

评级：强烈推荐

基础化工

深度报告

第一创业研究所

分析师：巨国贤 S1080209110062

联系人：景殿英 S1080110110018

电 话：0755-82485036

邮 件：jingdianying@fcsc.cn

康得新（002450）

——环保怀中的宠儿

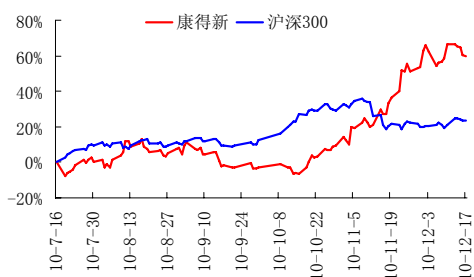
交易数据

52 周内股价区间（元）	17.3-34.5
总市值（百万元）	5,001.52
流通股本（百万股）	40.40
流通股比率（%）	25.0%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益	867.96
每股净资产	5.37
市净率	5.76
资产负债率	15.1%

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

《无底涂，产能扩增 30%!》

摘要：

- **预涂膜市场广阔，快速发展** 预涂膜技术由于其绿色环保、产品质量高等优势成为涂膜技术发展的主流方向，以美国为例其涂膜市场 95%都是使用预涂膜技术。我国预涂膜占比虽然仅 10%，但却是增长最快的市场，近几年下游需求年复合增长率超过 50%。
- **高性价比预涂膜产品成就国内、国际强势竞争力** 公司是国内最大、国际领先的预涂膜生产企业，拥有规模、成本、配方、设备等多方面优势。与欧美厂商相比，公司产品在同等品质下售价低 15%-20%，与 COSMO 及国内企业相比，公司产品售价略高，但品质更好更稳定，产品的高性价比使公司在国内、国际预涂膜领域具有很强的竞争力。
- **环保要求不断提升成为预涂膜行业爆发增长的推动力** “绿色印刷”的不断深化将促进预涂膜对以苯为溶剂的溶剂型即涂技术的替代；环境税的出台将增加水性即涂技术的废水排放成本压力，提升预涂技术的成本优势；中国不断上升的劳动力成本将使具有高生产效率的预涂技术更受青睐。
- **无底涂技术及产能扩增成为公司利润增长点** 通过租赁 BOPP 薄膜生产线使公司原计划于 2013 年投产的 BOPP 基材生产项目进程大幅提前，基于 BOPP 基材生产线的无底涂技术的应用将提升公司 30%的产能，公司 11 年和 12 年产能相对 10 年同比增长将分别高达 63%和 190%，大幅提升公司的盈利能力。同时，BOPP 薄膜的生产销售也将成为公司利润的另一增长点。
- **给予公司“强烈推荐”投资评级** 我们预计公司 10 年、11 年和 12 年 EPS 分别为 0.56 元、0.84 元和 1.22 元，对应动态 PE 分别 56 倍、37 倍和 25 倍，给予“强烈推荐”投资评级。



目 录

1、公司简介：绿色环保预涂膜龙头企业	3
1.1、国内龙头、国际领先	3
1.2、公司股权结构及沿革	3
2、预涂膜市场空间广阔	4
2.1、涂膜技术主流方向，海外市场广阔	4
2.2、亚洲预涂膜产业正高速增长	5
2.3、国内预涂膜需求量年复合增速超 50%	6
3、综合优势打造国内、国际竞争力	7
3.1、国内预涂膜龙头企业	7
3.2、高性价比下的国际竞争优势	8
3.3、强势的定价能力，确保公司高毛利率	8
4、环保政策——加速十二五期间即涂膜替代进程	10
4.1、“绿色印刷”加快溶剂型即涂膜替代速度	10
4.2、环境税的出台将增加水性即涂技术成本	11
4.3、不断上升的劳动力成本提升预涂技术优势	11
4.4、政策还未发力，内销已大幅增长	12
5、蕴藏高增长潜力——无底涂技术及产能扩增	12
5.1、无底涂技术提升 30%产能	12
5.2、产能急速扩增，迎接新增市场	13
6、盈利预测及投资建议	14
6.1、盈利预测	14
6.2、投资建议：强烈推荐	14



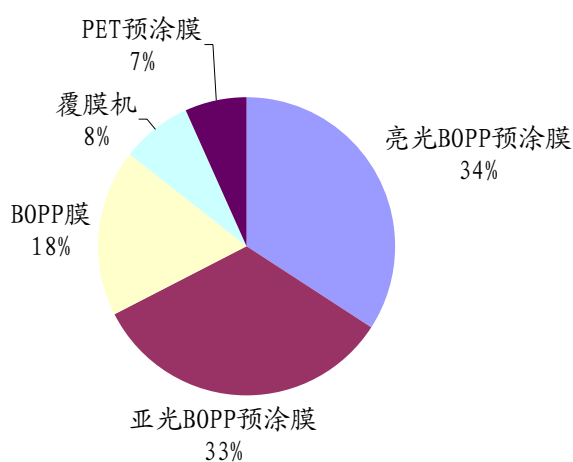
1、公司简介：绿色环保预涂膜龙头企业

1.1、国内龙头、国际领先

康得新是中国第一、全球第六大预涂膜生产企业。预涂膜是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，可直接黏附于物品表面，起到装饰和保护作用。

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。根据预涂膜所用基材不同，公司预涂膜产品包括 BOPP 预涂膜和 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。

图 1：09 年公司营业收入构成



资料来源：公司招股说明书、第一创业研究所

1.2、公司股权结构及沿革

北京市康得机电发展总公司的控股股东钟玉先生以个人名义于 2000 年在澳大利亚珀斯设立了澳中技术发展有限责任公司，利用当地一些机构的技术人才、试验设备，完成了预涂膜生产技术的研发。2001 年，澳中技术发展有限责任公司以预涂膜技术作价 800,000 美元，与北京市康得机电发展总公司共同设立北京康得新印刷器材有限公司。2008 年北京康得新印刷器材有限公司整体变更为北京康得新复合材料股份有限公司，于 10 年 7 月在深圳交易所上市。公司实际控制人钟玉先生通过康得投资集团有限公司持有公司 26.576% 的股权。



2、预涂膜市场空间广阔

2.1、涂膜技术主流发展方向，海外市场广阔

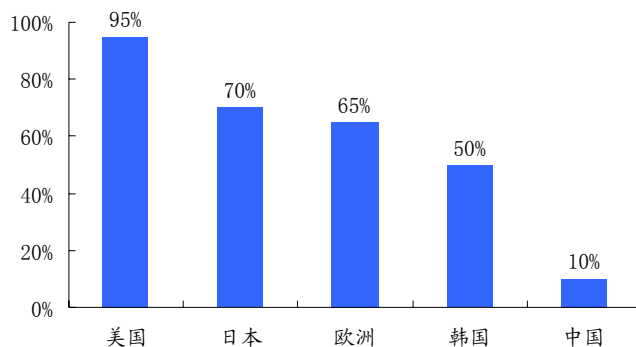
目前，涂膜技术主要分为溶剂型即涂技术、水性即涂技术和预涂膜技术。其中，溶剂型即涂技术需要使用具有强致癌的苯作为溶剂，水性即涂技术存在需要大量水清洗和排放清洗污水后的污染问题，其他一些印后表面修饰加工技术如UV上光技术由于没有和薄膜的复合过程，耐磨、耐折性较差，多用于短期阅读物和简易包装物上。预涂膜技术由于其绿色环保、产品质量高等优势成为国外涂膜技术发展的主流方向。美国的涂膜市场95%都是使用预涂膜技术，而日本、韩国、欧洲等发达国家或地区预涂膜占比也都在50%以上。

表 1：主要涂膜技术优缺点对比

项目	溶剂型即涂技术	水性即涂技术	UV 上光	预涂技术
环保性	产生危害身体的有害物质，耗能高，有火灾隐患	需大量用水，且胶水混合物排放会产生污染，能耗高	UV 油固化前存在一定的污染	不产生有害物质，能耗低
采购环节	繁琐（胶、膜、溶剂）	繁琐（与溶剂型即涂一样，只是采用水性胶）	需投入专用 UV 固化设备	方便（仅需预涂膜即可）
操作程序	操作复杂	同溶剂型即涂技术	介于预涂技术与即涂技术之间	省去了黏合剂的涂覆、调配及烘干，操作更简单方便
生产效率	低，采用手动加工，速度低	低，出膜后需晾干	因设备而异	高，采用自动覆膜机，并省去了即涂的多道工序
产品质量	易发生起泡、脱膜、雾点、卷曲等质量问题	区域性限制强，保质期短，存放要求高，产品易发生变形、发灰等问题	质量稳定，适用范围受限制，效果差于覆膜	产品质量稳定，品质高

数据来源：公司招股说明书、第一创业研究所

图 2：世界主要国家或地区预涂膜在涂膜市场占比



数据来源：公司招股说明书、第一创业研究所

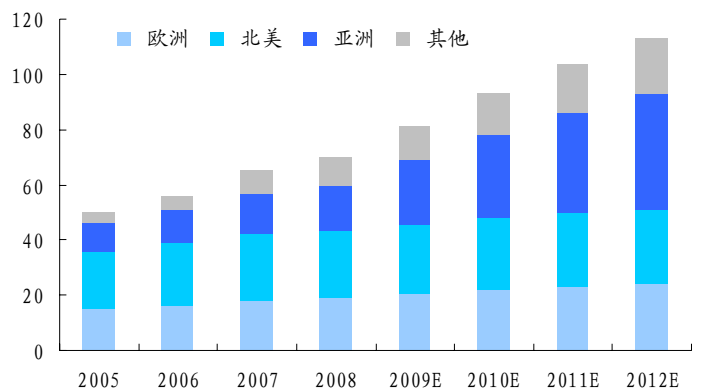


2.2、亚洲预涂膜产业正高速增长

现阶段预涂膜需求量的大部分来自发达国家。预涂膜产品无污染，产品质量高，自发明起很快就在环保要求较高的欧美国家及日本、韩国得到了大力推广和使用。虽然预涂膜的价格相对即涂技术所需塑料薄膜和胶的价格稍高，但即涂技术使用中需要手工送纸，且设备运行较慢，对于产业集中度高、人工成本高以及设备自动化程度高的发达国家大型印刷企业来说，预涂膜的生产成本总额反而并不高。

在亚洲等地区的发展中国家，预涂膜产品进入规模化应用的时间较晚，限于成本因素未能及时推广。但随着居民和政府环保意识的加强，各国印刷技术水平的发展和进步，以及亚洲预涂膜生产厂家崛起带来的预涂膜整体成本的降低，预计未来几年预涂膜在这些国家的需求量将进入快速上升阶段。

图 3：预涂膜消费量不断增长、亚洲增长最快（万吨）



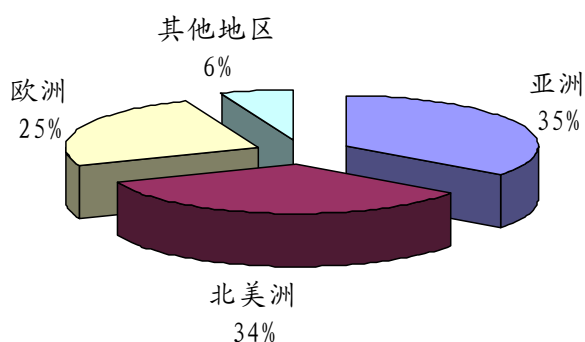
数据来源：公司招股说明书、第一创业研究所

据国家信息中心预测，未来几年，全球的预涂膜需求量发展趋势将呈现以下特点：

- 1) 预涂膜使用率较低的国家 and 地区，进入预涂技术对即涂技术快速替代时期，预涂膜的需求量呈快速增长。
- 2) 全球各地区数码打印市场的迅速发展，将大大带动预涂膜在商用印刷市场的需求增长。
- 3) 在亚洲低成本预涂膜厂商逐步取代欧美厂商成为国际预涂膜主流供货商的过程中，全球预涂膜的成本将随之下降，接近水性即涂膜的成本，从而在欧洲及其它市场进一步替代水性即涂膜，预涂膜的需求量也将随之增长。



图 4: 全球预涂膜产能分布

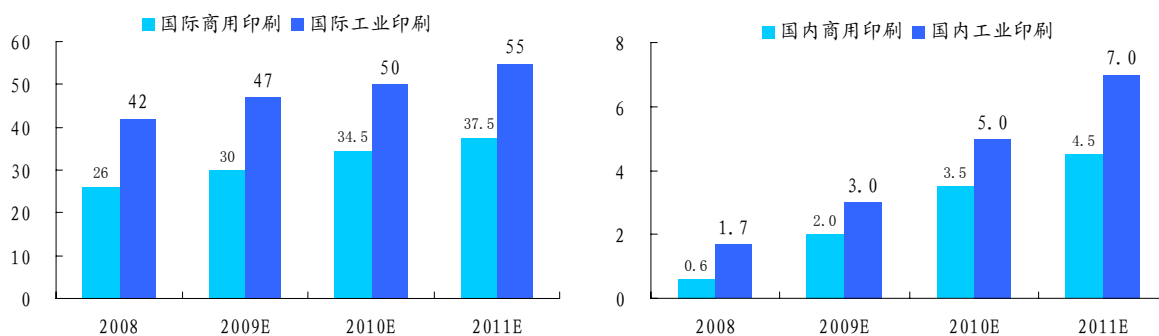


资料来源: 公司招股说明书、第一创业研究所

2.3、国内预涂膜需求量年复合增速超 50%

预涂膜下游应用分为工业印刷市场和商用印刷市场以及特殊用途市场。工业印刷市场主要指出版物印刷品以及食品、药品、日用品等消费品包装物覆膜市场; 商用印刷市场主要指数码打印、卡证、防伪、商业广告等新兴领域的应用覆膜市场; 特殊用途市场属于新兴市场, 目前仅应用于电子类产品和建筑保温材料, 市场容量较小。据国家信息中心预测, 国际商用印刷和工业印刷需求将分别由 2008 年的 26 万吨和 42 万吨增长到 2011 年的 37.5 万吨和 55 万吨, 年复合增长率为 13.0%和 9.4%; 国内商用印刷和工业印刷需求将分别由 2008 年的 0.6 万吨和 1.7 万吨增长到 2011 年的 4.5 万吨和 7.0 万吨, 年复合增长率为 65.1%和 51.8%, 中国将成为预涂膜需求增长最快最大的市场。

图 5: 国际及国内预涂膜下游需求高速增长 (万吨)



数据来源: 国家信息中心、第一创业研究所



3、综合优势打造国内、国际竞争力

作为全球领先的预涂膜生产企业，公司凭借规模、成本、技术等多方面优势，确立了其在国内和国际预涂膜市场的竞争力。

3.1、国内预涂膜龙头企业

国内最大预涂膜生产企业，规模优势明显

公司是国内起步最早、产量最大、市场占有率最高的预涂膜生产企业，2010年生产能力 1.63 万吨，募投项目的建设将使公司产能在未来两年扩增一倍以上，进一步巩固公司相对于国内其他企业的规模优势。

表 2: 国内主要预涂膜生产厂家产能

序号	厂商	区域	产能(吨/年)
1	北京康得新复合材料股份有限公司	北京	16300
2	广东新纪源实业有限公司	广东	4000
3	浙江温州康隆包装材料有限公司	浙江	4000
4	山东烟台鸿庆包装材料有限公司	山东	5000
5	广东佛山伊路顺软包装材料有限公司	广东	4000

数据来源：公司网站、第一创业研究所

公司产品除内销外还销往北美、欧洲、亚洲的 30 多个国家和地区，公司对国际市场采取的是占位式销售策略，但因受产能限制，对各经销商只能满足其部分采购需求。而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，其产品主要供应国内市场，少数企业出口东南亚地区。公司是国内唯一出口欧美等高端市场的预涂膜生产企业。

独特配方，建立技术壁垒

公司对于薄膜基材、热熔胶、底涂剂开发了独特的配方和工艺，应用该配方生产的基材具有优良的加工性能，已达到国际先进水平，适合高速加工生产，线速度可达 300 米/分钟，而国内普通厂家仅能达到 80-100 米/分钟；其次，用该基材生产的预涂膜能满足自动高速覆膜设备的生产要求，且方便进行覆膜后续工艺的自动化加工；再次，产成品色彩饱和度高，还原性好，光泽度高，与纸张油墨黏合牢固，表面还能进行一些特殊处理。

设备技改能力，让生产线难以被简单复制

公司目前使用的进口预涂膜生产线在投产前需要进行大量的技术调整才能适应国内的生产条件。同时，为了能使产品质量满足国际市场竞争的需要，以及提高生产和研发效率，发行人有针对性地对外购设备进行了数十项的技术改进，形成了自身在设备技改方面的专有技术。另外，由于国产设备在速度、精度以及原材料规格应用范围方面较差，公司通过对部分设备重新调整、设计、改造，极大地扩展了原材料规格的应用范围，提高了国产设备的生产质量。



3.2、高性价比下的国际竞争优势

在国际市场上,公司的主要竞争对手为美国、欧洲和印度的预涂膜企业。以 GBC 公司为代表的欧、美、日、韩企业由于起步较早,技术比较成熟,一直在国际市场中,尤其是中高端市场中占据着主导地位。但近年来,以康得新为代表的中国预涂膜企业和以 COSMO 为代表的印度预涂膜企业凭借其较低的产品价格和接近 GBC 等企业的产品质量迅速崛起,目前世界预涂膜产业正逐步向亚洲转移。可以预见,随着生产经营规模进一步扩展、技术的持续进步,未来三年亚洲将领军世界预涂膜行业,而中国将成为世界预涂膜制造中心和最大应用市场之一。

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。同时由于原材料、人力、运营等方面的成本优势,公司产品在同等品质下售价较欧美厂商低 15%-20%,性价比优势突出。另外,与 COSMO 相比,公司产品尽管售价略高,但产品品质的稳定性更强,更符合高端客户的要求。

公司产品在价格和品质的综合优势下,有望不断增加在预涂膜主要使用国家的市场份额。公司在 10 年成功设立美国康得新子公司后,在美国市场的销售模式将从通过 transilwrap 公司代销转为由美国子公司进行直销,这有助于公司在海外市场的开拓进度,同时直销模式将提升公司产品的毛利率。

目前,公司生产的预涂膜产品销往世界上 30 多个国家和地区,是全球预涂膜产品的主要供应厂商之一。相对于发达国家的预涂膜企业,公司的产品在品质接近的情况下,其销售价格具有很强的竞争力,正在逐渐取代欧美传统企业的行业地位和市场份额。

表 3: 国际上主要预涂膜生产厂家产能(截至 2009.4)

序号	厂商	产能(吨)	所在国家
1	GBC	45,000	美国
2	COSMO	22,000	印度
3	TRANSILWRAP	18,000	美国
4	D&K	16,000	美国
5	FLEX	14,000	印度
6	康得新复合材料股份有限公司	13,300	中国
7	DEPROSA	12,500	西班牙
8	GMP	12,000	韩国
9	ROYAL SOVENEION	9,000	韩国
10	IPAK	9,000	韩国
合计		168,800	

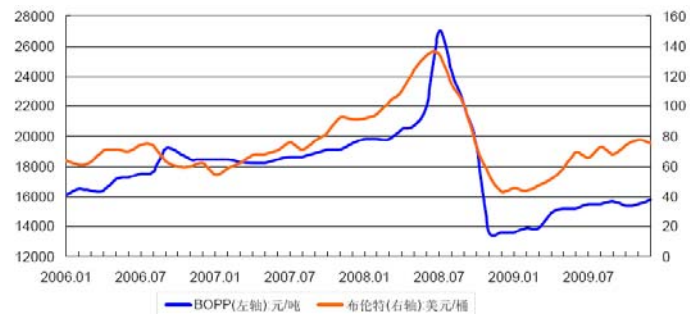
数据来源: 公司招股说明书、第一创业研究所

3.3、强势的定价能力, 确保公司高毛利率

公司的主要原材料 BOPP 薄膜和涂覆级 EVA 价格与国际原油价格存在着高度的相关性。然而, 由于预涂膜在下游产品的总成本中的占比通常很小, 同时公司具有较强的议价能力, 几乎可以完全转嫁原材料价格波动的风险, 公司的销售毛利率呈现出逐年上升的态势。

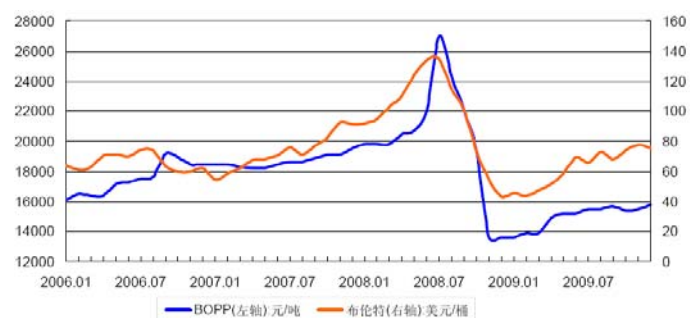


图 6: 公司主要原材料 BOPP 薄膜采购价格与原油价格高度相关



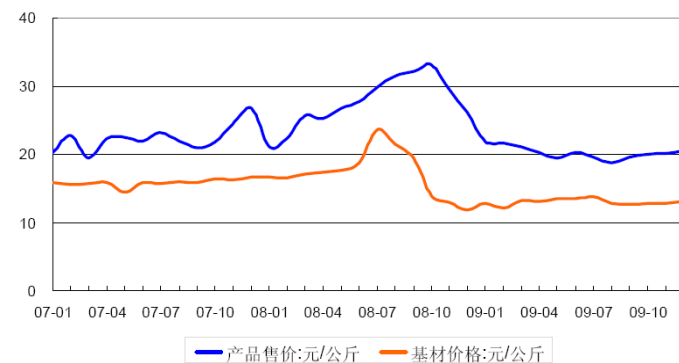
资料来源：公司招股说明书、第一创业研究所

图 7: 公司主要原材料涂覆级 EVA 采购价格与原油价格高度相关



资料来源：公司招股说明书、第一创业研究所

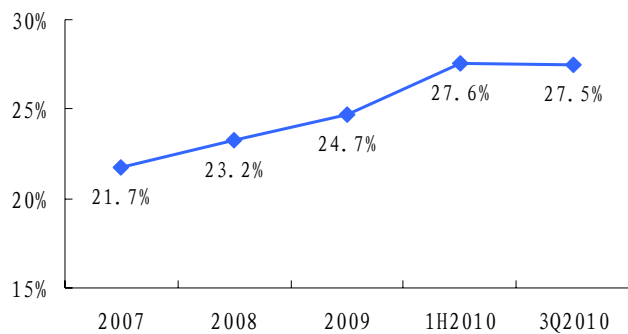
图 8: 公司预涂膜产品售价与基材价格对比



资料来源：公司招股说明书、第一创业研究所



图 9：公司销售毛利率逐年增加



资料来源：公司招股说明书、第一创业研究所

4、环保政策——加速十二五期间即涂膜替代进程

随着环保被列入十二五期间重点规划，我们可以预计在未来的五年中将会有更多的环保配套政策出台，而对于这些政策的执行力度也将被大大增强。在预涂膜替代溶剂型即涂膜和水性即涂膜的进程中，我们认为以下因素将会起到推动这一替代进程的作用：

绿色印刷对苯的使用量有严格的限制，而这是溶剂型即涂技术所无法达到的，这一政策的执行力度将直接影响对溶剂型即涂膜的替代速度；

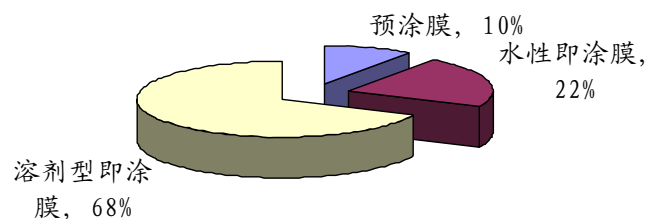
环境税在十二五出台将逐渐增加水性即涂技术的污水排放成本压力；

中国不断上升的劳动力成本将使生产效率低下的即涂技术成本优势逐渐降低。

4.1、“绿色印刷”加快溶剂型即涂膜替代速度

目前，我国预涂膜的使用量仅占整个涂膜市场的 10%，而溶剂型即涂膜占比高达 68%，我国预涂膜市场份额在整个覆膜市场中的占比远低于发达国家。这主要是因为国民环保意识的提高是一个渐进的过程，同时预涂技术相对即涂技术略高的使用成本一定程度上延缓了替代的进程。

图 10：2008 年国内覆膜市场格局



数据来源：公司招股说明书、第一创业研究所

根据国家“绿色印刷”政策的要求，使用致癌物苯作为溶剂的溶剂型即涂膜

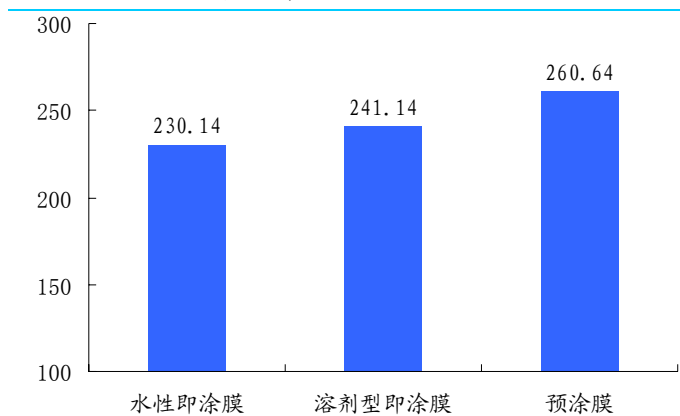


技术将被逐渐淘汰。虽然绿色印刷政策目前没有明确的时间表，但我们认为在环境保护成为十二五工作重心之一的条件下，这一政策的执行力度将会快速增强。同时，随着当前国民环保意识大幅提升，国内印刷行业技术进步对覆膜质量的要求不断提高，以及在预涂膜产业通过规模效益、产品技术提升而进一步降低成本的影响下，预涂技术对溶剂型即涂技术的替代是中国覆膜市场发展的必然趋势。

4.2、环境税的出台将增加水性即涂膜成本

目前，预涂膜成本相比溶剂型即涂膜成本高约 8.1%，比水性即涂膜成本高约 13.3%，成本的差异成为预涂技术替代即涂技术的最大障碍。

图 11：预涂膜成本略高于即涂膜（元/令）



数据来源：公司招股说明书、第一创业研究所

水性即涂技术虽然相对成本最低，但在生产过程中会产生大量废水。而预涂膜生产过程中，没有废水产生，只有少量的生活污水，经化粪池、隔油池处理后排入污水干管。本月初环境税征收方案已获得财政部、国家税务总局、环境保护部三部门的一致通过，目前已上报至国务院，此次环境税包括对废水（污水）的征税方案。这一草案中废水（污水）的税率为 1 元/吨，其税负水平基本与目前的排污费相当。然而，参照国外经验，环境税的税率有不断增加的可能。在十二五即将出台的环境税影响下，水性即涂膜成本将会有小幅增加并有继续增加的可能，从而减少预涂膜与水性即涂膜的成本差距。

4.3、不断上升的劳动力成本提升预涂技术优势

由于预涂膜覆膜机价格要远高于即涂膜覆膜机，因此，目前许多下游用户仍使用即涂覆膜机而只是关闭其烘道来生产预涂膜，由于即涂覆膜机只能手动放纸，运转速度仅能达到 15-30 米/分钟，而预涂覆膜机却能达到 60-100 米/分钟，因此，用即涂覆膜机生产预涂膜生产效率将大大降低。即便如此，预涂膜生产所需工人数也比即涂膜少，而效率却高于即涂膜生产，其单位产品人工成本比水性即涂膜和溶剂型即涂膜低 20% 左右。随着中国劳动力成本的不断上升，生产效率较低的即涂技术的成本优势将不断降低，使得生产效率高、产品质量好的预涂技术优势越来越大。而对于那些应用预涂覆膜机来生产预涂膜的企业，劳动力成本

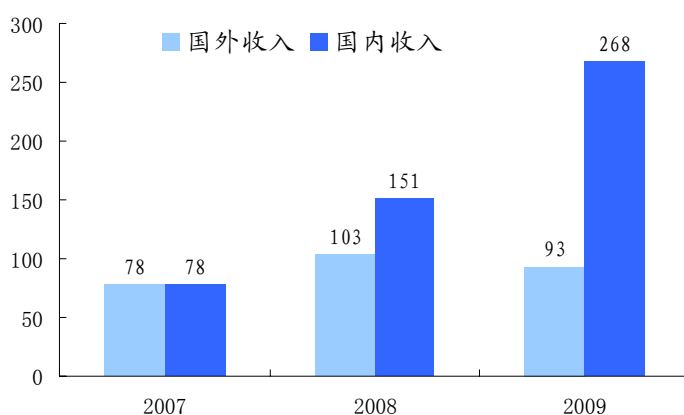


的提升将使其具有更高的比较优势。

4.4、政策还未发力，内销已大幅增长

目前，绿色印刷政策处于起步阶段，环境税还没有真正出台，劳动力成本在近年已开始上升但仍相对较低，然而，由于公司预涂膜成本的不断降低、产品品质的不断改善及下游需求的不断提升，公司预涂膜的内销收入已经呈现出快速增长的态势，从 2007 年的 7,800 万元上升到了 2009 年的 26,800 万元，年复合增长率高达 85%，显示出公司产品在国内市场强劲的增长势头。

图 12: 公司国内国外销售收入情况（百万元）



资料来源：公司招股说明书、第一创业研究所

5、蕴藏高增长潜力——无底涂技术及产能扩增

5.1、无底涂技术提升 30%产能

租赁 BOPP 生产线，无底涂提前发力

公司 2010 年 12 月 13 日公告了《关于山东泗水康得新复合材料有限公司签订<租赁协议>的议案》，由全资子公司山东泗水康得新复合材料有限公司承租江阴美达新材料有限公司的 2 条预涂膜基材生产线、辅助设施及厂房，为公司及张家港康得菲尔提供预涂膜基材。协议签订后山东泗水向江阴美达支付租赁押金 600 万元，第一年租赁费用 180 万元/月。

通过租赁江阴美达 2 条 BOPP 薄膜生产线使公司原计划于 2013 年投产的 BOPP 基材生产项目进程大幅提前，公司将具备年产 2.6-3.5 万吨 BOPP 薄膜的能力，通过拥有 BOPP 生产线使得公司无底涂技术的规模应用成为可能。

无底涂技术是一种新型预涂膜生产技术，即由基材、热熔胶两层组成，不使用底涂剂。该技术的使用可简化预涂膜的生产过程，使设备利用率提高 30%，同时，预涂膜的加工性能及物理性能可以得到很大的改善。通过租赁的 BOPP 薄膜



生产线，公司可用其生产无底涂技术所需的基材，将公司的现有产能提升 30%，以缓解公司近年来遇到的产能瓶颈问题，同时大幅提升公司利润。

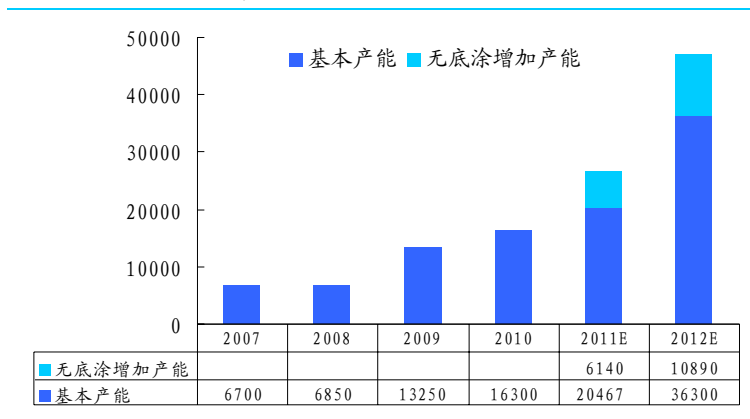
BOPP 薄膜生产成为公司利润新的增长点

公司预计江阴美达租赁业务可年产预涂膜基材（以 12-26 微米产品为例）2.6-3.5 万吨。2011 年该业务产能 70%计划予以自用，2012 年将超过 90%，其余产能对外销售。公司已从 2008 年开始通过外购的方式进行 BOPP 薄膜的销售，为公司 BOPP 薄膜产品提前开发和培养了客户。通过外购的方式进行 BOPP 薄膜的销售使得公司相关业务毛利率较低，2008 年和 2009 年公司 BOPP 薄膜销售收入分别为 2834 万元和 6531 万元，毛利率为 5.0%和 7.7%。公司租赁 BOPP 生产线进行生产后，相关业务的毛利率有望大幅提升，我们预计公司外销 BOPP 薄膜毛利率可达到 13-15%。公司自用 BOPP 薄膜由于具有较高的附加值，毛利率有望达到 15-18%，成为公司业绩增长的另一推动力。（未考虑租金对毛利率影响）

5.2、产能急速扩增，迎接新增市场

公司 IPO 募投项目中的预涂膜生产线将于 11 年底逐步投产，12 年产能有望在 10 年的基础上增长 123%。如果考虑无底涂技术增加 30%产能，则公司 11 年和 12 年产能将分别达到 26,607 吨和 47,190 吨，相对 10 年同比增长分别高达 63%和 190%，未来两年产能的急速增长为公司占领不断扩大的预涂膜市场做好了准备，同时有望使公司业绩在近几年持续高速增长。

图 13：公司预涂膜产能及预测（吨）



数据来源：公司招股说明书、第一创业研究所



6、盈利预测及投资建议

6.1、盈利预测

表 4：公司盈利预测

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	25,968	36,440	54,633	84,955	131,255
同比（%）	58.4%	40.3%	49.9%	55.5%	54.5%
营业毛利	6,032	8,996	14,893	19,608	28,919
同比（%）	69.3%	49.1%	65.6%	31.7%	47.5%
归属母公司净利润	2,890	4,626	9,018	13,566	19,787
同比（%）	68.8%	60.1%	94.9%	50.4%	45.9%
总股本（万股）	10,100.0	12,120.0	16,160.0	16,160.0	16,160.0
每股收益（元）	0.29	0.38	0.56	0.84	1.22
ROE	16.4%	17.0%	10.0%	13.1%	16.0%
P/E（倍）	108.2	81.1	55.5	36.9	25.3

数据来源：第一创业研究所

6.2、投资建议：强烈推荐

投资建议：强烈推荐

公司是国内最大的预涂膜企业，具有规模、技术、成本等多方面优势，在国内国际市场上均具有很强的竞争力。绿色印刷政策将使预涂膜具有替代溶剂型即涂膜，环保税的出台使得预涂膜相比水性即涂膜具有更高的比较优势。无底涂技术使公司现有产能提升 30%，募投项目的建成投产将大幅增加公司产能，增厚利润。

我们预计公司 10 年、11 年和 12 年 EPS 分别为 0.56 元、0.84 元和 1.22 元，对应当前股价 30.95 元动态 PE 分别 56 倍、37 倍和 25 倍，给予“强烈推荐”投资评级。

风险提示：汇率变动风险

公司出口业务占比较大（主要针对欧美市场，以欧元、美元结算），因此存在一定的汇率风险敞口。不过，公司在外销收汇的同时，另一方面也有外购材料付汇，外汇收支存在一定的抵销作用。



附：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	275.1	607.4	697.4	860.4	一、营业收入	364.4	546.3	849.5	1,312.5
货币资金	161.1	446.6	433.5	448.1	减: 营业成本	274.4	397.4	653.5	1,023.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	0.1	0.3	0.4	0.6
应收款项	34.5	52.0	84.7	131.6	销售费用	10.1	16.6	23.2	35.8
预付款项	40.0	48.0	80.0	125.8	管理费用	15.2	20.3	24.3	30.9
存货	35.8	59.8	98.3	154.0	财务费用	11.9	8.3	-8.5	-8.2
其他流动资产	3.7	0.9	0.9	0.9	资产减值损失	1.0	1.3	0.9	1.2
非流动资产	283.2	325.6	385.8	444.3	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	17.6	17.2	17.2	17.2	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	245.6	249.2	239.4	327.9	二、营业利润	51.6	102.2	155.8	228.9
在建工程	0.0	40.0	110.0	80.0	加: 营业外收入	2.8	3.7	3.8	3.9
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0
无形及递延性资产	19.4	18.2	18.2	18.2	三、利润总额	54.4	105.8	159.6	232.8
其它非流动资产	0.7	0.9	0.9	0.9	减: 所得税费用	8.2	15.7	23.9	34.9
资产总计	558.3	932.9	1,083.2	1,304.6	四、净利润	46.3	90.2	135.7	197.9
流动负债	233.8	30.2	44.8	68.4	归属母公司净利润	46.3	90.2	135.7	197.9
短期借款	197.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	26.4	22.4	33.7	52.2	五、总股本(百万股)	121.2	161.6	161.6	161.6
预收帐款	0.2	1.3	2.5	4.0	EPS (元)	0.38	0.56	0.84	1.22
其它流动负债	10.2	6.5	8.6	12.3	主要财务比率				
非流动负债	51.8	2.0	2.0	2.0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	50.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
专项及预计负债	0.1	0.1	0.1	0.1	营业收入	40.3%	49.9%	55.5%	54.5%
其它非流动负债	1.7	1.9	1.9	1.9	营业毛利	49.1%	65.6%	31.7%	47.5%
负债合计	285.6	32.2	46.8	70.4	主业盈利	50.7%	73.3%	32.6%	49.7%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	母公司净利	60.1%	94.9%	50.4%	45.9%
股本	121.2	161.6	161.6	161.6	获利能力				
资本公积与其它	75.4	578.6	578.6	578.6	毛利率	24.7%	27.3%	23.1%	22.0%
留存收益	76.1	160.5	296.2	494.1	主业盈利/收入	17.7%	20.5%	17.4%	16.9%
股东权益合计	272.7	900.7	1,036.4	1,234.3	ROS	12.7%	16.5%	16.0%	15.1%
负债和股东权益	558.3	932.9	1,083.2	1,304.6	ROE	17.0%	10.0%	13.1%	16.0%
现金流量表					ROIC	8.9%	10.0%	13.1%	16.0%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债率	51.2%	3.4%	4.3%	5.4%
经营活动现金流	46.1	95.3	48.4	76.4	利息保障倍数	3.9	n/a	n/a	n/a
净利润	46.2	90.2	135.7	197.9	速动比率	1.01	18.10	13.35	10.31
折旧摊销	11.9	3.8	10.6	12.7	经营现金净额/当期债务	0.23	n/a	n/a	n/a
财务费用	10.3	8.3	-8.5	-8.2	营运能力				
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.65	0.59	0.78	1.01
营运资金变动	-22.4	-53.8	-89.4	-126.0	应收款天数	34.09	34.30	35.88	36.10
其它变动	0.1	46.8	0.0	0.0	存货天数	46.93	54.19	54.17	54.17
投资活动现金流	12.2	-96.7	-70.0	-70.0	每股指标 (元)				
资本支出	-15.7	-97.0	-70.0	-70.0	主业盈利/股本	0.53	0.69	0.92	1.37
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.38	0.59	0.30	0.47
其它变动	27.9	0.3	0.0	0.0	每股净资产	2.25	5.57	6.41	7.64
筹资活动现金流	74.9	287.1	8.5	8.2	估值比率				
债务融资	41.0	-247.0	0.0	0.0	P/E	81.08	55.46	36.87	25.28
权益融资	50.0	554.5	0.0	0.0	P/B	13.75	5.55	4.83	4.05
其它变动	-16.1	-20.4	8.5	8.2	P/S	10.29	9.15	5.89	3.81
汇率变动影响	-0.2	-0.1	0.0	0.0	EV/EBITDA	50.23	39.66	29.05	19.71
现金净增加额	133.0	285.5	-13.1	14.6					

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120