

中小股票

2015年11月06日

康得新 (002450)

——增发顺利过会，为后续高速增长提供动力，维持“买入”评级

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2015年11月05日

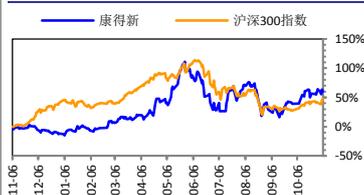
收盘价(元)	34.86
一年内最高/最低(元)	68.12/24.61
市净率	8.5
息率(分红/股价)	0.33
流通A股市值(百万元)	49816
上证指数/深证成指	3522.82 / 11939.81

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2015年09月30日

每股净资产(元)	4.1
资产负债率%	59.78
总股本/流通A股(百万)	1436/1429
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《康得新(002450)点评：业绩高速增长符合预期，受益于三大板块业务布局，维持“买入”评级》2015/10/16

《康得新(002450)点评：定增通过发审委审核，国际高分子复合材料平台型公司，维持“买入”评级》2015/09/28

证券分析师

孟焯勇 A0230513010001
mengyy@swsresearch.com

研究支持

任慕华 A0230115080004
renmh@swsresearch.com

联系人

任慕华
(8621)23297818×7568
renmh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告**：非公开发行股票通过证监会审核批复，核准公司非公开发行不超过1.7亿股。
- **增发顺利过会，资金到位后资本实力将得到提升，为后续高速增长提供动力**。此次推出定增方案投资建设高分子膜材料，经过修订后的非公开发行价格为17.57元/股，募集资金不超过30亿元。本次定增资金将用于“年产1.02亿平方米先进高分子膜材料项目”，主要用于生产纳米多层叠膜、多层特种隔热膜、多层高档装饰膜、水汽阻隔膜、隔热膜以及薄型光学级PET基膜。高分子膜行业广泛用于电子、汽车、建筑等多个行业，公司在这方面拥有较多专利，有望实现高端产品的进口替代，促进高端薄膜产品国产化并扩大公司产品的市场占有率。
- **面向多终端提供互联网3D内容与应用服务，裸眼3D产品开始发力**。公司在裸眼3D方面具有技术优势及内容优势，作为内容平台的东方视界有相对完整的电视制作能力，能够提供2D转3D的基础架构，并且借助国广东方有望引入国内外影视资源；此外，东方视界亦和腾讯视频、优酷、土豆等达成了内容上的合作。**进军新能源汽车领域，有望实现弯道超车**。公司依托碳纤维抢占新能源汽车相关领域市场，范围涉及新能源汽车的材料、装饰膜、模块化、轻量化结构设计、智能化控制等领域，在技术、设计及产能方面全面布局，并且积极与北汽合作开发轻量化整车平台等。大股东康得集团具有5100吨高性能碳纤维产能，公司拥有1700吨碳纤维复合材料产能，目前我国碳纤维和下游的碳纤维复合材料制品主要依赖进口且高端产品受到封锁，公司在这一领域布局不仅是打开一个新的蓝海市场，更有助于进军新能源汽车、军工等高精尖领域，后续进展非常值得期待。
- **国际高分子复合材料龙头企业，维持“买入”评级**。目前传统行业空间巨大，未来将打造光学膜产业链的工业4.0，引进国外先进技术，在碳纤维复合材料建设及企业经营方面能引入互联网理念，打造具有互联网基因的新材料基地。形成新兴材料产业、3D智能显示信息产业、新能源电动车三大板块构成的产业新格局，迎来下一个高速增长时代。**我们维持盈利预测预计2015-2017年每股收益分别为0.99、1.26、1.67元，目前股价分别对应35/28/21倍PE，维持“买入”评级。**

财务数据及盈利预测

	2014	15Q1-Q3	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5,208	5,215	7,320	10,227	13,831
同比增长率(%)	63.12	42.77	40.55	39.71	35.24
净利润(百万元)	1,003	1,027	1,412	1,800	2,384
同比增长率(%)	52.25	45.86	40.81	27.48	32.44
每股收益(元/股)	1.05	0.71	0.99	1.26	1.67
毛利率(%)	39.1	38.5	34.4	33.0	33.2
ROE(%)	20.9	17.4	22.8	22.5	23.0
市盈率	33		35	28	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表 1：利润表（单位：百万元）

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业收入	2,235	3,193	5,208	7,320	10,227	13,831
二、营业总成本	1,746	2,463	4,034	5,633	8,016	10,897
其中：营业成本	1,516	2,033	3,172	4,803	6,856	9,236
营业税金及附加	13	17	22	33	45	62
销售费用	41	54	99	114	156	247
管理费用	112	217	400	505	725	1,023
财务费用	53	134	263	163	213	303
资产减值损失	10	9	79	15	21	26
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	489	729	1,175	1,687	2,211	2,934
加：营业外收入	14	10	16	23	25	33
减：营业外支出	2	0	3	1	1	1
四、利润总额	501	739	1,187	1,709	2,235	2,966
减：所得税	78	80	187	297	435	581
五、净利润	423	660	1,000	1,412	1,800	2,384
少数股东损益	0	1	(3)	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	423	659	1,003	1,412	1,800	2,384
六、基本每股收益	0.73	0.71	1.06	0.99	1.26	1.67
全面摊薄每股收益	0.30	0.46	0.70	0.99	1.26	1.67

资料来源：申万宏源研究

表 2：毛利拆分表

单位：百万元		2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
印刷包装类用膜	收入	1259	1406	1536	1695	1877	2081
	成本	911	935	985	1193	1339	1466
	毛利	348	471	551	502	538	615
	毛利率	28%	33%	36%	30%	29%	30%
	收入占比	57%	46%	30%	23%	18%	15%
	毛利占比	35%	25%	46%	20%	16%	13%
光学膜产品	收入	942	1621	3502	2000	4000	5300
	成本	306	190	2862	1360	2640	3498
	毛利	636	1431	640	640	1360	1802
	毛利率	68%	88%	18%	32%	34%	34%
	收入占比	43%	54%	70%	27%	39%	38%
	毛利占比	65%	75%	54%	25%	40%	39%
隔热膜	收入				1500	1800	2850
	成本				975	1206	1910
	毛利				525	594	941
	毛利率				35%	33%	33%
	收入占比				20%	18%	21%

	毛利占比				21%	18%	20%
裸眼 3D 膜	收入				1500	1800	2600
	成本				825	1116	1612
	毛利				675	684	988
	毛利率				45%	38%	38%
	收入占比				20%	18%	19%
装饰膜	毛利占比				27%	20%	22%
	收入				625	750	1000
	成本				450	555	750
	毛利				175	195	250
	毛利率				28%	26%	25%
	收入占比				9%	7%	7%
	毛利占比				7%	6%	5%
合计	收入	2,201	3,027	5,038	7,320	10,227	13,831
	成本	1,217	1,125	3,847	4,803	6,856	9,236
	毛利	984	1,902	1,191	2,517	3,371	4,595
	毛利率	44.71%	62.83%	23.64%	34.38%	32.96%	33.22%

资料来源：申万宏源研究（注：2014 年光学膜产品收入包括各个品类，2015-2017 年包括显示类光学膜及其他，汽车窗膜、装饰膜、裸眼 3D 膜单独考虑）

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。