

业绩高速增长，价值凸显

——康得新（002450）事件点评

2016年02月26日

强烈推荐/维持

康得新

事件点评

事件：

2016年2月26日，公司发布业绩快报预计2015年公司营业收入75.98亿元，归属上市公司股东净利润14.17亿元，EPS 0.99元；营业利润、利润总额和归属上市公司股东的净利润同比分别增长42.79%、42.19%、41.30%。

主要观点：

1. 公司的业绩增速超越市场预期

公司Wind机构预测值EPS在0.85-0.91之间，一致预测值为0.89元，而此次公司预告的2015年EPS为0.99元，大大超越了市场预期。

公司的业绩增速基本符合我们之前预测，我们此前预测公司2015年营业收入72.19亿元，归属上市公司股东净利润14.08亿元，分别偏差-5.0%和-0.6%。公司的业绩超预期增长主要来自光学膜预涂膜销售收入和毛利率的大幅度提高；同时，通过强化内部管理和费用支出，期间费用率同比下降。

2. 预涂膜、光学膜双轮驱动

公司预涂膜和光学膜两大产业群共同构筑了公司“膜”帝国的基石，成为公司业绩的稳定剂。公司拥有4.4万吨的预涂膜产能，是全球最大的预涂膜生产企业，拥有从基材到覆膜机再到预涂膜的预涂膜全产业链；至2016年底预计公司将拥有3.4亿平的光学膜产能，是世界唯一全产业链、高集中度的光学膜企业。

随着光学膜的产能逐渐释放和光学膜、预涂膜新产品销售占比的不断提高，未来两年公司的膜业务将有望继续保持接近30%的高速增长率。

3. 裸眼3D全球引领者

公司在柱镜式裸眼3D技术上处于全球领导地位，并具备工业化量

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

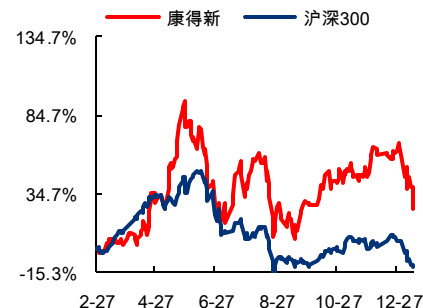
执业证书编号：

S1480115060007

交易数据

52周股价区间（元）	29.9-32.18
总市值（亿元）	480.87
流通市值（亿元）	427.87
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	2.15

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）事件点评：高价增持，逆流直上》2015-12-17
- 2、《康得新（002450）公司深度：多面“膜”王》2015-12-01
- 3、《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
- 4、《康得新：光学膜投产，业绩如期释放》2013-08-26

产能力。通过“一体两翼”的战略布局, 携手硬件生产商和 3D 内容提供商, 打造了一个国内最强的裸眼 3D 联盟, 成为全球唯一整套裸眼 3D 专利持有者和裸眼 3D 全产业链制造商和服务提供商。

同时, 近期公司和印度 EPICA 公司签署战略合作协议, 并通过子公司投资控股荷兰 Dimenco 公司。裸眼 3D 市场的海外战略布局逐渐浮出水面。未来随着裸眼 3D 这个千亿级别的细分市场的开拓, 我们预计将给公司带来超过百亿元的销售收入增量和千亿市值的增长空间。

4、声色未动的碳纤维车用材料擎柱者

随着新能源汽车和车体材料轻量化的飞速发展, 碳纤维复合材料正式进入跨越式扩张期, 目前公司控股股东已实现了碳纤维材料产业链上下游一体化整合, 初步形成了具有极强竞争力的产业群。随着 2016 年碳纤维一期 1700 吨产能建成, 我们预计 2017 年起, 碳纤维复合材料将给控股股东带来 7-9 亿元营业收入, 提供超过 50% 的高额毛利率, 并随着我国新能源汽车市场高速发展而飞速增长。

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 75.44 亿元、96.85 亿元和 126.79 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 15.63 亿元、19.93 亿元和 29.84 亿元; 每股收益分别为 0.98 元、1.24 元和 1.86 元, 对应 PE 分别为 30.77、24.13 和 16.12。按 2016 年 35-40 倍 PE, 对应目标价位 45-52 元, 给予公司“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
流动资产合计	3968	6854	14791	14460	20383	营业收入	3193	5208	7544	9685	12679
货币资金	2675	4193	8978	9146	12423	营业成本	2033	3172	4547	5700	7095
应收账款	431	1770	4113	3293	5178	营业税金及附加	17	22	36	44	59
其他应收款	5	16	23	30	39	营业费用	54	99	159	228	333
预付款项	156	162	389	537	806	管理费用	217	400	546	722	931
存货	464	495	822	960	1239	财务费用	134	263	369	624	714
其他流动资产	183	180	297	349	460	资产减值损失	8.66	78.91	43.79	61.35	52.57
非流动资产合计	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	营业利润	729	1175	1843	2306	3494
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
资产总计	7963	10877	20357	21120	28045	利润总额	739	1187	1854	2318	3506
流动负债合计	2691	3544	13247	12626	17472	所得税	80	187	292	327	524
短期借款	1911	1799	12329	11132	15916	净利润	660	1000	1562	1991	2983
应付账款	541	578	436	786	829	少数股东损益	1	-3	-1	-2	-1
预收款项	20	36	59	88	127	归属母公司净利润	659	1003	1563	1993	2984
一年内到期的非	43	705	249	249	249	EBITDA	1146	1834	2830	3788	5186
非流动负债合计	1473	2506	518	487	456	BPS (元)	0.71	1.06	0.98	1.24	1.86
长期借款	570	544	519	494	469	主要财务比率					
应付债券	893	1892	0	0	0	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
负债合计	4165	6050	13765	13113	17929	成长能力					
少数股东权益	32	32	32	30	29	营业收入增长	42.87%	63.12%	44.85%	28.38%	30.91%
实收资本 (或股	940	952	1608	1608	1608	营业利润增长	49.14%	61.01%	56.91%	25.13%	51.53%
资本公积	1527	1622	1622	1622	1622	归属于母公司净利	55.84%	27.52%	55.84%	27.52%	49.72%
未分配利润	1249	2166	3166	4469	6398	获利能力					
归属母公司股东	3766	4794	6547	7963	10074	毛利率 (%)	36.33%	39.10%	39.72%	41.14%	44.04%
负债和所有者权	7963	10877	20343	21106	28031	净利率 (%)	20.66%	19.21%	20.70%	20.56%	23.52%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
						ROE (%)					
						17.49%					
						20.92%					
						23.87%					
						25.03%					
						29.62%					
						偿债能力					
经营活动现金流	226	430	-869	4612	2146	资产负债率 (%)	52%	56%	68%	62%	
净利润	660	1000	1562	1991	2983	流动比率	1.47	1.93	1.12	1.15	1.17
折旧摊销	282.40	396.84	0.00	857.96	977.96	速动比率	1.30	1.79	1.05	1.07	1.10
财务费用	134	263	369	624	714	营运能力					
应收账款减少	0	0	-2343	820	-1885	总资产周转率	0.46	0.55	0.48	0.47	0.52
预收帐款增加	0	0	23	30	38	应收账款周转率	8	5	3	3	3
投资活动现金流	-1873	-323	-2207	-2015	-2035	应付账款周转率	8.52	9.30	14.87	15.85	15.70
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.71	1.06	0.97	1.24	1.86
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流 (最新	-0.82	1.24	2.98	0.10	2.04
筹资活动现金流	876	1071	7860	-2428	3166	每股净资产 (最新摊	4.01	5.03	4.07	4.95	6.26
应付债券增加	0	0	-1892	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	-25	-25	-25	P/E	42.11	28.21	30.77	24.13	16.12
普通股增加	320	13	656	0	0	P/B	7.46	5.94	7.35	6.04	4.77
资本公积增加	-209	95	0	0	0	EV/EBITDA	25.18	15.93	18.45	13.42	10.08
现金净增加额	-771	1178	4785	168	3277						

资料来源: 公司财报、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。

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。

联系人简介

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。