



分析师

凌学良 010-88366060-8886

执业证书编号 S1070512020003

杨超 0755-83663214

执业证书编号 S1070512070001

余嫻嫻 021-61680360

执业证书编号 S1070512120001

投资评级：推荐（维持）

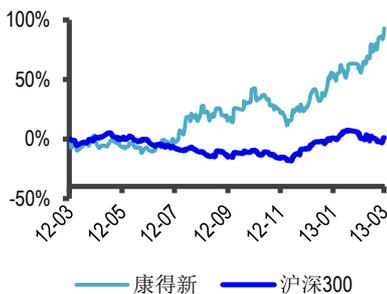
市场数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值（亿元）   | 204         |
| 流通市值（亿元）  | 114         |
| 总股本（万股）   | 61,962      |
| 流通股本（万股）  | 34,245      |
| 12个月最高/最低 | 33.82/14.95 |
| 大股东       | 康得投资集团      |

公司盈利预测

|           | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 3,921 | 5,331 | 6,650 |
| (+/-%)    | 75.5% | 36.0% | 24.7% |
| 净利润（百万元）  | 721   | 981   | 1,244 |
| (+/-%)    | 70.4% | 36.1% | 26.8% |
| 摊薄 EPS    | 1.163 | 1.583 | 2.008 |
| PE        | 28.1  | 20.7  | 16.3  |

股价表现图



数据来源：Wind 资讯

相关报告

- 《三季度毛利率创新高，高增长将延续》，2012年10月
- 《业绩符合预期，全年高增长无忧》，2012年8月

## 业绩大增两倍，光学膜驱动高增长

### ——康得新(002450)年报点评

投资建议：

我们上调公司 2013 和 2014 年 EPS 为 1.16 元和 1.58 元，当前股价对应 PE 为 28.2 倍和 20.7 倍，考虑到 2 亿平光学膜产业集群项目顺利投放后将保证公司未来 3 年高增长，维持推荐评级。

要点：

- **事件：**公司发布年报，实现营收 22.35 亿元，同比上涨 46.43%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.23 亿元，同比大幅增加 223.49%。扣非后的归属于上市公司股东的净利润 4.13 亿元，同比增加 221.83%。实现摊薄 EPS 为 0.73 元。公司同时公告分红方案每 10 股转增 5 股派现 0.75 元。
- **预涂膜和光学膜双驱动，业绩大增 2 倍。**公司收入增长的主要原因是募投的 24000 吨预涂膜产能投放，以及 4000 万平的光学膜示范线于 2012 年一季度投产，销售规模大幅增长。分产品看，预涂膜业务收入 10.07 亿元，营收同比增长 52.91%；光学膜业务收入规模由 2011 年的 2.31 万元大幅激增至 9.42 亿元；预涂膜和光学膜业务分别占总收入的 45.07%和 42.16%，其余的 BOPP 业务和覆膜机业务收入规模不同程度下降。由于预涂膜业务加大了产品结构调整，大幅增加了高附加值产品销售规模，预涂膜毛利率提升 1.46 个百分点至 32.30%；光学膜业务由于附加值较高，毛利率达到 38.37%。虽然受到 BOPP 业务一定程度拖累，但综合毛利率仍达到 32.17%，较 2011 年大幅提升 12.77 个百分点。在费用控制上，销售费用率受销售规模增加影响，小幅提升 0.22 个百分点至 1.85%；管理费用率在员工大幅增加、股权激励和加大研发等多方面影响下，提升 0.75 个百分点至 5%；财务费用率在 2 亿平光学膜项目的债务融资背景下提升 0.1 个百分点至 2.37%。总体来看综合费用率较 2011 年提升了 1.08 个百分点，但由于光学膜投产导致的毛利率的大幅提升，公司营业利润的增幅仍然高达 197.84%，大增 2 倍。从单季度来看，第四季度实现营收 7.75 亿元，同比和环比分别增长 81.49%和 55.79%，单季度综合毛利率 29.48%，同比大幅提升 8.65 个百分点，环比下降 7.11 个百分点；我们认为四季度毛利率的下降主要和 BOPP 两条生产线逐渐放量拉低了综合毛利率；因此营业利润同比大幅提升了 306.48%，环比则小幅提升 6.72%。
- **当前财务指标处于健康范围，光学膜开拓影响营运能力。**当前资产负债率水平为 46.99%，较 3 季度末的 34%明显提升，主要是为了 2 亿平项目融资导致，从已获利息倍数来看（11.57），当前负债率处于健康范围。当前流动比率和速动比率分别是 2.55 和 2.39，流动性良好。应收账款周转天数和存货周转天数分别是 36.08 天和 48.25 天，应收账款周转水平较历史平

《产能集中释放提升二季度业绩空间》

2012年4月

均范围有所提升，我们认为主要是光学膜业务主要面向大客户直销，而且目前尚处于市场开拓时期，在授信和存货储备上适当扩张，是正常的市场开拓行为。公司经营活动现金流量净额为 2.73 亿元，经营现金流/净利率比值为 0.64，考虑到合理的营运资金占用的原因，基本处于合理范围内。

- **2 亿平光学膜项目上半年投产，确保未来 3 年的高增长。** 预涂膜业务今年有望保持 20%的增速，主要的业绩驱动将来自于产能负荷的提升和高端膜种的销售占比增加，未来 2 年则有望保持稳定增速；光学膜业务则将成为业绩推动的主力。目前光学膜业务已经成功开发 5 大系列 40 余种产品，申请专利 45 项，已获专利 11 项。目前示范线良品率已经达到 80%以上，有力降低原材料损耗，保证了较高的毛利水平。客户开拓上，已经成功开发了 100 多家客户，并已向 40 余家客户批量供货，和三星、友达等国际大型面板企业的合作正在顺利进行，我们认为一旦成功进入三星等大型面板企业，2 亿平米的产能消化难度不大，从而确保未来 3 年的高增长。
- **风险提示：**光学膜产业集群投放后的产能消化风险。

**附表：盈利预测表**

| 利润表 (百万)  | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1,526 | 2,235 | 3,921 | 5,331 | 6,650 |
| 营业成本      | 1,230 | 1,516 | 2,725 | 3,726 | 4,640 |
| 销售费用      | 25    | 41    | 71    | 96    | 120   |
| 管理费用      | 65    | 112   | 196   | 267   | 333   |
| 财务费用      | 35    | 53    | 62    | 62    | 61    |
| 投资净收益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润      | 164   | 489   | 848   | 1,154 | 1,464 |
| 营业外收支     | 3     | 12    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额      | 167   | 501   | 848   | 1,154 | 1,464 |
| 所得税       | 37    | 78    | 127   | 173   | 220   |
| 少数股东损益    | (0)   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属于母公司净利润 | 131   | 423   | 721   | 981   | 1,244 |

**资产负债表**

(百万)

|         |       |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产    | 1,171 | 4,134 | 4,498 | 5,042 | 5,613 |
| 货币资金    | 684   | 3,446 | 3,275 | 3,375 | 3,535 |
| 应收账款    | 127   | 321   | 588   | 800   | 998   |
| 应收票据    | 26    | 29    | 59    | 80    | 100   |
| 存货      | 155   | 251   | 436   | 596   | 742   |
| 非流动资产   | 728   | 1,657 | 2,128 | 2,594 | 3,229 |
| 固定资产    | 522   | 1,069 | 1,546 | 2,019 | 2,662 |
| 资产总计    | 1,899 | 5,791 | 6,626 | 7,636 | 8,842 |
| 流动负债    | 840   | 1,623 | 1,806 | 1,979 | 2,138 |
| 短期借款    | 658   | 1,334 | 1,334 | 1,334 | 1,334 |
| 应付款项    | 119   | 242   | 388   | 530   | 660   |
| 非流动负债   | 7     | 1,098 | 1,098 | 1,098 | 1,098 |
| 长期借款    | 0     | 200   | 200   | 200   | 200   |
| 负债合计    | 847   | 2,721 | 2,904 | 3,077 | 3,236 |
| 股东权益    | 1,052 | 3,070 | 3,721 | 4,558 | 5,606 |
| 股本      | 323   | 620   | 620   | 620   | 620   |
| 留存收益    | 704   | 2,425 | 3,076 | 3,913 | 4,961 |
| 少数股东权益  | 25    | 25    | 25    | 25    | 25    |
| 负债和权益总计 | 1,899 | 5,791 | 6,626 | 7,636 | 8,842 |

**现金流量表**

(百万)

|          |       |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流  | 161   | 273   | 457   | 832   | 1,156 |
| 其中营运资本减少 | (229) | (94)  | (352) | (271) | (253) |
| 投资活动现金流  | (525) | (806) | (559) | (588) | (800) |
| 其中资本支出   | (520) | (810) | (559) | (588) | (800) |
| 融资活动现金流  | 385   | 3,296 | (69)  | (144) | (196) |
| 净现金总变化   | 20    | 2,762 | (171) | 100   | 160   |

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

| 主要财务指标          | 2011A   | 2012A   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|-----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长性</b>      |         |         |        |        |        |
| 营业收入增长          | 191.11% | 46.43%  | 75.46% | 35.97% | 24.75% |
| 营业成本增长          | 217.87% | 23.23%  | 79.78% | 36.72% | 24.54% |
| 营业利润增长          | 109.31% | 197.84% | 73.33% | 36.13% | 26.84% |
| 利润总额增长          | 102.14% | 199.56% | 69.17% | 36.13% | 26.84% |
| 净利润增长           | 86.56%  | 223.49% | 70.36% | 36.13% | 26.84% |
| <b>盈利能力</b>     |         |         |        |        |        |
| 毛利率             | 19.40%  | 32.17%  | 30.50% | 30.11% | 30.23% |
| 销售净利率           | 8.57%   | 18.93%  | 18.38% | 18.40% | 18.71% |
| ROE             | 12.43%  | 13.78%  | 19.36% | 21.52% | 22.19% |
| ROIC            | 18.78%  | 26.36%  | 27.25% | 27.19% | 27.12% |
| <b>营运效率</b>     |         |         |        |        |        |
| 销售费用/营业收入       | 1.63%   | 1.85%   | 1.80%  | 1.80%  | 1.80%  |
| 管理费用/营业收入       | 4.25%   | 5.00%   | 5.00%  | 5.00%  | 5.00%  |
| 财务费用/营业收入       | 2.27%   | 2.37%   | 1.58%  | 1.16%  | 0.92%  |
| 投资收益/营业利润       | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
| 所得税/利润总额        | 21.95%  | 15.50%  | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 应收账款周转率         | 6.81    | 4.92    | 5.65   | 5.93   | 6.35   |
| 存货周转率           | 6.05    | 4.41    | 5.28   | 5.57   | 5.95   |
| 流动资产周转率         | 0.58    | 0.52    | 0.82   | 1.00   | 1.08   |
| 总资产周转率          | 0.40    | 0.36    | 0.55   | 0.65   | 0.70   |
| <b>偿债能力</b>     |         |         |        |        |        |
| 资产负债率           | 44.59%  | 46.99%  | 43.83% | 40.30% | 36.59% |
| 流动比率            | 1.39    | 2.55    | 2.49   | 2.55   | 2.63   |
| 速动比率            | 1.21    | 2.39    | 2.25   | 2.25   | 2.28   |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |         |        |        |        |
| EPS             | 0.40    | 0.68    | 1.16   | 1.58   | 2.01   |
| 每股净资产           | 3.26    | 4.95    | 6.01   | 7.36   | 9.05   |
| 每股经营现金流         | 0.50    | 0.44    | 0.74   | 1.34   | 1.87   |
| 每股经营现金流/EPS     | 1.2     | 0.6     | 0.6    | 0.8    | 0.9    |

| 估值        | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE        | 81.1  | 48.1  | 28.2  | 20.7  | 16.3  |
| PEG       | 0.36  | 0.68  | 0.78  | 0.77  | -     |
| PB        | 10.1  | 6.6   | 5.5   | 4.5   | 3.6   |
| EV/EBITDA | 50.67 | 38.40 | 22.82 | 17.00 | 13.48 |
| EV/SALES  | 7.39  | 10.19 | 5.81  | 4.27  | 3.42  |
| EV/IC     | 9.26  | 9.79  | 6.80  | 5.35  | 4.29  |
| ROIC/WACC | 2.07  | 2.91  | 3.00  | 3.00  | 2.99  |
| REP       | 4.47  | 3.37  | 2.26  | 1.79  | 1.44  |

**研究员介绍及承诺:**

**凌学良:** 2002 年至 2008 年就读于清华大学化学工程系, 获工学学士、硕士学位。2009 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

**杨 超:** 2006 年-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

**余嫒嫒:** 2003 年至 2010 年就读于厦门大学, 获理学学士、经济学硕士学位。2010-2012 年任职于国金证券, 2012 年加入长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%-15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%-5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com  
王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com  
陈方圆: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com  
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李彦仪: 010-88366060-8750, 18611670060, lyany@cgws.com  
安雅泽: 010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
陈 韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>