

康得新 (002450.SZ) 基础化工

光学膜项目即将投产，业绩有望爆发式增长

公司研究简报

◆ 事件:

公司发布 2011 年中期业绩，上半年公司实现营业收入 6.47 亿元，同比增长 189.72%，归属于上市公司股东的净利润 0.59 亿元，同比增长 89.97%，实现基本每股收益 0.18 元，总体来看上半年业绩基本符合预期。

◆ 预涂膜业务加速发展，全年增长有望继续超预期。

随着绿色印刷标准的出台，公司进一步加大市场开发力度，继续提高市场份额。同时公司还不断推出防划膜、数码膜、增粘膜、尼龙膜、柔面膜，新产品已占销售总额的 35%，进一步提升了企业盈利能力。

公司预计前三季度业绩同比增长 80%-110%，主要是 9 月份公司新增的四条生产线将相继安装投产，而且目前公司的订单充足，每月订单接近 3000 吨，超出了公司的生产能力，因此新增产能完全可以得到消化，我们预计公司全年的业绩同比增幅将继续提高，有望超过 100%。

◆ 光学膜进展持续超预期，年内即将投产

根据半年报显示，公司的光学膜项目已经进入了实质运作的阶段，超出了市场的普遍预期。首先，公司已经与台湾大显光电进行合作开发光学膜，并建立了高水平的研发团队，样品已经进入了测试和认证阶段。其次，在下游客户方面，公司光学膜项目得到了北京市政府的支持，确立以康得新为龙头建立光学膜产业集群的政策，与京东方形成配套。最重要的是公司光学膜项目的达产进度大幅超出市场预期，9 月份张家港保税区的 4000 万平米示范线即将达产，今年就有望兑现业绩，康得新也有望成为我国首家实现光学膜产业化的企业。

◆ 主营业务快速增长，光学膜项目投产在即有望继续超市场预期，维持“增持”的投资评级和 6 个月目标价格 35 元。

由于公司光学膜项目的具体盈利能力还无法预计，因此我们暂不考虑公司光学膜项目对未来几年的业绩贡献。而下半年预涂膜的达产时间比我们前面的预期要早，因此上调公司 11-13 年 EPS 为 0.51、0.99 和 1.37 元。考虑到公司光学膜项目即将达产，明年的业绩有望继续超出市场预期（假设 4000 万平米开工率 50%，平均售价 50 元/平方米，15% 的销售利润率，可增厚 EPS0.5 元左右），继续给予“增持”的投资评级，6 个月目标价格 35 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	364	524	1,482	2,310	2,977
营业收入增长率	40.33%	43.85%	182.70%	55.88%	28.86%
净利润（百万元）	46	70	164	320	444
净利润增长率	60.10%	51.51%	133.49%	95.29%	39.02%
EPS（元）	0.14	0.22	0.51	0.99	1.37
ROE（归属母公司） （摊薄）	16.96%	7.88%	15.64%	23.68%	25.22%
P/E	201	132	57	29	21

增持（维持）

当前价/目标价：28.70/35.00 元

目标期限：6 个月

分析师

王席鑫（执业证书编号：S0930511020001）

021-22169077

wangxixin@ebsecn.com

张力扬（执业证书编号：S0930511010005）

021-22169167

zhangly@ebsecn.com

程磊（执业证书编号：S0930510120003）

021-22169157

chenglei@ebsecn.com

联系人

孙琦祥

021-22169123

sunqx@ebsecn.com

市场数据

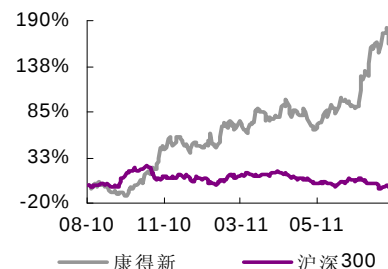
总股本(亿股)：3.23

总市值(亿元)：92.76

一年最低/最高(元)：17.30/43.50

近 3 月换手率：102.42%

股价表现(一年)

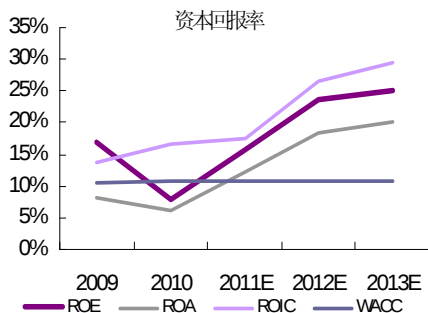
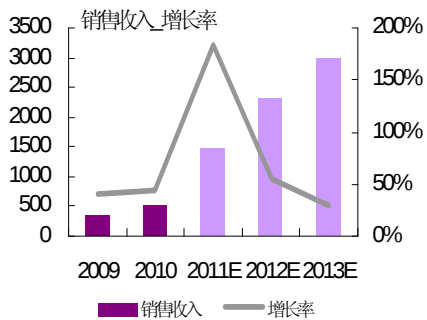
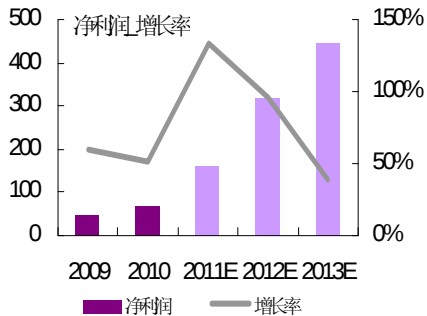
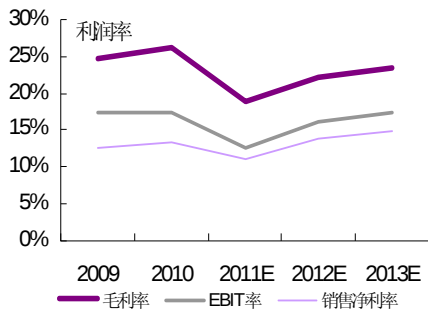


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.23	63.91	170.70
绝对	4.55	61.81	172.19

相关研报

光学膜项目提速 开启公司发展新纪元



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	364	524	1,482	2,310	2,977
营业成本	274	387	1,201	1,795	2,277
折旧和摊销	11	16	31	35	40
营业税费	0	0	1	1	2
销售费用	10	16	30	46	60
管理费用	15	29	59	92	119
财务费用	12	13	-3	-2	-4
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	52	78	189	372	519
利润总额	54	83	193	376	523
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	46.26	70.09	163.66	319.61	444.34

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	558	1,145	1,326	1,750	2,222
流动资产	275	814	943	1,303	1,715
货币资金	161	664	475	607	818
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	34	50	139	217	279
应收票据	1	5	9	17	20
其他应收款	4	6	17	26	33
存货	36	38	137	190	250
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	246	251	304	355	404
无形资产	19	62	59	56	53
总负债	286	255	279	400	460
无息负债	39	75	179	300	360
有息负债	247	180	100	100	100
股东权益	273	890	1,046	1,350	1,762
股本	121	162	323	323	323
公积金	75	589	444	476	521
未分配利润	76	139	279	550	918
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	46	109	-22	247	339
净利润	46	70	164	320	444
折旧摊销	11	16	31	35	40
净营运资金增加	-28	23	358	230	242
其他	17	0	-574	-338	-387
投资活动产生现金流	12	-70	-83	-100	-100
净资本支出	16	70	100	100	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-3	-140	-183	-200	-200
融资活动现金流	75	464	-84	-15	-28
股本变化	20	40	162	0	0
债务净变化	41	-67	-80	0	0
无息负债变化	11	37	104	121	60
净现金流	133	503	-190	132	211

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	40.33%	43.85%	182.70%	55.88%	28.86%
净利润增长率	60.10%	51.51%	133.49%	95.29%	39.02%
EBITDA 增长率	51.93%	43.60%	102.01%	87.87%	36.77%
EBIT 增长率	49.65%	43.57%	103.30%	99.77%	38.94%
估值指标					
PE	201	132	57	29	21
PB	34	10	9	7	5
EV/EBITDA	48	39	42	22	16
EV/EBIT	57	46	49	25	17
EV/NOPLAT	67	55	58	29	21
EV/Sales	10	8	6	4	3
EV/IC	9	9	10	8	6
盈利能力 (%)					
毛利率	24.69%	26.19%	18.97%	22.30%	23.49%
EBITDA 率	20.43%	20.40%	14.57%	17.57%	18.64%
EBIT 率	17.44%	17.40%	12.51%	16.04%	17.29%
税前净利润率	14.94%	15.79%	12.99%	16.28%	17.56%
税后净利润率 (归属母公	12.70%	13.37%	11.04%	13.84%	14.93%
ROA	8.29%	6.12%	12.34%	18.26%	20.00%
ROE (归属母公司) (摊	16.96%	7.88%	15.64%	23.68%	25.22%
经营性 ROIC	13.65%	16.53%	17.63%	26.48%	29.35%
偿债能力					
流动比率	1.18	5.31	5.31	4.36	4.78
速动比率	1.02	5.07	4.54	3.72	4.08
归属母公司权益/有息债务	1.10	4.94	10.46	13.50	17.62
有形资产/有息债务	2.18	6.01	12.67	16.94	21.69
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.14	0.22	0.51	0.99	1.37
每股红利	0.00	0.02	0.05	0.10	0.14
每股经营现金流	0.14	0.34	-0.07	0.77	1.05
每股自由现金流(FCFF)	0.24	0.00	-0.82	0.08	0.43
每股净资产	0.84	2.75	3.24	4.18	5.45
每股销售收入	1.13	1.62	4.59	7.15	9.21

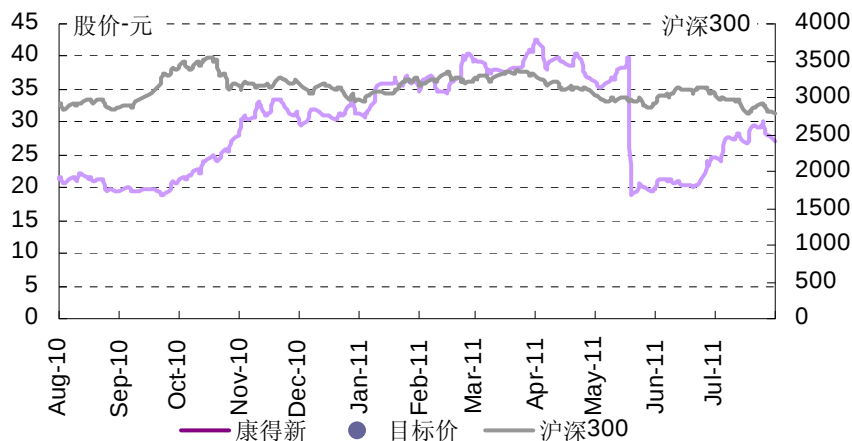
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

康得新（002450）



日期	股价	目标价	评级
2011-08-25	27.36	35.00	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com