

鼎龙股份（300054） 特种化工

成长空间巨大的电子信息化学品龙头

| | | | | | | |
|------|----|------|---|-----|-------|---|
| 投资评级 | 推荐 | 公司评级 | A | 收盘价 | 50.31 | 元 |
|------|----|------|---|-----|-------|---|

投资要点:

- 公司是我国电子成像显像信息化学品龙头企业, 主要产品有碳粉用电荷调节剂、商业喷码喷墨显色剂及高档树脂着色剂, 产品 90% 以上出口到日、美、欧等地。公司目前拥有年产 250 吨电荷调节剂能力, 市场占有率位列全球第三, 国内第一。
- 公司先后被认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”、国家级“高新技术企业”、国家级“创新型企业”。公司产品被授予 3 项“国家级重点新产品”称号, 多个产品被列入《中国高新技术出口产品目录》。
- 公司掌握了四大系列电荷调节剂产品的核心专利技术, 是目前全球唯一公开披露掌握“水相法”技术的电荷调节剂厂商。公司募投项目年内建成后, 电荷调节剂产能将由目前的 250 吨增长至 1500 吨, 约占全球市场需求的 1/3。
- 彩色聚合碳粉产业化项目于 2009 年 9 月被科技部列入国家高技术研究发展计划(863 计划)新材料技术领域重点项目指南。公司生产彩色聚合碳粉预计比日本三菱化学在日本的生产成本至少低 30%, 公司将具有明显的竞争优势。募投项目 1500 吨产能只占市场需求的不足 3% 份额, 未来成长空间巨大。
- 预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.78、1.53、2.97 元, 公司电荷调节剂和彩色碳粉产品技术壁垒高, 盈利能力强, 毛利率高, 未来产能及盈利存在较大增长空间。目前创业板化工行业 2011 年平均市盈率 36 倍左右, 公司估值相对行业平均水平偏低, 给予公司推荐投资评级。

| | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 209 | 233 | 254 | 412 | 657 |
| 营业收入增长率 | 5.8% | 11.0% | 9.4% | 62.1% | 59.3% |
| 净利润(百万元) | 30 | 39 | 47 | 92 | 178 |
| 净利润增长率 | 13.0% | 30.9% | 19.9% | 96.6% | 94.5% |
| EPS(元) | 0.49 | 0.65 | 0.78 | 1.53 | 2.97 |
| ROE | 26.77% | 26.7% | 7.6% | 13.1% | 20.3% |
| P/E | 102 | 78 | 65 | 33 | 17 |
| P/B | 27.3 | 20.8 | 5.0 | 4.3 | 3.4 |
| EV/EBITDA | 134 | 85 | 57 | 23 | 12 |

2010 年 6 月 3 日

主要数据

| | |
|---------------|------------------|
| 52 周最高/最低价(元) | 67.51/33.03 |
| 上证指数/深圳成指 | 2571.42/10188.14 |
| 50 日均成交额(百万元) | 68.56 |
| 市净率(倍) | 20.73 |
| 股息率 | 0.80% |

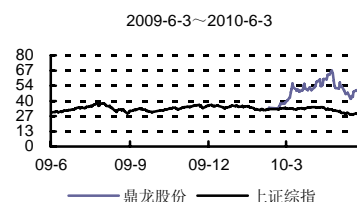
基础数据

| | |
|-----------|---------|
| 流通股(百万股) | 15.00 |
| 总股本(百万股) | 60.00 |
| 流通市值(百万元) | 752.10 |
| 总市值(百万元) | 3008.40 |
| 每股净资产(元) | 2.42 |
| 净资产负债率 | 62.81% |

股东信息

| | |
|-------|---------|
| 大股东名称 | 朱双全、朱顺全 |
| 持股比例 | 46.50% |

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

| | |
|---------|----------------------------|
| 研究员: | 张晓辉, 周海鸥 |
| 执业证书编号: | S0020108091184 |
| 电话: | 021-51097188-1929 |
| 电邮: | zhangxiaohui@gyzq.com.cn |
| 联系人: | 赵喜娟 |
| 电话: | (86-21) 51097188-1952 |
| 电邮: | zhaoxijuan@gyzq.com.cn |
| 地址: | 中国安徽省合肥市寿春路 179 号 (230001) |

目 录

| | | |
|--------|-----------------------|---|
| 第 1 部分 | 公司概况 | 3 |
| 1.1 | 电子成像显像信息化学品龙头企业..... | 3 |
| 1.2 | 行业标准制定者..... | 3 |
| 第 2 部分 | 碳粉行业稳定增长 | 4 |
| 第 3 部分 | 电荷调节剂将占全球 1/3 市场..... | 5 |
| 3.1 | 技术全球领先 | 5 |
| 3.2 | 应用领域不断拓展 | 6 |
| 3.3 | 电荷调节剂毛利率持续上升 | 6 |
| 第 4 部分 | 彩色碳粉业务前景广阔..... | 6 |
| 第 5 部分 | 盈利预测与投资建议 | 7 |
| 风险提示 | | 9 |

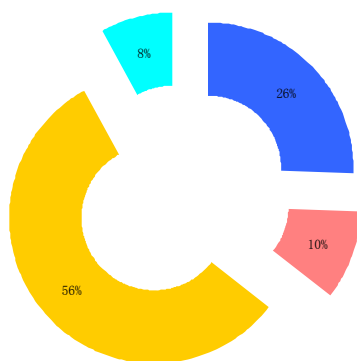
第 1 部分 公司概况

1.1 电子成像显像信息化化学品龙头企业

公司是我国电子成像显像信息化化学品龙头企业，专业从事电子成像显像专用信息化化学品的研发、生产与销售及相关贸易业务。主要产品有碳粉用电荷调节剂、商业喷码喷墨显色剂及高档树脂着色剂，产品 90%以上出口到日、美、欧等地。公司碳粉用电荷调节剂于 2002 年进入国际市场，打破了日本企业在此领域 20 多年的垄断，目前拥有年产 250 吨电荷调节剂能力，电荷调节剂市场占有率位列全球第三，国内第一。公司成功研制聚合法彩色碳粉，并经工信部指定为干式化学法（聚合法）彩色碳粉行业标准的第一起草人，为公司未来新的利润增长点。

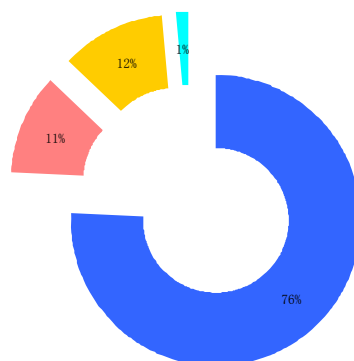
电荷调节剂是公司目前主要的利润来源，2009年公司电荷调节剂产品产销量、市场占有率均保持稳定增长，全球市场占有率约为7%。随着公司生产的电荷调节剂逐步替代进口，国内电荷调节剂市场占有率已达30%。

图01：2009年公司收入构成



■ 电荷调节剂 ■ 显色剂 ■ 次氯酸钙 ■ 其他

图02：2009年公司毛利构成



■ 电荷调节剂 ■ 显色剂 ■ 次氯酸钙 ■ 其他

资料来源：公司公告、国元证券

1.2 行业标准制定者

公司一直秉承“技术专利化、专利产业化、产业标准化、标准国际化”的技术发展战略，已掌握了四大系列电荷调节剂产品的核心专利技术、兼容型彩色碳粉生产技术和商业喷码喷墨及高端树脂显色剂系列产品的技术，并超前研发、储备了一批新产品技术。

公司先后被认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”、国家级“高新技术企业”、国家级“创新型企业”。已承担并完成重点国家火炬计划、科技型中小企业技术创新基金、科技兴贸行动计划、国家中小企业发展专项等7项国家级科技计划项目，目前正承担国家发改委、工业和信息化部下达的重点产业振兴和技术改造、科技型中小企业技术创新基金2项国家级项目。公司产品被授予3项“国家级重点新产品”称号。截至2009年中期，公司获国内外发明专利11项，其中国内9项、日本2项；已申请并处于公示期的发明专利13项，其中美国6项、日本5项、国内2项。公司已通过了13项REACH认证预注册和注册，多个产品被列入《中国高新技术出口产品目录》。

公司做为第一起草人制定5项国家行业标准，其中4项已颁布实施。在电荷调节剂领域，作为国家标准局复印及打印技术标准委员会指定的CCA行业标准第一起草人，公司制定的四大类CCA行业标准已获国家发改委审核通过并颁布实施。在彩色聚合碳粉领域，公司已经工信部指定为干式化学法（聚合法）彩色碳粉行业标准的第一起草人，目前已完成标准的起草工作。

第 2 部分 碳粉行业稳定增长

电子成像显像专用信息化学品是指基于电子成像原理的打印、复印、数字显像、喷码等所需着色材料及附属添加剂的统称。按照应用领域的不同，电子成像显像专用信息化学品在复印和打印领域可以划分为：墨水、碳粉、附属添加剂三大类。公司现在的主要产品电荷调节剂和显色剂属于添加剂类，电荷调节剂用于使碳粉带电，显色剂用于墨水和碳粉显色，而募投项目之一的彩色聚合碳粉属于碳粉类。

表01：碳粉的原料

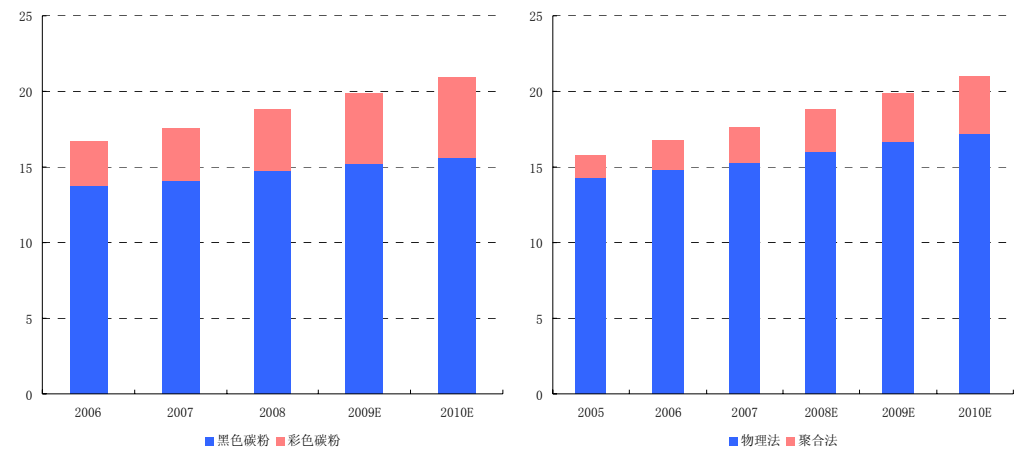
| 原材料 | 材料名称 | 主要功能 |
|---------|------------------------------|-----------------------|
| 树脂 | 苯乙烯/共聚合树脂，聚酯 | 粘附于纸张，防止重影，便于保存 |
| 颜料（非磁性） | 黑：炭黑，黄：染料， 品红：蒽醌染料，青色：铜酞菁 | 产生可见影像 |
| 磁性材料 | 磁粉，铁氧体 | 产生合适的磁特性 |
| 电荷调节剂 | 苯胺黑，季铵盐 偶氮金属 物，金属水杨酸化合物 | 摩擦产生电荷，快速形成静电 |
| 石蜡 | 小分子PP&PE | 防止定影时产生重影，提高定影效果，便于保存 |
| 添加剂 | 砂土，二氧化钛，氧化铝等 | 有助于碳粉的流动，调节摩擦电特性，便于保存 |

资料来源：国元证券

据日本电子情报技术产业协会统计，全球打印机销量从1998年的6000万台增长至2007年的1.32亿台，累计增幅达120%，预计2011年销量将增加至1.46亿台。碳粉作为打印、复印设备的主要耗材，需求量也同步增长。据GENESIS统计，全球碳粉消耗量由2005年的15.75万吨增至2008年的18.8万吨，平均年增长率为6.46%，预计未来全球碳粉市场将继续稳定增长，2010年有望达到21万吨。

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%，聚合碳粉将成为未来碳粉，特别是彩色碳粉的发展趋势。

图03：全球碳粉需求量稳定增长



资料来源：公司公告、国元证券

IDC数据显示，2009年在整体打印外设市场受到严重影响的情况下，国内彩色激光产品仍然保持了17.5%的年增长率，特别是彩色激光多功能产品，更是实现了63%的高速增长。

第3部分 电荷调节剂将占全球1/3市场

3.1 技术全球领先

公司已经掌握了四大系列电荷调节剂产品的核心专利技术，是目前全球唯一公开披露掌握“水相法”技术的电荷调节剂厂商。“水相法”工艺只需少量有机溶剂加入水中作为反应介质，提高了生产过程的安全性，降低了环保风险，减少了工艺步骤，降低了能耗，已获国内发明专利2项，同时美国专利正处于公示期。

公司开发出电荷调节剂的液态分散技术，而现有的电荷调节剂生产商均不能提供电荷调节剂的分散液，此项技术降低了碳粉生产商的工艺复杂性和生产成本，将成为公司未来在电荷调节剂生产上的技术优势之一。

公司通过自主开发出四大类电荷调节剂12种，而竞争对手日本东方化学仅能生产7个品种，日本保土谷仅能生产6个品种。

表02：公司电荷调节剂产品与竞争对手对应产品品种数量

| 类别 | 系列 | 鼎龙股份 | 东方化学 | 堡土谷 |
|-------|------------|------|------|-----|
| 正电CCA | 季铵盐系列 | 1 | 1 | 1 |
| | 苯胺黑系列 | 0 | 1 | 0 |
| 负电CCA | 水杨酸金属络合物系列 | 6 | 4 | 1 |
| | 乙酰胺金属络合物系列 | 2 | 0 | 1 |
| | 偶氮金属络合物系列 | 3 | 1 | 3 |

资料来源：公司公告、国元证券

3.2 应用领域不断拓展

电荷调节剂占碳粉质量比为1-3%，2005年至2008年电荷调节剂用量从3240吨增长至3780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4525吨。公司募投项目年内建成后，电荷调节剂产能将由目前的250吨增长至1500吨，约占全球市场需求的1/3。

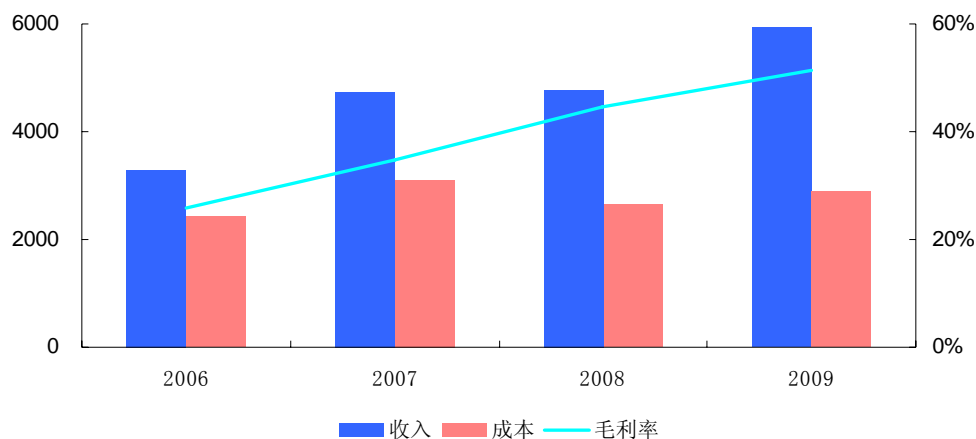
随着技术的进步，电荷调节剂的应用领域不断拓展，给未来电荷调节剂提供更为广阔的潜在市场需求。在纺织品印染领域，国外研究机构研究的静电印花技术逐步成熟，静电印花技术印花速度比喷墨印花技术速度将提到数十倍且所需印花材料成本下降50%，电荷调节剂在静电印花中起着十分重要的作用，静电印花静电印花将是未来电荷调节剂的重要增长点。

公司在彩色碳粉的研发过程中掌握了粉体在水体中的纳米分散技术，可将固体的电荷调节剂在水体系中分散成80-100nm的分散液，以便用于聚合碳粉的生产中，该技术的应用将成为未来电荷调节剂重要的增长点之一。

3.3 电荷调节剂毛利率持续上升

通过持续技术革新，改进生产工艺，调整产品结构，加强管理以及产量的提升，产品成本下降而价格将稳定，电荷调节剂的盈利能力不断增强。电荷调节剂毛利率由2006年的25.99%提升至2009年的51.42%。

图04：公司电荷调节剂业务盈利情况 万元



资料来源：Wind、国元证券

第4部分 彩色碳粉业务前景广阔

公司依托企业技术中心多年积累的经验和专业知识，并与武汉大学、湖北大学进行合作，外聘日本、美国专家知道，开展“彩色聚合碳粉”的研究开发，于2009年7月完成了项目的小试、中试研究，中试产品达到了国际同类产品的先进水平。

彩色聚合碳粉产业化项目于2009年9月被科技部列入国家高技术研究发展计划（863计划）新材料技术领域重点项目指南。公司生产彩色聚合碳粉预计比日本三菱化学在日本的生

产成本至少低30%，公司将具有明显的竞争优势。

公司已在电子成像显像专用信息化学品领域形成了稳定的客户群体，并已开始以三宝新材销售平台逐步打造彩色聚合碳粉的销售网络。以50万元/吨的价格保守估计，完全投产后可增加公司收入7.5亿元，且预计毛利率将达60%以上。

据GENESIS株式会社调查，全球彩色碳粉消耗将保持高增长，从2006年的29325吨增至2010年的53835吨，市场总值由220亿元增至500亿元，年均增长率高达22.30%。公司募投项目1500吨产能只占市场需求总额的不足3%份额，未来成长空间巨大。

第5部分 盈利预测与投资建议

预计公司2010-2012年每股收益分别为0.78、1.53、2.97元，公司电荷调节剂和彩色碳粉产品技术壁垒高，盈利能力强，毛利率高，未来产能及盈利存在较大增长空间。目前创业板化工行业2011年平均市盈率36倍左右，公司估值相对平均水平偏低，给予公司推荐投资评级。

表03：盈利预测有关假设

| | | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 电荷调节剂 | 销量 吨 | | | 350 | 600 | 900 |
| | 收入 百万 | 48 | 59 | 74 | 127 | 191 |
| | 成本 百万 | 27 | 29 | 37 | 67 | 105 |
| | 毛利率 | 44.5% | 51.4% | 50.0% | 47.6% | 44.8% |
| 彩色碳粉 | 销量 吨 | | | 50 | 250 | 600 |
| | 收入 百万 | | | 25 | 125 | 300 |
| | 成本 百万 | | | 10 | 50 | 120 |
| | 毛利率 | | | 60.0% | 60.0% | 60.0% |
| 其他 | 收入 百万 | 157 | 154 | 155 | 160 | 166 |
| | 成本 百万 | 146 | 145 | 146 | 150 | 155 |
| | 毛利率 | 7.5% | 5.9% | 5.8% | 6.1% | 6.5% |
| | 合计 | | | | | |
| | 收入 百万 | 209 | 233 | 254 | 412 | 657 |
| | 成本 百万 | 175 | 192 | 193 | 267 | 381 |
| | 毛利率 | 16.2% | 17.3% | 24.0% | 35.3% | 42.0% |

表04：创业板同行业公司估值水平

| 公司简称 | 股价 | 每股收益 | | | | 市盈率 | | | |
|------|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| | | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 硅宝科技 | 18.45 | 0.35 | 0.47 | 0.65 | 0.90 | 53 | 40 | 28 | 20 |
| 新宙邦 | 47.59 | 0.56 | 0.72 | 0.98 | 1.39 | 85 | 66 | 49 | 34 |
| 回天胶业 | 49.28 | 0.77 | 1.04 | 1.54 | 2.11 | 64 | 47 | 32 | 23 |
| 三维丝 | 37.79 | 0.58 | 0.65 | 0.96 | 1.68 | 65 | 58 | 39 | 23 |
| 三聚环保 | 45.90 | 0.52 | 0.71 | 1.07 | 1.45 | 88 | 65 | 43 | 32 |
| 奥克股份 | 68.59 | 1.55 | 1.84 | 2.83 | 4.10 | 44 | 37 | 24 | 17 |
| 平均 | | | | | | 66 | 52 | 36 | 25 |
| 鼎龙股份 | 50.31 | 0.65 | 0.78 | 1.53 | 2.97 | 78 | 65 | 33 | 17 |

资料来源：Wind、国元证券

风险提示

募集资金项目市场开拓速度低于预期

主要产品市场竞争格局出现较大变化

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元 | | | | | 单位: 百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 流动资产 | 178 | 529 | 549 | 752 | 营业收入 | 233 | 254 | 412 | 657 |
| 现金 | 121 | 468 | 454 | 604 | 营业成本 | 192 | 193 | 267 | 381 |
| 应收账款 | 41 | 45 | 72 | 115 | 营业税金及附加 | 1 | 0 | 1 | 1 |
| 其他应收款 | 2 | 2 | 4 | 6 | 营业费用 | 3 | 5 | 10 | 16 |
| 预付账款 | 4 | 4 | 6 | 9 | 管理费用 | 6 | 9 | 16 | 26 |
| 存货 | 9 | 9 | 13 | 18 | 财务费用 | -1 | -2 | -4 | -5 |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 59 | 172 | 266 | 277 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 37 | 154 | 250 | 261 | 营业利润 | 32 | 49 | 122 | 237 |
| 无形资产 | 8 | 8 | 8 | 8 | 营业外收入 | 13 | 6 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 13 | 10 | 8 | 7 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 236 | 700 | 815 | 1029 | 利润总额 | 46 | 55 | 122 | 237 |
| 流动负债 | 66 | 66 | 89 | 125 | 所得税 | 7 | 8 | 31 | 59 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 39 | 47 | 92 | 178 |
| 应付账款 | 2 | 2 | 3 | 4 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 64 | 64 | 87 | 121 | 归属母公司净利润 | 39 | 47 | 92 | 178 |
| 非流动负债 | 26 | 26 | 26 | 26 | EBITDA | 34 | 52 | 129 | 247 |
| 长期借款 | 20 | 20 | 20 | 20 | EPS (元) | 0.65 | 0.78 | 1.53 | 2.97 |
| 其他非流动负债 | 6 | 6 | 6 | 6 | 主要财务比率 | | | | |
| 负债合计 | 91 | 91 | 115 | 151 | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | |
| 股本 | 45 | 60 | 60 | 60 | 营业收入 | 11.0% | 9.4% | 62.1% | 59.3% |
| 资本公积 | 30 | 450 | 450 | 450 | 营业利润 | 39.5% | 50.7% | 150.3% | 94.5% |
| 留存收益 | 70 | 99 | 191 | 369 | 归属于母公司净利润 | 30.9% | 19.9% | 96.6% | 94.5% |
| 归属母公司股东权益 | 145 | 609 | 701 | 879 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 236 | 700 | 815 | 1029 | 毛利率(%) | 17.3% | 24.0% | 35.3% | 42.0% |
| 现金流量表 | | | | | 净利率(%) | 16.7% | 16.7% | 18.3% | 22.2% |
| 单位: 百万元 | | | | | ROE(%) | 26.7% | 7.6% | 13.1% | 20.3% |
| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | ROIC(%) | 53.5% | 23.7% | 32.5% | 58.1% |
| 经营活动现金流 | 53 | 46 | 87 | 170 | 估值比率 | | | | |
| 投资活动现金流 | -18 | -118 | -105 | -25 | P/E | 77.77 | 64.84 | 32.98 | 16.95 |
| 筹资活动现金流 | -16 | 420 | 4 | 5 | P/B | 20.80 | 4.96 | 4.31 | 3.44 |
| 现金净增加额 | 19 | 347 | -14 | 150 | | | | | |

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

| | 二级市场评级 | | 公司质地评级 |
|------|--|---|------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上 | A | 公司长期竞争力高于行业平均水平 |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间 | B | 公司长期竞争力与行业平均水平一致 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间 | C | 公司长期竞争力低于行业平均水平 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上 | | |

(2) 行业评级定义

| | |
|----|---|
| 推荐 | 行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上 |
| 中性 | 行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 回避 | 行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上 |

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn