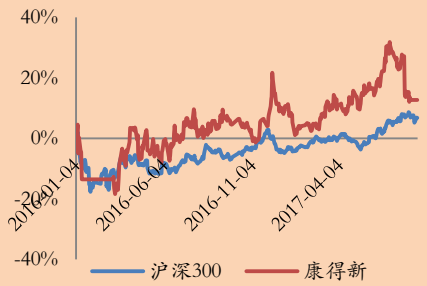
康得新（002450）

投资评级：买入

报告日期：2017-08-16

股价走势：



研究员：宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人：蒋园园
0551-65161836
jiangyy_1987@163.com

联系人：李超齐
0551-65161591
lichaoqi.2008@163.com

业绩符合预期，光学膜维持高增长

事件：公司发布 2017 年半年报，报告期内公司实现营业收入 60.51 亿元、归属于上市公司股东的净利润 12.55 亿元，同比分别增长 33.16%和 35.32%。

❑ 业绩稳定增长，经营性现金流改善

公司营收和净利润继续维持了上市以来的增长态势，同比分别增长 33.16%和 35.32%，业绩增长主要来源于光学膜业务的继续放量。2017 年初公司光学膜二期投产，部分新产品开始贡献业绩，2017 年上半年公司光学膜业务收入同比增长 39.16%，占公司总营收 84.41%，提升 4 个百分点，在光学膜新产品的带动下，公司综合毛利率较去年同期也略有提升，达到 37.85%。现金流方面公司通过收回去年应收账款，同时强化账期管理，加速应收款回流，今年上半年经营性现金流达到 17.59 亿元，同比大幅提升 531.76%，现金流充分改善。

❑ 光学膜业务持续创新

报告期内，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，目前产品种类合计共有 700 余种，产品应用到二十余个下游领域。公司深化加强与一线客户的合作，一方面公司携手多家合作方举办联合创新日活动，展示了包括显示材料、精密涂布、柔性材料、裸眼 3D 应用等领域的一系列产品和创新成果，共同推动新材料、新显示的应用与普及。另一方面，公司进一步强化对一线客户的多产品导入，并已与苹果、三星、LG、宝马、京东方等国内外一线厂商在多个应用领域实现同步合作开发，为合作伙伴提供材料研发系统解决方案。优质的客户结构一方面有利于保持公司的盈利能力、产品毛利水平，另一方面有利于公司财务安全，减少了应收账款回款风险。

❑ 二期光学膜陆续投产，成为业绩增长主力军

公司光学膜二期项目总投资约 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，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，光学膜二期高端产品的销售单价将在公司现有水平上进一步提升，并持续推动公司 2017 年至 2020 年的业绩成长。目前光学膜二期项目中已有 120 万平米水汽阻隔膜、1000-1200 万平米隔热膜、4000 吨光学级薄型 PET 基材投入，将有效支持公司 17 年业绩增长。

❑ 碳纤维全布局，引领国内汽车轻量化风潮

公司通过合资及参股的方式，与康得集团联手成功完成了新能源汽车碳纤维车体及部件产业生态平台的布局，并已与北汽、上汽、广汽、长安汽车等几十家整车厂商形成战略联盟。目前康得集团投资的中安信公司

一期年产 5000 吨原丝、1700 吨碳丝的生产线已经建成投产，可稳定量产 T700、T800、T900、T1000、T1100 级别的高性能碳纤维材料，良品率达到 97.5%。此外康得集团控股、康得新公司参股 18%的康得复材项目也在积极推进，一期产能年产 30 万件碳纤维复合材料部件已于 2016 年四季度建成投产，并和北汽集团签订批量生产合同。公司在碳纤维领域的前瞻性全方位布局，有望引领国内汽车轻量化风潮。

❑ 盈利预测与估值

我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.77 元、1.02 元、1.29 元，对应的 PE 分别为 25.10 倍、18.96 倍、15.04 倍，维持“买入”评级。

盈利预测： 单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9233	12187	15600	19500
收入同比(%)	24%	32%	28%	25%
归属母公司净利润	1963	2732	3616	4560
净利润同比(%)	39%	39%	32%	26%
毛利率(%)	40.5%	38.0%	38.0%	38.0%
ROE(%)	12.6%	15.4%	17.1%	18.0%
每股收益(元)	0.56	0.77	1.02	1.29
P/E	34.93	25.10	18.96	15.04
P/B	4.40	3.87	3.26	2.71
EV/EBITDA	21	16	11	8

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	21,775	27,265	33,135	40,171
现金	15,389	20,122	23,567	27,693
应收账款	4,822	5,045	6,826	8,930
其他应收款	22	30	36	47
预付账款	741	1,045	1,558	2,045
存货	615	968	1,143	1,443
其他流动资产	186	55	5	13
非流动资产	4,650	3,979	3,779	3,581
长期投资	22	19	25	22
固定资产	3,086	2,890	2,695	2,500
无形资产	505	471	440	410
其他非流动资	1,037	599	620	649
资产总计	26,425	31,244	36,915	43,751
流动负债	9,883	11,827	14,376	17,199
短期借款	4,818	4,790	4,757	4,718
应付账款	625	1,171	1,411	1,671
其他流动负债	4,439	5,867	8,209	10,811
非流动负债	940	1,674	1,465	1,272
长期借款	290	290	290	290
其他非流动负	650	1,384	1,175	982
负债合计	10,823	13,501	15,841	18,471
少数股东权益	21	17	12	10
股本	3,529	3,534	3,534	3,534
资本公积	6,706	6,329	6,329	6,329
留存收益	5,348	7,862	11,198	15,407
归属母公司股东权	15,581	17,726	21,061	25,271
负债和股东权益	26,425	31,244	36,915	43,751

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(48)	4,314	3,994	4,865
净利润	1,965	2,732	3,616	4,560
折旧摊销	238	229	227	225
财务费用	240	163	147	132
投资损失	(25)	0	0	0
营运资金变动	(1,322)	1,190	4	(56)
其他经营现金	(1,143)	0	0	4
投资活动现金流	(573)	380	(6)	3
资本支出	0	0	0	0
长期投资	11	4	(6)	3
其他投资现金	(584)	376	0	0
筹资活动现金流	5,708	46	(543)	(742)
短期借款	1,462	(28)	(33)	(39)
长期借款	79	0	0	0
普通股增加	1,920	5	0	0
资本公积增加	2,650	(376)	0	0
其他筹资现金	(403)	445	(510)	(704)
现金净增加额	5,087	4,740	3,445	4,126

利润表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,233	12,187	15,600	19,500
营业成本	5,498	7,556	9,672	12,090
营业税金及附加	82	55	70	88
销售费用	240	244	312	390
管理费用	776	975	1,170	1,462
财务费用	230	163	147	132
资产减值损失	164	5	5	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	25	0	0	0
营业利润	2,267	3,190	4,223	5,330
营业外收入	37	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	2,302	3,190	4,223	5,330
所得税	337	463	612	773
净利润	1,965	2,728	3,611	4,558
少数股东损益	2	(4)	(4)	(3)
归属母公司净利润	1,963	2,732	3,616	4,560
EBITDA	2,735	3,582	4,598	5,688
EPS（元）	0.56	0.77	1.02	1.29

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	23.77%	32.00%	28.00%	25.00%
营业利润	38.61%	40.69%	32.39%	26.21%
归属于母公司净利润	39.27%	39.17%	32.35%	26.13%
获利能力				
毛利率(%)	40.45%	38.00%	38.00%	38.00%
净利率(%)	21.26%	22.42%	23.18%	23.39%
ROE(%)	12.59%	15.37%	17.14%	18.03%
ROIC(%)	39.92%	45.27%	75.28%	99.01%
偿债能力				
资产负债率(%)	40.96%	43.21%	42.91%	42.22%
净负债比率(%)	-81.60%	-89.80%	-83.03%	-75.82%
流动比率	2.20	2.31	2.30	2.34
速动比率	2.14	2.22	2.23	2.25
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.42	0.46	0.48
应收账款周转率	2.43	2.48	2.64	2.49
应付账款周转率	13.06	13.57	12.09	12.66
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.77	1.02	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.01)	1.22	1.13	1.38
每股净资产(最新摊薄)	4.41	5.02	5.96	7.15
估值比率				
P/E	34.9	25.1	19.0	15.0
P/B	4.4	3.9	3.3	2.7
EV/EBITDA	21.28	15.58	11.36	8.41

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。