

国内预涂膜行业龙头企业

康得新 (002450)

定价区间 12.04-13.76 元

新股定价报告

2010年6月30日 星期三

毛伟
021-50586660-8630
mw@longone.com.cn
执业证书编号: S0630208120082

联系人: 胡昂
021-50586660-8636
ha@longone.com.cn
顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

价值分析

□ 国内预涂膜龙头企业

康得新专注于预涂膜及覆膜设备的开发、生产及销售,是中国首家具有自主知识产权的从事高分子复合材料预涂膜技术研发、生产和销售的高新技术企业。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。目前公司在国内预涂膜市场占据绝对领先地位,是我国预涂膜行业的开拓者和领军者,也是我国预涂膜行业标准及覆膜工艺标准的主要起草单位。经过多年的努力和积累,公司的产品远销北美、欧洲等30多个国家和地区,是国际预涂膜的知名企业。

公司拥有领先的技术水平,产品质量也达到国际先进水平。自2002年建成投产中国第一条预涂膜生产线以来,公司预涂膜产品规模不断扩大,截止09年年底,公司拥有6条预涂膜生产线,年产能1.63万吨。

本次公开发行4040万股,占发行后总股本的25.00%,发行后总股本为16160万股。

□ 主营业务分析

公司的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。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。2008年公司预涂膜及覆膜机产品在国内的市场占有率为20%,居全国第一。

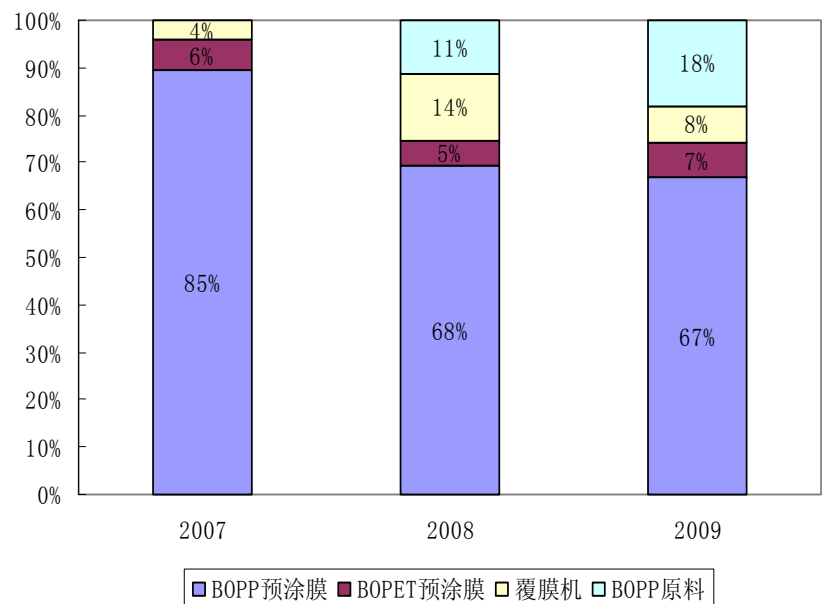
表1 我国预涂膜及覆膜机生产厂商市场份额

排名	公司	市场占有率
1	北京康得新复合材料股份有限公司	20%
2	广东新纪源实业有限公司	13%
3	浙江温州康隆包装材料有限公司	13%
4	山东烟台鸿庆包装材料有限公司	10%
5	广东佛山市伊路顺软包装材料有限公司	7.2%

资料来源:招股意向书,东海证券研究所

公司营业收入逐年上升,08年、09年营业收入年涨幅分别为58.4%、40.3%。预涂膜是公司收入的主要来源,近几年来销售量也快速增长。公司营业收入中95%以上来自主营业务收入,增长主要来源于产品销量的增加以及品种的丰富。

图1 公司营业收入构成



资料来源：招股意向书，东海证券研究所

公司主营业务收入的产品构成基本保持稳定，08年预涂膜的收入增长是因为销量和价格双双上涨，09年预涂膜收入主要来自销量的增加。

表2 预涂膜销售情况

项目	2009年	2008年	2007年
产能（万吨）	1.33	0.69	0.67
产量（万吨）	1.37	0.74	0.64
销量（万吨）	1.30	0.73	0.66
平均售价（万元/吨）	2.05	2.60	2.28
销售额（亿元）	2.67	1.90	1.49

资料来源：招股意向书，东海证券研究所

公司主营业务毛利率基本保持稳中有升，预涂膜产品的毛利率保持在20%以上，特别是09年毛利率较08年大幅提升。这主要是因为公司在控制质量的前提下降低了采购价格以及开发出了新品种。

表3 按产品分类的毛利率情况

	2009年	2008年	2007年
主营业务毛利率	24.08%	23.02%	21.20%
BOPP亮光预涂膜	23.39%	18.12%	16.703%
BOPP亚光预涂膜	27.98%	23.02%	24.81%
BOPET预涂膜	30.04%	23.56%	20.63%
预涂膜产品	26.05%	20.64%	19.90%
覆膜机	43.62%	49.34%	48.63%
BOPP原材料	7.70%	5.01%	

资料来源：招股意向书，东海证券研究所

□ 预涂膜技术是未来的趋势

覆膜技术自上世纪50年代诞生以来，先后经历了溶剂型即涂技术、水溶性即涂技术和预涂技术三个主流的工艺技术。

溶剂型即涂技术因其对环境和人体健康的危害性，在世界范围内被淘汰已是大势所趋；水性即涂技术虽然覆膜质量不如预涂膜，但因其基本符合环保要求且成本较低，在低端市场还有其生存空间，但随着预涂膜成本的降低，其生存空间将不断受到挤压。而预涂膜突破了即涂技术的瓶颈，既环保又能大幅提高生产效率和产品质量。

目前，发达国家的预涂膜市场占有率基本都达到了60%以上，而我国在最近3年才开始出现爆发式增长。随着我国对环保的要求越来越高，预涂膜产品价格越来越有竞争优势，我们预计预涂膜发展的黄金时代即将到来。

表4 预涂技术与即涂技术成本比较

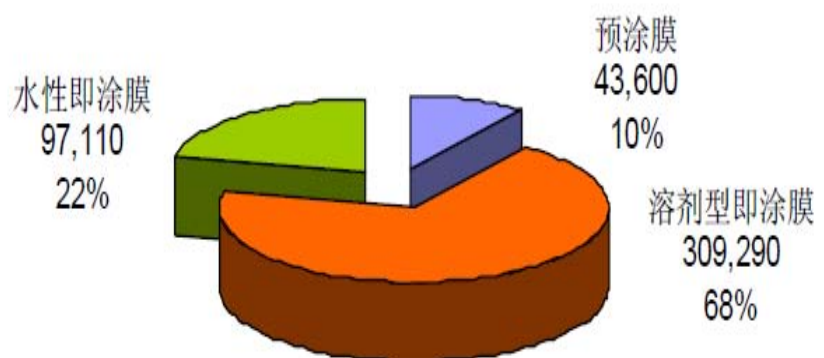
项目	溶剂型即涂技术	水溶性即涂技术	预涂技术
材料耗用	221	210	250
电能耗用	11.25	11.25	3.5
人工	8.89	8.89	7.14
合计	241.14	230.14	260.64

资料来源：招股意向书，东海证券研究所

□ 国内需求进入加速时期

预涂膜下游应用分为工业印刷、商用印刷以及特殊用途。目前，我国预涂膜市场份额在整个抚膜市场中的占比仍旧很小，预涂技术的替代程度还远低于发达国家。预涂膜在欧洲和美国市场占有率分别高达65%和90%，而我国仅为10%。但是，随着国民环保意识的提高，国家产业政策的推动，预涂膜规模和技术提高而不断降低预涂膜成本，以及国内印刷行业对覆膜质量的要求日渐提高的影响因素下，预涂技术的替代是我国覆膜市场发展的必然趋势。

图2 国内覆膜市场构成



资料来源：招股意向书，东海证券研究所

据国家信息中心的统计和预测，国内2009年、2010年、2011年预涂膜需求总量可分别达到5万吨、8.5万吨和11.5万吨。

□ 募投项目扩张公司产能

本次发行募集资金拟全部用于向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，总投资16,075.80万元，项目建设期为2年。项目的实施将进一步增加公司的生产规模，提高公司的盈利能力和核心竞争力。

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，如果不考虑无底涂技术对生产效率的提升因素，本项目实际可增加的产能预计为14,175吨/年，加上2009年末的产能16,300吨/年，公司的预涂膜产能预计将于2012年达到30,475吨/年。项目不仅可以解决公司产能瓶颈问题，还可以进一步优化产品结构，提升内在竞争力。

□ 假设及盈利预测

我们预计公司 2010, 2011, 2012 年的 EPS 分别为 0.43 元、0.65 元和 0.87 元。目前，国内没有业务与之相同的上市公司，考虑到公司未来业绩具较高的复合增长率以及预涂膜具节能环保概念，我们结合当前市场的估值水平，认为给予公司 2010 年 28-32 倍的市盈率较为合理，合理的价格区间为 12.04-13.76 元。

预测和比率

资	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	364	510	718	976
主营收入增长率	40.3%	40.1%	40.8%	35.9%
净利润（百万）	46	69	105	140
净利润增长率	60.1%	50.0%	52.2%	33.3%
EPS（元）	0.29	0.43	0.65	0.87

资料来源：东海证券研究所（注：EPS 按照发行后 16160 万股股本计算）

分析师简介及跟踪范围:

毛伟, 基础化工行业分析师, 浙江大学高分子系学士, 中国科学院化学研究所博士。

重点跟踪企业:

新安股份, 华鲁恒升, 烟台万华, 建峰化工, 巨化股份, 诺普信, 东华科技, 友利控股。

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 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122