



证券研究报告·上市公司简评

塑料

业绩稳步增长，裸眼 3D、碳纤维不断发力

康得新(002450)

事件

公司于 10 月 24 日晚发布 2017 年三季报，前三季度公司实现营业收入 94.50 亿元，同比增长 32.05%；归母净利润为 18.79 亿元，同比增长 32.86%。其中 Q3 实现营业收入 34.00 亿元，同比增长 30.12%，实现归母净利润 6.24 亿元，同比增长 28.18%，环比下降 12.48%。预计 2017 年全年实现归母净利润 25.52-27.48 亿元，同比增长 30%-40%。

简评

业绩稳步增长，现金流大幅改善

公司 2017 年前三季度营收和净利双双实现 30% 以上的高速增长，主要受益于光学膜一期产品的高端化以及二期部分产能的投产，前三季度整体毛利率 37.9%，同比提升 0.6 个百分点。公司报告期内强化账期管理，加速应收款回流，使得企业经营性现金流实现大幅改善，经营活动产生的现金流量净额为 22.50 亿，同比增长 569.38%。销售商品、提供劳务收到的现金为 94.36 亿元，与同期 94.50 亿元的营收非常接近，表明公司销售回款良好。未来公司将持续进行客户结构的调整，目前已经形成以国际、国内一线客户主导的客户结构，以保持公司的毛利水平，减少公司的回款风险，预计未来现金流将持续改善。

三费方面，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 2.29%、6.86%、4.40%，分别同比变化-0.03%、-0.76%、+1.10 个百分点，销售费用率和管理费用率有所改善，财务费用增加主要是利息支出和汇兑损益增加所致。

携手三星，开启裸眼 3D 新时代

2017 年 9 月 7 日，公司公告与三星签订战略合作协议，将于近期逐步推出搭载裸眼 3D 解决方案的系列终端产品，此前公司裸眼 3D 产品已在部分国产手机中小规模应用。公司是全球裸眼 3D 龙头，在裸眼 3D 全产业链内进行了广泛布局，与京东、飞利浦、Epica、京东方、海信、创维、TCL、长虹、康佳、海尔、华星光电等国际一线厂商展开了合作。公司目前在裸眼 3D 领域占据领先地位，建成投产了全球首条裸眼 3D 第三代技术生产线，实施显示终端、内容端、应用端三端齐发的平台型战略。公司正在建造年产 1 亿片裸眼 3D 模组项目，目前已投产 1000 万片，其余产能将在两年内投入生产，随着产能的陆续释放，裸眼 3D 模组将成为公司业绩增长的强力支撑点。

维持

增持

罗婷

luoting@csc.com.cn

010-85130437

执业证书编号：S1440513090011

研究助理：郑勇

010-85130262

zhengyong@csc.com.cn

发布日期：2017 年 10 月 25 日

当前股价：22.74 元

目标价格 6 个月：24.15 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
7.16/6.03	15.37/10.66	25.57/15.88	
12 月最高/最低价 (元)			22.85/16.88
总股本 (万股)			353418.83
流通 A 股 (万股)			288580.51
总市值 (亿元)			803.67
流通市值 (亿元)			656.23
近 3 月日均成交量 (万)			5068.05
主要股东			
康得投资集团有限公司			23.52%

股价表现



相关研究报告

17.08.15	生态平台亮点纷呈，光学膜高速增长，碳纤维未来可期
17.08.04	业绩高速增长，生态平台亮点纷呈
17.04.14	业绩持续高增长，未来成为基于先进材料的生态平台



大股东建设康德碳谷，引领国内碳纤维产业链

9月21日，公司大股东康得集团与山东省荣成市人民政府签署投资协议，将在荣成市建设康德碳谷，规划碳纤维产能6.6万吨，预期2023年建成投产，上市公司占康德碳谷注册资本的14%。此前，大股东旗下的中安信投资逾50亿元建设5100吨碳纤维产能，其中1700吨已经投产；康得复材投资30亿元建设150万件碳纤维复合材料产能，其中30万件已经批量供货，规划产能预期在2018-2019年满产。资产注入预期强烈。

光学膜引领全球，募投二期发力高端

基于市场需求、产业平台和资本优势，公司打破技术、客户和资金三大壁垒，实现了从跟随到引领，已经成为全球预涂膜行业的领导者，以及世界光学膜行业的主流供应商。现有一期2.4亿平方米的光学膜产能，包括显示膜、装饰膜、隔热膜、裸眼3D膜，基本可以达到满负荷。募投二期光学膜项目包括1亿平米先进高分子膜材料及1亿片裸眼3D模组，包括智能调光玻璃、TPU自修复保护膜、车用抬头显示以及光致变色窗膜、电致变色窗膜、温控智慧隔热窗膜、水汽阻隔膜等高端高分子材料，产品单价均不低于100元/平米。目前二期项目已投产1000万平米窗膜、120万平米水汽阻隔膜和PET基材产线；1000万平米窗膜的投产预计使公司17年窗膜产量同比增加50%，继续巩固市场龙头地位；120万平米水汽阻隔膜达到了OLED封装要求；PET基材产线的投产使公司实现了70-80%的自供，降低了成本，进一步提升了毛利率。后续随着二期继续放量，将为公司业绩提供强有力的支撑。

窗膜产品高端化增厚盈利，建筑市场蕴藏巨大成长空间

公司窗膜产品国内市场占有率去年20%，今年有望增长到25%以上。5月光学膜二期2.2米宽生产线投产，幅宽世界第一，增加产能1000万平米，使公司窗膜产量增加50%。公司产品高端化趋势明显，已经与近30家汽车厂商建立合作关系，除供应传统窗膜外，还不断有创新型产品推出：公司每年都开发一款新型窗膜专供宝马，价格约400元/平米，远高于普通原厂车膜100元/平米的价格。除车用市场外，公司也在积极布局建筑市场，预期今年建筑窗膜销量将超过500万平米。建筑窗膜在美国等发达国家已经是成熟市场，在中国还是新兴市场，未来增长空间巨大。

水汽阻隔膜将随OLED产业链爆发，携手陶氏研发无镉量子点膜

公司水汽阻隔膜产线已于今年2月份投产，WVTR值达到10⁻⁶ g/m²/day，满足OLED封装要求。公司已安排扩产计划，预计明年产能将达到400-500万平米，2019年将达到1200万平米。公司产品目前主要用于光伏领域，售价200元/平。OLED领域已经在进行客户试样，预期售价500元/平方米。未来随着OLED产业链的爆发，水汽阻隔膜产线有望大幅拉动公司业绩。公司与陶氏合作研发了无镉量子点膜，实现了国内生产线的突破。随着环保趋严，含镉产品的应用势必受到越来越多的限制，随着量子点电视的爆发，公司无镉量子点膜产品将为业绩带来有力支撑。

预计2017-2018年EPS分别为0.76、0.99元，对应PE为31X、23X，维持增持评级。



预测和比率

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万）	9,232.7	10,746.7	13,358.7	18,498.8
营业收入增长率	23.77%	16.40%	24.31%	38.48%
EBITDA（百万）	2,680.9	3,692.7	4,674.2	6,561.3
EBITDA 增长率	25.59%	37.74%	26.58%	40.37%
净利润（百万）	1,962.9	2,677.0	3,507.4	5,111.6
净利润增长率	39.27%	36.38%	31.02%	45.74%
ROE	12.60%	14.66%	16.11%	19.02%
EPS（元）	0.60	0.76	0.99	1.45
P/E	39	31	23	16
P/B	5.3	4.5	3.8	3.1
EV/EBITDA	27	20	15	10



分析师介绍

罗婷：北京科技大学材料加工专业硕士，基础化工行业分析师；6 年化工行业研究经验，专注于从行业供需格局和公司成长性等角度发现和挖掘投资机会。2012 年新财富基础化工入围。

研究助理 郑勇：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，基础化工行业研究员，2 年石油行业工作经验，2 年基础化工研究经验。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622