东兴证券
DONGXING SECURITIES

平台式发展助推业绩持续高增长

——康得新（002450）财报点评

2017 年 08 月 15 日

强烈推荐/维持

康得新 | 财报点评

刘宇卓 分析师 执业证书编号：S1480516110002

liuyuzhuo@dxzq.net.cn 010-66554030

事件：

康得新发布 2017 年中报：实现营业收入 60.51 亿元，YoY+33%，归母净利润 12.55 亿元，YoY+35%，EPS 0.36 元，经营现金流 17.60 亿元。其中，第 2 季度单季实现营业收入 33.51 亿元，YoY+34%，QoQ+24%，归母净利润 7.13 亿元，YoY+43%，QoQ+32%。

公司预计 2017 年前 3 季度净利润区间 18.39~19.80 亿元，YoY+30~40%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	2244.46	2007.60	2491.57	2612.95	2075.83	2700.24	3350.51
增长率（%）	44.29%	33.81%	38.36%	36.53%	-7.51%	34.50%	34.47%
毛利率（%）	34.62%	38.82%	36.09%	36.47%	51.26%	37.59%	38.07%
期间费用率（%）	14.37%	14.25%	11.80%	13.26%	14.35%	12.93%	12.36%
营业利润率（%）	18.85%	23.74%	23.63%	21.60%	29.91%	24.73%	25.37%
净利润（百万元）	382.50	399.04	499.06	487.13	548.41	541.49	713.45
增长率（%）	28.04%	36.15%	36.34%	32.43%	43.38%	35.70%	42.96%
每股盈利（季度，元）	0.11	0.11	0.14	0.14	0.16	0.15	0.20
资产负债率（%）	49.83%	50.06%	49.16%	40.60%	40.96%	42.84%	46.48%
净资产收益率（%）	4.17%	4.15%	4.98%	3.25%	3.52%	3.36%	4.28%
总资产收益率（%）	2.08%	2.06%	2.53%	1.93%	2.08%	1.92%	2.29%

观点：

公司经营业绩持续大幅提升，市场份额不断扩大。

- **光学膜领域持续创新，开发中高端产品。**公司通过创新研发，持续增加中高端产品种类，中高端产品占比提升。2017 年上半年，公司开发并投放新产品 400 余种，并对传统产品进行优化精简，目前产品种类合计 700 余种，下游应用领域多达 20 余个。
- **光学膜二期部分产能投产。**2017 年初光学膜二期项目中部分产能投产，包括薄型 PET 基材、特种隔热膜、水汽阻隔膜部分产能，贡献业绩。光学膜二期项目中的后续产能将陆续投产。

- **加强与国内外一线客户的合作。**公司持续调整客户结构，目前已形成以国际、国内一线客户主导的客户群，与合作方共同推动新材料、新显示的应用于普及，并强化对一线客户（苹果、三星、LG、宝马、京东方等）的多产品导入，提供材料研发系统解决方案，以保持公司利润率水平。
- **深入精细化管理。**公司通过一系列举措强化经营管理和财务管理工作，提升公司的整体经营品质，改善企业运营效率，并提高企业资金周转率和资金使用效率。

平台式发展，实现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，完全可以实现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。

拟推出员工持股计划，完善激励机制。本次员工持股计划拟募资共计 12 亿元，按照 2:1 的比例设立优先级、一般级份额。员工持股计划将在股东大会通过之后的 6 个月内，通过二级市场购买公司股票，锁定期 12 个月。

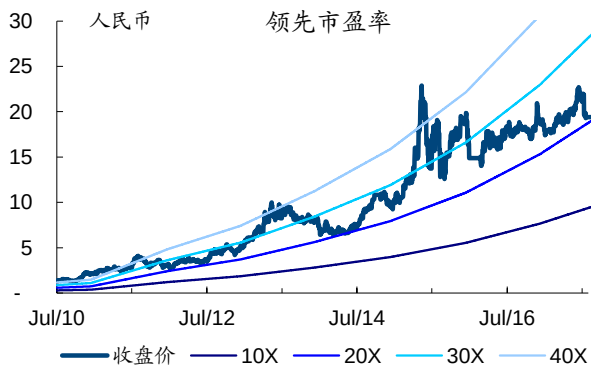
结论：

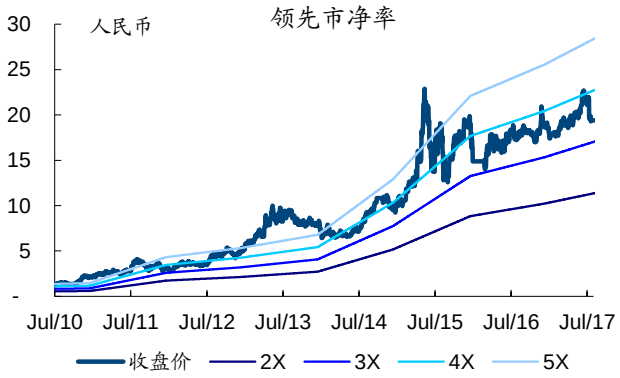
我们预计公司2017~2019年净利润分别为27.26亿元、36.78亿元、49.25亿元，EPS分别为0.77元、1.04元、1.39元。目前股价对应P/E分别为25倍、19倍、14倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

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。

图 1：P/E 和 P/B 区间





资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

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
一年内到期的非流	1437	928	0	0	0	EBITDA	1956	2530	3439	4525	5978
非流动负债合计	1847	935	935	935	935	**EPS（元）**	0.40	0.56	0.77	1.04	1.39
长期借款	211	290	290	290	290	**主要财务比率**					
应付债券	1491	597	597	597	597		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
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(或股本)	1609	3529	3534	3534	3534	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	7856	10989	15178	**获利能力**					
归属母公司股东权	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%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	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
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.55	13.14	12.96	12.94	12.92
长期股权投资减少	-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	1.39
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	6.01	7.19
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	48.65	34.93	25.15	18.64	13.92
资本公积增加	2434	2650	0	0	0	P/B	7.46	4.39	3.78	3.23	2.70
现金净增加额	5715	5110	168	1214	1743	EV/EBITDA	12.77	21.57	15.96	12.03	8.93

资料来源：公司财报、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，从事基础化工行业研究，2016 年加入东兴证券。

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。