

中小股票

2016年12月30日

康得新 (002450)

——员工持股方案进入购买阶段，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：2016年12月29日

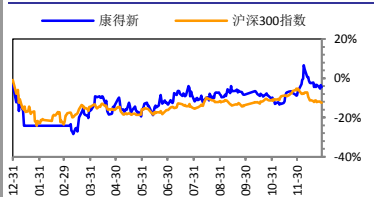
收盘价(元)	18.81
一年内最高/最低(元)	37.08/15.91
市净率	4.4
息率(分红/股价)	0.48
流通A股市值(百万元)	54096
上证指数/深证成指	3096.10 / 10159.45

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	4.26
资产负债率%	40.60
总股本/流通A股(百万)	3524/2876
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：获中植集团青睐，长期看好公司新材料布局，维持“买入”评级》2016/12/05

《康得新(002450)点评：推出员工持股方案，共享公司发展果实，维持“买入”评级》2016/11/17

证券分析师

孟焱勇 A0230513010001
mengyy@swsresearch.com

研究支持

任慕华 A0230115080004
renmh@swsresearch.com

联系人

任慕华
(8621)23297818x7568
renmh@swsresearch.com

投资要点：

- **公司公告**：12月28日—12月29日，公司2016年员工持股计划合计以均价19.23元买入约2920.08万股本公司股票，占公司总股本的比例为0.83%。
- **员工持股开始购买，激发公司员工凝聚力**。参加本计划的范围含公司及控股子公司的正式员工，以及符合本计划（草案）规定的条件并经董事会同意的其他人员，计划存续期24个月，锁定期12个月，认购信托计划筹集资金不超过6亿元，其中员工持股计划筹集资金不超过2亿元。本次计划覆盖了公司500名员工，较去年面向380名员工的持股计划覆盖面更广，并且三倍杠杆的使用也体现了公司对未来发展的信心，我们认为，在未来一段时间，员工持股计划将陆续通过直接或间接方式取得公司股票。
- **新型智能显示板块是公司今年的一大主要看点，同时依托于此发展互联网智能应用**。公司在先进高分子材料的基础上成功地通过模块化、系统化解方案的产业化延伸，打造了新兴显示技术产业板块，裸眼3D领域处于行业领导水平，拥有全球唯一的裸眼3D全产业链，实行显示端、内容端、应用端“三端齐发”战略，形成完整的裸眼3D生态系统。并且通过布局裸眼3D、VR/AR、大屏触控不断完善自己的产品线，并取得显著进展。**未来亮点在基于碳纤维复合材料布局的新能源汽车领域**。目前中安信碳纤维生产情况良好，T700良率较高，复合材料预计年底即将投产，上市公司未来将依托于在材料领域的优势，为新能源汽车提供包括碳纤维复合材料、轻量化设计、智能显示、3D显示、智能控制机操作系统等模块化解决方案，引领新能源汽车及传统汽车走向个性化、轻量化、智能化、系统化。
- **形成新材料、全产业、大生态布局，打造基于先进高分子材料世界级生态，维持“买入”评级**。公司打造基于先进高分子复合材料的世界级企业，传统行业空间巨大，未来将打造光学膜产业链的工业4.0；智能显示（裸眼3D、VR、大屏触控、柔性显示）方面从提供硬件解决方案到提供内容平台；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、智能显示产业、新能源电动车、互联网智能应用四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2016-2018年归属于母公司所有者净利润20.22、29.81、41.3亿元，增发完成后全面摊薄每股收益分别为0.57、0.85、1.17元，对应PE分别为33、22、16倍。**

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7,459	7,157	10,650	14,521	19,458
同比增长率(%)	43.23	37.24	42.77	36.35	34.00
净利润(百万元)	1,409	1,415	2,022	2,981	4,130
同比增长率(%)	40.56	37.74	43.46	47.43	38.54
每股收益(元/股)	0.88	0.40	0.57	0.85	1.17
毛利率(%)	37.3	37.3	36.7	38.1	39.3
ROE(%)	15.4	9.4	18.1	21.0	22.6
市盈率	22		33	22	16

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



申万宏源研究微信服务号

表 1: 利润表

单位: 百万元、元/股	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	3,193	5,208	7,459	10,650	14,521	19,458
二、营业总成本	2,463	4,034	5,822	8,258	10,990	14,562
其中: 营业成本	2,033	3,172	4,674	6,740	8,991	11,810
营业税金及附加	17	22	37	48	69	84
销售费用	54	99	164	240	309	401
管理费用	217	400	570	825	1,097	1,455
财务费用	134	263	305	390	502	789
资产减值损失	9	79	71	15	21	24
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	(2)	(2)	0	0
三、营业利润	729	1,175	1,636	2,390	3,531	4,896
加: 营业外收入	10	16	13	40	19	22
减: 营业外支出	0	3	2	0	0	0
四、利润总额	739	1,187	1,646	2,430	3,550	4,918
减: 所得税	80	187	241	409	568	787
五、净利润	660	1,000	1,405	2,021	2,982	4,131
少数股东损益	1	(3)	(5)	(1)	1	1
归属于母公司所有者的净利润	659	1,003	1,409	2,022	2,981	4,130
六、基本每股收益	0.71	1.06	0.98	0.57	0.85	1.17
全面摊薄每股收益	0.20	0.31	0.44	0.57	0.85	1.17

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 2: 毛利拆分表

单位: 百万元		2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
印刷包装类用膜	收入	1259	1406	1536	1366	1435	1531	1715
	成本	911	935	985	873	918	980	1097
	毛利	348	471	551	494	516	551	617
	毛利率	28%	33%	36%	36%	36%	36%	36%
	收入占比	57%	46%	30%	18%	13%	11%	9%
	毛利占比	49%	43%	28%	18%	13%	10%	8%
光学膜产品	收入	942	1621	3502	5807	3426	4112	4934
	成本	581	985	2071	3554	2638	3166	3799
	毛利	361	636	1431	2253	788	946	1135
	毛利率	38%	39%	41%	39%	23%	23%	23%
	收入占比	43%	54%	70%	78%	32%	28%	25%
	毛利占比	51%	57%	72%	81%	20%	17%	15%
隔热膜	收入					1400	1890	2240
	成本					700	945	1120
	毛利					700	945	1120
	毛利率					50%	50%	50%
	收入占比					13%	13%	12%
	毛利占比					18%	17%	15%

3D 图像业务	收入				560	800	1100	
	成本				347	496	682	
	毛利				213	304	418	
	毛利率				38%	38%	38%	
	收入占比				5%	6%	6%	
	毛利占比				5%	5%	5%	
裸眼 3D 显示模组	收入				960	1800	3240	
	成本				384	720	1296	
	毛利				576	1080	1944	
	毛利率				60%	60%	60%	
	收入占比				9%	12%	17%	
	毛利占比				15%	20%	25%	
装饰膜	收入				2599	3638	4730	
	成本				1585	2219	2885	
	毛利				1014	1419	1845	
	毛利率				39%	39%	39%	
	收入占比				24%	25%	24%	
	毛利占比				26%	26%	24%	
其他	收入		286		270	750	1500	
	成本		247		167	465	930	
	毛利		38		103	285	570	
	毛利率		13%		38%	38%	38%	
	收入占比		4%		3%	5%	8%	
	毛利占比		1%		3%	5%	7%	
合计	收入	2,201	3,027	5,038	7,459	10,650	14,521	19,458
	成本	1,492	1,920	3,056	4,674	6,740	8,991	11,810
	毛利	709	1,107	1,982	2,785	3,909	5,530	7,649
	毛利率	32%	37%	39%	37.34%	37%	38%	39%

资料来源：公司公告，申万宏源研究（注：2014/2015 年光学膜产品收入包括各个品类，2016-2018 年包括显示类光学膜及其他，汽车窗膜、装饰膜、3D 图像产品单独考虑，其他包括大屏触控、柔性显示及碳纤维复合材料等）

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。