

信用等级公告

联合[2012]097 号

北京康得新复合材料股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北京康得新复合材料股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2012 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

北京康得新复合材料股份有限公司主体长期信用等级为 AA

北京康得新复合材料股份有限公司拟发行的 2012 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司
信评委主任：李华伟

分析师：李华伟 罗昌明 刘明佳

2012 年 9 月 17 日

地址：天津市和平区曲阜道 80 号（300042）

电话：022-58356998

传真：022-58356989

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

北京康得新复合材料股份有限公司

2012 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA

发行人主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

担保方: 康得投资集团有限公司

担保方式: 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

本期发行规模: 不超过 11 亿元 (含 11 亿元)

债券期限: 不超过 3+2 年

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2012 年 9 月 17 日

主要财务数据

发行人

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012.6
资产总额(亿元)	5.58	11.45	18.99	38.98
所有者权益(亿元)	2.73	8.90	10.52	28.20
长期债务(亿元)	0.50	1.00	0.00	1.00
全部债务(亿元)	2.47	1.82	7.16	9.10
营业收入(亿元)	3.64	5.24	15.26	9.62
净利润(亿元)	0.46	0.70	1.31	1.80
EBITDA(亿元)	0.75	1.09	2.09	2.33
经营性净现金流(亿元)	0.46	1.09	1.61	0.76
营业利润率(%)	24.67	26.11	19.18	31.39
净资产收益率(%)	20.60	12.06	13.45	9.28
资产负债率(%)	51.15	22.28	44.59	27.66
全部债务资本化比率(%)	47.53	16.97	40.49	24.40
流动比率	1.18	5.31	1.39	3.05
EBITDA/全部债务(倍)	0.30	0.60	0.29	0.26
EBITDA 利息倍数(倍)	7.62	9.97	9.52	--
EBITDA/本期发债(亿元)	0.07	0.10	0.19	0.21

担保方

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012.6
资产总额(亿元)	11.16	21.09	31.14	50.92
所有者权益(亿元)	5.03	11.41	12.79	29.70
营业收入(亿元)	6.82	9.68	21.60	13.78
净利润(亿元)	0.50	0.90	1.62	2.01
营业利润率(%)	23.42	21.98	18.33	26.32
资产负债率(%)	54.92	45.88	58.92	41.67

注: ①公司于 2007 年开始执行新会计准则; ②本报告财务数据及指标计算均是合并口径。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对北京康得新复合材料股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为全球最大预涂膜生产企业,在产能规模、产品研发设计、产业链延伸、生产设备及工艺等方面具备综合优势。公司通过投资建设年产 2 亿平方米光学膜产业集群项目,实现了产业链的全方位拓展,该项目是目前国内最大的光学膜产业集群项目。同时,联合评级也关注到公司预涂膜产能扩张产生的短期市场压力、光学膜专业生产技术人员不足造成的用工压力、光学膜产业集群项目投资规模较大导致的资金压力等因素可能对公司经营带来的影响。

公司主打预涂膜、光学膜、BOPP 基材等产品的研发、生产和销售。预涂膜产品主要面向印刷包装行业,产销量全球第一;光学膜产品已获得了三星等国际大客户的性能认证,成功进入其供应商名录,有望成为国内外一流品牌厂商的长期合作伙伴和主力供应商。

本期债券由康得投资集团有限公司(以下简称“康得集团”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。康得集团资产质量良好,经营规模较大,其担保对本期债券信用状况具有积极的影响。总体看,本期债券到期不能偿付的风险很小。

优势

1. 预涂膜行业属于国家鼓励发展行业,目前国内预涂膜替代只有 30% 左右,伴随推广“绿色印刷”的契机,公司预涂膜产品市场前景看好。

2. 公司预涂膜的产能已跃居全球第一,通过向上延伸自制 BOPP 基材、横向拓展到光学膜领域,逐步形成规模化、集群化的全产业链优势。

3. 目前国内光学膜主要依赖进口，下游厂商容易受制于日韩台企业的掣肘，公司光学膜产品性能不断提升而价格更低，具有显著的进口替代优势。

4. 公司引进国际先进的生产设备和工艺，研发实力较强，掌握多种核心原材料的配方，产品稳定性好附加值高。

关注

1. 公司预涂膜短期产能扩张，有待市场逐步消化。

2. 公司快速吸收消化了光学膜生产技术，并在短期内实现了产业化，专业化生产人员相对不足。

3. 光学膜募投项目投资规模较大，会产生一定的资金压力。

分析师

李晶

电话 022-58356975

邮箱 lijing@lianhecris.com

罗昌明

电话 010-52026885

邮箱 luochangming@lianhecris.com

刘晓佳

电话 010-52026885

邮箱 liuxiaojia@lianhecris.com

传真：022-58356989

地址：天津市和平区曲阜道 80 号（300042）

Http: //www.lianhecreditrating.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与北京康得新复合材料股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评估人员与北京康得新复合材料股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评估人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因北京康得新复合材料股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由北京康得新复合材料股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

北京康得新复合材料股份有限公司 2012 年公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

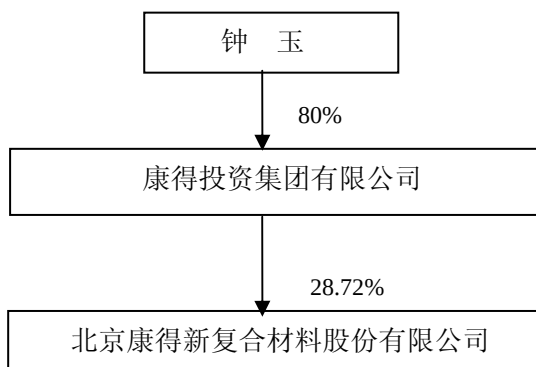
北京康得新复合材料股份有限公司（以下简称“康得新”或“公司”）的前身为北京康得新印刷器材有限公司，是经北京市人民政府外经贸京字（2001）0655号文件批准，由北京市康得机电发展总公司、澳中技术发展有限公司共同出资组建；2001年8月21日取得北京市工商行政管理局核发的[企合京总字第016160号]企业法人营业执照，注册资本为4,000,000.00美元。

历经多次股东变更及增资后，公司于2008年2月整体变更设立股份有限公司。2010年7月，经中国证监会核准（证监许可字[2010]753号文），公司首次向社会公开发行股票4,040万股（股票简称：康得新，股票代码：002450），并于2010年7月16日在深圳证券交易所上市交易。随后经过公积金转增股本、大股东增持等事项后，截至2011年底，公司股本达到32,320.00万股。

2011年9月8日公司董事会公布增发预案：拟募集资金总额不超过20亿元，全部投资于光学薄膜产业化集群项目，发行价格不低于25.39元/股。2012年4月12日公司非公开发行股票申请获得中国证监会核准。2012年6月4日公司完成增发，实际发行价格为15.85元，实际募集资金15.9亿元。截至2012年6月底，公司股本变更为61,962.00万股。

截至2012年6月底，康得投资集团有限公司持有公司28.72%的股份，为公司的控股股东。钟玉先生通过持有康得投资集团有限公司80%的股份间接控制公司，是公司的实际控制人（见图1）。

图1 截至2012年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：许可经营项目包括生产环保用有机膜、印刷器材；一般性经营项目开发环保用有机膜、印刷器材，提供自产产品的技术咨询和技术服务，销售资产产品。

截至2012年6月，公司下设计划中心、采购部、品管部、仓储部、审计部、证券部、财务部、人事行政部、物业部、生产技术中心、国际营销中心、国内营销中心、覆膜机事业部、张家港康得菲尔、华南办事处、华东办事处、西南办事处共17个职能部门和张家港保税区康得菲尔实业有限公司、山东泗水康得新复合材料有限公司等7家控股子公司及山东泗水江阴分公司，在职员工共计1,190人。

截至2011年底，公司合并资产总额189,916.29万元，负债合计84,679.64万元，所有者权益（含少数股东权益）105,236.66万元。2011年公司实现营业收入152,602.12万元，净利润（含少数股东损益）13,057.88万元；经营活动产生的现金流量净额16,081.76万元，现金及现金等价物净增加额1,967.78万元。

截至2012年6月底，公司合并资产总额389,839.88万元，负债合计107,836.54万元，所有者权益（含少数股东权益）282,003.34万元。2012年1~6月公司实现营业收入96,164.28万元，净利

润（含少数股东损益）17,963.62 万元；经营活动产生的现金流量净额 7,601.47 万元，现金及现金等价物净增加额 156,079.30 万元。

公司注册地址：北京市昌平区昌平科技园区振兴路26号；法定代表人：钟玉。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“北京康得新复合材料股份有限公司 2012 年公司债券”，发行规模不超过人民币 11 亿元（含 11 亿元）。本期债券票面金额 100 元/张，平价发行。本期债券的期限为 3+2 年。

本期公司债券票面利率在债券存续期内固定不变，采取单利按年计息，不计复利，最后一期利息随本金一起支付。票面利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定共同协商确定。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司银行贷款，调整负债结构及用于补充流动资金。

三、行业分析

目前公司主营业务为高分子复合膜材料的研发、生产和销售，属于化工行业中的塑料制品细分行业，主要产品为预涂膜产品和光学膜产品。

预涂膜

1. 发展概况

预涂膜是通过专用设备将热熔胶或低温树脂与薄膜基材复合而成的一种无污染、粘度强的环保型覆膜材料。从预涂膜的划分来看，根据基材不同，划分为 BOPP 预涂膜、BOPET 预涂膜以及 BOPA 预涂膜；根据市场应用划分，可分为工业印刷预涂膜、商用印刷预涂膜以及特殊用途类预涂膜。

1989 年美国 GBC 公司研发了预涂膜技术，预涂膜的生产工艺和覆膜过程因避免使用苯溶剂而减少了污染，具有环保、高速覆膜、覆膜质量高等优点，所以在欧美、日韩得到了迅速推广。目前预涂膜技术已经占据美国覆膜市场的 95%，在日本、欧洲和韩国分别达到 70%、65%、50% 的市场份额。我国自 2000 年才开始局部使用预涂膜，截至 2012 年上半年，我国预涂膜约占覆膜市场的 30%。目前，以中国的北京康得新复合材料股份有限公司和印度 COSMO 公司为首的亚洲预涂膜生产商，凭借成本优势、规模优势和成熟的技术优势，逐渐发展为预涂膜市场的主力军。

2. 竞争格局

从国际市场来看，目前预涂膜产能主要分布于中国、印度、美国、韩国和西班牙（如表1）。欧美、日、韩厂商由于起步较早，技术比较成熟，在中高端市场中占据着主导地位。随着近年来亚洲新兴厂商的强劲发展和欧美地区厂商的转产重组，整个产业结构向亚洲倾斜，全球预涂膜产品需求对亚洲的依赖程度进一步加大，另外在工业应用领域的高端产品市场上，北京康得新复合材料股份有限公司和印度COSMO公司已成长为行业领军者。

表1 截至2012年6月国际主要预涂膜生产商产能分布情况

序号	公司名称	产能（万吨）	所在地
1	康得新	4.4	中国
2	COSMO	3.5	印度
3	TRANSILWRAP	1.8	美国
4	D&K	1.6	美国
5	FLEX	1.3	印度
6	DEPROSA	1.3	西班牙
7	GMP	1.2	韩国
8	ROYAL SOVENEION	0.9	韩国
9	IPAK	0.9	韩国

资料来源：公司提供

从国内情况来看，目前国内预涂膜生产厂商较多，但具有一定规模的企业较少，表2中列示了在我国具有一定规模的主要预涂膜生产商，产能合计6.52万吨，并占据了一半以上的市场份额。其中北京康得新复合材料股份有限公司作为全球规模最大的预涂膜生产企业，产能与市场占有率远超其他国内同业。

表2 截至2012年6月底国内主要预涂膜生产商产能情况

序号	公司名称	产能（万吨）	市场占有率	竞争优势
1	康得新	4.4	20%	规模化生产、产业链完整、产品品种多、产品质量高
2	广东新纪源	1.0	13%	规模相对较大、产品种类丰富、部分出口东南亚
3	烟台鸿庆	0.5	10%	主要面向国内市场，建厂时间长
4	温州康隆	0.4	13%	地理位置好，运输成本较低
5	佛山伊路顺	0.22	7.2%	产量相对较低、生产比较灵活
合计	—	6.52	63.2%	—

资料来源：联合评级整理

3. 上游供给

预涂膜的主要原材料为 BOPP 薄膜、EVA 热熔胶、BOPET 薄膜和 LDPE 热熔胶。

BOPP 薄膜是由聚丙烯颗粒经共挤形成片材后，再经纵横两个方向的拉伸而得的，在 BOPP 预涂膜生产中被用作基材。我国的 BOPP 薄膜总产量已经占全球产量的 40%，是世界第一大生产国。截至 2011 年底，我国 BOPP 薄膜生产能力为 361 万吨左右，实际产量在 270 万吨左右，产能利用率为 77%（图 2）。BOPP 薄膜虽然存在一定的产能过剩，但作为石油的下游产品，BOPP 近年来价格受石油价格波动影响，总体呈不断上涨趋势，从 2009 年-2011 年价格平均上涨了 21.31%，进入 2012 年继续呈不断上涨态势。

图2 近年来中国BOPP薄膜产能及产量情况（万吨）



资料来源：联合评级整理

EVA 是由乙烯（E）及乙烯基醋酸盐（VA）所组成的固体可溶性共聚物。在预涂膜生产中，涂覆级 EVA 是最常用的一种热熔胶，它与基材在加热加压的过程中复合在一起成为预涂膜产品。全球的涂覆级 EVA 产品主要由美国、加拿大、德国、日本、韩国等国的大型化工企业提供，国内企业尚不具备生产能力。另外，作为石油化工的下游产品，EVA 价格与原油价格也存在着密切的联系。综合上述两方面原因，EVA 价格一直居高不下，自 2009 年-2011 年上涨了 28.95%。

BOPET 薄膜（或称聚酯薄膜）是以聚酯（即聚对苯二甲酸乙二醇酯）为原料，采用挤出法制成厚片，再经双向拉伸制成的薄膜材料。中国是全球第二大 BOPET 薄膜生产国，年产量仅次于美国，作为原材料来说，BOPET 薄膜供应稳定。但同样作为石油下端产品，BOPET 薄膜在石油价格的影响下呈宽幅波动，并且在 2009 年-2011 年中，作为预涂膜的基材之一涨幅最大，达到 33.05%。

表3 近年来中国BOPET产能及增长情况

年份	2007年	2008年	2009年	2010年	2012年预计
当年产能（万吨）	67.08	67.08	82.78	100.28	187
当年增长（万吨）	10.2	0	15.7	17.5	--
当年增长率（%）	18.8	0	23.4	21.1	--

资料来源：联合评级整理

LDPE（即低密度聚乙烯）是高压下乙烯自由基聚合而获得的热塑性塑料，在预涂膜生产中，LDPE 被用于 BOPET 预涂膜的热熔胶。LDPE 的生产工艺已经十分成熟。目前国外大型化工企业，如巴斯夫、日本住友、韩国 LG 等，以及国内的石化企业，如上海石化、扬子石化等，均可为国内市场提供稳定的 LDPE 供应。同时，由于属于石油加工的下游产品，与 EVA 类似，LDPE 的价格与原油价格正相关，2009 年-2011 年上涨了 26.50%。

总体来看，除 EVA 热熔胶主要靠国外进口，预涂膜的原材料供应基本来自国内市场，供应商数量较多，但作为生产塑料相关制品的基础性原材料，市场需求较大，近三年预涂膜主要原材料价格均呈上涨态势，成本压力隐现。

4. 下游需求

预涂膜下游应用分为工业印刷市场和商用印刷市场以及特殊用途市场。特殊用途市场属于新兴市场，目前仅应用于电子类产品和建筑保温材料，市场容量较小。

（1）工业印刷市场

工业印刷市场主要包括出版物印刷品市场和各类包装品市场。出版物印刷品市场方面，近10年来预涂膜广泛应用于印刷品市场。“十一五”期间，我国印刷工业产值保持了较快的增长，预计到“十二五”末，我国印刷业总产值将超过9,800亿元人民币，许多产品的纸制品外包装都大量使用覆膜，如酒类、食品、医药等。据权威机构统计，我国每年包装产品覆膜量估计在60亿平方米以上，包装市场年增长率达到12%，与此相应的覆膜市场也以每年8.2%的速度稳定增长。

（2）商用印刷市场

随着经济生活水平的不断提高，我国数码快印市场发展迅速。国内数码印刷品急剧上升的市场需求为预涂膜提供了广阔的市场空间，有利于进一步促进预涂膜行业的发展。

中国的IC卡市场也存在着巨大的发展空间。国内IC卡出货数量在近年来迅速膨胀，根据中国信息产业商会智能卡专业委员会的统计，公用事业IC卡和商务用卡都在近年得到了快速发展，近年来IC卡大量普及对预涂膜产业发展起到了极大的推动作用。

除此之外，预涂膜还被广泛应用于防伪印刷技术、户外广告牌以及海报。

总的来看，预涂膜在传统印刷行业应用比较广泛，尤其是产品包装领域，逐年稳速增长；并且开始向商用印刷市场转移，市场发展潜力巨大。

5. 行业关注

（1）技术创新压力

从上世纪50年代覆膜技术诞生以来，经历了溶剂型即涂技术、水溶性即涂技术、预涂技术三个重要的发展阶段，预涂技术已发展地较为成熟。但预涂膜产业的产品和技术创新日新月异，如无底涂技术、特种材料基材等，在预涂膜的持续研发和不断升级过程中仍面临很大的技术创新压力，相关的研发投入较大。

（2）原材料采购风险

预涂膜的原材料均为石油加工行业的下游产品，面临石油价格波动所带来的价格风险，此外一些关键原材料如EVA热熔胶，国内由于技术局限性生产能力有限，对进口的依赖程度大，若原材料供应商由于某种原因无法保质、保量供货，可能会影响预涂膜的产品质量，还面临无法及时供货的危险。

6. 行业政策

2007年5月31日，新闻出版总署发布《印刷业贯彻落实〈新闻出版业“十一五”发展规划〉实施意见》（新出印[2007]623号），明确将环保要求列入印刷行业发展的指导方针，鼓励建设符合环保要求，节约能源，资源回收利用的项目。

2010年9月，新闻出版总署与环境保护部签订的《实施绿色印刷战略合作协议》标志着我国绿色印刷发展战略正式在全国铺开。

2011年3月，环境保护部发布了《环境标志产品技术要求 印刷 第一部分：平版印刷》等6项国家环境保护标准的公告，作为绿色印刷认证重要依据的国家环保标准，印刷产品原辅料的总评分为100分，预涂膜权重为25分，充分体现了对预涂膜推广应用的高度重视。

新闻出版总署发布《新闻出版业“十二五”时期发展规划》将以中小学教科书、政府采购产品和食品药品包装为重点，大力推动绿色印刷发展。

总的来看，国家政策中对绿色印刷、节能环保的印刷要求进一步促进了预涂膜在印刷业的应

用。

7. 未来发展

(1) 国内绿色印刷认证加速预涂膜技术全面替代

2011年3月，绿色印刷认证标准正式颁布实施，印刷产品所用原辅材料的总评分为100分，预涂膜权重为25分，体现了有关部门在推进绿色印刷过程中，对预涂膜推广应用的高度重视，进一步促进了我国预涂膜行业走向全面替代的进程。

(2) 高端市场对精美化的要求，预涂膜产品呈现多样化的趋势

伴随印刷包装行业高端精美化产品需求，尤其是数字印刷带动个性化高端需求，使得预涂膜技术向高端、精美化发展已经成为主要趋势，防划膜、数码膜、柔面膜、压纹膜等一系列高端产品应运而生，并不断扩大市场占有率。

(3) 数码打印市场成为预涂膜未来最重要的市场

伴随着数码打印市场的迅速发展，以及预涂膜技术与之配套的日益完善，数码打印覆膜市场将为预涂膜产业提供巨大发展空间。

(4) 预涂技术进一步拓展到更多的应用领域

预涂膜技术起始主要应用于印刷包装行业中纸塑复合领域，伴随着技术的提升和市场需求，已经向塑塑复合、食品包装、建筑保温材料和电子产品等领域扩展。

光学膜

1. 发展概况

光学薄膜是指在基材上制镀或涂布一层或多层介质膜层，通过分层介质膜层在光的传播路径中的反射、折射和偏振等特性达到特定光学需求的光学材料，目前是各种高分子功能膜中生产环境要求最严格、技术难度最高类别的产品。

表4 主要光学膜下游应用领域

光学膜/功能膜品种	应用核心组件	主要终端应用领域
导光膜、扩散膜、增亮膜、复合增亮膜	液晶面板	液晶电视及液晶显示器
单面硬化膜、双面硬化膜、防磁膜等ITO膜	触摸屏防护	平板电脑、手机、电子书
防红外线膜	屏幕防护	等离子电视
IMD膜	外壳防护	笔记本电脑、家电等
裸视3D膜	3D裸视膜	3D液晶电视
均光膜	照明及LED显示	LED节能灯
OLED增亮膜	OLED显示屏	手机、小尺寸显示器
聚光膜、背板膜等	光伏薄膜	太阳能电池
玻璃隔热变色膜	--	建筑和汽车
反光膜	--	机场、高速等道路用反光膜

资料来源：联合评级整理

上世纪90年代初，美国3M公司成功开发出增亮膜并应用于液晶背光源，从此光学膜研究开发日趋活跃。目前世界范围内，主要从事光学薄膜开发、生产的企业有美国3M公司，日本东丽、惠和、智机电，韩国Shinwha、LGE、SKC-Haas，台湾友辉、迎辉、嘉威、光耀等，全球市场基本为美国、日本、韩国、台湾的企业所垄断。随着面板行业的竞争加剧，特别是自2009年开始面板厂家的持续亏损加剧，降价压力向上游原材料及组件供应商传递，全球光学膜产业开始了洗牌和重组进程，中小企业被迫退出市场被大企业收购和整合，规模化、集群化发展趋势渐现。

近年，我国京东方等本土LCD 面板企业逐渐壮大，配套的LCM行业受益全球产能转移而迅速发展。我国厂家正借此时机，从多方面整合取得光学膜生产的关键技术，以乐凯、康得新为首的企业，陆续实现光学膜生产本土化，未来有集群化发展趋势。

总体看，我国光学膜处于产业化发展初期，一系列关键技术和设备还有进一步改进提升空间，随着产业链的转移，本土化优势将更加显现。

2. 竞争格局

在下游面板降价压力向上游转嫁的背景下，TFT-LCD（薄膜场效应晶体管）光学薄膜2012年市场规模属于背光模块内单价最高的材料光学膜，无疑也成为急于降低生产成本的面板厂压缩成本的首要目标。对于低价光学膜需求的上升，为具备成本优势的厂商提供市场机会。在韩国方面，有SKC、MNTech与LPL同集团内LGE的崛起；台湾方面，则有以生产增光片为主的迎辉科技、嘉威光电和扩散片制造商宣茂科技、华宏新科以及长兴科技等厂商的进入。

国内光学膜企业分为光学膜母卷生产企业，技术壁垒高，相关公司少，代表公司有合肥乐凯、北京康得新、上海凯鑫森等；另外为光学膜后段加工模切企业，相应的外资在国内加工厂多，国内企业陆续增多，代表企业为锦富新材。

表5 国内主要光学膜生产企业

企业	地点	投产时间	生产线	主要产品	生产规模（万平米）	竞争优势
SKC苏州	苏州	2003	2条	扩散膜	2000-3000	生产历史长
长兴化工	苏州	2008	1条	扩散膜、反射膜	—	产品销售链好
山由帝衫	常州	2008	7条	玻璃窗膜、IT膜、扩散膜、增亮膜等	窗膜5000、IT膜1200	产品相关技术服务能力强
宁波激智	宁波	2008	4条	扩散膜	800	研发能力强、产品已进入国际市场
乐凯胶片	合肥	2009 2010	4条 在建8条	扩散膜、硬化膜	2200 (2013年6600)	光学聚酯薄膜材料及涂层的研发能力强
凯鑫森	上海	2010	6条 在建19条	扩散膜、增亮膜等	1400 (2012年7500)	可生产全系列TFT-LCD背光源组膜
东旭成	宁波	2011	1条	扩散膜、反射膜	1200	自主研发能力强
天龙集团	太原	2011 拟建	—	扩散膜、增亮膜	在建1200	生产技术领先、产品市场规模大
康得新	张家港	2011	3条	扩散膜、增亮膜	4000 (2013年2亿)	规模化、集群化生产、产品市场规模大

资料来源：联合评级整理

总体看，高分子复合膜行业目前仍以外国生产商参与为主，但生产规模和市场都开始向亚洲转移，行业集中度较低，市场竞争非常激烈。

3. 上游供给

光学膜的原材料构成中大部分为光学基膜，光学基膜具有低雾度、高透光率、表面光洁度高、厚度公差小等出色的光学性能。目前，市场上的光学级聚酯基膜产品基本上都是国外大公司生产，尤其是高档光学级聚酯基膜产品的国际、国内市场，几乎都被日本的东丽、三菱和韩国的SKC等公司的产品所垄断。

我国光学薄膜产业所需其他原材料，如光学级切片和光学薄膜特种添加剂等原材料，技术门

槛较高，由于国内无法生产，需要从韩国、日本等进口。同时，光学薄膜所依托的精密涂布设备和技术，没有得到系统的研究和开发，生产高端的光学薄膜还需依赖进口设备。

总体来看，光学膜生产所需要的原材料进口依赖度比较大，面临的关税、供应等不确定性因素较多。但公司投产建设的年产能2亿平方米光学膜产业集群项目，规划了配套生产5万吨光学膜基材PET，1万吨保护膜和0.61万吨UV固化黏合剂，可以在很大程度上解决公司光学膜原材料供给。

4. 下游需求

光学膜主要应用于液晶面板；机场、高铁、道路交通领域指示牌；平板电脑、手机、智能电视；LED照明和3D电视。

（1）液晶面板

最近几年，光学膜下游的液晶面板行业由“规模竞争”转向“成本竞争”，2011年全球平板显示行业整体需求疲软，产量增加但由于售价下降而使得产值缩水，整体规模进入低速增长阶段，面板企业全面亏损。

根据权威机构预测，2012年全球TFT-LCD（LED）光学薄膜的需求量将超过4亿平方米，其中偏光片的需求量接近2.5亿平方米，棱镜膜的需求量超过8000万平方米，扩散膜的需求量超过1.5亿平方米；按照目前产品价格计算，预计2012年全球光学薄膜的产值约78.5亿美元。

我国国内光学薄膜企业受益于国内液晶显示行业的快速崛起。2009年以来，我国进入大尺寸LCD（液晶显示器）面板的投资高峰。预计2012年能量产的LCD生产线就多达8条，参与投资的企业有京东方、TCL等。随着我国面板和终端产品的快速发展和扩张，上游光学薄膜等配套产业将迎来爆发式的增长机遇。

（2）机场、高铁、道路交通领域指示牌

在这一领域中应用的为光学膜中的反光膜。截至2010年，我国公路、铁路总用膜量约为2560万平方米，用量可观。另外，反光材料由于环境原因损耗比较大，属于周期性损耗材料，需要每7-10年更换一次。我国国土面积巨大、人口众多，基础设施建设平稳增长，反光膜具有较为稳定的市场。

（3）平板电脑、手机、智能电视

在平板电脑、手机、智能电视等领域应用的主要为ITO膜，2011年笔记本电脑与公共显示器的年出货量同比增长8%、52%，平板电脑出货增幅高达217%。以中国为代表的新兴市场在液晶终端产品如液晶电视、平板电脑，市场增速在全球排名前列，已成为全球市场增长主动力，未来触摸屏需求的增长主要靠电脑触摸屏拉动。

（4）LED照明

LED均光膜应用于LED领域，用于消除眩光，保证光线均匀度和中心亮度的增加。据“2011年LED产业研讨会”公布的信息，中国LED产业总产值达到1200亿元，企业400多家，2011-2015年LED行业产值平均增长率超过35%。未来几年中，LED产业的大规模快速发展将为LED均光膜提供广阔的市场空间。

（5）3D电视

3D电视主要应用的是光学膜中的3D膜，原理是利用柱状透镜将光线进行折射，使左右眼分别看到不同角度的影像而自动在视觉神经内合成立体图像。3D电视目前在世界范围内兴起，虽然目前3D电视占整个电视行业的比重较小，但未来将会进入一个快速成长期，需求量稳步增长，为3D膜带来良好的发展机遇。

总体来看，光学膜的下游应用领域在我国成长迅速，对相应光学膜产品的消费也将呈爆发式增长。

5. 行业关注

（1）原材料价格波动风险

光学膜的主要原材料 PET 基材是石油的下游产品，对石油价格波动的敏感性较高，石油价格波动幅度大且传导性强，PET 基材价格易受其影响。

（2）原材料采购风险

光学膜的主要原材料由于技术要求比较高，国内生产尚不能到达指定要求，因而主要向日本和韩国进口，原材料采购面临日韩供应商涨价及关税的风险较大。

6. 行业政策

2009年4月，中国塑协BOPET专委会发布的《中国聚酯薄膜行业三年发展振兴规划（2009～2011年）》，特别把配套应用在液晶显示器材等行业的光学聚酯薄膜、新型包装用聚酯薄膜等视作未来聚酯薄膜产业的发展重点。

2011年3月，《“十二五”规划纲要》提出要培育发展战略性新兴产业，大力发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等战略性新兴产业。

2011年9月，《新材料产业“十二五”发展规划》指出，“十二五”期间，国家将实施新材料重大工程项目，对高强轻型合金材料、高性能钢铁材料、功能膜材料、新型动力电池材料、碳纤维复合材料、稀土功能材料等6类新材料进行重点支持。

2012年2月，工业和信息化部发布了《新材料产业“十二五”重点产品目录》，将增亮膜、扩散膜、透明导电膜、光学聚酯膜等光学膜产品列入该目录。

此外，2012年2月发布的工信部《电子信息制造业“十二五”发展规划》，“十二五”期间，我国平板电视面板自给率80%以上。以上一系列光学膜下游产品鼓励政策的出台，预示着“十二五”期间，我国光学膜替代进口市场将十分令人瞩目。

总体看，国家对光学膜的政策引导为其拓展了生存和发展空间。光学膜作为国家战略性产品在社会经济、生态环境、科技发展等方面的作用将越来越突出。

7. 未来发展

（1）市场及产能向中国大陆加速转移

随着全球面板市场竞争的加剧，中国大陆较低的人力成本，且 LCD TV 市场占有率全球第一，加上对中国政府提高大尺寸液晶面板关税的强烈预期，韩、日等国外和台湾地区面板企业争相在华建厂生产，国内京东方、华星光电等面板巨头也在崛起，从而带来了对包括光学膜在内的面板上游原材料的大量需求。

（2）以规模化、集群化经营获得竞争优势

规模化、集群化是光学膜领军企业的共同特征，在日趋激烈的竞争中，中小企业和单一环节的生产企业将被逐渐淘汰出局，在中国市场率先实现光学膜规模化、集群化生产，将抢占先机。

（3）产品多样化、复合化

由于光学膜应用领域的多元化，以及针对不同客户群体的同一类产品，光学性能也有不同要求，从而使光学膜的种类、规格呈现多样化趋势。为减少相关膜片总厚度，进而达到缩短工时、提高制程良率与生产效率、降低成本的多重目的，光学膜产品呈现出复合化趋势，将扩散膜、增

亮膜、偏光片、导光板等多项功能合并设计，成为复合化、一体化以及特殊化的新型光学膜片。

总体看，未来光学膜产业将向中国快速转移，生产向规模化、集群化发展，应用领域更加多元化，未来前景广阔。同时，由于行业竞争激烈，也将使一些缺乏明显竞争优势的企业面临危机。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是中国预涂膜行业的领导者，品牌知名度高，产能居全球第一

公司于 2002 年 10 月 16 日建成投产中国第一条预涂膜生产线，此后凭借良好的产品质量和品牌，始终保持着国内预涂膜行业的领导地位，并迅速成为全球预涂膜产品的主要供应商之一，产品出口到 70 多个国家和地区。公司拥有的“KDX”和“康得菲尔”商标是国际预涂膜行业的知名品牌。2012 年一季度公司募投的预涂膜项目相继投产后，年产能由原有的 2 万吨提升至 4.4 万吨，产能已经超过 COSMO 公司，一跃成为世界规模最大的预涂膜生产企业。

公司拥有产业链拓宽优势，向上自主生产 BOPP 基材，横向拓展到光学膜领域

公司自 2010 年开始山东泗水预涂膜 BOPP 基材基地建设，购买大东南的两条基材生产线^①，其中一条基材生产线于 2012 年 2 季度投产。公司 BOPP 生产线的投产对于公司原料稳定供应、新产品开发、质量保证及进一步降低成本提供重要支持和基本保证，实现了预涂膜产业链向上游的延伸。

2011 年，公司通过收购台湾大显光电部分设备和进行技术合作，吸收、消化台湾企业的精细化管理文化和理念，对康得菲尔 10,000 平米厂房进行净化改造，达到国际标准，并增订部分日、台光学膜精密生产设备，建设光学膜生产示范基地。公司未来将建成我国最大的光学膜产业集群，计划 2013 年达到 2 亿平米的年产能，与国外竞争对手相比，在质量相同或更优的前提下，公司具有贴近国内客户、响应快速、市场渠道及成本优势；与国内竞争对手相比，公司则具有规模化、集群化生产带来的成本和质量双重优势，以及模具精密加工能力，可提供平板显示用全系列光学膜产品，更容易与大型面板企业建立长期稳定的合作关系。公司通过上下游拓展，正逐步形成全产业链的优势。

2. 技术及装备工艺水平

公司掌握核心原材料配方，配合先进的生产工艺，产品稳定性好附加值高

（1）基材配方

基材是公司预涂膜、光学膜产品的核心原材料，基材的性能对于膜产品的品质、生产效率以及满足不同应用领域要求起到关键作用，公司掌握了基材的多种改性配方和生产工艺，保证了公司产品的质量和优异性能。

（2）热熔胶配方

热熔胶是预涂膜产品的重要原材料，主要有 EVA、LDPE 等。公司使用的热熔胶不仅要满足高速生产的需要，还要满足不同客户个性化的需求，公司已研究开发出各种不同的配方及加工工艺。

（3）涂料配方

针对预涂膜产品，公司成功开发了多种高端产品的涂料配方，通过在预涂膜表面进行涂覆处

^① 两条生产线系德国布鲁克纳公司于 2004 年出产，性能及状态均优于原租赁设备

理，可以满足预涂膜产品精美化的要求，提升预涂膜产品的审美效果。

针对光学膜产品，基材在线涂覆的配方与工艺是保证基材高质量光学性能的关键，公司经过多年研发，已经掌握了涂料配方与在线涂覆工艺。公司拥有 UV 树脂配方调整能力，掌握了丙烯酸酯树脂系列热固化反射膜，紫外光固化之高辉度增益扩散膜，紫外光固化之增亮膜、复合膜、纳米颗粒填充丙烯酸树脂系列硬化膜等多种配方。

（4）黏合剂配方

保护膜是光学膜制造过程中的一种重要辅料，主要用途在于保护光学膜结构不受外力破坏，并维护结构层不受异物入侵。保护膜的质量和性能的关键是黏合剂，黏合剂既要保证良好的粘合力又要保证良好的可剥离性。公司在多年黏合剂研发的基础上，已经掌握了保护膜用黏合剂的配方和工艺。

公司生产工艺先进，研发能力强，产品技术和质量逐步向欧美先进水平靠拢

公司对产品品质要求很高，大部分设备采自国外，设备先进化程度较高，有利于保证产品品质稳定。除了生产设备的先进性外，生产工艺对产品的质量也起到了决定性作用，根据产品种类的不同（如基材不同、热熔胶种类不同、厚度不同）、气候与季节的变化、环境温湿度的变动，工艺控制参数都需要作出相应的调整。公司经过反复试验，积累了不同品种在不同环境条件下的工艺参数控制技术。

公司上市以来借助资本推动，通过加大人才引进，促进国内外技术合作，打造了由高水平的研发团队、国内大学研究实验室、美国技术专家及独立实验室组成的研发体系，并完成了尼龙膜、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。截至 2012 年 6 月，公司已开发出 34 个品种的预涂膜产品，并成功申请专利 28 项。针对光学膜产品，公司组建了由 30 余名博士、专家组成的研发团队，掌握了圆顶、线性曲线轮廓的阵列设计技术，开发出了同时具有增亮和扩散作用的复合膜，该产品较微透镜型增亮膜亮度增加 3~8%，面板厂装配过程易处理且产率高。公司开发生产的增亮膜经京东方测试，其关键性能指标辉度超过三星同类产品 5.8%。目前公司正在申请 9 项光学膜方面的专利。

3. 人员素质

公司董事长钟玉先生，现年 62 岁，高级工程师，北京航空航天大学系统管理工程硕士研究生。钟玉先生曾任航空部曙光电机厂研究所副所长。现任公司董事长、康得集团董事长、中华全国工商业联合会执委、中华全国工商业联合会直属商会副会长、北京企业联合会副会长等职。

公司总经理徐曙女士，现年 50 岁，武汉工业大学机械基础硕士。曾任华中理工大学教师、华建集团事业部总经理。曾负责主持了中国第一条预涂膜生产线的建设、原材料国产化研发、预涂膜生产工艺研发等项目。现任公司总经理。

截至 2012 年 6 月底，公司在职员工共计 1,190 人。从专业构成情况看，生产人员占比 55.29%、管理人员占比 17.23%、技术人员占比 21.34%、销售人员 6.13%；从教育程度情况看，大专及以上学历占 43.53%，因生产车间人员较多，高中专及以下学历占比为 56.47%。

总体看，公司高管人员有资深的行业研发和管理经验，有良好的政学商背景和企业人脉关系，员工专业结构和学历结构合理，能够满足公司目前生产经营的需要。

4. 外部支持

政策扶持

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，2011年3月标准正式颁布实施（编号：HJ2503-2011），体现了政府对公司产品性能和生产工艺的认可。公司数字化预涂膜项目被列入国家“十二五”规划，成为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，2011年获得540万数字预涂膜技术研发及产业化项目拨款资金支持。

税收优惠

根据财政部、国家税务总局2009年3月27日《关于提高轻纺、电子信息等商品出口退税率的通知》（财税【2009】43号）、财政部、国家税务总局2009年6月3日《关于进一步提高部分商品出口退税率的通知》（财税【2009】88号），2009年4月1日及2009年6月1日，海关商品号3920109090（非泡沫乙烯聚合物板、片、膜、箔及扁条）出口退税率分别上调为11%及13%，海关商品号3920209090（非泡沫聚丙烯板、片、膜、箔及扁条）出口退税率仍为5%。公司出口产品预涂膜（海关商品码3920109090、3920209090）符合上述规定。

公司于2011年9月14日获北京市科学技术委员会、北京市财政局、北京市国家税务局、北京市地方税务局颁发的高新技术企业证书（证书编号GF201111000210，有效期3年）。根据《中华人民共和国企业所得税法》规定，公司2011年度按15%缴纳企业所得税。

公司控股子公司张家港保税区康得菲尔实业有限公司根据江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、江苏省国家税务局、江苏省地方税务局联合颁发的《高新技术企业证书》（证书编号GR201132000430），发证时间为2011年8月2日，有效期为三年。公司全资子公司张家港保税区康得菲尔实业有限公司依照法定程序到主管税务机关办理税收优惠政策的相关审批手续已经完成，2011年企业所得税按15%的所得税税率汇算清缴，2012年起按15%的所得税税率缴纳企业所得税。

总体看，来自政策扶持和税收优惠等方面的外部支持对公司发展较为有利。

五、公司管理

1. 公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》等法律法规要求规范运作，严格执行《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等规章制度。公司建立了股东大会、董事会、监事会和经理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

根据公司章程，股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由7名董事组成，董事任期3年，负责制定公司经营计划、投资和利润分配方案，其中董事长1人，独立董事3人，独立董事人数占比超过1/3。董事长由全体董事的过半数选举产生。公司设总经理、副总经理，全面负责公司日常经营运作和控制管理，均由董事会聘任或解聘。公司设监事会，监事会由3名监事组成，监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生。

公司拥有独立的业务和经营自主能力，在业务、人员、资产、机构、财务上独立于控股股东。公司控股股东能严格规范自己的行为，没有超越公司股东大会直接或间接干预公司的决策和经营活动的行为。

总体看，公司法人治理结构较为完善。

2. 管理体制

公司下设计划中心、采购部、品管部、仓储部、审计部、证券部、财务部、人事行政部、物

业部、生产技术中心、国际营销中心、国内营销中心、覆膜机事业部、张家港康得菲尔、华南办事处、华东办事处、西南办事处共 17 个职能部门以及张家港保税区康得菲尔实业有限公司、山东泗水康得新复合材料有限公司、山东泗水康得新复合材料有限公司江阴分公司等 7 家控股子公司。公司各部门分工明确，对下属企业的对应部门进行专业指导、监督及业务支持，统一执行公司颁布的各项规范制度，在公司整体发展战略规划的基础上，各下属子公司建立了相应的经营计划和内部控制制度，完善自身管理。

在生产经营控制方面，公司设立计划中心负责生产计划的管理，依据公司产能、经营目标及市场需求计划编制公司年生产计划；每月根据销售部门的近期市场预测和历史销售情况编制当月生产计划及存货计划，并组织实施、跟踪考核，及时收集各类生产信息，合理调配生产资源。公司的具体生产部门根据计划中心的生产计划，按照规范的生产流程组织批量连续生产，再由质量控制部门对产品进行检测，经标签标示后入半成品库或成品库，随后依照客户的不同需求直接销售或对半成品进行切分，最大地满足客户需求。

在质量控制方面，膜产品对生产环境的工艺要求较高，公司专设品管部负责对产品品质进行控制。根据产品种类的不同（如基材不同、热熔胶种类不同、厚度不同）、气候与季节的变化、环境温湿度的变动，工艺控制参数都需要作出相应的调整。公司经过反复试验，积累了不同品种在不同环境条件下的工艺参数控制技术。光学膜对生产环境的要求更加严格，温度设定特定数值之间方可确保设备磨具正常运行，要求对生产环境要做到千级净化和百级净化，精细化管理程度要求较为苛刻。

在财务管理控制方面，公司建立了独立的会计机构，在财务管理和会计核算方面均设置了相应的岗位和职责权限，配置了具备资格的会计人员。公司制定了《资金及费用管理制度》、《成本核算与管理制度》、《批准权限制度》等相关财务管理制度，建立了财务管理和内部控制体系，对货币资金、采购与付款、销售与收款、存货、固定资产等建立了严格内部审批程序，规定了相应的审批权限，并实施有效控制管理。为公司财务人员开展日常核算工作提供了良好的保障，为公司及时、准确、完整提供高质量财务报告奠定了基础。

总体看，目前公司主要职能部门运作规范，各项规章制度比较健全。

六、经营分析

1. 经营概况

公司所属行业为高分子复合材料制造业。公司是我国首家具有自主知识产权从事预涂膜生产的高新技术企业，也是国内最大的预涂膜生产企业。公司自 2011 年初开始生产 BOPP 薄膜；2011 年 9 月开始试生产光学膜，2011 年 10 月 18 日正式投产，并于 2012 年中期开始形成利润。目前公司产品通过以下分子公司生产：

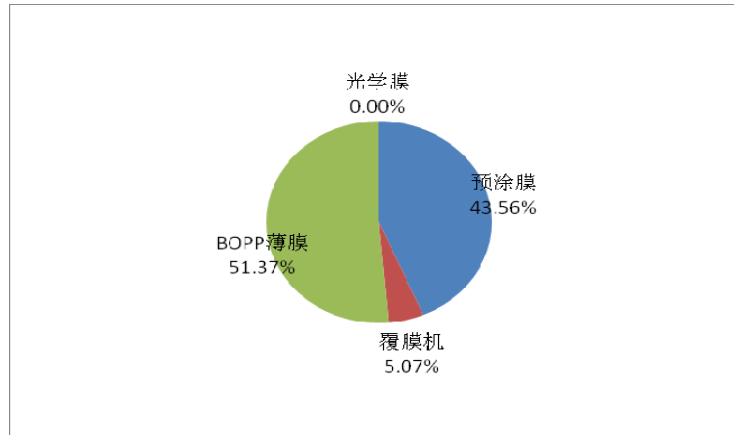
表6 2011年公司主要产品及分子公司情况

产品	子、分公司名称
预涂膜	北京康得新复合材料股份有限公司、张家港保税区康得菲尔实业有限公司
BOPP 薄膜	山东泗水康得新复合材料材料、山东泗水江阴分公司
覆膜机	杭州康得新机械有限公司
光学膜	北京康得新光电材料公司、张家港康得新光电材料公司

资料来源：公司提供

2009~2011 年，公司营业收入、营业利润和净利润均呈增长态势，年均增长率分别为 104.64%、78.34%和 68.00%，营业收入的增长主要来源于公司主营业务的增长：一是预涂膜生产线提速，产销量有较大幅度增长；二是公司加大高附加值的新产品的投放力度。

图3 2011年公司营业收入构成情况



资料来源：公司年报

从收入构成上看，2011 年公司的主营业务收入主要来自于 BOPP 薄膜（占比 51.37%）和预涂膜（占比 43.56%），覆膜机和光学膜业务收入在业务构成中占比较小，光学膜占比较小的原因在于 2011 年公司投产的光学膜生产线尚处于试运行阶段，2012 年 1~6 月该板块收入已显著增加，在主营业务收入中的占比也由不足 1%增长到 35.28%；2012 年 1~6 月 BOPP 薄膜收入下降较大，主要由于向浙江大东南包装股份有限公司购买的两条生产线均处于安装调试期，其中一条生产线于 2012 年 5 月才投产，故对当期产能、销售影响较大。

表7 2009年~2012年6月公司主营业务收入情况 单位：万元

项目	2009 年			2010 年			2011 年			2012 年 1~6 月		
	主营业务收入	主营业务成本	毛利率 (%)	主营业务收入	主营业务成本	毛利率 (%)	主营业务收入	主营业务成本	毛利率 (%)	主营业务收入	主营业务成本	毛利率 (%)
预涂膜	26,718.96	19,757.73	26.05	42,258.25	31,037.63	26.55	65,868.70	45,551.70	30.84	52,368.84	37,347.38	28.68
BOPP 原材料	6,530.62	6,027.52	7.70	6,619.79	6,089.52	8.01	77,687.49	72,873.37	6.20	6,447.72	5,627.60	38.21
覆膜机	2,782.65	1,568.74	43.62	2,837.89	1,546.39	45.51	7,655.70	4,483.99	41.43	2,785.36	1,721.10	12.72
光学膜	--	--	--	--	--	--	2.31	2.53	-9.52	33,585.98	20,355.22	38.21
合计	36,032.24	27,353.99	24.08	51,715.92	38,673.54	25.22	151,214.20	122,911.60	18.72	95,187.90	65,051.30	31.66

资料来源：公司年报

注：BOPP 原材料即为 BOPP 薄膜。

从盈利情况来看，公司近三年主营业务收入和主营业务成本均呈上升之势，增长率分别为 104.64%和 111.70%，成本上升更快，对公司毛利增速有所影响。毛利水平方面，2009~2011 年公司主营业务综合毛利率分别为 24.08%、25.22%和 18.72%，2011 年毛利率下降较多，重要原因在于收入占比较大的 BOPP 薄膜毛利率下降，另外光学膜生产线试运行初期出现小幅亏损，2012 年 1~6 月随着光学膜产能的初步释放，带动公司主营业务综合毛利率水平出现明显提升。

2012 年上半年，公司实现营业收入 96,164.28 万元，较上年同期增长 48.54%，利润总额 21,309.48 万元，较上年增长 191.04%，毛利率较上年同期提高 14.19 个百分点。本期较去年同期业绩增长的主要原因为，作为募投扩产的预涂膜项目及新增光学膜项目，在 2012 年开始规模化生产，产品市场销售情况较好，公司保持较好的发展势头。

2.业务运营

预涂膜

(1) 经营情况

公司的预涂膜产品主要包括：BOPP 亮光预涂膜、BOPP 亚光预涂膜和 BOPET 预涂膜，从 2009 年~2011 年销售收入占比来看，BOPP 亮光预涂膜占比最大，BOPP 亚光预涂膜次之，BOPET 预涂膜占比较小；从占比变化趋势来看，BOPP 亮光预涂膜较稳定，BOPET 预涂膜增长较快，说明预涂膜自身产品结构在发生变化。

表8 2009年~2011年公司预涂膜产品销售占比情况 单位：万元

项目	2009 年度		2010 年度		2011 年度	
	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)
BOPP 亮光预涂膜	12,285.98	45.98	20,871.21	49.39	33,480.44	50.83
BOPP 亚光预涂膜	12,057.94	45.13	17,322.82	40.99	17,690.96	26.86
BOPET 预涂膜	2,375.05	8.89	4,064.22	9.62	14,697.29	22.31
预涂膜产品小计	26,718.96	100.00	42,258.25	100.00	65,868.70	100.00

资料来源：公司提供

2011 年底，预涂膜实现收入 65,868.70 万元，较上年增长 55.87%，毛利率 30.84%，较上年增长 4.29 个百分点，毛利率上涨主要是公司去年提高了高端产品（如：防划膜、数码膜、增粘膜、尼龙膜、柔面膜等预涂膜新产品）占比，2011 年高端品种已占预涂膜销售收入的 38.93%。2012 年上半年，预涂膜实现收入 52,368.84 万元，毛利率 28.68%，由于募投项目（4 条生产线）在 2012 年开始陆续投产，带动当期产销规模增长较大，销售收入增长较快，但扩产较快使得高端产品占比下降，造成毛利率下降。

2012 年 2 月至 4 月，公司首次公开发行股票募集资金投资建设的 4 条预涂膜生产线相继在北京、张家港厂区投产，预涂膜生产线升至 10 条。项目全部达产后，公司预涂膜年产能从 2 万吨提升到 4.4 万吨，超越印度 COSMO 公司，成为全球最大的预涂膜生产企业。

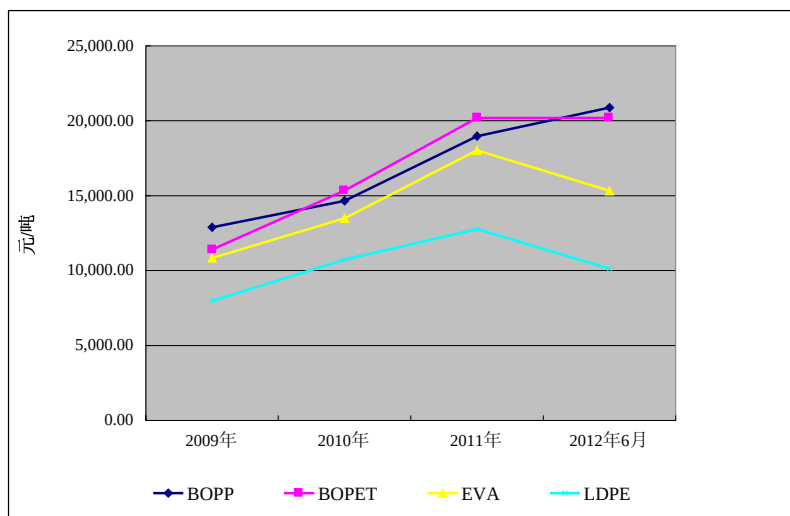
(2) 原料采购

采购模式方面，目前公司主材和大型机器设备采购由公司统一负责，主材包括基材（BOPP、BOPET）和热熔胶（EVA）。公司主要通过建立供应商档案，编制供应商清单，记录主要供应商的表现和交易情况等方式加强供应商的管理，以选择最优质的供应商，保证稳定的原材料供应。在采购结算时，公司会根据合同约定支付一定比例的预付款。

主要采购渠道，预涂膜的主要原材料为 BOPP、BOPET、EVA 和 LDPE。BOPP 主要从浙江伊美薄膜工业集团有限公司、苏州昆岭薄膜工业有限公司和山东泗水康得新等国内厂家采购；BOPET 主要来自富维薄膜（山东）有限公司和天津万华股份有限公司等；EVA 原料主要从韩国三星公司、陶氏化学公司等企业采购；LDPE 主要来自于陶氏化学公司、道达尔石化等企业。以上供货商都与公司有长期的经营往来，供货渠道稳定，品质有一定保证。

从近三年采购的量价情况来看，采购量方面，公司主要物资的采购量是随着生产规模的扩大而增加的，但由于公司原材料均为石油加工的下游产品，2009 年石油价格波动剧烈，公司战略性储备了部分 EVA 和 LDPE，造成当年采购量较大，分别为 6,443,010.00 吨和 477,000.00 吨。

图4 公司2009~2012年6月主要原材料采购价格变化情况



资料来源：公司提供

采购价格方面,从上图可以看出 2009 年~2011 年公司预涂膜主要原材料价格基本成上涨之势, BOPP、BOPET、EVA 和 LDPE 三年平均上涨了 21.31%、33.05%、28.95%和 26.50%; 从 2012 年原材料采购价格来看, BOPP 价格继续大幅上涨, EVA 和 LDPE 价格开始回落。上述原材料均为石油加工的下游产品, 受原油价格波动的影响较大, 且今后这种价格联动将持续存在, 对公司的成本控制带来一定压力。

(3) 产品生产

生产模式方面, 根据产能情况, 公司每年制订原材料采购计划和生产计划, 对当年生产的品种、产量、规格做出合理预估; 每月根据销售部门的近期市场预测和历史销售数据编制当月的生产计划, 同时对于当月产能富余部分根据中期市场预测和历史销售数据编制当月的存货生产计划, 二者合并为全面的月生产计划。公司在接到客户的订单时, 将按照订单要求的品种和规格直接发货, 或对半成品进行分切后销售。如实际销售情况与月销售预测差别较大, 公司将立即调整生产计划, 在最短时间内、最大限度地满足市场需要, 做到快速响应。

工艺质量方面, 对工艺控制, 预涂膜的生产需要经过多道工艺, 涉及到温度、压力、速度等近千项工艺参数。预涂膜产品的质量和性能对参数的变化较为敏感, 需要根据生产条件的变化对参数进行及时、恰当的设定和调整, 确保品质稳定。对于工艺改进, 为了满足不断发展的市场需求, 公司加强了新产品的研发和投放力度, 相继开发了防划膜、数码膜、增粘膜、尼龙膜、柔面膜等新产品, 对相关工艺进行了改进。

生产成本, 近三年原采购采购成本占生产成本的 80%以上, 2009~2011 年人工成本占比分别为 12.23%、8.82%和 10.93%, 由于机械设备先进化程度不断提高, 人工成本呈下降趋势, 2010 年人工成本占比较小主要是由于当年原材料占比较大, 拉低了人工成本占比; 能源方面, 电、水的消耗量基本维持 2%和 0.02%左右, 占比较小。公司产品的主要成本来自于原材料。

产能方面, 首发募投项目为扩大预涂膜生产能力, 在北京生产基地建设了 1 条线涂膜生产线, 在张家港生产基地增加了 3 条涂膜生产线, 以上 4 条涂膜生产线已于 2012 年一季度左右相继投产。公司目前拥有年产 4.4 万吨预涂膜的生产能力, 共 10 条预涂膜生产线, 两大预涂膜生产基地, 分别为张家港康得菲尔 5 条预涂膜生产线、北京康得新 5 条预涂膜生产线。

表9 2009年~2012年6月公司预涂膜产品产能利用情况

单位: 万元

产品	项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-6 月
预涂膜	产能 (吨)	12,250.00	16,300.00	20,000.00	44,000.00
	产量 (吨)	13,662.69	18,805.15	20,087.82	18,319.78
	产能利用率	1.12	1.15	1.00	0.42

资料来源: 公司提供

注: 2012 年 1~6 月产量为半年数。

产量方面, 近三年公司预涂膜产量逐年递增, 由于公司通过不断技改和工艺水平改进, 提高了生产线速度, 使实际产量超过设计产能, 产能利用率保持在较高水平。2012 年由于有新竣工预涂膜生产线是 1 季度才投产, 产能未能完全释放, 故对第一季度产能利用率有所影响。

(4) 销售情况

销售模式方面, 国际市场实行直营和代理相结合的模式, 在欧洲通过 KangDe Xin Eouope b.v. 公司采用代销模式, 美国建立康得新美国公司采用直营模式。康得新美国吸纳了原全球最大预涂膜制造商 GBC 公司的主要团队, 建立了分切配送中心, 增加预涂膜母卷的运输储备, 根据客户需求随时分切供货。国内市场分直销和经销两种销售模式, 公司建立了北京总部、华南办事处、华东办事处、西南办事处 3 个办事处及相应的服务体系, 均设有仓库, 在这 4 个地区采取直销方式, 其他地区则委托经销商代销。2011 年, 公司在北京、深圳成立了分切配送中心, 增加了公司直销的力度。

结算方式方面, 公司出口业务的主要结算方式是 T/T 为主, 对个别信用很好的客户给予适当账期, 并通过第三方物流监控、控制提单及跟踪回款等方式降低坏账风险。对于欧洲代理商执行的是 90 天账期的结算周期。预涂膜在国内销售结算方面, 公司遵循行业惯例, 对直销客户设置一定的账期和额度, 账期如 30 天、45 天、60 天, 而对经销商则采取原则上现款现货的结算方式, 部分经销商会有些账期, 但金额很小。公司有时会根据资金状况, 适当调整直销和经销的结算方式。

销售量价方面, 从公司预涂膜销售量来看, 由于国家对“绿色印刷”的倡导, 使市场需求增加, 加之首发上市使公司经营能力得到较大提升, 因此 2010 年销量较 2009 年增长较大; 2011 年销量保持在 2010 年的水平, 但 2011 年公司开始在产品结构上进行调整, 增加高附加值产品的营销力度, 故 2011 年销售均价较 2010 年有明显提高; 2012 年公司募投项目陆续建成投产, 产能提升加大, 销量较上年同期有明显增长。从销售均价来看, 公司预涂膜的销售价格呈逐年提升, 2012 年 6 月的销售均价已较 2009 年均价上涨了 67.09%, 销售均价上涨的主要原因来自于公司对产品结构的调整, 另外原材料波动也是影响销售的因素。公司作为全球最大的预涂膜生产企业, 在部分预涂膜细分产品上具有定价权, 有一定的成本转嫁能力。

表10 2009年~2012年6月公司预涂膜产品销售情况

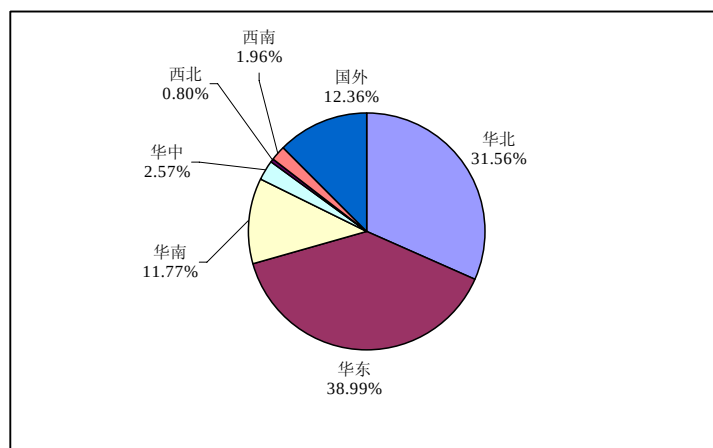
单位: 元/吨

产品	2009 年		2010 年		2011 年		2012 年 6 月	
	销量 (吨)	销售均价	销量 (吨)	销售均价	销量 (吨)	销售均价	销量 (吨)	销售均价
预涂膜	13,009.38	20.54	186,27.84	23.13	19,891.36	33.11	15,259.78	34.32

资料来源: 公司提供

从收入的地域构成来看, 主要集中于华北、华东、海外和华南。

图5 公司2011年预涂膜销售收入地域构成情况



资料来源：公司提供

总体来看，公司预涂膜募投项目已经竣工投产，产能得到较大提升，公司在提升产能的同时也注重对产品结构的调整，提高高端产品（如：防划膜、数码膜、增粘膜、尼龙膜、柔面膜等预涂膜新产品）在销售中的占比，将自身的产品结构向中高端产品过渡。但我们也注意到，公司预涂膜产能提升、释放较快，营销方面需要适当的市场培育和消化期，可能会使公司提升产品结构的步伐有所放慢，但趋势不会改变。

光学膜

2011 年公司与台湾大昱光电进行技术合作，购买了光学膜生产设备，在张家港建设了年产 4,000 万平方米光学膜生产示范基地，已于 2011 年 9 月试生产运行，2011 年 10 月 18 日正式投产。主要产品包括：标准增亮膜、复合增亮膜、薄型增亮膜、硬化膜、3D 膜、反光膜等。光学膜生产基地于 2011 年四季度才正式投产，当年效益并未能显现；2012 年 1~6 月，公司光学膜收入 33,585.98 万元，毛利率 39.39%。

为加速公司光学膜产业化进程，公司完成对台湾大昱光电全部光学膜生产设备的收购，并附带 8 项专利，其研发、技术、生产、管理人员将为公司提供三年技术服务。台湾大昱光电是由台湾大和资本投资、工研院提供技术支持的一家中等规模光学膜企业，具有较高的技术水平和产品质量，产品为台湾奇美电子、中华映管、科桥等配套生产。公司技术生产骨干于 2011 年 6 月完成在台湾大昱光电的培训，于 2011 年 9 月完成设备搬迁至张家港生产基地。此举极大加速了公司进入光学膜行业的产业化进程。

采购方面，主要原材料包括 PET 膜、UV 胶和保护膜，PET 膜和保护膜占光学膜成本比例较高，PET 膜和 UV 胶采购均价较高。目前公司光学膜生产正处于初期阶段，采购渠道正处于构建阶段，光学膜的主要原材料供应几乎被国外大企业垄断，公司的采购也通过经销商，主要有东洋纺高机能制品贸易（上海）有限公司和北京维盛流域贸易有限公司。

表11 公司光学膜产品主要原材料价格及占比情况 单位：元/吨、元/平米

名称	主要原材料和能源	耗量	单位平均价格	总金额	占光学膜成本比例
光学膜	PET 膜（吨）	2,595.75	26,630.00	69,124,849.40	33.96%
	UV 胶（吨）	321.70	77,230.00	24,845,036.19	12.21%
	保护膜（平米）	20,465,434.24	4.17	85,438,332.71	41.97%

资料来源：公司提供

近年来国际市场上光学膜原材料的价格一直处于高位，主要的生产技术又被几家国外大公司垄断，因此国内生产企业在物资采购方面略显被动，但公司正在投资建设的光学膜产业集群项目，

做了光学膜原材料配套产能设计，未来将改变现有的原材料外购格局，有利于控制成本。

生产方面，张家港建设了年产 4,000 万平方米光学膜生产示范基地，2011 年底投产，当期产能未能有效释放，2012 年上半年产能开始陆续得到释放；另外，未来年产 2 亿平米光学膜产业集群项目将是光学膜研发、生产的主要基地。

表12 2012年1~6月公司预涂膜产品产能利用情况

产品	项目	2012年1-6月
光学膜	产能（万平米）	4000.00
	产量（万平米）	874.90
	产能利用率	0.22

资料来源：公司提供

注：2012年1~6月产量为半年产量。

销售方面，为给 2 亿平米光学膜产业集群的投产做好市场准备，公司市场开发实行占位式销售策略，公司光学膜产品继通过京东方、海信、创维、TCL、天马等企业认证后，进一步加大市场开发力度，目前公司已经着手加强对三星、友达等国际大客户开发力度，光学膜产品已经通过三星公司认证，国际大客户的开发对 2013 年 2 亿平米光学膜产业集群投产提供有力保障。结算方面，公司在光学膜领域尚处于初创阶段，在价款结算方面会为销售用户提供一段账期，按行业惯例在 60 天。

表13 2011年~2012年6月公司光学膜产品产销情况 单位：元/平米

产品	2011年			2012年1~6月		
	产量 (平米)	销量 (平米)	销售 均价	产量 (平米)	销量 (平米)	销售均价
光学膜	1,000.00	1,000.00	23.08	8,748,995.47	8,324,113.92	40.35

资料来源：公司提供

进入 2012 年，公司光学膜产能释放，销量激增，受下游需求旺盛影响，销售价格也出现了较大幅度的上涨。

总体看，公司光学膜产业处于起步阶段，随着在未来 1-2 年，公司将建设完成年产 2 亿平方米光学薄膜，并配套生产 5 万吨光学膜基材 PET，1 万吨保护膜和 0.61 万吨 UV 固化黏合剂，形成上下游一体化、具备较强竞争力的完整的光学薄膜产业集群，将从根本上改变目前光学膜产业链上游严重依赖进口的现状，同时也能为公司带来可观的收益。

BOPP 薄膜

BOPP 薄膜是公司预涂膜产品向上游原材料的延伸。公司的 BOPP 原材料全部由山东泗水江阴分公司生产。2009 年和 2010 年公司 BOPP 原材料主要是贴牌加工，2011 年通过租赁江阴美达公司生产线的方式转入自行生产，为了完善预涂膜产业链，保证产品品质稳定，解决基材供应问题，公司于 2011 年底向浙江大东南包装股份有限公司购买了两条 8.2 米幅宽预涂膜基材生产线，设计产能为 2.5 万吨，第一条生产线已于 2012 年 5 月投产。公司还向德国布鲁克纳公司订购了两条基材生产线，预计在 2013 年 1 季度安装建成，设计产能为 3.2 万吨。上述产能全部达产后，产能可达到 5.7 万吨左右。公司预涂膜业务对基膜的需求约为 2.2 万吨，届时公司 BOPP 基材可以实现完全自给，并能大量对外销售，公司的竞争力将进一步提升。

采购方面，BOPP 膜的原材料主要为 PP，是生产塑料制品的基础原材料，采购价格随市场波动较快。销售方面，公司投资 BOPP 薄膜主要目的是为了满足自身在生产高端预涂膜产品时对基材的特殊需求，在产能有富裕的情况下会考虑部分外销，销售价格跟随原材料价格波动。

覆膜机

2011年7月公司控股的“杭州康得新机械有限公司”挂牌成立，标志着公司产业链的完善。杭州康得新与意大利塞纳吉公司签署技术合作协议，引进世界先进覆膜机型，加速新品开发和技术提升，为公司在国内外市场的快速发展和促进预涂膜市场扩展，建立了坚实的基础。2012年公司将推出5款新机型，参加德国德鲁巴印刷展览会。公司的覆膜机由于品质较好，一直保持着较好的毛利水平。公司计划通过“买膜送机”等销售手段，推广覆膜机，带动公司主力产品预涂膜的销售，覆膜机的毛利率因此出现大幅下降。

3. 重大投资

首发募投

2010年公司完成A股上市，利用募集资金向全资子公司张家港康得菲尔增资，建设可容纳2条线的厂房和4条生产线，项目投资总额1.19亿元，另外使用募集资金4,129.59万元用于北京建设美国生产线的规划。张家港募投项目土建和北京厂房改造均如期竣工，张家港新建厂房1.5万平方米，北京厂房改造1100平方米。整个募投项目已于2012年1季度相继投产，比IPO招股书中计划提前约4个月安装投产，年预涂膜产能达到4.4万吨。

公司已从原材料采购、产品投放、生产经营、国际国内的市场订单等方面，为新增产能的消化做好了充分的准备。

非公开增发

2012年公司完成非公开增发A股，本次非公开发行实际募集资金总额15.9亿元，将全部用于光学薄膜产业化集群项目，项目总投资29.80亿元，在张家港投资建设年产2亿平方米光学薄膜，并配套生产5万吨光学膜基材PET，1万吨保护膜和0.61万吨UV固化黏合剂，形成上下游一体化、具备较强竞争力的完整的光学薄膜产业集群，项目建设周期18个月。公司将以背光模组用膜（导光板、复合增亮膜、标准增亮膜、扩散膜）为基础产品，扩大市场占有率，以反光膜、硬化膜为中高端产品获得较高回报，以3D光学膜、LED匀光膜为未来的市场奠定基础。

根据公司的可行性研究报告，该项目完全达产后，公司将形成年产2亿平方米光学膜的生产能力，生产产品包括13个品种，考虑未来产品国产化进程的推进和成熟产品价格变动趋势和产品良品率的因素，预计项目达产后年销售收入为492,148万元，年平均税后利润127,938.90万元，投资回收期（税后）4.49年。公司光学膜产业集群项目虽然先期投入较大，但是后期回报较丰厚，5年之内可收回全部投资，税后年利润可达12.79亿元，将在公司现有收入水平上实现飞跃。

公司建设光学膜产业化集群项目具备一定优势：首先，预涂膜与光学膜的生产工艺高度相似，公司在预涂膜领域十余年的工艺技术积累，为横向扩大产品线，实现产业升级奠定了坚实基础；其次，通过4,000万m²光学膜示范基地的建设和运营，公司在大规模工业实践中将拥有的光学膜相关技术转化为可靠的生产力，为本次光学膜集群项目从技术、生产、管理、销售等方面构建可靠平台。

在建项目

表14 公司目前重大项目基本情况 单位：万元

项目名称	项目的简要介绍	总投资	资金筹措方案			投资回收期	建设日期	全部达产日期
			贷款	上市募集资金	自筹			
山东泗水年产 10 万吨预涂膜基材建设项目	生产 BOPP 膜	22958.52		18000		5.69 年	18 月	2012 年 4 季度
张家港光电建设 2 亿平方米光学薄膜产业化集群项目	光学薄膜产业化集群	298000.00		159055.02	138944.98	4.49 年（自建设之日起）	18 月	2013 年 6 月

资料来源：公司提供

目前公司主要在建项目为山东泗水年产 10 万吨预涂膜基材建设项目和张家港光电建设 2 亿平方米光学薄膜产业化集群项目，其中光学膜产业集群项目总投资较大，在非公开增发募集资金的基础上还需投入至少 13.89 亿元，相当于目前公司所有者权益规模和净利润水平来看，资金规模较大，公司还需要进一步的外部筹资。

总的来看，公司利用两次募集资金集中发展自己的主业，打造高分子复合材料全产业链布局，发挥自身的管理、研发优势，利用产业集群和产业链整合带来的成本优势，提升企业的竞争实力和盈利能力。同时，我们也关注到公司在建项目投资规模大，未来面临一定的资本支出压力。

4. 经营效率

公司近三年经营效率指标呈波动上行之势。2009 年~2011 年公司应收账款周转率分别为 12.62 次、11.80 次和 16.30 次，领先的行业地位和良好的品牌使公司在业务方面有较强的谈判能力，可以要求客户以较快速度回款，这是公司应收账款周转率不断提高的根本因素；2009 年~2011 年公司存货周转率分别为 8.68 次、10.52 次和 12.74 次，2011 年，公司销售规模增长较快，为适应生产销售的需求，存货量相应增大，主要存货是 BOPP 原材料和 BOPP 基材产品；2009 年~2011 年公司总资产周转率分别为 0.75 次、0.62 次和 1.00 次，由于 2010 年公司首发上市成功，总资产规模扩大较快，造成 2010 年该指标有所下滑。从行业比较情况来看，公司经营效率指标在行业中处于较好水平。

表15 2011年同类上市公司经营效率指标比较

证券名称	存货周转率（次）	应收账款周转率（次）	总资产周转率（次）
佛塑科技	2.61	14.14	0.81
大东南	3.08	13.57	0.41
南洋科技	4.39	9.76	0.44
东材科技	4.79	10.01	0.74
锦富新材	7.58	3.94	0.8
国风塑业	8.37	11.86	1.2
深纺织 A	8.92	13.56	0.41
康得新	12.74	16.30	1.00

资料来源：wind 资讯

注：此表中指标采用 Wind 计算公式，可能与联合评级的指标计算公式不一致；另同类上市公司指行业相近的公司。

5. 未来发展

公司已经在产能方面全面超越 COSMO 公司，未来将继续保持世界预涂膜产业领导企业地位。同时，公司计划并利用 3 年时间，打造 2 亿平米光学薄膜产业集群，成为世界光学薄膜产业领军企业。为此，公司制定了较为切实可行的战略规划。

预涂膜方面：一是完成基材新产品开发工作，发挥公司预涂膜全产业链经营的综合优势，提升公司预涂膜产品的市场竞争力和盈利能力；二是产品方面通过开发与投放一系列功能型预涂膜产品，提高产品附加值，获得更多利润；三是继续进行覆膜机产品的技术升级，加速新产品投放，推动其进入新兴市场和国际市场；同时，通过“机一膜”互动商业模式，推动“机一膜”销售。

光学膜方面：一是引进台湾专业人才，强化管理和培训，确保光学膜的高质量批量生产；二是推动国内企业进行光学膜产品认证，争取在 2012 年底前完成国际一类大型 LCD 产品厂商的产品认证，为 2 亿平方米光学膜产业集群项目做好市场准备；三是重点开发显示技术领域的光纤导光膜、量子 QDEF 膜、具有复合和高增益特点的 BDEF 膜，纳米 LED 匀光膜，太阳能聚光膜，建筑和汽车用玻璃隔热变色膜，为 2 亿平方米光学膜产业集群项目扩产建立良好的技术、生产、市场基础。

总体看，随着公司经营规模的不断扩大，公司的主营业务收入规模和利润规模将保持增长，公司的预涂膜产能已经处于世界预涂膜产业领导企业地位，未来将通过开拓新市场和产品升级等手段巩固行业地位；随着光学膜产业集群项目的陆续投产，公司的盈利能力会得到较大提升。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2009~2011 年度财务报告经深圳市鹏城会计师事务所有限公司审计，三年出具的报告均为标准无保留审计意见。2012 年 6 月半年报未审计。2011 年公司报表合并范围新增了杭州康得新机械有限公司、康得新（北京）商贸有限公司、北京康得新光电材料有限公司和张家港康得新光电材料有限公司，2011 年新合并的杭州康得新机械有限公司以生产覆膜机为主，但覆膜机在公司主体业务中的占比较小；康得新（北京）商贸有限公司业务量较小；北京康得新光电材料有限公司和张家港康得新光电材料有限公司 2011 年处于在建和初步试运行阶段。新合并的四家企业净资产规模和净利润对公司整体影响不大，因此年份数据之间具有可比性。

截至 2011 年底，公司合并资产总额 189,916.29 万元，负债合计 84,679.64 万元，所有者权益（含少数股东权益）105,236.66 万元。2011 年公司实现营业收入 152,602.12 万元，净利润（含少数股东损益）13,057.88 万元；经营活动产生的现金流量净额 16,081.76 万元，现金及现金等价物净增加额 1,967.78 万元。

截至 2012 年 6 月底，公司合并资产总额 389,839.88 万元，负债合计 107,836.54 万元，所有者权益（含少数股东权益）282,003.34 万元。2012 年 1~6 月公司实现营业收入 96,164.28 万元，净利润（含少数股东损益）17,963.62 万元；经营活动产生的现金流量净额 7,601.47 万元，现金及现金等价物净增加额 156,079.30 万元。

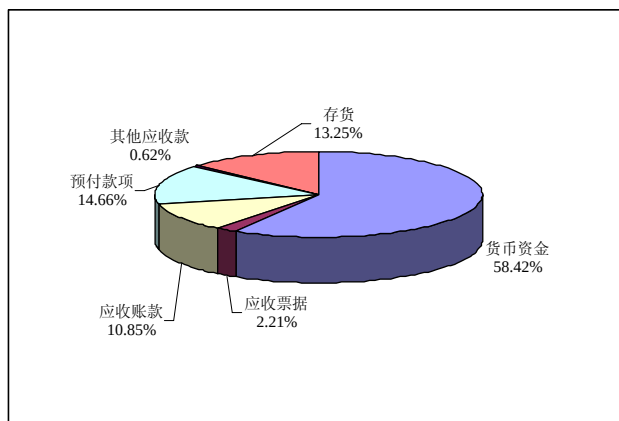
2. 资产质量

随着 2010 年公司实现上市，加之盈利能力的提升，近年来公司资产规模增幅较大。截至 2011 年底，公司资产总额为 189,916.29 万元。公司资产总额中流动资产合计占比 61.65%，非流动资产占比 38.35%。公司流动资产占比较高主要是由于 2011 年增加了较多的短期借款，导致期末货币资金较多，故造成流动资产占比较大。

流动资产

截至 2011 年底，公司流动资产合计 117,084.54 万元，年均增长 106.30%，以货币资金、应收账款、预付款项和存货为主（图 6）。

图6 公司2011年流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2011 年底，公司货币资金为 68,395.74 万元，主要由银行存款（占比 93.37%）和其它货币资金（占比 6.60%）构成，其中银行存款中有 63,863.54 万元以人民币存款为主，由于公司还有部分产品外销，故有部分美元和欧元存款，所占比列较小；其他货币资金年末余额系信用证及银行承兑汇票保证金存款。2011 年底货币资金较上年增长 2.96%，主要是本期贷款回笼良好及短期借款增加所致。2010 年公司 A 股上市共募集 57,368.00 万元，截至 2011 年底已累计使用 50,974.86 万元，尚有 6,393.14 万元。截至 2012 年 6 月公司非公开增发募集资金已到位，公司货币资金达到 224,475.04 万元。

截至 2011 年底，公司应收账款账面价值为 12,702.23 万元，较年初增长 156.52%；其中 1 年以内应收账款占比 98.74%，应收账款账龄普遍较短，公司应收账款全部按组合计提坏账准备，共计提坏账准备 746.30 万元，占应收账款余额的 5.55%；应收账款金额前五大客户占到了应收账款总额的 52.68%，占比较大，该比例较高的原因是公司与客户间主要的结算方式为预收及货到付款，对部分优质客户给予一定账期，除主要客户外欠款金额通常较小。应收账款前五大客户依次为 KangDe Xin Eouroe b.v.、黑龙江爱趣源包装印刷有限公司、黑龙江省万事达塑料制品有限公司、泸州市双鑫印务有限公司、GBC AUSTRALIA PTY LTD，其中 KangDe Xin Eouroe b.v. 为公司在欧洲的经销商，公司允许 Kangdixin Europe 使用“Kangdixin”的名称字样，为公司在欧洲地区拓展市场及推广品牌。以上欠款单位是与公司有较长业务合作历史的优质客户，故发生应收账款不能回收的风险较小。截至 2012 年 6 月底，公司应收账款为 21,164.69 万元，增长较快，主要是公司销售规模扩大所致。

截至 2011 年底，公司预付款项为 17,164.26 万元，主要预付设备、工程、材料款，以 1 年以内的预付账款为主，占比 95.68%。预付账款较上年同期增长 231.75%，增长的主要原因有两方面：一是因募投项目及光学膜示范基地建设而向设备供货方及施工方预付的款项，二是随原材料采购规模扩大而增加了预付材料款。

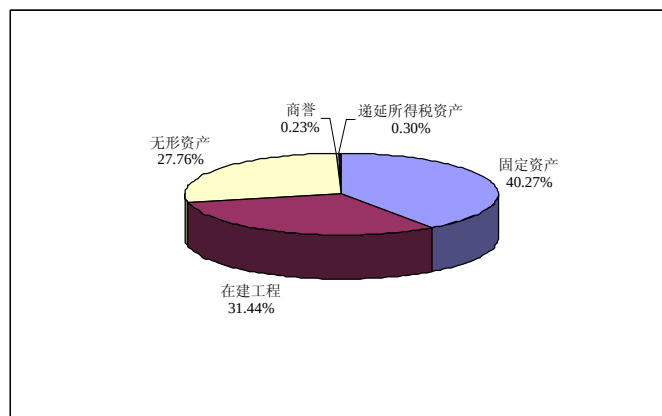
截至 2011 年底，公司存货为 15,509.20 万元，存货年均增长 108.20%，主要原因是公司购销规模扩大，库存商品储备相应增加。存货以原材料（占比 31.45%）和产成品（占比 52.15%）为主。2011 年公司分别对自制半成品和产成品共计提了 18.28 万元的存货跌价准备。截至 2012 年 6 月底，公司存货 21,352.50 万元，增长较快，原因是用于生产光学膜和预涂膜的原材料较多，价格

较高带来采购成本相应增加。

非流动资产

截至 2011 年底，公司非流动资产合计为 72,831.75 万元，非流动资产以固定资产、无形资产和在建工程为主（图 7）。

图7 2011年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2011 年底，公司固定资产账面价值为 29,326.99 万元，年均增长 9.29%。2011 年公司固定资产原值 34,933.90 万元，其中房屋建筑物占比 44.08%，机械设备占比 51.70%，两项合计占比较大。公司固定资产累计折旧 5,606.92 万元，机械设备成新率 79%，其他设备成新率在七、八成左右，公司设备整体成新度较好。

截至 2011 年底，公司在建工程为 22,898.82 万元，较上年出现大幅增长，主要是由购入未安装的生产线及增加张家港和泗水生产基地的建设工程所致。

截至 2011 年底，公司无形资产为 20,218.11 万元，较年初增长 228.11%，主要是公司的子公司张家港康得新光电材料有限公司建造光学膜生产基地取得土地使用权所致。

截至 2012 年 6 月底，公司资产总额为 389,839.88 万元，较年初增长 65.85%。公司资产总额中流动资产合计占比 76.03%，非流动资产占比 23.97%。由于非公开增发募集资金到位，货币资金激增，使流动资产占比进一步提高。

总体看，公司资产以流动资产为主，目前货币资金较为充裕，整体资产质量较好。

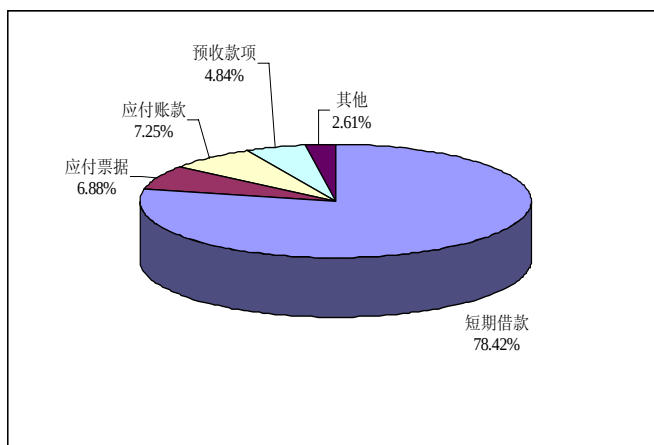
3. 负债及所有者权益

负债

截至 2011 年底，公司负债合计 84,679.64 万元，流动负债占比达 99.15%，非流动负债占比 0.85%，流动负债占据绝对比例。

截至 2011 年底，公司流动负债合计为 83,956.06 万元，年均增长 89.49%，流动负债主要由短期借款（占 78.42%）、应付票据（占 6.88%）、应付账款（占 7.25%）和预收款项（占 4.84%）构成。

图8 2011年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

近年来公司为满足扩大规模经营和项目建设的需要，增加了短期借款的规模。截至2011年底，公司短期借款为65,835.56万元，其中包括信用借款（占15.19%）、保证借款（占58.63%）、议付信用证^②借款（占10.66%）和票据未到期贴现（占9.55%）。

截至2011年底，公司应付票据为5,774.11万元，较上年增长2,975.26%，主要原因是生产规模扩大采购商品采用票据方式付款增加所致。应付票据全部为银行承兑汇票。截至2012年6月底公司应付票据为11,000.00万元，较2011年底进一步增加，主要为采购材料开具银行承兑汇票。

截至2011年底，公司应付账款为6,086.99万元，较年初增长了37%，主要是销售增长相应增加了原材料采购所致。应付账款以1年以内的应付账款为主，占比96.15%。

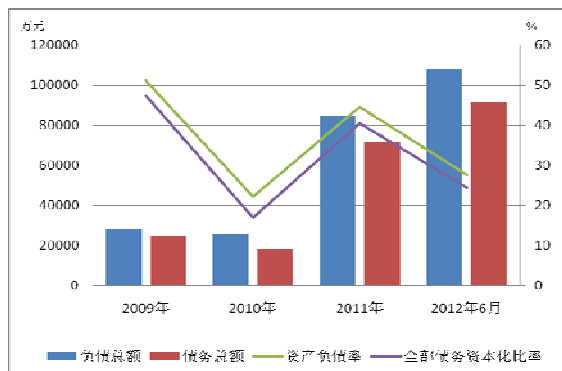
截至2011年底，公司预收款项为4,064.52万元，较年初增长106.00%，主要是当期预收预涂膜和BOPP膜的货款增加所致，以1年以内的预收账款为主。

截至2011年底，公司非流动负债合计为723.58万元，非流动负债主要由其他非流动负债（占比95.75%）组成。

截至2011年底，公司其他非流动负债692.80万元，系递延收益，较上年增加了296.79%，主要是本期新增了数字预涂膜技术研发及产业化项目政府补贴收入540万元所致。

截至2012年6月底，公司非流动负债主要由长期借款组成，长期借款较上年期末增长10,000万元，系因张家港光电公司增加光学膜项目借款。

图9 2009年~2012年6月底公司负债情况



资料来源：公司年报、半年报

^②议付信用证（Negotiation L/C）是指开证行承诺延伸至第三当事人，即议付行，其拥有议付或购买受益人提交信用证规定的汇票/单据权利行为的信用证。如果信用证不限制某银行议付，可由受益人（出口商）选择任何愿意议付的银行，提交汇票、单据给所选银行请求议付的信用证称为自由议付信用证，反之则为限制性议付信用证。

从上图可见，2011 年公司债务规模增长较快，资产负债率和全部债务资本化比率呈现一定波动。截至 2011 年底公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.59%、40.49%和 0。公司债务结构以流动负债为主，债务结构不够合理。

截至 2012 年 6 月底，公司负债合计 107,836.54 万元，流动负债占比 90.10%，非流动负债占比 9.90%，流动负债占比有所下降，债务结构仍以流动负债为主。

总体看，公司债务结构以短期债务为主，整体债务负担一般。2012 年上半年随着公司非公开发行的实施，公司获得 15.90 亿元的资金支持，在一定程度上缓解公司短期偿债压力，但公司未来在光学膜集群项目的投资金额较大，仍有一定的融资需求。

所有者权益

随着 2010 年公司成功上市，近三年公司所有者权益以年均 96.44%的速度增长，截至 2011 年底，公司所有者权益合计 105,236.66 万元，其中少数股东权益 2,494.99 万元，少数股东权益占比很低。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 31.46%，资本公积占 41.42%，盈余公积占 2.99%，未分配利润占 24.10%。公司所有者权益中实收资本及资本公积占比较大，所有者权益结构稳定性较好。

2012 年 5 月年公司实施了非公开发行股票，导致资本公积增加较多。截至 2012 年 6 月底，公司所有者权益合计 282,003.34 万元，少数股东权益 2,451.90 万元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 22.16%，资本公积占 61.89%，盈余公积占 1.81%，未分配利润占 14.13%。

4. 盈利能力

2011 年公司实现营业收入 152,602.12 万元、营业利润 16,422.22 万元、净利润 13,057.88 万元，近三年年均增长率分别为 104.64%、78.34%和 68.00%。营业收入的增长主要来源于公司主营业务的增长：一是 2011 年江阴 BOPP 膜生产线投产，BOPP 产销量大幅增加；二是预涂膜生产线提速，产销量有较大幅度增长；三是公司加大高附加值的新产品的投放力度，销售规模有所扩大。

利润构成方面，2011 年公司利润主要来自主营业务产生的经营性利润，2011 年实现营业外收入 336.41 万元，营业外支出 28.47 万元，对利润影响不大。

费用控制方面，2011 年公司期间费用合计 12,426.49 万元，其中销售费用占比 20.01%，财务费用占比 27.84%，管理费用占比 52.15%。期间费用总体增加 82.60%，低于营业收入增长幅度，管理费用中主要包括股权激励和研发经费，较上年增幅较大。2012 年 1~6 月公司期间费用合计 8,224.26 万元，由于生产经营规模的扩大和借款的增加，期间费用较去年同期规模有所放大，但各项费用占比变化不大。（如表 16）

表16 2009年~2012年6月公司期间费用情况 单位：万元

	2009 年	2010 年	2011 年	增长率 (%)	2012 年 1~6 月
销售费用	1,012.78	1,610.53	2,486.87	56.70	1,576.39
管理费用	1,523.47	2,884.26	6,480.04	106.24	4,310.86
财务费用	1,190.45	1,276.26	3,459.58	70.47	2,337.01
期间费用合计	3,726.70	5,771.05	12,426.49	82.60	8,224.26

资料来源：公司提供

由于整体经营规模扩大，造成近年来公司各项费用均有不同程度上升，但由于营业收入增长相对迅速，故 2011 年费用收入比为 8.14%，较上年下降 2.87 个百分点。目前公司费用收入比处于适中水平。

表 17 2011 年同类上市公司盈利情况

单位：%

公司名称	营业利润率	净资产收益率 ROE	总资产报酬率 ROA
南洋科技	40.19	13.33	13.35
东材科技	28.91	16.46	14.85
锦富新材	21.49	8.75	8.57
康得新	19.18	13.45	12.43
深纺织 A	16.08	3.6	2.98
国风塑业	12.35	2.42	3.27
佛塑科技	12.19	31.97	14.59
大东南	10.27	3.84	4.95

注：此表中指标采用 Wind 计算公式，可能与联合评级的指标计算公式不一致；另同类上市公司指行业相近的企业。

资料来源：Wind 资讯

2011 年公司主营业务毛利率为 18.72%，营业利润率为 19.18%，与上年相比均有所下降，主要是受 BOPP 原材料毛利下降的影响；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.74%、12.43%和 13.45%，较上年分别提高 0.55 个百分点、1.42 个百分点和 0.39 个百分点。从同行业上市公司的指标情况来看，公司处于行业较好水平，目前盈利能力较好。

2012 年 1~6 月，公司实现营业收入 96,164.28 万元，营业利润 21,309.68 万元，净利润 17,963.62 万元，主营业务毛利率 31.66%，营业利润率 31.39%，较上年同期有较大提升，主要受产品结构改变的影响，光学膜产品毛利提高。

总体看，公司成功上市后，利用募投资金扩大预涂膜生产规模，并通过非公开增发建设光学膜产业集群，带动公司收入规模快速增长。从 2012 年上半年的盈利情况来看，随着光学膜基地一期工程完成，产品开始批量生产，给公司带来丰厚的利润，未来光学膜产能的陆续达产将进一步提升公司的盈利空间。

5. 现金流

表18 2011年~2012年6月公司现金流情况

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率	2012 年 1~6 月
经营活动现金流入（万元）	39,555.75	57,112.59	173,970.78	109.72	103,283.26
经营活动现金流出（万元）	34,947.76	46,203.04	157,889.02	112.55	95,681.79
经营活动产生的现金流量净额（万元）	4,607.99	10,909.55	16,081.76	86.81	7,601.47
现金收入比（%）	107.19	107.43	113.03	--	107.11
投资活动产生的现金流量净额（万元）	1,223.84	-6,982.32	-52,488.89	--	-20,744.22
筹资活动前现金流量净额（万元）	5,831.83	3,927.23	-36,407.13	--	-13,142.75
筹资活动产生的现金流量净额（万元）	7,486.82	46,406.42	38,512.31	126.80	169,291.46
现金及现金等价物净增加额（万元）	13,298.79	50,318.06	1,967.78	-61.53	156,079.30

资料来源：公司年报

从经营活动看，受益于公司经营规模的扩大，经营活动产生的现金流量净额规模不断扩大，近三年公司经营活动产生的现金流量净额均呈现净流入，主要与当期营业收入大增及预收货款相关。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入均保持在较好水平，公司收入实现质量良好。

从投资活动看，近三年公司投资活动产生的现金流量净额呈现一定波动，2010 年和 2011 年公司在张家港康得菲尔预涂膜扩产和山东泗水 BOPP 薄膜项目上投资规模较大，故当期投资活动现金流均为净流出。近三年筹资活动前现金流量净额呈现一定波动，由于投资规模的扩大，2011 年经营现金流已经不能覆盖投资现金流，需要一定的外部筹资。

从筹资活动看，近三年公司筹资活动产生的现金流量净额呈现持续流入的状态，主要原因在于 2010 年公司成功上市并募集资金 5.47 亿元，使当年筹资现金流规模突然放大；2011 年公司增加了较大规模短期借款。

2012 年 1~6 月, 公司经营活动产生的现金流量净额 7,601.47 万元, 较去年同期水平有所下降, 与公司应收账款和票据支付增加有关; 投资活动产生的现金流量净额-20,744.22 万元, 主要是光学膜项目需要持续的资金投入; 筹资活动产生的现金流量净额 169,291.46 万元, 来自于当期非公开增发募集资金到位。

总体看, 由于目前公司项目投资规模较大, 经营性现金流量不能满足投资性现金需求, 需要通过外部筹资来解决。随着投资光学膜项目的逐步竣工投产, 经营现金流将得到有效改善。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看, 2011 年底公司流动比率、速动比率分别为 1.39 倍和 1.21 倍, 处于较好水平; 现金短期债务比为 0.99, 现金对短期债务的保障程度处于较高水平; 经营现金流负债比率为 19.15%, 处于一般水平; 经营现金利息偿还能力为 7.34 倍, 处于较好水平; 受公司处于快速扩张期项目投资规模大的影响, 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力为-16.61 倍, 处于较低水平。从 2011 年指标来看, 公司的短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看, 2011 年公司 EBITDA 为 20,859.10 万元, 2011 年 EBITDA 利息倍数为 9.52 倍, EBITDA 全部债务比为 0.29 倍, EBITDA 对全部债务的保障能力尚可; 经营现金债务保护倍数为 0.22, 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数为-0.51, 经营现金流对债务覆盖能力有待提高。由于公司整体盈利较好, 随着未来光学膜项目逐步达产, 盈利能力和现金流状况都将得到明显改善, 有望对偿债形成良好的保障。

公司与国内主要商业银行建立了良好的合作关系。截至 2012 年 6 月 30 日, 公司获得的授信额度为人民币 234,500.00 万元, 尚未使用的授信额度为人民币 93,686.62 万元。

截至 2012 年 6 月底, 公司无对外担保。

总体看, 公司目前负债水平一般, 流动负债占比较大, 公司整体偿债能力较好。考虑到未来公司的良好发展前景, 盈利能力有望在现有基础上有所提升, 偿债能力也有望进一步增强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2012 年 6 月底, 公司债务总额为 91,019.52 万元。本次拟发行公司债规模不超过 11 亿元, 相对于公司目前的债务规模, 本次债券发行额度较大, 对公司负债结构将有一定的影响。

以 2012 年 6 月底财务数据为基础, 假设募集资金净额为 11 亿元, 本期债券发行后, 在其他因素不变的情况下, 公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 28.02%、40.38%和 42.43%, 债务负担有所加重, 但考虑到部分债券募集资金将用于偿还借款, 调整债务结构, 对改善目前公司负债状况具有积极意义。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2011 年的财务数据为基础, 公司的 EBITDA 为 20,859.10 万元, 为本期公司债券发行额度 (11 亿元) 的 0.19 倍, EBITDA 对本期债券的覆盖程度较弱。公司 2011 年经营活动产生的现金流入 173,970.78 万元, 为本期公司债券发行额度 (11 亿元) 的 1.58 倍, 公司经营活动现金流入量规模较大, 对本期债券覆盖程度较高。

公司目前正处于业务拓展期, 期间需要资金投入较大, 未来随着光学膜项目全部达产, 公司盈利能力将得到较大提升, 公司对本期债券的偿还能力有望得到进一步提升。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、技术水平、管理能力、发展前景等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力较强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据康得集团为本期债券向债券持有人出具的《担保函》，康得集团为公司本期发行的不超过11亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本次债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

保证期间为本期债券的存续期及本期债券到期日后六个月止。如本期债券分期发行，各期债券的保证期间应分别计算，分别为各期债券的存续期及各期债券到期日届满后六个月止。

债券持有人、债券受托管理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，或其在保证期间主张债权后未在诉讼时效届满之前向担保人追偿的，担保人免除保证责任。

2. 担保人信用分析

(1) 康得集团概况

康得投资集团有限公司（以下简称“康得集团”）成立于1988年6月6日，为首批在北京中关村新技术产业开发实验区成立的民营企业之一，现拥有2家上市公司，是以节能、环保、清洁能源为主要投资方向的投资控股集团公司。康得集团在北京土地信息产业基地建有康得大厦，在北京昌平、江苏张家港、山东泗水均建有康得工业园，是北京市政府重点扶持的50家民营企业之一，是首批通过的北京市重点扶持8家环保企业之一。

康得集团主营业务涉及涉及高分子功能膜材料的研究应用、高压变频环保设备、余热利用发电技术、快装高空作业平台一脚手架制造及担保、投资业务等。

截至2012年6月底，康得集团总部设有总裁工作部、计划财务中心、人力资源部、投融资中心、房地产事业部、物业管理部等6个职能部门；拥有北京康得新复合材料股份有限公司（股票简称：康得新，股票代码：002450）、北京康得新能源科技股份有限公司（以下简称“康得科技”）、北京康得通用设备有限公司（以下简称“康得设备”）、宁夏节能投资有限公司（以下简称“宁夏节能”）四家子公司；并参股澳大利亚能源金属公司（股票代码：EME，澳交所ASX上市）。

截至2012年6月底，康得集团合并资产总额509,158.00万元，负债合计212,183.98万元，所有者权益（含少数股东权益）296,974.02万元。2012年6月康得集团实现营业收入137,826.47万元，净利润（含少数股东损益）20,099.42万元。

康得集团注册地址：北京市海淀区上地六街17号康得大厦；法定代表人：钟玉。

(2) 规模和竞争力

康得集团本部主要从事投资管理、电力在线监测与优化类产品、军品项目、写字楼出租及5000平米餐饮、酒店管理等。其下属四家子公司分别从事高分子功能膜材料、高频变压业务、快装脚手架业务和余热发电业务。

康得新已成长为预涂膜行业龙头，世界领军企业，已开发出34个品种的预涂膜产品，拥有28项专利，是预涂膜国家、行业标准主要起草单位之一。2010年7月16日在深交所上市交易，产品出口欧美、日本、俄罗斯等70多个国家和地区。康得新经过快速消化吸收，短期内实现了光学膜产业化，目前正在申请9项光学膜方面的专利。光学膜产品已获得了三星等国际大客户的性能认证，有望成功进入其供应商名录，成为国内外一流品牌厂商的长期合作伙伴和主力供应商。

康得科技是国内最早涉足高压变频业务的公司之一，是国内唯一采用3,300V高电压等级和牵引级IGBT的变频器厂家，在高压变频、电力监控与优化领域形成多项具有自主知识产权的高科技产品，拥有电力、冶金、石化、煤炭、水处理等行业近百家客户资源。

康得设备是我国最早的快装检修平台专业公司，主营铝合金快装脚手架、飞机检修架、火电厂内检修架、水电尾水平台。拥有九项国家专利，通过国际GS/TUV认证；同中国300多家大型电力企业有深度合作，并成功开拓民航、军机市场和国际市场。

宁夏节能主营节能诊断等技术服务及余热发电项目的投资、运营，是发改委和财政部公告的节能服务公司（资质编号：511），第一座4.5MW硅铁合金余热发电项目已于2011年在宁夏自治区石嘴山市投产发电。宁夏节能拥有余热发电、电机节能的专项技术与产品，拥有由电力、钢铁、焦化、铁合金、水泥、石油石化、生物质等行业领域的节能诊断与节能服务能力，拥有一支由专业技术人才与行业专家组成的节能咨询与节能诊断服务队伍，正在为宁夏自治区等西北五省区各行业用户提供系统完整的企业“诊断、方案、投资、运营”等全方位服务。

（3）经营概况

康得集团主要业务板块包括高分子功能膜材料、高压变频业务、快装脚手架业务和余热发电业务。2011年康得集团实现业务收入215,982万元，其中高分子功能膜材料收入152,602万元，高压变频业务收入48,441万元，快装脚手架业务收入9,998万元，余热发电业务尚未产生收入。从收入占比来看，高分子功能膜材料占70.65%、高压变频业务占22.43%和快装脚手架业务占4.63%，高分子功能膜材料业务收入是康得集团的主要收入来源。

高分子功能膜材料

随着2012年1季度4条预涂膜生产线的投产，康得新预涂膜产能由1.6万吨提升到4.4万吨，产能跃居全球第一，产品远销全球70多个国家和地区；同期4,000万平米光学膜示范线达产，光学膜产品陆续开发了国内80多家客户，并获得了三星的性能认证，未来有望成为国际大客户的主力供应商。

康得新2012年1~6月份实现营业收入96,164.28万元，净利润17,963.62万元。主营业务收入主要来自于预涂膜（占比55.01%）和光学膜（占比35.28%），BOPP基材和覆膜机产品收入在业务构成中占比逐渐缩小。在光学膜示范线达产后，产品投放市场获得了良好的收益，其主营业务收入中占比迅速提高。光学膜产品的价格和毛利率，都要高于预涂膜产品，康得新计划2013年达到2亿平米的年产能，因而是公司未来几年的重点发展领域。

高压变频业务

康得科技是康得集团旗下从事节能产品研发制造、节能服务、余热电站投资运营一体化的中关村民营高科技企业，公司成立于1994年，2000年完成股份制改造，2004年完成上市辅导。截至2011年底康得科技资产总额36,493万元，所有者权益13,156万元，实现营业收入48,441万元，净利润2,438万元，经营现金流净额758万元。

公司高压变频项目通过十年的持续研发与产品改进，产品已经广泛应用于电力、钢铁、自来水、石化等行业，成为华能集团、大唐集团等主流电力集团的主要供应商，入围华能三家变频器供应商之一，产品广泛应用于200MW、300MW、600MW机组凝结水泵、循环水泵、给水泵、送风机、一次风机的变频调节，取得了较好的节能效益。

快装脚手架业务

康得设备是以原康得集团下属的支柱性企业—北京康得环保科技股份有限公司脚手架事业部及营销事业部骨干人员为主体，连同快装脚手架系列产品完整的研发制造体系、全部相关资质、

及经营平台合并转制而成的，是康得集团旗下的一个全资子公司。截至2011年底康得设备资产总额10,837万元，所有者权益4,291万元，实现营业收入9,998万元，净利润690万元，经营现金流净额186万元。

康得设备的生产基地位于北京昌平科技园区——西沙屯基地，厂房占地面积约为7000平米，公司在京员工100多人，脚手架技术人30余人。生产基地拥有专用数控冷胀压机床，通用机床等先进、完备的生产设备，组成现代化的生产流水线，具有强大的生产能力。库房拥有合理的原材料储备，充分保证了及时的生产交货。

康得设备于2001年首先实现快装脚手架产品的国产化，填补了国内大型设备专业检修技术领域的空白，是国内最早的快装检修平台专业公司。多年来，康得设备始终专注于专业升空检修设备的技术研发及领域拓展，针对各类铝合金平台产品，目前已拥有多达十项的国家专利，已通过欧盟TUV-GS最高安全级别认证。

余热发电业务

宁夏节能是在康得集团与宁夏回族自治区政府达成节能服务全面战略合作关系的基础上，由康得集团与宁夏回族自治区经信委所属新技术推广站合资成立的，注册资本金5000万元。宁夏节能主营节能诊断等技术服务及余热发电项目的投资、运营，是发改委和财政部公告的节能服务公司（资质编码：511），第一座4.5MW硅铁合金余热项目已经于2012年在宁夏自治区石嘴山市投产发电。目前宁夏节能主要业务为余热电站投资运营；水泥数字化管控、钢厂冷端改造、电机拖动节能、楼宇建筑节能等领域的节能服务；热电厂及低碳工业园区的建设运营。公司目前运营、在建余热项目总装机规模已达到27KW，并积极拓展西北、华中、华北市场，建立了遍布全国主要省份的市场渠道。

截至2011年底宁夏节能资产总额21416万元，所有者权益1070万元，公司还出运营初期，尚未实现收入。

参股投资

康得集团参股的澳大利亚能源金属公司，主营铀矿勘探、开发，于2005年8月31日在澳洲证券交易所（ASX）上市，康得投资集团以2000万美元，获得其12.66%股份，并在董事会中占有一席。2011年为康得集团带来投资收益241.59万元。

（4）财务分析

财务概况

康得集团2009年财务报告经北京中燕通可会计师事务所有限公司审计，2010年财务报告经北京森和光会计师事务所有限责任公司审计，2011年度财务报告经北京中诚正信会计师事务所有限公司审计，均出具了无保留的审计意见，2012年1~6月份财务报表未经审计。2007年康得集团开始执行财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》。近三年纳入合并报表的子公司变化不大，财务报表可比性较强。

截至2011年底，康得集团合并资产总额311,439.40万元，负债合计183,496.94万元，所有者权益（含少数股东权益）127,942.46万元。2011年康得集团实现营业收入215,982.39万元，净利润（含少数股东损益）16,200.61万元；经营活动产生的现金流量净额8,965.97万元，现金及现金等价物净增加额3,740.89万元。

截至2012年6月底，康得集团合并资产总额509,158.00万元，负债合计212,183.98万元，所有者权益（含少数股东权益）296,974.02万元。2012年上半年康得集团实现营业收入137,826.47万元，净利润（含少数股东损益）20,099.42万元。

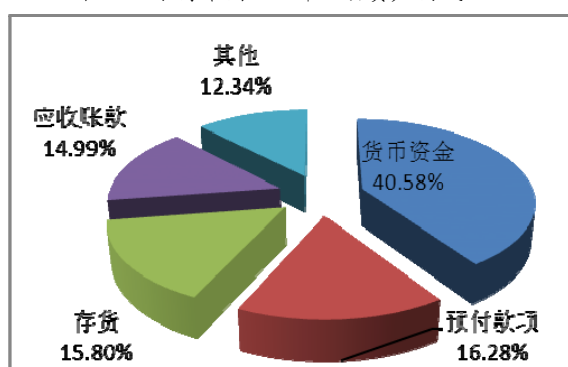
资产质量

2009年~2011年康得集团资产规模增长较快，年均复合增长率为67.04%。由于康得集团的绝大部分资产、收入及现金流来自于康得新，而康得新于2010年上市、2011年大幅增加银行借款、2012年增发使得康得集团的资产规模也随之快速增长。截至2011年，康得集团资产总额为311,439.40万元，其中非流动资产合计占比42.98%，流动资产占比57.02%，流动资产占比较高。

流动资产

截至2011年底，康得集团流动资产合计177,579.10万元，近三年平均增长80.20%，以货币资金（占比40.58%）、应收账款（占比14.99%）、预付款项（占比16.28%）和存货（占比15.80%）为主（图10）。

图10 康得集团2011年流动资产构成



数据来源：公司年报

截至2011年底，康得集团货币资金为72,069.48万元，近三年平均增长107.11%，主要是2010年康得新IPO和2011年康得新大幅增加银行借款所致。

截至2011年底，康得集团应收账款净额为26,626.80万元，随着营业收入增长同比增长60.48%，近一半来自于康得新。账龄在1年以内占96.88%，应收账款不能回收的风险较低。康得集团按组合计提坏账准备，应收账款账面余额为28,189.84万元，共计提坏账准备1,563.03万元（占比5.54%），计提较为充分。

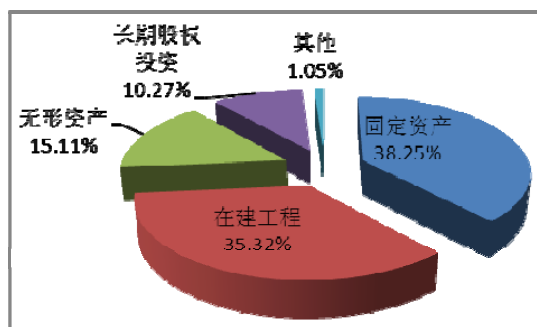
截至2011年底，康得集团预付款项为28,916.40万元，近三年平均增长102.22%，主要是康得新上市以来随着募投项目逐步实施，采购的设备物资增长较快预付款相应增加。

截至2011年底，康得集团存货为28,056.20万元，同比增长80.50%，由于康得新近年产能扩张很快，经营规模增加，生产预涂膜、光学膜以及BOPP所需的原材料储备大幅增加，导致纳入合并报表后，康得集团的存货规模也快速增加。

非流动资产

截至2011年底，康得集团非流动资产合计为133,860.30万元，同比增长78.85%，近三年平均增长53.34%，非流动资产以固定资产（占比38.25%）、在建工程（占比35.32%）、无形资产（占比15.11%）和长期股权投资（占比10.27%）为主（图11）。

图11 康得集团2011年非流动资产构成



数据来源：公司年报

截至2011年底，康得集团固定资产净额为51,203.19万元，近三年平均增长4.69%，变化不大。康得集团固定资产原值59,585.02万元，以机器设备和生产用房为主，符合康得集团生产经营的特点。康得集团固定资产累计折旧8,381.83元，固定资产成新率85.93%，成新率较高。

截至2011年底，康得集团在建工程为47,285.42万元，近三年平均增长173.19%，主要是康得新上市后募投项目在建，截至2011年底尚未达产。

截至2011年底，康得集团无形资产为20,220.06万元，同比增长227.70%，近三年平均增长223.07%，快速增长来自于康得新在张家港、泗水等新建生产线土地使用权以及相关专利。

截至2012年6月，康得集团资产总额为509,158.00万元，较年初增长63.49%，主要是因为康得新非公开发行募集资金15.9亿元，其中非流动资产合计占比30.32%，流动资产占比69.68%，资产结构发生了一些变化：募集资金的到账使流动资产占比骤然提高；康得新募投项目在一季度相继投产，较大规模的在建工程转入固定资产。

总体看，康得集团资产构成以流动资产为主，在旗下控股子公司康得新的上市、银行借贷、增发后，近三年资产规模快速增长。康得新目前仍处于快速扩张期，未来光学膜相关项目的投建规模很大，预计未来几年康得集团资产规模将保持快速增长。

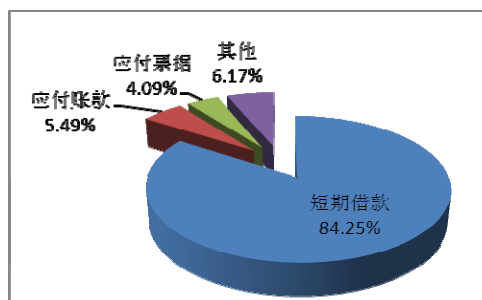
负债及所有者权益

负债

截至2011年底，康得集团负债合计183,496.94万元，同比增长89.63%，其中流动负债占比达76.86%，非流动负债占比23.14%，以流动负债为主。康得新2011年大幅增加银行借款，使得近三年康得集团负债规模年均增长73.02%，资产负债率分别为54.92%、45.88%和58.92%，2011年资产负债率由于借款增加重新回升。

截至2011年底，康得集团流动负债合计为141,028.17万元，流动负债主要由短期借款（占比84.25%）、应付票据（占比4.09%）和应付账款（占比5.49%）构成（图12）。

图12 康得集团2011年流动负债构成



数据来源：公司年报

截至 2011 年底，康得集团短期借款为 118,815.56 万元，同比增长 90.17%，近三年平均增长 60.06%，康得集团短期借款以保证、担保、抵质押借款为主；应付账款为 7,743.42 万元，同比增长 1.01%，近三年平均增长 14.08%，账龄在 1 年以内占比 96.97%，超过 1 年的部分为设备款及工程款尚未结算。

截至 2011 年底，康得集团非流动负债合计为 42,468.77 万元，同比增长 129.03%，近三年平均增长 186.39%，非流动负债主要由长期借款组成。长期借款为 41,745.19 万元，同比增长 128.39%，近三年平均增长 188.95%，主要是 2011 年长期借款增加较多。

截至 2011 年底，康得集团长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 24.60%、56.52%和 58.92%，有一定的债务负担。由于 2011 年短期借款增加较多，存在一定短期偿还压力。

截至 2012 年 6 月底，康得集团负债合计 212,183.98 万元，主要是长期借款较年初增加了近 2 亿元；康得集团长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 16.94%、38.77%和 41.67%，较年初有所下降，系 2012 年 6 月康得新增发使得康得集团权益增加所致。

所有者权益

近三年康得集团所有者权益以年均 59.46%（康得新上市所致）的速度增长，截至 2011 年底，康得集团所有者权益合计 127,942.46 万元，其中归属于母公司所有者权益 53,000.61 万元，占所有者权益合计的 41.43%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 17.67%，资本公积占 26.80%，盈余公积占 2.31%，未分配利润占 53.20%。康得集团所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2012 年 6 月底，康得集团所有者权益合计 296,974.02 万元，同比增长 132.12%（康得新增发所致），其中归属于母公司所有者权益 102,415.48 万元，占所有者权益合计的 34.49%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 9.15%，资本公积占 55.63%，盈余公积占 1.20%，未分配利润占 34.00%。

3. 盈利能力

近三年康得集团营业收入、营业成本、净利润年均增长率分别达到 78.01%、83.77%、80.54%，接近于等比例的快速增长，主要源于康得新近三年的快速增长。2011 年康得集团实现营业收入 215,982.39 万元、利润总额 20,427.50 万元、净利润 16,200.61 万元，同比分别增长 123.10%、92.54%、80.63%，康得新在预涂膜领域成功跻身行业第一，导致康得集团收入和利润快速增长。

利润构成方面，2011 年康得集团利润主要来自主营业务产生的经营性利润，其中投资收益在营业利润中的占比仅为 1.20%。

费用控制方面，近三年康得集团销售费用、管理费用和财务费用年均增长率分别为 7.89%、41.20%和 64.20%，均低于营业收入近三年平均 78.01%的增长水平，整体费用控制能力较好。由于康得新研发投入增加及股权激励的实施，管理费用相应增加；另外，借款规模的增加也提高了财务费用。2009 年~2011 年康得集团费用收入比分别为 14.99%、11.24%和 8.86%，指标逐年下降，得益于康得新产能扩大所发挥的规模效应。

2011 年康得集团主营业务毛利率为 18.54%，营业利润率为 18.33%，与上年相比均有所下降，主要原因是康得新于 2011 年租赁了 2 条 BOPP 基材生产线，当年 BOPP 产量大增除自用外均外销处理，而 BOPP 的毛利率（约 6%~7%）与预涂膜（约 30%~40%）相差较大，从而拉低了主营产品的综合毛利率；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.95%、10.01%和 13.38%，

略高于 2010 年水平。

2012 年 1~6 月，康得集团实现营业收入 137,826.47 万元、利润总额 23,825.42 万元、净利润 20,099.42 万元，保持快速增长态势。

总体看，康得集团费用控制得当，营运效率较高，整体盈利能力较强。

4. 现金流

从经营活动看，康得集团近三年经营活动现金流净额分别为 5,984.26 万元、1,565.32 万元、8,965.97 万元，随着经营规模的扩大，存货和应收账款也较快增长，占用了较多流动资金，使得经营活动净现金流均低于当年净利润，但整体上还属于净流入的良性状态。从收入实现质量来看，近三年康得集团的现金收入比分别为 110.34%、107.76% 和 112.88%，康得集团收入实现质量较高。

从投资活动看，康得集团近三年投资活动现金流净额分别为 1,005.52 万元、-30,391.69 万元、-71,848.59 万元，康得新上市后募投项目投入较大，导致康得集团投资活动现金流出逐年增加。

从筹资活动看，康得集团近三年筹资活动现金流净额分别为 5,210.47 万元、80,368.97 万元、66,760.91 万元。康得集团筹资活动现金流波动较大，皆与康得新上市募集资金增加及通过银行借贷获取较多资金有关。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，康得集团流动比率、速动比率分别为 1.26 倍和 1.06 倍，处于合理水平；2011 年康得集团现金短期债务比为 0.60，现金对短期债务的保障程度尚可；经营现金流动负债比率为 6.36%，经营现金利息偿还能力为 1.57 倍，经营流入现金对债务保障系数较低；康得集团投资规模较大，需要通过筹资来满足资金的需求。康得集团负债结构不合理，短期债务较多，有一定的支付压力。

从长期偿债能力指标来看，2009 年~2011 年康得集团 EBITDA 分别为 8,362.90 万元、15,789.91 万元、28,326.18 万元，2011 年 EBITDA 利息倍数为 4.96 倍，EBITDA 全部债务比为 0.17 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力低。由于康得集团下属的康得新整体盈利较为稳定且保持较快增长速度，随着未来康得新募投项目及在建项目的达产运营，能够对偿债形成良好的保障。

截至 2012 年 6 月底，康得集团合并口径对外担保金额为 13,000.00 元，担保比率为 10.16%。

康得集团间接融资能力较强，与多家银行建立了良好的合作关系。截至 2012 年 6 月底，康得集团拥有的银行授信总额为 286,552.53 元，其中已使用 192,865.91 元。

总体看，康得集团债务水平正常，整体偿债能力较高。

十、综合评价

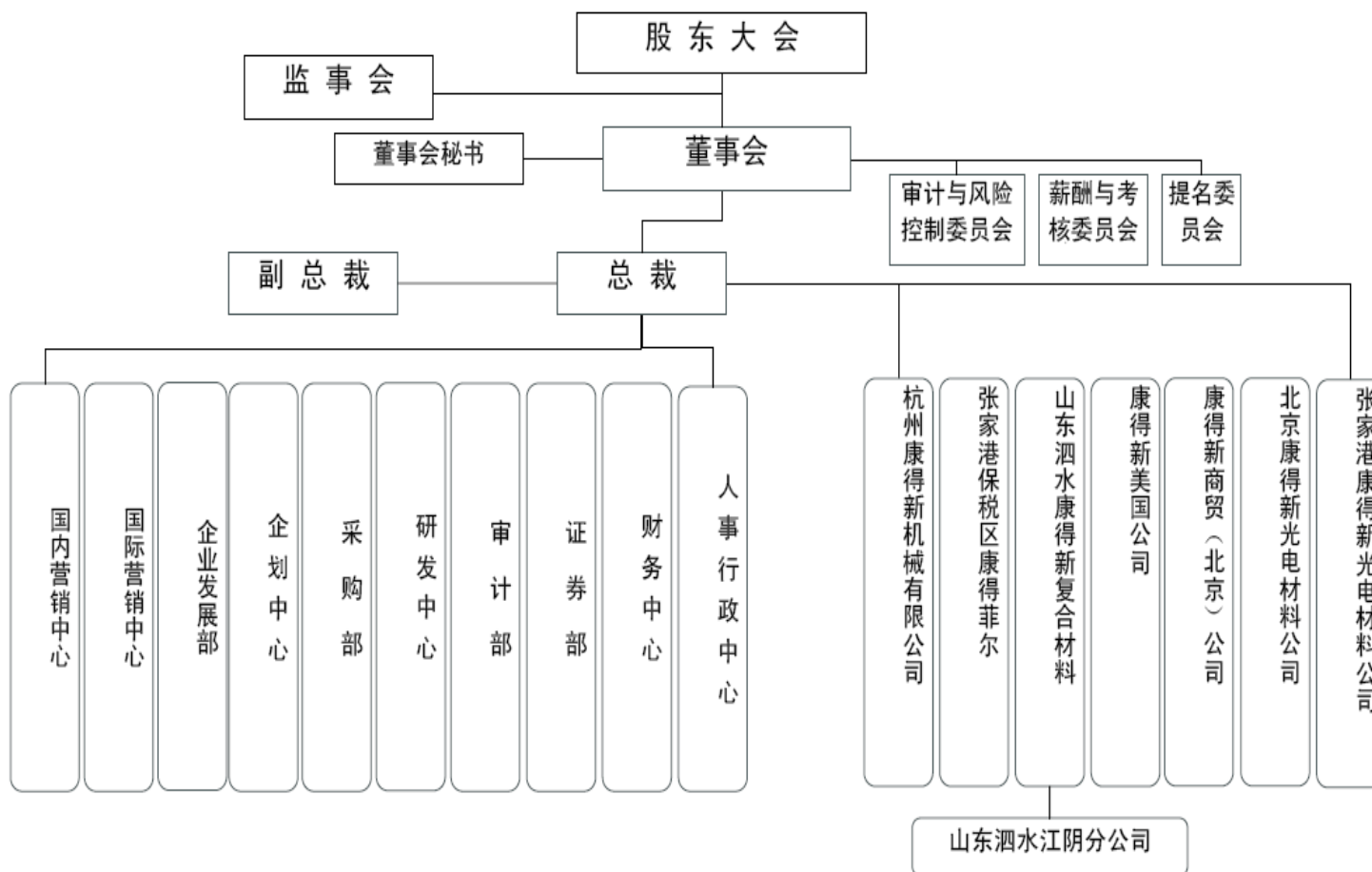
随着国内预涂技术应用范围的不断拓展，公司预涂膜产品的销售有望长期受益。公司作为全球最大预涂膜生产企业，在产能规模、产品研发设计、产业链延伸、生产设备及工艺等方面具备综合优势。公司通过投资建设年产 2 亿平方米光学膜产业集群项目，实现了产业链的完整迁移，该项目是目前国内最大的光学膜产业集群项目。同时，联合评级也关注到公司预涂膜产能扩张过快产生的短期市场压力、光学膜专业生产技术人员不足造成的用工压力、光学膜产业集群项目投资规模较大导致的资金压力等因素可能对公司经营带来的影响。

公司主打预涂膜、光学膜、BOPP 基材等产品的研发、生产和销售。预涂膜产品主要面向印刷包装行业，产销量全球第一；光学膜产品已获得三星等国际大客户的性能认证，有望成功切入

国际大客户的供应链，成为国内外一流品牌厂商的长期合作伙伴和主力供应商。

基于对主体和本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险较低。

附件 1 北京康得新复合材料股份有限公司组织结构图



附件 2-1 北京康得新复合材料股份有限公司
2009 年～2012 年 6 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动资产：					
货币资金	16,109.90	66,427.96	68,395.74	106.05	224,475.04
交易性金融资产					
应收票据	80.00	487.00	2,584.23	468.36	1,160.18
应收账款	3,370.82	4,951.80	12,702.23	94.12	21,164.69
预付款项	4,000.71	5,173.84	17,164.26	107.13	27,646.50
应收利息					
应收股利					
其他应收款	371.72	574.30	728.86	40.03	602.62
存货	3,577.80	3,772.14	15,509.20	108.20	21,352.50
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	27,510.95	81,387.04	117,084.54	106.30	296,401.53
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资					
投资性房地产	1,761.81	1,704.96	0.00	-100.00	0.00
固定资产	24,555.19	25,126.17	29,326.99	9.29	68,993.17
在建工程	0.00	32.96	22,898.82	--	3,936.75
工程物资					
固定资产清理					74.89
无形资产	1,935.67	6,161.91	20,218.11	223.19	19,879.34
开发支出					
商誉	0.00	0.00	170.53	--	170.53
长期待摊费用					
递延所得税资产	68.85	100.39	217.31	77.66	383.66
其他非流动资产					
非流动资产合计	28,321.51	33,126.38	72,831.75	60.36	93,438.35
资产总计	55,832.46	114,513.42	189,916.29	84.43	389,839.88

附件 2-2 北京康得新复合材料股份有限公司
2009 年~2012 年 6 月合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动负债：					
短期借款	19,700.00	8,000.00	65,835.56	82.81	70,019.52
交易性金融负债					
应付票据	0.00	187.76	5,774.11	--	11,000.00
应付账款	2,636.88	4,443.11	6,086.99	51.93	11,260.83
预收款项	24.68	1,973.10	4,064.52	1,183.43	2,581.08
应付职工薪酬	71.47	135.76	356.32	123.28	450.44
应交税费	341.33	426.69	1,365.25	99.99	862.18
应付利息	44.64	37.69	83.93	37.13	80.39
应付股利					444.92
其他应付款	562.96	116.40	389.36	-16.84	456.54
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	23,381.96	15,320.51	83,956.06	89.49	97,155.89
非流动负债：					
长期借款	5,000.00	10,000.00	0.00	-100.00	10,000.00
应付债券					
长期应付款					
专项应付款	10.00	10.00	10.00	0.00	10.00
预计负债					
递延所得税负债	1.88	10.24	20.78	232.77	0.00
其他非流动负债	166.03	174.60	692.80	104.27	670.65
非流动负债合计	5,177.91	10,194.83	723.58	-62.62	10,680.65
负债合计	28,559.87	25,515.34	84,679.64	72.19	107,836.54
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	12,120.00	16,160.00	32,320.00	63.30	61,962.00
资本公积	6,681.41	57,358.77	42,557.87	152.38	173,014.33
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	861.00	1,578.79	3,073.74	88.94	5,047.65
未分配利润	7,610.17	13,901.63	24,756.15	80.36	39,496.16
外币报表折算差额	0.00	-1.11	33.90	--	31.30
归属于母公司所有者权益合计	27,272.59	88,998.07	102,741.66	94.09	279,551.44
少数股东权益	0.00	0.00	2,494.99	--	2,451.90
所有者权益合计	27,272.59	88,998.07	105,236.66	96.44	282,003.34
负债和所有者权益总计	55,832.46	114,513.42	189,916.29	84.43	389,839.88

附件 3 北京康得新复合材料股份有限公司
2009 年~2012 年 6 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-6 月
一、营业收入	36,439.93	52,420.11	152,602.12	104.64	96,164.28
减: 营业成本	27,443.67	38,693.43	122,996.73	111.70	65,340.17
营业税金及附加	7.00	38.32	335.39	592.19	641.06
销售费用	1,012.78	1,610.53	2,486.87	56.70	1,576.39
管理费用	1,523.47	2,884.26	6,480.04	106.24	4,310.86
财务费用	1,190.45	1,276.26	3,459.58	70.47	2,337.01
资产减值损失	99.46	71.58	421.29	105.81	649.12
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)					
投资收益 (损失以“—”号填列)					
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益 (损益以“—”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	5,163.11	7,845.75	16,422.22	78.34	21,309.68
加: 营业外收入	283.00	430.90	336.41	9.03	32.80
减: 营业外支出	1.95	0.00	28.47	282.08	33.00
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	5,444.16	8,276.65	16,730.16	75.30	21,309.48
减: 所得税费用	817.91	1,267.40	3,672.28	111.89	3,345.86
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	4,626.26	7,009.25	13,057.88	68.00	17,963.62
其中: 归属于母公司所有者的净利润	4,626.26	7,009.25	13,076.67	68.13	18,006.71
少数股东损益	0.00	0.00	-18.79	--	-43.09
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益	0.40	0.25	0.40	0.79	0.34
(二) 稀释每股收益	0.40	0.25	0.40	0.65	0.33

附件 4 北京康得新复合材料股份有限公司
2009 年~2012 年 6 月合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-6 月
一、经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	39,061.13	56,314.91	172,481.70	110.14	103,006.14
收到的税费返还	6.90	75.93	0.00	-100.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	487.72	721.75	1,489.08	74.73	277.11
经营活动现金流入小计	39,555.75	57,112.59	173,970.78	109.72	103,283.26
购买商品、接受劳务支付的现金	30,298.86	37,506.07	141,598.80	116.18	79,081.44
支付给职工以及为职工支付的现金	1,543.96	1,776.61	4,545.56	71.58	3,072.28
支付的各项税费	2,099.24	3,070.48	6,848.28	80.62	10,172.04
支付其他与经营活动有关的现金	1,005.69	3,849.87	4,896.38	120.65	3,356.03
经营活动现金流出小计	34,947.76	46,203.04	157,889.02	112.55	95,681.79
经营活动产生的现金流量净额	4,607.99	10,909.55	16,081.76	86.81	7,601.47
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额					
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	2,792.00	0.00	45.99	-87.17	0.00
投资活动现金流入小计	2,792.00	0.00	45.99	-87.17	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,568.16	6,982.32	52,034.88	476.04	20,744.22
投资支付的现金	0.00	0.00	500.00	--	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	1,568.16	6,982.32	52,534.88	478.80	20,744.22
投资活动产生的现金流量净额	1,223.84	-6,982.32	-52,488.89	--	-20,744.22
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	5,000.00	55,446.96	200.00	-80.00	159,162.50
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	31,200.00	28,200.00	66,585.45	46.09	61,969.87
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	36,200.00	83,646.96	66,785.45	35.83	221,132.37
偿还债务支付的现金	27,100.00	34,900.00	25,309.00	-3.36	49,226.40
分配股利、利润或偿付利息支付的	1,235.28	1,097.63	2,858.75	52.13	2,588.26
支付其他与筹资活动有关的现金	377.90	1,242.91	105.40	-47.19	26.25
筹资活动现金流出小计	28,713.18	37,240.54	28,273.14	-0.77	51,840.91
筹资活动产生的现金流量净额	7,486.82	46,406.42	38,512.31	126.80	169,291.46
四、汇率变动对现金及现金等价物的影	-19.85	-15.59	-137.39	163.10	-69.40
五、现金及现金等价物净增加额	13,298.79	50,318.06	1,967.78	-61.53	156,079.30
加：期初现金及现金等价物余额	2,811.10	16,109.90	66,427.96	386.11	68,395.74
六、期末现金及现金等价物余额	16,109.90	66,427.96	68,395.74	106.05	224,475.04

附件 5 北京康得新复合材料股份有限公司
2009 年～2012 年 6 月合并现金流量表补充资料
 （单位：人民币万元）

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 1-6 月
1.将净利润调节为经营活动现金流量：					
净利润	4,626.26	7,009.25	13,057.88	68.00	17,963.62
加：资产减值准备	99.46	71.58	421.29	105.81	649.12
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	887.51	1,377.95	1,522.09	30.96	1,622.49
无形资产摊销	204.49	191.86	415.39	42.53	341.07
长期待摊费用摊销					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）					
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）					
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）					
财务费用（收益以“－”号填列）	1,026.61	1,097.64	2,806.91	65.35	2,213.94
投资损失（收益以“－”号填列）					
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-13.12	-31.54	-111.55	191.57	-166.35
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）	0.00	8.36	10.54	--	-20.78
存货的减少（增加以“－”号填列）	-834.86	-225.19	-10,247.04	250.34	-5,843.29
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-2,106.71	-3,676.65	-25,041.68	244.77	-12,407.98
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	703.38	5,086.30	33,247.92	587.52	2,173.58
其他	20.18	0.00	0.00	-100.00	1,076.05
经营活动产生的现金流量净额	4,607.99	10,909.55	16,081.76	86.71	7,601.47
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：					
债务转为资本					
一年内到期的可转换公司债券					
融资租入固定资产					
3.现金及现金等价物净变动情况：					
现金的期末余额	16,109.90	66,427.96	68,395.74	106.05	224,475.04
减：现金的期初余额	2,811.10	16,109.90	66,427.96	386.11	68,395.74
加：现金等价物的期末余额					
减：现金等价物的期初余额					
现金及现金等价物净增加额	13,298.79	50,318.06	1,967.78	-61.53	156,079.30

附件 6 北京康得新复合材料股份有限公司

主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-6 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	12.30	11.80	16.30	5.34
存货周转次数 (次)	8.68	10.52	12.74	3.54
总资产周转次数 (次)	0.75	0.62	1.00	0.33
现金收入比率 (%)	107.19	107.43	113.03	107.11
盈利能力				
总资本收益率 (%)	12.44	10.19	10.74	6.53
总资产报酬率 (%)	13.28	11.01	12.43	7.35
净资产收益率 (%)	20.60	12.06	13.45	9.28
主营业务毛利率 (%)	24.08	25.22	18.72	31.66
营业利润率 (%)	24.67	26.11	19.18	31.39
费用收入比 (%)	10.23	11.01	8.14	8.55
财务构成				
资产负债率 (%)	51.15	22.28	44.59	27.66
全部债务资本化比率 (%)	47.53	16.97	40.49	24.40
长期债务资本化比率 (%)	15.49	10.10	0.00	3.42
偿债能力				
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.62	9.97	9.52	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.30	0.60	0.29	0.26
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.19	0.60	0.22	0.08
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.24	0.22	-0.51	-0.14
流动比率 (倍)	1.18	5.31	1.39	3.05
速动比率 (倍)	1.02	5.07	1.21	2.83
现金短期债务比 (倍)	0.82	8.17	0.99	2.78
经营现金流动负债比率 (%)	19.71	71.21	19.15	7.82
经营现金利息偿还能力 (倍)	4.67	9.94	7.34	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	5.91	3.58	-16.61	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.07	0.10	0.19	0.21

附件 7-1 康得投资集团有限公司

2009 年～2012 年 6 月合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动资产：					
货币资金	16,801.58	68,328.58	72,069.48	107.11	225,597.63
交易性金融资产					
应收票据	80.00	487.00	2,584.23	468.36	1,160.18
应收账款	11,055.79	16,592.44	26,626.80	55.19	37,152.05
预付款项	7,071.58	14,245.30	28,916.40	102.22	35,534.61
应收利息					
应收股利					
其他应收款	4,935.85	20,868.78	19,246.55	97.47	18,833.72
存货	14,743.66	15,544.00	28,056.20	37.95	36,509.70
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	0.00	0.00	79.45	--	0.00
流动资产合计	54,688.45	136,066.09	177,579.10	80.20	354,787.90
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	0.00	12,723.61	13,743.61	--	13,743.61
投资性房地产	1,761.81	1,704.96	0.00	-100.00	0.00
固定资产	46,722.20	47,196.13	51,203.19	4.69	90,737.51
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	6,335.89	6,371.74	47,285.42	173.19	28,123.35
工程物资					
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	--	74.89
无形资产	1,937.25	6,170.37	20,220.06	223.07	19,881.24
开发支出					
商誉	0.00	0.00	170.53	--	170.53
长期待摊费用	101.42	579.56	1,020.18	217.15	1,255.31
递延所得税资产	68.85	100.39	217.31	77.66	383.66
其他非流动资产					
非流动资产合计	56,927.42	74,846.75	133,860.30	53.34	154,370.11
资产总计	111,615.87	210,912.85	311,439.40	67.04	509,158.00

注：2012 年 2 季度数据未审计。

附件 7-2 康得投资集团有限公司
2009 年～2012 年 6 月合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动负债：					
短期借款	46,380.00	62,480.00	118,815.56	60.06	116,499.52
交易性金融负债					
应付票据	0.00	187.76	5,774.11	--	11,000.00
应付账款	5,950.05	7,665.66	7,743.42	14.08	12,844.61
预收款项	545.85	2,300.77	4,756.32	195.19	3,302.95
应付职工薪酬	829.93	847.79	1,012.29	10.44	1,087.30
应交税费	430.28	628.58	1,549.36	89.76	963.42
应付利息	44.64	37.69	83.93	37.13	80.39
应付股利	0.00	0.00	0.00	--	444.92
其他应付款	1,941.12	4,075.21	1,279.58	-18.81	4,707.69
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	0.00	0.00	13.59	--	0.00
流动负债合计	56,121.87	78,223.46	141,028.17	58.52	150,930.81
非流动负债：					
长期借款	5,000.00	18,278.38	41,745.19	188.95	60,572.53
应付债券					
长期应付款					
专项应付款	10.00	80.00	10.00	0.00	10.00
预计负债					
递延所得税负债	1.88	10.24	20.78	232.77	0.00
其他非流动负债	166.03	174.60	692.80	104.27	670.65
非流动负债合计	5,177.91	18,543.21	42,468.77	186.39	61,253.17
负债合计	61,299.77	96,766.67	183,496.94	73.02	212,183.98
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	9,367.00	9,367.00	9,367.00	0.00	9,367.00
资本公积	2,960.62	19,055.60	14,201.74	119.02	56,969.41
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	1,225.31	1,225.31	1,225.31	0.00	1,225.31
未分配利润	17,827.01	21,459.15	28,194.90	25.76	34,822.46
外币报表折算差额	0.00	-0.37	11.67	--	31.30
归属于母公司所有者权益合计	31,379.94	51,106.69	53,000.61	29.96	102,415.48
少数股东权益	18,936.16	63,039.48	74,941.85	98.94	194,558.54
所有者权益合计	50,316.10	114,146.17	127,942.46	59.46	296,974.02
负债和所有者权益总计	111,615.87	210,912.85	311,439.40	67.04	509,158.00

注：2012 年 2 季度数据未审计。

附件 8 康得投资集团有限公司 2009 年~2012 年 6 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1-6 月
一、营业收入	68,156.85	96,810.79	215,982.39	78.01	137,826.47
减: 营业成本	52,096.04	75,319.18	175,941.07	83.77	100,821.51
营业税金及附加	98.46	216.72	450.23	113.84	728.83
销售费用	3,680.45	3,375.50	4,284.28	7.89	2,621.44
管理费用	3,951.52	4,145.15	7,878.77	41.20	5,092.51
财务费用	2,583.83	3,358.11	6,966.64	64.20	4,086.21
资产减值损失	146.26	210.10	565.29	96.60	649.12
加: 公允价值变动收益(损失以“—”号填列)					
投资收益(损失以“—”号填列)	0.00	0.00	241.59	--	0.00
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益(损益以“—”号添列)					
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	5,600.29	10,186.02	20,137.69	89.63	23,826.85
加: 营业外收入	284.50	430.98	340.97	9.47	33.62
减: 营业外支出	8.84	7.54	51.16	140.51	35.04
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	5,875.95	10,609.47	20,427.50	86.45	23,825.42
减: 所得税费用	905.38	1,640.34	4,226.89	116.07	3,726.00
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	4,970.56	8,969.13	16,200.61	80.54	20,099.42
其中: 归属于母公司所有者的净利润	2,302.59	3,615.87	6,735.74	71.03	6,627.56
少数股东损益	2,667.98	5,353.26	9,464.87	88.35	13,471.86
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益					
(二) 稀释每股收益					
六、其他综合收益					
七、综合收益总额	4,970.56	8,969.13	16,200.61	80.54	20,099.42
归属于母公司所有者的综合收益总额					
归属于少数股东的综合收益总额					

注: 2012 年 2 季度数据未审计。

附件 9 康得投资集团有限公司
2009 年~2012 年 6 月合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	75,207.26	104,325.45	243,807.92	80.05
收到的税费返还	6.90	101.92	0.00	-100.00
收到其他与经营活动有关的现金	1,892.01	3,999.46	31,501.29	308.04
经营活动现金流入小计	77,106.17	108,426.83	275,309.21	88.96
购买商品、接受劳务支付的现金	59,263.61	86,484.03	206,632.45	86.73
支付给职工以及为职工支付的现金	2,551.46	2,911.70	5,904.01	52.12
支付的各项税费	2,848.23	4,634.93	8,186.43	69.54
支付其他与经营活动有关的现金	6,458.62	12,830.85	45,620.35	165.77
经营活动现金流出小计	71,121.92	106,861.51	266,343.25	93.52
经营活动产生的现金流量净额	5,984.26	1,565.32	8,965.97	22.40
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金				
取得投资收益收到的现金				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额				
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金	3,930.48	0.00	45.99	-89.18
投资活动现金流入小计	3,930.48	0.00	45.99	-89.18
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,924.96	7,653.07	70,574.58	391.21
投资支付的现金	0.00	12,723.61	1,320.00	--
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	10,015.00	0.00	--
投资活动现金流出小计	2,924.96	30,391.69	71,894.58	395.78
投资活动产生的现金流量净额	1,005.52	-30,391.69	-71,848.59	--
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	5,100.00	55,566.96	0.00	-100.00
发行债券所收到的现金				
取得借款收到的现金	57,880.00	91,958.38	159,565.45	66.04
收到其他与筹资活动有关的现金	900.00	0.00	0.00	-100.00
筹资活动现金流入小计	63,880.00	147,525.34	159,565.45	58.05
偿还债务支付的现金	54,970.00	62,580.00	86,322.19	25.31
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,735.63	3,333.46	6,376.95	52.68
支付其他与筹资活动有关的现金	963.90	1,242.91	105.40	-66.93
筹资活动现金流出小计	58,669.53	67,156.37	92,804.54	25.77
筹资活动产生的现金流量净额	5,210.47	80,368.97	66,760.91	257.95
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-19.85	-15.59	-137.39	163.10
五、现金及现金等价物净增加额	12,180.40	51,527.01	3,740.89	-44.58
加: 期初现金及现金等价物余额	4,621.17	16,801.58	68,328.58	284.53
六、期末现金及现金等价物余额	16,801.58	68,328.58	72,069.48	107.11

注: 2012 年 2 季度数据未审计。

附件 10 康得投资集团有限公司
2009 年～2012 年 6 月合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率	2012 年 1-6 月
1.将净利润调节为经营活动现金流					
净利润	4,970.56	8,969.13	16,200.61	80.54	20,099.42
加: 资产减值准备		210.10	565.29	--	
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧		1,654.74	1,767.12	--	
无形资产摊销		192.24	421.91	--	
长期待摊费用摊销					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“一”号填列)					
固定资产报废损失(收益以“一”号填列)		2.73	0.00	--	
公允价值变动损失(收益以“一”号填列)					
财务费用(收益以“一”号填列)		3,333.47	6,325.11	--	
投资损失(收益以“一”号填列)					
递延所得税资产减少(增加以“一”号填列)		-31.54	-111.55	--	
递延所得税负债增加(减少以“一”号填列)		8.36	10.54	--	
存货的减少(增加以“一”号填列)		-831.18	-11,022.18	--	
经营性应收项目的减少(增加以“一”号填列)		-28,436.11	-54,449.02	--	
经营性应付项目的增加(减少以“一”号填列)		16,468.68	49,258.14	--	
其他		24.71	0.00	--	
经营活动产生的现金流量净额	4,970.56	1,565.32	8,965.97	34.31	20,099.42
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动					
债务转为资本					
一年内到期的可转换公司债券					
融资租入固定资产					
3.现金及现金等价物净变动情况:					
现金的期末余额		68,328.58	72,069.48	--	
减: 现金的期初余额		16,801.58	68,328.58	--	
加: 现金等价物的期末余额					
减: 现金等价物的期初余额					
现金及现金等价物净增加额		51,527.01	3,740.89	--	

注: 2012 年 2 季度数据未审计。

附件 11 康得投资集团有限公司

2009 年～2012 年 6 月主要财务指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-6 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	6.44	6.54	9.44	4.22
存货周转次数(次)	3.89	4.97	8.07	3.12
总资产周转次数(次)	0.65	0.60	0.83	0.34
现金收入比率(%)	110.34	107.76	112.88	--
盈利能力				
总资本收益率(%)	7.82	8.29	8.95	5.16
总资产报酬率(%)	8.00	8.65	10.01	5.81
净资产收益率(%)	11.02	10.91	13.38	9.46
主营业务毛利率(%)	23.56	22.20	18.54	--
营业利润率(%)	23.42	21.98	18.33	26.32
费用收入比(%)	14.99	11.24	8.86	8.56
财务构成				
资产负债率(%)	54.92	45.88	58.92	41.67
全部债务资本化比率(%)	50.52	41.49	56.52	38.77
长期债务资本化比率(%)	9.04	13.80	24.60	16.94
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	3.36	4.74	4.96	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.16	0.20	0.17	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.12	0.02	0.05	--
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.14	-0.36	-0.38	--
流动比率(倍)	0.97	1.74	1.26	2.35
速动比率(倍)	0.71	1.54	1.06	2.11
现金短期债务比(倍)	0.36	1.10	0.60	1.78
经营现金流动负债比率(%)	10.66	2.00	6.36	0.00
经营现金利息偿还能力(倍)	2.41	0.47	1.57	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.81	-8.65	-11.01	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.08	0.14	0.26	--

注：2011 年 2 季度财务报告未经审计，相关指标未年化

附件 12 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / (期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / (期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / (期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 13 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 北京康得新复合材料股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

本期债券存续期内，联合评级将在每年北京康得新复合材料股份有限公司年度审计报告完成后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京康得新复合材料股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京康得新复合材料股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北京康得新复合材料股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现北京康得新复合材料股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如北京康得新复合材料股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至北京康得新复合材料股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在公司网站予以公布，并同时报送北京康得新复合材料股份有限公司。

