

康得新 (002450.sz)

产能有望提前释放，公司进入高速发展快车道

吕丙风 分析师

电话：020-87555888-833

Email: lbf2@gf.com.cn

SAC 执业证书编号：S0260511020017

事件：

康得新发布 2010 年报。报告期内，公司实现营业收入 5.24 亿元，同比增长 43.85%；实现营业利润 0.83 亿元，同比增长 52.05%；实现归属于母公司的净利润 0.70 亿元，同比增长 51.51%。按照全年加权股本计算，公司每股收益 0.51 元；按照年末静态股本计算，公司每股收益 0.43 元。

我们的观点

1、上市、产业链延伸等举措帮助公司步入发展快车道。作为中国预涂膜行业龙头、世界预涂膜行业领军企业，2010 年公司通过上市成功与资本市场对接，募投项目的得以快速实施。受益于国家绿色印刷的发展战略，公司预涂膜等业务取得了长足的发展，实现了净利润增长 51% 的良好业绩，同时，通过产业链向上延伸等一系列战略举措，为未来三年的持续高速发展奠定坚实的基础。

2、受益于政策推动，市场前景广阔。国家绿色印刷战略合作协议的签订和绿色印刷认证标准的制定（2011 年 3 月开始实施，以 100 分为评分标准），预涂膜权重从原草案中的 10 分调整为 25 分。该标准的出台必将推动我国绿色印刷产业的高速发展，促进我国预涂膜行业走向全面替代的进程，这为公司预涂膜产品的快速推广提供了良好的发展契机。我们认为，受益于国家绿色印刷战略，作为行业龙头的康得新未来产品市场前景广阔，未来高速发展值得期待。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	364.40	524.20	757.96	1082.25	1174.57
增长率(%)	40.33%	43.85%	44.59%	42.78%	8.53%
EBITDA(百万元)	75.45	107.63	189.95	287.41	315.59
净利润(百万元)	46.26	70.09	138.91	209.97	226.76
增长率(%)	60.10%	51.51%	98.19%	51.15%	7.99%
每股收益(元)	0.38	0.43	0.86	1.30	1.40
市盈率	0.00	73.55	45.66	30.21	27.97
市净率	0.00	5.79	6.16	5.12	4.33
EV/EBITDA	1.14	43.39	33.42	23.37	21.13

数据来源：北京康得新复合材料股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	39.25
目标价格(元)	45.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	10.81%	31.05%	95.76%
沪深 300	1.52%	1.08%	-1.61%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

161.60/40.40

主要股东：

康得投资集团有限公司

主要股东持股比例

33.22%

财务比率

ROE	16.96%
ROA	13.71%
资产负债率	51.15%
每股净资产(元)	2.25

2009 年报数据

3、产能提前释放。公司 2010 年 11 月变更原计划,购置了四条美国 Davis-Standard 公司 450 米/分钟的高速生产线。此举将提高产能 50%,使募投项目预涂膜产能增加由最初的 1.8 万吨提高到 2.4 万吨,同时预计 2011 年第三季度开始相继投产,将提前完成募投项目建设,大幅提升产能。我们认为,在绿色印刷发展战略的大旗下,预涂膜产能的扩大将大幅提升盈利能力和业绩。

4、产业链延伸战略稳步推进。目前,公司已经通过在山东泗水建立基材生产基地,逐步向上延伸产业链。此举对于保障基材稳定供应、降低成本、新产品研发、技术保密、提升公司市场竞争力至关重要。对于覆膜机业务,公司立足于以膜为主,以机为辅,以膜带机,以机促膜的业务发展模式,通过收购重组国内最优秀的覆膜机公司(与原杭州吴泰第二制造部),引进欧洲最先进的技术,整合双方国内国际渠道,打造世界最先进、规模最大的覆膜机公司,这是推动预涂膜替代推广的重要举措。我们认为,公司秉承技术领先、质量领先、成本领先、服务领先的发展战略,未来产业链一体化竞争优势明显,全面超越目前世界第一的印度 COSMO 公司指日可待。

盈利预测:

我们预测公司 2011、2012 和 2013 年 EPS 分别为 0.86 元/股、1.30 元/股和 1.40 元/股,考虑到公司清晰的发展战略,广阔的市场前景以及未来产业链一体化的竞争优势,未来公司业绩大幅增长、高速成长值得期待,若给予 2012 年 35 倍的市盈率,一年内目标价为 45 元。给予公司“买入”评级。

风险提示:

公司主要存在原材料价格大幅波动和未来市场开拓不成功的风险。

资产负债表

单位：百万元

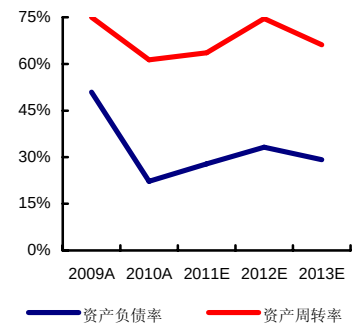
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	275	814	506	402	453
货币资金	161	664	295	111	136
应收及预付	78	112	153	212	231
存货	36	38	57	79	85
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	283	331	726	1,258	1,424
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	246	251	529	743	718
在建工程	0	0	100	400	570
无形资产	19	62	79	98	118
其他长期资产	18	18	17	17	17
资产总计	558	1,145	1,232	1,660	1,876
流动负债	234	153	275	494	483
短期借款	197	80	200	384	362
应付及预收	36	73	75	110	121
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	52	102	125	125	125
长期借款	50	100	100	100	100
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	25	25	25
负债合计	286	255	400	619	608
股本	121	162	162	162	162
资本公积	67	574	574	574	574
留存收益	85	155	294	504	730
归属母公司股东权益	273	890	1,029	1,239	1,466
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	558	1,145	1,429	1,858	2,074

利润表

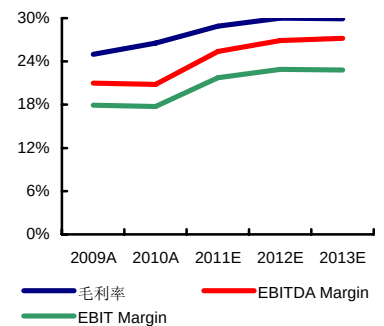
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	364	524	758	1082	1175
营业成本	274	387	542	762	828
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	10	16	23	32	35
管理费用	15	29	30	43	47
财务费用	12	13	1	1	1
资产减值损失	1	1	3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	52	78	159	243	263
营业外收入	3	4	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	54	83	164	248	268
所得税	8	13	25	39	42
净利润	46	70	139	210	227
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	46	70	139	210	227
EBITDA	75	108	190	287	316
EPS (元)	0.38	0.43	0.86	1.30	1.40

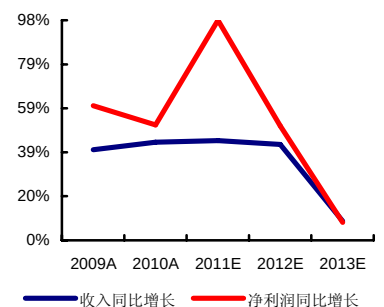
资产负债率趋势



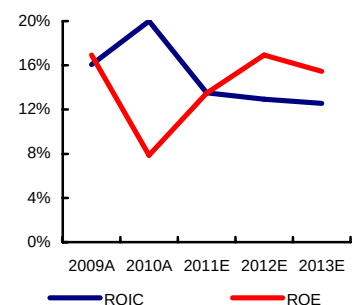
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

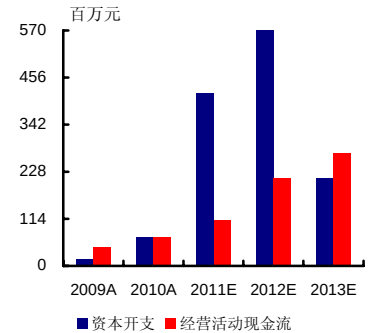
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	46	0	110	212	272
净利润	46	70	139	210	227
折旧摊销	11	16	27	43	51
营运资金变动	-22	0	-59	-46	-14
其它	11	-86	3	5	7
投资活动现金流	12	-70	-418	-570	-212
资本支出	-16	-70	-418	-570	-212
投资变动	0	0	0	0	0
其他	28	0	0	0	0
筹资活动现金流	75	464	-61	174	-35
银行借款	312	—	-80	184	-22
债券融资	-271	—	23	0	0
股权融资	50	554	0	0	0
其他	-16	-91	-4	-10	-12
现金净增加额	133	394	-369	-185	25
期初现金余额	28	0	664	295	111
期末现金余额	161	394	295	111	136

主要财务比率

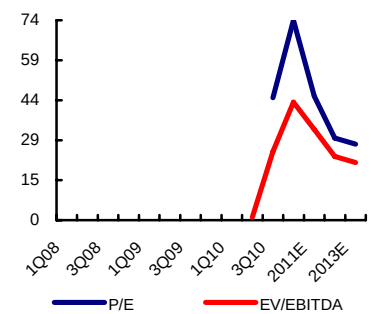
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	40.3%	43.9%	44.6%	42.8%	8.5%
营业利润	57.3%	52.0%	103.2%	52.8%	8.2%
归属于母公司净利润	60.1%	51.5%	98.2%	51.2%	8.0%
获利能力					
毛利率	24.7%	26.2%	28.5%	29.6%	29.5%
净利率	12.7%	13.4%	18.3%	19.4%	19.3%
ROE	17.0%	7.9%	13.5%	16.9%	15.5%
ROIC	16.1%	20.0%	13.5%	13.0%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	51.2%	22.3%	28.0%	33.3%	29.3%
净负债比率	31.5%	-54.4%	0.4%	30.1%	22.3%
流动比率	1.18	5.31	1.84	0.81	0.94
速动比率	0.85	4.73	1.33	0.43	0.51
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.62	0.64	0.75	0.66
应收账款周转率	13.17	12.60	12.67	12.73	12.69
存货周转率	8.68	10.53	9.48	9.65	9.73
每股指标 (元)					
每股收益	0.38	0.43	0.86	1.30	1.40
每股经营现金流	0.38	0.00	0.68	1.31	1.68
每股净资产	2.25	5.51	6.37	7.67	9.07
估值比率					
P/E	0.0	73.5	45.7	30.2	28.0
P/B	0.0	5.8	6.2	5.1	4.3
EV/EBITDA	1.1	43.4	33.4	23.4	21.1

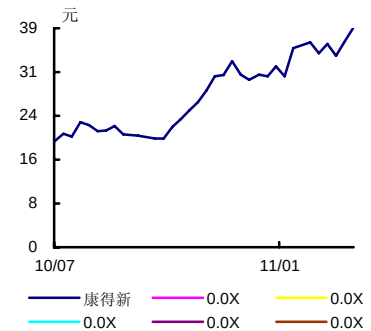
资本支出与经营活动现金流



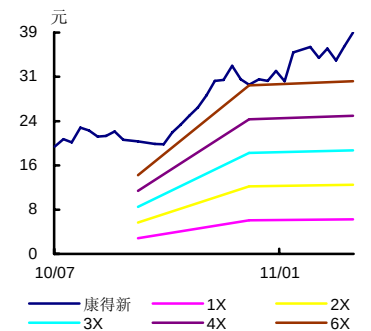
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发化工行业研究小组

吕丙风，分析师，暨南大学产业经济学硕士，本科毕业于河北工业大学应用化学专业，2008 年进入广发证券发展研究中心。

王剑雨，研究助理，暨南大学国民经济学硕士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wjy3@gf.com.cn，020-87555888-635。

曹勇，研究助理，日本国立琉球大学材料科学与工程博士，日本国立山口大学博士后，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：cy25@gf.com.cn，020-87555888-833。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。