

乐凯胶片（600135.SH）一季报点评

2016 年 5 月 3 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

联系人 石炯

18589055095

shijiong@dwzq.com.cn

分析师 周尔双

执业资格证书号码：S0600515110002

zhouershu@dwzq.com.cn

联系人 毛新宇

maoxy@dwzq.com.cn

联系人 王皓

wangh@dwzq.com.cn

一季报高增长验证此前拐点判断，全年高成长&资本运作可期

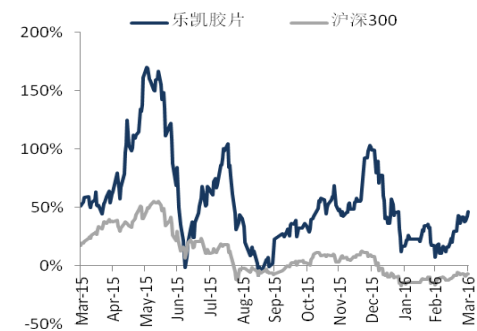
投资评级：增持（维持）

事件：公司公告 2016 年一季报，实现营收 3.38 亿（+45.8%）、实现归母净利 1440 万元（+1230%）、扣非归母净利 1404 万元（+2568%）、eps0.03，业绩符合预期。

投资要点

- **一季报高增长超预期，验证年报拐点判断，全年高成长可期。**
公司一季报营收、净利增速均实现了高增长，收入 46% 的增速高于以往 8 年同期的增速，同时净利及扣非净利增速均在 1000%+、量价齐升难证了此前业绩拐点的判断。我们预计在电池背板+锂电隔膜线、涂布线放量的拉动下，2016 年全年高成长可期。
- **盈利能力提升较快，费用率保持稳健。**
一季报公司综合毛利率为 17.93%，同比+2.07pct；而销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 6.18%、6.92%、-0.43%，同比+0.17pct、-0.06pct、-0.40pct，费用率整体稳健下行；2015 年净利率 4.58%，与去年同期 0.95% 提升 3.63pct，增幅较大。
- **高性能湿法锂电隔膜、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隔膜行业持续高成长（2015 年国内锂电隔膜产量增速 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离子电池隔膜项目进展顺利，预计 16 年锂电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（61 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 17%，一年期定增将于 5 月 23 号解禁。**
- **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 PE113/71/46X，维持“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。

行业走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价（元） | 16.51 |
| 一年最高价/最低价 | 30.77/ 9.63 |
| 市净率 | 3.79 |
| 流通 A 股市值（百万元） | 5646 |

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

乐凯胶片：业绩迎拐点，航天科技集团资本运作弹性最大的标的之一 2016.3.31

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 流动资产 | 1309 | 1669 | 1453 | 1586 | 营业收入 | 1183 | 1359 | 1578 | 1844 |
| 现金 | 592 | 600 | 600 | 600 | 营业成本 | 963 | 1090 | 1229 | 1416 |
| 应收账款 | 278 | 266 | 309 | 361 | 营业税金附加 | 8 | 9 | 11 | 13 |
| 其他应收款 | 21 | 20 | 23 | 27 | 营业费用 | 69 | 79 | 93 | 107 |
| 预付账款 | 48 | 55 | 61 | 71 | 管理费用 | 100 | 114 | 133 | 155 |
| 存货 | 274 | 304 | 343 | 395 | 财务费用 | -8 | -6 | 1 | -15 |
| 其他流动资产 | 96 | 424 | 116 | 132 | 资产减值损失 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 非流动资产 | 605 | 742 | 843 | 725 | 公允变动损益 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 固定资产 | 249 | 474 | 621 | 529 | 营业利润 | 44 | 65 | 104 | 161 |
| 无形资产 | 143 | 140 | 137 | 134 | 营业外收入 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 其他非流动资产 | 214 | 127 | 84 | 63 | 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 资产总计 | 1914 | 2411 | 2295 | 2311 | 利润总额 | 45 | 66 | 105 | 162 |
| 流动负债 | 284 | 724 | 513 | 382 | 所得税 | 5 | 7 | 11 | 16 |
| 短期借款 | 50 | 461 | 220 | 51 | 净利润 | 40 | 60 | 95 | 146 |
| 应付账款 | 116 | 131 | 148 | 170 | 少数股东损益 | 3 | 5 | 8 | 13 |
| 其他流动负债 | 118 | 132 | 145 | 162 | 归属母公司净利润 | 37 | 55 | 87 | 134 |
| 非流动负债 | 4 | 1 | 2 | 2 | EBITDA | 70 | 123 | 204 | 264 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.10 | 0.15 | 0.23 | 0.36 |
| 其他非流动负债 | 4 | 1 | 2 | 2 | 主要财务比率 | | | | |
| 负债合计 | 288 | 726 | 515 | 385 | 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 少数股东权益 | 15 | 20 | 28 | 41 | 成长能力 | | | | |
| 股本 | 373 | 373 | 373 | 373 | 营业收入 | 25.0% | 14.9% | 16.1% | 16.9% |
| 资本公积 | 900 | 900 | 900 | 900 | 营业利润 | 34.7% | 49.8% | 59.7% | 54.8% |
| 留存收益 | 338 | 393 | 479 | 613 | 归母公司净利润 | 33.0% | 48.9% | 58.8% | 54.3% |
| 归母权益 | 1611 | 1665 | 1752 | 1886 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 1914 | 2411 | 2295 | 2311 | 毛利率(%) | 18.6% | 19.8% | 22.1% | 23.2% |
| 现金流量表 | | | | | 净利率(%) | 13.7% | 3.1% | 4.0% | 5.5% |
| 单位:百万元 | | | | | ROE(%) | 2.3% | 3.3% | 4.9% | 7.1% |
| 会计年度 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | ROIC(%) | 3.2% | 3.7% | 7.3% | 10.3% |
| 经营活动现金流 | -36 | -211 | 439 | 153 | 偿债能力 | | | | |
| 净利润 | 40 | 60 | 95 | 146 | 资产负债率(%) | 15.1% | 30.1% | 22.4% | 16.6% |
| 折旧摊销 | 34 | 63 | 99 | 117 | 净负债比率(%) | 17.35% | 63.55% | 42.80% | 13.22% |
| 财务费用 | -8 | -6 | 1 | -15 | 流动比率 | 4.61 | 2.31 | 2.83 | 4.15 |
| 投资损失 | -3 | -2 | -2 | -2 | 速动比率 | 3.57 | 1.85 | 2.11 | 3.04 |
| 营运资金变动 | -118 | -325 | 242 | -100 | 营运能力 | | | | |
| 其他经营现金流 | 18 | -2 | 4 | 6 | 总资产周转率 | 0.76 | 0.63 | 0.67 | 0.80 |
| 投资活动现金流 | -193 | -198 | -198 | 2 | 应收账款周转率 | 5.17 | 4.89 | 5.37 | 5.39 |
| 资本支出 | 223 | 200 | 200 | 0 | 应付账款周转率 | 12.78 | 8.84 | 8.83 | 8.92 |
| 长期投资 | 25 | -0 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | |
| 其他投资现金流 | 55 | 2 | 2 | 2 | 每股收益 | 0.10 | 0.15 | 0.23 | 0.36 |
| 筹资活动现金流 | 608 | 417 | -241 | -155 | 每股经营现金流 | -0.10 | -0.57 | 1.18 | 0.41 |
| 短期借款 | -11 | 411 | -241 | -169 | 每股净资产 | 4.32 | 4.47 | 4.70 | 5.06 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 普通股增加 | 31 | 0 | 0 | 0 | P/E | 168.02 | 112.85 | 71.05 | 46.05 |
| 资本公积增加 | 560 | 0 | 0 | 0 | P/B | 3.82 | 3.70 | 3.51 | 3.27 |
| 其他筹资现金流 | 28 | 6 | -1 | 15 | EV/EBITDA | 80 | 45 | 27 | 21 |
| 现金净增加额 | 377 | 8 | 0 | 0 | | | | | |

资料来源：东吴证券研究所

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、意见及推测不一致的报告。

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>

