

## 高价增持，逆流直上

——康得新（002450）事件点评

2015年12月16日

强烈推荐/维持

康得新

事件点评

### 事件：

2015年12月16日，公司发布公告称公司拟以32.69元向控股股东康得集团定向增发不超过14683.3894万股，募集资金总额不超过48亿元，其中15亿元继续投入先进高分子膜材料项目，23亿元用于裸眼3D模组项目，10亿元偿还银行贷款。

康得集团将以现金方式进行认购。相较于公司停牌前价格38元，此次定增的折价不足14%。

### 主要观点：

#### 1. 高位增持，君子之信

前次非公开发行因妥善性事宜最终由60亿元调整为30亿元，大股东退出定增。此次，大股东不仅以现金方式再次进行认购，定增额度也从原先的30亿元提高至48亿元，同时定增价格从17.57元变为32.69元，该价格较公司停牌前价格38元折价率不足14%。

以现金方式高位增持锁定3年，不仅彰显了控股股东对公司未来发展的坚定信心，更体现了控股股东的君子之信，诺者千金。

#### 2. 膜材料项目助力光学膜业务高速发展

公司拟定增15亿元继续投入年产1.02亿平米的先进高分子膜材料项目。该项目包括：3000万平米年产能的纳米多层层叠膜，能够提供普通增亮膜无法企及的60%的辉度增益；6000万平米年产能的隔热膜和装饰膜，能够在对光线选择性阻挡的同时避开电磁屏蔽，被广泛应用于汽车、电器、建筑等多个领域；1200万平米年产能的水汽阻隔膜，能够替代玻璃，在阻隔水汽的同时充分发挥OLED显示器的柔性特性，是未来柔性显示不可或缺的材料。

该项目建设周期为两年，其中第二年为建设经营期。若顺利，2016年底便可逐步释放产能。届时公司的光学膜产能将进一步扩大至3.4亿平/年，产品将进一步升级，毛利率将进一步提升，进一步巩固国内光学膜龙头地位。

### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

### 杨行远

010-66554024

yangxy@dxzq.net.cn

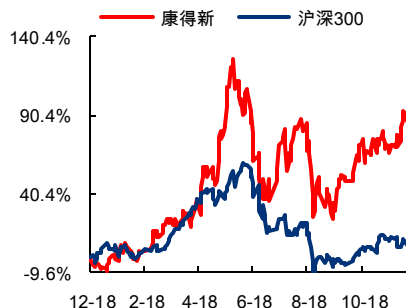
执业证书编号：

S1480115060007

### 交易数据

52周股价区间(元)	38-30.25
总市值(亿元)	611.14
流通市值(亿元)	543.78
总股本/流通A股(万股)	160825/143100
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.24

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《康得新（002450）公司深度：多面“膜”王》2015-11-23
- 2、《康得新（002450）调研快报：光学膜和预涂膜向更高端发展，延续增长》2014-02-26
- 3、《康得新：光学膜投产，业绩如期释放》2013-08-26
- 4、《康得新（002450）调研快报：光学膜如期投产，今年业绩增长确定》2013-07-30

### 3、裸眼 3D 模组项目夯实引领者地位

公司拟定增 23 亿元用于年产 1 亿片裸眼 3D 模组产品项目。项目的建设期为 2 年, 达产后预计年利润总额 16 亿。

公司的裸眼 3D 解决方案全方位覆盖各种尺寸的显示屏幕, 经历了普通柱状透镜式、高清柱状透镜式和转向柱状透镜式三代发展, 公司柱镜技术成功解决了亮度损失、3D 成像质量、2D 分辨率损失等难题, 并实现了景深可调和多视点。配套公司自己的 3D 光学膜组项目后, 公司裸眼 3D 技术将处于全球领导地位。我们认为裸眼 3D 是一个有着巨大潜力的细分市场。乐观情况下, 将给公司带来超过 100 亿元的销售收入增量和 50% 以上的毛利率, 按 20 倍 PE, 将是会是 1000 亿市值的增长空间。

### 4、财务费用进一步降低

本次发行募集资金中的 10 亿将用于偿还银行贷款。这将显著减少公司的负债, 降低公司财务风险及财务费用, 进一步增强公司的盈利能力和未来的融资能力。

### 5、公司未来 3 年净利润复合增速超 40%

再次重申我们 11 月 23 日深度报告《康得新 (002450) 公司深度: 多面“膜”王》的核心观点, 公司是国内乃至全球预涂膜和光学膜的龙头企业; 是全球领先的裸眼 3D 全产业链制造商和服务提供商, 国内裸眼 3D 的引领者; 是声色未动的碳纤维车用材料擎柱者, 完成上下游一体化的碳纤维材料产业链整合。我们预测公司未来三年净利润复合增长率将超过 40% (计碳纤维材料)。

### 结论:

公司是国内乃至全球预涂膜和光学膜的龙头企业; 是全球领先的裸眼 3D 全产业链制造商和服务提供商, 国内裸眼 3D 的引领者; 是声色未动的碳纤维车用材料擎柱者, 完成上下游一体化的碳纤维材料产业链整合。我们预测公司未来三年净利润复合增长率将超过 40% (计碳纤维材料): 公司 2015 年-2017 年营业收入分别为 72.19 亿元、93.87 亿元和 123.53 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 14.08 亿元、18.64 亿元和 28.32 亿元; 每股收益分别为 0.88 元、1.16 元和 1.76 元, 对应 PE 分别为 43.41、32.78 和 21.58。目标价位 46-52 元, 维持公司“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	3968	6854	14180	14032	19877	<b>营业收入</b>	3193	5208	7219	9387	12353
货币资金	2675	4193	8590	8865	12103	<b>营业成本</b>	2033	3172	4451	5600	6990
应收账款	431	1770	3936	3192	5045	营业税金及附加	17	22	35	42	57
其他应收款	5	16	22	29	38	营业费用	54	99	152	221	324
预付款项	156	162	384	530	795	管理费用	217	400	522	700	907
存货	464	495	805	943	1221	财务费用	134	263	356	606	705
其他流动资产	183	180	281	333	443	资产减值损失	8.66	78.91	43.79	61.35	52.57
<b>非流动资产合计</b>	3995	4022	5566	6660	7662	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1492.69	3403.47	#####	6234.69	7280.12	<b>营业利润</b>	729	1175	1659	2156	3316
无形资产	222	234	210	187	164	营业外收入	10.07	15.74	12.90	14.32	13.61
其他非流动资产	247	79	235	187	167	营业外支出	0.18	2.86	1.52	2.19	1.85
<b>资产总计</b>	7963	10877	19746	20692	27539	<b>利润总额</b>	739	1187	1670	2168	3328
<b>流动负债合计</b>	2691	3544	12744	12399	17274	所得税	80	187	263	306	497
短期借款	1911	1799	11840	10927	15737	<b>净利润</b>	660	1000	1407	1863	2831
应付账款	541	578	427	772	817	少数股东损益	1	-3	-1	-2	-1
预收款项	20	36	58	87	124	归属母公司净利润	659	1003	1408	1864	2832
一年内到期的非	43	705	249	249	249	EBITDA	1146	1834	2633	3621	4999
<b>非流动负债合计</b>	1473	2506	518	487	457	<b>BPS (元)</b>	0.71	1.06	0.88	1.16	1.76
长期借款	570	544	519	494	469	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	893	1892	0	0	0	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
<b>负债合计</b>	4165	6050	13263	12886	17730	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	32	32	32	30	29	营业收入增长	42.87%	63.12%	38.61%	30.04%	31.59%
实收资本 (或股	940	952	1608	1608	1608	营业利润增长	49.14%	61.01%	41.25%	29.98%	53.80%
资本公积	1527	1622	1622	1622	1622	归属于母公司净利	40.39%	32.42%	40.39%	32.42%	51.93%
未分配利润	1249	2166	3067	4285	6117	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	3766	4794	6438	7763	9766	毛利率 (%)	36.33%	39.10%	38.35%	40.34%	43.41%
<b>负债和所有者权</b>	7963	10877	19732	20679	27525	净利率 (%)	20.66%	19.21%	19.49%	19.84%	22.92%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润 (%)</b>					
						ROE (%)					
						17.49%					
						20.92%					
						21.87%					
						24.02%					
						29.00%					
						<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	226	430	-826	4380	2028	资产负债率 (%)	52%	56%	67%	62%	
净利润	660	1000	1407	1863	2831	流动比率	1.47	1.93	1.11	1.13	1.15
折旧摊销	282.40	396.84	0.00	857.96	977.96	速动比率	1.30	1.79	1.05	1.06	1.08
财务费用	134	263	356	606	705	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	0	0	-2165	744	-1853	总资产周转率	0.46	0.55	0.47	0.46	0.51
预收帐款增加	0	0	22	29	37	应收账款周转率	8	5	3	3	3
<b>投资活动现金流</b>	-1873	-323	-2207	-2015	-2035	应付账款周转率	8.52	9.30	14.36	15.66	15.55
公允价值变动收	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.71	1.06	0.88	1.16	1.76
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流 (最新	-0.82	1.24	2.73	0.17	2.01
<b>筹资活动现金流</b>	876	1071	7430	-2090	3246	每股净资产 (最新摊	4.01	5.03	4.00	4.83	6.07
应付债券增加	0	0	-1892	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	-25	-25	-25	P/E	53.52	35.85	43.41	32.78	21.58
普通股增加	320	13	656	0	0	P/B	9.48	7.55	9.49	7.87	6.26
资本公积增加	-209	95	0	0	0	EV/EBITDA	31.82	20.14	24.73	17.65	13.09
<b>现金净增加额</b>	-771	1178	4397	274	3239						

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 杨行远

化学博士，2015年加盟东兴证券研究所，四年化工行业工作经验。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。