

**中信证券研究部**

**王喆**  
 首席化工分析师  
 S1010513110001

**袁健聪**  
 化工分析师  
 S1010517080005

**联系人：陈渤阳**
**核心观点**

**公司传统业务补齐墨盒短板，CMP抛光垫、PI浆料产品立足国产替代，未来可期。我们维持公司2019-2021年EPS预测为0.39/0.45/0.55元/股，维持目标价13元，维持“买入”评级。**

**■ 耗材市场竞争加剧，前三季度业绩同比下降。**公司2019年前三季度实现营业收入7.96亿元，同比-19.43%；实现归母净利润1.76亿元，同比-23.18%。其中Q3实现营收2.38亿元，同比-24.79%，环比-17.36%；实现归母净利润0.36亿元，同比-63.66%，环比-58.62%。公司前三季度业绩同比下降，主因：1）环保因素进行停产整改，导致产品结构、市场在三季度发生阶段性变化；2）公司加大对CMP等新项目的研发费用开支，同时并购重组事项致使本期各项期间费用较上年同期有所增加；3）硒鼓价格波动致盈利能力下降。

**■ 深入开拓打印耗材业务，外延布局再生墨盒。**公司已取得天路环保22%股权，2019年6月公司公告拟收购北海绩迅59%股权，预计两家优秀的再生墨盒生产和供应公司的加盟能够填补公司在墨盒领域的空白，是公司打印耗材产业版图的重要补充。交易完成后，公司将成为全球领先的再生墨盒制造商，与原有业务实现产业联动，在全球通用耗材市场中具备竞争优势。

**■ 新材料业务推进顺利，未来有望放量。**CMP抛光垫方面，公司应用于先进制程的硬垫系列产品已成功投产，顺利通过客户的离线马拉松测试。8寸主流晶圆厂已全面测试鼎汇产品，大多处于测试后期，国内12寸主流晶圆厂开始测试鼎汇抛光垫产品，进展顺利，上半年已取得12寸客户第一张订单。清洗液方面，公司已建立专业实验室，基本完成小试产品配方及检测评价工作。PI浆料方面，公司已形成年产300吨PI浆料产能，产品已通过国内面板厂商G6代线的全流程在线测试，年产1000吨柔性显示基板用PI浆料项目的生产大楼已经于2018年12月完成主体封顶，预计将在2019年Q4完成验收并进入调试阶段。

**■ 风险因素：**打印耗材销售不及预期；CMP抛光垫市场拓展不及预期；客户认证进度不及预期；汇率波动风险。

**■ 投资建议：**公司传统业务补齐墨盒短板，CMP抛光垫、PI浆料产品立足国产替代，未来可期。我们维持公司2019-2021年EPS预测为0.39/0.45/0.55元/股，维持目标价13元（对应2019年33倍PE），维持“买入”评级。

<b>鼎龙股份</b>	<b>300054</b>
<b>评级</b>	<b>买入（维持）</b>
当前价	8.88元
目标价	13元
总股本	958百万股
流通股本	709百万股
52周最高/最低价	11.0/5.74元
近1月绝对涨幅	-4.31%
近6月绝对涨幅	-0.53%
近12月绝对涨幅	55.64%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,700	1,338	1,670	2,120	2,639
营业收入增长率	30%	-21%	25%	27%	24%
净利润(百万元)	336	293	373	436	529
净利润增长率	40%	-13%	27%	17%	21%
每股收益EPS(基本)(元)	0.35	0.31	0.39	0.45	0.55
毛利率%	37%	39%	40%	38%	39%
净资产收益率ROE%	9.37%	7.95%	9.22%	9.80%	10.68%
每股净资产(元)	3.74	3.84	4.21	4.64	5.16
PE	22	25	22	19	16
PB	2.1	2.0	2.0	1.9	1.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2019年10月25日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,700	1,338	1,670	2,120	2,639
营业成本	1,068	818	1,003	1,306	1,612
毛利率	37.21%	38.87%	39.91%	38.39%	38.92%
营业税金及附加	18	14	18	23	29
销售费用	70	73	77	100	130
营业费用率	4.11%	5.47%	4.61%	4.73%	4.94%
管理费用	176	94	160	191	226
管理费用率	10.33%	7.06%	9.60%	9.00%	8.55%
财务费用	22	-33	-23	-28	-33
财务费用率	1.32%	-2.46%	-1.38%	-1.33%	-1.27%
投资收益	73	44	36	36	36
营业利润	408	323	441	509	610
营业利润率	23.99%	24.16%	26.42%	24.02%	23.11%
营业外收入	14	1	10	8	6
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	419	323	450	516	615
所得税	77	52	76	88	103
所得税率	18.30%	16.05%	16.92%	17.09%	16.69%
少数股东损益	6	-22	1	-9	-17
归属于母公司股东的净利润	336	293	373	436	529
净利率	19.78%	21.91%	22.33%	20.58%	20.06%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,000	952	1,148	1,412	1,674
存货	256	211	293	344	437
应收账款	388	407	491	585	769
其他流动资产	601	513	520	532	547
流动资产	2,245	2,084	2,452	2,872	3,427
固定资产	396	414	415	402	367
长期股权投资	192	262	262	262	262
无形资产	144	204	204	204	204
其他长期资产	936	996	1,042	1,072	1,121
非流动资产	1,668	1,876	1,924	1,941	1,954
资产总计	3,913	3,961	4,376	4,813	5,381
短期借款	0	0	0	0	22
应付账款	129	104	150	174	221
其他流动负债	111	81	96	106	121
流动负债	240	185	246	280	364
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	33	50	50	50	50
非流动性负债	33	50	50	50	50
负债合计	273	235	296	331	414
股本	961	960	960	960	960
资本公积	1,714	1,714	1,714	1,714	1,714
归属于母公司所有者权益合计	3,590	3,689	4,042	4,454	4,955
少数股东权益	50	37	37	29	12
股东权益合计	3,640	3,725	4,080	4,483	4,967
负债股东权益总计	3,913	3,961	4,376	4,813	5,381

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	419	323	450	516	615
所得税支出	-77	-52	-76	-88	-103
折旧和摊销	70	75	34	35	35
营运资金的变化	-31	-19	-111	-123	-232
其他经营现金流	-36	-29	-59	-64	-69
经营现金流合计	346	298	238	276	247
资本支出	-132	-141	-82	-52	-48
投资收益	73	44	36	36	36
其他投资现金流	-728	-38	0	0	0
投资现金流合计	-787	-135	-46	-16	-12
发行股票	990	0	0	0	0
负债变化	108	0	0	0	22
股息支出	-10	-19	-19	-24	-29
其他融资现金流	-171	-196	23	28	33
融资现金流合计	917	-215	4	4	27
现金及现金等价物净增加额	475	-53	196	264	262

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	30.2%	-21.3%	24.8%	27.0%	24.5%
营业利润增长率	38.7%	-20.8%	36.5%	15.5%	19.8%
净利润增长率	40.1%	-12.8%	27.2%	17.0%	21.3%
毛利率	37.2%	38.9%	39.9%	38.4%	38.9%
EBITDA Margin	28.1%	29.2%	27.6%	25.1%	24.0%
净利率	19.8%	21.9%	22.3%	20.6%	20.1%
净资产收益率	9.4%	7.9%	9.2%	9.8%	10.7%
总资产收益率	8.6%	7.4%	8.5%	9.1%	9.8%
资产负债率	7.0%	5.9%	6.8%	6.9%	7.7%
所得税率	18.3%	16.1%	16.9%	17.1%	16.7%
股利支付率	2.9%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。