

分析师：顾敏豪

执业证书编号：S0730512100001

联系方式：021-50588666-8012

gumh00@ccnew.com

业绩维持高增长，光学膜二期项目保障未来成长

——康得新（002450）2016 年年报点评报告

证券研究报告-公司点评

增持（调降）

发布日期：2017 年 4 月 17 日

报告关键要素：

2016年以来公司产品结构不断优化，中高端产品陆续推出，推动公司业绩延续高增长。2016年公司共实现营业收入92.33亿元，增长22.11%，净利润19.63亿元，增长36.45%。2017年一季度公司实现收入27亿元，增长32.67%，净利润5.41亿元，增长31.07%，保持了快速增长的态势。未来光学膜二期项目将陆续投产，水汽阻隔膜、隔热膜、柔性材料等高端产品不断推出，为公司未来业绩增长提供有力支撑。公司打造高分子新材料、智能新兴显示、新能源汽车与互联网智能应用四大业务板块，各板块整合完成将为公司带来新的成长空间。预计公司2017、2018年EPS分别为0.76元和0.95元，以4月14日收盘价18.63元计算，对应PE分别为24.48倍和19.53倍。目前估值相对行业水平合理，调降为“增持”的投资评级。

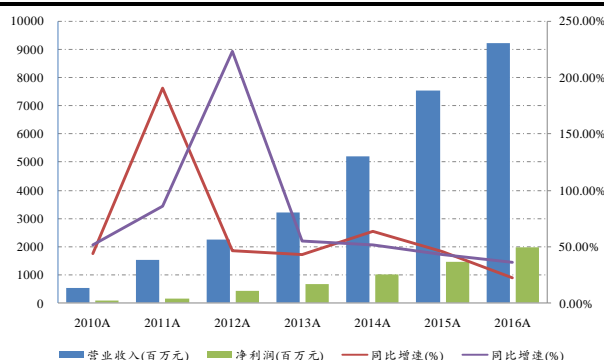
事件：

- **康得新（002450）发布2016年年报及2017年一季度报。**2016年，公司实现营业收入92.33亿元，同比增长22.11%，实现归属于母公司股东的净利润19.63亿元，同比增长36.45%，基本每股收益0.60元。利润分配预案为每10股派发现金红利0.57元。公司同时发布了2017年一季度报，一季度共实现营业收入27亿元，同比增长32.67%，实现净利润5.41亿元，同比增长31.07%。公司预计2017年上半年净利润12.06-12.98亿元，同比增长30%-40%。

点评：

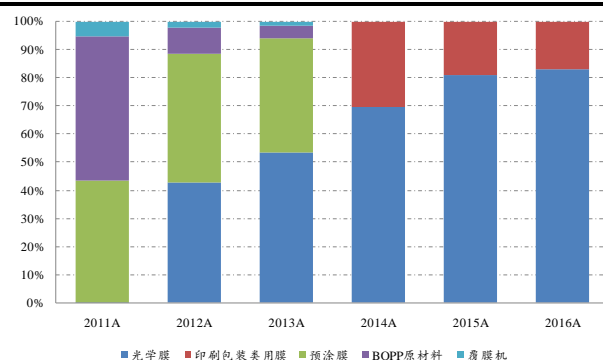
- **光学膜产能释放，结构优化，业绩维持高增长。**近年来公司光学膜业务快速发展，推动了业绩的高成长。2015年公司光学膜项目完全达产，总产能达到2.4亿平方米，产品包括显示用膜（反射膜、增亮膜、扩散膜、ITO膜等）以及3D膜、车窗膜和建筑窗膜等多个品种，下游面向三星、LG、友达、分众传媒等大客户。2016年公司产品结构进一步优化，中高端产品不断推出，加上产能利用率的提升，推动业绩的快速增长。公司全年光学膜业务共实现收入75.16亿元，同比增长27.19%，占营收比例由2015年的78.15%提升至81.40%，毛利率亦提升2.27个百分点至41.07%，是全年业绩增长的主要动力。目前公司光学膜产品已实现对国际国内200余家一二线客户的全面量产供货。随着公司高端产品的不断推出，公司光学膜盈利有望延续快速增长的势头。

图1：公司历年业绩



资料来源：中原证券、wind

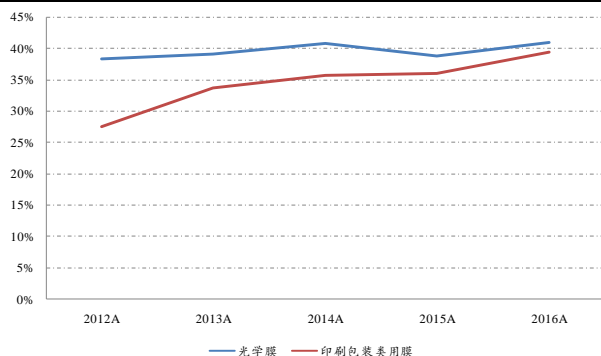
图2：公司主营业务构成



资料来源：中原证券、wind

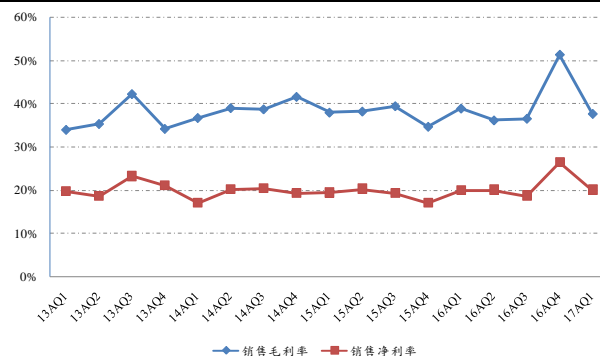
- **高端产品增长推动盈利能力提升。**公司全年综合毛利率40.45%，同比提升3.11个百分点。其中四季度毛利率51.26%，环比提升14.79个百分点，同比提升16.65个百分点，盈利能力创历史新高。毛利率的提升主要受益于光学膜业务占比提升以及光学膜结构的优化，高端产品销售增长。未来公司高端产品仍在不断推出，加上2万吨光学基膜的投产，预计公司盈利能力有望保持在较高水平。

图3：公司分产品毛利率



资料来源：中原证券、wind

图4：公司单季度盈利能力



资料来源：中原证券、wind

- **光学膜二期项目保障未来业绩增长。**2013-2016年公司业绩快速增长的主要动力来自于光学膜一期项目产能的逐步释放,包括2亿平米光学膜及2.5万吨光学基膜等产能。未来光学膜二期项目将于2017年初逐步投产,届时公司将新增1.02亿平方米先进高分子膜材料以及1亿片裸眼3D模组产能,在原有品种基础上新增纳米多层叠膜、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,推动公司产品结构不断优化,为公司2017-2020年的业绩增长提供有力支撑。
- **四大业务板块多点开花,打破成长天花板。**公司打造高分子新材料、智能新兴显示、新能源汽车与互联网智能应用四大业务板块。其中高分子新材料作为基础,包括光学膜、碳纤维、石墨烯和柔性材料等。在先进高分子材料的基础上成功地通过模块化、系统化解解决方案的产业化延伸,打造新兴显示技术产业板块。目前公司在裸眼3D方面技术领先,是全球唯一具备全产业链优势的供应商。同时公司依托国际领先的裸眼3D、大屏触控等智能新兴显示领域的核心技术,以及东方视界内容平台和后端运营管理系统两大运营平台支持,打造基于互联网的智能终端入口级平台系统解决方案。新能源电动车板块,公司基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。目前四大业务板块已逐步成熟,基本完成资源整合,即将进入快速增长期。
- **盈利预测和投资建议:**预计公司2017、2018年EPS分别为0.76元和0.95元,以4月14日收盘价18.63元计算,对应PE分别为24.48倍和19.53倍。目前估值相对行业水平合理,调降为“增持”投资评级。
- **风险提示:**新项目进展不及预期、市场竞争加剧。

盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	9232.75	11852.06	14714.87	18017.10
增长比率（%）	23.77	28.37	24.15	22.44
净利润（百万元）	1962.91	2686.03	3365.48	4214.93
增长比率（%）	39.27	36.84	25.30	25.24
每股收益（元）	0.60	0.76	0.95	1.19
市盈率（倍）	31.30	24.48	19.53	15.60

资料来源：中原证券

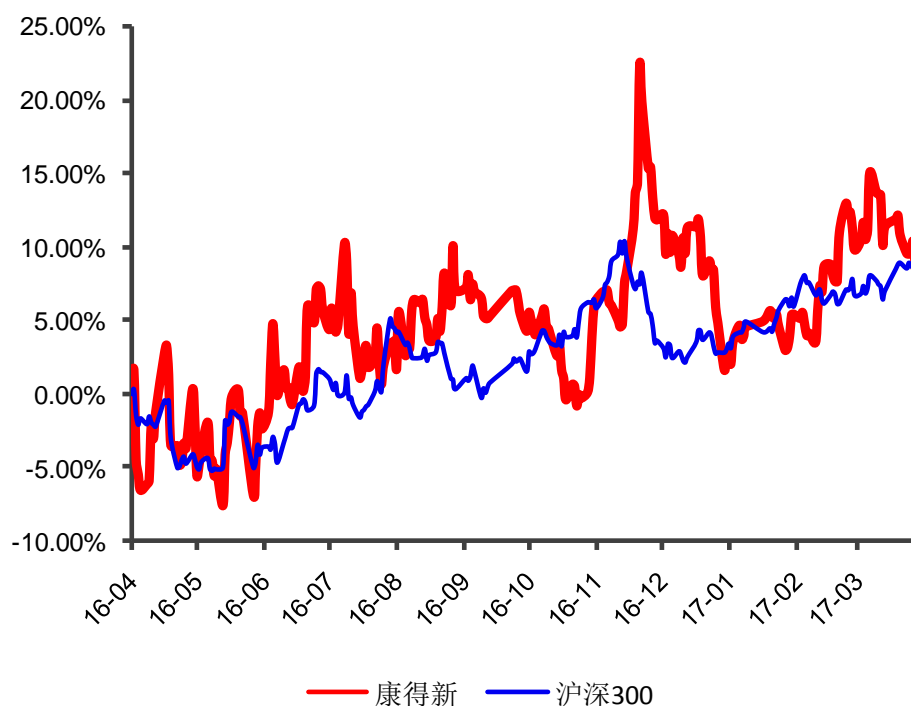
市场数据（2017年4月14日）

收盘价（元）	18.63 元
一年内最高/最低（元）	36.50/15.91
沪深300 指数	3486.50
市净率（倍）	4.08
流通市值（亿元）	536.78

基础数据（2017年3月31日）

每股净资产（元）	4.57
每股经营现金流（元）	0.32
毛利率（%）	37.59
净资产收益率（%）	3.36
资产负债率（%）	42.84
总股本/流通股（万股）	352963/288125
B 股/H 股（万股）	/

个股相对沪深 300 走势



附表：财务报表预测

利润表					资产负债表				
单位：百万元					单位：百万元				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9232.75	11852.06	14714.87	18017.10	流动资产	21775.46	19013.04	23412.32	28484.61
营业成本	5498.09	7161.76	8819.57	10711.43	现金	15388.94	11852.06	14714.87	18017.10
营业税金及附加	82.21	94.82	117.72	144.14	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	240.03	302.23	375.23	459.44	应收票据	195.61	237.04	294.30	360.34
管理费用	775.92	995.57	1236.05	1513.44	应收款项	4822.46	5368.98	6665.84	8161.75
财务费用	229.81	200.00	230.00	250.00	存货	601.29	787.79	970.15	1178.26
资产减值损失	164.49	0.00	0.00	0.00	其他	767.16	767.16	767.16	767.16
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产	4649.67	4382.72	4127.51	3870.01
投资收益	25.28	20.00	20.00	20.00	长期股权投资	22.48	0.00	0.00	0.00
营业利润	2267.48	3117.69	3956.30	4958.66	固定资产	3085.84	3069.98	2943.09	2760.68
营业外收入	37.10	20.00	20.00	20.00	无形资产	504.64	479.41	455.44	432.67
营业外支出	2.27	5.00	5.00	5.00	其他	1036.71	833.34	728.99	676.66
利润总额	2302.30	3132.69	3971.30	4973.66	资产总计	26425.14	23395.76	27539.83	32354.61
所得税	337.26	438.58	595.70	746.05	流动负债	9882.58	5467.37	6840.26	8399.52
净利润	1965.04	2694.11	3375.61	4227.61	短期借款	4817.94	86.34	1113.64	2278.47
少数股东权益	2.14	8.08	10.13	12.68	应付款项	625.24	787.79	970.15	1178.26
归属母公司净利	1962.91	2686.03	3365.48	4214.93	预收账款	64.60	69.84	75.56	82.17
每股收益（元）	0.60	0.76	0.95	1.19	其他	4374.80	4523.41	4680.90	4860.63
现金流量表					长期负债	48.34	940.12	337.68	337.68
单位：百万元					长期借款	0.00	290.00	290.00	290.00
	2016A	2017E	2018E	2019E	其他	650.12	47.68	47.68	47.68
经营活动现金流	-47.58	2662.56	2649.93	3339.49	负债合计	10822.70	5805.06	7177.94	8737.20
资产减值准备	164.49	0.00	0.00	0.00	股本	3528.78	3528.78	3528.78	3528.78
折旧摊销	238.11	249.47	255.21	257.51	资本公积	6705.58	6705.58	6705.58	6705.58
财务费用	229.81	200.00	230.00	250.00	未分配利润	4981.67	6593.29	8612.58	11141.53
投资活动现金流	-573.40	42.48	20.00	20.00	少数股东权益	21.00	29.09	39.21	51.90
筹资活动现金流	5707.64	-6334.55	-212.34	-349.65	母公司所有者权益	15582.23	17462.45	19818.29	22768.74
现金净流量	5086.66	-3629.52	2457.59	3009.84	负债及股东权益	26425.14	23296.59	27035.44	31557.84

资料来源：中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。