

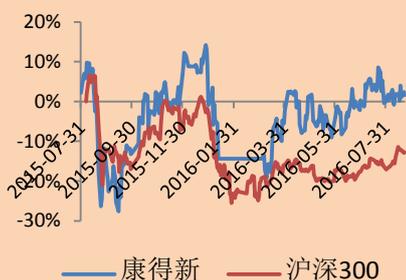


康得新 (002450)

投资评级: 买入

报告日期: 2016-08-24

股价走势:



研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 蒋园园
0551-65161837

联系人: 李超齐
0551-65161591

光学膜维持高增速, 新布局落地加速

——康得新 2016 半年报点评

事件

康得新 2016 年上半年实现营业收入 44.99 亿元, 同比增长 36.29%, 实现营业利润 10.65 亿元, 同比增长 36.71%; 归属于上市公司股东的净利润 8.98 亿元, 同比增长 36.26%, 实现每股收益 0.28 元, 同比增长 21%。

主要观点:

□ 光学膜业务维持高增速, 印刷包装类产品业绩贡献向好

公司上半年实现营业收入 44.99 亿元, 同比增长 36.29%, 综合毛利率为 37.82%, 较去年同期降 1.09 个百分点。其中, 核心主业光学膜业务受产品结构调整和产能升级的推动维持高增速, 上半年公司光学膜业务实现营收 36.25 亿元, 同比增 43.85%, 毛利率为 37.77%, 较去年同期降 2.21 个百分点。印刷包装类用膜实现营收 7.62 亿元, 同比增 16.84%, 毛利率为 38.05%, 较去年增 3.29 个百分点, 维持业绩贡献向好的态势。销售费用、管理费用、财务费用同比增速分别为 72.91%、34.37%、0.55%, 增速与去年同期整体相当, 管理费用增速加快主要是职工薪酬及研发提升所致。

□ 定增过会, 夯实公司未来增长动力

8 月 22 日公司定增顺利过会, 公司此次定增拟向大股东募集资金不超过 48 亿, 其中 15 亿元用于年产 1.02 亿先进高分子膜材料项目, 23 亿用于年产 1 亿片裸眼 3D 模组产品。8 月份以来市场上液晶价格大涨带动 LCD 背光模组需求提升, 公司光学膜产品是背光模组的重要耗材供应商。公司光学膜二期项目今年四月份已投产并开始贡献业绩, 2016 年中期该项目贡献营收达 5.12 亿, 本次定增先进高分子膜材料项目质地更优良, 市场前景更多维、广阔, 夯实了公司复合膜材料主业的持续增长根基。公司通过外延式并购重组已经搭建起全球领先的裸眼 3D 技术平台, 借助大屏触控、VR/AR 全息显示、柔性显示等布局, 公司具备了完备的新型显示技术产业布局和生态链。目前公司已经介入 3D 互动娱乐平台, 1 亿片裸眼 3D 模组项目有望成为公司未来新的业绩增长极。

□ 碳纤维及部件四季度有望投产, 新能源汽车轻量化平台布局初见成效

公司通过合资及参股的方式, 与康得集团联手成功完成了新能源汽车碳纤维车体及部件产业生态链的布局, 包括: 位于慕尼黑的 KDX 欧洲复合材料研发中心、KDX 雷丁汽车轻量化设计中心、以及德国 GFG 公司和 SGL 公司的大批量自动化生产技术支持、康得复合材料的工业 4.0 版智能化碳纤维车体及部件制造工厂。这一完整的生态链将为全球的整车企业提供从设计、研发、样件试制、检测、小批量生产到大规模供货的系统解决方案和全方位服务。7 月, 公司控股股东旗下中安信科技有限公司的碳纤维一期项目成功投产, 中安信科项目共两期, 预计产能约年产 15,000

吨原丝、5,100吨碳丝的高性能碳纤维，项目全部采用国际领先的干喷湿纺工艺，技术位居世界领先地位。首期建成1,700吨碳丝，5,100吨原丝，是国内单体规模最大的高性能碳纤维生产线，为新能源电动车碳纤维轻量化生态平台建立了重要的基础。同时，总投资30亿，全球规模最大智能化4.0版的年产150万件，新能源电动车碳纤维部件生产制造基地，2016年四季度望投产。

□盈利预测与估值

公司目前已形成高分子材料、智能新兴显示、互联网智能应用、新能源汽车四大产业板块。其中高分子功能膜领域，公司已经成为世界级的龙头企业，其中光学膜仍然有巨大的增长空间；智能新兴显示领域，公司已在裸眼3D、大触摸屏、VR/AR领域打造了显示-内容-应用的全生态产业链；公司和大股东在碳纤维汽车轻量化领域进行了全方位布局；目前公司光学膜项目望维持高增长，业绩保障无忧，新布局业务加速落地，业绩弹性值得期许。我们预计公司2016-2018年的EPS分别为0.65元、1.03元、1.36元，对应的PE分别为27倍、17倍、13倍，维持“买入”评级。

盈利预测：

单位：百万元

财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7459	10443	14412	19456
营业收入同比 (%)	43%	40%	38%	35%
归属母公司净利润	1409	2112	3334	4396
净利润同比 (%)	41%	50%	58%	32%
毛利率 (%)	37.3%	35.4%	37.3%	36.7%
ROE (%)	15.2%	16.6%	21.1%	22.1%
每股收益	0.44	0.65	1.03	1.36
P/E	40.80	27.26	17.27	13.10
P/B	6.27	4.53	3.65	2.90
EV/EBITDA	27	19	12	9

华安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	14,087	18,703	24,226	31,272	营业收入	7,459	10,443	14,412	19,456
现金	10,087	13,477	16,583	20,845	营业成本	4,674	6,746	9,039	12,321
应收账款	2,808	2,980	4,827	6,465	营业税金及附加	37	54	71	93
其他应收款	14	23	35	43	销售费用	164	334	324	464
预付账款	590	879	1,290	2,029	管理费用	570	835	1,127	1,539
存货	527	1,120	1,310	1,740	财务费用	305	2	(50)	(110)
其他流动资产	61	223	181	152	资产减值损失	71	1	(1)	0
非流动资产	4,281	3,797	3,350	2,899	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	33	11	15	20	投资净收益	(2)	(0)	(1)	(1)
固定资产	3,462	3,243	3,024	2,804	营业利润	1,636	2,470	3,902	5,148
无形资产	421	393	367	343	营业外收入	13	13	13	14
其他非流动资产	364	150	(55)	(268)	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	18,368	22,501	27,577	34,171	利润总额	1,646	2,481	3,913	5,159
流动负债	7,306	7,655	9,244	11,552	所得税	241	372	587	774
短期借款	3,356	3,288	3,206	3,105	净利润	1,405	2,109	3,326	4,385
应付账款	789	1,388	1,678	2,301	少数股东损益	(5)	(3)	(8)	(10)
其他流动负债	3,161	2,979	4,360	6,146	归属母公司净利润	1,409	2,112	3,334	4,396
非流动负债	1,847	1,848	2,138	2,183	EBITDA	2,148	2,719	4,097	5,281
长期借款	211	211	211	211	EPS (元)	0.44	0.65	1.03	1.36
其他非流动负债	1,636	1,637	1,927	1,971					
负债合计	9,153	9,503	11,382	13,735					
少数股东权益	36	33	25	15					
股本	1,609	3,227	3,227	3,227					
资本公积	4,056	4,009	4,009	4,009					
留存收益	3,515	5,461	8,524	12,570					
归属母公司股东权益	9,179	12,697	15,760	19,806					
负债和股东权益	18,368	22,233	27,167	33,555					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	907	2,555	2,865	4,415
净利润	1,405	2,112	3,334	4,396
折旧摊销	207	247	245	244
财务费用	327	2	(50)	(110)
投资损失	2	0	1	1
营运资金变动	121	194	(656)	(106)
其他经营现金	(1,156)	(2)	(9)	(10)
投资活动现金流	(318)	68	(4)	(6)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(33)	22	(4)	(5)
其他投资现金	(285)	46	(1)	(1)
筹资活动现金流	5,089	561	104	(354)
短期借款	1,557	(68)	(82)	(101)
长期借款	(333)	0	0	0
普通股增加	656	1,619	0	0
资本公积增加	2,434	(47)	0	0
其他筹资现金	775	(943)	186	(252)
现金净增加额	5,677	3,184	2,964	4,055

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	43.23%	40.00%	38.00%	35.00%
营业利润	39.28%	50.98%	57.98%	31.94%
归属于母公司净利润	40.55%	49.84%	57.86%	31.85%
获利能力				
毛利率(%)	37.34%	35.40%	37.28%	36.67%
净利率(%)	18.90%	20.22%	23.13%	22.59%
ROE(%)	15.25%	16.57%	21.07%	22.13%
ROIC(%)	31.13%	38.39%	46.00%	51.02%
偿债能力				
资产负债率(%)	49.83%	42.74%	41.90%	40.93%
净负债比率(%)	-97.43%	-84.99%	-80.67%	-77.90%
流动比率	1.93	2.44	2.62	2.71
速动比率	1.86	2.30	2.48	2.56
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.51	0.58	0.63
应收账款周转率	3.27	3.63	3.72	3.47
应付账款周转率	10.91	9.59	9.40	9.78
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.65	1.03	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.79	0.89	1.37
每股净资产(最新摊薄)	2.85	3.94	4.89	6.14
估值比率				
P/E	40.8	27.3	17.3	13.1
P/B	6.3	4.5	3.6	2.9
EV/EBITDA	26.82	19.13	12.26	8.91

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。