

化工行业研究小组

分析师: 李琳琳 Lill12345@sina.com

执业证书编号: S0730511010010

研究支持: 顾敏豪 gumh00@ccnew.com

联系方式: 021-50588666-8012

预涂膜奠定基石, 光学膜启动高增长引擎

— 康得新 (002450) 分析报告

证券研究报告-公司分析

买入 (维持)

发布日期: 2012 年 9 月 4 日

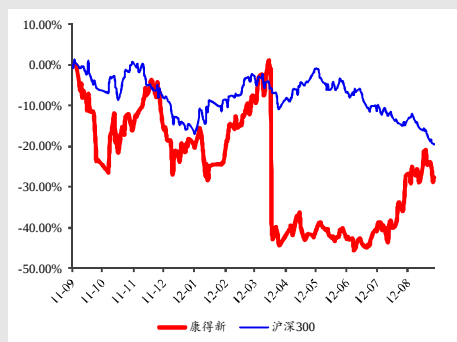
市场数据 (2012-8-31)

收盘价 (元)	20.09 元
一年内最高/最低 (元)	30.35/14.95
沪深300 指数	2204.87
市净率 (倍)	4.45
流通市值 (亿元)	68.80

基础数据 (2012-6-30)

每股净资产 (元)	4.51
每股经营现金流 (元)	0.12
毛利率 (%)	32.05%
净资产收益率 (%)	15.76%
资产负债率 (%)	27.66%
总股本/流通股 (万股)	61962/34245
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数表现



联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8131

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

公司是国内预涂膜和光学膜的龙头, 致力于打造国际高分子复合膜材料的领军企业。预涂膜和光学膜行业均处于快速发展的阶段, 未来前景广阔。公司竞争优势显著, 两项业务均位居国内第一, 能够充分享受行业的增长。2 亿平方米光学膜项目将是公司未来业绩增长的保障。

投资要点:

- **预涂膜与光学膜领军企业。**公司通过预涂膜与光学膜领域的三个项目, 成为全球最大的预涂膜企业与国内最领先的光学膜企业。未来 2 亿平方米光学膜项目投产后, 公司有望成为国际高分子复合膜材料的领军企业。
- **预涂膜奠定公司成长基石。**预涂技术具有环保、高效、优质的优势, 是未来覆膜技术的发展方向, 也是欧美等国的主流覆膜方式。随着我国印刷领域环保政策趋严与预涂技术成本的降低, 预涂技术有望快速替代即涂技术, 带来巨大的替代空间。公司作为全球最大的预涂膜企业, 有望凭借成本和技术优势在国内外市场实现快速发展。
- **光学膜启动高增长引擎:**我国液晶面板的大幅扩产对配套的背光模组用光学膜产生了巨大的需求。公司通过收购台湾、日本技术进入光学膜领域, 产品获得了市场的广泛认可, 成功突破了光学膜较高的技术和市场壁垒。公司产品已通过三星的认证, 且盈利能力强于国外企业, 进一步证明了公司的技术实力。未来有望成功打开国际市场, 为后续 2 亿平方米项目的销售打下基础, 保障未来业绩的增长。
- **盈利预测和投资建议:**预计公司 2012-2013 年的 EPS 分别为 0.74 元和 1.07 元。对应 8 月 31 日的市盈率为 27.15、18.76 倍, 考虑到公司的成长性与行业地位, 维持“买入”的评级。
- **风险提示:** 1) 募投项目进展低于预期风险 2) 技术更新换代风险

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	524.40	1526.02	2345	3327
增长比率(%)	43.85%	191.00%	53.67%	41.88%
净利润(百万元)	70.09	130.77	458.34	663.20
增长比率(%)	51.51%	86.57%	250.49%	44.70%
每股收益(元)	0.11	0.21	0.74	1.07
市盈率(倍)	182.64	95.67	27.15	18.76

目 录

1. 打造国际高分子复合膜材料领军企业.....	3
1.1 三步跨越，预涂膜与光学膜齐头并进.....	4
1.2 公司高管对未来发展信心十足.....	4
2. 预涂膜奠定公司成长基石.....	5
2.1 预涂膜行业迎来快速发展.....	5
2.1.1 预涂膜是印刷覆膜技术的主流方向.....	5
2.1.2 环保政策推动我国预涂膜行业快速发展.....	6
2.1.3 下游需求稳步增长，商业印刷提供增长空间.....	7
2.2 预涂膜龙头，充分享受行业增长.....	8
2.2.1 全球预涂膜龙头企业.....	8
2.2.2 产业定位高端，营销网络布局全球.....	9
2.2.3 产业链一体化提升竞争力.....	10
3. 光学膜启动高增长引擎.....	11
3.1 光学膜市场空间广阔.....	11
3.1.1 光学膜在液晶面板中的应用.....	11
3.1.2 液晶面板大量投产拉动我国光学膜需求.....	12
3.2 公司光学膜业务快速成长.....	14
3.2.1 光学膜国产化前景广阔.....	14
3.2.2 顺利实现技术与市场的突破.....	15
3.2.3 产能趋势扩张，光学膜提供未来成长空间.....	17
4. 盈利预测.....	18
5. 投资建议.....	20
6. 风险提示.....	20
重要声明.....	21
免责条款.....	21
转载条款.....	21

图 1: 2007-2012H 公司业绩增长	4
图 2: 2007-2012H 公司业务结构	4
图 3: 公司股权结构	5
图 4: 全球印刷行业预涂膜占比	6
图 5: 我国印刷行业格局	6
图 6: 我国人力成本不断上升	7
图 7: 我国图书、期刊印刷张数	7
图 8: 我国印刷品产量增长	8
图 9: 我国印刷产业增长	8
图 10: 全球预涂膜市场	8
图 11: 我国预涂膜市场	8
图 12: 康得新产品出口快速增长	9
图 13: 国内外业务毛利率	9
图 14: 公司分产品销售	10
图 15: 预涂膜盈利能力	10
图 16: 公司覆膜机销售情况	11
图 17: 液晶面板结构	11
图 18: 背光模组结构	11
图 19: 液晶面板成本构成	12
图 20: 背光模组成本构成	12
图 21: 2011 年我国平板显示器产量及占比 (万台)	12
图 22: 我国液晶显示板进口形势	12
图 23: 液晶电视面板价格	13
图 24: 液晶面板企业盈利能力快速下滑	13
图 25: 全球增亮膜市场竞争格局	15
图 26: 全球扩散膜市场竞争格局	15
图 27: 超精密金刚石机床示意	15
图 28: 公司与日韩光学膜企业盈利能力对比	17
表 1: 公司三大项目进展	4
表 2: 三种覆膜技术比较	5
表 3: 我国环保产业政策	6
表 4: 三种覆膜技术成本比较	7
表 5: 预涂膜行业竞争格局	9
表 6: 主要的光学膜种类	11
表 7: 近年来我国高世代液晶面板投产情况	13
表 8: 我国液晶面板配套光学膜市场预测	14
表 9: 各类光学膜应用领域	14
表 10: 我国光学膜相关企业	16
表 11: 公司主要客户情况	16
表 12: 公司 2 亿平方米项目情况	17
表 13: 公司主营业务预测	19
表 14: 公司财务预测(百万元)	19
表 15: 可比公司估值	20

1. 打造国际高分子复合膜材料领军企业

1.1 三步跨越，预涂膜与光学膜齐头并进

康得新原先的主营业务是预涂膜及覆膜机产品，是我国预涂膜行业的龙头企业。在传统业务快速发展的基础上，公司凭借自身的技术和管理优势，于2011年进入更高端的光学膜领域，打造了预涂膜之外的另一大业务板块。公司也将战略目标制定为“国际预涂膜行业领导企业和国际高分子复合膜材料领军企业”。

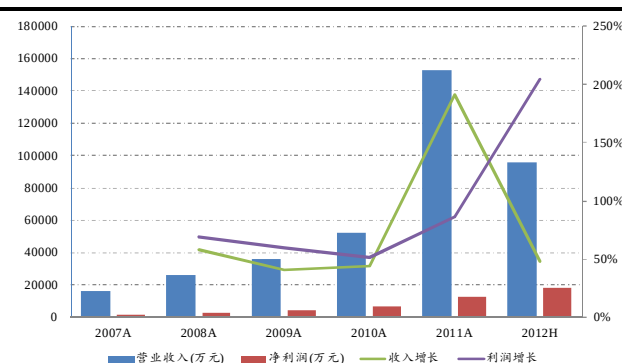
通过预涂膜项目的扩产，光学膜示范项目的投产和非公开增发项目的实行，公司将在三年内完成三步跨越，在预涂膜和光学膜两大领域实现快速发展。今年一季度2.4万吨预涂膜生产线全部达产后，公司预涂膜产能已达4.4万吨，超越印度COSMO公司，一跃成为全球最大的预涂膜企业。随着4000万平方米光学膜示范项目的投产，公司已成为国内光学膜领域的领军企业，未来2亿平方米光学膜产业集群项目投产后，公司的领先地位将进一步扩大，成为国际光学膜领域的领军企业。届时预涂膜与光学膜两项业务将齐头并进，共同推动公司业绩快速增长。

表1：公司三大项目进展

项目名称	设计产能	投产时间	意义
预涂膜产能扩产	2.4万吨	2012.1	超越COSMO，成为全球最大的预涂膜企业
光学膜示范线	4000万平方米	2011.10	进入光学膜领域，成为国内领军企业
两亿平米光学膜产业集群项目	2亿平方米	2013	成为国际光学膜领军企业

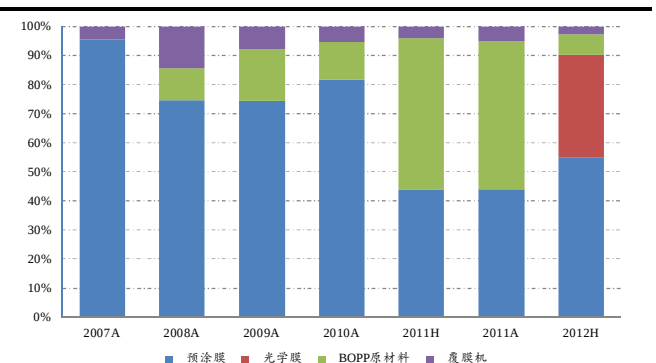
资料来源：中原证券、公司公告

图1：2007-2012H 公司业绩增长



资料来源：中原证券、wind

图2：2007-2012H 公司业务结构



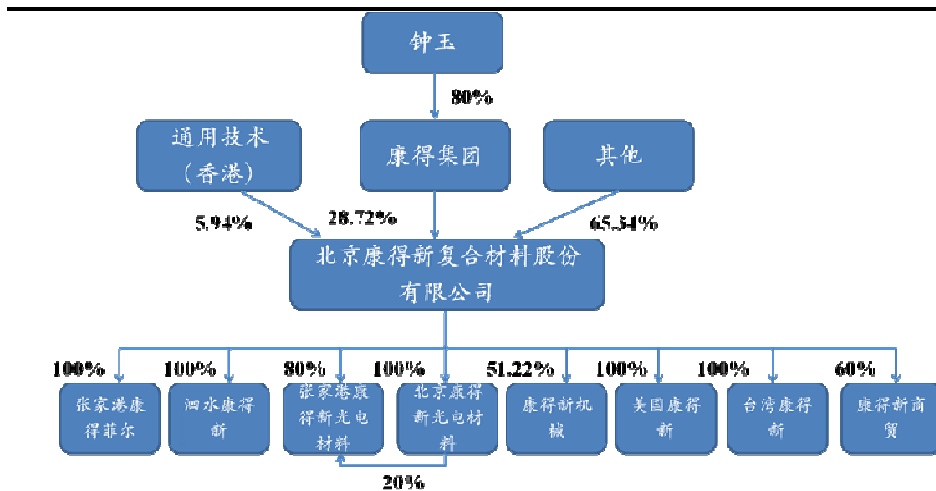
资料来源：中原证券、wind

1.2 公司高管对未来发展信心十足

公司大股东是康得投资集团有限公司，2011年7月22日增持385.618 万股公司股票，目前合计持有17796.68万股公司股票，占总股本的28.72%。董事长钟玉持有康得集团80%的股权。康得集团承诺，将其增持的股份限售期延长一年至2013年7月25日。公司股权激励充分，于2011和2012年针对高管及核心技术人员进行了期权激励，最新的股权激励行权条件为：2012-2014

年相对于2011年的净利润增长率分别不低于200%、360%、500%；2012-2014年净资产收益率分别不低于12%、13%、14%。较高的行权条件和大股东延长限售期等动作彰显了公司高管对未来发展充满信心。

图 3：公司股权结构



资料来源：中原证券、公司公告

2. 预涂膜奠定公司成长基石

2.1 预涂膜行业迎来快速发展

2.1.1 预涂膜是印刷覆膜技术的主流方向

预涂膜是覆膜技术的一种，主要用于印刷领域。覆膜技术是通过专业覆膜设备将印品和薄膜复合在一起，形成纸塑合一的产品，目前有溶剂型即涂技术，水溶性即涂技术和预涂膜技术三种工艺。相比于溶剂型即涂技术和水溶性即涂技术，预涂膜技术不需要使用溶剂，在使用时通过专用覆膜设备将热熔胶或低温树脂与薄膜基材直接复合，黏附于物品表面。因而具有环保、覆膜质量高，速度快等多方面的优势。

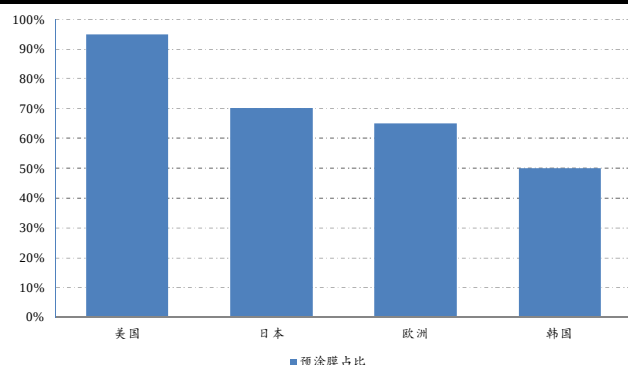
表2：三种覆膜技术比较

项目	溶剂型即涂技术	水性即涂技术	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	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	操作复杂	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	高，自动覆膜，省去了多道工序
产品质量	易发生起泡、脱膜、雾点、卷曲	区域性限制强，保质期短，存放要求高，产品易变形、发灰	产品质量稳定，品质高

资料来源：中原证券、公司招股说明书

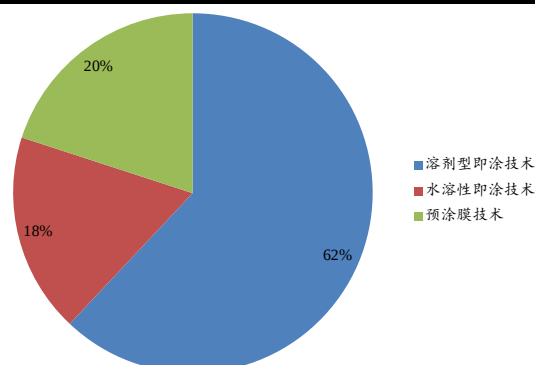
溶剂型即涂技术使用的含苯溶剂会危害生产者和消费者的健康,而水性即涂工艺则会带来排放污水后的污染问题。因此欧美等国均将环保的预涂膜技术作为发展方向。目前预涂膜技术已占美国市场的95%,欧洲和日本起步较晚,目前也在60%以上。我国预涂膜技术推广较晚,目前仅占不到20%的比例,未来具有很大的发展空间。

图4: 全球印刷行业预涂膜占比



资料来源: 中原证券、公司招股说明书

图5: 我国印刷行业格局



资料来源: 中原证券

2.1.2 环保政策推动我国预涂膜行业快速发展

随着国民环保意识和需求的提高,我国多部门出台了一系列的环保政策和标准,以推动我国绿色覆膜技术的发展。如新闻出版总署已计划在政府采购项目中率先开展绿色印刷。目前溶剂型即涂技术已被限制使用,面临全面淘汰,为预涂膜产业带来巨大的替代空间。近年来我国预涂膜行业快速发展,预涂膜应用比例从2008年的约10%提高到2010年的近20%,占比快速提升。

表3: 我国环保产业政策

时间	部门	政策名称	政策内容
2005 年	发改委	《产业结构调整指导目录 2005 年本》	溶剂型即涂覆膜机列入“已明令淘汰或立即淘汰范围。目前溶剂型即涂覆膜机已基本停产
2007 年	新闻出版总署	《纸质印刷品覆膜过程控制及测试方法第 1、2 部分》	苯、甲苯、二甲苯的总含量小于 1000mg/kg (溶剂型即涂技术实际上已无法达到要求)
2011 年	环保部	《绿色印刷标准》	评分体系中使用预涂膜的权重为 25 分,是印后覆膜选材最高分 (综合评价得分需满 60)
2011 年	新闻出版总署	《印刷业“十二五”时期发展规划》	“十二五”末基本建立绿色印刷体系,完善低端落后产能淘汰退出机制。

资料来源: 中原证券、政府公告

预涂膜覆膜技术的印刷成本略高,是影响其推广的主要因素。以使用BOPP薄膜的787*1092mm用纸为例(未考虑生产效率、次品率及质量稳定性),预涂技术的成本比溶剂型和水性即涂技术高8%-13%。但预涂膜技术在次品率和质量稳定性方面均优于即涂技术,且生产效率远高于即涂技术。预涂膜技术的运转速度达60-100米/分钟,远高于即涂技术的15-30米/分钟,因此在人工成本和能耗方面具有优势,随着人工成本的不断上涨,预涂技术在生产效率上的优势将更加显著。

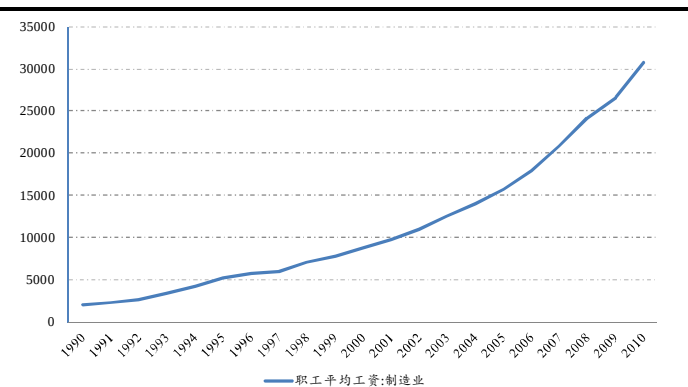
近年来预涂膜企业通过调整基材厚度、热熔胶涂布量的方式来控制成本，预涂膜在成本上的劣势正在不断缩小（公司2009年开发的薄型产品成本已经非常接近即涂膜产品）。在国家产业政策及标准的推动下，随着印刷企业对环保与覆膜质量要求的提高，预涂技术对溶剂型即涂技术的替代是中国覆膜市场发展的必然趋势。

表 4：三种覆膜技术成本比较

	溶剂型即涂技术（元）	水性即涂技术（元）	预涂技术（元）
材料费用	221	210	250
能耗	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：中原证券、公司招股说明书

图 6：我国人力成本不断上升



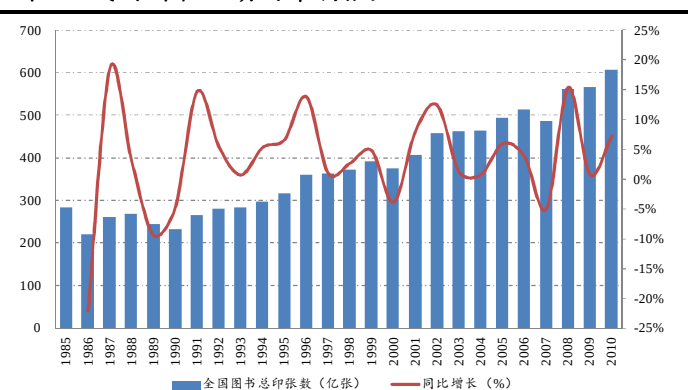
资料来源：中原证券、wind

2.1.3 下游需求稳步增长，商业印刷提供增长空间

预涂膜主要应用在工业印刷和商业印刷领域。工业印刷包括出版物印刷和烟、酒、食品等包装品印刷，而商业印刷则包括数码快印、卡证、防伪覆膜、海报、商业广告等。目前我国工业印刷领域仍主要采用即涂技术，预涂膜市场所占比例较小。商业印刷领域由于对印刷速度、质量等要求较高，主要采用预涂膜技术印刷。

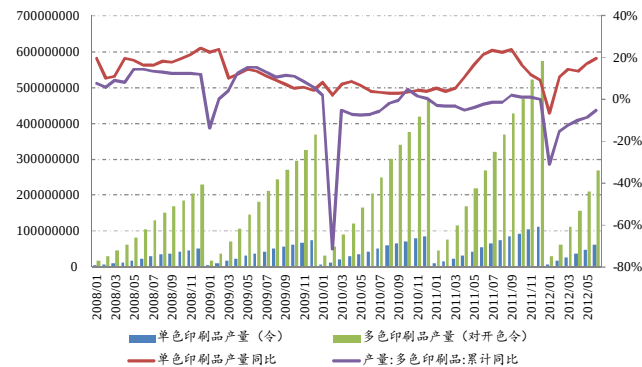
受宏观经济下滑的影响，我国工业印刷领域增速有所放缓。今年1-6月我国印刷产业产业增速为14%，低于十一五期间的19%的复合增长率。其中书刊等出版物印刷增长相对较慢，而包装领域增长相对较快。根据印刷行业十二五规划，十二五末我国印刷行业产值将达11000亿元，以2010年产值7706亿元估算，复合增长率达到7.4%，整体上将保持稳定增长的态势。短期内对即涂膜的替代是预涂膜在工业印刷领域快速增长的主要动力。

图 7：我国图书、期刊印刷张数



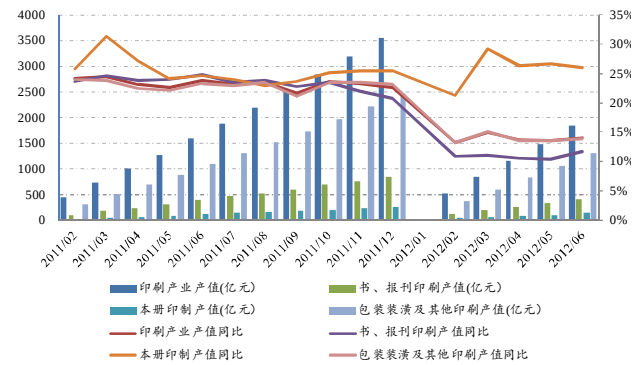
资料来源：中原证券、wind

图8：我国印刷品产量增长



资料来源：中原证券、wind

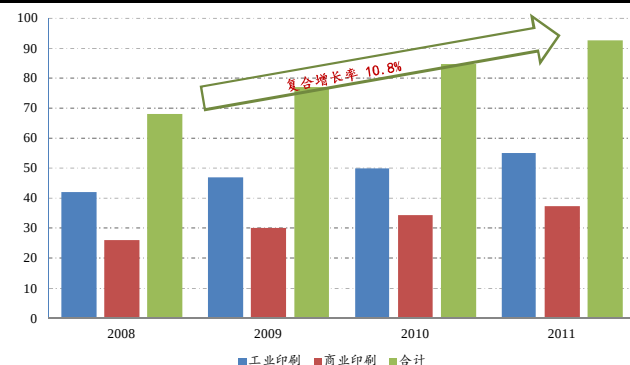
图9：我国印刷产业增长



资料来源：中原证券、wind

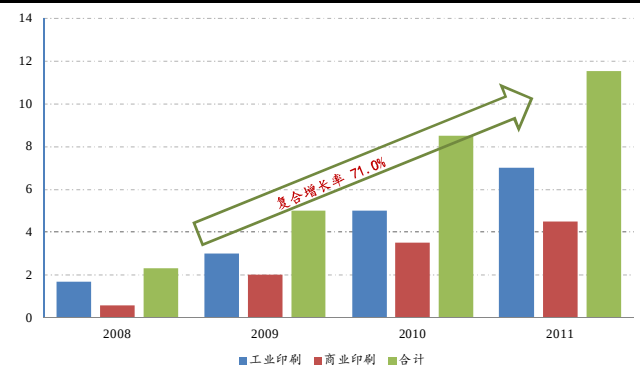
数码印刷等领域的快速发展带动了商业印刷对预涂膜的需求，该领域对印刷质量要求较高，是预涂膜高端产品的主要市场。在欧美等国，商业印刷已取代工业印刷，成为预涂膜市场增长的主力。我国由于预涂膜技术起步较晚，工业印刷和商业印刷市场均处于快速发展的阶段。在预涂膜实现对即涂膜技术的全面替代之后，商业印刷领域将是其长期发展的主要动力。

图10：全球预涂膜市场



资料来源：中原证券、国家信息中心

图11：我国预涂膜市场



资料来源：中原证券、国家信息中心

目前我国预涂膜消费约为11.5万吨，仅考虑预涂膜对即涂膜的替代，实现全部替代后将为预涂膜带来45万吨的需求。考虑到工业印刷领域的稳步增长和商业印刷领域的成长空间，预涂膜产业仍处于快速发展的阶段。此外欧洲、日韩等国预涂膜也正在实现对即涂膜的快速替代，从而为公司的产品出口带来增长空间。作为行业龙头，公司募投新增产能仅为2.4万吨。巨大的需求能够保障新增产能的顺利消化，并为产能的进一步扩张带来空间。

2.2 预涂膜龙头，充分享受行业增长

2.2.1 全球预涂膜龙头企业

公司是我国预涂膜产业的开创者和领先者，第一个引进了预涂膜生产线，生产规模和技术都处于国内最领先的地位。随着今年1季度2.4万吨预涂膜项目的投产，公司目前拥有4.4万吨预涂膜产能，超过印度COSMO公司，成为全球最大的预涂膜生产企业。

表5：预涂膜行业竞争格局

国际企业	产能	国家
康得新	4.40	中国
COSMO	3.50	印度
TRANSILWRAP	1.80	美国
D&K	1.60	美国
FLEK	1.40	印度
DEPROSA	1.25	西班牙
GMP	1.20	韩国
ROYAL SOVENEION	0.90	韩国
IPAK	0.90	韩国
国内企业		
广东新纪源实业有限公司	1.0	广东
浙江温州康隆包装材料有限公司	0.40	浙江
山东烟台鸿庆包装材料有限公司	0.30	山东
广东佛山市伊路顺软包装材料有限公司	0.22	广东

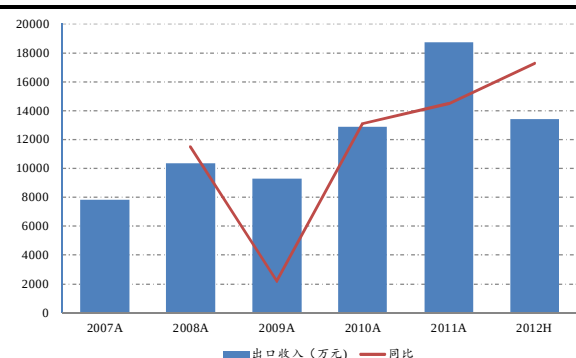
资料来源：中原证券、公司公告、网络资料

2.2.2 产业定位高端，营销网络布局全球

公司产品定位高端，与国内竞争对手相比，在技术和产品质量上均具有较大优势，占据了国内高端市场的主要份额，并且是唯一能够进入欧美市场的国内企业。近年来公司顺应预涂膜市场精美化的发展趋势，开发出柔面膜、数码膜、防划膜等盈利能力较高的新产品，有力保障了预涂膜产品的增长。未来高端市场将是公司预涂膜业务增长的主力。

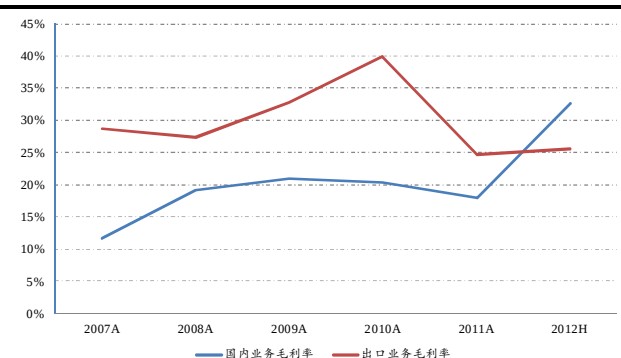
与欧美企业相比，近年来公司产品质量迅速提升。凭借成本、服务等优势，出口业务实现了快速增长。2009年以来，COSMO收购了国际巨头GBC4.5万吨的预涂膜产能，整合不顺导致国际供给紧张。公司趁机扩张了海外业务，设立美国子公司，产品销售覆盖了全球71个国家和地区，近年来的出口增长均在30%以上。未来海外市场有望成为公司预涂膜业务的重要增长点。

图 12：康得新产品出口快速增长



资料来源：中原证券、wind

图 13：国内外业务毛利率



资料来源：中原证券、wind

募投项目2.4万吨预涂膜和BOPP基膜产能将于今年集中释放，在技术和

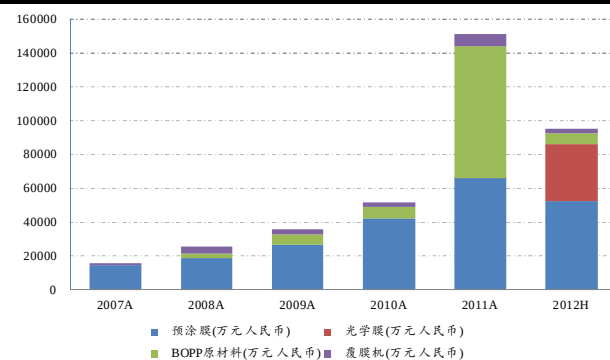
成本优势的保障下，公司能够充分享受快速增长的国内市场，在空间更广阔的国外市场也将取得很好的增长。

2.2.3 产业链一体化提升竞争力

公司积极向产业链上游拓展，2011年开始以租赁设备的方式生产BOPP基膜，除满足自身预涂膜需求外，还有部分对外销售。受益于此，公司预涂膜的盈利能力有所提升，BOPP基膜的大量销售也带动了收入和业绩的快速增长。

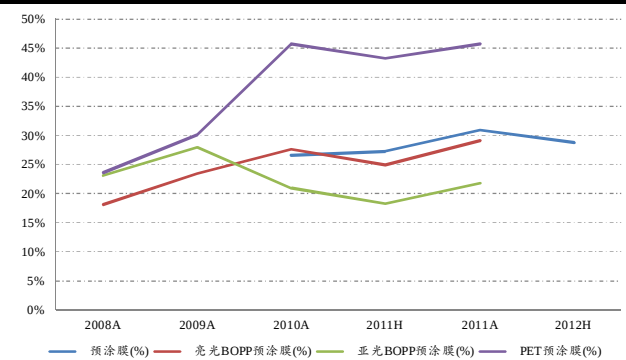
公司于2010年开始在山东泗水建设2条BOPP基膜生产线，此外还购买了大东南2条8.2米宽预涂膜基材生产线及辅助设备，其中第一条生产线已于今年二季度投产。基膜生产线全部达产后，产能可达到5.7万吨左右。公司4.4万吨预涂膜产能对基膜的需求约为2.2万吨，届时基膜可以实现完全自给，并能大量对外销售，届时公司产品的竞争力将进一步提升。

图14：公司分产品销售



资料来源：中原证券、wind

图15：预涂膜盈利能力

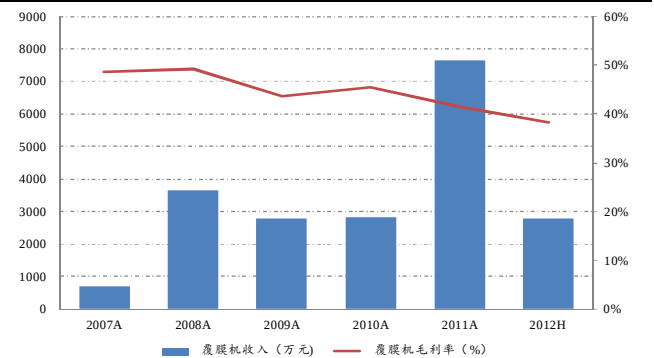


资料来源：中原证券、wind

此外，公司采取以膜带机，以机促膜的经营方式，在销售预涂膜的同时配套覆膜机的销售。覆膜机的销售能够有效带动预涂膜的需求，此外覆膜机业务盈利能力较强，是公司业绩很好的补充。

2011年公司收购了吴泰印刷包装机械有限公司第二制造部，设立杭州康得新机械有限公司并持有51%股权。杭州康得新与意大利塞纳吉公司技术合作，引进了世界先进的覆膜机型，并将目标定位为打造国际最大的印后装备设备公司。2012年公司将推出5款新机型并进入国际市场，促进公司覆膜机业务的增长，并进一步带动预涂膜的销售。

图 16：公司覆膜机销售情况



资料来源：中原证券、wind

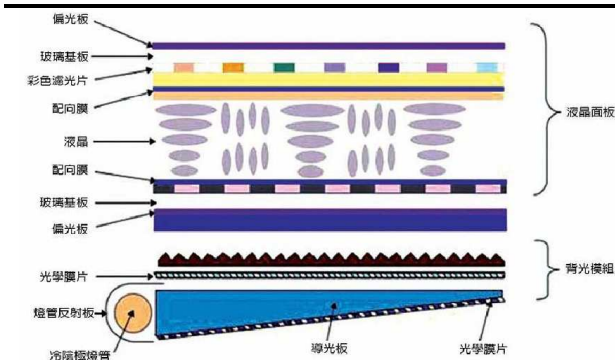
3. 光学膜启动高增长引擎

3.1 光学膜市场空间广阔

3.1.1 光学膜在液晶面板中的应用

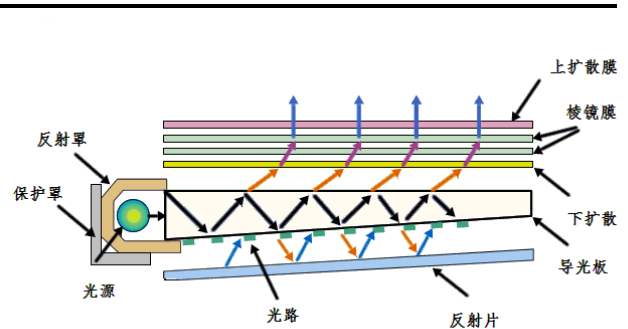
光学膜是指通过改变光的反射、折射等传播特性以实现特殊光学功能的一类光学材料，目前主要应用在液晶面板中的背光模组，包括增亮膜、扩散膜、反射膜等。各种光学膜通过组合的方式，将CCFL、LED点光源或线光源的光线反射、聚集，从而为液晶面板提供高亮度和高均匀性的面光源。

图17：液晶面板结构



资料来源：中原证券、烟台万润招股说明书

图18：背光模组结构



资料来源：中原证券

背光模组是液晶面板的核心组件之一，而增亮膜、扩散膜、导光板等光学膜则是背光模组最主要的组成部分，其成本约占背光模组成本的40%。其中增亮膜由于价格较高，在光学膜中的市场份额最大。光学膜的性能直接决定了背光模组的发光效果，进而影响到液晶面板的亮度、颜色、功耗等核心指标。各种光学膜的功能如下：

表6：主要的光学膜种类

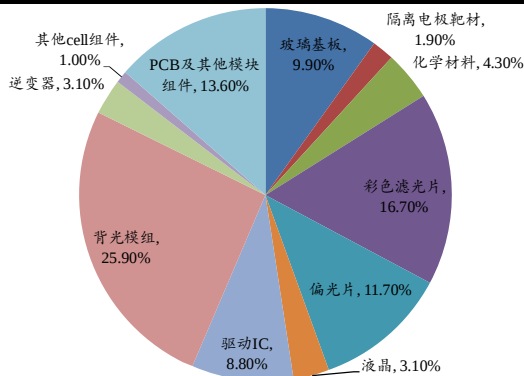
种类	每块面板需求量	材料	主要功能
增亮膜	1-2 片	PET 薄膜为主	也叫增光膜、棱镜片，主要功能是凝聚光线、提高正面亮度。

薄膜的上表面覆盖一层棱镜结构,从而将从扩散片射出的发散光汇聚到法向角度 70° 以内的范围,在不增加出射总光通量的情况下提高法向亮度。

扩散膜	1-2 片	PET 薄膜+光学粒子	主要功能是提高光线向上亮度,并将导光板射出的光线柔散化,以提供均匀的面光源。通常的制造方法是在 PET 基材上涂布光学粒子颗粒或玻璃微珠。
反射膜	1 片	PET 薄膜	主要功能是把背光模组底部的光线反射到背光模组的出光面,防止光源外漏,提高光的利用率。
导光板	侧光式 1 片,大尺寸直下式不使用	PMMA	主要功能在于引导光线的方向,以提高面板亮度及控制光线均匀度,是影响光效率的重要元件。

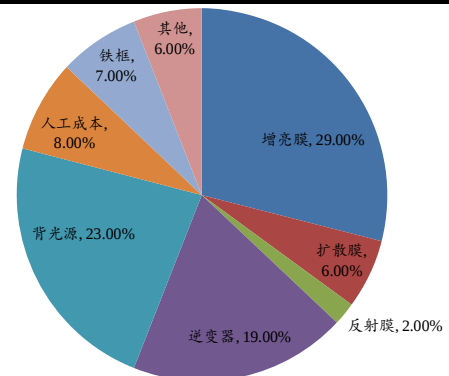
资料来源:中原证券、cnki

图19: 液晶面板成本构成



资料来源:中原证券、DisplaySearch

图20: 背光模组成本构成

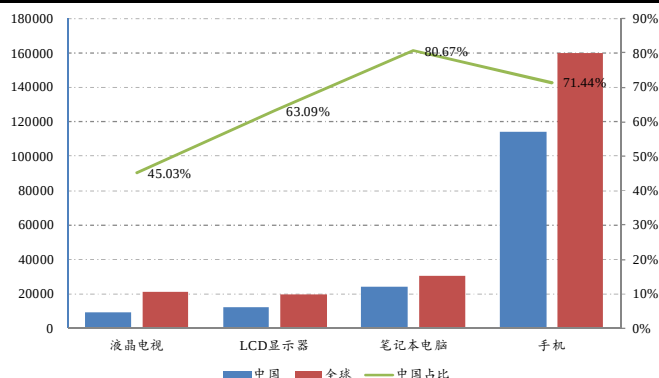


资料来源:中原证券、DisplaySearch

3.1.2 液晶面板大量投产拉动我国光学膜需求

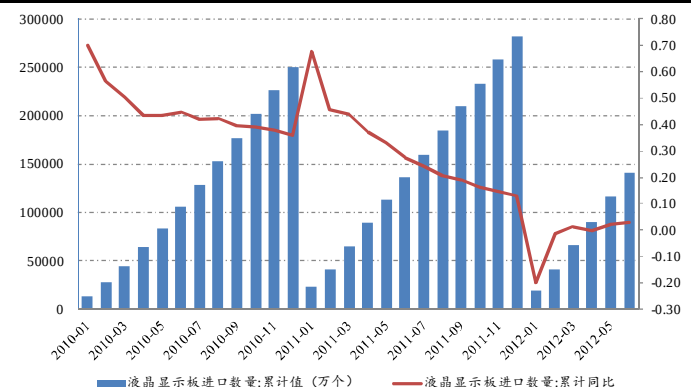
我国是全球最大的液晶电视、笔记本电脑等平板显示产品的生产国,2011年液晶电视、LCD显示器、笔记本电脑(包括上网本、平板电脑)、手机产量分别占全球产量的45%、63%、81%和71%。下游巨大的需求为我国液晶面板及上游光学膜产品提供了广阔的市场。

图21: 2011年我国平板显示器产量及占比(万台)



资料来源:中原证券、DisplaySearch、工信部

图22: 我国液晶显示板进口形势

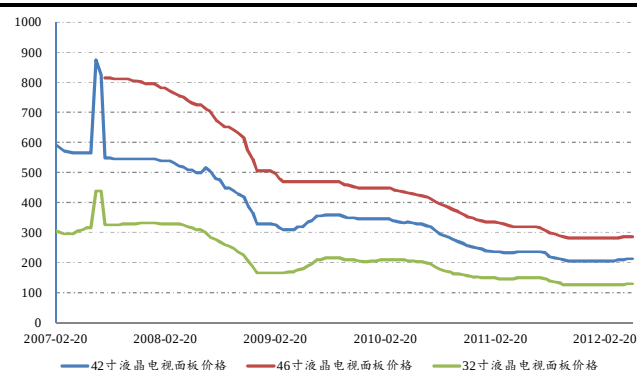


资料来源:中原证券、海关总署

液晶面板巨大的需求和市场带动了我国企业液晶面板的投产热情,2009年以来我国进入大尺寸液晶面板的投产高峰。随着2011年中电熊猫6代线、京东方8.5代线和华星光电8.5代线的相继投产,我国已成为全球主要的大尺寸液晶面板生产国,出货量位居全球第三。

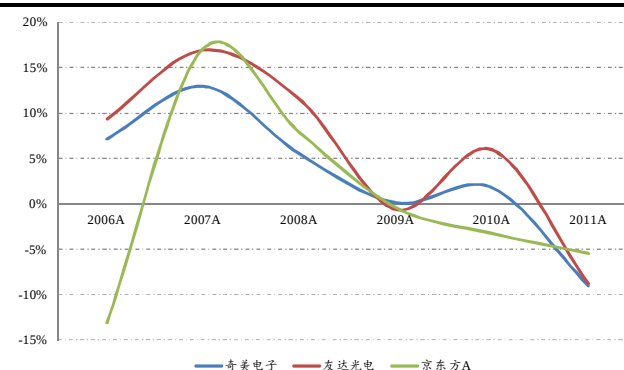
在国内液晶面板进入投产高峰的同时,全球面板产能也不断向我国转移。近年来液晶面板价格不断下滑,海外液晶面板企业的盈利能力持续下滑。为提高竞争力,日韩等液晶面板企业相继在我国建设高世代生产线,推动我国液晶面板产能进一步提升。根据目前的开工情况,今后几年内仍将有合肥鑫晟光电、广州LGD、苏州三星等5条以上8.5代线陆续投产,届时产能仍将有一倍以上的增长空间。

图23: 液晶电视面板价格



资料来源: 中原证券、wind

图24: 液晶面板企业盈利能力快速下滑



资料来源: 中原证券、wind

表7: 近年来我国高世代液晶面板投产情况

投产时间	投资企业	世代	月产能	用途
2011年	京东方	8.5 代	9 万片	大尺寸 LCD TV
2011年	华星光电	8.5 代	10 万片	大尺寸 LCD TV
2011年	南京熊猫	6 代	8 万片	大尺寸 LCD TV
2012年底	鑫晟光电	8.5 代	9 万片	大尺寸 LCD TV
2013年	广新光电	8.5 代	6 万片	大尺寸 LCD TV
2014年	广州LGD	8.5 代	12 万片	大尺寸 LCD TV
已动工	苏州三星	8.5 代	10 万片	大尺寸 LCD TV
已动工	龙飞光电	8.5 代	9 万片	大尺寸 LCD TV

资料来源: 中原证券、公开资料

液晶面板的扩产将直接带动我国光学膜的需求,以每块液晶面板需要2片扩散膜、2片增亮膜、1块导光板以及1片反射膜估计,每块液晶面板大约需要5-6片光学膜。以我国目前液晶面板约2600万平方米产能估算,仅国产液晶面板对光学膜的需求就1.3亿平方米左右。未来有望进一步提升至3亿平方米,市场容量超过100亿元。

表8：我国液晶面板配套光学膜市场预测

	2011	2012	2013	2014
液晶面板产能（万平方米）	2623	3283	5263	5923
光学膜需求（亿平方米）	1.31 亿	1.64 亿	2.11	2.96
光学膜市场（亿元）	52.4亿	65.6	84.2	118.4

资料来源：中原证券、公开资料

全球约70%左右的背光模组产能集中在我国，因此背光模组企业对光学膜同样具有巨大的需求。在背光模组之外，光学膜的应用领域也十分广泛。如显示领域有反光膜、ITO膜、硬化膜、3D膜、LED均光膜等。预计十二五期间，我国各类光学膜总需求量将达20亿平方米，需求空间非常广阔。公司已掌握的背光模组用光学膜的技术，为这些新型领域的开拓打下了坚实的基础。如公司已和四川长虹合作进行3D膜的开发，并已有试制性的供货销售。未来这些新领域的需求将是光学膜市场的另一个增长点。

表9：各类光学膜应用领域

光学膜	市场情况
反光膜	应用于道路指示牌、车身反光系统等交通安全领域。我国具有庞大的铁路、公路新建与通车里程，带来为反光膜带来巨大市场。2010 年需求 2560 万平方米
ITO膜	主要用于触摸屏领域，未来超级本将是主要的增长领域。
硬化膜	具有优势的光学透明性和高硬度，应用于液晶屏保护、模内装饰等领域。
3D膜	应用于 3D 电视，产品高端，附加值较高。在 3D 电视的快速发展具有很好的发展空间
LED均光膜	具有增亮与扩散功能，将 LED 点光源扩散为面光源。在欧美等国家广泛用于 LED 灯，在我国正处于起步阶段，有望快速发展。
车窗膜	目前市场主要由国外的 3M 等企业占据，我国巨大的车辆保有量与新车产量为车窗膜带来巨大的发展空间。车窗膜价格与盈利能力均远高于背光模组用膜。

资料来源：中原证券、公开资料

3.2 公司光学膜业务快速成长

3.2.1 光学膜国产化前景广阔

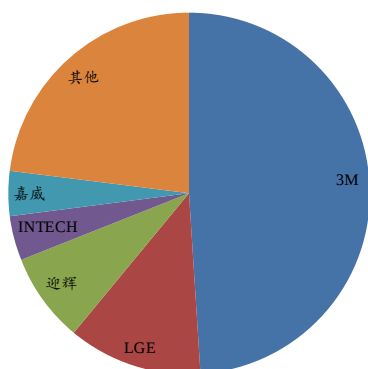
光学膜材料具有较高的壁垒，长期以来被国外企业所垄断，美国的3M以及日本、韩国和台湾企业占据了绝大部分的市场。我国目前只有个别企业进入光学膜领域，2011年的国产化率不到1%，严重依赖进口。光学膜的国产化具有很大的提升空间。

在我国液晶面板产业快速发展的背景下，提高光学膜的国产化水平意义重大。一方面，目前面板产业盈利能力较差，国产光学膜成本较低，有利于下游面板企业降低成本。另一方面国内的光学膜企业供应稳定，服务及时。

近年来，液晶材料的国产化得到了政府和面板企业的大力支持。《电子

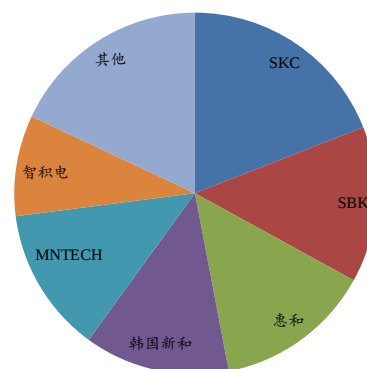
基础材料和关键元器件“十二五”规划》明确提出：本地化材料配套能力显著提升；重点发展高世代薄膜晶体管液晶显示器件（TFT-LCD）材料，其中包括偏光片及相关光学薄膜材料。国内大型面板厂商如京东方也在力推液晶材料国产化，在同等品质下，扶持国内上游供应商。此外龙腾光电也与公司签订了《国产化战略合作框架协议》，显示其光学膜国产化的决心。未来随着我国光学膜企业质量和产能的提升，光学膜的国产化步伐有望加快。

图25：全球增亮膜市场竞争格局



资料来源：中原证券、Displaysearch

图26：全球扩散膜市场竞争格局

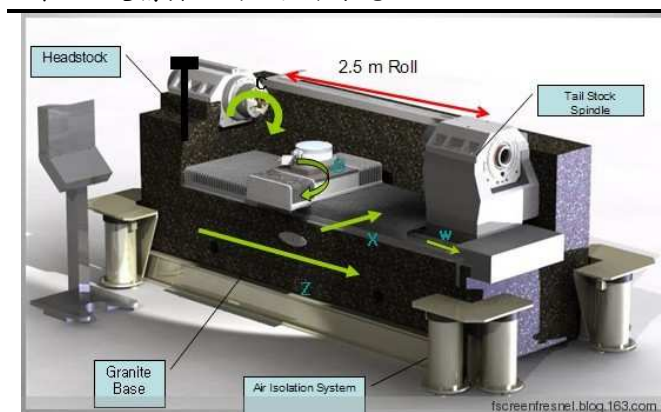


资料来源：中原证券、Displaysearch

3.2.2 顺利实现技术与市场的突破

光学膜的行业壁垒主要是工艺技术和设备方面的要求，例如高端的增亮膜领域，其核心技术是在辊筒上雕刻棱形花纹技术，加工精度需要达到亚微米甚至纳米级别。其中关键设备之一的单点金刚石超精密机床，全球只有个别公司具有生产能力，并且长期以来限制向我国出口。此外光学膜技术是胶的涂覆、光学设计、辊筒的雕刻等系列工艺的组合，少数能够获得设备的国内企业也要花费很长的时间才能掌握全部工艺。设备的不足与工艺的差距制约了我国光学膜产业的发展。

图27：超精密金刚石机床示意



资料来源：中原证券、成都菲斯特科技

由于光学膜对液晶面板质量影响较大，下游客户选择新产品较为谨慎，光学膜企业还面临着很高的市场壁垒。除康得新之外，我国的光学膜企业大多存在规模小，客户资源不足等问题，在技术与市场的双重壁垒下难以投入大量资金进行光学膜生产线的建设。目前其他公司的产品主要集中在扩散膜、导光板领域，在市场空间较大的增亮膜领域基本则没有涉足。

表10：我国光学膜相关企业

企业	产品	年产能	公司基本情况
康得新	增亮膜、扩散膜、反射膜、导光板	4000 万平方米，2013 年达 2.4 亿	产量质量较好，已向京东方等多个面板企业供货，并已通过三星认证
宁波激智	扩散膜	800 万平方米	国内最早的光学膜企业，但规模较小。
宁波东旭成	扩散膜、反射膜	1200 万平方米	规模和投入较小
上海凯鑫森	各种光学膜	1400 万平方米	投入与客户资源不足，实际产量较小
乐凯胶片	各种光学膜	1100 万平方米	产品对外开拓进展较慢
天龙集团	增亮膜、扩散膜	1200 万平方米	项目处于建设状态。公司技术积累不足，投足资金较小

资料来源：中原证券、公开资料

公司自2006年即开始进行光学膜项目的前期准备，通过自主研发及引进台湾大显光电和日本的部分技术，顺利进入了光学膜领域。公司目前拥有来自大陆、台湾、日本的专家、博士等三十人的研发团队和具有多年生产经验的七十人产业化团队。随着4000万平方米光学膜项目的顺利投产和销售，公司成功地突破了技术和市场壁垒，成为国内最领先的光学膜企业。

市场方面，公司产品相继通过了京东方、海信、TCL、创维、天马等多家企业的认证，已开发客户80多家，受到国内客户的广泛认可。目前下游需求旺盛，生产线处于满产状态。近期公司产品通过了三星的认证，显示出公司产品已获得国际大型客户的认可，未来有能力进一步进军海外市场。

表11：公司主要客户情况

公司	需求
佳的美	全球最大数码相框制造商，年需求 300 万平方米，公司供货不少于 200 万
天乐微电	具有 200 万台显示器、电视机产能，年需求 500 万平方米
惠科电子	国内最大显示器制造商，年需求 1000 万平方米，公司年供货达 50%。
创维液晶	创维集团旗下，LCD 模组制造商，预计年需求 2000 平方米
京东方	5400 万平方米（按面板产能估算）
龙腾光电	1000 万平方米（按面板产能估算）

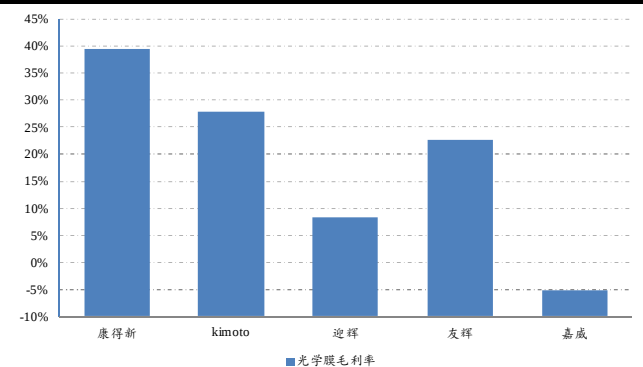
资料来源：中原证券、公司公告、公开资料

工艺技术方面，预涂膜方面丰富的精密涂布经验有助于公司掌握光学膜领域的涂布工艺。此外公司通过收购大显光电，获得了全套的生产设备和丰

富的技术经验。，目前是国内少数能够生产增亮膜的企业，产品通过了京东方、三星等公司的认证，体现了公司良好的技术实力。

公司光学膜盈利能力较高，与国外光学膜企业相比，公司产品直接销售给国内背光模组企业，省去了关税以及裁切企业这个环节，因此盈利能力显著高于日本、台湾企业。凭借技术和市场方面的优势，公司产品能够在国内市场保持领先地位，并有望顺利拓展国际市场。

图 28：公司与日韩光学膜企业盈利能力对比



资料来源：中原证券、公司公告、bloomberg

3.2.3 产能趋势扩张，光学膜提供未来成长空间

随着光学膜业务的成功突破，公司在光学膜领域继续发力，产能大幅扩张，以抢占进口替代的先机，保障其领先地位。公司计划投资29.8亿元，在张家港建设2亿平方米光学膜产业集群项目，包括13种光学膜以及配套的5万吨光学基膜，1万吨保护膜和0.61万吨UV光固化树脂。该项目已于2012年4月份动工，预计将于2013年二季度投产。

2亿平方米光学膜项目投产后，公司将新增增亮膜、扩散膜、导光板等背光模组用膜1.45亿平方米产能，以及5000余万平方米各类光学膜产能。届时公司光学膜业务将更上一个台阶，成为国内规模、品种、技术最领先的光学膜龙头企业，并进一步向国际光学膜领军企业发展。

表12：公司2亿平方米项目情况

序号	产品	新增产能（万平方米）
1	微结构导光板	400
2	复合增亮膜	5000
3	标准增亮膜	5060
4	雾面膜	600
5	反光膜	960
6	扩散膜	4060
7	双面硬化膜	800
8	单面硬化膜	620
9	保护贴	1000

10	AG 膜	400
11	3D 膜	200
12	防窥膜	150
13	LED 匀光膜	750
合计		20000

资料来源：中原证券、公司公告

在背光模组领域之外，公司将进一步开发其他应用领域的光学膜产品。2亿平方米光学膜项目中，有超过5000万平方米产能用于硬化膜、3D膜等非背光模组领域。非背光模组领域的光学膜同样具有巨大的市场空间，如汽车、建筑领域用的窗膜，这些产品的盈利能力甚至高于背光模组领域，由于我国汽车、建筑的巨大保有量，其市场空间非常广阔。公司凭借强大的技术开发、运营管理以及市场开发能力，有望顺利将非显示领域的新产品投放市场，打造背光模组用膜之外的另一重点领域，保障公司的长期增长。

4. 盈利预测

我们预计预涂膜今年实现3.6万吨的销售，明年完全投产后产量达到4.4万吨，销售价格保持在28000元/吨的水平，受基材项目投产的影响，盈利能力略有上升。

BOPP基膜于二季度开始投产，预计今年实现3万吨的销售。明年实现完全达产后外销量达到3.5万吨。销售价格保持在13000元/吨。由于新生产线的设备优于原先租用的设备，预计盈利能力较2011年有所提高，恢复到2010年的水平。

我们预计今明两年光学膜分别实现2000万平方米和4000万平方米的销售，保守起见将明年的销售价格和盈利能力小幅下调。

表 13：公司主营业务预测

产品	项目	2010A	2011A	2012E	2013E
预涂膜	营业收入（万元）	42258.25	65858.70	108000	123200
	营业成本（万元）	31037.63	45551.71	77220	87472
	毛利率	26.55%	30.84%	28.50%	29.00%
	毛利（万元）	11220.62	20316.99	30780	35728
覆膜机	营业收入（万元）	2837.89	7655.70	10000	12000
	营业成本（万元）	1546.39	4483.99	5700	6600
	毛利率	45.51%	41.43%	43.00%	45.00%
	毛利（万元）	1291.50	3171.71	4300	5400
BOPP 基膜	营业收入（万元）	6619.79	77687.49	32500	45500
	营业成本（万元）	6089.52	72873.37	29900	41860
	毛利率	8.01%	6.20%	8.00%	8.00%
	毛利（万元）	530.27	4814.12	2600	3640
光学膜	营业收入（万元）		2.31	84000	152000
	营业成本（万元）		2.53	50400	94240
	毛利率		-9.52%	40.00%	38.00%
	毛利（万元）		-0.22	33600	57760
总销售收入(万元)		52420.11	152602.12	234500	362700
总毛利（万元）		13726.68	29605.39	71280	102528

资料来源：中原证券

表 14：公司财务预测(百万元)

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业总收入	524.20	1526.02	2345	3327
营业总成本	445.74	1361.80	1801.30	2840.29
营业成本	386.93	1229.97	1632.20	2301.73
营业税金及附加	0.38	3.35	15.71	22.29
销售费用	16.11	24.87	39.87	56.56
管理费用	28.84	64.80	105.53	149.72
财务费用	12.76	34.60	8.00	10.00
资产减值损失	0.72	4.21	0.00	0.00
营业利润	78.46	164.22	543.70	786.72
加：营业外收入	4.31	3.36	0.00	0.00
减：营业外支出	0.00	0.28	0.00	0.00
利润总额	82.77	167.30	543.70	786.72
减：所得税	12.67	36.72	85.36	123.51
净利润	70.09	130.58	458.34	663.20
减：少数股东损益	0	-0.19	0	0
归属于母公司的净利润	70.09	130.77	458.34	663.20
每股收益（摊薄后）：	0.11	0.21	0.74	1.07

资料来源：中原证券

5. 投资建议

预计公司2012、2013年的EPS分别为0.74元和1.07元，根据公司8月31日收盘价20.09元，对应2012-2013年的市盈率分别为27.15和18.76倍，估值具有一定的吸引力。考虑到公司在行业中的地位以及未来的成长空间，维持公司“买入”的投资评级。

表 15：可比公司估值

代码	简称	EPS（元）			股价（元） 8月31日	PE（倍）		
		11A	12E	13E		11A	12E	13E
300305.SZ	裕兴股份	1.39	1.75	2.15	35.60	23.22	23.22	15.01
002389.SZ	南洋科技	0.50	0.48	0.55	16.62	30.78	30.78	27.98
300128.SZ	锦富新材	0.50	0.68	0.87	18.05	35.96	35.96	20.67
601208.SZ	东材科技	0.36	0.28	0.33	7.01	20.28	20.28	22.12
平均市盈率						27.56	27.56	21.45

资料来源：中原证券 Wind

6. 风险提示

- 1、募投项目的进展不及预期
- 2、技术更新换代风险

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。