

引入员工持股平台，看好公司长期发展

——鼎龙股份(300054.SZ)跟踪报告之一

买入（维持）

当前价：16.68元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

分析师：裘孝锋

执业证书编号：S0930517050001

021-52523535

qiuXF@ebscn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-56513000

zhaond@ebscn.com

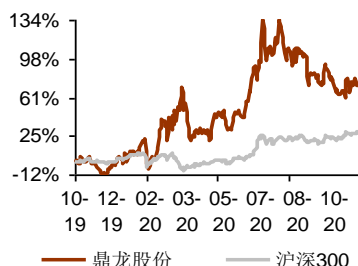
联系人：栾玉民

luanyumin@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.33
总市值(亿元)：	145.18
一年最低/最高(元)：	7.74/22.08
近3月换手率：	99.23%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.14	-15.31	80.20
绝对	12.17	-10.85	108.4

资料来源：Wind

要点

事件：

1、鼎汇微电子股权转让事项：2020年11月24日，鼎龙股份发布《关于转让控股子公司部分股权给员工持股平台暨关联交易的议案》。公司拟将持有的控股子公司 - 湖北鼎汇微电子材料有限公司2,080万元的注册资本以单价5元即合计人民币1.04亿元的价格转让给五家员工持股平台以实施员工持股。

2、柔显科技股权转让事项：2020年11月24日，鼎龙股份发布《关于对控股子公司武汉柔显科技股份有限公司进行增资暨关联交易的议案》。拟由两家员工持股平台合伙企业宇康友恒和盈聚通、公司关联方 - “曲水泰豪”和柔显科技自然人股东 - 胡琴、张振以每股1.50元的价格对柔显科技进行增资，增资额为1234.5万元。

点评：

◆引入员工持股平台，利于公司长远发展。

鼎汇微电子是公司从事CMP抛光垫业务的子公司。公司将持有的2080万元注册资本以1.04亿元的对价转让给兴亩企业、通慧企业、晨友企业、思之创、众悦享五家员工持股平台，交易完成后，公司持有鼎汇微电子76.15%股权，5家员工持股平台持有公司20%股权，出资参加员工持股的员工均为对鼎汇微电子发展有直接影响的核心人员，合计不超过120人。

公司通过引入员工持股平台，充分调动了公司及鼎汇微电子管理团队的积极性和稳定性，加速推进在研产品的研发进程，利于公司的长远发展。另一方面通过引入员工持股平台，鼎汇微电子获得了1.04亿元的财务资助，有助于降低其融资成本，提高资金使用效率。

柔显科技是公司从事柔性OLED屏用PI浆料的子公司。公司同意由两家员工持股平台（宇康友恒和盈聚通）、公司关联方 - “曲水泰豪”和胡琴、张振以每股1.50元的价格对柔显科技进行增资，合计对公司增资1234.5万元。交易完成后，公司持股比例由65%下降为51.01%；通过引入两家员工持股平台和关联方增资，一方面增加了公司经营团队的积极性和稳定性，另一方面也为柔显科技提供了财务资助，有利于公司的长远发展。

◆CMP抛光垫进展顺利，国产化进程加快。

根据公司《关于转让控股子公司部分股权给员工持股平台暨关联交易》的公告，公司鼎汇微电子2020年1-8月实现收入3113万元，相较2019年全年1233万元收入实现大幅增长；

公司第三季度抛光垫业务稳中有升，在存储和先进逻辑领域持续突破，客户端28nm全制程测试进展顺利，部分制程已获得订单，针对先进制程领域开发的DH5XXX系列产品已成功推向市场。生产方面，产线保持在高良率水平运行，扩产扩建工程进展顺利，主要机台已准备到位，预计2021年第一季度开始装机调试，国产化进程持续推进。

◆CMP抛光垫业务发展前景广阔。

抛光垫是集成电路制造过程中实现晶圆表面平坦化的关键工艺，行业将迎来快速增长。因为：（1）下游主流厂商进入扩产周期。长江存储、合肥长鑫、中芯国际等大厂均步入产能扩张期；（2）先进工艺推动。存储芯片由 2D NAND 向 3D NAND 技术变革，会使 CMP 抛光步骤数近乎翻倍，预计 128 层 NAND 的抛光垫用量将是 64 层 NAND 的 2.5-3.0 倍。先进的逻辑芯片工艺也会使抛光材料的种类和用量迅速增长，比如 14nm 以下和 7nm 及以下逻辑芯片工艺要求的关键 CMP 工艺将达到 20 步以上和 30 步以上。（3）国产替代：抛光垫是为数不多的全 A 化供应链，在供应链去 A 化的背景下，鼎龙股份的国产替代空间巨大。

盈利预测、估值与评级：鼎龙股份是目前我国抛光垫行业唯一取得国内主流厂家认证并且实现批量供货的厂商，在晶圆厂快速扩产、先进工艺的推动和国产替代的需求下，公司作为国内 CMP 抛光垫龙头有望步入高速成长期。我们维持公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.53、5.05、7.08 亿元，当前股价对应 PE 分别为 44x、31x、22x，维持‘买入’评级。

风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期、先进工艺推进不及预期。

表 1：鼎龙股份盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,337.60	1,148.80	1,557.59	2,044.27	2,773.57
营业收入增长率	-21.33%	-14.11%	35.58%	31.25%	35.68%
净利润（百万元）	293.13	34.09	353.24	505.52	707.85
净利润增长率	-12.85%	-88.37%	936.19%	43.11%	40.02%
EPS（元）	0.31	0.03	0.38	0.54	0.76
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.95%	0.90%	8.58%	11.19%	13.95%
P/E	55	480	44	31	22
P/B	4.3	4.3	3.8	3.4	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2020-11-25

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,338	1,149	1,558	2,044	2,774
营业成本	818	739	921	1,193	1,575
折旧和摊销	70	74	83	88	93
税金及附加	14	11	15	20	26
销售费用	73	75	78	82	111
管理费用	94	117	93	102	139
财务费用	-33	-14	-17	-24	-28
研发费用	107	118	109	92	139
投资收益	44	65	0	0	0
营业利润	323	19	408	588	824
利润总额	323	31	416	595	833
所得税	52	14	62	89	125
净利润	271	16	353	506	708
少数股东损益	-22	-18	0	0	0
归属母公司净利润	293	34	353	506	708
EPS(按最新股本计, 元)	0.31	0.03	0.38	0.54	0.76

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	298	198	546	437	579
净利润	293	34	353	506	708
折旧摊销	70	74	83	88	93
净营运资金增加	-94	-369	-86	182	266
其他	29	458	196	-338	-488
投资活动产生现金流	-135	-250	-54	-125	-100
净资本支出	-138	-206	-63	-100	-100
长期投资变化	-71	0	0	0	0
其他资产变化	74	-43	9	-25	0
融资活动现金流	-215	-89	-8	-82	-123
股本变化	-1	21	-48	0	0
债务净变化	0	5	-5	0	0
无息负债变化	-38	63	45	75	106
净现金流	-51	-137	485	229	356

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	38.9%	35.7%	40.8%	41.6%	43.2%
EBITDA 率	24.2%	32.6%	27.9%	32.2%	32.3%
EBIT 率	18.5%	25.4%	22.6%	27.9%	29.0%
税前净利润率	24.2%	2.7%	26.7%	29.1%	30.0%
归母净利润率	21.9%	3.0%	22.7%	24.7%	25.5%
ROA	6.8%	0.4%	7.7%	10.0%	12.4%
ROE (摊薄)	7.9%	0.9%	8.6%	11.2%	13.9%
经营性 ROIC	7.9%	6.4%	12.8%	19.1%	24.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	6%	7%	8%	8%	9%
流动比率	11.27	9.41	9.50	8.70	8.10
速动比率	10.13	8.14	8.15	7.33	6.71
归母权益/有息债务		778.02	NA	NA	NA
有形资产/有息债务		611.74	NA	NA	NA

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	3,961	4,202	4,575	5,050	5,712
货币资金	952	816	1,301	1,530	1,886
交易性金融资产	0	486	486	486	486
应收帐款	375	396	217	285	387
应收票据	33	2	2	3	4
其他应收款 (合计)	19	37	50	66	89
存货	211	286	358	467	619
其他流动资产	476	57	57	57	57
流动资产合计	2,084	2,120	2,522	2,959	3,614
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	262	263	263	263	263
固定资产	414	447	426	410	395
在建工程	53	46	87	118	141
无形资产	204	257	244	232	221
商誉	878	906	906	906	906
其他非流动资产	11	92	92	92	92
非流动资产合计	1,876	2,082	2,053	2,090	2,097
总负债	235	303	343	418	524
短期借款	0	5	0	0	0
应付账款	104	146	175	227	299
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	7	8	11	14	19
其他流动负债	0	1	1	1	1
流动负债合计	185	225	265	340	446
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	23	27	27	27	27
非流动负债合计	50	78	78	78	78
股东权益	3,725	3,899	4,232	4,632	5,188
股本	960	981	933	933	933
公积金	1,826	2,025	2,109	2,159	2,230
未分配利润	1,104	1,084	1,382	1,731	2,217
归属母公司权益	3,689	3,785	4,119	4,518	5,075
少数股东权益	37	113	113	113	113

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	5%	7%	5%	4%	4%
管理费用率	7%	10%	6%	5%	5%
财务费用率	-2%	-1%	-1%	-1%	-1%
研发费用率	8%	10%	7%	5%	5%
所得税率	16%	47%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.02	0.02	0.11	0.16	0.23
每股经营现金流	0.31	0.20	0.59	0.47	0.62
每股净资产	3.84	3.86	4.41	4.84	5.44
每股销售收入	1.39	1.17	1.67	2.19	2.97

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	55	480	44	31	22
PB	4.3	4.3	3.8	3.4	3.1
EV/EBITDA	47	41	32	21	15
股息率	0.1%	0.1%	0.7%	1.0%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳