

2014年11月10日

鼎龙股份 (300054.SZ)

打造打印耗材一体化服务产业，拓展大市场、高壁垒新材料

■**彩色碳粉市场空间大，行业格局好**：预计2017年全球彩色碳粉出货量将达到13.4万吨，彩色碳粉占比由37%提升至53%，需求年均复合增速高达17.6%。未来鼎龙有望成为兼容市场独家化学法碳粉供应商，根据我们了解，三菱化学可能将逐步退出碳粉市场，并且三菱仅能生产惠普体系机型用粉，而鼎龙基本做到打印机型的全覆盖。复印粉领域，目前仅有鼎龙一家，垄断将带来高盈利。公司积极布局全球市场，欧洲市场已经逐步放量，美国市场前期有重大突破。公司研发实力突出、执行力强，新产品不断推向市场，目前已从打印粉扩展至载体、复印粉，未来正电粉、聚酯碳粉等将持续推出，占据高端市场的同时不断丰富产品线，保持领先的竞争力。

■**打印耗材向一体化服务迈进**：公司是目前兼容市场唯一的打印和复印兼有的化学彩粉供应商。目前国内终端市场的打印耗材供给被原装厂商长期控制，而国内终端打印市场空间巨大，现有商业模式面临升级和互联网化，公司作为上游耗材提供商，从行业趋势来看公司有望参与到整合中来，如果公司能通过高性价比的耗材和全新商业模式植入，公司有望凭借打破国外耗材垄断，实现由打印耗材生产商向打印耗材一体化服务品牌渠道商迈进。

■**CMP抛光耗材再造鼎龙**：公司抛光垫项目立项时瞄准IC级别应用抛光，定位高端，并且IC抛光的技术等也可用于蓝宝石等领域。目前公司中试装置已完成，IC和蓝宝石应用正同步推进，处于最后成型阶段。蓝宝石抛光耗材市场容量约为30亿元人民币，IC芯片抛光耗材市场容量约为15亿美元，成功切入后将分享行业的高增长盛宴。鼎龙股份定位新材料，未来新材料业务仍是重中之中，CMP抛光耗材等在研项目有望再造一个鼎龙。

■**投资建议**：我们预计公司14-16年EPS分别为0.33、0.52和0.80元维持6个月目标价20元和买入-A评级。现有业务确定性高增长提供安全边际，公司未来具备向终端渠道拓展实现产品供应、一体化服务的能力，从而带来巨大的成长空间。同时新材料项目提供业绩超预期可能，公司是新材料行业为数不多的真正实现产业化，且是国内独家并已逐步打败国外竞争对手、所在行业空间巨大、具备很强消费属性的标的。

■**风险提示**：彩粉销量不达预期、CMP抛光材料市场开拓缓慢的风险

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	316.5	490.5	1,044.5	1,390.5	1,925.8
净利润	63.3	74.6	146.5	229.5	352.9
每股收益(元)	0.14	0.17	0.33	0.52	0.80
每股净资产(元)	1.49	2.36	2.98	3.43	4.11
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	99.2	84.1	42.7	27.3	17.7
市净率(倍)	9.6	6.0	4.8	4.2	3.5
净利润率	20.0%	15.2%	14.0%	16.5%	18.3%
净资产收益率	9.6%	7.2%	11.2%	15.2%	19.5%
股息收益率	0.6%	0.2%	0.4%	0.5%	0.8%
ROIC	20.4%	16.0%	18.6%	27.5%	35.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

其他化学原料

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

20.00元

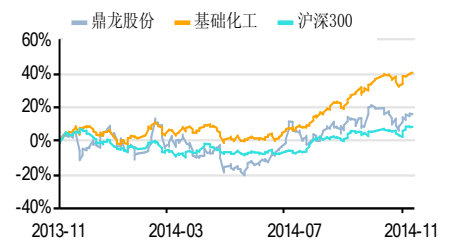
股价(2014-11-07)

14.24元

交易数据

总市值(百万元)	6,277.90
流通市值(百万元)	4,078.42
总股本(百万股)	440.86
流通股本(百万股)	286.41
12个月价格区间	9.76/20.90元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.69	2.71	-28.70
绝对收益	-2.60	10.22	-21.80

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-68765993

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514070002
yuansc@essence.com.cn
021-68765906

相关报告

高增长趋势确立，反攻将拉开序幕	2014-10-24
三季度业绩超预期，碳粉保障近几年业绩持续高速增长，CMP抛光材料打开未来市值空间	2014-09-25
打印耗材业务具备产业链整合能力，CMP抛光耗材积极推进	2014-09-22

财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月09日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	316.5	490.5	1,044.5	1,390.5	1,925.8	成长性					
减:营业成本	231.8	340.9	716.1	911.6	1,214.4	营业收入增长率	31.2%	55.0%	112.9%	33.1%	38.5%
营业税费	1.5	3.8	3.6	4.7	6.5	营业利润增长率	42.3%	32.0%	117.5%	59.5%	55.5%
销售费用	8.1	15.5	41.8	52.8	71.3	净利润增长率	20.6%	18.0%	96.3%	56.6%	53.8%
管理费用	24.6	48.5	101.3	129.3	173.3	EBITDA 增长率	70.6%	54.8%	91.1%	55.9%	54.2%
财务费用	-8.9	-3.0	-6.0	-10.1	-13.4	EBIT 增长率	69.5%	46.9%	118.3%	59.2%	56.3%
资产减值损失	-0.4	1.2	0.3	0.4	0.6	NOPLAT 增长率	71.8%	44.7%	115.5%	59.2%	56.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	84.8%	84.9%	7.9%	21.4%	9.7%
投资和汇兑收益	7.5	5.2	5.5	6.1	5.6	净资产增长率	17.9%	54.1%	26.5%	16.5%	21.8%
营业利润	67.2	88.7	193.0	307.8	478.7	利润率					
加:营业外净收支	13.3	13.8	9.8	9.8	9.8	毛利率	26.8%	30.5%	31.4%	34.4%	36.9%
利润总额	80.5	102.5	202.8	317.6	488.4	营业利润率	21.2%	18.1%	18.5%	22.1%	24.9%
减:所得税	10.1	14.2	30.4	47.6	73.3	净利润率	20.0%	15.2%	14.0%	16.5%	18.3%
净利润	63.3	74.6	146.5	229.5	352.9	EBITDA/营业收入	21.3%	21.2%	19.1%	22.3%	24.9%
						EBIT/营业收入	18.4%	17.5%	17.9%	21.4%	24.2%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	116	182	128	96	69
货币资金	322.6	379.6	538.8	575.4	826.0	流动营业资本周转天数	85	110	79	94	97
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	556	453	314	310	298
应收帐款	105.9	178.6	249.9	399.6	535.9	应收帐款周转天数	74	104	74	84	87
应收票据	8.8	24.5	8.8	50.3	41.0	存货周转天数	55	64	50	53	52
预付帐款	20.9	19.2	129.5	36.7	168.7	总资产周转天数	882	833	544	482	421
存货	66.8	107.1	184.3	222.1	329.6	投资资本周转天数	404	482	305	264	219
其他流动资产	0.9	0.5	1.4	0.9	0.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.6%	7.2%	11.2%	15.2%	19.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.9%	6.4%	9.7%	13.9%	16.2%
长期股权投资	38.1	-	-	-	-	ROIC	20.4%	16.0%	18.6%	27.5%	35.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	126.5	369.6	370.8	371.2	371.1	销售费用率	2.6%	3.2%	4.0%	3.8%	3.7%
在建工程	161.6	24.2	24.2	24.2	24.2	管理费用率	7.8%	9.9%	9.7%	9.3%	9.0%
无形资产	36.2	76.2	72.9	69.7	66.5	财务费用率	-2.8%	-0.6%	-0.6%	-0.7%	-0.7%
其他非流动资产	3.3	198.0	197.2	197.6	197.5	三费/营业收入	7.5%	12.4%	13.1%	12.4%	12.0%
资产总额	891.6	1,377.5	1,777.7	1,947.7	2,561.5	偿债能力					
短期债务	63.0	120.0	50.0	50.0	50.0	资产负债率	18.8%	19.0%	20.6%	15.5%	21.8%
应付帐款	21.6	71.2	38.1	128.2	117.6	负债权益比	23.2%	23.4%	26.0%	18.4%	27.8%
应付票据	67.6	39.3	248.3	100.3	344.0	流动比率	3.24	2.80	3.08	4.33	3.45
其他流动负债	10.1	23.4	24.8	18.2	39.4	速动比率	2.83	2.37	2.57	3.58	2.85
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-6.57	-28.27	-31.40	-29.40	-34.62
其他非流动负债	5.3	7.9	5.0	6.1	6.3	分红指标					
负债总额	167.6	261.6	366.3	302.7	557.4	DPS(元)	0.09	0.03	0.05	0.08	0.12
少数股东权益	66.8	75.5	100.1	138.6	197.7	分红比率	60.3%	19.6%	15.0%	15.0%	15.0%
股本	136.2	293.0	439.5	439.5	439.5	股息收益率	0.6%	0.2%	0.4%	0.5%	0.8%
留存收益	521.0	747.3	871.8	1,066.9	1,366.8						
股东权益	724.0	1,115.8	1,411.4	1,644.9	2,004.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.14	0.17	0.33	0.52	0.80
净利润	70.4	88.3	146.5	229.5	352.9	BVPS(元)	1.49	2.36	2.98	3.43	4.11
加:折旧和摊销	9.1	18.5	12.1	12.8	13.4	PE(X)	99.2	84.1	42.7	27.3	17.7
资产减值准备	-0.4	1.2	-	-	-	PB(X)	9.6	6.0	4.8	4.2	3.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-73.6	-24.2	680.4	189.9	25.6
财务费用	1.3	5.1	-6.0	-10.1	-13.4	P/S	19.8	12.8	6.0	4.5	3.2
投资损失	-7.5	-5.2	-5.5	-6.1	-5.6	EV/EBITDA	51.3	53.6	29.5	18.9	11.9
少数股东损益	7.1	13.6	25.9	40.5	62.3	CAGR(%)	56.5%	67.5%	48.6%	56.5%	67.5%
营运资金的变动	-27.0	-11.0	-68.6	-199.7	-111.9	PEG	1.8	1.2	0.9	0.5	0.3
经营活动产生现金流量	36.7	84.3	104.4	66.8	297.7	ROIC/WACC	2.0	1.5	1.8	2.6	3.4
投资活动产生现金流量	-72.1	-112.0	-4.5	-3.9	-4.4	REP	3.8	4.3	3.6	2.0	1.4
融资活动产生现金流量	-15.1	90.6	59.2	-26.3	-42.6						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、袁善宸分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034