



## 康得新 (002450)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-04-17

### 股价走势:



研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 蒋园园

0551-65161836

jiangyy\_1987@163.com

联系人: 李超齐

0551-65161591

lichaoqi.2008@163.com

# 光学膜维持业绩增长, 联手陶氏抢占量子点高地

事件: 公司发布 2016 年年报, 报告期内公司实现营收 92.32 亿元, 同比增长 22.11%; 归母净利润 19.62 亿元, 同比增长 36.45%。同时公司发布 2017 年一季度报, 一季度公司实现营收 27 亿元, 同比增长 32.67%; 归母净利润 5.41 亿元, 同比增长 31.07%。

### □ 产品结构调整, 公司业绩实现持续增长

2016 年度公司业绩的持续增长主要由于公司调整预涂膜及光学膜板块产品结构, 传统产品的占比逐步下降, 新兴产品随着市场的推广和认同, 占比逐步上升。2016 年度公司光学膜业务实现营业收入 75.16 亿元, 同比增长 27.19%, 已经占到公司营收的 81.4%。高端光学膜的不断投产, 使公司产品结构得到持续优化, 盈利水平显著提高, 2016 年公司综合毛利率达到 40.45%, 提升 3 个百分点。

### □ 光学膜二期将成未来几年业绩贡献主力

公司光学膜一期项目年产 2 亿平方米光学薄膜已经达产, 二期项目已于 2016 年 4 月正式开工奠基, 项目总投资约 120 亿元, 建设用地 490 亩, 项目计划建成 1 亿平方米先进高分子膜材料及 1 亿片裸眼 3D 模组。自 2017 年起公司二期光学膜项目将陆续建成投产, 在原有工艺技术基础上, 新增纳米多层层叠膜、多层特种隔热膜、多层高档装饰膜、水汽阻隔膜、隔热膜等高端高分子膜材料产品, 柔性材料以及一系列世界前沿的高端材料储备, 光学膜二期高端产品的销售单价将在公司现有水平上进一步提升, 并持续推动公司 2017 年至 2020 年的业绩成长。目前光学膜二期项目中已有 120 万平米水汽阻隔膜、1000-1200 万平米隔热膜、4000 吨光学级薄型 PET 基材投入, 将有效支持公司 17 年业绩增长。

### □ 碳纤维全布局, 引领国内汽车轻量化风潮

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平台的布局, 并已与北汽、上汽、广汽、长安汽车等几十家整车厂商形成战略联盟。目前康得集团投资的中安信公司一期年产 5000 吨原丝、1700 吨碳丝的生产线已经建成投产, 可稳定量产 T700、T800、T900、T1000、T1100 级别的高性能碳纤维材料, 良品率达到 97.5%。此外康得集团控股、康得新公司参股 18% 的康得复材项目也在积极推进, 一期产能年产 30 万件碳纤维复合材料部件已于 2016 年四季度建成投产, 并和北汽集团签订批量生产合同。公司在碳纤维领域的前瞻性全方位布局, 有望引领国内汽车轻量化风潮。

#### □ 携手陶氏化学，抢占量子点高地

公司与陶氏化学的子公司罗门哈斯签订关于共同合作开发并生产无镉量子点膜的《合作框架协议》。量子点膜是全球科技前沿材料，能够精准地还原色彩，具有色彩更纯正、性能稳定、寿命长、色域更广、亮度更高等优势，在液晶显示领域备受市场关注。由于镉具有高污染性，未来无镉量子点的占比将会逐步增大，预计 2017 年全球无镉无镉量子点材料的电视 800 万台，有镉量子点是 300 万台，预计到 2020 年无镉量子点电视 2300 万台，有镉量子点电视 400 万台。公司作为世界级光学膜龙头，客户资源丰富，本次合作可充分利用公司的客户优势，加快量子点膜的市场推广，也有利于公司率先抢占国内量子点市场的高地。

#### □ 盈利预测与估值

公司目前已形成先进高分子材料、新兴智能显示、互联网智能应用、新能源汽车四大产业板块。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，未来将为公司带来巨额的利润空间；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，随着新能源汽车的快速普及以及碳纤维材料成本降低，业绩释放一触即发。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.80 元、1.10 元、1.44 元，对应的 PE 分别为 23.18 倍、16.93 倍、12.97 倍，维持“买入”评级。

#### 盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9233	12187	15600	19500
收入同比(%)	24%	32%	28%	25%
归属母公司净利润	1963	2836	3885	5070
净利润同比(%)	39%	44%	37%	30%
毛利率(%)	40.5%	39.0%	40.0%	41.0%
ROE(%)	12.6%	15.9%	18.1%	19.4%
每股收益(元)	0.56	0.80	1.10	1.44
P/E	33.50	23.18	16.93	12.97
P/B	4.22	3.69	3.07	2.52
EV/EBITDA	21	14	10	7

资料来源：wind、华安证券研究所

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	21,775	27,326	33,401	40,844	<b>营业收入</b>	9,233	12,187	15,600	19,500
现金	15,389	20,204	23,890	28,479	营业成本	5,498	7,434	9,360	11,505
应收账款	4,822	5,045	6,826	8,930	营业税金及附加	82	55	70	88
其他应收款	22	30	36	47	销售费用	240	244	312	390
预付账款	741	1,040	1,537	2,000	管理费用	776	975	1,170	1,462
存货	601	942	1,094	1,353	财务费用	230	163	147	130
其他流动资产	200	66	18	35	资产减值损失	164	5	3	(2)
<b>非流动资产</b>	4,650	3,979	3,779	3,581	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	22	19	25	22	投资净收益	25	0	0	0
固定资产	3,086	2,890	2,695	2,500	<b>营业利润</b>	2,267	3,312	4,538	5,926
无形资产	505	471	440	410	营业外收入	37	0	0	0
其他非流动资产	1,037	599	620	649	营业外支出	2	0	0	0
<b>资产总计</b>	26,425	31,305	37,180	44,424	<b>利润总额</b>	2,302	3,312	4,538	5,926
<b>流动负债</b>	9,883	11,797	14,302	17,062	所得税	337	480	658	859
短期借款	4,818	4,790	4,756	4,716	<b>净利润</b>	1,965	2,832	3,880	5,067
应付账款	625	1,152	1,365	1,590	少数股东损益	2	(4)	(5)	(3)
其他流动负债	4,439	5,855	8,180	10,756	<b>归属母公司净利润</b>	1,963	2,836	3,885	5,070
<b>非流动负债</b>	940	1,674	1,465	1,272	<b>EBITDA</b>	2,735	3,704	4,912	6,281
长期借款	290	290	290	290	<b>EPS (元)</b>	0.56	0.80	1.10	1.44
其他非流动负	650	1,384	1,175	982					
<b>负债合计</b>	10,823	13,471	15,767	18,334					
少数股东权益	21	17	12	9					
股本	3,529	3,530	3,530	3,530					
资本公积	6,706	6,329	6,329	6,329					
留存收益	5,348	7,958	11,543	16,222					
归属母公司股东权	15,581	17,817	21,402	26,081					
<b>负债和股东权益</b>	26,425	31,305	37,180	44,424					

  

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	(48)	4,405	4,256	5,367
净利润	1,965	2,836	3,885	5,070
折旧摊销	238	229	227	225
财务费用	240	163	147	130
投资损失	(25)	0	0	0
营运资金变动	(1,322)	1,177	(0)	(53)
其他经营现金	(1,143)	0	(2)	(5)
<b>投资活动现金流</b>	(573)	380	(6)	3
资本支出	0	0	0	0
长期投资	11	4	(6)	3
其他投资现金	(584)	376	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	5,708	33	(563)	(781)
短期借款	1,462	(28)	(34)	(40)
长期借款	79	0	0	0
普通股增加	1,920	1	0	0
资本公积增加	2,650	(376)	0	0
其他筹资现金	(403)	437	(530)	(741)
<b>现金净增加额</b>	5,087	4,819	3,687	4,589

  

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	23.77%	32.00%	28.00%	25.00%
营业利润	38.61%	46.07%	37.03%	30.58%
归属于母公司净利润	39.27%	44.49%	36.98%	30.49%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	40.45%	39.00%	40.00%	41.00%
净利率(%)	21.26%	23.27%	24.91%	26.00%
ROE(%)	12.59%	15.88%	18.12%	19.42%
ROIC(%)	39.92%	46.92%	80.53%	109.39%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	40.96%	43.03%	42.41%	41.27%
净负债比率(%)	-81.60%	-89.79%	-83.35%	-76.76%
流动比率	2.20	2.32	2.34	2.39
速动比率	2.14	2.24	2.26	2.31
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.41	0.42	0.46	0.48
应收账款周转率	2.43	2.48	2.64	2.49
应付账款周转率	13.06	13.71	12.39	13.20
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.80	1.10	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.01)	1.25	1.21	1.52
每股净资产(最新摊薄)	4.41	5.05	6.06	7.39
<b>估值比率</b>				
P/E	33.5	23.2	16.9	13.0
P/B	4.2	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA	21.28	14.29	9.99	7.04

资料来源：华安证券研究所

## 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。