

乐凯胶片 (600135.SH)

军工行业

评级：买入 维持评级

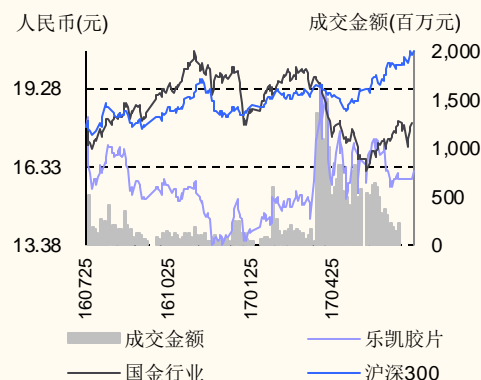
公司点评

市场价格(人民币): 16.20元  
 目标价格(人民币): 20.00-20.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	368.34
总市值(百万元)	6,042.47
年内股价最高最低(元)	19.32/13.38
沪深300指数	3743.47
上证指数	3250.60



## 相关报告

- 《业务转型显成效，一季度业绩亮眼-乐凯胶片公司点评》，2017.4.28
- 《航天新材料整合平台，新产品放量在即-乐凯胶片公司深度研究》，2017.4.5

司景喆 联系人  
 (8621)60870938  
 sijz@gjzq.com.cn

时代 联系人  
 (8621)60893123  
 shidai@gjzq.com.cn

赵玥炜 联系人  
 zhaoyuewei@gjzq.com.cn

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002  
 (8621)60230230  
 zhangbin@gjzq.com.cn

## 内生外延全方位布局，锂电池隔膜业务发展可期

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.098	0.110	0.158	0.197	0.246
每股净资产(元)	4.32	4.40	4.54	4.71	4.91
每股经营性现金流(元)	-0.10	-0.10	0.14	0.20	0.44
市盈率(倍)	220.43	124.38	102.68	82.06	65.94
行业优化市盈率(倍)	23.45	23.45	23.45	23.45	23.45
净利润增长率(%)	33.01%	12.26%	43.03%	25.13%	24.44%
净资产收益率(%)	2.28%	2.51%	3.47%	4.19%	5.01%
总股本(百万股)	372.99	372.99	372.99	372.99	372.99

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

乐凯胶片公告于2017年7月20日与新乡市众生实业有限责任公司签署《新乡市中科科技有限公司股权转让框架协议》，拟以现金收购转让方全资持股的新乡市中科科技有限公司(“中科科技”)股权。收购完成后，中科科技将成为公司的控股子公司。

## 经营分析

**内生外延全方位布局，锂电池隔膜业务协同空间广阔：**公司此次收购的中科科技是国内最早从事锂电池隔膜研发、生产与销售的企业之一，拥有成熟的干法和湿法锂电池隔膜生产工艺及产能布局。根据中国产业信息网统计，中科科技在2016年全球锂电池隔膜市场占有率达到5%，行业排名第八，是所有国产品牌中排名最靠前的企业。目前，中科科技拥有各类锂电池隔膜生产产线合计15条，产能达到2.2亿平方米；涂覆线13条，产能8000万平方米；合计产能是上市公司全部在建锂电池隔膜产线产能的5倍以上。同时，中科科技的锂电池隔膜产能以干法生产为主，标的公司的并入将有效弥补上市公司在干法产线和涂覆线方面的产能不足，完善上市公司在锂电池隔膜产业的全方位布局。

**新业务景气向上，有力支撑公司业绩：**公司于2011年起大力发展光伏、锂电电子等新兴产业并剥离原有胶卷业务，目前正逐步形成影像材料、光伏材料和锂电材料三大业务布局。公司的太阳能电池背板四期项目建设进展顺利，8号线已完全建成，14、15号线正在进行开工前的准备工作，预计每条产线达产后均可带来超过600万元的税前利润。公司自身在锂电池隔膜方面的业务布局包括三个项目共5条产线，预计全部建成后总产能将达5700万平方米，满产税前利润总计9148万元。目前，公司已有两条锂电池隔膜产线建成在即，预计满产税前利润可达6107万元，为公司业绩提供有力支撑。

**公司是航天科技集团下属军民融合重要平台，同时将受益河北航天产业集群：**公司是集团军民融合的重要平台，与航天科技集团旗下其他科研院所在锂电隔膜、光伏背板等业务上有深入合作。此外，公司位于河北保定，地处京津冀协同发展地区，毗邻固安航天产业集群，未来将直接受益于雄安新区建设与集团其他产业联合发展的辐射效应。根据航天科技集团2013年一号文件的表述，我们判断公司有望成为航天科技集团军工资源整合的重点。

## 盈利预测与投资建议

我们认为，乐凯胶片在锂电池隔膜的研发技术，结合中科科技雄厚的产能、成熟的管理团队及上、下游资源，将产生明显的产业协同效应，有效助力公

司的锂电池隔膜业务迅速发展。

- 中科科技 2016 年实现营收 2.53 亿元，归母净利润 0.29 亿元。我们暂不考虑中科科技为公司带来的业绩增厚，预计公司 2017-2019 年营业收入 16.47/18.59/21.19 亿元，同比增长 15.9%/12.9%/14.0%；归母净利润 0.59/0.74/0.92 亿元，同比增长 43.0%/25.1%/24.4%。我们认为，公司未来业绩增长预期明确、同时有望受益航天科技集团的改革进程，维持对公司的“买入”评级，6-12 个月目标价 20 元。

#### 风险

- 锂电池隔膜项目投产不及预期；光伏行业增速不达预期；传统感光材料和影像材料市场规模大幅缩减；资产整合进程不达预期。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>946</b>	<b>1,183</b>	<b>1,421</b>	<b>1,647</b>	<b>1,859</b>	<b>2,119</b>	货币资金	192	592	466	480	500	520
增长率		25.0%	20.1%	15.9%	12.9%	14.0%	应收款项	266	374	506	570	643	733
主营业务成本	-762	-963	-1,176	-1,350	-1,524	-1,736	存货	272	274	285	321	362	412
%销售收入	80.5%	81.4%	82.7%	82.0%	82.0%	81.9%	其他流动资产	58	69	193	202	209	217
毛利	185	220	245	297	335	383	流动资产	788	1,309	1,450	1,572	1,714	1,883
%销售收入	19.5%	18.6%	17.3%	18.0%	18.0%	18.1%	%总资产	66.4%	68.4%	70.5%	70.3%	72.2%	74.5%
营业税金及附加	-5	-8	-7	-8	-9	-10	长期投资	41	41	41	41	41	41
%销售收入	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	280	421	429	478	468	444
营业费用	-65	-69	-81	-91	-100	-112	%总资产	23.6%	22.0%	20.9%	21.4%	19.7%	17.6%
%销售收入	6.9%	5.8%	5.7%	5.5%	5.4%	5.3%	无形资产	79	143	137	144	151	157
管理费用	-83	-100	-114	-128	-141	-157	非流动资产	399	605	608	663	660	644
%销售收入	8.8%	8.4%	8.0%	7.8%	7.6%	7.4%	%总资产	33.6%	31.6%	29.5%	29.7%	27.8%	25.5%
息税前利润 (EBIT)	32	44	44	70	85	104	<b>资产总计</b>	<b>1,187</b>	<b>1,914</b>	<b>2,058</b>	<b>2,236</b>	<b>2,374</b>	<b>2,527</b>
%销售收入	3.3%	3.7%	3.1%	4.3%	4.6%	4.9%	短期借款	61	50	165	243	249	158
财务费用	1	8	8	-1	-1	-1	应付款项	109	216	204	250	313	390
%销售收入	-0.1%	-0.7%	-0.5%	0.0%	0.1%	0.0%	其他流动负债	11	18	24	27	30	112
资产减值损失	-7	-9	-12	-10	-10	-10	流动负债	181	284	393	520	591	661
公允价值变动收益	2	-1	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	3	4	5	7	9	其他长期负债	0	4	8	0	0	0
%税前利润	10.6%	5.6%	8.6%	7.2%	8.6%	8.6%	<b>负债</b>	<b>182</b>	<b>288</b>	<b>401</b>	<b>520</b>	<b>591</b>	<b>661</b>
营业利润	32	44	44	65	81	103	<b>普通股股东权益</b>	992	1,611	1,641	1,695	1,756	1,830
营业利润率	3.4%	3.7%	3.1%	3.9%	4.3%	4.8%	少数股东权益	13	15	16	21	27	36
营业外收支	4	1	5	5	6	7	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,187</b>	<b>1,914</b>	<b>2,058</b>	<b>2,236</b>	<b>2,374</b>	<b>2,527</b>
税前利润	37	45	49	70	87	110	<b>比率分析</b>						
利润率	3.9%	3.8%	3.5%	4.2%	4.7%	5.2%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-5	-5	-4	-6	-7	-9	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.8%	10.8%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	每股收益	0.081	0.098	0.110	0.158	0.197	0.246
净利润	31	40	45	64	80	101	每股净资产	2.902	4.319	4.399	4.544	4.708	4.906
少数股东损益	4	3	4	5	6	9	每股经营现金净流	-0.203	-0.096	-0.105	0.143	0.204	0.441
归属于母公司的净利润	<b>28</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>59</b>	<b>74</b>	<b>92</b>	每股股利	0.025	0.030	0.000	0.050	0.060	0.075
净利率	2.9%	3.1%	2.9%	3.6%	4.0%	4.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	2.78%	2.28%	2.51%	3.47%	4.19%	5.01%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	2.32%	1.91%	2.00%	2.63%	3.10%	3.63%
净利润	31	40	45	64	80	101	投入资本收益率	2.52%	2.33%	2.23%	3.29%	3.82%	4.71%
少数股东损益	4	3	4	5	6	9	<b>增长率</b>						
非现金支出	41	44	54	55	63	67	主营业务收入增长率	1.21%	25.04%	20.14%	15.85%	12.87%	13.98%
非经营收益	-6	-2	0	-7	-10	-14	EBIT增长率	-9.74%	38.44%	1.35%	58.72%	20.22%	22.81%
营运资金变动	-135	-118	-138	-58	-56	11	净利润增长率	14.16%	33.01%	12.26%	43.03%	25.13%	24.44%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-69</b>	<b>-36</b>	<b>-39</b>	<b>53</b>	<b>76</b>	<b>165</b>	总资产增长率	9.03%	61.20%	7.51%	8.63%	6.21%	6.41%
资本开支	-74	-222	-60	-105	-54	-43	<b>资产管理能力</b>						
投资	14	25	-130	-1	0	0	应收账款周转天数	57.8	69.0	75.1	75.1	75.1	75.1
其他	4	4	3	5	7	9	存货周转天数	115.9	103.4	86.7	86.7	86.7	86.7
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-57</b>	<b>-193</b>	<b>-187</b>	<b>-101</b>	<b>-46</b>	<b>-34</b>	应付账款周转天数	21.2	28.6	36.9	40.0	45.0	50.0
股权募资	0	591	0	14	10	10	固定资产周转天数	93.1	76.7	62.9	62.7	51.7	39.6
债权募资	60	50	115	69	6	-90	<b>偿债能力</b>						
其他	-28	-36	4	-21	-26	-31	净负债/股东权益	-16.58%	-33.78%	-18.52%	-14.19%	-14.45%	-19.72%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>32</b>	<b>605</b>	<b>120</b>	<b>62</b>	<b>-10</b>	<b>-111</b>	EBIT利息保障倍数	-31.3	-5.3	-5.8	97.1	70.4	184.2
<b>现金净流量</b>	<b>-94</b>	<b>376</b>	<b>-106</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	资产负债率	15.29%	15.05%	19.49%	23.25%	24.90%	26.16%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-05	买入	14.40	18.00~18.00
2	2017-04-28	买入	16.06	20.00~20.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD