



毛利率回升，盈利将持续向好

——康得新（002450）一季度财报点评

2016年04月29日

强烈推荐/维持

康得新

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
杨行远	分析师	执业证书编号：S1480115060007
	yangxy@dxzq.net.cn	010-66554024

事件：

公司一季度实现营收 20.08 亿元，同比增长 33.81%；归母净利润 3.99 亿元，同比增长 36.15%，每股盈利 0.25 元。同时，公司预计 2016 年上半年归母净利润为 8.90~9.56 亿元，同比增长 35%~45%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
营业收入（百万元）	1228.38	1555.5	1500.35	1800.77	1913.79	2244.46	2007.6
增长率（%）	59.52%	70.42%	22.86%	49.69%	55.80%	44.29%	33.81%
毛利率（%）	38.64%	41.52%	37.88%	38.13%	39.37%	34.62%	38.82%
期间费用率（%）	12.47%	16.99%	13.79%	13.66%	13.78%	14.37%	14.25%
营业利润率（%）	23.70%	22.75%	22.85%	24.24%	22.64%	18.85%	23.74%
净利润（百万元）	250.52	298.70	290.99	365.08	366.97	381.88	398.76
增长率（%）	39.99%	55.34%	39.78%	50.35%	46.48%	27.85%	37.04%
每股盈利（季度，元）	0.26	0.31	0.31	0.25	0.26	0.24	0.25
资产负债率（%）	56.89%	55.62%	52.84%	57.36%	59.78%	49.83%	50.06%
净资产收益率（%）	5.56%	6.19%	5.66%	6.75%	6.19%	4.14%	4.13%
总资产收益率（%）	2.40%	2.75%	2.67%	2.88%	2.49%	2.08%	2.06%

观点：

- 公司一季度实现营收20.08 亿元，同比增长33.81%，虽然增速较去年四季度环比放缓，但和2015年同期的增速相比却显著提高。我们认为这主要是公司光学膜中的高档品种——车窗膜和3D膜的销售大幅增长所致，未来3个季度，随着车窗膜和3D销售的继续稳步放量，公司的营收增速将进一步提高。
- 公司一季度的毛利率回升至38.82%，不仅远高于去年四季度34.62%的毛利率，且高于去年一季度37.88%的毛利率，不论环比还是同比均出现了较大幅度的回升。我们认为产品的更新换代和结构优化是导致公司毛利率在今年一季度大幅回升的主要原因。在传统的预涂膜业务中，公司不断开拓新的市场，从以印刷包装纸塑复合为主体的产品转向铁塑、木塑、塑塑、布塑等更广阔的应用领域，借助规模化的全产业链优势，以预涂技术为中心进行扩展，不断提高预涂膜业务的毛利率；在光学膜业务中，公司不断开发新的高附加值品类，打造了以车窗膜和3D为突破的新的增长点，不断优化产品结构，提高光学膜业务的

毛利率。未来3个季度,随着产品结构的进一步优化和高档品种销售比例的进一步提高,公司的毛利率有望进一步提高;同时有望于2016年底建成的柔性材料,将为公司打开另一片市场蓝海,成为公司盈利新的增长点。

- 公司拥有目前最有前景和竞争力的裸眼3D解决方案,是全球唯一整套裸眼3D专利持有者和裸眼3D全产业链制造商和服务提供商,直面千亿级别的细分市场。公司已同华为、长虹、联想等多家国内外主流厂商展开合作,将公司的裸眼3D技术应用于电视、智能手机、平板、笔记本、显示器等多种光电显示媒介。我们预测公司今年裸眼3D业务有望大幅放量,全年约能有600-800万台的合作量,保守估计将给公司带来4-7亿元的营收增长。
- 公司国内碳纤维材料市场的王旗将在不远的未来迎风升起。目前公司初步形成了具有极强竞争力的上下游一体化的新能源汽车产业群。随着2016年碳纤维一期1700吨产能的建成,我们预计从2017年起,碳纤维复合材料将给公司带来7-9亿元的营业收入,提供50%左右的高额毛利率,并随着我国新能源汽车市场的高速发展而飞速增长。此外,由于控股中安信的是康得集团,未来可能的资本注入或者重组或许也值得期待。
- 大尺寸触控产能形成,放量可期。早在2011年试生产的光学膜示范线上,公司就布局了ITO膜的相关产能,并在2013年增发募投的2亿平米光学膜项目里再次布局了ITO膜生产线,并于2013年1月形成产能。目前,经过5年多的沉淀和技术积累,公司突破了均匀镀膜、低阻值等在大尺寸显示屏上实现薄膜触控的关键,并形成了年产20万片的40寸屏以上大尺寸触控屏幕的工业化产能,直面另一片市场蓝海。

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2016年-2018年营业收入分别为104.51亿元、148.28亿元和209.86亿元,归属于上市公司股东净利润分别为20.15亿元、29.07亿元和41.34亿元;每股收益分别为1.25元、1.81元和2.57元,对应PE分别为25.96、17.99和12.66。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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	6854	14087	20645	25988	39959	营业收入	5208	7459	10451	14828	20986
货币资金	4193	10087	12437	16545	25589	营业成本	3172	4674	6503	8895	12434
应收账款	1770	2794	5698	6226	9371	营业税金及附加	22	37	48	71	98
其他应收款	16	14	20	29	41	营业费用	99	164	266	439	720
预付款项	162	590	914	1543	2293	管理费用	400	570	801	1135	1607
存货	495	527	1176	1306	2037	财务费用	263	305	412	810	1214
其他流动资产	180	23	173	130	253	资产减值损失	78.91	71.43	75.17	73.30	74.24
非流动资产合计	4022	4281	5680	6767	7777	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	33	33	33	33	投资净收益	0.00	-1.84	0.00	0.00	0.00
固定资产	3403.4	3462.0	#####	6241.6	7287.8	营业利润	1175	1636	2346	3406	4839
无形资产	234	421	379	337	295	营业外收入	15.74	12.53	14.13	13.33	13.73
其他非流动资产	79	78	135	98	104	营业外支出	2.86	1.96	2.41	2.19	2.30
资产总计	10877	18368	26325	32755	47735	利润总额	1187	1646	2358	3417	4850
流动负债合计	3544	7306	15778	20518	32945	所得税	187	241	346	514	720
短期借款	1799	3356	14093	17925	29999	净利润	1000	1405	2012	2903	4130
应付账款	578	789	624	1167	1412	少数股东损益	-3	-5	-4	-4	-4
预收款项	36	64	100	153	226	归属母公司净利润	1003	1409	2015	2907	4134
一年内到期的非流	705	1437	729	729	729	EBITDA	1834	2553	3394	5091	7049
非流动负债合计	2506	1847	-130	-469	-814	BPS (元)	1.06	0.98	1.25	1.81	2.57
长期借款	544	211	-122	-456	-789	主要财务比率					
应付债券	1892	1491	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	6050	9153	15648	20049	32130	成长能力					
少数股东权益	32	36	32	28	25	营业收入增长	63.12%	43.23%	40.11%	41.88%	41.53%
实收资本(或股本)	952	1609	1609	1609	1609	营业利润增长	61.01%	39.28%	43.41%	45.18%	42.07%
资本公积	1622	4056	4056	4056	4056	归属于母公司净利润	43.00%	44.26%	43.00%	44.26%	42.18%
未分配利润	2166	3190	4328	5821	8049	获利能力					
归属母公司股东权	4794	9179	10601	12634	15537	毛利率(%)	39.10%	37.34%	37.77%	40.01%	40.75%
负债和所有者权	10877	18368	26281	32711	47692	净利率(%)	19.21%	18.83%	19.25%	19.58%	19.68%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2018E	9.22%	7.67%	7.66%	8.88%	8.66%	
经营活动现金流						偿债能力					
430	907	-2563	4333	1838	1838	资产负债率(%)	56%	50%	60%	61%	
净利润	1000	1405	2012	2903	4130	流动比率	1.93	1.93	1.31	1.27	
折旧摊销	396.84	612.33	0.00	875.87	995.87	速动比率	1.79	1.86	1.23	1.20	
财务费用	263	305	412	810	1214	营运能力					
应收账款减少	0	0	-2904	-528	-3145	总资产周转率	0.55	0.51	0.47	0.50	
预收帐款增加	0	0	36	53	73	应收账款周转率	5	3	2	2	
投资活动现金流	-323	-318	-2108	-2034	-2078	应付账款周转率	9.30	10.91	14.80	16.56	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	47	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.06	0.98	1.25	1.81	
投资收益	0	-2	0	0	0	每股净现金流(最新)	1.24	3.53	1.46	2.55	
筹资活动现金流	1071	5089	7021	1809	9284	每股净资产(最新摊)	5.03	5.71	6.59	7.85	
应付债券增加	0	0	-1491	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	-333	-333	-333	P/E	30.68	33.18	25.96	17.99	
普通股增加	13	656	0	0	0	P/B	6.46	5.70	4.94	4.14	
资本公积增加	95	2434	0	0	0	EV/EBITDA	17.30	19.08	16.08	10.60	
现金净增加额	1178	5677	2350	4108	9044						

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。