

光学膜产品获下游认可，将逐步提升业绩

—— 精细化工及新材料系列报告之六

事件

康得新公告称公司光学膜产品已通过佳的美的认证，确认公司作为最主要的光学薄膜国内供应商，年供货面积不少于 200 万平方米。佳的美是一家集研发、制造、市场营销为一体的电子科技企业，是全球最大的数码相框、电脑电视接收机制造商，其主要的 OEM 客户有：爱国者、美国优派、美国摩托罗拉等。

研究结论

- 公司产品已经获得下游客户认可，公司现有 4 千万平米光学膜产能将逐步提升业绩。今年 9 月，公司已公告称通过京东方质量认证，此次，公司又成为全球最大数码相框和电脑电视接收机制造商佳的美主要供应商，显示出产品质量已经过关，正逐步被国内客户所接受，未来市场前景广阔。公告显示本次协议金额合计占公司 2010 年经审计的营业总收入比例不超过 20%，若假设此次合同金额在 1 亿人民币左右（公司 2010 年营收为 5.2 亿），则公司现有 4000 万平米光学膜产能将对应约 20 亿人民币销售。假设光学膜产品净利率为 20%，若 2012 年公司能实现光学膜满产满销，则对应新增 4 亿元净利。
- 全球液晶面板持续增长，带动光学膜需求上升。随着平板电脑销量大幅上升，电视屏尺寸不断加大，触摸屏智能手机越发普及等因素影响，全球液晶产业将保持景气。据预计，到 2014 年，全球各类背光模组用光学膜需求量 8 亿平方米以上，维持年均 10% 的增速。
- 国内需求扩张迅速，进口替代空间巨大。近年来，一批高世代线液晶面板逐步投产，明年年产能将达到 5600 万平方米。据估计，仅对应的背光模组用光学膜需求量就达到 2.5 亿平方米。而长期以来受技术所限，光学膜全部进口，极大地限制了面板厂商的盈利能力，企业和政府压力巨大，国产化势在必行。
- 维持公司买入评级。由于我们此前业绩预测并未考虑光学膜所产生的收益，因此虽然我们维持公司 2011 年业绩预测为 0.51 元，但将公司 2012 年盈利预测由之前的 0.83 元上调至 1.47 元，给予 2012 年 25 倍估值，对应目标价上调至 36.7 元，维持公司买入评级。
- 风险提示：公司存在原材料价格风险和市场风险。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨云

8621-63325888×6071

yangyun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860108121215

王晶（博士）

8621-63325888×6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010013

联系人

虞瑞捷

8621-63325888×5038

yuruijie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 11 月 22 日) 26.60 元

目标价格 36.70 元

总股本/A 股 (亿股) 3.2

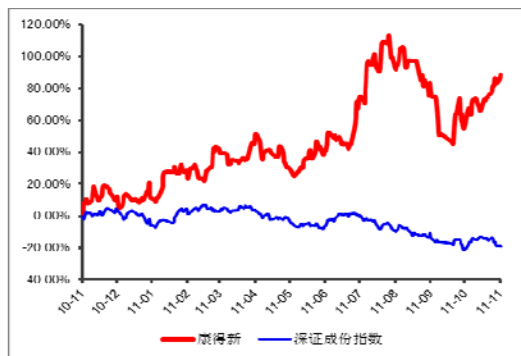
A 股市值 (亿元) 85

国家/地区 中国

行业 化工

报告发布日期 2011 年 11 月 23 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万)	524	1,419	3,402	5,434
营业利润 (百万)	78	192	558	931
净利润 (百万)	70	163	475	791
EBITDA (百万)	116	250	634	1,057
每股收益 (元)	0.51	0.51	1.47	2.45
净资产收益率	7.9%	14.0%	30.3%	35.4%
市盈率 (倍)	52.4	52.6	18.1	10.9
市净率 (倍)	4.8	7.4	5.5	3.9
EV/EBITDA (倍)	33.4	15.4	6.1	3.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目录

一 全球液晶面板产量增加带动光学膜消费增长	3
二 国内面板产能迅速扩张，进口替代需求空间广阔	5
三 盈利预测.....	7

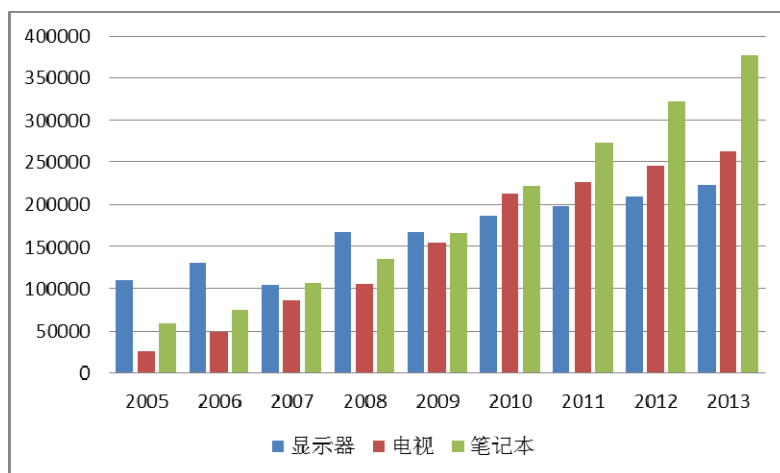
图表目录

图 1 电视、笔记本需求带动液晶面板大幅增加（片）	3
图 2 小尺寸面板维持稳定增涨（亿台）	3
图 3 液晶产业链较长，背光模组占据重要地位.....	5
图 4 单片液晶耗用光学膜 5-7 片	4
图 5 光学膜成本占面板总成本 10%.....	4
图 6 全球各类光学膜需求增长迅速.....	5
图 7 公司光学膜产品结构	6
表 1 国内面板产能大幅扩张	5
表 2 每片面板需使用的光学膜数量.....	6
表 3 公司相比国内竞争者优势巨大.....	6
表 4 可比上市公司动态市盈率.....	7
附表：财务报表预测与比率分析	8

一 全球液晶面板产量增加带动光学膜消费增长

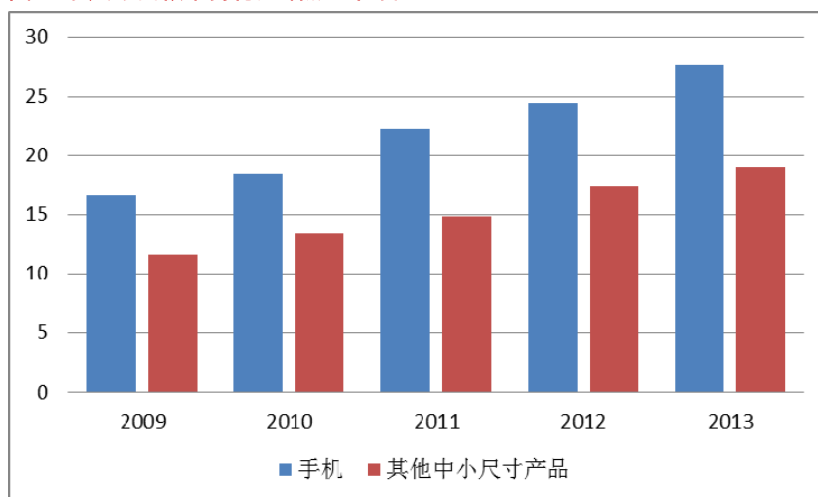
液晶 TFT 面板主要应用在手机，显示器，笔记本和电脑等。按面板尺寸可分为大尺寸面板（5 代线及以上）和中小尺寸面板（4.5 代线及以下）。未来显示器应用出货量趋于稳定，增速较慢。而电视机平均尺寸的不断增长，出货量将保持较快增长。笔记本（平板电脑）市场占有率不断上升，增长迅速。而手机类产品由于触摸智能手机普及率加大，也将保持较快增长。预计到 2013 年，全球笔记本出货量达到 4 亿台，电视机出货量达 2.8 亿台，显示器 2.3 亿台，手机 46 亿台

图 1 电视、笔记本需求带动液晶面板大幅增加（片）



资料来源：Displaysearch 东方证券研究所

图 2 小尺寸面板维持稳定增涨（亿台）

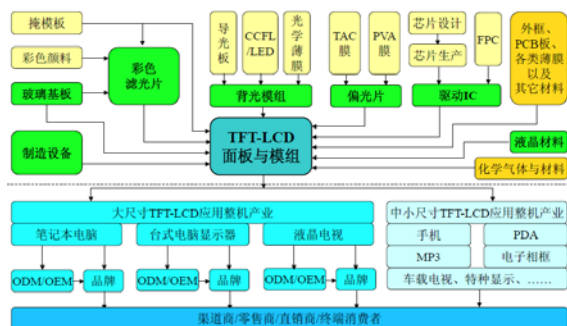


资料来源：Displaysearch 东方证券研究所

液晶显示是被动发光显示，由背光模组和液晶面板组装而成。背光模组提供均匀面光源，液晶面板为电压驱动的显示像素阵列。在电压作用下，通过液晶分子的变化控制光线的通过率，从而实现灰阶。为了

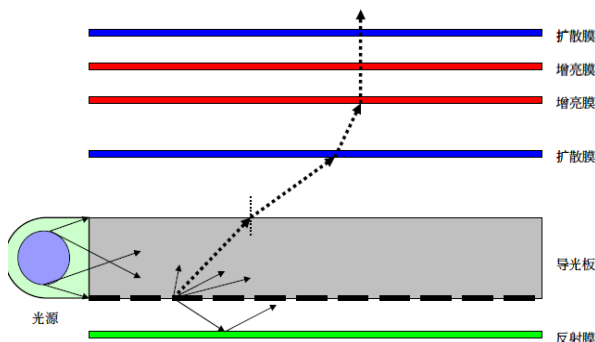
实现面光源，需要将 CCFL 或者 LED 灯的点（线）光源转变为面光源。在导光板，反射片的共同作用下，光线向外偏转。再经过扩散片雾化，增亮片增亮，最终达到均匀、增亮、正向的面光源。反射片、导光板、下扩散片为背光模组必备膜材，增亮膜和上扩散片为选配。

图 3 液晶产业链较长，背光模组占据重要地位



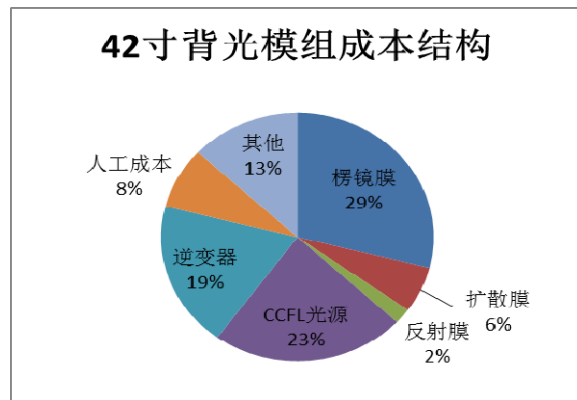
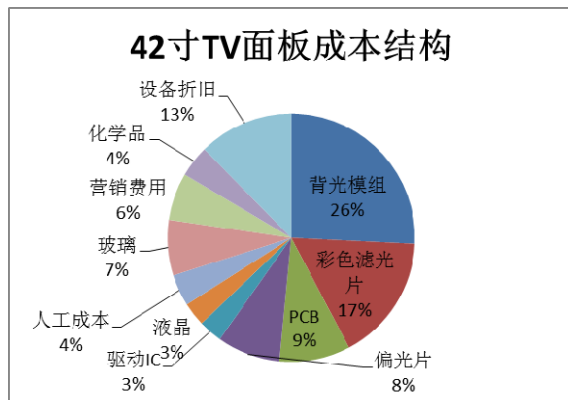
资料来源：中国期刊网 东方证券研究所

图 4 单片液晶耗用光学膜 5-7 片



背光模组是液晶模组的关键组件之一，约占液晶成本的四分之一，而光学膜作为背光模组最主要的构件，占背光模组成本近四成。折合计算，光学膜约占液晶屏总成本的 10%。

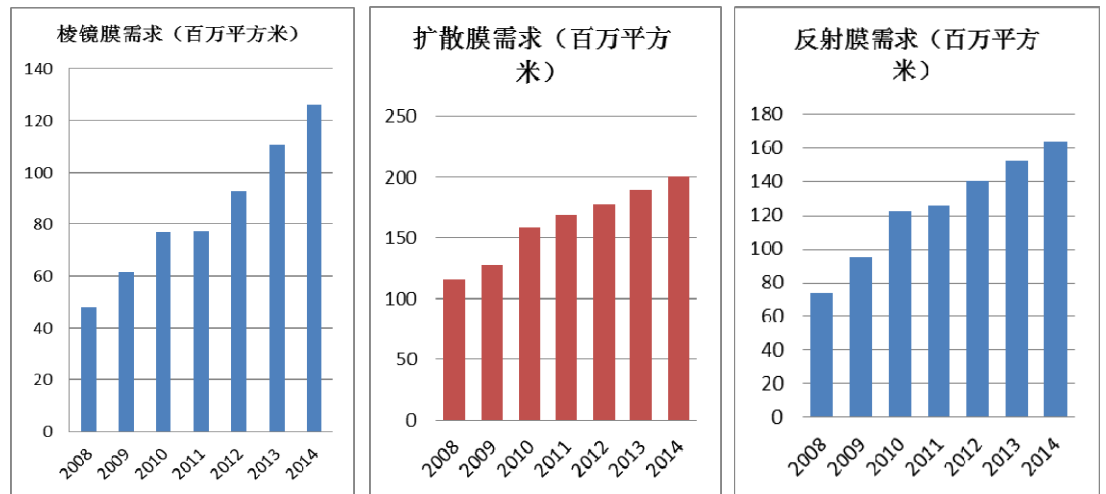
图 5 光学膜成本占面板总成本 10%



资料来源：3M 公司资料 东方证券研究所

随着全球液晶面板产量不断增加，对光学膜的需求量也将不断扩大。据预计，到 2014 年，棱镜片需求超过 1.2 亿平方米，扩散片达 2 亿平方米，反射片超过 1.6 亿平方米

图 6 全球各类光学膜需求增长迅速



资料来源：3M 公司资料 东方证券研究所

二 国内面板产能迅速扩张，进口替代需求空间广阔

表 1 国内面板产能大幅扩张

地点	公司	世代线	尺寸	产能 (千片/月)	年产能 (平方米)	投产时间
上海	上海天马	4.5	730*920	30	241776	1Q2008
成都	京东方 B2	4.5	730*920	30	241776	4Q2009
成都	成都天马	4.5	730*920	30	241776	2Q2010
武汉	武汉天马	4.5	730*920	30	241776	4Q2010
上海	上海天马	5	1100*1300	90	1544400	3Q2004
北京	京东方 B1	5	1100*1300	100	1716000	1Q2005
昆山	龙腾光电	5	1100*1300	110	1887600	3Q2006
深圳	深超光电	5	1100*1300	90	1544400	2Q2009
合肥	京东方 B3	6	1500*1800	90	2916000	4Q2010
南京	中电熊猫	6	1500*1800	80	2592000	2Q2011
昆山	友达	7.5	1950*2250	90	4738500	2Q2012
苏州	三星	7.5	1950*2250	110	5791500	3Q2012
北京	京东方 B4	8	2200*2500	90	5940000	3Q2011
深圳	华星 (TCL)	8	2200*2500	100	6600000	1Q2012
广州	LGD	8	2200*2500	120	7920000	4Q2012
筹建						
合肥	京东方 B5	8	2200*2500	90	5940000	
南京	中电夏普	8	2200*2500	90	5940000	4Q2012
总和					56037504	

资料来源：东方证券研究所整理

液晶行业由于其巨大的市场空间和高附加值，一直是国家政策重点扶持的产业。《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020 年）》将平板显示材料与器件产业链定为国家科技发展的优先主题之一。

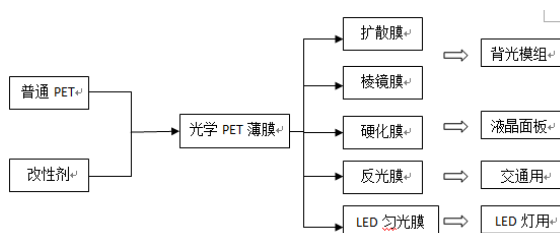
“新型显示器件及其关键件”被国家发改委列为《产业结构调整指导目录（2007 年本）》鼓励类目录。“液晶显示技术”是工信部提出的未来 5~15 年重点发展的 15 个技术领域之一。

这一系列政策极大地刺激了相关企业的热情，在地方政府强力政策扶持下，在国内展开了一轮又一轮产能扩张，世代线越来越高，产能越来越大。据估计，如果明年各项目投产顺利，液晶面板产能将达到 5600 万平方米。按照各类光学膜需求比例初步测算，则我国年需棱镜片约 1.1 亿平方米，扩散膜约 8000 万平方米，反射膜约 5600 万平方米。

表 2 每片面板需使用的光学膜数量

	棱镜片	扩散片	反射片
手机	2	1—2	1
笔记本	2	1—2	1
显示器	1	1—2	1
电视	2	1—2	1

图 7 公司光学膜产品结构



资料来源：公司资料，东方证券研究所

资料来源：公司资料，东方证券研究所

虽然我国液晶面板产能巨大，但上游相关原材料由于技术壁垒非常高，产品长期被日韩台等大厂所垄断，难以实现国产化，巨大的利润向上游集中，下游面板厂商毛利较低。因此，国家和企业在不断扩产的同时，也意识到了培养本土原材料企业的迫切性和重要性。

公司第一期年产 4000 万平方米光学膜，其中扩散膜和棱镜膜分别占 30%，硬化膜，反光膜和 LED 匀光膜占 40%。建造基地位于张家港市。公司此前于今年 9 月发布公告称，其光学膜产品已经通过京东方产品测试，其产品可以替代韩国三星同类产品。此次，公司又成为全球最大数码相框和电脑电视接收机制造商佳的美主要供应商，显示出公司产品质量已经过关，正逐步被国内客户所接受，未来市场前景广阔。

与国内其他竞争对手相比，公司产品线更全面，而且规模更大，拥有规模优势。不仅如此，公司还计划增发向上游光学 PET 领域拓展，这将确保公司的领先地位和利润的不断增长。

表 3 公司相比国内竞争者优势巨大

企业	产品	产能	存在的问题
宁波激智	扩散膜	300 万平方米	产品较低端，资金短缺
上海凯鑫森	增量膜、扩散膜		规模较小，资金短缺
乐凯胶片	偏光膜		与公司产品不同

资料来源：东方证券研究所整理

三 盈利预测

由于我们此前业绩预测并未考虑光学膜所产生的收益，因此我们在本次预测中加入光学膜产品的收益。我们预计公司 2012 年销售光学膜 3000 万平米，按 45 元/平米的单价计算，并假设光学膜产品毛利率为 30%。

我们虽然维持公司 2011 年业绩预测为 0.51 元，但将公司 2012 年盈利预测由之前的 0.83 元上调至 1.47 元，我们对化工新材料行业的可比公司进行了研究，目前 2012 年的平均市盈率在 42.32 倍，但是考虑到目前的市场环境，我们给予公司 2012 年 25 倍估值，对应目标价上调至 36.7 元，维持公司买入评级。

表 4 可比上市公司动态市盈率

可比公司	动态市盈率
东材科技	29.95
锦富新材	28.76
南洋科技	36.23
鼎龙股份	62.74
回天胶业	31.58
多氟多	64.64
平均	42.32

资料来源：东方证券研究所整理

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	814	1,196	1,799	2,630	营业收入	524	1,419	3,402	5,434
现金	664	889	1,151	1,632	营业成本	387	1,044	2,435	3,859
应收账款	50	134	321	513	营业税金及附加	0	1	2	4
其他应收款	5	13	32	50	营业费用	16	50	119	190
预付账款	52	52	52	52	管理费用	29	78	187	299
存货	38	102	237	376	财务费用	13	32	50	100
其他	6	6	6	6	资产减值损失	1	22	50	51
非流动资产	331	418	514	709	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	1	2	3	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	252	385	483	679	营业利润	78	192	558	931
无形资产	62	15	13	11	营业外收入	4	0	0	0
其他	18	17	16	15	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1,145	1,614	2,313	3,338	利润总额	83	192	559	931
流动负债	153	341	632	979	所得税	13	29	84	140
短期借款	80	110	110	110	净利润	70	163	475	791
应付账款	44	120	280	443	少数股东损益	0	0	0	0
其他	29	111	242	426	归属于母公司净利润	70	163	475	791
非流动负债	102	105	114	128	EBITDA	116	250	634	1,057
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	0.51	0.51	1.47	2.45
其他	2	5	14	28					
负债合计	255	446	746	1,107	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	162	323	323	323	成长能力				
资本公积	574	564	564	564	营业收入	43.9%	170.8%	139.7%	59.7%
留存收益	155	281	680	1,344	营业利润	52.6%	173.5%	157.5%	62.9%
归属母公司股东权益	890	1,168	1,567	2,232	归属于母公司净利润	51.5%	133.1%	190.6%	66.6%
负债和股东权益	1,145	1,614	2,313	3,338	获利能力				
					毛利率	26.2%	26.4%	28.4%	29.0%
现金流量表					净利率	13.4%	11.5%	14.0%	14.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	7.9%	14.0%	30.3%	35.4%
经营活动现金流	109	201	508	879	ROIC	15.4%	20.1%	28.7%	29.3%
净利润	70	163	475	791	偿债能力				
折旧摊销	16	25	25	26	资产负债率	22.3%	27.6%	32.2%	33.1%
财务费用	11	32	50	100	负债权益比率	28.7%	38.2%	47.6%	49.6%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	5.31	3.51	2.85	2.69
营运资金变动	12	-45	-100	-103	速动比率	4.69	3.04	2.38	2.24
其他	0	25	58	65	营运能力				
投资活动现金流	-70	-142	-170	-272	总资产周转率	0.62	1.03	1.73	1.92
资本支出	-70	-142	-170	-272	应收账款周转率	11.79	14.08	13.60	11.85
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	10.65	12.19	11.70	10.25
其他	0	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	464	166	-76	-126	每股收益	0.51	0.51	1.47	2.45
短期借款	80	110	110	110	每股经营现金流	0.68	0.62	1.57	2.72
长期借款	100	100	100	100	每股净资产	5.51	3.62	4.85	6.90
普通股增加	40	162	0	0	估值比率				
资本公积增加	497	0	0	0	P/E	52.4	52.6	18.1	10.9
其他	-254	-206	-286	-336	P/B	4.83	7.36	5.49	3.85
现金增加额	503	225	262	481	EV/EBITDA	33.4	15.4	6.1	3.6

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn