

集团最小市值的上市平台之一，受益新能源预期带来高成长

投资评级：增持（维持）

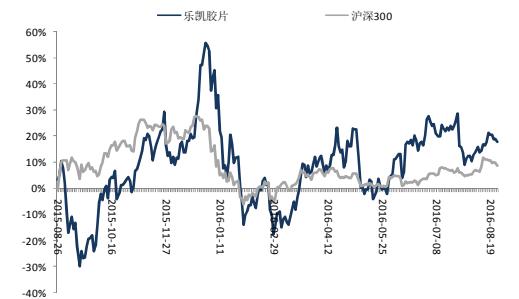
#### 投资要点

- **中报业绩表现出色，全年高成长可期。**2016年上半年，乐凯胶片实现营业收入6.9亿元，同比+38.7%，完成年度目标的55%；实现利润总额3502万元，同比+131.6%，完成年度目标的77.8%；归母净利润2956万元，同比+202.1%；出口创汇1314万美元；净资产收益率1.95%。
- **主营业务综合毛利率小幅降低，但分项毛利率均有提升，三费费用率均稳健下行。**中报主营业务综合毛利率16.88%，同比-0.36pct，小幅降低，但是分行业来看，分项毛利率均有提升，其中感光行业毛利率23.4%，同比+1.60pct，光伏行业8.93%，同比+4.10pct；总费用率12.77%，同比-1.3pct；其中销售费用5.75%，同比-0.5pct，管理费用7%，同比-0.82pct，财务费用0.02%，同比-0.02pct，三费费用率整体稳健下行。
- **分产品来看，公司营收增长主要得益于太阳能电池背板销量大幅增加。**公司主营业务产品包括感光行业和光伏行业，其中感光行业包括彩色相纸、照相化学材料和其他项三类，营收分别为3.43/0.21/0.14亿元，同比分别+4.8%/+4.4%/-7.8%，毛利率分别为22.5%/50.7%/6.25%，同比+1.59%/+2.63%/-1.47pct；光伏行业包括太阳能电池背板产品，营收3.1亿元，同比+136%，毛利率如上所述为8.93%，同比+4.10pct。
- **高性能湿法锂电隔膜和高附加值涂布膜有望逐步放量。**新能源产业链拉动锂电隔膜行业持续高成长（2015年国内锂电隔产量增速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，有望打破国外垄断，实现高性能锂离子电池隔膜的国产化和系列化，向国内消费类电子及宇航领域供给高性能产品。目前锂电隔膜涂布生产线一期在建项目已完成92.8%，高性能锂离子电池PE隔膜项目完成47.1%，太阳能电池背板四期扩产项目—8号生产线完成54.4%。锂电项目顺利开展，已经进入试车阶段，预计2016年有望放量贡献业绩。
- **集团最小市值上市平台，有望受益集团证券化率提升。**公司集团提出在“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（62亿元）的上市平台，我们预计公司有望成为集团新材料和新能源的资本运作平台，有望拓展产业链，丰富产品类型，成为新能源受益标的，想象空间和市值弹性较大。
- **当前股价倒挂定增价。**定增认购价为19.36元，当前股价倒挂定增价约14%，我们认为当前公司股价被低估。
- **盈利预测与投资建议：**  
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，略微修正估值，预计2016-2018年EPS为0.17/0.26/0.37元，对应PE99/63/45X，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。

2016年8月25日

首席证券分析师 陈显帆  
执业资格证书号码：S0600515090001  
[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

#### 行业走势



#### 市场数据

收盘价（元）	16.68
一年最高价/最低价	22.92/9.72
市净率	3.80
流通A股市值（百万元）	6107

#### 基础数据

每股净资产（元）	4.37
资产负债率（%）	16.2%
总股本（百万股）	373
流通A股（百万股）	368

#### 相关研究

乐凯胶片：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	2016.05.03
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	2016.03.31

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>1308.9</b>	<b>1186.9</b>	<b>1301.4</b>	<b>1570.2</b>	<b>营业收入</b>	<b>1183.2</b>	<b>1479.0</b>	<b>1848.7</b>	<b>2310.9</b>
现金	592.1	299.2	200.0	200.0	营业成本	962.8	1206.1	1479.0	1825.6
应收款项	373.8	467.3	584.1	730.1	营业税金及附加	8.1	10.1	12.6	15.8
存货	273.7	342.9	420.4	519.0	营业费用	68.8	86.0	107.5	134.3
其他	69.3	77.5	96.9	121.2	管理费用	103.0	112.7	139.7	173.5
<b>非流动资产</b>	<b>605.4</b>	<b>780.3</b>	<b>936.0</b>	<b>886.3</b>	<b>财务费用</b>	<b>-8.2</b>	<b>-5.2</b>	<b>0.2</b>	<b>5.9</b>
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	2.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	421.3	601.0	761.4	716.5	其他	-7.7	-0.6	-0.6	-0.6
无形资产	143.0	138.2	133.5	128.7	<b>营业利润</b>	<b>43.6</b>	<b>68.7</b>	<b>109.2</b>	<b>155.2</b>
其他	41.1	41.1	41.1	41.1	营业外净收支	1.4	2.0	2.0	2.0
<b>资产总计</b>	<b>1914.2</b>	<b>1967.2</b>	<b>2237.4</b>	<b>2456.5</b>	<b>利润总额</b>	<b>45.0</b>	<b>70.7</b>	<b>111.2</b>	<b>157.2</b>
<b>流动负债</b>	<b>284.1</b>	<b>292.4</b>	<b>492.2</b>	<b>611.9</b>	所得税费用	4.9	7.7	12.0	17.0
短期借款	50.0	0.0	133.5	168.8	少数股东损益	3.5	0.3	0.5	0.7
应付账款	175.3	219.6	269.2	332.4	归属母公司净利润	36.7	62.7	98.6	139.5
其他	58.8	72.8	89.5	110.7	EBIT	43.7	68.8	114.7	166.5
<b>非流动负债</b>	<b>4.1</b>	<b>4.1</b>	<b>4.1</b>	<b>4.1</b>	EBITDA	78.0	110.8	178.2	244.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	4.1	4.1	4.1	4.1	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	<b>288.2</b>	<b>296.4</b>	<b>496.3</b>	<b>615.9</b>	每股收益(元)	0.10	0.17	0.26	0.37
少数股东权益	15.2	15.4	15.8	16.3	每股净资产(元)	4.32	4.44	4.63	4.89
归属母公司股东权益	1610.9	1655.4	1725.4	1824.3	发行在外股份(百万股)	373.0	373.0	373.0	373.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1914.2</b>	<b>1967.2</b>	<b>2237.4</b>	<b>2456.5</b>	ROIC (%)	2.9%	3.7%	5.9%	7.6%
					ROE (%)	2.3%	3.8%	5.7%	7.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率 (%)	17.9%	17.8%	19.3%	20.3%
经营活动现金流	-35.8	-19.0	20.4	38.5	EBIT Margin (%)	3.7%	4.7%	6.2%	7.2%
投资活动现金流	-192.9	-205.7	-224.5	-33.4	销售净利率 (%)	3.1%	4.2%	5.3%	6.0%
筹资活动现金流	607.6	-68.2	104.8	-5.1	资产负债率 (%)	15.1%	15.1%	22.2%	25.1%
现金净增加额	376.5	-292.9	-99.2	-0.0	收入增长率 (%)	9.0%	25.0%	25.0%	25.0%
折旧和摊销	34.2	42.0	63.5	77.7	净利润增长率 (%)	100.9%	71.2%	57.2%	41.4%
资本开支	-164.3	-212.9	-224.5	-33.4	P/E	169.75	99.18	63.08	44.60
营运资本变动	10.3	-129.3	-147.4	-184.5	P/B	3.86	3.76	3.61	3.41
企业自由现金流	-76.3	-238.8	-206.1	8.3	EV/EBITDA	83.49	58.83	37.70	28.00

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、意见及推论不一致的报告。

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>