2014 年 08 月 25 日

康得新 (002450)

——2014 半年报点评：业绩高增长超预期，又一个跨越式发展周期开启，维持“买入”评级

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

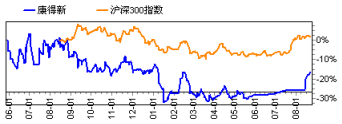
维持

市场数据：	2014 年 08 月 24 日
收盘价（元）	28
一年内最高/最低（元）	28.5/18.96
上证指数/深证成指	2241/8059
市净率	6.3
息率（分红/股价）	0.32
流通 A 股市值(百万元)	26497

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2014 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	4.42
资产负债率%	54.91
总股本/流通 A 股(百万)	951/946
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)——年报点评：业绩基本符合预期，快速打造国际高分子复合材料领军企业，维持“买入”评级》 2014/04/21

《康得新(002450)——与分众传媒重磅合作进入传媒显示巨大蓝海市场，维持“买入”评级》 2014/03/28

证券分析师
孟烨勇 A0230513010001
mengyy@swsresearch.com

研究支持
刘嘉庆 A0230113080005
liujq@swsresearch.com

联系人
孟烨勇
(8621)23297818×7568
liujq@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：（8621）23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
http://www.swsresearch.com

盈利预测： 单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	3,193	43	659	56	0.70	36.3	17.5	40	25
2014H1	2,424	61	453	57	0.48	37.8	10.8		
2014E	5,343	67.3	1069	62.2	1.12	36.1	22.1	25	15.9
2015E	7,320	37.0	1414	32.3	1.49	34.4	22.6	19	11.4
2016E	10,22	39.7	1800	27.3	1.89	33.0	22.4	15	8.1

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;

投资要点：

- **发布 2014 年半年报，公司业绩超预期。**公司公告 2014 年上半年营业收入 24.24 亿元，同比增长 60.56%，归属于上市公司股东净利润 4.53 亿元，同比增长 57.02%，超过一季报预告的 55%上限，对应最新股本摊薄 EPS=0.48。同时公司预告 2014 年 1-9 月净利润增长区间为 6.79-7.03 亿元，对应同比增长区间为 45%-50%。
- **预涂膜业务稳步推进，光学膜产品不断拓展新应用。**绿色印刷政策驱动预涂膜在国内印刷行业加速替代，公司将原有预涂膜五大技术和光学膜七大技术整合，为预涂膜市场扩展创造重要条件，预涂膜业务收入增长 9.34%，由于基膜一体化，预涂膜业务毛利率大幅提升 11.31 个百分点。光学膜产品方面进一步加大在显示、窗膜（汽车、建筑）、装饰膜（建筑、家电、厨具、家具）、3D 广告产业的开拓，随着年产二亿平米光学膜项目顺利投产，大客户不断取得突破，为产能投放稳步推进提供条件，上半年实现营业收入大幅增长 88.07%，毛利率提高 7.27 个百分点，成为公司业绩增长的主要推动力，逐步实现成为高分子复合材料平台型公司。
- **布局石墨烯等新材料产业，开启又一个跨越式发展周期。**公司在石墨烯功能膜、碳纳米管功能材料等新产品方面，通过自主研发、技术引进合作加速技术研发和进程，已经取得了重要的阶段性成果，公司从与保利龙马、德图投资合作设立并购基金，并成立子公司张家港康得新石墨烯应用科技有限公司，彰显出对石墨烯未来发展的信心，并有望成为行业内领导企业。同时随着保利的战略性入股，公司的增长边界有望大幅打开，又一个跨越式发展周期已逐步开启。
- **多品类开拓不断取得成果，作为高分子复合材料平台型公司基因正逐渐被市场认可。维持“买入”评级。**公司作为高分子复合材料平台型公司，对产业的整合和开拓早已不局限于显示光学膜领域，公司的核心竞争力在于快速在各个重要的新材料领域实现技术突破及进口替代，未来成长潜在空间非常广阔。**维持 2014-2016 年每股收益分别为 1.12、1.49、1.89 元，**目前股价分别对应 2014-2016 年 25/19/15 倍 PE，维持“买入”评级。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；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上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。客户应全面理解本报告结尾处的"法律声明"。

表 1：盈利预测表

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	1526	2235	3193	5343	7320	10227
二、营业总成本	1362	1746	2463	4090	5631	8016
其中：营业成本	1230	1516	2033	3413	4803	6856
营业税金及附加	3	13	17	24	33	45
销售费用	25	41	54	86	114	156
管理费用	65	112	217	398	505	725
财务费用	35	53	134	139	163	213
资产减值损失	4	10	9	30	13	21
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	164	489	729	1253	1689	2211
加：营业外收入	3	14	10	29	23	25
减：营业外支出	0	2	0	0	1	1
四、利润总额	167	501	739	1282	1711	2235
减：所得税	37	78	80	213	297	435
五、净利润	131	423	660	1069	1414	1800
少数股东损益	(0)	0	1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	131	423	659	1069	1414	1800
六、基本每股收益	0.40	0.73	0.71	1.12	1.49	1.89
全面摊薄每股收益	0.14	0.44	0.69	1.12	1.49	1.89

资料来源：申万研究

表 2：毛利拆分表

单位：百万元		2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
预涂膜	收入	659	1,007	1,226	1,305	1,475	1,623
	成本	456	682	774	887	1,018	1,136
	毛利	203	325	452	418	457	487
	毛利率	30.8%	32.3%	36.8%	32.0%	31.0%	30.0%
	收入占比	43.6%	45.8%	40.5%	24.4%	20.2%	15.9%
	毛利占比	71.8%	45.8%	40.8%	21.6%	18.2%	14.4%
BOPP 原材料	收入	777	204	133	100	120	140
	成本	729	195	126	92	110	129
	毛利	48	8	7	8	9.6	11.2
	毛利率	6.2%	4.2%	5.1%	8.0%	8.0%	8.0%
	收入占比	51.4%	9.3%	4.4%	1.9%	1.6%	1.4%
	毛利占比	17.0%	1.2%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%
覆膜机	收入	77	48	47	88	100	114
	成本	45	33	34	57	65	74
	毛利	32	15	12	31	35	40
	毛利率	41.4%	31.8%	26.5%	35.0%	35.0%	35.0%
	收入占比	5.1%	2.2%	1.5%	1.6%	1.4%	1.1%
	毛利占比	11.2%	2.2%	1.1%	1.6%	1.4%	1.2%

显示光学膜和其他	收入	0	942	1, 621	1, 500	2, 000	4, 000
	成本	0	581	985	998	1, 360	2, 640
	毛利	0	361	636	503	640	1360
	毛利率	-9. 5%	38. 4%	39. 2%	33. 5%	32. 0%	34. 0%
	收入占比	0. 0%	42. 8%	53. 6%	28. 1%	27. 3%	39. 1%
	毛利占比	0. 0%	50. 9%	57. 5%	26. 0%	25. 4%	40. 3%
隔热膜	收入				1, 100	1, 500	1, 800
	成本				704	975	1, 206
	毛利				396	525	594
	毛利率				36. 0%	35. 0%	33. 0%
	收入占比				20. 6%	20. 5%	17. 6%
	毛利占比				20. 5%	20. 9%	17. 6%
裸眼 3D 膜	收入				1, 000	1, 500	1, 800
	成本				500	825	1, 116
	毛利				500	675	684
	毛利率				50. 0%	45. 0%	38. 0%
	收入占比				18. 7%	20. 5%	17. 6%
	毛利占比				25. 9%	26. 8%	20. 3%
装饰膜	收入				250	625	750
	成本				175	450	555
	毛利				75	175	195
	毛利率				30. 0%	28. 0%	26. 0%
	收入占比				4. 7%	8. 5%	7. 3%
	毛利占比				3. 9%	7. 0%	5. 8%
合计	收入	1, 513	2, 201	3, 027	5, 343	7, 320	10, 227
	成本	1, 230	1, 491	1, 919	3, 413	4, 803	6, 856
	毛利	283	710	1, 108	1, 930	2, 517	3, 371
	毛利率	18. 70%	32. 26%	36. 60%	36. 12%	34. 38%	32. 96%

资料来源：申万研究

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。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。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、静默期安排及关联公司持股情况。

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。

：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。

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。

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。

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。

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。