中信证券 CITIC SECURITIES

全年业绩同比下滑，期待新材料产品放量

鼎龙股份（300054）2019 年年报点评丨2020.5.29

中信证券研究部

袁健聪
首席新材料分析师
S1010517080005

王喆
首席化工分析师
S1010513110001

核心观点

公司传统业务补齐墨盒短板，CMP 抛光垫、清洗液、PI 浆料产品立足国产替代，未来可期。考虑硒鼓终端市场竞争加剧以及疫情对公司经营的影响，我们下调公司 2020-2022 年 EPS 预测为 0.19/0.22/0.30 元/股，维持“买入”评级。

- **全年归母净利润同比下滑 88.37%。**公司 2019 年实现营收 11.49 亿元，同比-14.11%；实现归母净利润 0.34 亿元，同比-88.37%。2019 年 Q4 实现单季营收 3.52 亿元，同比+0.91%，环比+47.90%；单季归母净利润-1.42 亿元，同比、环比均下滑明显。公司 2019 年业绩同比下降，主因：（1）硒鼓终端市场竞争加剧，市场价格下降。公司对商誉及资产计提减值总额 1.93 亿元，若剔除其影响，归母净利润同比下降 27.23%；(2)公司 CMP 抛光垫项目研发投入 2889 万元，PI 浆料项目研发投入 1015 万元，两项合计较上年同期增长 14.79%；(3)公司武汉本部工厂环保停产整改期间，新增环保设施投入及开支 1071 万元，同时，停止 CCA 项目在武汉本部工厂的生产，导致 2019 年下半年彩色碳粉等产品（含 CCA 产品）销量合计较上年同期减少 26%，营业收入减少 5036 万元。
- **CMP 抛光垫即将进入放量阶段。**公司 2019 年抛光垫产品实现销售收入 1232.82 万元。产品方面，应用于成熟制程领域的 DH3000/DH3002/DH3010 系列产品在持续开拓市场的同时，应用于先进制程领域的产品 DH3201/DH3410 已成功投产，并先后相继推向市场，且已获得客户订单。目前公司针对八寸和十二寸的主流 OX/W/Cu/STI/Poly 等制程，均有相应硬垫和软垫产品提供，产品布局已相当完善。市场推进方面，公司上半年获得了第一张十二寸客户的订单，且在下半年十二寸订单得以持续放量，八寸客户方面，新增客户数量和订单数量再创新高，且产品种类也覆盖了国内主流晶圆厂的主流制程。
- **清洗液及 PI 浆料新产品值得期待。**清洗液方面，公司针对集成电路制造中的铜 CMP 后清洗制程推出 8 款碱性配方产品。截至 2019 年底，公司已向三家国内客户进行产品推介，并向其中两家客户寄送 DZ380 和 DZ381 产品样品。其中，DZ381 产品协助客户改善已有问题，通过两个月时间的持续性配方调整，已在功能指标方面基本超越原厂产品，获得客户较高评价，产品测试方面取得突破性进展。PI 浆料方面，2019 年柔显科技黄色耐高温产品在国内知名主流面板厂 G4.5&G6 代线进行了多轮次全流程验证，产品匹配了目前面板厂主流工艺，建立了与客户的密切技术交流，进一步加强了公司的品牌影响力和产品认知程度。公司年产 1000 吨生产研发大楼已经完成所有车间安装施工，以及自动化生产设备的安装调试。
- **风险因素：**打印耗材市场竞争加剧；CMP 抛光垫市场拓展不及预期；新产品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、清洗液、PI 浆料产品立足国产替代，未来可期。考虑硒鼓终端市场竞争加剧以及疫情对公司经营的影响，我们下调公司 2020-2021 年 EPS 预测为 0.19/0.22 元/股（原预测为 0.45/0.55 元/股），新增 2022 年 EPS 预测为 0.30 元/股，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,338	1,149	1,237	1,468	1,770
营业收入增长率	-21%	-14%	8%	19%	21%
净利润(百万元)	293	34	187	221	294
净利润增长率	-13%	-88%	448%	18%	33%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.31	0.04	0.19	0.22	0.30
毛利率%	39%	36%	35%	37%	39%
净资产收益率 ROE%	7.95%	0.90%	4.73%	5.34%	6.73%
每股净资产（元）	3.76	3.86	4.03	4.21	4.44
PE	38	296	62	53	40
PB	3.1	3.1	2.9	2.8	2.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测　　注：股价为 2020 年 5 月 28 日收盘价

鼎龙股份	300054
评级	买入（维持）
当前价	11.83 元
总股本	981 百万股
流通股本	718 百万股
52 周最高/最低价	15.33/7.34 元
近 1 月绝对涨幅	8.93%
近 12 月绝对涨幅	47.89%

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,338	1,149	1,237	1,468	1,770
营业成本	818	739	806	921	1,079
毛利率	38.87%	35.66%	34.87%	37.26%	39.02%
营业税金及附加	14	11	13	15	18
销售费用	73	75	79	94	112
营业费用率	5.47%	6.50%	6.36%	6.41%	6.30%
管理费用	94	117	93	112	133
管理费用率	7.06%	10.20%	7.50%	7.66%	7.53%
财务费用	-33	-14	-20	-24	-26
财务费用率	-2.46%	-1.19%	-1.64%	-1.61%	-1.44%
投资收益	44	65	42	40	43
营业利润	323	19	196	259	344
营业利润率	24.16%	1.68%	15.83%	17.61%	19.41%
营业外收入	1	15	10	8	11
营业外支出	1	3	2	2	3
利润总额	323	31	204	265	352
所得税	52	14	31	40	53
所得税率	16.05%	46.64%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	-22	-18	-14	5	6
归属于母公司股东的净利润	293	34	187	221	294
净利率	21.91%	2.97%	15.10%	15.03%	16.58%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	952	816	1,042	1,112	1,226
存货	211	286	237	288	357
应收账款	375	396	348	443	548
其他流动资产	546	622	608	627	646
流动资产	2,084	2,120	2,235	2,471	2,777
固定资产	414	447	473	446	407
长期股权投资	262	263	263	263	263
无形资产	204	257	257	257	257
其他长期资产	996	1,115	1,097	1,103	1,122
非流动资产	1,876	2,082	2,091	2,069	2,049
资产总计	3,961	4,202	4,325	4,540	4,826
短期借款	0	5	0	0	9
应付账款	104	146	120	145	181
其他流动负债	81	75	76	81	87
流动负债	185	225	195	227	277
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	50	78	78	78	78
非流动性负债	50	78	78	78	78
负债合计	235	303	273	305	355
股本	960	981	981	981	981
资本公积	1,714	1,877	1,877	1,877	1,877
归属于母公司所有者权益合计	3,689	3,785	3,953	4,132	4,361
少数股东权益	37	113	100	104	110
股东权益合计	3,725	3,899	4,052	4,236	4,471
负债股东权益总计	3,961	4,202	4,325	4,540	4,826

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	323	31	204	265	352
所得税支出	-52	-14	-31	-40	-53
折旧和摊销	75	82	38	39	39
营运资金的变化	-19	-3	83	-135	-150
其他经营现金流	-29	102	-62	-66	-72
经营现金流合计	298	198	232	63	116
资本支出	-141	-206	-43	-13	-13
投资收益	44	65	42	40	43
其他投资现金流	-38	-109	-1	-1	-2
投资现金流合计	-135	-250	-3	26	27
发行股票	0	38	0	0	0
负债变化	0	14	-5	0	9
股息支出	-10	-19	-20	-42	-64
其他融资现金流	-206	-121	20	24	26
融资现金流合计	-215	-89	-4	-18	-29
现金及现金等价物净增加额	-53	-141	225	71	114

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	-21.3%	-14.1%	7.7%	18.7%	20.6%
营业利润增长率	-20.8%	-94.0%	912.2%	32.0%	32.9%
净利润增长率	-12.8%	-88.4%	447.9%	18.2%	33.0%
毛利率	38.9%	35.7%	34.9%	37.3%	39.0%
EBITDA Margin	29.2%	9.1%	19.0%	18.8%	20.3%
净利率	21.9%	3.0%	15.1%	15.0%	16.6%
净资产收益率	7.9%	0.9%	4.7%	5.3%	6.7%
总资产收益率	7.4%	0.8%	4.3%	4.9%	6.1%
资产负债率	5.9%	7.2%	6.3%	6.7%	7.4%
所得税率	16.1%	46.6%	15.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	6.6%	57.6%	22.3%	28.8%	36.2%

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；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 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 INZ000001735，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员）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 及 35 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) 086/12/2019。

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。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升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。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA （UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA （UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA （UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

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 2020 版权所有。保留一切权利。