

中小股票

2017年08月03日

康得新 (002450)

——经营现金流大幅改善，中报快报符合预期，维持“买入”评级

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年08月02日

收盘价(元)	19.29
一年内最高/最低(元)	22.85/16.88
市净率	4.2
息率(分红/股价)	0.30
流通A股市值(百万元)	55579
上证指数/深证成指	3285.06 / 10469.34

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)	4.57
资产负债率%	42.84
总股本/流通A股(百万)	3530/2881
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《康得新(002450)点评：前两大股东康得集团及中泰创赢增持彰显信心，维持“买入”评级》 2017/07/28

《晨会推荐 170621》 2017/06/21

证券分析师

任慕华 A0230517070002
renmh@swsresearch.com

研究支持

任慕华 A0230517070002
renmh@swsresearch.com

联系人

任慕华
(8621)23297818x7568
renmh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：**发布2017上半年业绩快报，实现收入60.5亿元，营业利润19.2亿元，归属于母公司所有者净利润12.6亿元，较去年同期分别增长33%、40%、36%，符合我们预期。
- **利润增长符合预期，经营性现金流大幅改善。**上半年光学膜二期的部分产品投产，主要包括基材线、120万平方米水汽阻隔膜、隔热窗膜等，为公司业绩持续增长带来驱动力。公司17年上半年一方面通过通过研发创新持续不断调整高毛利产品占比，17H2实现净利润率约20.8%，较17Q1增长0.78pct，较去年同期增长0.84pct；另一方面，在应收账款及经营性现金流方面也逐步改善，减少公司的回款风险，预计下半年应收款及应付款时间差会逐步缩短，进一步改善经营性现金流。
- **各版块业务进展顺利。**1) 光学膜一期产品持续提速，光学膜二期已小部分投产，后期将加快建设，总产能1亿平米，预计明年全部投产，到2019年全部达产；并且光学膜产品的平均单价也在逐步提升（显示类及非显示类），从2015年28元/平米到2016年36元/平米，未来随着中高端品类占比提升，平均单价有望继续提升。2) 裸眼3D业务持续推进并向全球扩展；3) 碳纤维及其复合材料，目前原丝良品率和性能参数较好，复材工厂已经投产，与国内十几家汽车厂合作，目前已有北汽（6000万左右）、蔚来汽车（10亿元左右）订单，并在常州计划建立碳纤维工业4.0华东综合基地，未来致力于为北汽、奔驰、麦格纳新能源汽车实现配套；同时公司与意大利航天航空工业企业LEONARDO签署谅解备忘录，致力于共建国际领先的民用航空复合材料制造平台。
- **形成新材料、全产业、大生态布局，打造基于先进高分子材料世界级生态，维持“买入”评级。**公司打造基于先进高分子复合材料的世界级企业，传统行业空间巨大，未来将打造光学膜产业链的工业4.0；智能显示（裸眼3D、VR、大屏触控、柔性显示）方面从提供硬件解决方案到提供内容平台；引进国外先进技术，在碳纤维复合材料建设及企业经营方面能引入互联网理念，打造具有互联网基因的新材料基地。历史经验表明公司快速发展及业绩告诉增长主要基于其高壁垒的业务及平台式的发展战略逐步构建核心竞争力。维持盈利预测，预计2017-2019年归属于母公司所有者净利润27.3、36.3、47亿元，每股收益分别为0.78、1.03、1.33元/股，对应PE分别为25、19、15倍。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,233	2,700	11,827	15,187	19,340
同比增长率(%)	23.77	34.50	28.10	28.41	27.35
净利润(百万元)	1,963	541	2,732	3,628	4,701
同比增长率(%)	39.27	35.70	39.18	32.80	29.58
每股收益(元/股)	0.56	0.15	0.78	1.03	1.33
毛利率(%)	40.5	37.6	40.3	41.0	41.3
ROE(%)	12.6	3.4	14.9	16.5	17.6
市盈率	35		25	19	15

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

表 1：利润表

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	5,208	7,459	9,233	11,827	15,187	19,340
二、营业总成本	4,034	5,822	6,991	8,651	10,962	13,863
其中：营业成本	3,172	4,674	5,498	7,060	8,959	11,355
营业税金及附加	22	37	82	59	65	77
销售费用	99	164	240	307	402	532
管理费用	400	570	776	946	1,200	1,509
财务费用	263	305	230	263	313	365
资产减值损失	79	71	164	16	23	26
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	(2)	25	(2)	0	0
三、营业利润	1,175	1,636	2,267	3,173	4,225	5,477
加：营业外收入	16	13	37	22	19	21
减：营业外支出	3	2	2	0	0	0
四、利润总额	1,187	1,646	2,302	3,195	4,244	5,498
减：所得税	187	241	337	464	615	797
五、净利润	1,000	1,405	1,965	2,732	3,628	4,701
少数股东损益	(3)	(5)	2	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,003	1,409	1,963	2,732	3,628	4,701
六、基本每股收益	1.06	0.98	n. a.	0.77	1.03	1.33
全面摊薄每股收益	0.28	0.40	0.56	0.78	1.03	1.33

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：毛利拆分表

单位：百万元		2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
印刷包装类用膜	收入	1536	1366	1524	1626	1772	1931
	成本	985	873	921	992	1081	1178
	毛利	551	494	602	634	691	753
	毛利率	36%	36%	40%	39%	39%	39%
	收入占比	30%	18%	17%	14%	12%	10%
	毛利占比	46%	18%	16%	13%	11%	9%
显示类光学膜产品	收入	3502	5807	7516	2715	3760	4916
	成本	2862	3554	4429	1990	2652	3364
	毛利	640	2253	3087	725	1108	1552
	毛利率	18%	39%	41%	27%	29%	32%
	收入占比	70%	78%	81%	23%	25%	25%
	毛利占比	54%	81%	83%	15%	18%	19%
隔热膜	收入				3000	3610	4488
	成本				1260	1444	1795
	毛利				1740	2166	2693
	毛利率				58%	60%	60%
	收入占比				25%	24%	23%
	毛利占比				37%	35%	34%

3D 显示业务	收入			2586	3420	4730	
	成本			1631	2142	2959	
	毛利			956	1278	1771	
	毛利率			37%	37%	37%	
	收入占比			22%	23%	24%	
	毛利占比			20%	21%	22%	
装饰膜业务	收入			1000	1375	1775	
	成本			720	990	1278	
	毛利			280	385	497	
	毛利率			28%	28%	28%	
	收入占比			8%	9%	9%	
	毛利占比			6%	6%	6%	
碳纤维复合材料及 其他业务	收入	286	194	900	1250	1500	
	成本	247	149	468	650	780	
	毛利	38	45	432	600	720	
	毛利率	13%	23%	48%	48%	48%	
	收入占比			8%	8%	8%	
	毛利占比			9%	10%	9%	
合计	收入	5,038	7,459	9,233	11,827	15,187	19,340
	成本	3,847	4,674	5,499	7,060	8,959	11,355
	毛利	1,191	2,785	3,734	4,767	6,228	7,986
	毛利率	24%	37%	40%	40%	41%	41%

资料来源：公司公告，申万宏源研究（注：2014-2016 年光学膜产品收入包括各个品类，2017-2019 年仅包括显示类光学膜产品，其他光学膜品类单独考虑）

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 索取有关披露资料或登录 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	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

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。