

化工

2017年04月25日

# 康达新材 (002669)

——风电行业持续低迷拖累公司风环氧树脂结构胶销量，期待17年下半年抢装小高峰以及军工新材料领域的成长

报告原因：有信息公开需要点评

**增持** (维持)

投资要点：

市场数据： 2017年04月24日

收盘价(元)	29.35
一年内最高/最低(元)	32.81/18.5
市净率	4.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	5011
上证指数/深证成指	3129.53 / 10091.89

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年03月31日

每股净资产(元)	7.07
资产负债率%	9.27
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》  
2017/03/30

《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

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

- 公司发布2017年一季度报，2017年一季度营业收入同比下滑16.2%报于1.19亿，归属于上市公司股东净利润同比下滑19.55%报于0.24亿，EPS为0.10元，略低于预期。同时公司发布预告2017年1-6月归母净利润为3426.8-4895.4万元（同比下滑30%-0%）。收入下滑的主要原因是风电用环氧树脂结构胶销量同比继续下滑；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亦下滑。
- 由于风电行业的持续不景气，公司风电用环氧树脂胶销量同比继续下滑。但目前预期2018年标杆电价将再度下调，预计2017年下半年行业将迎来一波抢装小高峰，届时公司的主流明星产品环氧树脂结构胶将迎来恢复性增长。
- 无溶剂聚氨酯复膜胶销量预计继续增长，但由于原料MDI价格大幅上涨，毛利率继续收窄。原料纯MDI17年一季度均价同比大幅上涨了87%，致使毛利率同比继续下滑。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2019年投产，产能1万吨/年。
- 通过PI泡沫材料切入军用领域，目前公司已经停牌筹划收购新材料项目，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：风电行业持续低迷拖累公司环氧树脂结构胶销量继续下滑导致收入和净利润略低于预期，期待17年下半年风电抢装小高峰助力公司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年年底以及19年陆续达产，为未来几年业绩提供稳定增量，公司通过PI泡沫材料切入军用领域，目前已经停牌筹划收购新材料项目，未来军工新材料成长空间值得期待。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62X、43X、33X。
- 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；4) 拟筹划收购资产事项失败

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	594	119	851	1,131	1,450
同比增长率(%)	-18.29	-16.19	43.25	32.90	28.21
净利润(百万元)	83	24	109	160	208
同比增长率(%)	-26.58	-19.55	31.92	46.79	30.00
每股收益(元/股)	0.36	0.10	0.47	0.69	0.90
毛利率(%)	35.1	39.3	33.0	35.9	37.0
ROE(%)	5.1	1.4	16.4	17.9	-
市盈率	82		62	43	33

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

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

## 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。