，2006 年全球市场油墨销售额约 150 亿美元，油墨总产量约 360 万吨，其中北美洲 105 万吨，南美洲 25 万吨，欧洲 120 万吨，亚洲 110 万吨。

随着全球经济一体化发展，世界油墨行业竞争激烈，各大企业并购频繁，**行业集中度不断提高**。如大日本油墨化学工业株式会社(DIC)通过收购美国太阳化学(Sun Chemical)和法国高氏·劳瑞(Coates LorilleUS)公司，成为世界最大的油墨企业，2007 年油墨销售额达 65 亿美元，约占全球油墨市场的三分之一。2005 年 9 月德国盛威科集团(Siegwerk)完成对锡克拜包装油墨部门的收购，成为当年全球第二大包装油墨生产商，并跻身于全球四大油墨制造商之列。2005 年 10 月德国琥珀集团(Amber Group)对印度麦珂尔油墨有限公司进行收购(Micro inks)，收购完成后的营业额达近十亿美元，成为世界第五大油墨生产商。

我国油墨工业起步较晚，与欧美发达国家油墨产业的规模相比，差距较大。但随着国民经济的快速增长，下游包装、印刷行业的发展，我国油墨工业取得了长足发展。根据中国油墨协会相关资料显示，我国油墨年产量已从 1995 年的 10 万吨左右，发展到 2008 年的 43 万吨，销售额约为 91 亿元，年均增长率保持在 10%以上，成为世界第四大油墨生产国，仅次于美国、日本和德国。

油墨作为现代印刷工业的基础原材料，其发展与国民经济发展息息相关，与印刷工业的发展更为密切。自改革开放以来，随着我国经济的快速增长，印刷工业也取到较大的发展，2008 年我国印刷工业总产值达到 4,750 亿元，占当年 GDP 的 1.58%，提前超额完成我国印刷工业“十一五”规划中 2010 年实现 4,400 亿的目标。受益于国内印刷工业的快速发展，我国油墨消费量、版材消耗量和纸及纸板等印刷耗材均保持两位数的高速增长。

图 2 我国水性油墨行业年产统计情况



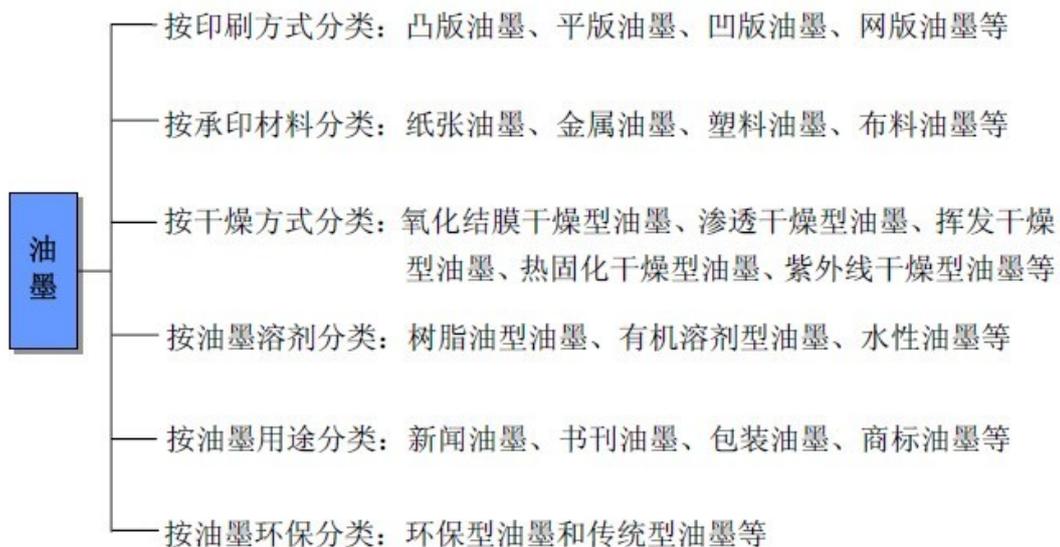
资料来源：招股说明书

油墨的定义和分类：

油墨是一种具有一定颜色的胶黏流体物质，是由有色料、连接料、填充料及辅助剂等物质组成的均匀混合物。油墨是印刷信息传媒中的一种重要色体材料，其性能直接影响到印刷中的转移过程和印刷后的图文信息再现质量，因此在印刷过程中要求具有鲜艳的色彩、良好的印刷适性和满意的干燥速度，还需具有耐酸、碱、水、光、热等特性。

油墨的种类繁多，主要分类方式如下图所示：

图 3 油墨的分类



资料来源：招股说明书

若我国水性油墨使用比例达到美国等发达国家的使用水平，即 95% 印刷和 80% 的凹版印刷均采用水性油墨，以 2008 年国内油墨销售量 43

万吨、销售额 91 亿元的口径计算,我国水性油墨销售量可达 13.76~16.34 万吨,销售金额可达 29.12~34.58 亿元,而我国 2008 年水性油墨实际销售量仅为 7.97 万吨,与经济发达国家相比存在较大的差距,我国水性油墨存在巨大市场发展空间。

2.1. 我国政府对油墨环保问题日益重视

2009 年 6 月 1 日起,《食品安全法》和《食品容器、包装材料用添加剂使用卫生标准》正式生效,明确要求食品包装材料用添加剂要达到包装材料在与食品接触时,在推荐的使用条件下,迁移到食品中的添加剂不得危害人体健康且不得使食品发生性状改变等,同时在达到预期效果下应当尽量减少添加剂的使用量。国家烟草专卖总局颁布的中华人民共和国烟草行业标准 YC 263—2008《卷烟条与盒包装纸中挥发性有机化合物的限量》,从 2008 年 7 月 1 日起正式实施,对卷烟条与盒包装纸中挥发性有机化合物的限量指标做了明确规定。

2.2. 行业的主要壁垒

油墨行业属于技术密集型企业,技术壁垒主要体现两方面:一方面是新型合成树脂和油墨配方的研究开发,这一壁垒已经成为跨国油墨企业形成并保持其在该领域竞争优势的核心要素;另一方面则来自生产工艺的突破和优化,同时在销售环节需要完善的技术服务配套体系。

尽管油墨行业在我国有近 30 年的发展经验,但多数企业没有专门的人才培养机制,新进入的中小企业缺乏经过长期生产实践培养出来的专业技术人员,人才匮乏已成为限制国内新建油墨企业发展的一大障碍。

印刷企业对油墨的选购主要依赖经验,对质量稳定、服务良好的企业较为信赖,新企业或新产品进入市场需强化油墨使用技术指导与品牌推广。中国印刷企业众多,终端客户高度分散,一家新的企业进入市场,产品被市场认可且具有一定的知名度情况下才能着手构建销售网络,同时需要投入巨大的人力、财力。销售网络的构建困难成为新企业进入的市场壁垒。

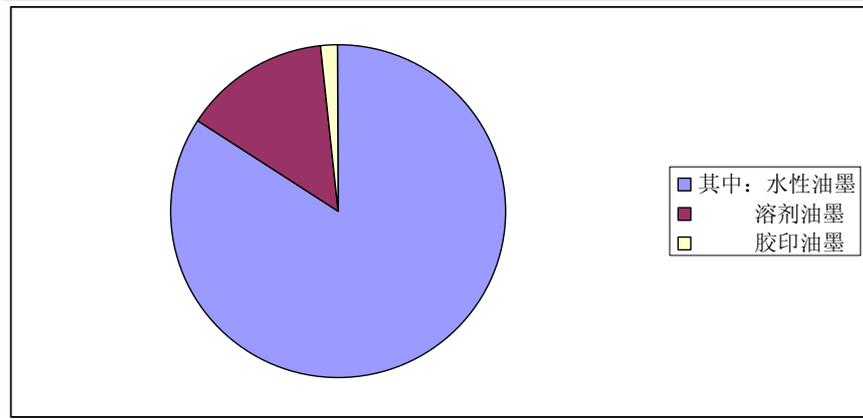
油墨行业在我国处于行业发展的初级阶段,众多小规模厂商在低端市场的竞争较为激烈,但在中高端市场目前供给增长落后于需求。拥有自主品牌,能为客户提供售后技术服务的企业可获得较高的行业利润,从事低端油墨产品竞争企业的利润相对较低。未来由于需求的持续上涨,行业集中度的不断提高,整个油墨行业的利润水平将保持相对稳定。

3. 天龙油墨:掌握树脂关键技术的企业

公司目前国内领先的水性油墨研究开发基地。公司是国家高新技术企业、国家火炬计划研发单位、肇庆市自主创新优势企业。截至 2009 年 12 月 31 日,公司拥有研发技术人员 35 人,拥有 2 项发明专利和 3 项

水性油墨生产核心技术，在同行业处于领先水平。

图 4 天龙油墨 2009 年主营业务收入构成



资料来源：招股说明书

公司在水性油墨系列产品及合成树脂等方面的研发水平处于国内领先，自主研发合成的水性丙烯酸树脂打破我国此类产品完全依靠进口的格局，填补国内空白，使公司水性油墨产品在市场上具有较强的竞争力。目前公司已研发 14 种不同性能树脂产品，并开发出具有高光泽、抗水性强、抗磨性好、干燥速度快等不同性能指标的水性油墨产品。

根据《中国水性油墨研究报告》（2009 年）统计数据，2006~2008 年我国水性油墨的产量分别为 5.65 万吨、6.79 万吨和 7.97 万吨，公司的销售量分别为 9,921 吨、11,762 吨、12,572 吨，市场占有率分别为 17.56%和 17.32%和 15.77%，连续多年市场占有率位居国内行业第一。

公司承接的国家火炬计划项目“连续法本体聚合高分散性水溶性丙烯酸树脂的制备方法及其在油墨中的应用”取得成功，已获得国家发明专利；“成膜流变型聚丙烯酸酯无皂乳液的合成工艺及其在油墨中的应用”

树脂技术是企业核心竞争力

基于国内印刷企业使用水性油墨过程中存在着更多个性化服务需求，公司率先在业内推行“零距离”、“零损耗”、“零库存”的驻厂调墨销售服务模式。公司为每家核心客户派驻一至三名调墨员，全程跟踪客户的印刷生产过程，为客户提供专业化的油墨印刷技术解决方案。经过长期积累，公司“驻厂调墨”销售服务模式日趋成熟和完善，最大限度地保证客户产品印刷质量，维护客户利益，有利于公司与核心客户保持长期稳定的合作关系，提高市场竞争力。

截至 2009 年 12 月 31 日，公司共有驻厂客户 263 家，调墨员 432 人。报告期内，驻厂客户实现的销售收入占当期主营业务收入的比例分别为 61.63%、63.98%和 62.20%，公司与核心客户的长期良好合作，确保了公司营业收入和利润的稳定增长。

图 5 公司营销网络示意图



备注：★为公司生产基地总部；●为公司控股子公司；■为销售分公司
资料来源：招股说明书

根据我国印刷产业分布状况，公司选择在肇庆、北京、上海、武汉、杭州、青岛、沈阳等地建立了 7 个生产基地，构建起科学的生产基地覆盖网络，能够快速为周边区域的印刷生产商提供油墨配套服务。

公司生产基地前沿化布局，首先能够满足市场多批次、小批量客户的需求，极大地提高供货速度，降低运输成本，从而扩大销售范围，增加收入来源。

3.1. 水性油墨务毛利率分析

新型水性油墨可广泛应用于金银卡纸、铜版纸、白板纸、瓦楞纸箱、不干胶纸、塑料薄膜等包装印刷、烟包印刷、标签印刷及书刊杂志的印刷等，特别适宜于各种卫生条件要求严格的包装印刷产品，如食品包装、医疗用品及医药包装、酒包装、玩具包装、衣物包装、化妆品包装等。

表格 1 水性油墨最近三年经营情况

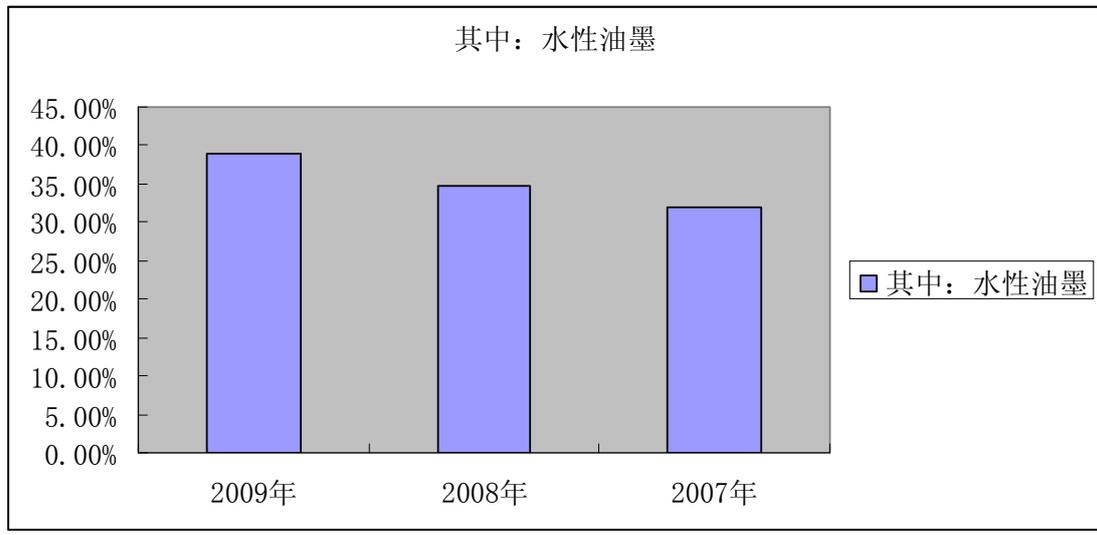
项 目	2009年度	2008年度	2007年度
水性油 销售收入（万元）	19,694.10	17,908.17	16,428.56
墨 营业成本（万元）	12,004.88	11,670.77	11,191.44
销售量（吨）	14,716	12,572	11,762

资料来源：招股说明书

公司水性油墨产品毛利率保持在 30%以上，行业的整合力度进一步加大，企业的毛利率有望持续提高。树脂技术的掌握，有效降低了原材料降成本；公司驻厂调墨服务模式的推广，确保下游产品的销售稳定增

长。

图 6 水性油墨最近三年毛利率



资料来源：招股说明书

4. 盈利预测

1、假设公司募投项目顺利投产，我们预计公司 2010~2011 年水性油墨销量为 1.76 万吨、2.12 万吨。毛利率未来三年均维持在 2009 年水平 39% 左右。

2、溶剂油墨和胶印油墨的产能并没有扩大，我们预计 2010~2011 年溶剂油墨的销量在产能限制下与 2009 年持平，销售价格不变；创造利润保持在 2009 年的水平。

表格 2 销售预测

单位 (万元)		2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
水性油墨	销售收入	16428.56	17908.17	19694.1	23584	28,274
	销售成本	11191.43	11670.77	12004.89	14386	17247
	毛利率 (%)	31.88	34.83	39.04	39	39
溶剂油墨	销售收入	1746.44	2937.7	3360.2	3363	3363
	销售成本	1613.55	2365.14	2657.37	2565	2565
	毛利率 (%)	7.61	19.49	20.92	20.92	20.92
胶印油墨	销售收入	189.97	316.71	382.9	382.9	382.9
	销售成本	230.79	195.76	252.25	252.25	252.25
	毛利率 (%)	-21.49	38.19	34.12	34.12	34.12

(总) 销售收入	18364.97	21162.58	23437.2	27329	32019
销售成本	13035.77	14231.67	14914.51	17333	20,867
毛利率 (%)	29.02	32.75	36.36	37	37

资料来源：招股说明书 东吴证券研究所

在前面假设的前提下，我们对公司分产品进行预测，得出公司2010~2011年摊薄后的EPS为0.64、0.67。给与2010年45倍PE，我们认为合理的发行价格为28.8元。

5. 风险提示

技术失密风险

成树脂技术目前是企业主要核心竞争力，技术存在外泄可能。这就使公司可能面临导致部分技术或配方失密的局面，从而对公司正常的生产经营产生不利影响。

环保风险

公司目前“三废”排放达到了环保规定的标准。但是随着国家对环保认识的进一步增强，未来颁布新的法律法规，可能会提高环保标准，届时公司将面临环保要求不达标而引致的风险。

利润表

科目(百万元)	2009A	2010E	2011E
营业总收入	234	273	320
营业成本	149	173	208
营业税金及附加	1	1	2
销售费用	13	16	19
管理费用	26	28	30
财务费用	2	0	0
资产减值损失	1	0	0
其他经营收益	0	0	0
营业利润	43	55	61
利润总额	45	55	61
减 所得税	9	10	11
净利润	36	44	48.8
减 少数股东损益	0	0	0
归母公司净利润	36	44	48.8

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5%~+5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5%~+5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>