

公司研究

新股研究

建议询价区间: 12.42-14.08 元

## 国内预涂膜市场的领军企业

——康得新(002450)新股研究

## 核心观点

## 申购建议:

预计公司2010年、2011年全面摊薄每股收益为0.46元和0.69元。当前化工行业可比上市公司2010年平均市盈率为30倍,2011年平均市盈率为23倍。考虑到公司未来三年复合增长率达到44%,在化工行业中成长性较好,我们认为公司可以享受一定的估值溢价,2010年合理市盈率估值区间为30倍-34倍,对应于二级市场的合理价格为13.80元-15.64元,给予10%的折扣,建议一级市场询价区间为12.42元-14.08元。

## 主要依据:

1、公司主要产品包括预涂膜和预涂覆膜机。预涂膜是通过专用设备将热熔胶或低温树脂与薄膜基材复合而成的一种无污染、粘度强的环保型覆膜材料。公司90%以上的收入来源于预涂膜,8%的收入来源于预涂覆膜机。

2、公司的竞争优势在于:(1)产品具有节能环保概念,未来替代即涂技术的市场空间广阔;(2)公司占据国内预涂膜市场的领军地位,品牌优势和规模优势明显;(3)定位高端市场,目前国内仅有公司一家能够满足出口欧美等国家的质量要求;(4)后期项目储备雄厚,公司正在研发的项目包括建筑用膜和数码膜,将加大在预涂膜领域的新兴市场中的竞争力。

3、公司募集资金拟全部用于年产1.8万吨环保型印刷用预涂膜项目,预计实际增加产能1.4万吨/年,产能扩增率达到86%,解决目前产能瓶颈问题,并可以使部分产能转向更具有市场前景的新兴市场,扩大产品体系。

## 风险提示:

原油价格波动对公司销售成本的影响较大。原油价格大幅上升,将会对公司经营业绩产生较大影响。

## 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 发行前总股本(万股)  | 12120.00    |
| 发行股本(万股)    | 4040.00     |
| 总市值(亿元)     |             |
| 总资产(亿元)     | 5.58        |
| 发行前每股净资产(元) | 2.25        |
| 建议询价区间(元)   | 12.42-14.08 |

## 财务数据与估值

|            | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入(百万) | 364    | 514    | 727    | 977    |
| 同比增速(%)    | 40.33% | 40.96% | 41.57% | 34.34% |
| 净利润(百万)    | 46     | 74     | 112    | 139    |
| 同比增速(%)    | 60.10% | 60.09% | 50.72% | 24.27% |
| EPS(元)     | 0.29   | 0.46   | 0.69   | 0.86   |

## 研究员: 邹文军

电话: 010-84183240

Email: zouwenjun@guodu.com

执业证书编号: S0940209040125

## 联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 1、本次发行一般情况

**表 1: 本次发行基本情况**

|                     |                 |
|---------------------|-----------------|
| 公司名称                | 北京康得新复合材料股份有限公司 |
| 公司简称                | 康得新             |
| 发行地                 | 深圳              |
| 发行日期                | 2010-07-05      |
| 申购代码                | 002450          |
| 发行股数（万股）            | 4040            |
| 发行方式                | 网下询价,上网定价       |
| 发行后总股本（万股）          | 16160           |
| 每股盈利（2009 年）        | 0.38            |
| 发行后全面摊薄每股收益（2009 年） | 0.29            |
| 发行前每股净资产（元）         | 2.25            |

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

## 2、公司基本情况

公司主营业务为预涂膜及覆膜设备的开发、生产及销售。预涂膜是通过专用设备将热熔胶或低温树脂与薄膜基材复合而成的一种无污染、粘度强的环保型覆膜材料。公司 90%以上的收入来源于预涂膜，8%的收入来源于预涂覆膜机。

公司主要产品包括预涂膜和预涂覆膜机。预涂膜主要用于各种书刊、包装物、广告制品的覆膜，提高其表面强度、光洁度、清晰度和色彩鲜艳程度，根据所用基材不同，预涂膜产品还可以分为 BOPP 预涂膜、BOPET 预涂膜两类。预涂覆膜机则是将印刷品和预涂膜复合到一起的专用设备。

目前主要原材料 BOPP 薄膜、EVA 热熔胶、BOPET 薄膜和 LDPE 热熔胶均为石油加工行业的下游产品，国际原油价格的起伏将通过原材料采购价格直接影响产品的生产成本。

公司已成长为国内最大的预涂膜生产厂家，预涂膜产能达到 1.63 万吨/年，占据国内市场份额的 20%，产品销往 30 多个国家和地区，是国内唯一一家可以满足欧美地区质量要求的企业。

## 3 公司竞争优势分析

### 3.1 受益于节能环保的政策支持，未来发展潜力较大

从上世纪 50 年代覆膜技术诞生以来，基于环境保护的意识增强和治理逐渐加强，覆膜技术经历了溶剂型即涂技术、水溶性即涂技术、预涂技术三个重要的发展阶段。

溶剂型即涂技术由于所使用的苯溶剂会对生产者、消费者的健康形成严重损害，逐渐被水性即涂技术取代。水溶性即涂技术存在需要大量水清洗和排放清洗污水后的污染问题，仍不是最理想的环保型覆膜解决方案，同时，它在产品质量和生产效率方面仍有一定的缺陷。

**预涂技术逐渐替代即涂技术：**预涂膜特有的生产工艺和覆膜过程使得其具有环保、能够高速覆膜（60-100 米/分钟）、覆膜质量高、粘结强度高、印后精美、覆膜后加工性能好等优点，目前已经在美国、欧洲、日韩等国家迅速推广，并占据了大部分市场份额。目前中国仍有较大得发展空间。

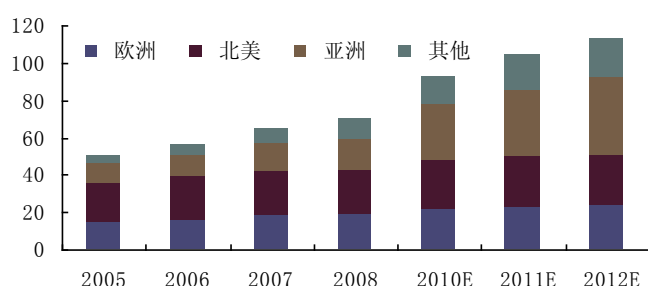
**政策逐渐向预涂膜方向倾斜：**从政策上来说，2005 年产业结构调整中，发改委将

溶剂型即涂覆膜机列入“已明令淘汰或立即淘汰”的范围。目前国内溶剂型即涂覆膜机已基本停产。

2009年6月1日,《中华人民共和国食品安全法》开始施行,其中规定:贮存、运输和装卸食品的容器、工具和设备应当安全、无害,直接入口的食品应当有小包装或者使用无毒、清洁的包装材料、餐具,禁止生产、经营被包装材料、容器、运输工具等污染的食品。

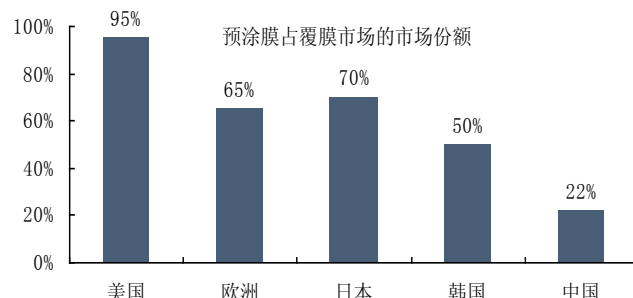
**未来国内需求空间较大:**全球的印刷产业和预涂膜产业重心都在向亚洲转移,以COSMO和 Company 为代表的亚洲企业将不断占据更多的市场份额。根据预测,未来中国预涂膜的需求增速达到50%-60%。公司的预涂膜产品凭借良好的性价比、持续的品质稳定性、良好的售后服务,在国内外市场都具备较强的竞争优势。

图 1: 未来三年预涂膜的消费量预测 (单位: 万吨)



数据来源: 国都证券

图 2: 预涂膜占覆膜市场的市场份额



数据来源: 国都证券

### 3.2 公司占据国内市场的领军地位

公司是国内起步最早、目前产量最大、市场占有率最高的预涂膜生产厂家,2002年建成投产中国第一条预涂膜生产线。产品销往北美、欧洲、亚洲的30多个国家和地区。国内其他厂商由于受到技术和资金的限制,主攻中、低端市场,不能在高端市场对公司构成威胁。

目前,公司占据国内市场20%的市场份额,占据绝对龙头地位,而市场份额居第二名的仅占13%。公司目前在国外已经建立起了覆盖30多个国家和地区的经销网络,在国内也组建起了包含200多家直销客户和10多家区域经销商的网络平台。

表 2: 公司市场排名

| 序号 | 名称                | 区域 | 市场占有率 | 产能 (万吨/年) |
|----|-------------------|----|-------|-----------|
| 1  | 北京康得新复合材料股份有限公司   | 北京 | 20%   | 1.33      |
| 2  | 广东新纪源实业有限公司       | 广东 | 13%   | 0.40      |
| 3  | 浙江温州康隆包装材料有限公司    | 浙江 | 13%   | 0.40      |
| 4  | 山东烟台鸿庆包装材料有限公司    | 山东 | 10%   | 0.30      |
| 5  | 广东佛山市伊路顺软包装材料有限公司 | 广东 | 7.2%  | 0.216     |

数据来源: 招股说明书 国都证券

### 3.3 定位高端市场, 后期项目储备雄厚

作为国内最早进入、也是目前最大的预涂膜生产企业,公司牢牢占据着国内高端市

场，公司依靠自身在原材料配方，设备以及技术人员生产经验方面的优势，生产出的产品的质量水平已经和 GBC 等老牌企业持平。

由于产品定位不同，公司和国内其他厂商之间在高端市场未形成直接竞争，在中低端市场有一定的竞争关系。在产品外销方面，目前国内仅有公司一家能够满足出口欧美等国家的质量要求；其他公司除少数出口到东南亚地区之外，尚未进入欧美市场。

公司由于原材料、人力、运营等方面的成本优势，其产品在同等品质下售价较欧美厂商低 15%~20%，性价比优势较为突出。另外，与印度 COSMO 相比，公司尽管售价上略高，但产品品质的稳定性更强，更符合高端客户的要求。

目前公司正在研发的项目包括建筑用膜和数码膜，通过推出新技术和新产品加大市场渗透力度，提升在新兴市场的竞争力。

**表 3：目前正处于研发阶段的项目简要情况**

| 项目名称          | 拟达到的目标 | 开发进展情况                     |
|---------------|--------|----------------------------|
| 丝光膜           | 国际先进水平 | 主要研发工作已基本完成，预计 2010 年可投入生产 |
| 高粘性膜          | 国际先进水平 | 已小批量试生产，预计 2010 年进入批量生产和销售 |
| 建筑用膜          | 国际先进水平 | 主要研发工作已基本完成，拟批量生产和销售       |
| 新一代数码膜、特种镀铝膜等 | 国际先进水平 | 预计 2010 年可完成研发，进入生产        |

数据来源：招股说明书 国都证券

### 3.4 区域优势

公司募投项目全部在全资子公司张家港康得菲尔，位于张家港保税区内，位于长江经济带之内，是全国唯一的内河港型保税区。以上海为中心的长三角，是我国最重要的印刷包装生产基地之一。另外公司投资项目享受国家级保税区政策，货物进入保税物流园区可视同出口，有利于促进进出口贸易。

## 4、募集资金投向

本次发行募集资金拟全部用于向全资子公司张家港康得菲尔增资，投入年产 1.8 万吨环保型印刷用预涂膜项目，在不考虑无底涂技术因素的情况下预计实际增加产能 1.4 万吨/年，公司产能增幅达到 87%，解决目前产能瓶颈问题，并可以使部分产能转向更具有市场前景的新兴市场，扩大产品体系。

张家港康得菲尔已通过自有资金和银行贷款开展了张家港生产基地的前期建设，建成可容纳 8 条生产线的基础设施、可容纳 4 条线的厂房及 2 条生产线。本次募集资金主要用于建设可容纳 2 条线的厂房和 4 条生产线，项目建成后，与前期工程合计可形成 6 条生产线的生产能力。

## 5、盈利预测

**表 4：盈利预测表**

| 单位：百万元 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入  | 364   | 514   | 727   | 977   |
| 营业收入   | 364   | 514   | 727   | 977   |
| 营业总成本  | 313   | 427   | 596   | 814   |
| 营业成本   | 274   | 384   | 546   | 741   |

|                    |             |             |             |             |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业税金及附加            | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 销售费用               | 10          | 13          | 20          | 31          |
| 管理费用               | 15          | 18          | 30          | 41          |
| 财务费用               | 12          | 10          | 0           | 0           |
| 资产减值损失             | 1           | 0           | 0           | 0           |
| <b>其他经营收益</b>      |             |             |             |             |
| 公允价值变动收益           |             |             |             |             |
| 投资净收益              | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>        | <b>52</b>   | <b>87</b>   | <b>131</b>  | <b>163</b>  |
| 加：营业外收入            | 3           | 0           | 0           | 0           |
| 减：营业外支出            | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>        | <b>54</b>   | <b>87</b>   | <b>131</b>  | <b>163</b>  |
| 减：所得税              | 8           | 13          | 20          | 24          |
| <b>净利润</b>         | <b>46</b>   | <b>74</b>   | <b>112</b>  | <b>139</b>  |
| 减：少数股东损益           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>归属于母公司的净利润</b>  | <b>46</b>   | <b>74</b>   | <b>112</b>  | <b>139</b>  |
| <b>全面摊薄每股收益（元）</b> | <b>0.29</b> | <b>0.46</b> | <b>0.69</b> | <b>0.86</b> |

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

## 6、估值定价及申购建议

我们预计公司 2010-2012 年稀释后每股收益为 0.46 元、0.69 元、0.86 元，三年复合增长率为 44%。

公司是国内最大的预涂膜生产企业，国内并没有与之业务相同的上市公司。公司预涂膜产品具有节能环保的概念，未来发展受到国家政策的支持。化工行业中，与之类似的中小板公司 2010 年平均市盈率为 30 倍，2011 年平均市盈率为 23 倍。我们认为公司具有较高的年复合增长率，在可比公司中名列前茅，因此公司可以享受一定的估值溢价，2010 年合理市盈率估值区间在 30 倍-34 倍，对应二级市场的合理价格为 13.80 元-15.64 元之间，建议一级市场询价为区间 12.42 元-14.08 元。

表 5：可比上市公司估值比较

| 代码     | 名称   | 股价      | EPS(元) |       |       |       | PE    |       |       | 三年复合<br>增长率 |
|--------|------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|
|        |      | 10-6-28 | 2009   | 2010E | 2011E | 2012E | 2010E | 2011E | 2012E |             |
| 002324 | 普利特  | 28.96   | 0.71   | 1.04  | 1.39  | 1.95  | 28    | 21    | 15    | 40.04%      |
| 002319 | 乐通股份 | 21.7    | 0.39   | 0.49  | 0.65  | 0.73  | 44    | 33    | 30    | 23.24%      |
| 002409 | 雅克科技 | 25.32   | 0.65   | 0.98  | 1.37  | 1.81  | 26    | 18    | 14    | 40.69%      |
| 002408 | 齐翔腾达 | 24.79   | 0.67   | 1.18  | 1.44  | 1.82  | 21    | 17    | 14    | 39.53%      |
| 002361 | 神剑股份 | 21.46   | 0.48   | 0.69  | 0.84  | 1.03  | 31    | 26    | 21    | 28.98%      |
|        | 平均   |         |        |       |       |       | 30    | 23    | 19    | 34.50%      |

数据来源：国都证券

## 7、风险提示

**原油价格的剧烈波动：**原材料占公司预涂膜产品成本的比例超过 80%，公司目前主要原材料 BOPP 薄膜、EVA 热熔胶、BOPET 薄膜和 LDPE 热熔胶均为石油加工行业的下游产品，国际原油价格的起伏将通过原材料采购价格直接影响产品的生产成本，从而对公司的盈利能力产生不利影响。

## 国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 |    |                               |
|--------------------|----|-------------------------------|
| 类别                 | 级别 | 定义                            |
| 短期<br>评级           | 推荐 | 行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
|                    | 中性 | 行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数 |
|                    | 回避 | 行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期<br>评级           | A  | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平     |
|                    | B  | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平     |
|                    | C  | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平     |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 |      |                                   |
|--------------------|------|-----------------------------------|
| 类别                 | 级别   | 定义                                |
| 短期<br>评级           | 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上           |
|                    | 推荐   | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间         |
|                    | 中性   | 预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间 |
|                    | 回避   | 预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上            |
| 长期<br>评级           | A    | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平            |
|                    | B    | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致           |
|                    | C    | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平            |

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域      | E-mail                | 研究员 | 研究领域         | E-mail                |
|-----|-----------|-----------------------|-----|--------------|-----------------------|
| 许维鸿 | 研究管理、宏观领域 | xuweihong@guodu.com   | 王明德 | 研究管理、农业、食品饮料 | wangmingde@guodu.com  |
| 李元  | 机械、电力设备   | liyuan@guodu.com      | 巩俊杰 | 交通运输         | gongjunjie@guodu.com  |
| 张翔  | 首席策略分析师   | zhangxiang@guodu.com  | 吴煊  | 策略研究         | wuxuan@guodu.com      |
| 邓婷  | 金融        | dengting@guodu.com    | 邹文军 | 房地产          | zouwenjun@guodu.com   |
| 徐昊  | 农业、食品饮料   | xuhao@guodu.com       | 徐才华 | 机械、汽车及零部件    | xucaihua@guodu.com    |
| 夏茂胜 | 商业、纺织服装   | xiamasheng@guodu.com  | 姜瑛  | IT           | jiangying@guodu.com   |
| 潘蕾  | 医药        | panlei@guodu.com      | 曹源  | 策略研究、传媒      | caoyuan@guodu.com     |
| 王招华 | 钢铁        | wangzhaohua@guodu.com | 刘芬  | 机械           | liufen@guodu.com      |
| 刘斐  | 煤炭        | liufei@guodu.com      | 王京乐 | 家电、旅游        | wangjingle@guodu.com  |
| 鲁儒敏 | 公用事业      | lurumin@guodu.com     | 汪立  | 造纸、交通运输      | wangli@guodu.com      |
| 傅浩  | 建筑建材      | fuhao@guodu.com       | 肖世俊 | 有色金属、新能源     | xiaoshijun@guodu.com  |
| 陈薇  | 衍生产品、金融工程 | chenwei@guodu.com     | 苏昌景 | 债券研究、基金研究    | suchangjing@guodu.com |
| 冯翔  | 宏观研究      | fengxiang@guodu.com   | 李春艳 | 基金联络         | lichunyan@guodu.com   |