

中小股票

2017年09月08日

康得新 (002450)

——员工持股彰显信心，裸眼 3D 布局获三星战略合作，维持“买入”评级

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年09月07日

| | |
|-------------|--------------------|
| 收盘价(元) | 20.83 |
| 一年内最高/最低(元) | 22.85/16.88 |
| 市净率 | 4.4 |
| 息率(分红/股价) | 0.27 |
| 流通A股市值(百万元) | 60111 |
| 上证指数/深证成指 | 3365.50 / 10969.13 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

| | |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元) | 4.71 |
| 资产负债率% | 46.48 |
| 总股本/流通A股(百万) | 3534/2886 |
| 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：经营现金流大幅改善，中报符合预期，维持“买入”评级》 2017/08/03

《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

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：**1) 8月9日，公司公告2017年员工持股计划，该信托计划按照2:1的比例设立优先级份额、一般级份额，资金总额不超过12亿元，其中员工出资金额不超过4亿元，6个月内通过二级市场（包括大宗交易及竞价交易）购买公司股票，目前已通过股东大会决议。2) 公司公布2017年半年报，上半年实现收入60.5亿元，归属于母公司所有者净利润12.54亿元，较去年同期分别增长33.16%、35.32%，符合我们预期。预计17年1-9月归属于上市公司股东净利润18.3-19.8亿元，增长30-40%。3) 9月6日与SAMSUNG ELECTRONICS CO., LTD. (下称：三星)在北京签订裸眼3D业务全面合作的战略合作协议。

● **公司17年上半年一方面通过研发创新持续不断调整高毛利产品占比，另一方面经营现金流大幅改善。**上半年实现收入60.5亿元，1) 分产品结构来看：印刷包装类产品7.34亿元，较16年增长-3.71%，毛利率37.58%，减少0.47pct，光学膜业务实现收入51.08亿元，增长39.16%，毛利率38.74%，增长0.36pct；2) 从销售区域来看：海外销售收入占比65%，国内销售占比35%，并且主要增长来自海外收入的大幅增长(+51.66%)。经营现金流大幅改善，公司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。

● **定期员工持股方案的持续推出绑定公司员工，彰显长期发展信心。**公司上市以来，从2011年开始做过三次股权激励，自2015年开始采用员工持股方案进行激励。从参与员工职位来看，与股权激励计划相比，员工持股主要以普通员工为主。三次计划均为公司及下属子公司在职员工，不包括董监高，本次计划(2017年方案)人数不超过500人，但规模较前两次略微扩张，本次员工出资不超过4亿元，同时通过信托计划按照2:1的比例设立优先级份额、一般级份额合计不超过12亿元，存续期不超过24个月，锁定期为12个月。公司定期推出的员工持股计划深度绑定了普通员工，充分调动员工的积极性，提高职工凝聚力和公司竞争力，促进公司健康发展。

● **各版块业务进展顺利，裸眼3D合作再下一城，三星有望引领全球3D显示产业发展。**公司与三星在裸眼3D方面的战略合作主要涉及产品端、研发端等较多层面的合作，主要包括1) 双方将共同合作，推动裸眼3D新技术在移动终端的产业中的应用及推广；2) 共同组建研发团队，就裸眼3D技术在移动终端的应用进行持续联合开发；3) 持续推出搭载康得新裸眼3D解决方案的系列移动终端产品等。公司深耕裸眼3D各领域，包括材料、技术、专利、内容等方面，三星作为消费电子领域的巨头，加入裸眼3D阵营有助于迅速提高裸眼3D产品的普及，我们认为，未来随着终端产品上市销售后，一线品牌对公司产品的认可度也将逐步提升。

● **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0.77、1.03、1.33元/股，对应PE分别为27、20、16倍。

财务数据及盈利预测

| | 2016 | 2017H1 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 9,233 | 6,051 | 11,827 | 15,187 | 19,340 |
| 同比增长率(%) | 23.77 | 34.49 | 28.1 | 28.4 | 27.3 |
| 净利润(百万元) | 1,963 | 1,255 | 2,732 | 3,628 | 4,701 |
| 同比增长率(%) | 39.27 | 39.73 | 39.2 | 32.8 | 29.6 |
| 每股收益(元/股) | 0.56 | 0.36 | 0.77 | 1.03 | 1.33 |
| 毛利率(%) | 40.5 | 37.9 | 40.3 | 41.0 | 41.3 |
| ROE(%) | 12.6 | 7.5 | 14.9 | 16.5 | 17.6 |
| 市盈率 | 35 | | 27 | 20 | 16 |

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 | 0.60 | 0.77 | 1.03 | 1.33 |
| 全面摊薄每股收益 | 0.28 | 0.40 | 0.56 | 0.77 | 1.03 | 1.33 |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表：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 |

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。