

乐凯胶片 (600135.SH) 军工行业

评级：买入 维持评级

公司点评

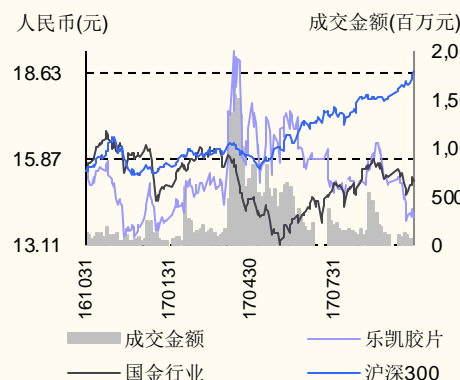
市场价格(人民币): 14.05元
 目标价格(人民币): 20.00-20.00元

业绩增长亮眼, 锂电池业务再加速

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)	5,240.53
年内股价最高最低(元)	19.32/13.38
沪深300指数	4021.97
上证指数	3416.81



相关报告

- 《业绩持续高增长, 锂电池隔膜布局加强-乐凯胶片公司点评》, 2017.8.28
- 《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

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	0.216	0.308	0.403
每股净资产(元)	4.32	4.40	4.57	4.83	5.18
每股经营性现金流(元)	-0.10	-0.10	0.06	0.25	0.61
市盈率(倍)	220.43	124.38	65.06	45.56	34.87
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%	95.78%	42.81%	30.64%
净资产收益率(%)	2.28%	2.51%	4.72%	6.38%	7.78%
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

业绩简评

- 乐凯胶片披露 2017 年三季度业绩: 公司 2017 年前三季度实现营业收入 14.23 亿元, 同比+34.55%; 归母净利润 0.70 亿元, 同比+67.86%。公司业绩自今年以来实现高速增长, 持续超出市场预期。

经营分析

- 业绩实现亮眼增长, 经营能力持续提升:** 公司 2017 年前三季度实现收入+34.55%、归母净利润+67.86%的亮眼增长, 主要源自彩色相纸与太阳能背板销量同比提升, 业务转型成效显著。报告期内, 公司经营能力实现持续提升, 在确保研发费用水平的前提下, 各项费用管控得当, 前三季度管理费用率与销售费用率实现同比-0.33ppt 与-0.51ppt 的下降。公司前三季度实现销售毛利率 18.06%、净利率 5.17%, 分别同比+0.74ppt、+0.92ppt。

- 加强新能源、新材料产业布局, 锂电池业务再加速:** 为了加快在新能源、新材料领域的战略布局、进一步拓展锂电池业务, 公司拟变更募投项目“锂电池隔膜涂布生产线二期项目”为“锂离子电池软包铝塑复合膜产业化建设项目”, 将建设 6 条生产线(包括 1 条铝箔清洗线、1 条表面处理线、1 条铝塑膜干法复合线、1 条铝塑膜分切线与 2 条后整理包装线), 预计于 2020 年量产, 总产能达 1,200 万平米/年。据高工锂电预测, 到 2020 年国内铝塑膜需求量将达 15,867 万平方米, 对应市场总规模为 90 亿元。此外, 公司拟收购的锂电池隔膜龙头中科科技 2016 年实现营业收入 2.53 亿元、归母净利润 0.29 亿元, 收购完成后将为公司带来干湿法产线共 2.2 亿平米和涂覆线 8,000 万平米的产能补充。目前, 公司前期募投建设的两条锂电池隔膜生产线已顺利完成化工试车, 实现暂估转固, 我们预计四季度将进入正常生产状态, 满产税前利润为 6,107 万元/年。

- 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集群:** 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, 毗邻固安航天产业集群, 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 19.29/24.08/28.73 亿元，同比增长 35.7%/24.8%/19.3%；归母净利润 0.81/1.15/1.50 亿元，同比增长 95.8%/42.8%/30.6%。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；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
主营业务收入	946	1,183	1,421	1,929	2,408	2,873	货币资金	192	592	466	470	480	490
增长率		25.0%	20.1%	35.7%	24.8%	19.3%	应收款项	266	374	506	542	676	807
主营业务成本	-762	-963	-1,176	-1,589	-1,978	-2,349	存货	272	274	285	283	352	418
%销售收入	80.5%	81.4%	82.7%	82.4%	82.2%	81.8%	其他流动资产	58	69	193	381	395	408
毛利	185	220	245	340	429	523	流动资产	788	1,309	1,450	1,676	1,903	2,123
%销售收入	19.5%	18.6%	17.3%	17.6%	17.8%	18.2%	%总资产	66.4%	68.4%	70.5%	69.0%	72.2%	75.2%
营业税金及附加	-5	-8	-7	-9	-11	-14	长期投资	41	41	41	39	39	39
%销售收入	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	280	421	429	568	542	502
营业费用	-65	-69	-81	-98	-123	-147	%总资产	23.6%	22.0%	20.9%	23.4%	20.6%	17.8%
%销售收入	6.9%	5.8%	5.7%	5.1%	5.1%	5.1%	无形资产	79	143	137	144	151	157
管理费用	-83	-100	-114	-135	-166	-195	非流动资产	399	605	608	752	733	699
%销售收入	8.8%	8.4%	8.0%	7.0%	6.9%	6.8%	%总资产	33.6%	31.6%	29.5%	31.0%	27.8%	24.8%
息税前利润 (EBIT)	32	44	44	97	129	168	资产总计	1,187	1,914	2,058	2,428	2,636	2,822
%销售收入	3.3%	3.7%	3.1%	5.0%	5.4%	5.8%	短期借款	61	50	165	375	362	204
财务费用	1	8	8	3	2	3	应付款项	109	216	204	294	405	528
%销售收入	-0.1%	-0.7%	-0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	11	18	24	31	39	124
资产减值损失	-7	-9	-12	-12	-12	-12	流动负债	181	284	393	700	806	856
公允价值变动收益	2	-1	0	-7	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	4	3	4	4	4	4	其他长期负债	0	4	8	0	0	0
%税前利润	10.6%	5.6%	8.6%	4.5%	3.3%	2.6%	负债	182	288	401	700	806	857
营业利润	32	44	44	85	124	164	普通股股东权益	992	1,611	1,641	1,706	1,803	1,931
营业利润率	3.4%	3.7%	3.1%	4.4%	5.1%	5.7%	少数股东权益	13	15	16	21	27	34
营业外收支	4	1	5	8	8	8	负债股东权益合计	1,187	1,914	2,058	2,428	2,636	2,822
税前利润	37	45	49	93	132	172							
利润率	3.9%	3.8%	3.5%	4.8%	5.5%	6.0%	比率分析						
所得税	-5	-5	-4	-8	-11	-14		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	14.8%	10.8%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	每股指标						
净利润	31	40	45	86	121	157	每股收益	0.081	0.098	0.110	0.216	0.308	0.403
少数股东损益	4	3	4	5	6	7	每股净资产	2.902	4.319	4.399	4.575	4.833	5.176
归属于母公司的净利润	28	37	41	81	115	150	每股经营现金净流	-0.203	-0.096	-0.105	0.062	0.248	0.614
净利率	2.9%	3.1%	2.9%	4.2%	4.8%	5.2%	每股股利	0.025	0.030	0.000	0.040	0.050	0.060
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	2.78%	2.28%	2.51%	4.72%	6.38%	7.78%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	2.32%	1.91%	2.00%	3.32%	4.36%	5.33%
净利润	31	40	45	86	121	157	投入资本收益率	2.52%	2.33%	2.23%	4.24%	5.41%	7.10%
少数股东损益	4	3	4	5	6	7	增长率						
非现金支出	41	44	54	64	80	83	主营业务收入增长率	1.21%	25.04%	20.14%	35.68%	24.83%	19.31%
非经营收益	-6	-2	0	-3	-10	-11	EBIT 增长率	-9.74%	38.44%	1.35%	119.16%	32.99%	30.03%
营运资金变动	-135	-118	-138	-123	-98	-1	净利润增长率	14.16%	33.01%	12.26%	95.78%	42.81%	30.64%
经营活动现金净流	-69	-36	-39	23	92	229	总资产增长率	9.03%	61.20%	7.51%	17.97%	8.56%	7.07%
资本开支	-74	-222	-60	-202	-52	-42	资产管理能力						
投资	14	25	-130	1	0	0	应收账款周转天数	57.8	69.0	75.1	60.0	60.0	60.0
其他	4	4	3	-3	4	4	存货周转天数	115.9	103.4	86.7	65.0	65.0	65.0
投资活动现金净流	-57	-193	-187	-204	-48	-38	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	0	0	0	固定资产周转天数	93.1	76.7	62.9	71.1	51.7	37.3
债权募资	60	50	115	202	-14	-157	偿债能力						
其他	-28	-36	4	-17	-21	-24	净负债/股东权益	-16.58%	-33.78%	-18.52%	-5.85%	-6.82%	-14.85%
筹资活动现金净流	32	605	120	185	-35	-181	EBIT 利息保障倍数	-31.3	-5.3	-5.8	-31.7	-51.8	-53.7
现金净流量	-94	376	-106	4	10	10	资产负债率	15.29%	15.05%	19.49%	28.85%	30.57%	30.37%

来源：公司公告、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	1	2
增持	0	0	1	2	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	1.67	1.60

来源：朝阳永续

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
4	2017-08-28	买入	14.93	20.00~20.00

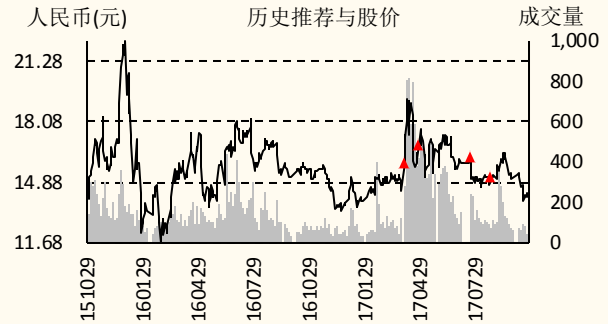
来源：国金证券研究所

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



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 7GH