

## 彩色碳粉是公司未来高成长的关键

鼎龙股份（300054）调研简报

谨慎推荐（首次）

2010年7月30日

### 投资要点：

- ✧ **打破国际垄断，做国内电子成像显像专用信息化学品的开拓者。**公司主要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，主要产品包括次氯酸钙、碳粉用电荷调节剂、商业喷码喷墨和高端树脂显色剂。公司自主研发的核心产品碳粉用电荷调节剂于2002年进入国际市场，打破了20多年来日本在此领域的长期垄断，占领国内电荷调节剂30%的市场份额，全球7%的市场份额，成为全球三大电荷调节剂生产商之一。公司另一核心产品彩色聚合碳粉，打破国际垄断，达到了国际先进水平，产品质量经客户试用后得到一致认可。随着彩色碳粉产业化项目的实施，有望结束该产品国内长期依赖进口的局面，成为公司新的利润增长点。
- ✧ **行业高壁垒呈现寡头垄断格局。**电子成像显像专用信息化学品制造技术门槛高、附加值高、产业关联度高，长期以来一直为欧美和日本垄断，行业呈现出寡头垄断的格局。近年来，我国逐级进入该领域，获得了低端市场份额，但高端市场因技术水平和专利的限制，难以进入。高端市场仍然为欧美日少数厂家所垄断，产品价格处于高位，具有较高的垄断利润率。公司所生产的电荷调节剂、喷码喷墨显色剂至今国际上只有少数厂商能够生产，技术壁垒很高。
- ✧ **市场需求广阔，并持续增长。**伴随着办公自动化设备的发展，电子成像显像专用信息化学品耗材的需求也得到了稳定的增长。从05年到08年，全球碳粉消耗量年均增长率为6.46%。信息时代的到来和计算机的普及带动了办公室自动化和家庭信息化，打印机、复印件得到了迅猛发展。从1998年到2007年的十年间，全世界打印机的年需求量从6000万台增至1.32亿台，未来仍将保持高速增长。打印机和复印件的增长直接拉动了作为耗材的电子成像专用信息化学品需求量；同时，随着静电成像、光电成像等电子成像技术开始进入纺织印刷等领域，新的潜在市场需求出现。未来信息化学品市场需求将更快的增长。
- ✧ **募集资金项目是公司未来业绩的倍增器。**公司募集资金项目主要用来扩大电荷调节剂产能和彩色聚合碳粉产业化项目的建设，以满足未来市场的需求。项目完全达产后，电荷调节剂产能由250吨扩产至1500吨，传统电荷调节剂产品为1000吨，电荷调节剂分散液（传统电荷调节剂的深加工产品）为500吨。彩色聚合碳粉产业化之后将达到1500吨的产能。产能的逐级释放，将带来公司未来业绩的快速增长。

李隆海

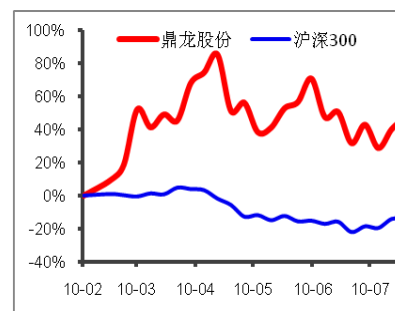
电话：0769-22119462

邮箱：LLH@dgzq.com.cn

### 主要数据 2010年7月29日

收盘价(元)	46.93
总股本(万股)	6000
流通 A 股股本(万股)	1500
12 月最高价(元)	68.20
12 月最低价(元)	31.30

### 股价走势



资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

### 相关报告

✧ **彩色聚合碳粉项目是公司未来高成长的关键。**彩色聚合碳粉技术壁垒非常高，以往生产基本被日系企业垄断。我国的彩色碳粉完全依赖进口，庞大而迅速增长的国内彩色碳粉市场完全被原装品牌和国内分装的国外产品所占据，而且价格居高不下，多数国内消费者难以接受。而随着彩色打印机、复印机价格的下降，销售量的快速增长，逐级取代黑白打印复印，彩色打印复印已经是不可逆转的趋势。未来对彩色碳粉的需求将持续高速增长。

公司是我国第一家拥有彩色聚合碳粉生产技术的企业，是国内彩色碳粉行业标准的第一起草人。公司募集资金项目之一彩色聚合碳粉产业化项目，将形成年产1500吨的彩色碳粉生产能力。由于行业门槛较高，行业竞争相对较弱，彩色聚合碳粉产品毛利率普遍较高，预计公司该募投项目达产后，毛利率有望达到60%以上。与发达国家竞争对手相比，公司在研发、生产、原材料采购所具备的成本优势有很大的空间，预计公司生产成本至少比日本企业低30%以上。

按照公司募投项目预测，1500吨彩色聚合碳粉项目达产后，预计年份新增产品销售收入75000万元，新增利润总额16076万元。电荷调节剂技术改造项目，新增销售收入38720万元，新增利润总额7381万元。全部达产后新增11.372亿元，新增利润总额2.35亿元。彩色碳粉占比都在近70%。因此，彩色聚合碳粉项目是公司未来高成长的关键。

✧ **首次给予公司“谨慎推荐”投资评级。**我们预计公司2010年和2011年的EPS分别为0.85和1.22元，目前的股价对应2010年和2011年的PE分别为55.21倍和38.47倍，估值水平较高，不过考虑到公司募投项目达产后的高成长性，自主研发能力强，产品属于进口替代，业绩有超预期的可能。我们首次给予公司“谨慎推荐”投资评级。我们将于近期推出公司的深度研究报告，敬请关注。

与公司管理层几个关键问题的交流：

**Q：电荷调节剂：2010年电荷调节剂产销量预计多少？公司募集项目电荷调节剂产能从250吨扩产到1500吨，提升了5倍，公司怎么消化这么大的产能？**

今年电荷调节剂产销量大概在350吨左右。募投项目电荷调节剂产能快速增长，公司主要通过两个方面来消化：第一，积极开拓国内市场。2009年国内收入1688万元，同比增长80.42%。随着欧美逐级将碳粉生产转移到国内生产，以及国内碳粉生产企业的增长壮大，电荷调节剂国内需求未来增长将超过全球行业的平均水平。第二，侵占日本企业市场份额。目前日本电荷调节剂生产商两家企业保土谷化学和东方化学合计占有全球市场份额约为84%，随着新兴厂家的进入，电荷调节剂价格的下降，他们的市场份额呈下降趋势。

当然，由于电荷调节剂市场是寡头垄断，电荷调节剂性能直接关系到下游碳粉质量的好坏，并且电荷调节剂只占黑色碳粉成本5%左右，下游碳粉厂商对电荷调节剂价格敏感性不高，对质量要求严格，所以要取得下游厂商认可和信任，这个周期比较长，难度也较大。比如说，公司2002年就开始生产电荷调节剂，但一直到2005年才真正开始打开市场，取得了下游碳粉厂商的认可。不过我们仍然对此有信心。

**Q：彩色聚合碳粉产业化项目：公司募投项目1500吨彩色聚合碳粉产业化项目进展情况怎么样？公司彩色聚合碳粉生产产品不良率大概有多高？**

目前公司彩色聚合碳粉产业化项目进展顺畅，投资者非常关心的风险也在可控范围之内。风险主要有技术风险，工业化放大风险。技术上基本上没有问题，公司准备了5种生产方法，公司目前有100吨彩色聚合碳粉小规模生产，产品已经送于下游厂商。1500吨彩色聚合碳粉项目，我们准备上马4条生产线，每条线生产一种颜色，每条线产能在375吨。从100吨放大到375吨，风险应该不是很大。

至于彩色聚合生产产品不良率大概有多高，目前不能给一个确切的答案。第一，公司目前100吨彩色聚合碳粉生产线是断断续续生产，不是连续生产，并且每生产一种颜色就要清洗一次；第二，生产线装置有一定

的区别，未来工业化生产线更为先进，核心装置基本上是使用日本装置。

**Q：2009年次氯酸钙（漂白粉）占公司营业收入56%，毛利率只有3.55%，公司怎么看？2009年营业外收入占公司利润总额29.51%，2010年第一季度占比16.89%，公司怎么看？**

次氯酸钙占公司营业收入较大，但只公司毛利2.42%，这对公司盈利能力没有多大的影响。并且公司次氯酸钙业务都只是做贸易，并不是自己生产，对公司整体生产经营不会产生影响。公司目前只有一个人负责这一业务，而且只是有订单才去采购，不会花费公司大量的人力、物力。

营业外收入主要来自于政府的支持和补贴，这说明公司项目是政府鼓励和支持的，并不是公司刻意追求。未来两年，公司仍然有大量的营业外收入，公司预计未来两年营业外收入总额保持稳定，但占利润总额会逐年下降。

## 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，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

## 免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

### 东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn