

合理价值区间:

新股发行数据

发行股数 (万股)	1700
发行后股本(万股)	6700
发行方式	
保荐机构	东莞证券
发行日期	

发行前财务数据

每股净资产:	2.93 元
净资产收益率:	25.06%
资产负债率:	39.16%

相关研究:

化工行业分析师:

傅用增

8621-68761616-8678

fuyz@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心

26 楼 200122

德邦证券有限责任公司

http://www.tebon.com.cn

天龙集团 (300063):

水性油墨行业龙头, 成长空间广阔

投资要点:

- ◆ 天龙集团是国内领先的水性油墨企业, 专注于水性油墨的研发、生产和销售, 其中主导产品环保型水性油墨占公司产销量的80%以上。产品主要应用于各类瓦楞纸箱、食品、饮料、药品等包装印刷及标签印刷。目前公司现有水性油墨产能1.2万吨, 实际产量1.5万吨, 市场占有率16%, 稳居全国第一。
- ◆ 我国已经成为继美国、日本和德国之后的全球第四大油墨生产和消费国。2003-2008 年间我国油墨产量和消费量的年均增长速度都超过了15%, 随着未来下游包装印刷行业需求的恢复和发展, 行业将进入稳定发展阶段, 产量和消费量的增长率将接近10%。
- ◆ 水性油墨区别于传统油墨的最大特点是明显减少了油墨干燥时VOC气体的排放, 具备节能环保、印刷表面残留低、卫生安全、成本低廉等优点, 将在众多领域将逐步替代传统油墨, 增长速度快于行业平均水平。
- ◆ 公司的竞争优势在于领先的技术和驻厂调墨营销方式。公司树脂合成技术填补国内空白, 居于国内领先水平, 体现了公司的技术水平。“驻厂调墨”销售模式提供个性化服务, 增加客户粘性。
- ◆ 我们预计公司10、11、12 年完全摊薄EPS 为0.61元、0.67元和0.78元, 我们认为可以给予公司11年25-30倍PE, 公司合理估值区间是16.7-20.1元, 建议申购。

财务摘要
(万元)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
主营收入	212	234	288	331	385
(+/-)%	15.22%	10.38%	23.08%	14.93%	16.31%
净利润	30	36	41	45	53
(+/-)%	30.43%	20.00%	13.89%	9.76%	17.78%
每股收益	0.6	0.73	0.81	0.89	1.05

目录

1. 天龙集团是国内领先的水性油墨企业	- 1 -
2. 水性油墨行业：增长迅速，未来发展空间广阔	- 2 -
2.1 油墨行业长期稳步增长，集中度提高	- 2 -
2.2 水性油墨环保安全，将在许多领域替代传统油墨	- 3 -
2.3 包装工业发展带动水性油墨企业发展快于行业平均水平	- 4 -
3. 公司竞争优势在于专业技术、零库存销售模式	- 5 -
3.1 公司树脂合成技术填补国内空白，居于国内领先水平	- 5 -
3.2 “驻厂调墨”销售服务增加客户粘性	- 5 -
3.3 生产基地前沿化，快速满足市场需求	- 5 -
4. 募集资金用于扩产四大产品领域	- 6 -
5. 风险提示	- 6 -
5.1 核心技术人员流失和机密技术外泄的风险	- 6 -
5.2 驻厂调墨和网点扩张的管理风险	- 7 -
7. 盈利预测	- 7 -

图表目录

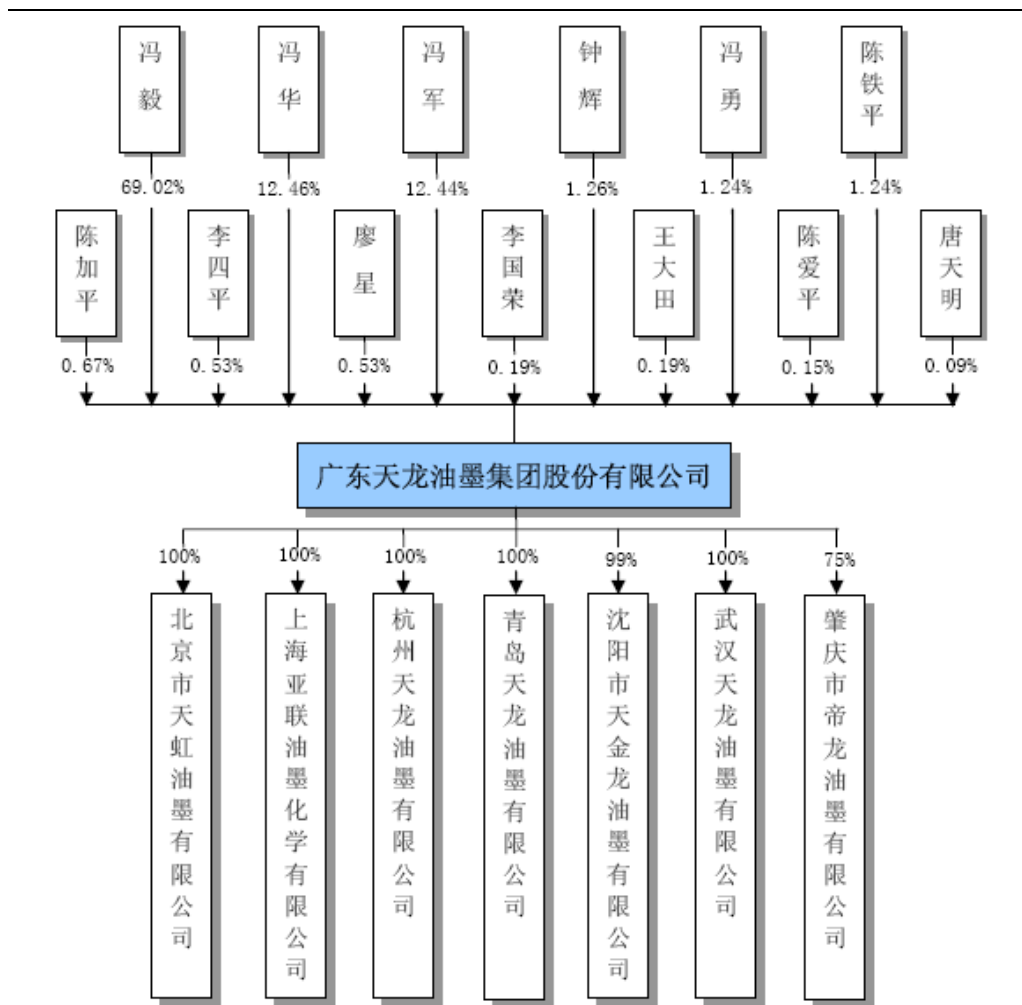
图表 1 公司股权结构	- 1 -
图表 2 公司主营收入（单位：万元）	- 2 -
图表 3 公司毛利（单位：万元）	- 2 -
图表 4 公司产品毛利率	- 2 -
图表 5 国内油墨产量增长	- 3 -
图表 6 水性油墨性能比较	- 3 -
图表 7 国内水性油墨产量增长	- 4 -
图表 8 国内水性油墨和油墨产量增长率对比	- 4 -
图表 9 公司生产销售网络	- 6 -
图表 10 募投项目明细	- 6 -
图表 11 预测利润表	- 7 -

1. 天龙集团是国内领先的水性油墨企业

天龙集团是国内领先的水性油墨企业，产品包括水性油墨、溶剂油墨和胶印油墨，其中主导产品环保型水性油墨占公司产销量的 80% 以上。公司专注于水性油墨的研发、生产和销售，依托领先的水性油墨研究技术和自主研发的合成树脂技术，形成了集水性油墨研发、生产、销售及售后服务于一体的完整产业链，并发展为国内最大的水性油墨生产企业。产品主要应用于各类瓦楞纸箱、食品、饮料、药品等包装印刷及标签印刷。

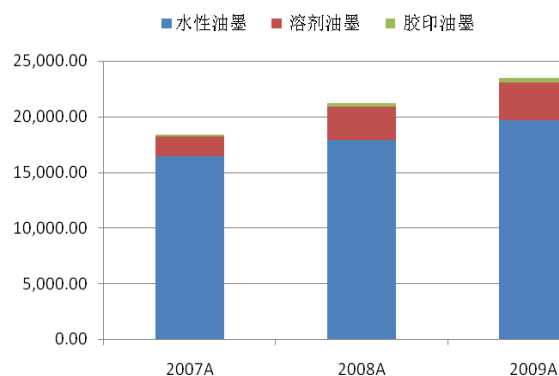
目前公司现有水性油墨产能 1.2 万吨，实际产量 1.5 万吨，市场占有率 16%，稳居全国第一。

图表 1 公司股权结构



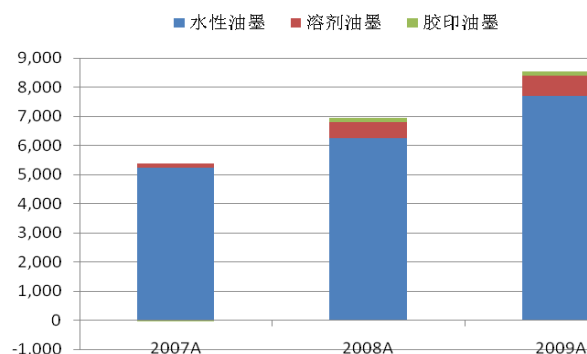
资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

图表 2 公司主营收入 (单位: 万元)



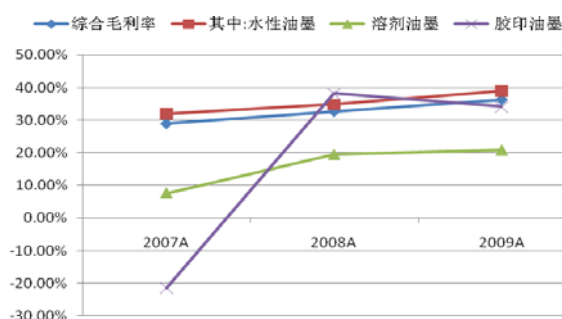
资料来源: 招股意向书、德邦证券经济研究所

图表 3 公司毛利 (单位: 万元)



资料来源: 招股意向书、德邦证券经济研究所

图表 4 公司产品毛利率



资料来源: 招股意向书、德邦证券经济研究所

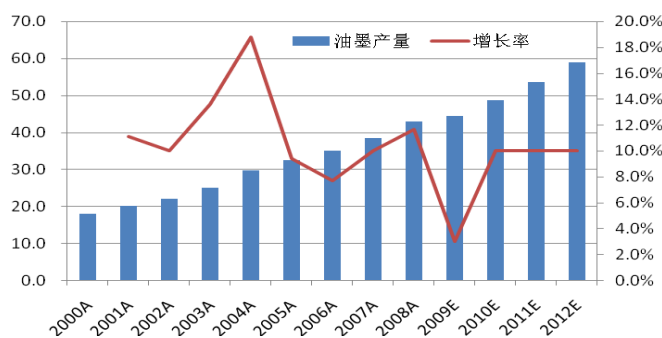
2. 水性油墨行业: 增长迅速, 未来发展空间广阔

2.1 油墨行业长期稳步增长, 集中度提高

随着世界经济的发展, 下游出版印刷、包装行业的推动, 全球油墨行业持续增长。据中国油墨网资料显示, 2006 年全球市场油墨销售额约 150 亿美元, 油墨总产量约 360 万吨, 其中北美洲 105 万吨, 南美洲 25 万吨, 欧洲 120 万吨, 亚洲 110 万吨。行业集中度显著提高, 据统计 2007 年全球前十家油墨企业占据 50% 以上的市场份额。

2000 年以来, 我国油墨行业进入了快速发展时期, 现在已经成为继美国、日本和德国之后的全球第四大油墨生产和消费国。特别是 2003-2008 年间我国油墨产量和消费量的年均增长速度都超过了 15%, 2008 年油墨的产量更是达到 48.8 万吨, 消费量也达到 49.2 万吨, 供需基本处于平衡状态。虽然 2009 年由于受全球金融危机和行业周期性调整的双重影响, 其增长速度有所下降, 但随着未来下游包装印刷行业需求的恢复和发展, 行业将进入稳定发展阶段, 产量和消费量的增长率将接近 10%。

图表 5 国内油墨产量增长



资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

2.2 水性油墨环保安全，将在许多领域替代传统油墨

水性油墨区别于传统油墨的最大特点是明显减少了油墨干燥时 VOC 气体的排放,由于水性油墨使用的溶剂是水,不含挥发性的有机化合物,避免了溶剂型油墨中的有毒有害物质对人体的危害和对被包装商品的污染,改善了印刷作业环境,属于环保产品。水性油墨具备节能环保、印刷表面残留低、卫生安全、成本低廉等优点,在众多领域将逐步替代传统油墨。

图表 6 水性油墨性能比较

性能比较		环保型油墨			非环保型油墨	
		水性油墨	大豆油墨	UV 油墨	溶剂型油墨	胶印油墨
生产性能	原料	水（或醇类） 水性树脂 颜料 助剂	植物油 树脂 颜料 助剂	颜料 反应性单体预聚体 光引发剂	溶剂 颜料 树脂 助剂	矿物油 植物油 树脂 颜料
	成本	最低	高	最高	中等	高
	工艺复杂度	复杂	复杂	最复杂	简单	复杂
印刷性能	干燥速度	适中	很慢	快	快	很慢
	光泽度	一般	一般	高	一般	一般
	稳定性	稳定	稳定	稳定	稳定	稳定
环保性能	VOC 排放	零或很少	很少	很少	高	中等
	溶剂残留	无	有残留溶剂	无	有残留溶剂	有残留溶剂
	安全度	安全	安全	安全	不安全	安全
消防性能	易燃性	不燃	可燃	可燃	易燃	可燃

资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

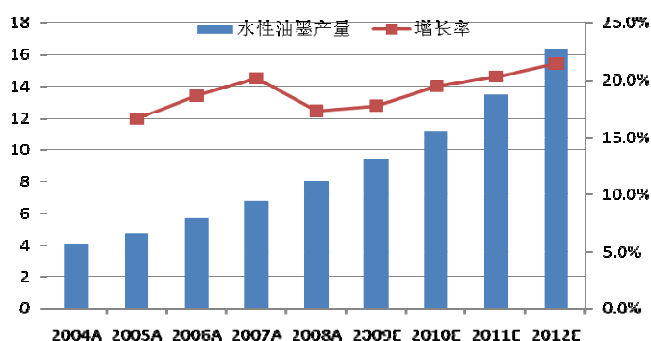
随着经济的发展和人民生活水平的提高,世界各国对环保立法日趋严格,尤其是在食品、医药、儿童玩具、化妆品等与身体健康密切相关的领域,对环保和卫生的要求更高,将增加环保油墨的需求。传统胶印油墨需求比例逐步降低,新型环保柔印方式得

到广泛应用,而柔印方式印刷主要采用水性油墨。2001 年美国油墨市值 42.4 亿美元,其中柔板印刷占 42%,胶印油墨印刷占 24%、凹版印刷占 14%。

2.3 包装工业发展带动水性油墨企业发展快于行业平均水平

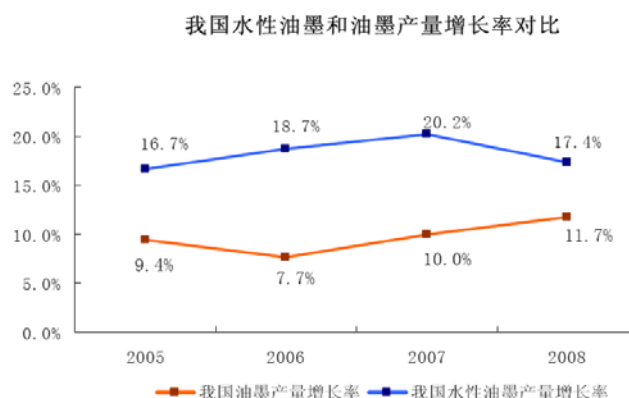
我国水性油墨主要使用在各种包装印刷领域,包装印刷工业的发展直接带动我国水性油墨产量的增长。2006 年我国包装印刷工业产值占全国整个印刷工业总产值 32.50%,而全球 12 种包装产品的产值占全球印刷业总产值的 46%。近年来,我国经济持续增长,促进包装印刷工业的进一步发展,其占印刷工业总产值的比重逐步提高,直接带动我国水性油墨行业的快速发展。根据中国油墨协会预测,未来几年内水性油墨的产量将保持 20%左右的速度增长,高于行业增长平均水平。

图表 7 国内水性油墨产量增长



资料来源:招股意向书、德邦证券经济研究所

图表 8 国内水性油墨和油墨产量增长率对比



资料来源:招股意向书、德邦证券经济研究所

3. 公司竞争优势在于专业技术、零库存销售模式

3.1 公司树脂合成技术填补国内空白，居于国内领先水平

公司注重油墨行业核心技术的自主研发，建立了一套完整的油墨研发创新机制，成立的省级工程技术研究开发中心是目前国内领先的水性油墨研究开发基地。截至 2009 年 12 月 31 日，公司拥有研发技术人员 35 人，拥有 2 项发明专利和 3 项水性油墨生产核心技术，在同行业处于领先水平。公司自主研发合成的水性丙烯酸树脂打破我国此类产品完全依靠进口的格局，填补国内空白，使公司水性油墨产品在市场上具有较强的竞争力。目前公司已研发 14 种不同性能树脂产品，并开发出具有高光泽、抗水性强、抗磨性好、干燥速度快等不同性能指标的水性油墨产品。

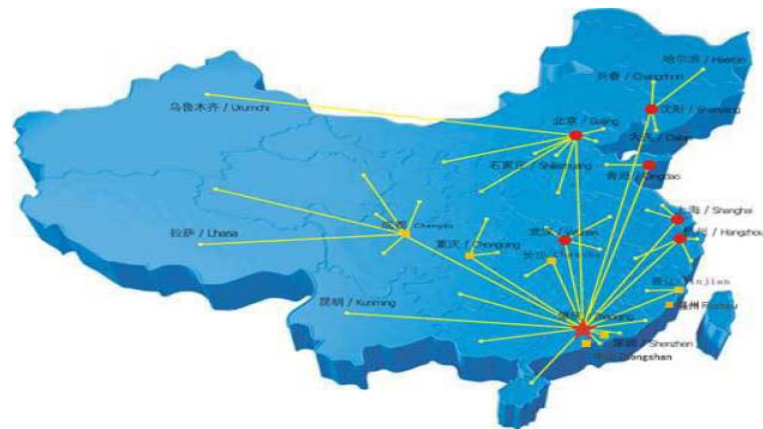
3.2 “驻厂调墨”销售服务增加客户粘性

基于国内印刷企业使用水性油墨过程中存在着更多个性化服务需求，公司率先在业内推行“零距离”、“零损耗”、“零库存”的驻厂调墨销售服务模式。公司为每家核心客户派驻一至三名调墨员，全程跟踪客户的印刷生产过程，为客户提供专业化的油墨印刷技术解决方案。经过长期积累，公司“驻厂调墨”销售服务模式日趋成熟和完善，最大限度地保证客户产品印刷质量，维护客户利益，有利于公司与核心客户保持长期稳定的合作关系，提高市场竞争力。截至 2009 年 12 月 31 日，公司共有驻厂客户 263 家，调墨员 432 人。报告期内，驻厂客户实现的销售收入占当期主营业务收入的比例分别为 61.63%、63.98%和 62.20%，公司与核心客户的长期良好合作，确保了公司营业收入和利润的稳定增长，同时提高了客户对于公司的依赖度，增强了竞争壁垒。

3.3 生产基地前沿化，快速满足市场需求

根据我国印刷产业分布状况，公司选择在肇庆、北京、上海、武汉、杭州、青岛、沈阳等地建立了 7 个生产基地，构建起科学的生产基地覆盖网络，能够快速为周边区域的印刷生产商提供油墨配套服务。公司生产基地前沿化布局，首先能够满足市场多批次、小批量客户的需求，极大地提高供货速度，降低运输成本，从而扩大销售范围，增加收入来源。其次，公司能够为集团化中高端核心客户提供与之相配套的油墨供货服务。随着行业竞争的加剧，包装印刷行业出现了集团化发展趋势，国内许多大型包装印刷企业集团如秉信集团、华力包装、爱生雅、济丰包装、华通集团等在全国范围内建立了多家生产基地，公司的 7 家生产基地能够为其提供匹配的规模化供应，使其生产基地能够就地采购，迅速地满足大型包装印刷企业油墨需求，提高配送效率，降低采购成本，有利于公司与大型印刷厂商客户建立长期稳定的合作关系，确保了公司在国内水性油墨中、高端市场的领先地位。

图表 9 公司生产销售网络



备注：★为公司生产基地总部；●为公司控股子公司；■为销售分公司

资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

4. 募集资金用于扩产四大产品领域

本次募集资金投资项目建成投产后，将新增年产 22,000 吨水性油墨的生产能力。公司计划新建 20 家销售分公司，构建起全国性的营销服务网络，销售能力将进一步提升。我们预计，本次募集资金项目有助于公司满足日益增长的市场需求，覆盖更多的区域，进一步巩固自身的龙头地位。

图表 10 募投项目明细

序号	项目名称	投资额（万元）	投资主体
1	水墨生产基地建设项目	9,000	天龙油墨
2	北京市天虹油墨厂房扩建项目	2,500	北京天虹
3	销售与服务网络扩建项目	3,000	天龙油墨
4	水性油墨工程技术研发中心	2,000	天龙油墨

资料来源：招股意向书、德邦证券经济研究所

5. 风险提示

5.1 核心技术人员流失和机密技术外泄的风险

公司的主导产品水性油墨属于高新技术产品，其合成树脂技术和油墨配方是公司生产经营的核心技术之一。由于公司未将所有配方和技术申请专利加以保护，如果公司对该等技术或配方的保密制度执行不力，将可能导致部分技术或配方失密，从而对公司正常的生产经营产生不利影响。

5.2 驻厂调墨和网点扩张的管理风险

公司采取“基地生产+驻厂调墨服务”的业务模式，通过“零距离”、“零损耗”、“零库存”的驻厂服务为客户提供专业化的油墨印刷技术解决方案。公司在客户工厂内设置调墨点，库存一定量的自制半成品、产成品，调墨点的存货主要由调墨员现场负责管理。随着公司驻厂调墨点数量的增多，调墨点存货仍存在一定的管理风险。

7. 盈利预测

我们预计公司 10、11、12 年完全摊薄 EPS 为 0.61 元、0.67 元和 0.78 元，我们认为可以给予公司 11 年 25-30 倍 PE，公司合理估值区间是 16.7-20.1 元，建议申购。

图表 11 预测利润表（单位：万元）

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	184	212	234	288	331	385
二、营业总成本	154	176	191	239	277	321
其中：营业成本	131	143	149	187	218	253
营业税金及附加	1	1	1	2	2	2
销售费用	7	8	13	17	20	23
管理费用	14	22	26	32	36	42
财务费用	1	2	2	1	1	1
资产减值损失	0	-1	1	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	30	36	43	49	54	64
加：营业外收入	1	2	2	2	2	2
减：营业外支出	0	1	0	0	0	0
四、利润总额	30	38	45	51	56	66
减：所得税	7	7	9	10	11	13
五、净利润	23	30	36	41	45	53
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	22	30	36	41	45	53
六、基本每股收益	0.45	0.6	0.73	0.81	0.89	1.05
全面摊薄每股收益	0.34	0.44	0.54	0.61	0.67	0.78
全面摊薄总股本	67	67	67	67	67	67

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中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。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。