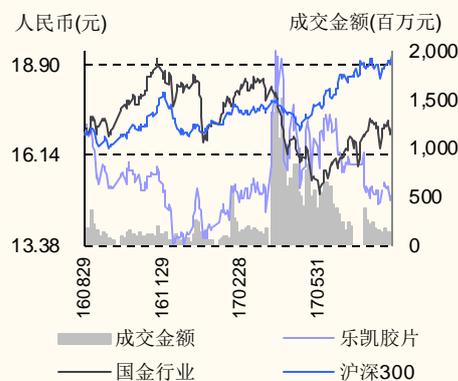


市场价格(人民币): 14.93元
 目标价格(人民币): 20.00-20.00元

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)	5,568.77
年内股价最高最低(元)	19.32/13.38
沪深300指数	3795.75
上证指数	3331.52



相关报告

- 《内生外延全方位布局, 锂电池隔膜业务发展可期-乐凯胶片公司点评》, 2017.7.24
- 《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 分析师 SAC 执业编号: S1130517080001
 (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

业绩持续高增长, 锂电池隔膜布局加强

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	0.187	0.261	0.346
每股净资产(元)	4.32	4.40	4.55	4.76	5.04
每股经营性现金流(元)	-0.10	-0.10	0.10	0.24	0.61
市盈率(倍)	220.43	124.38	79.77	57.16	43.12
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%	69.69%	39.54%	32.58%
净资产收益率(%)	2.28%	2.51%	4.12%	5.49%	6.87%
总股本(百万股)	372.99	372.99	372.99	372.99	372.99

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

业绩简评

- 乐凯胶片披露 2017 半年度业绩: 公司 2017H1 实现营业收入 9.46 亿元, 同比+36.38%; 归母净利润 0.50 亿元, 同比+68.33%。公司业务转型成功, 中报业绩再超预期。

经营分析

- 产品销量再攀新高, 业绩持续超预期:** 公司 2017H1 实现收入+36.38%、归母净利润+68.33%的亮眼增长, 主要源自各项产品销量同比大幅增加。公司业务转型成效显著, 上半年彩色相纸实现销量同比+19.33%, 太阳能电池背板实现销量同比+44.83%, 有力支撑公司业绩。公司在确保研发费用水平的前提下, 各项费用管控得当, 上半年毛利率 17.78%, 净利率 5.53%, 实现同比+0.65ppt 与 0.94ppt 的小幅提升。

- 内生外延全方位布局, 锂电池隔膜投产在即:** 我们预测, 受益于动力电池的需求放量, 我国 2020 年锂电池隔膜需求量将达 38 亿平方米, 市场规模超 240 亿元。公司是乐凯集团旗下唯一从事锂电池隔膜业务的平台, 已获得集团全部的相关技术及专利。为了实现全方位布局, 公司拟收购锂电池隔膜龙头中科科技, 将带来干湿法产线共 2.2 亿平方米和涂覆线 8,000 万平方米的产能补充。目前, 公司自身锂电池隔膜业务布局包括三个项目共 5 条生产线, 预计全部建成后总产能将达 5,700 万平方米, 满产税前利润总计 9,148 万元。报告期内, 公司已有两条锂电池隔膜生产线顺利完成化工试车, 我们预计下半年有望进入正常生产状态, 满产税前利润为 6,000 万元。

- 公司是航天科技集团军民融合重要平台, 同时将受益河北航天产业群:** 公司是航天科技集团下属新能源、新材料重要布局平台, 与集团旗下其他科研院所所在锂电池隔膜、光伏背板等业务上合作深入。此外, 公司位于河北保定, 地处京津冀协同发展地区, 毗邻固安航天产业群, 未来将直接受益于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, 公司有望成为集团军工资源整合的重点。

盈利预测与投资建议

- 公司于 2012 年剥离传统胶卷业务, 逐步形成影像材料、光伏材料与锂电材料三大业务布局, 是乐凯集团下属重要的新材料研制子公司。我们认为, 公司锂电池隔膜业务布局加强、量产在即, 光伏材料业务正随行业迎来景气上升, 影像材料业务日趋稳健, 将为公司提供有力的业绩支撑。此外, 公司地处京津保三角腹地, 有望直接受益固安航天产业园与京津冀协同发展战略、

成为集团军工资源整合的重点。

- 我们看好公司业务转型与费用管控得力带来的盈利能力提升，上调对公司的盈利预测。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 18.91/23.07/26.86 亿元，同比增长 33.0%/22.0%/16.5%；归母净利润 0.70/0.97/1.29 亿元，同比增长 69.7%/39.5%/32.6%。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。

风险提示

- 锂电池隔膜项目投产不及预期；应收帐款较大的风险；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；航天科技集团改革进程不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	946	1,183	1,421	1,891	2,307	2,686
增长率		25.0%	20.1%	33.0%	22.0%	16.5%
主营业务成本	-762	-963	-1,176	-1,556	-1,891	-2,189
%销售收入	80.5%	81.4%	82.7%	82.3%	82.0%	81.5%
毛利	185	220	245	335	416	497
%销售收入	19.5%	18.6%	17.3%	17.7%	18.0%	18.5%
营业税金及附加	-5	-8	-7	-9	-11	-13
%销售收入	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-65	-69	-81	-104	-125	-142
%销售收入	6.9%	5.8%	5.7%	5.5%	5.4%	5.3%
管理费用	-83	-100	-114	-142	-171	-196
%销售收入	8.8%	8.4%	8.0%	7.5%	7.4%	7.3%
息税前利润 (EBIT)	32	44	44	80	110	146
%销售收入	3.3%	3.7%	3.1%	4.2%	4.8%	5.4%
财务费用	1	8	8	3	3	2
%销售收入	-0.1%	-0.7%	-0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-7	-9	-12	-12	-12	-12
公允价值变动收益	2	-1	0	0	0	0
投资收益	4	3	4	3	5	5
%税前利润	10.6%	5.6%	8.6%	3.1%	4.0%	3.0%
营业利润	32	44	44	74	105	140
营业利润率	3.4%	3.7%	3.1%	3.9%	4.5%	5.2%
营业外收支	4	1	5	8	8	8
税前利润	37	45	49	82	113	148
利润率	3.9%	3.8%	3.5%	4.3%	4.9%	5.5%
所得税	-5	-5	-4	-7	-9	-12
所得税率	14.8%	10.8%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
净利润	31	40	45	75	103	136
少数股东损益	4	3	4	5	6	7
归属于母公司的净利润	28	37	41	70	97	129
净利率	2.9%	3.1%	2.9%	3.7%	4.2%	4.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	31	40	45	75	103	136
少数股东损益	4	3	4	5	6	7
非现金支出	41	44	54	64	80	83
非经营收益	-6	-2	0	-9	-10	-11
营运资金变动	-135	-118	-138	-92	-82	19
经营活动现金净流	-69	-36	-39	38	91	228
资本开支	-74	-222	-60	-202	-52	-42
投资	14	25	-130	-1	0	0
其他	4	4	3	3	5	5
投资活动现金净流	-57	-193	-187	-200	-47	-37
股权募资	0	591	0	0	0	0
债权募资	60	50	115	183	-13	-156
其他	-28	-36	4	-17	-21	-24
筹资活动现金净流	32	605	120	167	-34	-180
现金净流量	-94	376	-106	4	10	10

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	192	592	466	470	480	490
应收款项	266	374	506	531	648	754
存货	272	274	285	277	337	390
其他流动资产	58	69	193	360	372	382
流动资产	788	1,309	1,450	1,638	1,836	2,016
%总资产	66.4%	68.4%	70.5%	68.5%	71.4%	74.2%
长期投资	41	41	41	41	41	41
固定资产	280	421	429	568	542	502
%总资产	23.6%	22.0%	20.9%	23.8%	21.1%	18.5%
无形资产	79	143	137	144	151	157
非流动资产	399	605	608	754	734	701
%总资产	33.6%	31.6%	29.5%	31.5%	28.6%	25.8%
资产总计	1,187	1,914	2,058	2,392	2,571	2,717
短期借款	61	50	165	357	344	188
应付款项	109	216	204	288	388	493
其他流动负债	11	18	24	31	37	121
流动负债	181	284	393	675	769	802
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	4	8	0	0	0
负债	182	288	401	675	769	802
普通股股东权益	992	1,611	1,641	1,696	1,774	1,881
少数股东权益	13	15	16	21	27	34
负债股东权益合计	1,187	1,914	2,058	2,392	2,571	2,717

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.081	0.098	0.110	0.187	0.261	0.346
每股净资产	2.902	4.319	4.399	4.546	4.757	5.044
每股经营现金净流	-0.203	-0.096	-0.105	0.102	0.244	0.611
每股股利	0.025	0.030	0.000	0.040	0.050	0.060
回报率						
净资产收益率	2.78%	2.28%	2.51%	4.12%	5.49%	6.87%
总资产收益率	2.32%	1.91%	2.00%	2.92%	3.79%	4.75%
投入资本收益率	2.52%	2.33%	2.23%	3.54%	4.69%	6.35%
增长率						
主营业务收入增长率	1.21%	25.04%	20.14%	33.03%	21.98%	16.46%
EBIT 增长率	-9.74%	38.44%	1.35%	80.40%	37.15%	32.87%
净利润增长率	14.16%	33.01%	12.26%	69.69%	39.54%	32.58%
总资产增长率	9.03%	61.20%	7.51%	16.24%	7.46%	5.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	57.8	69.0	75.1	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	115.9	103.4	86.7	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	21.2	28.6	36.9	40.0	45.0	50.0
固定资产周转天数	93.1	76.7	62.9	72.5	54.0	39.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.58%	-33.78%	-18.52%	-6.97%	-7.90%	-16.11%
EBIT 利息保障倍数	-31.3	-5.3	-5.8	-25.6	-41.9	-64.2
资产负债率	15.29%	15.05%	19.49%	28.24%	29.92%	29.52%

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	1	2	2	2
增持	0	0	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.33	1.33	1.33

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
3	2017-07-24	买入	16.20	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