

康得新(002450)调研报告

——预涂膜产业链全方位高速发展

塑料制造业

推荐

首次覆盖

发布时间：2011年6月7日

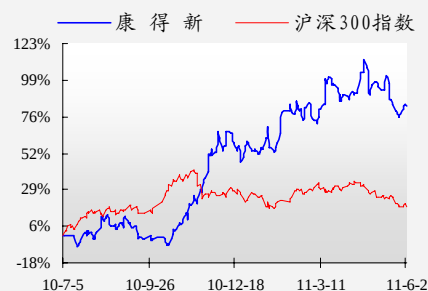
投资要点：

- 公司主要产品包括预涂膜和预涂膜覆膜机。公司产品主要应用于工业和商用两大印刷市场,在特殊用途市场也有广泛应用。随着募投项目的完成,公司预涂膜产能将有 1.8 万吨提升至 4.2 万吨。
- 根据国家信息中心测算,2008 年中国覆膜市场约为 45 亿元,其中溶剂型和水性即涂技术分别占 68%和 22%,预涂膜占比不到 10%。2010 年我国覆膜总量中,预涂膜占比已提升至 20%,巨大的替代空间和国家政策引导将带动中国预涂膜行业高速发展,公司将继续受益这个替代过程。
- 公司全球最大竞争对手为目前世界第一的印度 COSMO 公司,COSMO 在收购美国 GBC 以后拥有 11 条生产线。伴随着国内基材的自给、产能的投放和美国子公司的建立,公司在规模、基材生产、成本上的劣势已逐步改善,而在质量、服务、技术和品种上的优势更加明显,公司今年希冀实现对 COSMO 的全面超越,成为世界第一。
- 公司新产品 2010 年销售收入同比增长 50%,新产品和新领域为公司带来新的未来。公司将凭借在高分子膜技术的深厚积淀,继续拓展新业务领域,希冀成为国际高分子复合材料领军企业。
- 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.90、1.40、1.73 元,营业收入与净利润的复合增长率为 50.70%和 58.31%,鉴于公司的高成长性,给予公司 2012 年 30-35 倍 PE,目标价格区间为 42.00-49.00 元。
- 风险提示:原材料价格大幅上涨;行业竞争加剧;宏观经济下滑导致产品需求下降。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司净 利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收 益率 (%)
2010	524.20	43.85%	70.09	51.51%	0.44		86.4	
2011E	1012.00	93.06%	144.92	106.76	0.90		42.3	
2012E	1478.00	46.05%	225.16	55.36%	1.40		27.2	
2013E	1794.00	21.38%	278.11	23.52%	1.73		22.0	

走势图



市场数据

2011/6/3

收盘价:	38.03 元
52 周最高价:	43.50 元
52 周最低价:	17.30 元
平均持仓成本:	36.95 元

基本数据

2011Q1

总股本(万股):	16,160
流通 A 股(万股):	4,040
每股收益(元):	0.10
每股净资产(元):	5.61
每股经营现金流(元):	0.07
市净率:	6.78

分析师: 钦琛

执业证书编号: S0550511010010

TEL: (8621)6337 4944

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

目录

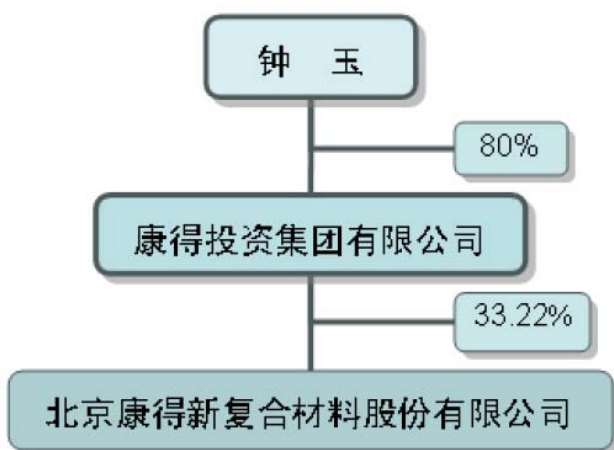
一、公司概况.....	3
二、 预涂膜行业概述	4
2.1 行业发展趋势	4
2.2 公司竞争优势明显	7
2.2.1 国内市场——绝对龙头地位稳固	7
2.2.2 国际市场——实现对 COSMO 的全面超越	7
2.2.3 技术实力雄厚	7
三、公司预涂膜产业链全方位发展	8
3.1 预涂膜——产能提升并提前释放，业绩增长重点关注四季度	8
3.2 覆膜机——清晰的机膜一体化发展战略	8
3.3 基材——建立稳定的基材供应基地	8
3.4 销售网络——打造预涂膜的全球龙头企业	9
3.5 新产品，新领域，新未来——公司要成为国际高分子复合材料领军企业	9
四、盈利预测与估值	9
五、风险提示	9

一、公司概况

公司主要产品包括预涂膜和预涂膜覆膜机。公司产品主要应用于工业和商用两大印刷市场，在特殊用途市场也有广泛应用。随着募投项目的完成，公司预涂膜产能将有 1.8 万吨提升至 4.2 万吨。

公司实际控制人为钟玉先生，钟玉持有康得投资集团 80% 股权，康得投资集团持有公司 33.22% 的股权。

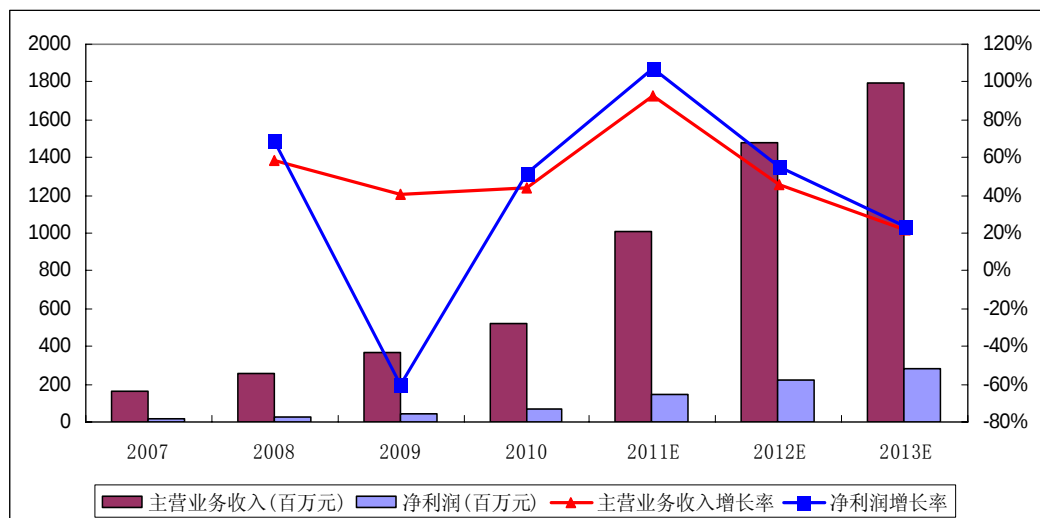
图1 公司股权结构图



资料来源：公司公告，东北证券

2010 年公司净利润同比增长 51%，2011 年中期净利润预计同比增长 60% 以上，优秀的财务数据展示了公司高速发展进展顺利。

图 2 公司营业收入和净利润



资料来源：公司公告，东北证券

二、预涂膜行业概述

2.1 行业发展趋势

20 世纪 50 年代覆膜技术诞生，在经历了溶剂型即涂技术和水溶性即涂技术后，行业进入预涂技术的发展阶段。由于环保缺陷和生产效率较低，即涂技术正被逐步淘汰。预涂膜技术凭借环保性、产品质量、生产效率和逐步降低的成本，正在全球范围内实现即涂技术的替代。

表 1 覆膜技术的比较

技术名称	溶剂型即涂技术	水性即涂技术	预涂技术
定义	将黏合剂与溶剂调配成胶液，在覆膜机生产线上涂覆于塑料薄膜的表面，经加热加压使薄膜和印刷品黏合的覆膜技术。	利用水性胶调配胶液，在覆膜机上涂覆于塑料薄膜的表面，经过加温加压使薄膜和印刷品粘合的覆膜技术。	将薄膜基材与热熔胶层复合在一起，再与印刷品等进行热复合的产品。
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	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）	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	省去了粘合剂的涂覆、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	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	产品质量稳定，品质高

资料来源：公司公告、东北证券

表 2 覆膜技术单位成本比较（元）

	溶剂型即涂技术	水性型即涂技术	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：公司公告、东北证券

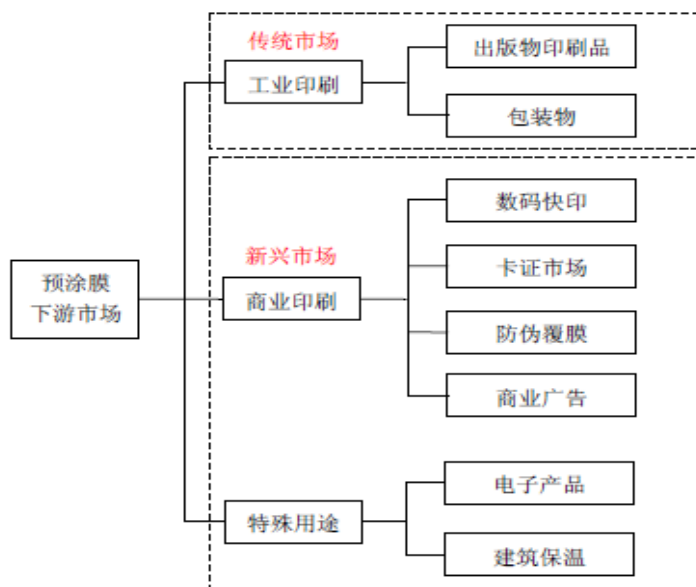
用预涂膜进行覆膜，可做到一人操作，速度 100~120 米/分，能耗每令纸 5 千瓦时，零污染，质量精美。而即涂膜污染严重，速度 30 米/分，耗能每令纸 16 千瓦时，质量中等。

公司掌握具有自主知识产权的预涂膜生产技术，并于 2002 年 10 月 16 日建成投产中国第一条预涂膜生产线。公司是我国预涂膜生产技术的先导者和推动者。

预涂膜在工业印刷和商用印刷领域有着广泛应用。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。预涂膜在建筑材料、电子产品等新兴市场正催生着新的用途。

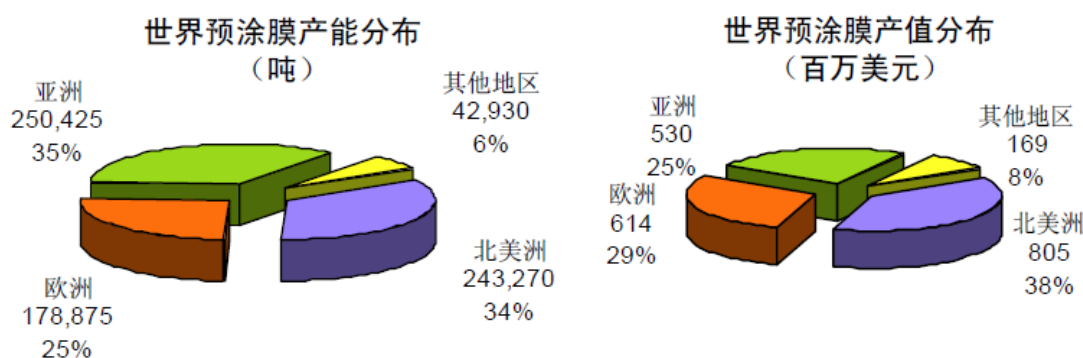
图 3 预涂膜目前主要下游市场



资料来源：公司公告，东北证券

据国家信息中心统计，2008 年世界预涂膜总产能为 71.55 万吨，其中北美洲和欧洲地区厂商的产能约占世界预涂膜总产能的 59%，亚洲地区产能约占 35%。

图 4 2008 年世界预涂膜产能和产值分布



资料来源：公司公告，东北证券

预涂膜行业多年来被 GBC 为代表的欧、美、日、韩企业所垄断，占据着商用市场和高端产品领域。近五年来，以公司为代表的中国预涂膜企业和印度 COSMO 为代表的其它亚洲生产商，凭借较低的产品价格和接近 GBC 等企业的产品质量迅速崛起。

2009 年印度 COSMO 公司收购美国 GBC 公司，成为世界第一。公司通过技术攻关，

研发成功多种功能性特种产品并在美国设立直销子公司。随着技术和产品质量的不断提升，亚洲生产商必将成为全球预涂膜行业主导者，中国也将成为世界预涂膜制造中心和最大应用市场之一。

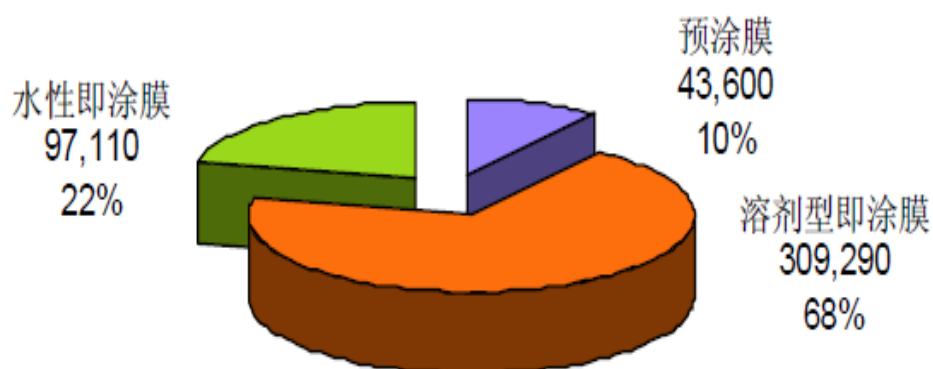
表3 截至2009年4月国内外主要预涂膜生产厂家的产能及产值

厂商	产能(吨)	所在国家或地区
GBC	45,000	美国
COSMO	22,000	印度
TRANSILWRAP	18,000	美国
D&K	16,000	美国
FLEX	14,000	印度
康得新	13,300	中国
DEPROSA	12,500	西班牙
GMP	12,000	韩国
ROYAL SOVENEION	9,000	韩国
IPAK	9,000	韩国
国内主要竞争对手		
广东新纪源实业有限公司	4,000	中国
浙江温州康隆包装材料有限公司	4,000	中国
山东烟台鸿庆包装材料有限公司	3,000	中国
广东佛山市伊路顺软包装材料有限公司	2,160	中国

资料来源：公司公告，东北证券

根据国家信息中心测算，2008年中国覆膜市场约为45亿元，其中溶剂型即涂技术和水性即涂技术分别占国内覆膜市场的68%和22%，预涂膜占比不到10%。2010年我国年覆膜总量中，预涂膜占比已提升至20%，巨大的替代空间和国家政策引导将带动中国预涂膜行业高速发展。公司挟成本、规模、品牌、渠道、技术优势，将继续直接受益这个替代过程。

图5 2008年国内覆膜市场格局



资料来源：公司公告，东北证券

表 4 预涂膜的全球需求量预测（万吨）

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
欧洲	15	16	18	19	20	22	23	24
北美	21	23	24	24	25	26	27	27
亚洲	10	12	15	17	20	30	36	42
其他	4	5	8	10	12	15	18	20
合计	50	56	65	70	77	93	104	113
中国				2.3	5	8.5	11.5	

资料来源：国家信息中心 2009 年 4 月预测，东北证券

2.2 公司竞争优势明显

2.2.1 国内市场——绝对龙头地位稳固

经过 10 余年的发展，我国已有 30 多家预涂膜生产厂家，产业集群已经形成。公司积极参与国家绿色印刷认证标准的编制，是国内预涂膜行业标准的制定者之一、主要起草人。公司将在国内扩建地区销售分公司和分切配送中心，提升服务扩展市场。

公司数字化预涂膜项目被列入国家“十二五”规划，是新闻出版总署推出的“数字印刷与印刷数字化工程”和“绿色印刷工程”两大工程十个重大项目之一，并经国家发改委批准，获 540 万专项政策引导资金支持。

2010 年 9 月，国家环境保护部与新闻出版总署签订绿色印刷战略合作协议，之后推出绿色印刷认证标准，成为推进中国绿色印刷的重要战略举措，公司作为行业龙头和编委积极参与标准制定。公司参加由环保部和新闻出版署领导带队在华北、西北、华东和华南举行的大规模贯标活动，向两千多家大型印刷厂和各省市新闻出版局领导介绍和推广预涂膜技术。2011 年 3 月绿色印刷认证标准正式颁布实施，总评分 100 分，预涂膜权重从草案中的 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。

2.2.2 国际市场——实现对 COSMO 的全面超越

美国子公司的建立将为公司在美国市场的扩展创造重要的条件。公司还将参加国际一系列的展览会和新产品的推出，进一步加大国际市场的开拓。

公司全球最大竞争对手为目前世界第一的印度 COSMO 公司，COSMO 在收购美国 GBC 以后拥有 11 条生产线。伴随着国内基材的自给、产能的投放和美国子公司的建立，公司在规模、基材生产、成本上的劣势已逐步改善，而在质量、服务、技术和品种上的优势更加明显，公司今年希冀实现对 COSMO 的全面超越，成为世界第一。

2.2.3 技术实力雄厚

2010 年，通过加大人才引进，促进国内外技术合作，公司已经打造了由高水平的研发团队、国内中科院和大学研究实验室、美国技术专家(来自 GBC)及独立实验室组成的研发体系。

公司完成了尼龙膜、数码膜、防划膜、柔面膜、增粘膜等一系列功能型特种型产品的开发，为公司未来产品升级、拓展应用领域、提高盈利能力打下坚实的基础。

表 5 公司新产品

公司新产品	技术水平
丝光膜	国际先进水平
高粘性膜	国际先进水平
建筑用膜	国际先进水平
新一代数码膜、特种镀铝膜等	国际先进水平

资料来源：公司公告，东北证券

三、公司预涂膜产业链全方位发展

3.1 预涂膜——产能提升并提前释放，业绩增长重点关注四季度

公司 2010 年 11 月将原计划购置美国产和台湾产生产线各两条，变更为购置四条美国 Is-Standard 公司 450 米/分钟的高速生产线，产能提高 50%，达 2.4 万吨，预计于 2011 年三季度提前投产。

公司 2011 年一季度每股收益 0.1 元，毛利率下降到 16%，这是因为泗水康得新生产的预涂膜基材毛利约为 5%-8%，拉低了公司整体毛利。原材料价格的上升形成的成本压力，公司能够较好地传导到下游企业。

预涂膜产品的销售有一定的季节性。由于受圣诞、春节等礼品销售旺季的影响，四季度往往为包装物生产的高峰期，所以作为包装原材料的预涂膜的四季度销量会大幅高于其他季度，而节后的一季度销售收入较低。此外，由于预涂膜在学生用品以及课本等市场用途较广，所以学校假期所在的一、三季度是相应预涂膜产品的销售淡季。总体而言，每年四季度往往销售收入较高，一季度相对较差。

3.2 覆膜机——清晰的机膜一体化发展战略

覆膜机是公司主营业务之一，“以膜为主，以机为辅，以膜带机，以机促膜”一直是公司的业务发展模式。美国在 1996 年实现预涂膜全面替代的主要要素就是环保要求和高效高速覆膜机的推广。随着中国劳动力成本增加，通过推广预涂膜高速覆膜机可以提高劳动效率，成为加速全面替代即涂膜的关键要素之一。

目前国内外覆膜机的成本差价有三倍，公司覆膜机产品在国际市场上的成本优势也很明显。

3.3 基材——建立稳定的基材供应基地

建立公司自有的基材生产基地，保障基材稳定供应是提升公司市场竞争力至关重要的举措。

2010 年 8 月 23 日公司成立山东泗水全资子公司，引进德国 BRUCKNER 公司的目前世界最先进的基材生产设备，满足公司所需的超薄型基材的需求。为加速基材自给，保

障 2011 年高质量基材供应,公司租赁江阴美达两条生产线,为公司 2011 年降低生产成本、提升产能释放、研发新产品奠定基础。

3.4 销售网络——打造预涂膜的全球龙头企业

在国内,公司通过扩大营销队伍,着手增设两个地区营销平台;建立 5 个分切配送中心;增设面向商用市场的营销部;强化营销体系建设,为国内市场拓展提供有力支持。

在国际,美国是全球最大的预涂膜市场,也是功能型、特种型、数码型等高端产品最大的市场。公司于 2010 年 8 月 26 日在美国注册成立全资子公司,聘用具有多年行业管理经验和销售渠道的原 GBC 公司的营销总监、高级销售经理、研发人员,组成强有力的营销、技术、服务团队,为公司扩展国际市场空间提供重要保障。

公司的预涂膜出口 55 个国家,在国内有 300 余家大客户,重要客户有五粮液、当纳利、IPHONE、伊利等,并有 30 余家代理商。

3.5 新产品,新领域,新未来——公司要成为国际高分子复合材料领军企业

数字印刷带动个性化高端需求,使得预涂膜技术向高端、精美化发展,防划膜、数码膜、柔面膜、压纹膜、金属膜、增粘膜等一系列高端产品应运而生。伴随着技术的提升和市场需求,预涂膜技术正向塑塑复合、食品包装、建筑保温材料、电子产品等领域扩展。

公司预涂膜在建筑保温材料领域的应用,以出口美国市场为主,美国市场是近五年兴起的,处于成熟和高速发展的阶段,而国内市场处于培育推广期,市场空间巨大。

公司新产品 2010 年销售收入同比增长 50%,新产品和新领域为公司带来新的未来。公司将凭借在高分子膜技术的深厚积淀,继续拓展新业务领域,希冀成为国际高分子复合材料领军企业。

四、盈利预测与估值

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.90、1.40、1.73 元,营业收入与净利润的复合增长率为 50.70%和 58.31%,鉴于公司的高成长性,给予公司 2012 年 30-35 倍 PE,目标价格区间为 42.00-49.00 元。

五、风险提示

- 1、原材料价格大幅上涨;
- 2、行业竞争加剧;
- 3、宏观经济下滑导致产品需求下降。

表 6 公司利润预测表 (人民币百万元)

	2010	2011E	2012E	2013E
一、主营业务收入(百万元)	524.20	1,012.00	1,478.00	1,794.00
减: 主营业务成本	386.93	746.64	1,073.81	1,296.48
主营业务税金及附加	0.38	0.71	0.89	0.90
销售费用	16.11	31.37	44.34	53.82
管理费用	28.84	55.66	81.29	98.67
财务费用	12.76	10.12	14.78	17.94
资产减值损失	0.72	1	1	1
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
二、营业利润(百万元)	78.46	166.50	261.89	325.19
加: 营业外收入	4.31	4	3	2
减: 营业外支出	0.00	0	0	0
三、利润总额(百万元)	82.77	170.50	264.89	327.19
减: 所得税费用	12.67	25.57	39.73	49.08
四、净利润(百万元)	70.09	144.92	225.16	278.11
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	70.09	144.92	225.16	278.11
五、每股收益 (元)	0.44	0.90	1.40	1.73

资料来源: Wind, 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。