

化工

2017年03月30日

# 康达新材 (002669)

——风电用环氧结构胶量价齐跌拖累业绩，期待17年抢装小高峰以及军工新材料领域的成长

报告原因：有信息公布需要点评

**增持** (维持)

投资要点：

市场数据： 2017年03月29日

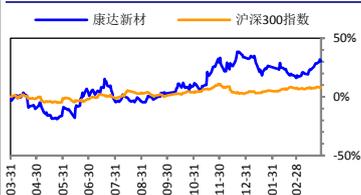
收盘价(元)	30.33
一年内最高/最低(元)	32.81/18.5
市净率	4.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	5178
上证指数/深证成指	3241.31 / 10520.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年12月31日

每股净资产(元)	6.97
资产负债率%	10.38
总股本/流通A股(百万)	231/171
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《康达新材(002669)点评：风电行业阶段性政策变化导致环氧结构胶收入下滑》  
2017/02/27

《新趋势，新周期——2017年基础化工投资策略(PPT)》  
2016/11/23

证券分析师

马昕晔 A0230511090002  
maxy@swsresearch.com  
宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔  
(8621)23297818×7433  
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- 公司发布2016年年报，2016年营业收入同比下滑18.3%报于5.94亿，归属于上市公司股东净利润同比下滑26.58%报于0.83亿，EPS为0.41元，基本符合预期，其中Q4单季归母净利润为0.15亿元(YoY-37.50%，QoQ-16.67%)。收入下滑的主要原因为2015年下游风电抢装高潮结束，主要产品环氧结构胶收入同比下滑35.9%；净利润下滑的主要原因为原材料MDI价格大幅上涨导致聚氨酯胶毛利率同比下滑1.85个百分点，同时公司加大研发费用的投入导致管理费用同比大幅上升11.3%，由于银行贷款及贴现增加，财务费用同比大增58.4%。
- 16年风电行业低迷导致主要产品环氧结构胶量价齐跌，但毛利率仍同比提升2.54个百分点至38.98%。在2018年标杆电价将再度下调的预期下，2017年仍将迎来一波抢装潮，公司是风电叶片领域用环氧树脂结构胶的绝对龙头，目前市占率已达70%，受益于强装潮，预计2017年环氧树脂结构胶销量和收入将迎来恢复性增长。
- 无溶剂聚氨酯复膜胶继续保持快速增长，产销量增速超过50%，在国内品牌无溶剂复膜胶市场上占有率领先。2016年公司聚氨酯胶收入同比大增69.16%，收入占比上升至18.14%（仅次于环氧胶的57.44%），但由于原材料价格大幅上涨毛利率同比下滑了1.85个百分点至20.52%。随着我国对食品包装溶剂残留的严格规定和发展环保包装的大势所趋，国内软包装企业对无溶剂包装复膜工艺的逐渐认可，消费升级所带来的替代空间广阔。公司复膜胶17年年底扩产达产后产能将达到1万吨/年，预计未来三年复膜胶收入的CAGR可以达到50%。
- 公司多个新材料产品将陆续投产，“一枝独秀”变为“百花齐放”，成为未来收入和利润的新增长点。环氧基体树脂是生产风电叶片和叶片模具的主体材料，目前正处于推广放量阶段，产能为2万吨/年。丁基材料主要用于光伏、风电以及汽车内饰等领域，丁基材料可以替代过去光伏组件中所用的硅胶，使光伏组件使用寿命从20年提升到40年，产品预计2018年投产，产能1万吨/年。
- 通过PI泡沫材料切入军用领域，未来军工新材料领域的成长值得期待。公司PI泡沫材料已实现工业化量产，我们测算每年新增舰艇需要3.2-4.8万m<sup>3</sup>PI材料，对应10-20亿元的市场空间，而返修市场的空间则更为巨大。公司2016年对于关联方大洋新材料的销售额约为1314.8万元，较16年1月份取得的首笔600多万军工订单增加了714.8万元，期待未来订单的持续放量。
- 盈利预测及投资评级：风电抢装小高峰将助力公司主要产品环氧树脂结构胶销量回暖，扩产的无溶剂复膜胶和募投项目的丁基材料预计将于2017年下半年以及18年达产，为未来两年业绩提供稳定增量，同时公司通过PI泡沫材料切入军用领域，未来军工新材料成长空间值得期待，公司定增顺利完成，发行总额8.5亿元，发行净额8.27亿元，共发行3080万股，发行价格27.60元/股，维持增持评级，维持盈利预测。预计2017-2019年归属上市公司股东净利润为1.09、1.60、2.08亿元，当前股价对应17-19年PE为65X、44X、34X。
- 风险提示：1) 风电行业持续不景气，环氧结构胶销量持续下滑；2) 新产品开拓不达预期；3) PI泡沫订单不达预期。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	727	594	851	1,131	1,450
同比增长率(%)	37.90	-18.29	43.25	32.90	28.21
净利润(百万元)	113	83	109	160	208
同比增长率(%)	60.98	-26.58	31.92	46.79	30.00
每股收益(元/股)	0.56	0.36	0.47	0.69	0.90
毛利率(%)	34.4	35.1	33.0	35.9	37.0
ROE(%)	15.6	5.1	16.4	17.9	-
市盈率	54	85	65	44	34

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

## 财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	527	727	594	851	1,131	1,450
营业收入同比增长率 (yoy)	64.17%	37.90%	-18.29%	43.30%	32.90%	28.20%
减: 营业成本	354	477	385	570	725	914
毛利率 (%)	32.77%	34.35%	35.12%	33.00%	35.90%	37.00%
减: 营业税金及附加	2	3	3	4	5	6
主营业务利润	171	247	206	277	401	530
主营业务利润率 (%)	32.40%	33.96%	34.64%	32.50%	35.50%	36.60%
减: 销售费用	42	57	51	75	105	135
减: 管理费用	40	48	54	64	95	122
减: 财务费用	2	3	4	3	5	7
经营性利润	88	139	97	135	196	266
经营性利润同比增长率 (yoy)	90.56%	59.12%	-30.14%	38.60%	45.20%	35.70%
经营性利润率 (%)	16.62%	19.18%	16.40%	15.90%	17.30%	18.30%
减: 资产减值损失	4	9	7	0	0	0
加: 投资收益及其他	0	0	0	0	0	0
营业利润	83	130	90	135	196	266
加: 营业外净收入	0	2	4	2	2	2
利润总额	83	132	95	137	198	268
减: 所得税	13	20	12	28	38	60
净利润	70	113	83	109	160	208
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	70	113	83	109	160	208
净利润同比增长率 (yoy)	73.74%	60.99%	-26.58%	31.90%	46.80%	30.00%
全面摊薄总股本	200	200	231	231	231	231
每股收益 (元)	0.35	0.56	0.41	0.47	0.69	0.90
归属母公司所有者净利润率 (%)	13.26%	15.48%	13.91%	12.80%	14.10%	14.30%
ROE	11.24%	15.62%	5.13%	16.40%	17.90%	-

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

## 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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 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。