

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

光学膜放量推动业绩增长, 经营现金流改善

——康得新(002450)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

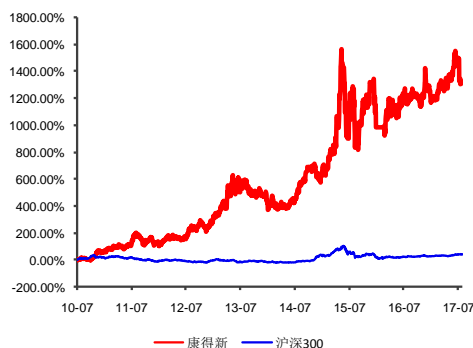
市场数据(2017-08-04)

收盘价(元)	19.40
一年内最高/最低(元)	22.85/16.88
沪深300指数	3694.68
市净率(倍)	4.39
流通市值(亿元)	558.96

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	4.71
每股经营现金流(元)	0.50
毛利率(%)	37.85
净资产收益率-摊薄(%)	7.54
资产负债率(%)	46.48
总股本/流通股(万股)	353418.83/288580.51
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 中原证券、wind

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2017年08月16日

投资要点: 公司公布 2017 半年报, 上半年公司实现营业收入 60.51 亿元, 同比增长 33.16%, 净利润 12.55 亿元, 同比增长 35.32%, 每股 EPS 0.36 元。公司预计 1-9 月份实现净利润为 18.4-19.8 亿元, 同比增长 30%-40%。

- **光学膜放量推动业绩维持高增长。** 上半年以来公司光学膜二期项目部分产能投产, 投产产品包括薄型 PET 基材、特种隔热膜、水汽阻隔膜等新产品。此外公司其他新产品亦不断推出, 产品结构进一步优化, 加上产能利用率的提升, 推动业绩的快速增长。上半年光学膜业务共实现收入 51.07 亿元, 同比增长 39.16%, 毛利率 38.74%, 提升 0.36 个百分点, 是业绩增长的主要动力。目前公司光学膜产品已实现对国际国内 200 余家一二线客户的全面量产供货。随着公司高端产品的不断推出, 公司光学膜盈利有望延续快速增长的势头。

- **光学膜二期项目保障未来增长。** 光学膜二期项目包括 1.02 亿平方米先进高分子膜材料以及 1 亿片裸眼 3D 模组产能, 在原有品种基础上新增纳米多层叠膜、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。光学膜二期项目将于 2017 年初逐步投产, 为公司 2017-2020 年的业绩增长提供有力支撑。

- **经营现金流大幅改善。** 上半年公司经营现金流 17.6 亿元, 同比大幅增长 572%。现金流的改善主要受益于两方面, 一方面公司收回去年应收账款, 另一方面公司采取了一系列措施进一步强化账期管理, 加速应收账款回流。

- **盈利预测和投资建议:** 预计公司 2017、2018 年 EPS 分别为 0.75 元和 1.01 元, 以 8 月 4 日停牌前收盘价 19.40 元计算, 对应 PE 分别为 25.8 倍和 19.1 倍, 维持“增持”的投资评级。

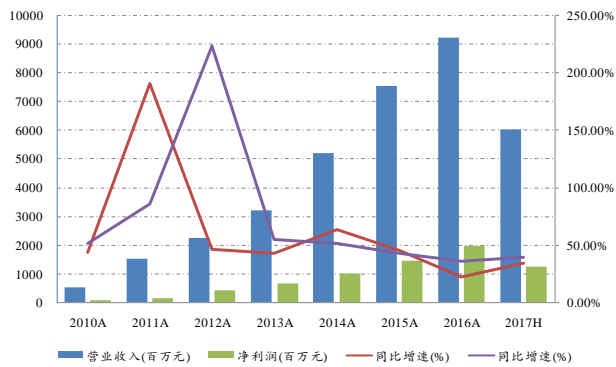
风险提示: 新项目进度不及预期, 市场竞争加剧。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,459.4	9,232.7	11,845.6	14,735.9	18,042.7
增长比率	43.2%	23.8%	28.3%	24.4%	22.4%
净利润(百万元)	1,409.5	1,962.9	2,654.1	3,575.7	4,364.0
增长比率	40.6%	39.3%	35.2%	34.7%	22.0%
每股收益(元)	0.40	0.56	0.75	1.01	1.24
市盈率(倍)	48.6	34.9	25.8	19.1	15.7

资料来源: 贝格数据, 中原证券

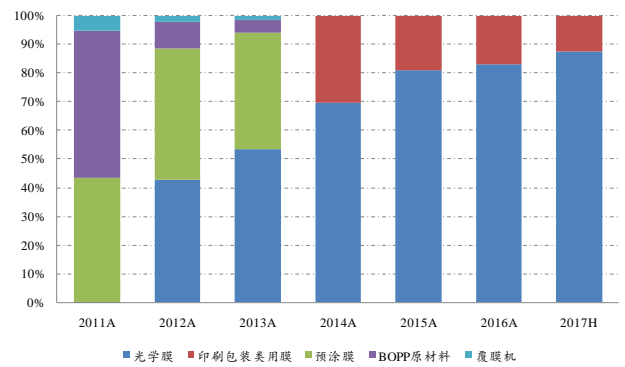


图 1: 公司业绩表现



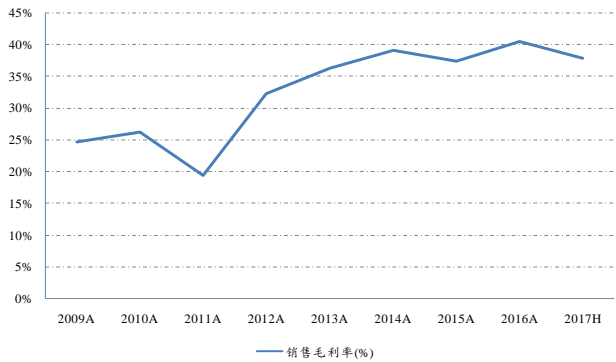
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



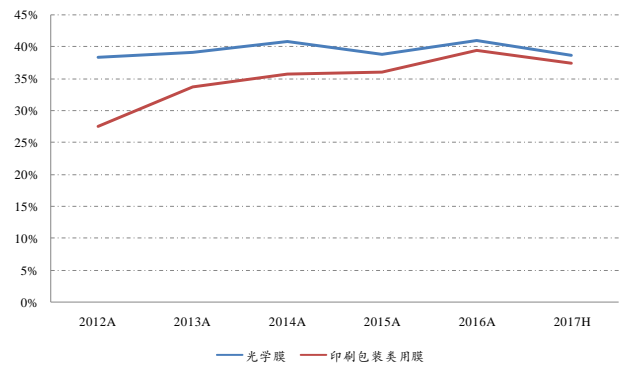
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司综合毛利率



资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司分业务毛利率



资料来源: 中原证券、wind

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,459.4	9,232.7	11,845.6	14,735.9	18,042.7	成长性					
减: 营业成本	4,674.0	5,498.1	7,166.6	8,915.2	10,915.8	营业收入增长率	43.2%	23.8%	28.3%	24.4%	22.4%
营业税费	36.9	82.2	94.8	117.9	144.3	营业利润增长率	39.3%	38.6%	40.5%	31.7%	22.1%
销售费用	163.8	240.0	308.0	383.1	469.1	净利润增长率	40.6%	39.3%	35.2%	34.7%	22.0%
管理费用	570.3	775.9	995.0	1,237.8	1,515.6	EBITDA 增长率	33.3%	27.3%	30.0%	22.5%	21.0%
财务费用	305.3	229.8	115.3	-94.1	-106.5	EBIT 增长率	35.1%	28.7%	32.2%	24.3%	22.3%
资产减值损失	71.4	164.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	36.8%	28.7%	28.6%	27.2%	22.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	0.3%	14.8%	-29.4%	116.5%	-36.2%
投资和汇兑收益	-1.8	25.3	20.0	20.0	20.0	净资产增长率	90.9%	69.3%	10.4%	14.8%	15.7%
营业利润	1,635.8	2,267.5	3,185.9	4,195.9	5,124.3	利润率					
加: 营业外净收支	10.6	34.8	15.0	15.0	15.0	毛利率	37.3%	40.5%	39.5%	39.5%	39.5%
利润总额	1,646.4	2,302.3	3,200.9	4,210.9	5,139.3	营业利润率	21.9%	24.6%	26.9%	28.5%	28.4%
减: 所得税	241.5	337.3	544.2	631.6	770.9	净利润率	18.9%	21.3%	22.4%	24.3%	24.2%
净利润	1,409.5	1,962.9	2,654.1	3,575.7	4,364.0	EBITDA/营业收入	28.8%	29.6%	30.0%	29.6%	29.2%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	26.0%	27.0%	27.9%	27.8%	27.8%
货币资金	10,086.5	15,388.9	14,864.1	12,112.5	18,420.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	166	128	91	68	52
应收帐款	2,808.3	4,822.5	2,558.2	7,587.5	5,271.3	流动营业资本周转天数	75	73	45	83	90
应收票据	52.3	195.6	23.8	256.9	130.5	流动资产周转天数	505	699	621	503	484
预付帐款	589.9	740.6	461.6	1,234.3	948.8	应收帐款周转天数	111	149	112	124	128
存货	527.0	601.3	1,133.8	845.3	1,590.1	存货周转天数	25	22	26	24	24
其他流动资产	23.2	26.5	77.3	42.3	48.7	总资产周转天数	706	873	755	601	560
可供出售金融资产	46.6	376.2	141.0	188.0	235.1	投资资本周转天数	264	229	163	172	157
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	33.1	22.5	22.5	22.5	22.5	ROE	15.4%	12.6%	15.4%	18.1%	19.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.6%	7.4%	11.4%	13.8%	14.5%
固定资产	3,462.1	3,085.8	2,894.2	2,702.5	2,510.8	ROIC	30.4%	38.9%	43.6%	78.6%	44.4%
在建工程	207.0	416.0	416.0	416.0	416.0	费用率					
无形资产	421.4	504.6	443.4	382.1	320.9	销售费用率	2.2%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
其他非流动资产	110.6	244.5	194.7	199.6	211.6	管理费用率	7.6%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
资产总额	18,368.0	26,425.1	23,230.5	25,989.4	30,126.8	财务费用率	4.1%	2.5%	1.0%	-0.6%	-0.6%
短期债务	3,356.3	4,817.9	-	-	-	三费/营业收入	13.9%	13.5%	12.0%	10.4%	10.4%
应付帐款	800.5	655.8	1,547.9	1,035.5	2,101.4	偿债能力					
应付票据	393.3	501.2	492.3	828.6	807.0	资产负债率	49.8%	41.0%	25.8%	23.9%	24.0%
其他流动负债	2,755.9	3,907.7	2,545.9	3,109.2	3,230.0	负债权益比	99.3%	69.4%	34.8%	31.4%	31.6%
长期借款	211.1	290.0	-	-	-	流动比率	1.93	2.20	4.17	4.44	4.30
其他非流动负债	1,636.2	650.1	1,416.0	1,234.1	1,100.1	速动比率	1.86	2.14	3.92	4.27	4.04
负债总额	9,153.3	10,822.7	6,002.0	6,207.4	7,238.4	利息保障倍数	6.36	10.87	28.63	-43.61	-47.13
少数股东权益	35.9	21.0	23.7	27.2	31.6	分红指标					
股本	1,608.7	3,528.8	3,528.8	3,528.8	3,528.8	DPS(元)	0.04	0.06	0.23	0.30	0.37
留存收益	7,570.4	12,053.4	13,676.0	16,226.0	19,327.9	分红比率	10.3%	10.2%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	9,214.7	15,602.4	17,228.5	19,782.0	22,888.3	股息收益率	0.2%	0.3%	1.2%	1.6%	1.9%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1,404.9	1,965.0	2,654.1	3,575.7	4,364.0	EPS(元)	0.40	0.56	0.75	1.01	1.24
加: 折旧和摊销	206.8	238.1	252.9	252.9	252.9	BVPS(元)	2.60	4.41	4.88	5.60	6.48
资产减值准备	71.4	164.5	-	-	-	PE(X)	48.6	34.9	25.8	19.1	15.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.5	4.4	4.0	3.5	3.0
财务费用	327.4	239.8	115.3	-94.1	-106.5	P/FCF	23.3	53.2	313.7	-40.8	9.0
投资收益	1.8	-25.3	-20.0	-20.0	-20.0	P/S	9.2	7.4	5.8	4.6	3.8
少数股东损益	-4.5	2.1	2.7	3.6	4.4	EV/EBITDA	12.8	21.6	15.7	13.4	9.8
营运资金的变动	287.6	-1,161.4	1,630.9	-5,420.4	3,214.7	CAGR(%)	36.6%	30.5%	38.5%	36.6%	30.5%
经营活动产生现金流量	906.5	-47.6	4,636.0	-1,702.2	7,709.6	PEG	1.3	1.1	0.7	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-318.5	-573.4	255.3	-27.0	-27.1	ROIC/WACC	2.9	3.7	4.2	7.6	4.3
融资活动产生现金流量	5,089.2	5,707.6	-5,416.1	-1,022.4	-1,374.4	REP	1.7	2.5	3.0	0.8	2.0

资料来源: 贝格数据, 中原证券



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。