

战略升级，产业延伸

——康得新（002450）调研简报

2017年05月12日

强烈推荐/维持
康得新
调研简报

报告摘要：

从新材料到大生态，打造基于先进高分子材料的全球生态平台。自2010年上市至今，公司实现了从新材料产业到全产业经营的战略升级。未来公司将打通新材料和应用两个高价值端，继续升级为大生态经营，打造基于先进高分子材料的全球生态平台，形成高壁垒的竞争优势。

产能增长+产品结构调整+相关多元化业务扩张，助推业绩持续高速增长。

(1) 光学膜一期项目年产2亿平米产能已达产，产品结构更多地转向高附加值光学膜，有效提升盈利水平。(2) 光学膜二期项目1亿平米产能在建，其中光学级薄型PET基材、水汽阻隔膜、窗膜等产品已于2017年初起陆续建成投产。水汽阻隔膜目前应用于OLED和光伏领域，今年起开始逐步贡献；窗膜产能继续提升，公司首条世界最先进宽幅产线投产，增加1000万平米产能，在建筑、汽车等领域应用拓展；PET基材的自产可降低公司光学膜的生产成本，增厚产品毛利。(3) 裸眼3D及大屏触控有望在年内迎来突破。(4) 涂布材料未来横向延展+纵深挖掘，深耕精密涂布技术，专注差异化产品研发，积极布局新领域、新市场，未来年均增速40%以上。

公司在柔性电子、碳纤维等领域均有较大成长空间。(1) 柔性电子领域，公司产品已经达到了弯折性能最苛刻的标准，完全可以在多行业多产品上的应用；石墨烯传感器等新兴产品研发已取得突破。(2) 碳纤维领域，公司通过合资及参股方式与康德集团联手打造完整的汽车轻量化生态平台，预期未来有注入上市公司的可能性。

公司盈利预测及投资评级：我们预测公司2016~2018年营业收入分别为116.98亿元、153.61亿元、202.60亿元，归母净利润分别为27.26亿元、36.78亿元、49.25亿元，EPS分别为0.77元、1.04元、1.40元，目前股价对应P/E分别为26倍、19倍、14倍。维持“强烈推荐”评级。

风险：光学膜二期项目推进不及预期；碳材料、裸眼3D、柔性电子等新领域应用拓展不及预期；行业竞争加剧。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,459.38	9,232.75	11,697.8	15,360.5	20,259.5
增长率(%)	43.23%	23.77%	26.70%	31.31%	31.89%
净利润(百万元)	1,409.46	1,962.91	2,726.36	3,677.57	4,924.73
增长率(%)	40.55%	39.27%	38.89%	34.89%	33.91%
净资产收益率(%)	15.36%	12.60%	15.07%	17.32%	19.38%
每股收益(元)	0.40	0.56	0.77	1.04	1.40
PE	49.70	35.68	25.69	19.05	14.22
PB	7.63	4.50	3.87	3.30	2.76

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

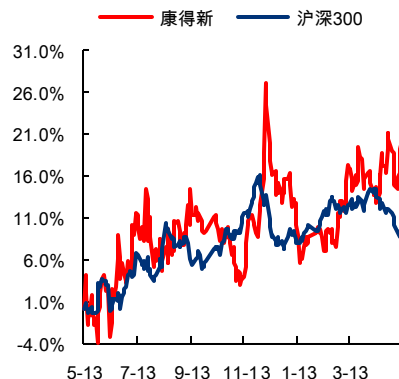
执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52周股价区间(元)	19.85-33.25
总市值(亿元)	700.46
流通市值(亿元)	571.76
总股本/流通A股(万股)	352878/288040
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.16

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

1. 公司简介.....	3
2. 光电材料: 完成追赶, 实现引领	4
2.1 显示类光学膜: 大力开拓显示材料新产品与新市场	4
2.2 窗膜: 新生产线投产, 成为国际一流供应商	5
2.3 裸眼 3D 及大屏触控: 2017 年有望迎来突破	5
2.4 柔性材料: 2018 将迎来行业爆发点.....	6
3. 碳材料: 引领中国轻量化产业未来	6
4. 涂布材料: 专注差异化产品研发, 积极布局新领域、新市场	6
5. 盈利预测.....	7
6. 风险.....	7

表格目录

表 1: 公司盈利预测表.....	8
-------------------	---

插图目录

图 1: 康得新业务架构图	3
图 2: P/E 和 P/B 区间.....	7

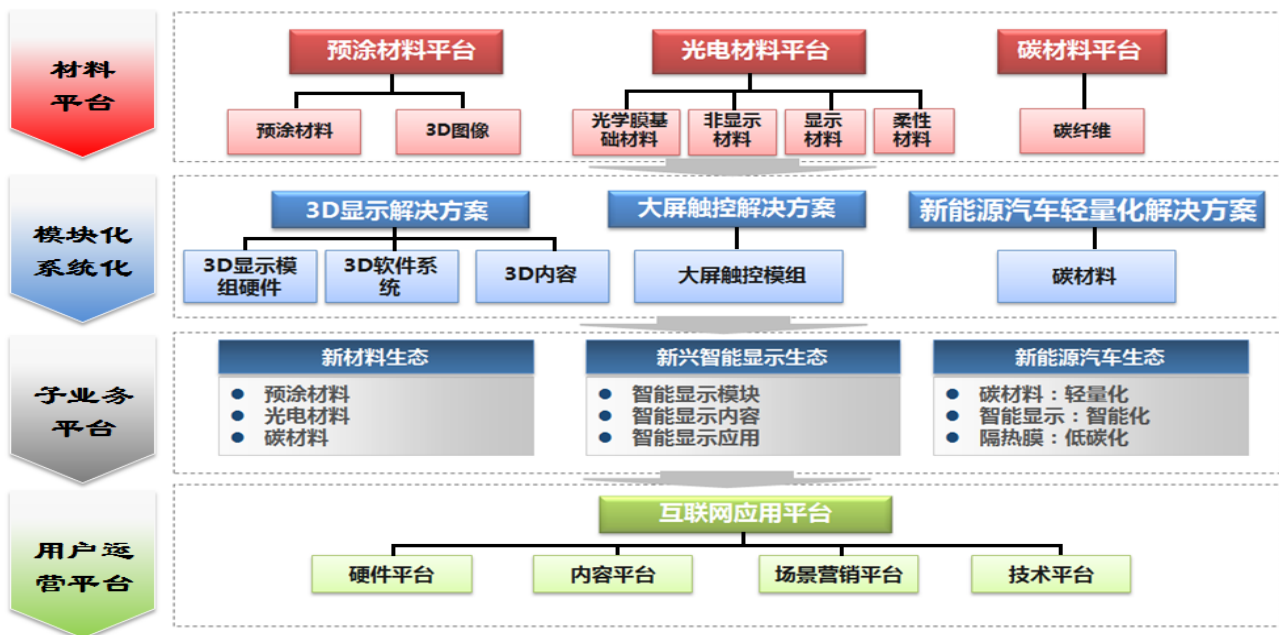
1. 公司简介

康得新复合材料集团股份有限公司主要从事先进高分子材料的研发、生产和销售。目前主要收入来自于光学膜和印刷包装类用膜。公司是民营企业, 控股股东为康得投资集团, 持股比例 23.54%。6 大生产基地, 30 余家子公司, 9 个研发中心, 营销网络遍布全球 80 多个国家和地区。

公司现有 4 大事业群。(1) 预涂材料事业群, 包括预涂膜、特种膜、3D 图像。(2) 光电材料事业群, 包括显示材料、涂布材料、柔性材料、大屏触控、窗膜、装饰材料、建筑材料。(3) 3D 事业群, 包括 2.5 代模组、3 代模组, 应用于移动端、大屏、拼接屏。(4) 应用事业群, 将公司的 3D 模组解决方案、大屏触控模组解决方案通过 OEM 整机应用于各类商务和生活场景。此外, 还有参股的碳纤维业务板块。

从新材料到大生态, 打造基于先进高分子材料的全球生态平台。自 2010 年上市至今, 公司实现了从新材料产业到全产业经营的战略升级。未来公司将打通新材料和应用两个高价值端, 继续升级为大生态经营, 打造基于先进高分子材料的全球生态平台, 形成高壁垒的竞争优势。公司新材料平台是核心支柱产业, 包括预涂材料、光电材料、碳纤维; 生态平台是依托材料平台, 实现产业延伸和差异化经营, 包括新兴智能显示、新能源车、互联网应用。

图 1: 康得新业务架构图



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

光学膜业务高增长。2016 年公司实现营业收入 92.33 亿元, YoY+24%, 归属母公司净利润 19.63 亿元, YoY+39%。其中光学膜、预涂膜业务收入占比分别为 81%、17%, 收入同比增速分别为 29%、12%。2017 年第一季度实现营业收入 27.00 亿元, YoY+33%, 归属净利润 5.41 亿元, YoY+31%。

公司的业绩增长主要来自于产能的增长和产品结构的调整。

- 2001 年至 2012 年, 公司的产能主要增长来自于预涂材料板块的逐步扩产, 公司目前拥有 10 条预涂膜现代化生产线, 年产能 4.4 万吨, 超越印度 COSMO 成为全球第一大预涂膜生产商。
- 2013 年至 2016 年, 公司的产能主要增长来自于光学膜一期项目的建设及产能的陆续投放, 可生产 2 亿平米光学膜及为之配套的年产 2.5 万吨光学膜基材 PET、1 万吨保护膜、和 0.61 万吨 UV 固化树脂。产品结构由原有预涂材料进军光学材料领域。随着光学膜一期项目的投产, 公司逐步开始在显示类、装饰类、隔热(窗膜)类等多个领域进行进口替代, 陆续获得多家国内外一线客户的产品认可并扩大市场份额。2016 年公司已经完成了进入光学材料领域进口替代, 走向高端材料创新研发全球引领的战略转型, 多项高端材料打破国外垄断填补国内空白。
- 2017 年至 2020 年, 光学膜二期项目的产能陆续投放将成为公司业绩增长的基础支撑动力, 公司将新增年产 1.02 亿平米先进高分子膜材料、及年产 1 亿片裸眼 3D 模组产能。产品结构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, 平均产品售价和毛利率将同步提升。

2. 光电材料: 完成追赶, 实现引领

公司是全球规模最大、唯一全产业链、全系列的光学膜领军企业、国际主流供应商。公司设有挤出、涂布、成型、模具、溅射、树脂、窗膜、大屏触控、柔性材料等多个事业部, 通过突破传统的差异化开发及前沿材料开发, 已成功从进口替代走向光学膜新材料的前沿开发, 以技术创新驱动企业发展。

公司的光学膜生产基地在江苏张家港, 总占地面积超过 1000 亩, 其中光学膜一期项目总投资约 45 亿元, 项目年产 2 亿平方米光学薄膜, 已经建成达产。光学膜二期项目已于 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。光学膜二期项目中光学级薄型 PET 基材、水汽阻隔膜、隔热膜等产品已于 2017 年初起陆续建成投产。

2.1 显示类光学膜: 大力开拓显示材料新产品与新市场

光学膜显示市场空间巨大, 高端产品迎来重要机遇。据 IHS 数据, 2017 年整个背光用光学膜约占背光总成本的 30%左右, 2017 全球光学膜需求量近 20 亿平米, 未来

三年市场持续增长, 总需求将超过 70 亿平米。大尺寸方面, LCD TV 年均复合增速约 5%, 小尺寸方面, 手机市场中 OLED 渗透发展较快, 2016 年出货量超过 3 亿部, 占比 22.8%, 预计未来 4 年将以 24% 的复合增速持续渗透。

康得新成为国际光学膜主流供应商。公司主要产品包括扩散膜、扩散板、结构扩散板、增亮膜、复合增亮膜、微结构扩散膜、线性菲涅尔膜、防窥膜、光学级 PET 基膜、ITO 膜、ITO HC 与 IM、超低阻值透明导电膜、IML 膜、结构扩散板等。目前, 康得新拥有有背光客户 40 家, 模组客户 23 家, 系统客户 12 家, 品牌客户 45 家, 主要客户包括三星、LG、京东方、TCL、创维、海信、长虹等国际、国内百余家。

大力开拓显示材料新产品与新市场。在显示材料新产品与新市场, 康得新推出了高色域无镉量子点膜解决方案; 康得新具有显示屏幕高亮低能耗解决方案——多层纳米复合膜系列, 用于高端电视旗舰机; 康得新还将继续推出无 BEADS 扩散解决方案、有保高辉度棱镜解决方案等。

2.2 窗膜: 新生产线投产, 成为国际一流供应商

窗膜行业领军企业, 2017 年市场份额达 25%。公司窗膜业务自 2014 年起高速发展, 2017 年在窗膜行业销售量和销售额均居首位。公司生产的窗膜主要用于汽车、建筑、高铁、酒店餐饮、以及家居方向。(1) 汽车领域, 公司覆盖 100 强 4S 集团、25 家汽车原厂、电商全渠道, 继续开拓汽车美容、维修保养渠道。(2) 建筑领域, 目前预计工信部通过窗膜进行节能改造政策即将落地, 行业市场空间巨大, 公司已成为星巴克、凯宾斯基等大型商旅酒店窗膜指定供应商。(3) 公司也已经和 40 多家银行上千网点合作安全防爆膜, 与国家铁路总局合作开发高铁用膜。(4) 针对家居膜这一蓝海领域, 公司在江苏、四川、云南、北京、上海、天津 6 个地区试点, 也在与居澜之家、索菲亚橱柜商讨战略合作。

首条 2.2 米宽世界最宽生产线投产, 增加 1000 万平米产能。5 月 8 日, 公司首条世界最先进宽幅产线投产, 增加 1000 万平米的产能。该产品线幅宽 2.2 米, 双涂头设计, 主要为美国市场准备。目前贴膜市场上, 膜宽往往小于玻璃宽, 须用两片拼在一起, 因此也就影响了膜的寿命和美观。康得新 2.2 米的幅宽减少了拼接, 从而提高了使用效率。同时, 若新产线实现顺利满产, 康得新将成为世界上窗膜领域最大的制造商。

2.3 裸眼 3D 及大屏触控: 2017 年有望迎来突破

裸眼 3D 材料: 公司核心技术包括 2.5 代技术和 3 代技术。其中 2.5 代技术利用光学膜一期原有设备和产能即可生产。2016 年公司自主创新、协同全球一流设备厂商共同开发的全球首条第三代裸眼 3D 技术智能化产线投产, 为裸眼 3D 第 3 代技术与国际一线客户的合作及量产奠定了坚实基础。该业务通过新兴智能显示生态推广。

大屏触控材料: 核心产品是公司自主研发的低阻高透 ITO 膜。公司现有产能 10 万片大屏触控模组, 预计新增的 80 万片产能将于年底建成投产。

与飞利浦以及 Doolby 一起携手合作, 争做全球最大最强的裸眼 3D 联盟。康得新作与飞利浦以及 Doolby 达成产业合作, 形成目前全球唯一的完整的产业解决方案, 从而布局完整的产业链条。

2.4 柔性材料: 2018 将迎来行业爆发点

柔性电子材料广泛用于柔性显示、柔性传感、柔性光伏、柔性照明等多领域。据 IDT 数据, 2018 年行业规模有望突破 400 亿美元, 其中柔性显示市场规模约 300 亿美元、柔性传感市场规模约 63 亿美元。

公司致力于成为全球柔性产品解决方案的领导厂商。公司目前生产的柔性显示类 (TP) 的产品已经达到了弯折性能最苛刻的标准, 完全可以实现在多行业多产品上的应用。公司目标在 2020 年柔性显示行业市占率达到 20%, 柔性光伏行业达到 18%, 柔性传感类达到 15%, 柔性照明类达到 10%。

3. 碳材料: 引领中国轻量化产业未来

碳纤维市场空间巨大, 国内供应不足。随着新能源电动车的爆发, 以及机器人、电力电缆、民用无人机、石油钻探等多领域的发展, 中国碳纤维及碳纤维复合材料市场需求巨大, 预计至 2020 年中国碳纤维总需求量将达到 10 万吨, 而目前中国实际碳纤维年产能不足 3000 吨。

公司通过合资及参股方式与康德集团联手打造完整的汽车轻量化生态平台。该平台集碳纤维丝生产, 碳纤维复合材料汽车零部件规模化生产制造, 新材料、新技术、新工艺、新产品研发, 轻量化设计, 工装模具设计、生产、制造于一体。公司已与北汽签约了国内第一个碳纤维固件量产订单。

公司生产的碳纤维产品包括高性能碳纤维丝及碳纤维复合材料。(1) 高性能碳纤维丝: 康德集团投资的中安信公司在河北廊坊占地 680 亩, 将分两期建成年产 1.5 万吨原丝、5100 吨碳丝, 目前一期年产 5000 吨原丝、1700 吨碳丝的生产线已投产, 可稳定量产 T700-T1100 级别的高性能碳纤维材料, 良品率达到 97.5%, 可满足民用航空、高端工业的要求。(2) 碳纤维复合材料: 康德集团控股、康得新公司参股 18% 的康得复材项目位于河北廊坊, 占地 400 亩, 设计产能年产 150 万件碳纤维复合材料部件 (约合 5 万辆碳纤维复合材料车体)。其中一期产能年产 30 万件碳纤维复合材料部件已于 4Q2016 投产。

4. 涂布材料: 专注差异化产品研发, 积极布局新领域、新市场

公司预涂材料产业群包括北京、张家港康得菲尔两大产业基地, 拥有 10 条预涂膜现代化生产线, 年产能 4.4 万吨。自 2012 年起, 康得新超越印度 COSMO 成为全球第一大预涂膜生产商。

涂布材料未来年均增速 40% 以上。公司涂布业务未来将横向延展+纵深挖掘, 深耕精密涂布技术, 专注差异化产品研发, 积极布局新领域、新市场。(1) 功能性胶带产品

已在消费电子领域胶带市场实现进口替代; 功能性胶带和国内 3C 行业龙头企业联合进行新产品开发。(2) 硬化膜产品已在 IM 膜和 TAC 等多个市场实现进口替代, 硬化膜技术成为国内技术龙头。(3) 保护膜产品已经站稳 PU 保护膜国内领导地位, 同步防爆膜已经成为下游龙头客户的首选供应商。

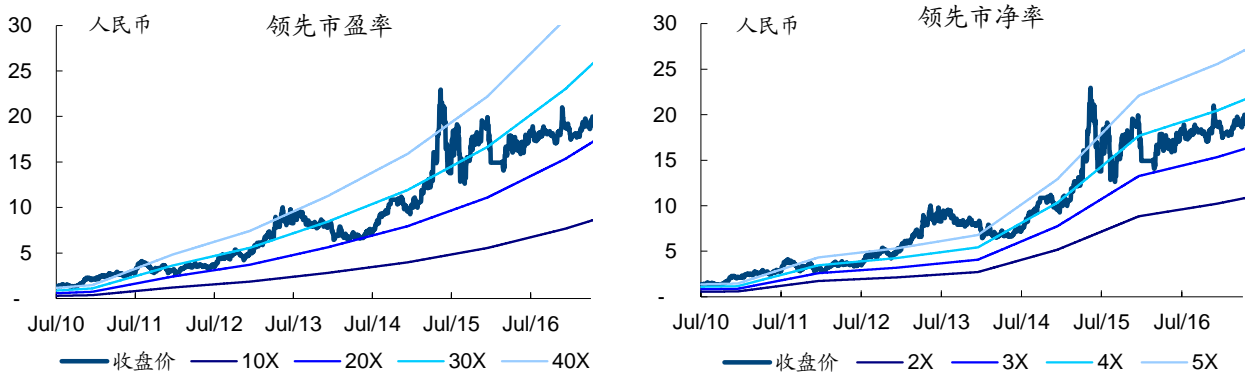
5. 盈利预测

我们预测公司 2016~2018 年营业收入分别为 116.98 亿元、153.61 亿元、202.60 亿元, 归母净利润分别为 27.26 亿元、36.78 亿元、49.25 亿元, 每股收益分别为 0.77 元、1.04 元、1.40 元, 目前股价对应 P/E 分别为 26 倍、19 倍、14 倍。维持“强烈推荐”评级。

6. 风险

光学膜二期项目推进不及预期; 碳材料、裸眼 3D 应用拓展不及预期; 主要产品价格大幅下降; 行业竞争加剧。

图 2: P/E 和 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	14087	21775	23617	27344	32449	营业收入	7459	9233	11698	15361	20260
货币资金	10087	15389	15557	16771	18515	营业成本	4711	5580	6968	9142	12048
应收账款	2794	4800	6082	7986	10533	营业税金及附加	37	82	104	137	180
其他应收款	14	22	925	1213	1599	营业费用	164	240	304	399	527
预付款项	590	741	28	37	49	管理费用	570	776	983	1291	1703
存货	527	601	751	985	1298	财务费用	305	230	245	216	208
其他流动资产	75	222	274	352	456	资产减值损失	71	164	0	0	0
非流动资产合计	4281	4650	4782	4800	4705	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	33	22	22	22	22	投资净收益	-2	25	0	0	0
固定资产	3462	3086	3200	3310	3372	营业利润	1636	2267	3198	4313	5774
无形资产	421	505	448	392	336	营业外收入	13	37	0	0	0
其他非流动资产	364	1037	1111	1076	974	营业外支出	2	2	2	2	2
资产总计	18368	26425	28399	32145	37154	利润总额	1646	2302	3196	4311	5772
流动负债合计	7306	9883	9346	9957	10775	所得税	241	337	468	631	846
短期借款	3356	4818	4818	4818	4818	净利润	1405	1965	2728	3679	4927
应付账款	789	625	781	1024	1350	少数股东损益	5	-2	-2	-2	-2
预收款项	64	65	82	107	142	归属母公司净利润	1409	1963	2726	3678	4925
一年内到期的非	1437	928	0	0	0	EBITDA	1956	2530	3439	4525	5978
非流动负债合计	1847	935	935	935	935	BPS (元)	0.40	0.56	0.77	1.04	1.40
长期借款	211	290	290	290	290	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	1491	597	597	597	597						
负债合计	9153	10823	10280	10892	11710	成长能力					
少数股东权益	36	21	23	24	26	营业收入增长	43.23%	23.77%	26.70%	31.31%	31.89%
实收资本(或股	1609	3529	3529	3529	3529	营业利润增长	39.28%	38.61%	41.06%	34.85%	33.88%
资本公积	4056	6706	6706	6706	6706	归属于母公司净利润	40.55%	39.27%	38.89%	34.89%	33.91%
未分配利润	3514	5347	7862	10994	15183	获利能力					
归属母公司股东	9179	15581	18096	21228	25418	毛利率(%)	36.85%	39.56%	40.44%	40.49%	40.53%
负债和所有者权	18368	26425	28399	32145	37154	净利率(%)	18.83%	21.28%	23.32%	23.95%	24.32%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	7.67%	7.43%	9.60%	11.44%	13.26%
						ROE(%)	15.31%	12.61%	15.07%	17.33%	19.38%
经营活动现金流	907	-48	1930	2247	2859	偿债能力					
净利润	1409	1963	2726	3678	4925	资产负债率(%)	50%	41%	36%	34%	32%
折旧摊销	207	237	239	254	268	流动比率	1.93	2.20	2.53	2.75	3.01
财务费用	305	230	245	216	208	速动比率	1.89	2.16	2.47	2.69	2.96
应收账款减少	1496	2382	1673	2513	3361	营运能力					
预收帐款增加	1511	1624	391	612	818	总资产周转率	1.80	2.07	2.48	3.21	4.26
投资活动现金流	-318	-573	-377	-272	-172	应收账款周转率	3.27	2.43	2.15	2.18	2.19
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.55	13.14	12.96	12.94	12.92
长期股权投资减	-215	-379	-372	-272	-172	每股指标(元)					
投资收益	-2	25	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.56	0.77	1.04	1.40
筹资活动现金流	5089	5708	-1384	-761	-943	每股净现金流(最新	1.62	1.45	0.05	0.34	0.49
应付债券增加	1591	2500	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.60	4.42	5.13	6.02	7.20
长期借款增加	-35	-2363	-928	0	0	估值比率					
普通股增加	3103	4938	0	0	0	P/E	49.70	35.68	25.69	19.05	14.22
资本公积增加	2434	2650	0	0	0	P/B	7.63	4.50	3.87	3.30	2.76
现金净增加额	5715	5110	168	1214	1743	EV/EBITDA	13.10	22.15	16.36	12.34	9.16

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士, CFA 持证人, 2013 年起就职于中金公司, 2016 年加入东兴证券。

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。