

# 乐凯胶片 (600135.SH) 年报点评

业绩迎拐点，航天科技集团资本运作弹性最大的标的之一

## 投资评级：增持（首次）

事件：公司公告 2015 年年报，实现营收 11.83 亿 (+25%)、实现归母净利 3665 万元 (+33%)、扣非归母净利 3565 万元 (+88%)、eps0.1；公司拟向全体股东每 10 股派现 0.3 元。

### 投资要点

- **业绩拐点向上，电池背板+锂电隔膜放量助 2016 年成长延续。** 2015 年在收入占比 35% 的光伏电池背板业务同比 142% 高增长拉动下，公司营收、净利均显现增速拐点，25%+ 的增速高于前 2 年 10% 以下的增速水平；分业务看，收入占比 59% 的彩色相纸业务 2015 年实现营收 6.88 亿 (-1.18%)，专业放大纸市场受结婚人数下降影响有所下滑、彩扩市场受网上冲印等消费方式变化趋势下行，公司开源节流持续扩大影像材料的传统优势，我们预计 2016 年业务平稳过渡；占比 35% 的太阳能电池背板业务 2015 年营收 4 亿 (+142%)，销量 1628 万平 (+128%)，产能利用率高达 172%，公司通过与全国性、区域性的龙头大客户合作实现跨越增长，随着定增项目的推进，我们预计 2016 年业务增速 30%+；占比 4% 的照相化学材料 2015 年营收 4094 万 (+4%)，我们预计未来业务保持平稳。此外，定增的高性能锂电池隔膜线、涂布线 2016 年有望逐步放量贡献业绩。
- **毛利率、期间费用率小幅下行，净利率保持稳健。** 公司 2015 年综合毛利率为 18.63%，同比 -0.87pct；分业务看，彩色相纸毛利率为 22.43%，同比 +3.29pct，主要因直接材料、制造费用等成本同比下降 0.87%、0.27%；太阳能电池背板业务毛利率为 9.25%，同比 -4.16pct，主要因直接材料同比增长 7%；2015 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.81%、8.44%、-0.70%，同比 -1.06pct、-0.33pct、-0.59pct，费用率整体下行；2015 年净利率 3.39%，与去年 3.29% 基本持平，保持稳健。
- **高性能湿法锂电池隔膜、高附加值涂布膜 2016 年有望逐步放量。** 新能源产业链火爆拉动锂电池隔膜行业持续高成长（2015 年国内锂电池产量增速 50%），三元动力电池占比上升拉动湿法制膜工艺需求。公司依靠多年在彩色胶卷、相纸行业积累了成膜、涂布、微粒等核心技术，定增拟投资 3 亿建设 1 条产能 4000 万平的高性能湿法锂电池隔膜线，投资 1.3 亿建设 1500 万平陶瓷涂层改性隔膜、200 万平特种耐高温涂层改性隔膜，所有产能达产后预期可实现年均 3504 万的税前利润。目前位于航天乐凯新材料工业园内的高性能锂电池隔膜项目进展顺利，预计 16 年锂电池隔膜业务有望放量贡献业绩。
- **航天集团最小市值上市平台，有望受益集团证券化率提升。** 航天集团提出在“十三五”期间资产证券化率由 15% 大幅提升至 45%，公司作为集团旗下最小市值（60 亿）的上市平台，我们预计公司有望成为集团新材料新能源的资本运作平台。预计集团数亿利润新材料和新能源资产（光热、风电等）有望注入，想象空间和市值弹性较大。
- **股价倒挂定增价 20%，一年期定增将于 5 月份解禁。**

### 盈利预测与投资建议：

我们看好太阳能电池背板+湿法锂电池隔膜、涂布膜未来逐步放量拉动公司高成长，同时看好公司作为航天集团最小的上市平台将受益于集团证券化率的提升。预计 2016-18 年 EPS 为 0.15/0.23/0.36，对应 PE109/69/45X，首次予以“增持”评级。

■ **风险提示：** 锂电隔膜项目低于预期；资本运作低于预期。

2016 年 3 月 31 日

机械行业首席分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

联系人 石炯

18589055095

[shijiong@dwzq.com.cn](mailto:shijiong@dwzq.com.cn)

分析师 周尔双

执业资格证书号码：S0600515110002

[zhouersh@dwzq.com.cn](mailto:zhouersh@dwzq.com.cn)

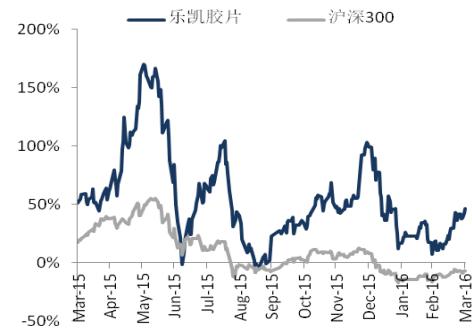
联系人 毛新宇

[maoxy@dwzq.com.cn](mailto:maoxy@dwzq.com.cn)

联系人 王皓

[wangh@dwzq.com.cn](mailto:wangh@dwzq.com.cn)

### 行业走势



### 市场数据

收盘价 (元)	15.93
一年最高价/最低价	30.77/ 9.63
市净率	3.7
流通 A 股市值 (百万元)	5448

### 基础数据

每股净资产 (元)	4.32
资产负债率 (%)	15.1%
总股本 (百万股)	373
流通 A 股 (百万股)	342

### 相关研究

**资产负债表**

	单位:百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>				
现金	592	600	600	600
应收账款	278	266	309	361
其他应收款	21	20	23	27
预付账款	48	55	61	71
存货	274	304	343	395
其他流动资产	96	424	116	132
<b>非流动资产</b>				
长期投资	0	0	0	0
固定资产	249	474	621	529
无形资产	143	140	137	134
其他非流动资产	214	127	84	63
<b>资产总计</b>	1914	2411	2295	2311
<b>流动负债</b>				
短期借款	50	461	220	51
应付账款	116	131	148	170
其他流动负债	118	132	145	162
<b>非流动负债</b>				
长期借款	4	1	2	2
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	288	726	515	385
少数股东权益	15	20	28	41
股本	373	373	373	373
资本公积	900	900	900	900
留存收益	338	393	479	613
归母权益	1611	1665	1752	1886
<b>负债和股东权益</b>	1914	2411	2295	2311

**现金流量表**

	单位:百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>				
经营活动现金流	-36	-211	439	153
净利润	40	60	95	146
折旧摊销	34	63	99	117
财务费用	-8	-6	1	-15
投资损失	-3	-2	-2	-2
营运资金变动	-118	-325	242	-100
其他经营现金流	18	-2	4	6
<b>投资活动现金流</b>				
投资活动现金流	-193	-198	-198	2
资本支出	223	200	200	0
长期投资	25	-0	0	0
其他投资现金流	55	2	2	2
<b>筹资活动现金流</b>				
筹资活动现金流	608	417	-241	-155
短期借款	-11	411	-241	-169
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	31	0	0	0
资本公积增加	560	0	0	0
其他筹资现金流	28	6	-1	15
<b>现金净增加额</b>	377	8	0	0

资料来源：东吴证券研究所

**利润表**

	单位:百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>				
营业收入	1183	1359	1578	1844
<b>营业成本</b>				
营业成本	963	1090	1229	1416
<b>营业税金附加</b>				
营业税金附加	8	9	11	13
<b>营业费用</b>				
营业费用	69	79	93	107
<b>管理费用</b>				
管理费用	100	114	133	155
<b>财务费用</b>				
财务费用	-8	-6	1	-15
<b>资产减值损失</b>				
资产减值损失	9	9	9	9
<b>公允变动损益</b>				
公允变动损益	-1	0	0	0
<b>投资净收益</b>				
投资净收益	3	2	2	2
<b>营业利润</b>				
营业利润	44	65	104	161
<b>营业外收入</b>				
营业外收入	3	2	2	2
<b>营业外支出</b>				
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>				
利润总额	45	66	105	162
<b>所得税</b>				
所得税	5	7	11	16
<b>净利润</b>				
净利润	40	60	95	146
<b>少数股东损益</b>				
少数股东损益	3	5	8	13
<b>归属母公司净利润</b>				
归属母公司净利润	37	55	87	134
<b>EBITDA</b>				
EBITDA	70	123	204	264
<b>EPS(元)</b>				
EPS(元)	0.10	0.15	0.23	0.36

**主要财务比率**

	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	25.0%	14.9%	16.1%	16.9%
营业利润	34.7%	49.8%	59.7%	54.8%
归属母公司净利润	33.0%	48.9%	58.8%	54.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率(%)	18.6%	19.8%	22.1%	23.2%
净利率(%)	13.7%	3.1%	4.0%	5.5%
ROE(%)	2.3%	3.3%	4.9%	7.1%
ROIC(%)	3.2%	3.7%	7.3%	10.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	15.1%	30.1%	22.4%	16.6%
净负债比率(%)	17.35%	63.55%	42.80%	13.22%
流动比率	4.61	2.31	2.83	4.15
速动比率	3.57	1.85	2.11	3.04
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.76	0.63	0.67	0.80
应收账款周转率	5.17	4.89	5.37	5.39
应付账款周转率	12.78	8.84	8.83	8.92
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.10	0.15	0.23	0.36
每股经营现金流	-0.10	-0.57	1.18	0.41
每股净资产	4.32	4.47	4.70	5.06
<b>估值比率</b>				
P/E	162.42	109.09	68.68	44.52
P/B	3.70	3.57	3.40	3.16
EV/EBITDA	77	44	26	20

### 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>