

乐凯新材 (300446.SZ) 国防行业

评级：买入首次评级

公司深度研究

市场价格 (人民币): 40.46 元
 目标价格 (人民币): 60.00-60.00 元

热敏磁票龙头，军民融合平台

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)	75.28
总市值 (百万元)	4,968.49
年内股价最高最低 (元)	141.00/38.94
沪深 300 指数	3336.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益 (元)	1.672	1.608	0.939	1.121	1.338
每股净资产 (元)	5.29	6.94	4.11	4.88	5.82
每股经营性现金流 (元)	2.14	1.76	0.79	1.14	1.38
市盈率 (倍)	N/A	71.69	43.10	36.08	30.23
行业优化市盈率 (倍)	37.84	65.49	68.33	68.33	68.33
净利润增长率 (%)	17.86%	28.38%	16.76%	19.47%	19.35%
净资产收益率 (%)	31.61%	23.16%	22.84%	22.98%	23.00%
总股本 (百万股)	46.00	61.40	122.80	122.80	122.80

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司深耕热敏磁票和磁条行业，多年保持龙头领先。**乐凯新材是航天科技集团下属公司，公司是 2007 年“铁道客运自动售检票系统”新一轮升级后国内首批热敏磁票供货商，自此一直垄断国内热敏磁火车票市场。公司也是国内最大的磁条生产商和国际四大磁条生产商之一，在国内占据近半磁条市场份额。经过多年积累，公司高筑热敏磁票和磁条技术壁垒，市场龙头地位稳固。
- 主业增长预期明确，新产品布局广阔。**公司近 80% 营业收入来自热敏磁票。根据国家统计局统计数据测算，2015 年我国铁路客运量为 25.35 亿人次，未来几年的铁路客运量预计将以每年 10% 左右的速度增长。按照下游新增需求和存量火车票更替需求测算，预计公司热敏磁票销量将维持年均 12% 的稳定增长。公司目前其他营收来自磁条业务，未来此项业务将随着高毛利率新产品彩色磁条和隐形磁条产品的推广实现快速增长。同时，公司不仅仅满足于现有主业，还在积极拓展更多的新材料产品开发应用，如可用于电子产品和无线充电领域的 FPC 用电磁波防护膜、用于水处理的磁性水处理树脂等产品的发展都值得期待。
- 航天科技集团资源整合加快，乐凯有望获益。**公司目前是航天科技集团的孙公司，2011 年随乐凯集团整体重组并入航天科技集团公司。目前，航天科技集团存在大量体外优质资产，呈现出“大院所、小上市公司”的特点。截至 2015 年底，航天科技资产证券化率仅在 15% 左右，而“十三五”末，航天科技集团资产证券化率目标是 45%。早在中国航天科技集团 2013 年一号文件中，集团就明确提出“推进企业公司化改制，引入社会投资者，实现股权多元化；推进中国乐凯与集团内外资源重组”。乐凯集团重组并入航天科技集团，最早起源于同航天科技集团四院的合作，而四院目前仍没有上市公司平台。2015 年，原航天四院副院长张新明任乐凯集团董事长。我们认为，在内部资源整合过程中，乐凯有望得到航天科技集团技术资源方面的帮助；而乐凯本身拥有多年积累下的市场和营销渠道，也是航天科技集团资源整合的重点。我们认为，乐凯集团下属公司将是航天科技集团军民融合进程中促进新材料、新能源发展的重要平台。

投资建议

司景喆 联系人
 (8621)60870938
 sijz@gjzq.com.cn

时代 联系人
 (8621)60893123
 shidai@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

- 乐凯新材是我国热敏磁火车票和磁条材料龙头供应商，公司依靠先进技术和多年积累的市场基础和客户资源，形成卓越的盈利能力和难以撼动的行业地位。我们看好未来公司在原有热敏磁票稳健增长的基础之上，以彩色磁条和隐形磁条为核心进一步提升在磁条领域的市场份额和盈利能力；同时，公司正在进行的 FPC 用电磁波防护膜、磁性水处理树脂等新材料开发，符合航天科技集团在新材料领域的战略发展规划。考虑到乐凯集团是航天科技集团一直以来的资源整合重点，而乐凯新材又是乐凯旗下的重要上市平台，公司未来有望作为集团公司的新材料平台做大做强。

估值

- 目前公司股价对应 43.10X16PE 和 36.08X17PE，考虑公司未来业绩增长预期明确、同时有望受益集团混改，我们给予公司未来 6-12 个月 60 元目标价位，首次覆盖，评级“买入”。

风险

- 电子客票对热敏磁票冲击；
- 资产整合不达预期。

内容目录

公司深耕磁记录和热敏记录材料行业	5
公司是热敏磁票及磁条龙头	5
公司业绩稳步增长	5
热敏磁票是当下主流售检票技术方案	7
高端磁条行业市场已打开	9
热敏磁火车票市场广阔	11
“一家独大”市场格局将延续	11
收益海内外铁路建设快速发展	11
磁条及新产品未来业绩可期	13
磁条优化现有产品结构	13
新产品未来空间值得期待	14
乐凯集团与航天科技集团	16
乐凯“航天”史	16
航天科技集团新能源、新材料业务	18
航天科技集团资源整合加快，乐凯有望获益	20
盈利预测与投资建议	21
盈利预测	21
投资建议	21
估值	21
风险	21

图表目录

图表 1：公司股权结构	5
图表 2：公司总收入增长情况	6
图表 3：公司归母净利润增长情况	6
图表 4：公司整体毛利率和净利率情况	6
图表 5：公司主要产品和应用领域	6
图表 6：公司分产品收入情况	7
图表 7：公司分产品毛利率情况	7
图表 8：信息记录材料分类	7
图表 9：热敏磁火车票	8
图表 10：热敏磁票结构示意图	8
图表 11：传统售检票技术方案比较	8
图表 12：热敏磁票主要竞争公司	9
图表 13：彩色磁条磁卡和隐形磁条磁卡	10
图表 14：全球四大磁条供应商产品比较	10
图表 15：预计至 2018 年铁路运营里程及客运量	11

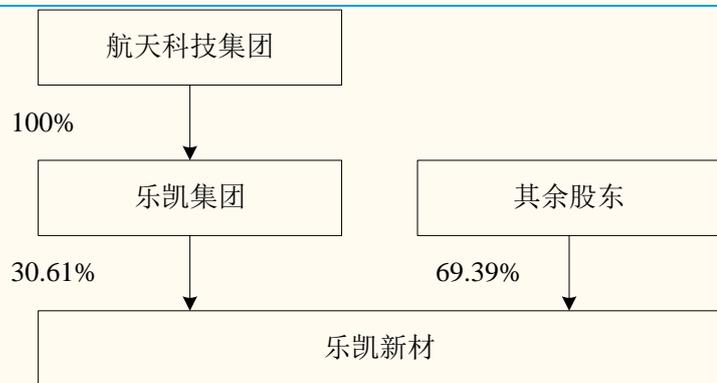
图表 16: 预计至 2018 年公司国内热敏磁票市场空间	12
图表 17: 中国 2016-2018 及国际待建高铁运营里程	12
图表 18: 2014 年公司磁条业务分类收入占比	13
图表 19: 预计至 2018 年社保卡持有人数	13
图表 20: 公司磁条业务市场空间	14
图表 21: 公司募投项目情况	14
图表 22: 公司研发成果及在研项目	15
图表 23: 乐凯集团与航天科技集团往来	16
图表 24: 乐凯集团组织结构	17
图表 25: 乐凯集团重点产品发展良好	18
图表 26: 航天科技集团相关新材料产品	19
图表 27: 军转民——航天科技集团新材料技术及产品	19
图表 28: 公司分产品预测	22

公司深耕磁记录和热敏记录材料行业

公司是热敏磁票及磁条龙头

- 乐凯新材成立于 2005 年，并于 2015 年在创业板上市，是国内信息记录材料行业中同时从事磁记录和热敏记录材料领域的龙头企业，主要产品包括热敏磁票、磁条、磁卡。
 - 公司是国内铁路热敏磁票最大的供应商。2007 年“铁道客运自动售检票系统”开始新一轮升级，公司成为我国首批热敏磁票供货商，并一直占据热敏磁火车票最大市场份额至今。
 - 公司也是目前国内最大的磁条生产商和国际四大磁条生产商之一，占据国内近半磁条市场份额。
- 公司一直隶属于乐凯集团，2011 年乐凯集团整体重组并入中国航天科技集团，公司也随之成为航天科技集团控股孙公司。2015 年，公司在创业板上市，成为继乐凯胶片后乐凯集团旗下第二家上市公司。航天科技集团是航天业龙头企业，而乐凯集团一直是民用材料供应商。重组后，公司除热敏磁票、磁条等业务外，也开始进行膜材料的开发。

图表 1：公司股权结构



来源：国金证券研究所，招股说明书

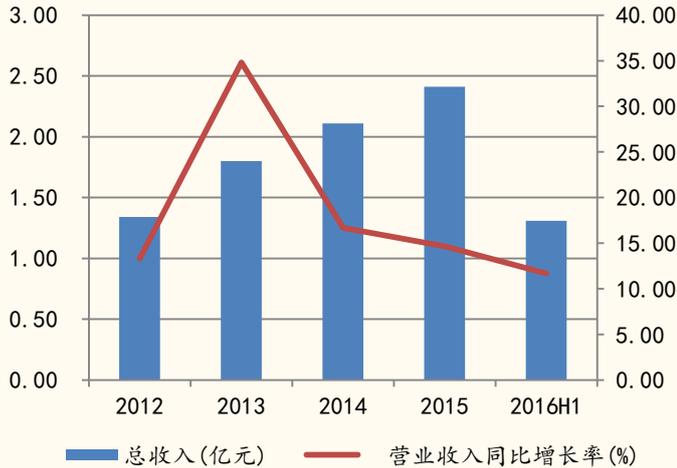
- 公司所属信息记录材料行业属于知识密集型产业，主营产品热敏磁票及磁条技术拥有自主知识产权，处于国内领先地位，是公司的核心竞争能力。
 - 公司为国家认定的高新技术企业，拥有河北省企业技术中心，先后承担过多项国家级、省市级重点科研项目，是中国磁记录行业协会秘书处、全国磁记录材料标准化技术委员会秘书处的承担单位。
 - 公司热敏磁票获得“国家重点新产品证书”、“河北省科技进步二等奖”等多项荣誉，相关专利技术 6 项；磁条及 PET 磁卡产品获得河北省科技厅颁发的“高新技术产品证书”，相关专利技术 19 项。
 - 除民品方面拥有领先技术外，公司现已通过 GJB9001B-2009 军工产品质量管理体系认证。
- 通过深耕磁信息民品领域，公司的营销网络不仅实现完全覆盖中国大陆，还通过集团下乐凯进出口贸易有限公司代理、美韩等地经销商经销等方式销往了世界 80 余个国家和地区。

公司业绩稳步增长

- 公司最大下游客户为中国铁路总公司，其热敏磁票业务产生营收占总营收的 79%。随着新一代铁路客运自动售检票系统推广以及火车票产品的换代升级，预计 2018 年热敏磁火车票的使用率将达到 100%，实现销售 49.24 亿张。同时，磁条业务也为公司拓展了其他客户群体，如天喻信通制卡公司；公司的热敏磁票产品已实现美国、德国、英国、俄罗斯、印度等多个国家的市场拓展。

- 公司近年来营业收入持续增长，2016H1 营业收入同比增长 11.67%，达到 1.31 亿元；利润增长 17.15%，达到 5229.18 万元。
- 近年来公司整体毛利率和净利率整体保持稳定，今年上半年分别达到了 62.61%和 39.91%。
- 公司本年度银行借款大幅下降，使得借款利息支出减少，上半年公司财务费用大幅下降，仅 80.22 万元，同比减少 260.54%。由于研发的加强、销售市场的扩张，研发费用和销售费用分别增加 16.61%和 24.01%。

图表 2：公司总收入增长情况



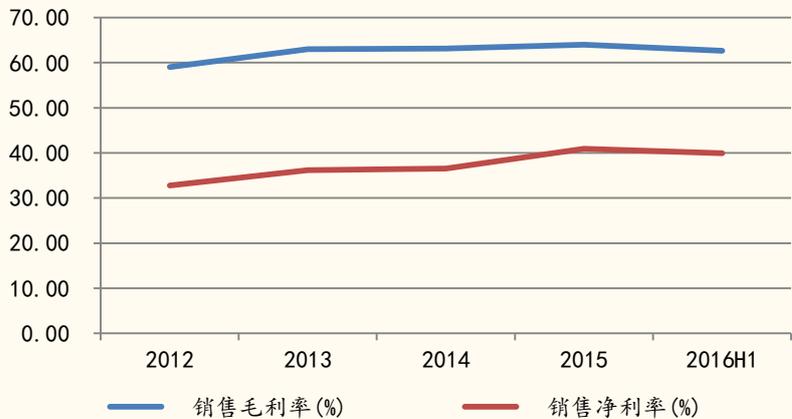
图表 3：公司归母净利润增长情况



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

图表 4：公司整体毛利率和净利率情况



来源：国金证券研究所

- 公司专注于信息记录材料行业，主要产品有热敏磁票、磁条等，主要应用在铁路交通、商业零售、交通、金融、社保等行业。

图表 5：公司主要产品和应用领域

产品类别	主要应用领域
热敏磁票	交通领域，为我国新一代铁路客运自动售检票系统提供票务支持
磁条	银行卡、存折、商业零售卡、停车场纸票、景点门票等领域

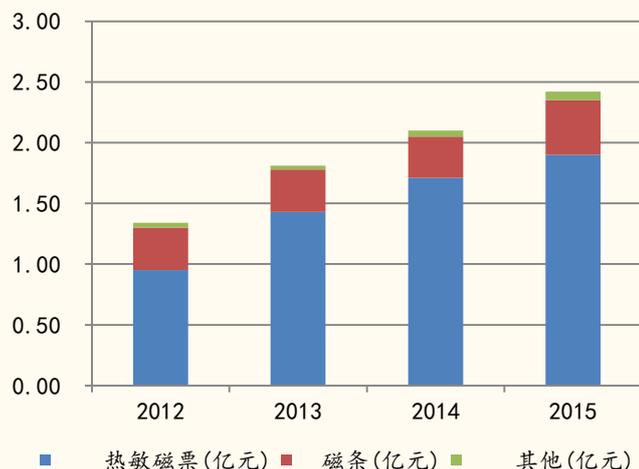
来源：国金证券研究所

- 分产品看，公司的热敏磁票为公司收入的主要贡献产品，今年上半年实现收入 9753.56 万元，收入占比 74.43%；毛利率达 67.42%。2015

年，该项业务实现营收 1.90 亿元，接近几年稳步增长趋势，今年有望突破 2 亿；同时历年毛利率都稳定维持在 67%左右。

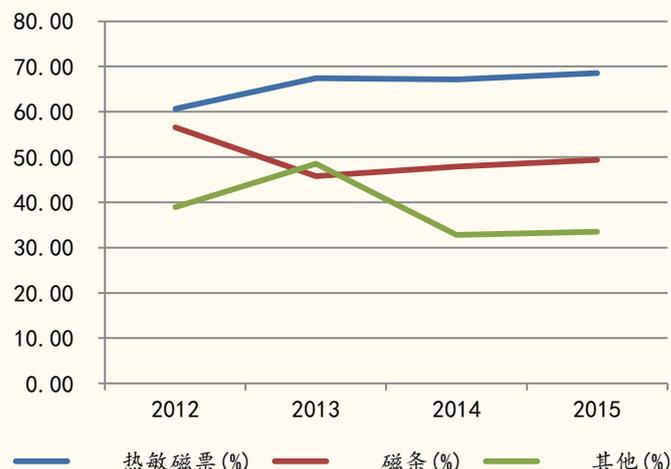
- 磁条的毛利率突破 50%达到 52.60%，受益于社保领域和新型磁条的市场需求增长，该项业务产生的营业收入开始呈现大幅增长趋势，2015 年已突破 4400 万元。
- 其他产品业务占比及对公司的影响较小，收入占比不超过 10%。

图表 6：公司分产品收入情况



来源：国金证券研究所

图表 7：公司分产品毛利率情况

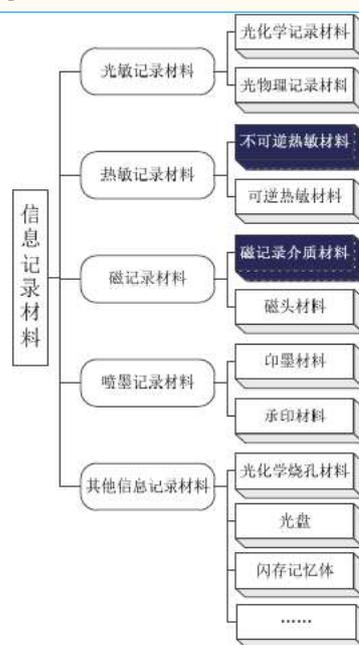


来源：国金证券研究所

热敏磁票是当下主流售检票技术方案

- 信息记录材料指借助某些敏感材料，在光、电、热、磁等能量的直接作用下，引起体系内部产生某些物理和化学变化，从而能够传递图、文信息的材料。目前已形成广泛应用的主流信息记录材料包括光敏记录材料、热敏记录材料、喷墨记录材料、磁记录材料、磁记录材料、磁记录材料、磁记录材料等。

图表 8：信息记录材料分类



来源：国金证券研究所，招股说明书

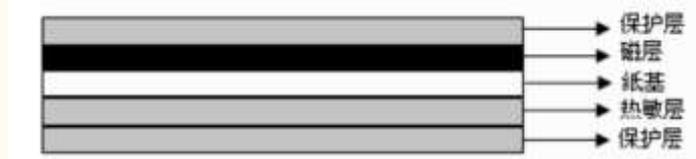
- 热敏磁票是一种新型信息记录材料，是磁记录和热敏记录相结合的产品。材料一面涂布有由功能涂料经热能作用而自身显色的热敏层，而另一面同

时涂有磁层，两种涂层均可写入、记录和识别特定信息，能够便捷高效地实现快速打印、防伪、自动售检等功能。

图表 9：热敏磁火车票



图表 10：热敏磁票结构示意图



来源：国金证券研究所，公司官网

来源：国金证券研究所，公司官网

- 热敏磁票在世界范围内被各领域广泛应用，主要被应用于铁路客票、门票、零售行业储值等领域。目前，我国用量最大的热敏磁票是热敏磁火车票。
 - 日本、法国、德国等国家均采用热敏磁票作为铁路客票；美国则主要应用于停车场；韩国和日本商业零售领域内大量采用热敏磁卡。
 - 我国铁道部 1998 年立项研究磁记录介质车票项目，乐凯新材一直与中国铁道科学研究院等部门接触，并于 2001 年确立磁介质火车票可行性方案。2007 年，“铁道客运自动售检票系统”开始新一轮的升级，乐凯新材成为首批热敏磁票供货商。2009 年，热敏磁票开始向全国铁路系统推广。
- 因其高性能、低成本，热敏磁票成为了我国当下主流售检票技术方案，主要被应用于新一代铁路客运自动售检票系统。
 - 热敏磁火车票的高矫顽力磁介质实现车票隐蔽信息的记录，支持铁路客运专用自动售检票机进行读取；高保存热敏记录介质能实现车票信息的可视化，保证保存 10 年以上，满足直接用作报销凭证的需求。
 - 在传统售检票技术方案中，与普通纸票和 RFID（射频识别）票相比，热敏磁票综合性能最好。在技术性能方面，热敏磁票和 RFID 票均可获得较好的电子信息读写效果，普通纸票易污损、伪造，技术性能已不能满足当前售检票技术要求；在经济性能方面，RFID 票则更加适用于可反复使用、储存信息量较多的系统，总体经济成本偏高。

图表 11：传统售检票技术方案比较

技术方案		普通纸票	热敏磁票	RFID 票
基材		纸	纸、PET	PVC、PET、纸
可视信息	票面图文生成	打印、印刷	打印、印刷	专用印刷、打印设备
	旅客票面视读	可	可	可
	用于报销凭证	可	可	不便
电子信息	电子信息存储	条码、二维码	磁记录	可擦写芯片
	电子信息写入	打印	打印、磁信号	电信号（电磁信号）
	电子读取方式	光电	磁信号	电信号（电磁信号）
	信息改写	无	可	可
	读取速度	慢	较快	快
	耐污损	低	较高	高
	自动售检票实现	难	易	易
安全防伪	伪造方式	复印、涂改等	数据复制、篡改	数据复制、篡改
	伪造难度	低	较高	高
使用成本	价格	低	较低	高
	使用模式	一次性	一次性、重复使用	重复使用
	设备成本	较高	高	低
适用范围		人工辅助的半自动系统	客流量大、单次使用较多的系统	可反复使用、储存信息量较多的系统

来源：国金证券研究所，招股说明书

- 同时，热敏磁票短期内也不会被电子客票取代。因为（1）目前电子客票主要依靠智能手机完成购买和检票，目前我国智能手机渗透率不足50%。铁路客运目标人群较广，其中不乏不使用智能手机的人群，这类乘客群体使用电子客票的难度较大；（2）铁路客运量庞大，2015年全国铁路完成旅客发送量25.35亿人，如果要推行电子票，并覆盖全部人群的需要较长时间；（3）电子票的使用需要电子检票设备和系统作为支持，我国新一代铁路售检票系统推行不足10年，更换设备成本较高；（4）由于目前国内大部分公司依然需要使用实体票据报销，同时电子票的使用还存在电子支付风险、无纸票证明引发的纠纷等因素，因此热敏磁票短期内依然是铁路客票的主流模式。
- 热敏磁票行业内，虽然总体来看国内产品与国外产品共存，但具体到各应用领域，国内厂商和国外厂商之间竞争度较低。国内厂商主要占据着国内铁路客运市场，而国外厂商则主要涉足商品流通等领域。
- 在国内，由于生产热敏磁票需同时具备磁记录材料技术和热敏记录材料技术，技术含量较高，开发难度较大，目前国内从事热敏磁票研发和生产的厂商少，乐凯新材是目前国内最大的热敏磁票生产企业。
- 国际市场上，行业呈现“高端化”发展趋势。热敏磁票的主流供应商主要集中于日本。三菱制纸、王子制纸等企业产品线较全、市场份额也较大，提供的产品被广泛应用于交通、旅游、停车、商业等诸多领域。例如，三菱制纸在火车票应用领域市场份额较大，具有同时为日本、法国和德国的列车票供货的资格。理光株式会社的消费卡技术领先，在日本商业零售市场优势明显。
- 目前，国际上有3家企业在热敏磁票行业进行竞争，海外热敏磁票市场主要由日本企业占据，但是业务占比呈下降趋势；公司则垄断中国热敏磁票市场，且相关收入呈上升趋势。

图表 12：热敏磁票主要竞争公司

证券名称	热敏磁票业务	2015 营业收入 (亿美元)	2015 热敏纸类收 入 (亿美元)	热敏磁票 收入趋缓
乐凯新材	中国热敏磁火车票	0.4	0.3	上升
王子制纸	日本热敏磁火车票	138	5	下降
三菱制纸	日本、法国和德国热敏磁火车票	20	0.3	下降

来源：国金证券研究所，公司年报，Bloomberg (*王子制纸及三菱制纸，2015.4.1-2016.3.31)

- 乐凯新材作为我国热敏磁票的龙头企业，不仅通过技术壁垒、规模效应等优势保持国内市场的领先地位，还积极拓展海外市场，生产的以PET聚酯为基材的热敏磁卡2012年向韩国实现出口约740万枚。该种热敏磁卡同时具备热敏涂层和全磁涂层，主要用于商业零售等领域。

高端磁条行业市场已打开

- 磁条是由定向排列的磁性氧化铁粒子构成的薄膜型信息记录材料，可以用来记载字母、字符及数字信息，但必须依托于其他材料形成的卡、纸票类产品。
- 随着技术的成熟和金融市场的发展，磁条产业得到大力提升。一方面，银行大力推行刷卡消费，POS机、ATM机等终端设备的发展促进了磁条卡发行量的增加；另一方面，VISA、MASTER、银联等机构通过制定磁条下游产品的相应标准，提升了磁条产业的标准化水平，推动了工艺的发展和质量的提升。
- 目前磁条产品被广泛应用于银行卡、存折、商业零售卡、停车场纸票、景点门票等领域。

- 国内磁条产品的下游应用主要包括金融卡、购物卡、存折和纸票。存折产品由于目前的发行量趋于饱和，对磁条的需求日趋稳定；纸票市场规模整体较小。我国磁条市场的增长点着眼于金融卡和购物卡，主要为 PVC 磁条卡和隐形磁条卡，约占国内磁条总需求量的 50%。
- 受 EMV 迁移的影响，磁条银行卡按照 EMV 规范向智能 IC 卡转换。2015 年国内磁条银行卡全面退市，该部分磁条市场消失。
- 与此同时，隐形磁条、彩色磁条的市场应用已逐步打开。由于市场对于磁条美观性要求的提升，我国信用卡已多采用彩色磁条。隐形磁条在我国则主要应用在人力资源和社会保障部组织发行的社会保障卡，该类卡一面是芯片，另一面是隐形磁条，使社保卡具备了银行卡的金融功能。截至今年 6 月底，社会保障卡持卡人数达到 9.19 亿人，覆盖 66.9% 的人口。
- 而高品质磁条的利润远高于传统磁条，以隐形磁条为例，其售价要高出传统黑色磁条售价约一倍，利润水平也大幅提高。目前隐形磁条、彩色磁条等新型磁条产品的核心技术目前仅为少数企业所掌握。

图表 13: 彩色磁条磁卡和隐形磁条磁卡



来源：国金证券研究所

- 国际磁条市场的竞争格局基本形成，德国库尔兹、法国帕拉尔、澳大利亚格林和乐凯新材这四大厂商的出货量超过了全球市场的 90%。

图表 14: 全球四大磁条供应商产品比较

公司名称	中国市场产品	主要用途	竞争优势	市场份额
乐凯新材	商业零售用磁条及其他类型磁条	银行卡、存折、商业零售卡、票证	价格低 5%-15%	14%
德国库尔兹	黑色银行卡磁条	银行卡、存折、登机牌、信用卡	可通过热烫技术将磁条产品直接转印	约 80%
法国帕拉尔	普通黑色和彩色磁条	专业数据记录磁条	60 余年的磁性记录材料行业经验	
澳大利亚格林	纸卡			

来源：国金证券研究所，招股说明书

热敏磁火车票市场广阔

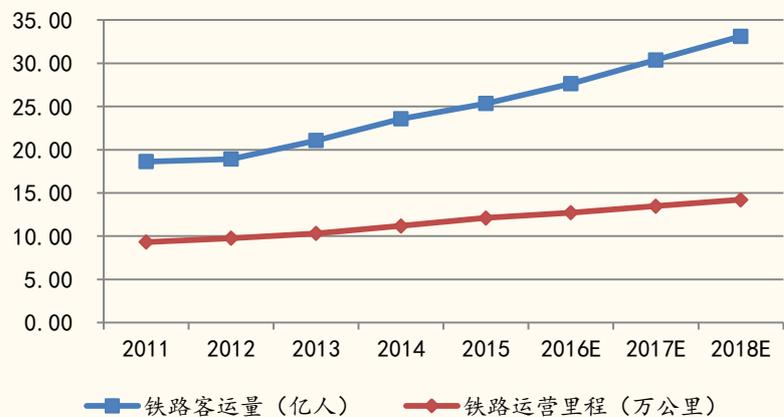
“一家独大”市场格局将延续

- 公司长期垄断我国热敏磁火车票市场，通过规模效应和客户粘度维持竞争优势，凭借热敏磁票的技术壁垒降低其他同类企业进入市场的可能，从而延续自身的绝对竞争地位。
 - 公司是目前国内最大的热敏磁票生产企业。2015 年，公司共生产热敏磁票 2350.06 吨，库存 397.08 吨，可保证迅速响应各铁路局需求，根据旅客出行情况及时供应车票。同时，规模效应可以摊低生产成本。以 2013 年为例，由于产量大幅上升，公司单位产品的制造费用降低 32.12%、人工费用下降 19.77%。
 - 由于铁路客运市场关乎社会运行，因此产品的安全稳定相对于价格来讲更受重视。公司垄断我国热敏磁票市场接近 10 年，通过 GB/T19001-2008/ISO9001: 2008 质量管理体系认证和 GJB9001B-2009 军工产品质量管理体系认证，已与中国铁路总公司各印刷公司建立了长期良好的战略合作关系。
 - 公司也是国内唯一同时拥有磁记录与高保存热敏核心技术的企业，同时掌握上述技术需要企业大规模的研发投入和长时间的技术积累，短期内同类企业难以超越。

收益海内外铁路建设快速发展

- 热敏磁票的主要市场是铁路客运，2015 年，我国铁路客运量为 25.35 亿人次；根据“十三五”铁路规划和实建速度测算，到 2020 和 2050 年，我国铁路全年旅客发送量将达到 62.3 亿人次和 100 亿人次。铁路客运量的增加，意味着热敏磁票的市场基础也随之扩大。

图表 15：预计至 2018 年铁路运营里程及客运量

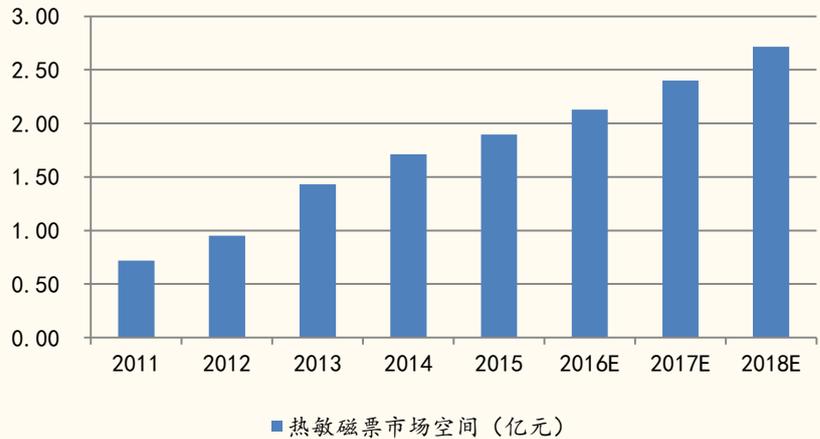


来源：国金证券研究所

- 同时，热敏磁票的市场规模也随着新一代铁路客运自动售检票系统的推广、铁路信息化率的提高以及高铁的大规模建设而扩大。2015 年，热敏磁票的市场规模为 2217.17 吨，同比上升 10.69%。
 - 电子票短时间内还无法取代热敏磁票。即使推广电子客票，根据以往火车票的更替情况，大范围推广需要 3-5 年，完全取代则在 10 年左右。
 - 公司与上海铁路印刷有限公司和中国铁道出版社印刷厂签署的长期销售合同规定：在合同的有效期内销售单价保持不变。合同制有效保障了未来公司热敏磁票产品的销量和毛利。
- 根据国家统计局统计数据测算，我国未来几年的铁路客运量将以 10% 左右的增速增长，而根据历年铁路及高铁新建里程增速与热敏磁票销量增速对比，预计公司热敏磁票销量的平均增长率约 12-13%。2016 年，公司热敏磁票市场将超过 2 亿。根据目前的铁路规划，该市场还将进一步扩大。

- 虽然目前公司热敏磁票生产线扩建项目暂缓实施，但根据 2015 年公司产能利用率 106%和已知最高产能利用率记录 122%，以及铁路客运量每年约 10%的增长，目前生产线可至少支持公司正常产销至 2017 年。
- 该项目募集资金已经到位，建设周期为 1 年，我们预计公司将于 2017 年开始生产线扩建项目全部或部分的实施，以满足 2018 年后热敏磁票的生产需要。

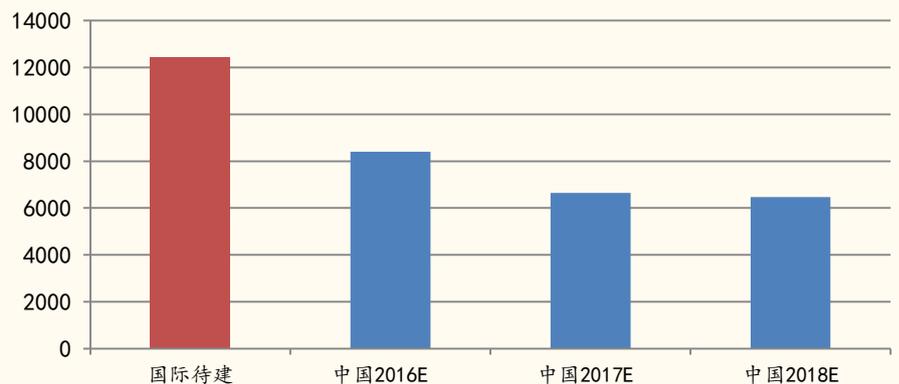
图表 16: 预计至 2018 年公司国内热敏磁票市场空间



来源：国金证券研究所

- 除广阔的国内铁路建设市场，“一带一路”也将带来可观的铁路市场需求。仅东南亚市场轨交项目总投资规模就接近 9800 亿，在亚投行等金融投资的支持下，“一带一路”沿线铁路市场需求将快速释放。
- 日本三菱制纸和王子制纸占据日本、法国和德国的热敏磁车票市场；乐凯新材虽然没有直接出口过热敏磁火车票，但曾向韩国出口以 PET 聚酯为基材的热敏磁卡约 740 万枚。双方同样具备热敏磁票出口能力，必将争夺“一带一路”沿线地区的热敏磁火车票市场。
- 中国铁路建设的价格优势十分符合“一带一路”沿线发展中国家的需求。现在铁路多以 EPC 模式发包，即全过程总承包。如果中方中标，公司很可能作为项目票务供应商供应热敏磁票，触发新的业绩增长。

图表 17: 中国 2016-2018 及国际待建高铁运营里程



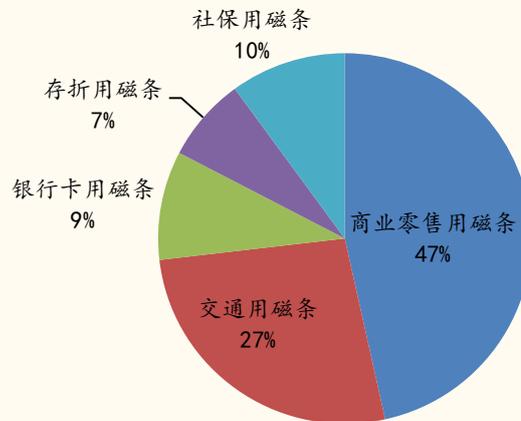
来源：国金证券研究所，国际铁路联盟

磁条及新产品未来业绩可期

磁条优化现有产品结构

- 公司是目前国内最大的磁条生产商，产品在整体市场和各个细分领域均处于领先地位，占据近半市场份额。同时，公司的磁条业务布局也随市场不断进行调整，使得毛利率一直维持在 50% 左右。
- 得益于产品类型的合理布局，公司磁条产品业绩保持增长。公司磁条主要应用于商业零售、交通、银行业、社保等领域，其中用于商业零售领域的会员卡、积分卡是公司磁条收入主要来源，占比接近 50%。
- 受 EMV 迁移政策影响，2015 年国内磁条银行卡全面退市。因为公司将大部分磁条业务布局于商业零售领域，而银行业使用磁条收入占比相对较低，因此公司能在银行卡用磁条营业收入下降的情况下，使当年磁条业务营收突破 4000 万元。同时，商业零售磁卡这一非标品主要由市场调控，不易受政府政策影响，因此紧跟市场就可以保持活力。

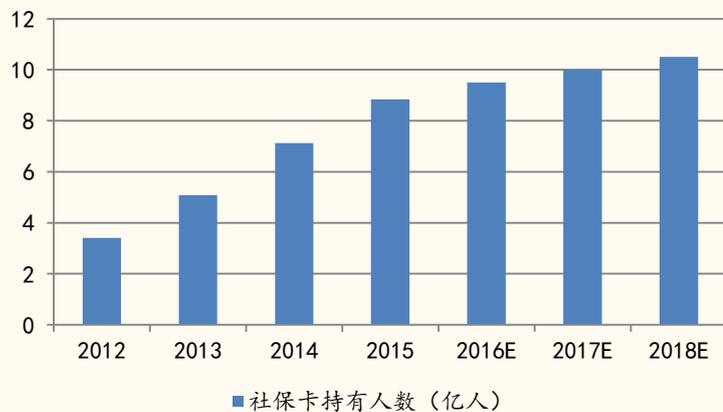
图表 18：2014 年公司磁条业务分类收入占比



来源：国金证券研究所

- 公司还研发出“彩色磁条涂层的一种组合技术”、“高遮盖银色剥离层技术”、“0.2-2 微米的着色涂层涂布技术”等专有技术，率先占领国内彩色磁条和隐形磁条市场。隐形磁条和彩色磁条属于高品质磁条，目前广泛应用于交通和社保领域。据人社部规划，2016 年底全国社保卡持卡人数达到 9.5 亿人以上，而使用隐形磁条的社保卡利润也高于一般磁条卡产品，因此将给公司带来可观的利润。

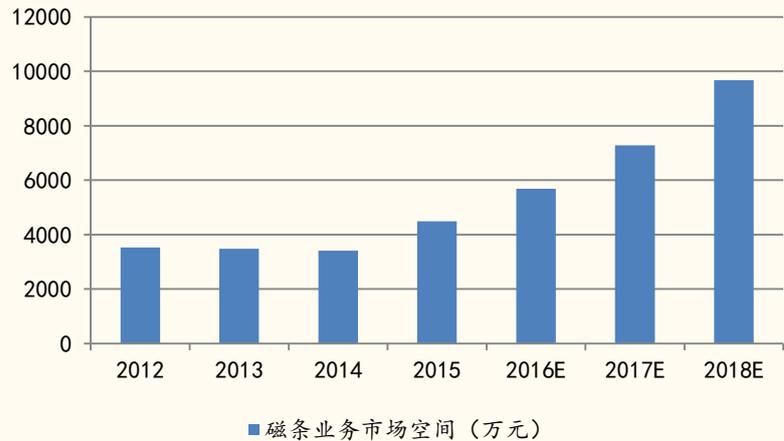
图表 19：预计至 2018 年社保卡持有人数



来源：国金证券研究所

- 除了国内市场，公司也是国际磁条四大供应商之一，产品出口菲律宾、西班牙等地。与其他磁条供应商相比，公司产品线宽度覆盖所有应用领域，且产品定价比国外竞争对手低 5%-15%，优势明显。
- 2015 年，公司的银行业银行卡用磁条因退市政策基本不再产生收入；商业零售用磁条、存折用磁条、银行业非银行卡用磁条收入则基本保持稳定；而社保领域和新型磁条的市场需求增长，隐形磁条、彩色磁条等新型磁条销量增长明显。
- 2015 年公司磁条产品实现销售收入 4491.65 万元，与去年同期相比增长了 31.68%。我们根据各种类业务市场和公司销售变化测算出磁条业务的主要增长点，即新型磁条的营收增速约 50%。结合人社部对社保卡推广的预期，预计 2016 年，公司磁条市场空间在 5600 万元左右。

图表 20：公司磁条业务市场空间



来源：国金证券研究所

新产品未来空间值得期待

- 除已有的热敏磁票及磁条业务外，公司目前共有两项募投项目。

图表 21：公司募投项目情况

项目	总投资额 (万元)	投资进度	可使用时间
热敏磁票生产线扩建项目	8053.01	0.00%	暂缓实施
研发中心建设项目	3100.00	0.44%	2017 年 7 月 31 日

来源：国金证券研究所，公司公告

- “热敏磁票生产线扩建项目”是为了满足日益增长的市场需求，但经过工艺改造和技术升级，公司产能已能够满足市场需求。为避免过早投入造成资源浪费，项目被暂缓实施。预计全部达产后，公司热敏磁票的产能将从 2200 吨增加到 3200 吨，营业收入可增加至 2.74 亿元。
- “研发中心建设项目”计划建设高品质磁条研究室、高保存热敏纸研究室、功能材料研究室、综合研究室、装备研究室五个主要研究室。该项目建设投资 3100.00 万元，其中固定资产投资 2144.40 万元。由于公司根据厂区整体规划调整了项目实施地点，因此完成时间预计为 2017 年 7 月 31 日，完成后将提高公司在信息记录材料领域的自主创新能力和核心竞争力。
- 虽然募投项目暂缓实施，公司已在进行用于电子产品和无线充电领域的 FPC 用电磁波防护膜、磁性水处理树脂等新产品的应用开发，以丰富产品结构。
- FPC 电磁防护膜主要用于智能手机、电脑等电子设备的电磁波静噪。2015 年，全球 FPC 市场份额约 114.76 亿美元；得益于无线充电、汽车电子、医疗监护设备等，预计未来 FPC 年均增长率 5.3%。

- 磁性水处理树脂可用来制造污水处理分离膜。2014 年，国内膜法水处理总产值达 700 亿元。“十三五”期间，水处理膜产业将保持高增长。

图表 22：公司研发成果及在研项目

研发成果	在研项目
铁路客运自动售检系统用热敏磁票	标识磁条
热敏磁卡	
卡用 TV 型磁条	高保存热敏票证纸
卡用 BV 型磁条	
卡用彩色 BV 型磁条	装饰膜
隐形磁条	
存折用 BC 磁条	FPC 用电磁波防护膜
纸票用 BZ 磁条	
新基材磁条	磁性水处理树脂
新结构磁条	

来源：国金证券研究所，招股说明书

乐凯集团与航天科技集团

乐凯“航天”史

- 乐凯集团是中国航天科技集团的全资子公司，旗下共有乐凯胶片、乐凯新材 2 家上市公司，以及乐凯医疗等多家子公司。
 - 乐凯前身是始建于 1958 年的保定电影胶片制造厂，曾是“中国胶卷之王”。由于数码相机对胶片的冲击，2000 年起乐凯的盈利水平一路下滑；2005 年，公司胶卷销量下降速度达到 30%，净利润跌幅达七成。
 - 根据时任乐凯集团总经理办公室主任的张云飞介绍，乐凯集团重组并入航天科技集团，源于和航天四院的合作。2005 年，基于对市场的研判，乐凯决定转型生产光学薄膜。之后，航天四院曾考察乐凯的产品；随着交流和考察的增多，双方发现在新材料、新能源等领域两家集团业务关联性高、产业融合性好、资源互补性强。2011 年 1 月乐凯集团和航天科技集团签订了战略合作协议，9 月正式重组。
- 目前，乐凯集团是航天科技集团军民融合进程中促进新材料、新能源发展的重要平台，与航天科技集团多家研究院所及公司合作密切。
 - 重组后，乐凯集团与航天科技第八研究院在光伏新能源产业进行合作、与五院就高性能薄膜材料进行技术合作、与六院就膜材料和锂离子电池进行技术合作，航天十一研究院则帮助乐凯推广探伤胶片，乐凯华光和航天华阳（航天六院）签约了印刷业务。
- 在乐凯众多合作研究院所中，航天四院的主要业务薄膜材料及光伏材料与乐凯发展方向最为相似。2015 年，原航天四院副院长张新明任乐凯集团董事长。

图表 23：乐凯集团与航天科技集团往来



来源：国金证券研究所

- 除乐凯新材外，乐凯集团还下辖乐凯胶片（上市公司）、乐凯医疗（2016 年新设）、乐凯华光印刷科技等多家子公司，业务布局从新材料、化学、影印延伸至数字医疗等新兴产业。

- 乐凯胶片上市于 1998 年，公司目前主营影像材料、光伏材料和锂电材料业务，有太阳能电池背板、彩色相纸、锂离子电池隔膜（尚未面市）等产品。其中“高性能锂离子电池隔膜材料制备技术”和“太阳能电池封装材料制备技术”是国家军转民推广项目。2015 年公司实现营收 11.8 亿元，毛利润 5925 万元；未来在太阳能电池背板和锂电隔膜业务放量的拉动下，业绩有望大幅增长。
- 乐凯医疗成立于 2016 年，前身是乐凯黑白感光材料厂。目前布局数字医疗产业，主营业务为数字医疗干式胶片，公司也是国内唯一一家能够生产医用干式胶片的企业。虽然近年医疗干式胶片市场体量只是保持微增长，但是通过提高产品质量、自主研发打印设备，2015 年公司实现收入 2.1 亿元；医疗干式胶片销量达到 306 万平方米，每年以接近 100% 的速度增长。未来，对医疗服务消费的需求的增加将拉动公司业绩快速发展。
- 此外还有乐凯华光印刷科技子公司，主要负责感光材料、涤纶薄膜的生产销售；影像接收材料、印刷配套设备和器材的经销；涤纶树脂有机物的技术开发，各类货物和技术的进口业务。合肥乐凯科技产业有限公司主要经营聚酯片基、聚酯薄膜、复合薄膜、特种薄膜、膜材料、涂层加工；电子成像基材、信息记录材料制造等。

图表 24：乐凯集团组织结构

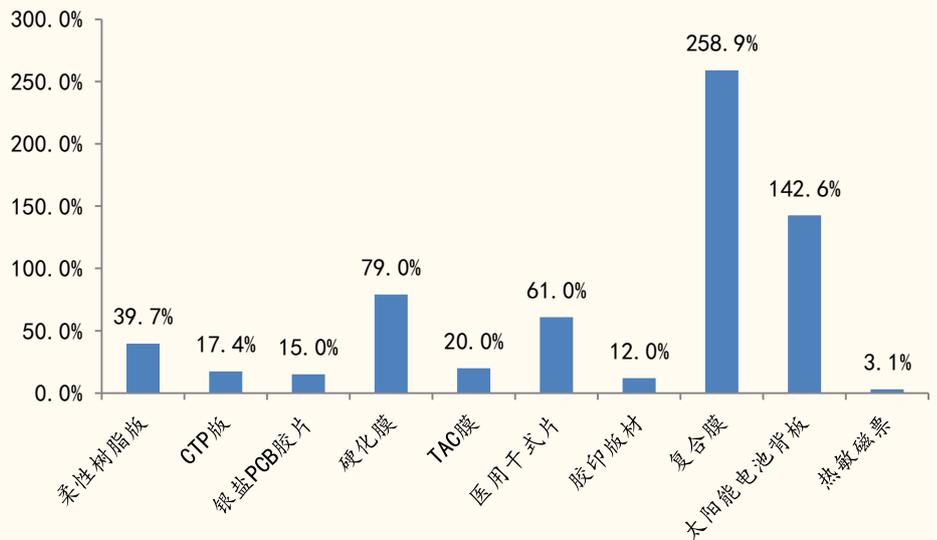


来源：国金证券研究所，乐凯集团官网

- 2011 年，乐凯集团重组并入航天科技集团，航天科技集团的航天技术应用及服务产业新材料业务产品体系得到完善。2013 年，乐凯集团时任总经理滕方迁将集团战略定位为打造“国际一流的军民融合的新材料及系统服务商”，得到了航天科技集团层面认可。
- 并入航天科技集团后，乐凯集团先后在新材料、新能源领域研发出透明氧化物阻隔膜、分离膜、TFT 级 TAC 膜等高性能膜材料。其中高性能锂离子电池隔膜和太阳能电池背板均为军转民推广项目。

- 除了拥有新材料、新能源的开拓实力，乐凯在以往的产品销售过程中，已经建立起了覆盖全球的营销网络。在国内渠道方面，乐凯的营销网店覆盖大陆地区所有省份；在海外渠道方面，乐凯境外经销商、专卖店遍布美洲、欧洲、非洲、亚洲的 80 余个国家和地区，并在一些重点市场乐凯建立了自己的分支机构。
- 乐凯集团未来将重点打造四大业务板块——以印刷版材为代表的印刷影像材料板块和以光学膜、太阳能电池背板为代表的高性能膜材料板块（乐凯胶片），以高铁票等为代表的图像信息材料（乐凯新材），以及数字医疗板块（乐凯医疗）。
- 2014 年，乐凯集团开始打造航天乐凯新材料工业园。推进军民融合的新材料产业项目以高端膜及配套材料产业化项目为主，一期四个子项目包括高性能锂离子电池 PE 隔膜、锂离子电池涂层改性隔膜、太阳能电池背板和 EVA 胶膜等新能源膜材料项目，和以 TFT 级 TAC 膜为代表的光学薄膜项目。
 - 根据乐凯集团官网披露，2016 年上半年，中国乐凯营收同比增长 16.6%，经营性利润同比上升 120%，开创了“十二五”以来上半年最高增速，经营质量持续改善。其中集团重点发展的各类新型材料均取得了明显的同比增长，尤其是复合膜和太阳能电池背板，增速分别达到 258.9%和 142.6%。

图表 25：乐凯集团重点产品发展良好



来源：国金证券研究所，乐凯集团官网

航天科技集团新能源、新材料业务

- 先进材料及应用是航天科技集团最新调整的 6 个主业发展方向之一。
 - “十二五”期间，航天科技集团把以聚酰亚胺为代表的新材料项目列为战略发展重点，整合集团优势资源，全力将其打造成新材料领域的行业龙头。并投入 15 亿元发展聚酰亚胺膜项目。同时，航天科技集团还研发了绿色印刷影像材料、双金属复合管、锂离子电池隔膜为首的高性能薄膜材料、PG5 型预涂底层光学聚酯薄等材料。
 - 目前，航天集团提供的航天商务网站中，共计有先进材料及应用产品 177 项。

图表 26：航天科技集团相关新材料产品

单位	产品
中国运载火箭研究院（第一研究院）	
中国航天万源国际（集团）有限公司	热固性树脂基复合材
中国运载火箭研究院	金属波纹管 and 膨胀节
航天材料及工艺研究所	缝编织物
航天长征睿特科技有限公司	芳纶-玻纤混编织物
航天动力技术研究院（第四研究院）	
西安向阳航天材料股份有限公司	四凯牌特种橡胶制品、双金属复合管产品、双金属复合管
常州山由帝杉防护材料制造有限公司	扩散膜、挠性覆铜板（FCCL）
西安航天三沃化学有限公司	丙烯酸酯胶粘剂、涂布产品、聚酰亚胺薄膜、晶硅太阳能电池背板、FCCL 相关产品、晶硅太阳能电池背板
西安航天动力技术研究所	挠性覆铜板、耐划伤 PET 高光装饰膜及蓝光阻隔护眼光学膜
西安超码复合材料公司	高压输电线路用复合材料电缆芯、炭硬化保温毡隔热层、钨/钼制品、碳纤维缠绕异形容器、CBSV 系列复合材
襄阳三沃航天薄膜材料有限公司	PU 系列聚氨酯复膜、丙烯酸酯系列压敏胶、表面保护膜
陕西向阳航天特种涂料有限公司	氟碳清漆（THF-Q800）、氟碳漆等
中国空间技术研究院（第五研究院）	
中国东方红卫星股份有限公司	薄膜型电加热器
东方蓝天钛金科技有限公司	高端民用产品用 Ti、航空用 TC16、TC4 钛合金等
兰州空间技术物理研究所	高端真空镀膜设备、真空镀膜产品
北京天瑞星真空技术开发有限公司	太阳能光热高温集热
北京康拓科技有限公司	智能光伏并网发电系统、智能光伏组件、导电薄膜
中国航天推进技术研究院（第六研究院）	
西安航天华阳印刷包装设备有限公司	柔板印刷机、新材料高端精密涂布、卫星式柔版印刷机
西安源发国际贸易有限公司	OF3 型欧风高速凹版印刷机、YAZ-5600P 水松纸凹版印刷机等
北京雷特新技术实业公司	芳纶纤维长丝、短纤、浆粕与织物、芳纶无纺布等
北京航天凯恩化工科技有限公司	耐热 ABS、阻燃 PP、阻燃 ABS
航天推进技术研究院	高纯超细粉体、芳纶无纺布
四川航天技术研究院（第七研究院）	
中国航天科技集团公司烽火机械厂	铝箔玻纤波纹管
上海航天技术研究院（第八研究院）	
上海航天电源技术有限责任公司	储能系统、动力锂离子电池、纯电动轿车用动力锂离子电池组系统
上海神舟新能源发展有限公司	多晶电池片、单晶电池片
中国航天电子技术研究院（第九研究院）	
湖北航天电缆有限公司	辐照交联低压汽车线、聚全氟乙丙烯绝缘电线电缆等
西安微电子技术研究所	印制板
航天电工技术有限公司	铜芯聚氯乙稀绝缘聚氯乙稀护套扁型布电线（BVVB）、大容量用铝包钢芯耐热铝合金绞线、柔性矿物复合绝缘防火线缆
湖北长天通信科技有限公司	JLB40 铝包钢绞、JLHA2/LB20A 型铝包钢芯高强度铝合金绞线

来源：国金证券研究所，航天科技集团官网

- 在 2012-2015 年军转民技术推广目录中，航天科技集团共有 13 个新材料、新能源相关项目被列入其中。值得一提的是，2015 年进入目录的两项技术均为乐凯集团所出，乐凯集团作为航天科技集团的新材料军民融合技术平台的趋势愈发显现。

图表 27：军转民——航天科技集团新材料技术及产品

技术	开发单位	应用领域	预期效益
2012			
长寿命高效率钛酸锂储能电池系统技术	八院上海空间电源研究所	新材料	
2013			
中高温太阳能真空集热管的关键技术	五院北京天瑞星光热技术有限公司	太阳能	“十二五”期间光热发电设备市场规模为 150 亿元，十年内设备市场规模可达 450 亿元
铝绞线复合材料芯制造技术	第四研究院	电力行业	项目若按 10% 的市场份额计算年产值将达亿元

旋压技术在大型铜箔装备中的应用	四院西安航天动力机械厂	电解铜箔行业	项目建设完成后,新增产能 8750 万元,达到产值 1.3 亿元,实现利润 4750 万元
真空装备制造技术	五院五一〇所	冶金冶炼、电子信息、石油化工	2017 年实现产值 15 亿元
双金属复合管制备技术	四院西安向阳航天材料股份有限公司	新材料	
2014			
卫星式柔版印刷设备制造技术	六院西安航天华阳印刷包装设备有限公司	材料印刷	
2015			
高性能锂离子电池隔膜材料制备技术	中国乐凯集团有限公司	卫星用、民用3C类电子产品、电动汽车等领域	打破国外垄断
太阳能电池封装材料制备技术	中国乐凯集团有限公司	新材料	

来源:国金证券研究所,工业和信息化部

航天科技集团资源整合加快,乐凯有望获益

- 航天科技集团正在加快企业内部资源整合步伐。目前,航天科技集团共有 9 个研究院、52 个科研院所,却仅有 12 家上市公司,存在大量体外优质资产,呈现出“大院所、小上市公司”的特点。
 - “十三五”末,航天科技集团资产证券化率目标是 45%,但截至 2015 年底,航天科技集团资产证券化率仅在 15%左右。资产证券化依然有很大空间。
 - 2016 年,航天科技集团成立第十二研究院,旨在进行航天科技知识产权研究、咨询、服务工作,促进集团专利、军民两用技术成果的转化推广。
 - 目前,航天科技集团科研院所改革方案已经确定,今年定为改革启动元年。根据国防科工局较早之前的规划,军工科研院所将被分为基础类、工程类、工艺类三类,除基础类保留事业单位属性之外,其余两类均需进行转企改制。
- 乐凯集团一直是航天科技集团资源整合的重点。早在中国航天科技集团公司 2013 年一号文件,集团就明确提出“推进企业公司化改制,引入社会投资者,实现股权多元化;稳步推进战略并购;发挥上市公司优势,整合注入优质资源,推进再融资工作;推进中国卫通、中国乐凯、长江动力与集团内外资源重组,以及地理信息、印刷材料、汽车零部件等业务整合。”
- 我们认为,航天科技集团拥有强大的技术资源和研发优势,而乐凯集团拥有多年积累下的市场和营销渠道。因此在内部资源整合过程中,双方有望强强联合,乐凯新材有望作为集团公司新材料平台做大做强。

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 根据未来几年铁路客运量年均增长 10%左右，公司的热敏磁票订单将来自火车票存量替代及铁路局新增订单，我们预计 2016-2018 年公司热敏磁票销售额增速在 12%/12.5%/13%。考虑公司热敏磁票规模效应降低成本、产线技术升级，预计未来三年毛利率稳中有升。
- 公司磁条业务预计将随彩色磁条和隐形磁条市场拓展维持每年 25%增速，同时产品高端化将显著提升此项业务综合毛利率。
- 其他业务中，公司已在进行 FPC 用电磁波防护膜、磁性水处理树脂等领域的应用开发，预计未来有望受益乐凯集团新材料工业园产业化项目协同需求实现放量销售。

投资建议

- 乐凯新材是我国热敏磁火车票和磁条材料龙头供应商，公司依靠先进技术和多年积累的市场基础和客户资源，形成卓越的盈利能力和难以撼动的行业地位。我们看好未来公司在原有热敏磁票稳健增长的基础之上，以彩色磁条和隐形磁条为核心进一步提升在磁条领域的市场份额和盈利能力；同时，公司正在进行的 FPC 用电磁波防护膜、磁性水处理树脂等新材料开发，符合航天科技集团在新材料领域的战略发展规划。考虑到乐凯集团是航天科技集团一直以来的资源整合重点，而乐凯新材又是乐凯旗下的重要上市平台，公司未来有望作为集团公司新材料平台做大做强。

估值

- 目前公司股价对应 43.10X16PE 和 36.08X17PE，考虑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，我们给予公司未来 6-12 个月 60 元目标价位，首次覆盖，评级“买入”。

风险

- 电子客票对热敏磁票冲击；
- 资产整合不达预期。

图表 28：公司分产品预测

项 目	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
热敏磁票								
销售收入（百万元）	71.63	94.89	142.94	171.04	189.50	212.24	238.77	269.81
增长率（YOY）	#DIV/0!	32.47%	50.64%	19.66%	10.79%	12.00%	12.50%	13.00%
毛利率	46.02	60.69	67.45	67.13	68.56	69.00%	70.00%	70.50%
销售成本（百万元）	38.67	37.30	46.53	56.22	59.58	65.79	71.63	79.59
增长率（YOY）	#DIV/0!	-3.53%	24.73%	20.84%	5.97%	10.43%	8.87%	11.12%
毛利（百万元）	32.96	57.59	96.41	114.82	129.92	146.45	167.14	190.22
增长率（YOY）	#DIV/0!	74.70%	67.42%	19.09%	13.15%	12.72%	14.13%	13.81%
占总销售额比重	60.84%	71.13%	79.23%	81.41%	78.51%	76.12%	73.55%	70.81%
占主营业务利润比重	53.82%	73.09%	84.83%	86.41%	84.13%	81.83%	79.63%	77.00%
磁条								
销售收入（百万元）	41.84	35.34	34.79	34.11	44.92	56.15	70.18	87.73
增长率（YOY）	#DIV/0!	-15.53%	-1.56%	-1.96%	31.68%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	63.70	56.57	45.81	47.89	49.37	51.50%	53.00%	55.00%
销售成本（百万元）	15.19	15.35	18.85	17.78	22.74	27.23	32.99	39.48
增长率（YOY）	#DIV/0!	1.06%	22.83%	-5.73%	27.94%	19.74%	21.13%	19.68%
毛利（百万元）	26.65	19.99	15.94	16.34	22.18	28.91	37.20	48.25
增长率（YOY）	#DIV/0!	-24.99%	-20.28%	2.49%	35.75%	30.39%	28.64%	29.72%
占总销售额比重	35.54%	26.50%	19.29%	16.24%	18.61%	20.14%	21.62%	23.02%
占主营业务利润比重	43.52%	25.38%	14.02%	12.29%	14.36%	16.16%	17.72%	19.53%
磁卡及其他								
销售收入（百万元）	4.26	3.17	2.68	4.95	6.97	10.45	15.68	23.52
增长率（YOY）	#DIV/0!	-25.72%	-15.18%	84.33%	40.83%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	38.16	38.16	48.41	34.66	33.60	34.50%	35.40%	36.40%
销售成本（百万元）	2.64	1.96	1.39	3.23	4.63	6.85	10.13	14.96
增长率（YOY）	#DIV/0!	-25.72%	-29.24%	133.46%	43.11%	47.97%	47.94%	47.68%
毛利（百万元）	1.63	1.21	1.30	1.72	2.34	3.61	5.55	8.56
增长率（YOY）	#DIV/0!	-25.72%	7.60%	31.98%	36.52%	54.02%	53.91%	54.24%
占总销售额比重	3.62%	2.37%	1.49%	2.36%	2.89%	3.75%	4.83%	6.17%
占主营业务利润比重	2.66%	1.53%	1.14%	1.29%	1.52%	2.02%	2.64%	3.47%
销售总收入（百万元）	117.74	133.40	180.42	210.10	241.39	278.84	324.64	381.06
销售增长率	#DIV/0!	13.30%	35.25%	16.45%	14.89%	15.52%	16.42%	17.38%
销售总成本（百万元）	56.49	54.61	66.77	77.23	86.95	99.87	114.75	134.03
毛利（百万元）	61.25	78.79	113.65	132.87	154.44	178.97	209.89	247.03
毛利增长率	#DIV/0!	28.65%	44.25%	16.91%	16.23%	15.88%	17.28%	17.70%
平均毛利率	52.02%	59.06%	62.99%	63.24%	63.98%	64.18%	64.65%	64.83%

来源：国金证券研究所

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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	180	211	241	279	325	381	货币资金	90	93	82	171	240	316
增长率		16.7%	14.7%	15.5%	16.4%	17.4%	应收款项	56	55	66	70	80	93
主营业务成本	-67	-78	-87	-100	-115	-134	存货	31	31	35	36	39	43
%销售收入	37.0%	36.9%	36.0%	35.8%	35.3%	35.2%	其他流动资产	2	9	140	158	161	166
毛利	114	133	154	179	210	247	流动资产	179	188	322	434	520	618
%销售收入	63.0%	63.1%	64.0%	64.2%	64.7%	64.8%	%总资产	58.9%	57.3%	68.5%	75.6%	76.6%	76.7%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-4	-4	-5	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	104	110	118	110	128	153
营业费用	-8	-8	-9	-12	-13	-14	%总资产	34.4%	33.6%	25.2%	19.1%	18.9%	18.9%
%销售收入	4.2%	3.8%	3.9%	4.2%	4.0%	3.8%	无形资产	20	29	29	29	30	35
管理费用	-22	-27	-30	-33	-37	-43	非流动资产	125	140	148	140	159	188
%销售收入	12.2%	12.9%	12.5%	11.8%	11.5%	11.2%	%总资产	41.1%	42.7%	31.5%	24.4%	23.4%	23.3%
息税前利润 (EBIT)	82	95	112	131	155	185	资产总计	303	329	471	574	679	806
%销售收入	45.3%	45.0%	46.3%	46.9%	47.9%	48.5%	短期借款	60	53	4	0	0	0
财务费用	-5	-3	0	2	4	5	应付款项	18	10	20	24	27	31
%销售收入	2.6%	1.6%	-0.1%	-0.8%	-1.1%	-1.3%	其他流动负债	3	6	6	45	52	60
资产减值损失	-1	0	-1	0	0	0	流动负债	82	69	29	70	79	92
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	20	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	2	3	3	其他长期负债	8	16	16	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	1.5%	1.6%	1.5%	1.6%	负债	109	85	45	70	79	92
营业利润	77	92	113	135	161	193	普通股股东权益	194	243	426	505	599	715
营业利润率	42.4%	43.5%	46.8%	48.4%	49.7%	50.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	1	3	1	1	1	负债股东权益合计	303	329	471	574	679	806
税前利润	77	92	116	136	162	193	比率分析						
利润率	42.7%	43.7%	48.0%	48.6%	49.9%	50.7%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-12	-15	-17	-20	-24	-29	每股指标						
所得税率	15.3%	16.5%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.418	1.672	1.608	0.939	1.121	1.338
净利润	65	77	99	115	138	164	每股净资产	4.216	5.288	6.941	4.109	4.881	5.819
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.511	2.140	1.764	0.791	1.137	1.379
归属于母公司的净利润	65	77	99	115	138	164	每股股利	0.000	0.000	0.600	0.300	0.350	0.400
净利率	36.2%	36.5%	40.9%	41.3%	42.4%	43.1%	回报率						
							净资产收益率	33.64%	31.61%	23.16%	22.84%	22.98%	23.00%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	21.50%	23.40%	20.96%	20.08%	20.29%	20.39%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	24.56%	25.38%	21.36%	22.02%	22.03%	22.00%
净利润	65	77	99	115	138	164	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	34.82%	16.69%	14.66%	15.51%	16.42%	17.38%
非现金支出	12	13	15	16	18	25	EBIT增长率	47.98%	16.00%	17.89%	16.93%	18.83%	19.03%
非经营收益	5	5	1	-18	-3	-4	净利润增长率	48.68%	17.86%	28.38%	16.76%	19.47%	19.35%
营运资金变动	-13	3	-6	-16	-13	-16	总资产增长率	37.06%	8.28%	43.34%	21.91%	18.19%	18.80%
经营活动现金净流	70	98	108	97	140	169	资产管理能力						
资本开支	-18	-31	-24	-7	-36	-53	应收账款周转天数	92.7	87.2	86.3	90.0	89.0	88.0
投资	0	0	-135	0	0	0	存货周转天数	149.2	144.8	137.5	130.0	123.0	118.0
其他	8	0	1	2	3	3	应付账款周转天数	95.2	63.0	48.0	60.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	-11	-31	-159	-5	-34	-50	固定资产周转天数	205.1	175.0	171.2	134.3	118.7	131.5
股权募资	0	0	122	0	0	0	偿债能力						
债权募资	10	-27	-49	-4	0	0	净负债/股东权益	-5.18%	-16.73%	-18.36%	-33.83%	-39.97%	-44.15%
其他	-6	-36	-34	0	-37	-43	EBIT利息保障倍数	17.5	28.0	-356.0	-61.4	-43.3	-38.1
筹资活动现金净流	4	-63	38	-4	-37	-43	资产负债率	36.08%	25.97%	9.51%	12.11%	11.67%	11.35%
现金净流量	63	4	-13	89	69	76							

来源：公司年报，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	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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

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 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 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%以下。

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