

2014年11月13日

康得新 (002450.SZ)

公司三方面业务具备百亿盈利潜质

■**增发建设先进高分子膜材料和设立碳纤维子公司彻底打开成长空间:**公司拟募集建设1.02亿平方米先进高分子膜材料,同时拟出资10亿元在张家港设立康得新碳纤维复合材料全资子公司。公司未来定位先进高分子材料、新能源汽车和3D三大产业平台几大业务板块,随着先进高分子膜材料和碳纤维项目的建设,我们认为公司成长空间面临重估,光学膜、先进高分子膜材料和碳纤维三项目未来几年有百亿利润空间,而3D产业成型后盈利空间也将巨大。

■**光学膜背光模组已成为龙头,非背光模组逐步放量,利润空间25-30亿元:**公司张家港光学膜项目第一期2.4亿平米预计今年1.2-1.3亿平米,目前背光模组用膜占比50%,而高售价、高盈利的非背光模组用膜这一蓝海市场未来占产品结构比例将不断提高。汽车窗膜国内年需求1亿平米、市场规模为几百亿元,建筑用窗膜空间更大,3D裸视膜未来是千亿规模潜在市场,未来这些高毛利、高单价的光学膜占比会不断提升。我们保守按照目前公司光学膜的产品结构和盈利情况,我们测算一期光学膜项目未来盈利空间25-30亿元。

■**先进高分子膜材料定位高端,盈利空间35亿元:**公司此次募投1.02亿平方米先进高分子膜材料包括3000万平米纳米多层层叠膜、1000万平米多层特种隔热膜、1000万平米多层高档装饰膜、1200万平米水汽阻隔膜、4000万平米隔热膜和2万吨薄型光学级PET基膜,每个产品需求空间均上亿平米,空间大、盈利能力强。达产后预计带来145亿元的销售目标,保守按照25%的净利率测算,盈利空间在35亿元以上。

■**碳纤维原丝盈利能力强,未来纳入上市公司是大概率事件,利润空间50亿元;公司3D产业面临快速发展。**详见下页正文。

■**公司将搭建三大产业平台,维持买入-A评级和40元的目标价:**后续公司从搭建新材料平台向搭建新材料、新能源汽车和3D三大产业转变,向形成产业集群迈进,而每个产业的成功搭建和整合并购都能带来千亿市值空间,我们预计14-16年EPS分别为1.03、1.50和1.86元,维持买入-A的评级和40元的目标价。

■**风险提示:**光学膜价格下滑、新项目市场拓展进度低于预期等风险

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,234.6	3,192.7	4,724.6	6,402.2	7,780.7
净利润	423.0	658.6	971.4	1,411.0	1,749.7
每股收益(元)	0.44	0.69	1.03	1.50	1.86
每股净资产(元)	3.20	3.96	4.92	6.25	7.89
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	74.4	47.8	32.0	22.0	17.8
市净率(倍)	10.3	8.4	6.7	5.3	4.2
净利润率	18.9%	20.6%	20.6%	22.0%	22.5%
净资产收益率	13.9%	17.5%	21.0%	24.0%	23.6%
股息收益率	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%
ROIC	44.7%	46.2%	25.7%	24.4%	28.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

塑料制品

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

40.00元

股价(2014-11-13)

32.32元

交易数据

总市值(百万元)	31,466.60
流通市值(百万元)	31,322.79
总股本(百万股)	950.65
流通股本(百万股)	946.31
12个月价格区间	19.50/33.10元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.85	23.51	22.12
绝对收益	1.32	33.58	32.99

王席鑫

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-68763626

孙琦祥

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-68765993

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514070002
yuansc@essence.com.cn
021-68765906

相关报告

大股东、北汽大比例参与增发,15年新征程将更加精彩	2014-11-07
高增长符合预期,看好公司先进高分子材料、新能源汽车和3D三大产业发展空间	2014-10-21
装饰膜再拿大单,验证公司非背光模组用膜拓展能力	2014-08-31

■**碳纤维原丝盈利能力强，未来纳入上市公司是大概率事件，利润空间 50 亿元：**随着电动车市场应用的增长，预计碳纤维原丝产能缺口约为 60%。而国内市场需求约为 1.7 万吨，而国内仅能提供 T300 级以下产品（产量 2000 吨），未来新能源汽车、航空航天等起来，国内供给将严重不足。公司大股东康得集团拟建设 5100 吨碳纤维原丝项目，国家给予现有三家碳纤维原丝企业补贴定价 450 万元/吨，我们即使保守按照 200 万元/吨的售价和 100 万元/吨的利润测算盈利空间也在 50 亿元。公司目前已成立碳纤维复合材料企业，未来碳纤维原丝项目纳入上市公司体系是大概率事件，公司将形成从碳纤维原丝-制品一体化产业链，百亿的利润空间不是梦！

■**公司 3D 产业面临快速发展：**康得新以光学膜为核心优势，3D 产业定位众多潜力产品，包括 3D 文化用品、3D 包装、3D 手机和平板、3D 电视、3D 内容制作、3D 网上个性化服务等。公司研发裸视 3D 用膜后又成立创意设计公司、收购生产 3D 驱动芯片的上海玮舟以及建设进行市场营销的 3D 产业发展中心，3D 大产业逐步成型，我们认为未来具备较大发展空间和较高的盈利能力。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月13日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,234.6	3,192.7	4,724.6	6,402.2	7,780.7	成长性					
减:营业成本	1,515.7	2,032.9	3,009.6	4,065.3	4,963.1	营业收入增长率	46.4%	42.9%	48.0%	35.5%	21.5%
营业税费	13.3	17.1	26.0	35.2	42.8	营业利润增长率	197.8%	49.1%	56.7%	45.3%	24.0%
销售费用	41.3	54.1	85.0	115.2	140.1	净利润增长率	223.5%	55.7%	47.5%	45.2%	24.0%
管理费用	111.8	216.7	307.1	416.1	505.7	EBITDA 增长率	166.9%	59.9%	59.9%	35.5%	19.1%
财务费用	52.9	133.7	153.6	108.7	68.6	EBIT 增长率	172.6%	59.2%	50.2%	36.5%	20.3%
资产减值损失	10.4	8.7	-	-	-	NOPLAT 增长率	195.2%	68.1%	43.2%	36.5%	20.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	62.6%	157.1%	43.9%	4.6%	2.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	191.7%	23.7%	22.7%	26.7%	26.1%
营业利润	489.1	729.4	1,143.3	1,661.6	2,060.5	利润率					
加:营业外净收支	12.0	9.9	-	-	-	毛利率	32.2%	36.3%	36.3%	36.5%	36.2%
利润总额	501.2	739.3	1,143.3	1,661.6	2,060.5	营业利润率	21.9%	22.8%	24.2%	26.0%	26.5%
减:所得税	77.7	79.8	171.5	249.2	309.1	净利润率	18.9%	20.6%	20.6%	22.0%	22.5%
净利润	423.0	658.6	971.4	1,411.0	1,749.7	EBITDA/营业收入	26.1%	29.2%	31.5%	31.5%	30.9%
						EBIT/营业收入	24.3%	27.0%	27.4%	27.7%	27.4%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	88	129	209	247	227
货币资金	3,445.6	2,675.4	989.0	1,086.3	2,482.4	流动营业资本周转天数	57	54	55	54	53
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	427	457	235	155	180
应收帐款	323.3	436.6	456.4	891.9	761.8	应收帐款周转天数	37	43	34	38	38
应收票据	28.9	52.7	57.9	98.9	91.6	存货周转天数	33	40	30	33	35
预付帐款	84.5	155.9	314.5	286.6	412.3	总资产周转天数	619	775	597	470	442
存货	251.2	464.3	314.9	876.1	619.2	投资资本周转天数	217	336	398	355	302
其他流动资产	-	182.9	61.0	81.3	108.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.9%	17.5%	21.0%	24.0%	23.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.3%	8.3%	12.6%	15.7%	17.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	44.7%	46.2%	25.7%	24.4%	28.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	803.1	1,492.7	3,981.3	4,788.6	5,012.2	销售费用率	1.9%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
在建工程	265.6	2,003.9	1,081.2	384.4	145.3	管理费用率	5.0%	6.8%	6.5%	6.5%	6.5%
无形资产	203.5	236.9	228.8	220.7	212.6	财务费用率	2.4%	4.2%	3.3%	1.7%	0.9%
其他非流动资产	385.1	261.4	220.4	290.7	257.5	三费/营业收入	9.2%	12.7%	11.6%	10.0%	9.2%
资产总额	5,790.9	7,962.8	7,705.3	9,005.6	10,103.2	偿债能力					
短期债务	1,334.3	1,910.8	600.0	600.0	600.0	资产负债率	47.0%	52.3%	39.5%	34.4%	26.3%
应付帐款	215.8	556.4	100.4	960.9	460.5	负债权益比	88.6%	109.7%	65.3%	52.5%	35.7%
应付票据	33.7	73.3	88.7	137.3	130.7	流动比率	2.55	1.47	2.33	1.85	3.22
其他流动负债	39.2	151.1	153.0	100.0	196.9	速动比率	2.39	1.30	1.99	1.36	2.78
长期借款	200.0	569.6	1,500.0	500.0	500.0	利息保障倍数	10.24	6.45	8.44	16.29	31.05
其他非流动负债	898.1	903.6	603.0	801.6	769.4	分红指标					
负债总额	2,721.2	4,164.7	3,045.1	3,099.8	2,657.5	DPS(元)	0.05	0.09	0.12	0.18	0.22
少数股东权益	25.4	31.6	32.0	33.3	34.9	分红比率	11.1%	13.1%	11.3%	11.8%	12.1%
股本	619.6	939.8	939.8	939.8	939.8	股息收益率	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%
留存收益	2,424.5	2,827.2	3,688.5	4,932.7	6,471.1						
股东权益	3,069.7	3,798.1	4,660.2	5,905.7	7,445.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
净利润	423.5	659.6	971.4	1,411.0	1,749.7	EPS(元)	0.44	0.69	1.03	1.50	1.86
加:折旧和摊销	40.4	68.3	192.2	247.7	273.6	BVPS(元)	3.20	3.96	4.92	6.25	7.89
资产减值准备	10.4	8.7	-	-	-	PE(X)	74.4	47.8	32.0	22.0	17.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.3	8.4	6.7	5.3	4.2
财务费用	58.6	143.9	153.6	108.7	68.6	P/FCF	20.3	-32.5	-19.2	93.4	19.8
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	14.1	9.9	6.6	4.9	4.0
少数股东损益	0.5	1.0	0.4	1.4	1.7	EV/EBITDA	23.5	25.1	21.9	15.7	12.6
营运资金的变动	-651.1	-681.0	-276.2	-250.9	-142.3	CAGR(%)	49.4%	38.5%	95.2%	49.4%	38.5%
经营活动产生现金流量	272.8	225.5	1,041.4	1,517.9	1,951.2	PEG	1.5	1.2	0.3	0.4	0.5
投资活动产生现金流量	-806.1	-1,872.8	-1,750.0	-350.0	-250.0	ROIC/WACC	4.4	4.6	2.5	2.4	2.8
融资活动产生现金流量	3,296.0	875.9	-977.8	-1,070.5	-305.2	REP	1.9	1.2	2.1	2.0	1.7

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、袁善宸分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034