

强烈推荐-A (维持)**鼎龙股份 300054.SZ**

目标估值: 64.00 元

当前股价: 57.07 元

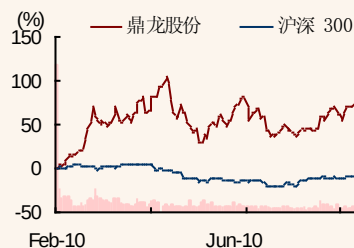
2010 年 8 月 20 日

中报提振对公司化学法碳粉的信心**基础数据**

上证综指	2688
总股本(万股)	6000
已上市流通股(万股)	1500
总市值(亿元)	34
流通市值(亿元)	9
每股净资产(MRQ)	9.5
ROE(TTM)	7.9
资产负债率	12.1%
主要股东	朱双全、朱顺全
主要股东持股比例	46.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	30	67	88
相对表现	20	76	90

**相关报告**

鼎龙股份(300054)深度报告—彩色聚合碳粉渐行渐近, 公司价值亟待提升 2010/7/30

李荣耀

021-68407471
lirongyao@cmschina.com.cn
S1090210070002

廖振华

S1090210040005

张啸伟 (研究助理)**袁孝锋**

S1090208070224

公司业绩基本符合预期, 中报明确回应了资本市场对于公司化学法碳粉项目在技术和市场两方面的担忧。我们维持之前的判断: 化学粉确定性的渐行渐近!

- 1-6 月公司实现营业收入 12,285 万元, 同比增长 14%; 实现营业利润 1,900 万元, 同比增长 30%。上半年计入营业外收入的政府补助比去年同期多增 330 万元, 达到 861 万元; 实现归属于母公司股东的净利润 2,323 万元, 同比增速为 37%, 按最新股本摊薄 EPS 为 0.39 元; 而扣除非经常性损益的净利润为 1,604 万元, 同比增长 29%。
- “公司已在碳粉领域形成了稳定的客户群体, 彩色聚合碳粉产品指标也已达到了国际同类产品的先进水平”! 公司中报披露的信息明确回应了资本市场对于公司化学法碳粉在技术和市场两方面的担忧。而根据我们持续跟踪和从各方面了解到的信息, 我们更为肯定的判断: 公司 1800 吨化学法碳粉募投项目技术上已渐趋成熟。而公司对市场需求的分析和销售模式的选择上, 未来化学法碳粉投产后产能释放的速度将可能会远超市场预期。
- 现有主业稳步快速增长, 电荷调节剂 (CCA) 正常毛利率将稳定在 50% 左右的水平。剔除次氯酸钙贸易业务的影响, 公司 CCA、显色剂等产品上半年保持稳定增长, 实现收入 6,220 万元, 同比增长 33%; 毛利额 2,088 万元, 同比增速 20%。其中最主要产品 CCA 收入增长 23%, 但是毛利率水平同比降 2.45 个百分点至 50.6%, 与去年下半年基本持平。我们认为在原材料市场不出现大幅波动的前提下, 公司 CCA 毛利率将维持在 50% 左右的水平。
- CCA 产品未来几年确定性高增长, 碳粉产业向中国的转移将提升公司 CCA 全球市场份额。为年底即将投产的 1500 吨/年 CCA 募投扩产项目的产能释放做好准备, 公司进一步加强国内、东南亚市场的营销力度, 新市场的开拓聚焦于日本主流机器厂商的进入 (日本市场占全球 CCA 需求的 60-70%)。而近两年随着国内黑色碳粉技术水平的提升, 黑色碳粉产业向我国转移已愈趋明显, 产业转移的大趋势也将有力保障公司未来 CCA 产的稳步释放。
- 维持“强烈推荐-A”的推荐评级, 目标价暂维持在 64.0 元。暂维持公司 10、11 和 12 年 EPS 分别为 0.81、1.60 和 3.35 元的预测。公司未来几年电荷调节剂的高速成长性, 及未来进入彩色碳粉巨大蓝海的“爆炸式”增长潜质。同时随着公司化学法彩粉的渐行渐近, 公司的估值水平亦将渐趋向上, 我们认为暂时给予公司 11 年 40 倍的 PE 已极具安全边际。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	209	233	278	383	608
同比增长	6%	11%	20%	38%	59%
营业利润(百万元)	23	32	47	103	226
同比增长	-6%	39%	45%	119%	120%
净利润(百万元)	30	39	48	96	201
同比增长	13%	31%	25%	98%	110%
每股收益(元)	0.49	0.65	0.81	1.60	3.35
PE	115.5	88.2	70.7	35.7	17.0
PB	23.2	17.7	5.5	4.9	4.0

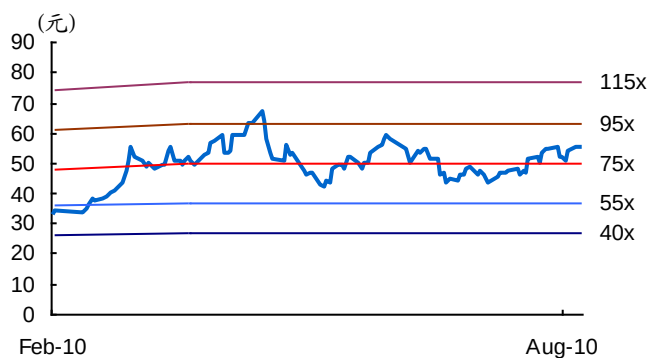
资料来源: 招商证券; 注: EPS 均已按最新股本摊薄

表 1: 销售收入预测

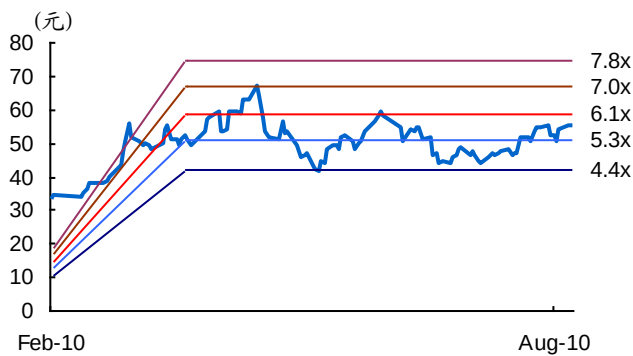
		2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
产品销量 (吨)	彩色聚合碳粉				200	800
	电荷调节剂	231	270	367	514	694
	显色剂	978	402	700	735	769
	次氯酸钙 (贸易)	17725	18724	19,661	20,644	21,676
产品单价 (元/吨)	彩色聚合碳粉				300,000	290,000
	电荷调节剂	207,056	219,852	222,000	229,000	233,000
	显色剂	47,200	57,000	57,000	57,000	57,000
	次氯酸钙 (贸易)	6,280	7,000	7,000	7,000	7,000
产品收入 (百万元)	彩色聚合碳粉				60	232
	电荷调节剂	48	59	82	118	162
	显色剂	46	23	40	42	44
	次氯酸钙 (贸易)	111	131	138	145	152
	其他	4	19	19	19	19
毛利率	彩色聚合碳粉				63%	64%
	电荷调节剂	44.5%	51.4%	50.5%	50.2%	50.6%
	显色剂	15%	19%	19.3%	19.3%	19.3%
	次氯酸钙 (贸易)	4.3%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
	其他	18.4%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
综合毛利率		16%	17%	19%	29%	40%
总收入 (百万元)		209	233	278	383	608
收入增长率		6%	11%	20%	38%	59%

资料来源: 招商证券

风险提示: 化学法碳粉项目长时间延迟投产。

图 1: 鼎龙股份历史PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 鼎龙股份历史PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	151	178	633	665	851
现金	88	121	559	567	703
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	16	41	49	67	106
其它应收款	18	2	3	4	6
存货	10	9	11	14	18
其他	18	4	11	14	18
非流动资产	42	59	87	127	132
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	9	37	72	112	117
无形资产	9	8	8	8	8
其他	24	13	7	7	7
资产总计	194	236	720	792	983
流动负债	43	66	97	92	121
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2	2	2	3	4
预收账款	0	0	0	0	0
其他	41	64	94	89	117
长期负债	39	26	6	6	6
长期借款	30	20	0	0	0
其他	9	6	6	6	6
负债合计	83	91	102	98	127
股本	45	45	60	60	60
资本公积金	30	30	438	438	438
留存收益	36	70	119	196	358
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	111	145	617	694	857
负债及权益合计	194	236	720	792	983

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	41	53	49	96	192
净利润			48	96	201
折旧摊销			12	20	25
财务费用			(6)	(11)	(13)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(6)	(9)	(22)
其它			0	0	0
投资活动现金流	(14)	(18)	(41)	(60)	(30)
资本支出			(40)	(60)	(30)
其他投资			(1)	0	0
筹资活动现金流	(3)	(16)	429	(28)	(26)
借款变动			0	(20)	0
普通股增加			15	0	0
资本公积增加			409	0	0
股利分配			0	(19)	(38)
其他			6	11	13
现金净增加额	24	19	438	8	136

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	209	233	278	383	608
营业成本	175	192	224	272	364
营业税金及附加	1	1	1	1	2
营业费用	5	3	4	7	11
管理费用	7	6	8	11	18
财务费用	(1)	(1)	(6)	(11)	(13)
资产减值损失	(0)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	23	32	47	103	226
营业外收入	11	13	10	10	10
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	34	46	57	113	236
所得税	5	7	8	17	35
净利润	30	39	48	96	201
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	30	39	48	96	201
EPS (元)	0.49	0.65	0.81	1.60	3.35

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	6%	11%	20%	38%	59%
营业利润	-6%	39%	45%	119%	120%
净利润	13%	31%	25%	98%	110%
获利能力					
毛利率	16.2%	17.3%	19.5%	28.9%	40.1%
净利率	14.2%	16.7%	17.4%	25.0%	33.1%
ROE	20.1%	20.1%	7.8%	13.8%	23.5%
ROIC	13.4%	16.2%	5.5%	11.2%	21.2%
偿债能力					
资产负债率	42.8%	38.6%	14.2%	12.3%	12.9%
净负债比率	15.5%	8.5%	2.8%	0.0%	0.0%
流动比率	3.5	2.7	6.5	7.2	7.0
速动比率	3.3	2.6	6.4	7.1	6.9
营运能力					
资产周转率	1.1	1.0	0.4	0.5	0.6
存货周转率	19.9	20.2	22.0	22.0	22.9
应收帐款周转率	12.3	8.2	6.2	6.6	7.0
应付帐款周转率	72.5	104.1	111.2	113.5	118.3
每股资料(元)					
每股收益	0.49	0.65	0.81	1.60	3.35
每股经营现金	0.90	1.17	0.82	1.60	3.20
每股净资产	2.46	3.22	10.29	11.57	14.28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.32	0.64
估值比率					
PE	115.5	88.2	70.7	35.7	17.0
PB	23.2	17.7	5.5	4.9	4.0
EV/EBITDA	254.2	180.1	114.4	54.8	25.6

资料来源：公司报表、招商证券 注：08、09 年 EPS 已按最新股本摊薄

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李荣耀：上海财经大学数量经济学硕士，同济大学高分子材料学士，两年化工行业研究经验，2010年4月加盟招商证券，现为招商证券基础化工行业分析师。

廖振华：上海交通大学生物化学专业硕士，现为招商证券基础化工行业分析师，两年化工行业研究经验。

袁孝锋：复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2009、2008、2007年最佳分析师石油化工第二名。

张啸伟：南开大学国际经济研究所世界经济硕士，天津大学化学工程与工艺学士，2010年4月加盟招商证券，现为招商证券基础化工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。