

2015年01月19日

康得新 (002450.SZ)

股权转让再添重磅公司,15年多重惊喜值得期待

■**转让股份引进战略投资者即将完成,新增一家产业资本背书:**康得新此前公告将通过协议转让股份方式引入战略投资者,今日公告称受让方是由保利通信与上海丰实股权投资公司、西安国家航空产业基金及中信信托合作设立的信托计划,转让股权6000万股、转让价为25元,涉及金额15亿元。目前转让协议已开始实施,近期双方将完成交割过户手续。保利、西安国家航空产业基金、北汽等多个国家队产业资本共同为公司未来发展背书,表明新材料产业化能力获得高度认可,公司未来也有望借助产业资本的平台来实现未来的快速放量。对于康得投资而言,15亿元的现金回笼减轻财务压力,利于碳纤维等新材料的产业化进程。

■**15年窗膜、3D等多重惊喜值得期待:**国内汽车窗膜销量约1亿平米,全球供应商主要包括伊斯曼、圣戈班和3M等,康得新作为本土品牌已被伊斯曼视为亚洲区最大竞争对手。14年公司依托北极光品牌开拓一定市场,我们认为随着公司与下游客户合作的深入,康得新品牌也将以突出的性价比优势获得销量的快速增长、窗膜销量有翻倍可能。3D方面,公司为第三代无眩晕裸视3D技术,近百个视点解决多角度观影问题。公司具备膜材料、驱动芯片和内容制作等多方面团队,预计裸视3D推出是系统化作业,片源难题也有望在专业化团队的合作下解决。我们认为15年是公司窗膜快速放量的一年,并且是3D大产业拉开序幕的一年,这些高壁垒、高成长空间的项目将带来未来几年业绩高速增长,此外预计还有更多惊喜值得期待。

■**公司将搭建新材料、新能源汽车和3D三大产业平台,新一轮增长拉开序幕,维持买入-A评级和45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,我们认为公司成长空间应当重估,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,预计每个产业的成功搭建和整合并购都能带来千亿市值、总市值500亿美元的空间。基于上述原因可以给予公司高估值,考虑增发摊薄我们预计14-16年EPS分别为1.03、1.52和2.29元,维持买入-A的评级,目标价45元。我们横向比较目前化工新材料大市值公司,无论从公司高管的能力、执行力、估值和成长的匹配性还是公司未来产品的空间、稀缺性,都是首选标的。

■**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	6,592.2	8,842.7
净利润	423.0	658.6	971.4	1,778.6	2,672.2
每股收益(元)	0.44	0.69	1.03	1.52	2.29
每股净资产(元)	3.20	3.96	4.92	10.40	12.42

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	68.1	43.7	29.3	19.9	13.2
市净率(倍)	9.5	7.6	6.2	2.9	2.4
净利润率	18.9%	20.6%	20.6%	27.0%	30.2%
净资产收益率	13.9%	17.5%	21.0%	14.7%	18.4%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%
ROIC	44.7%	46.2%	25.7%	30.1%	41.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

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

45.00元

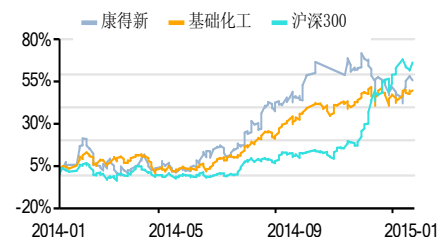
股价(2015-01-16)

30.30元

交易数据

总市值(百万元)	28,804.77
流通市值(百万元)	28,673.12
总股本(百万股)	950.65
流通股本(百万股)	946.31
12个月价格区间	19.50/33.67元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-9.87	-55.96	-24.14
绝对收益	0.17	-7.25	40.21

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

报告联系人

肖晴

021-68767803

xiaqing@essence.com.cn

相关报告

对原材料成本敏感度高,受	2014-12-22
益于原油价格下跌,预计盈	
利将明显改善	
与北汽投资签订战略合作协	2014-12-01
议,新材料和新能源平台逐	
步成型	
公司三方面业务具备百亿盈	2014-11-13
利潜质	

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月19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	6,592.2	8,842.7	成长性					
减:营业成本	1,515.7	2,032.9	3,009.6	3,823.5	4,882.5	营业收入增长率	46.4%	42.9%	48.0%	39.5%	34.1%
营业税费	13.3	17.1	26.0	36.3	48.6	营业利润增长率	197.8%	49.1%	56.7%	83.2%	50.2%
销售费用	41.3	54.1	85.0	118.7	159.2	净利润增长率	223.5%	55.7%	47.5%	83.1%	50.2%
管理费用	111.8	216.7	307.1	428.5	574.8	EBITDA 增长率	166.9%	59.9%	59.9%	63.4%	41.9%
财务费用	52.9	133.7	153.6	90.7	30.8	EBIT 增长率	172.6%	59.2%	50.2%	68.5%	45.4%
资产减值损失	10.4	8.7	-	-	-	NOPLAT 增长率	195.2%	68.1%	43.2%	68.5%	45.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	62.6%	157.1%	43.9%	4.7%	5.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	191.7%	23.7%	22.7%	161.2%	19.3%
营业利润	489.1	729.4	1,143.3	2,094.6	3,146.8	利润率					
加:营业外净收支	12.0	9.9	-	-	-	毛利率	32.2%	36.3%	36.3%	42.0%	44.8%
利润总额	501.2	739.3	1,143.3	2,094.6	3,146.8	营业利润率	21.9%	22.8%	24.2%	31.8%	35.6%
减:所得税	77.7	79.8	171.5	314.2	472.0	净利率	18.9%	20.6%	20.6%	27.0%	30.2%
净利润	423.0	658.6	971.4	1,778.6	2,672.2	EBITDA/营业收入	26.1%	29.2%	31.5%	36.9%	39.0%
						EBIT/营业收入	24.3%	27.0%	27.4%	33.1%	35.9%
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	239	200
货币资金	3,445.6	2,675.4	989.0	7,339.8	9,345.0	流动营业资本周转天数	57	54	55	53	51
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	427	457	235	320	430
应收账款	323.3	436.6	456.4	931.9	947.5	应收账款周转天数	37	43	34	38	38
应收票据	28.9	52.7	57.9	103.6	113.0	存货周转天数	33	40	30	31	30
预付帐款	84.5	155.9	314.5	250.9	436.7	总资产周转天数	619	775	597	625	660
存货	251.2	464.3	314.9	805.3	665.8	投资资本周转天数	217	336	398	345	270
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%	14.7%	18.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.3%	8.3%	12.6%	11.7%	15.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	44.7%	46.2%	25.7%	30.1%	41.8%
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%	1.4%	0.3%
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%	9.7%	8.6%
资产总额	5,790.9	7,962.8	7,705.3	15,197.1	17,243.8	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%	19.9%	15.8%
应付帐款	215.8	556.4	100.4	897.8	500.5	负债权益比	88.6%	109.7%	65.3%	24.9%	18.7%
应付票据	33.7	73.3	88.7	123.9	139.8	流动比率	2.55	1.47	2.33	5.51	8.00
其他流动负债	39.2	151.1	153.0	103.6	211.9	速动比率	2.39	1.30	1.99	5.05	7.54
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	24.09	103.09
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	3,026.9	2,721.6	DPS(元)	0.05	0.09	0.12	0.18	0.28
少数股东权益	25.4	31.6	32.0	33.7	36.1	分红比率	11.1%	13.1%	11.3%	11.8%	12.1%
股本	619.6	939.8	939.8	1,166.6	1,166.6	股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%
留存收益	2,424.5	2,827.2	3,688.5	10,970.0	13,319.5						
股东权益	3,069.7	3,798.1	4,660.2	12,170.3	14,522.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.44	0.69	1.03	1.52	2.29
净利润	423.5	659.6	971.4	1,778.6	2,672.2	BVPS(元)	3.20	3.96	4.92	10.40	12.42
加:折旧和摊销	40.4	68.3	192.2	247.7	273.6	PE(X)	68.1	43.7	29.3	19.9	13.2
资产减值准备	10.4	8.7	-	-	-	PB(X)	9.5	7.6	6.2	2.9	2.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	18.6	-29.7	-17.6	51.3	15.4
财务费用	58.6	143.9	153.6	90.7	30.8	P/S	12.9	9.0	6.0	5.4	4.0
投资损失	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	23.5	25.1	20.2	12.2	8.0
少数股东损益	0.5	1.0	0.4	1.8	2.5	CAGR(%)	61.4%	59.5%	95.2%	61.4%	59.5%
营运资金的变动	-651.1	-681.0	-276.2	-261.9	-345.1	PEG	1.1	0.7	0.3	0.3	0.2
经营活动产生现金流量	272.8	225.5	1,041.4	1,856.8	2,634.1	ROIC/WACC	4.4	4.6	2.5	3.0	4.1
投资活动产生现金流量	-806.1	-1,872.8	-1,750.0	-350.0	-250.0	REP	1.9	1.2	1.9	1.5	1.0
融资活动产生现金流量	3,296.0	875.9	-977.8	4,844.0	-378.9						

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