

# 乐凯新材 (300446)

证券研究报告

2017年03月12日

## 新材料全面延伸，航天融合可期

### 热敏磁票细分行业龙头，厚积薄发后真稳健真成长

公司是目前国内最大的热敏磁票生产企业，在热敏磁火车票占据领导地位；同时公司也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。从2011年至2015年，公司销售CAGR19.6%，净利润CAGR达到31.2%，ROE从2011年至2015年均保持在30%以上，在多年行业巨变转型中保持难得的核心竞争力。我国高铁建设仍处于高速发展阶段，客运需求保持每年10%以上增长。铁路检票系统全面信息化是大势所趋，我们预计，蓝色火车票（热敏磁票）目前市占率50-60%，并且将迅速将全面替代红色火车票，公司主业热敏磁票销量仍可保持年均20%以上的增速。

### FPC 电磁防护膜等新产品蓄势待发，核心技术产业化静待开花

依托公司持续不断的研发投入，专注“十三五”布局新产品新业务，通过对现有核心技术的升级、嫁接、组合打造新的核心竞争力。目前储备的新技术新产品包括装饰膜、FPC 用电磁波防护膜等。未来将形成信息防伪材料、电子功能材料两大业务板块的发展格局，提高公司可持续发展的竞争力。随着消费电子类产品无线充电的大规模应用，未来高磁场环境下电磁屏蔽膜的应用将越来越广泛，电磁屏蔽膜作为上游原材料将率先增长，公司将显著受益于进口替代。

### 航天科技集团新材料潜在融合标的

公司董事长张新明曾担任航天四院副院长，四院是我国最大的固体火箭发动机研发单位，航天科技集团“十三五”期间资产证券化率将有实质性提升。长期来看，公司作为航天科技集团实际控股上市公司，在军民融合大背景下依托航天应用对新材料技术进行融合发展是大势所趋。我们认为，公司在多年残酷的竞争环境下具备民营企业的勇猛精进的研发管理风格，未来在航天应用中有望发挥优势。

### 投资建议：

公司作为我国热敏磁火车票和磁条材料龙头供应商，盈利能力和成长能力优秀。新产品在经历一段时间的培育已经具备产业化条件。同时公司作为航天系旗下上市公司，军民融合下新产品及新客户的拓展将带来从0到1的台阶式增长。我们预计，17/18/19年，公司的EPS分别为1.06/1.25/1.55，PE分别为33.55/28.44/22.91，给予“买入”评级。

**风险提示：**热敏磁票市场增长不及预期，新产品市场拓展不及预期。

### 投资评级

行业	电子/元件
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	35.54元
目标价格	45元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	122.80
流通A股股本(百万股)	75.28
A股总市值(百万元)	4,364.31
流通A股市值(百万元)	2,675.53
每股净资产(元)	4.05
资产负债率(%)	8.42
一年内最高/最低(元)	94.60/32.66

### 作者

农冰立	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110006	
nongbingli@tfzq.com	
霍甲	联系人
huojia@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	241.40	261.44	308.50	397.96	493.48
增长率(%)	14.66	8.30	18.00	29.00	24.00
EBITDA(百万元)	126.90	137.74	154.75	182.05	226.63
净利润(百万元)	98.72	107.98	130.09	153.48	190.48
增长率(%)	28.38	9.38	20.48	17.98	24.11
EPS(元/股)	0.80	0.88	1.06	1.25	1.55
市盈率(P/E)	44.21	40.42	33.55	28.44	22.91
市净率(P/B)	10.24	8.78	6.96	5.59	4.49
市销率(P/S)	18.08	16.69	14.15	10.97	8.84
EV/EBITDA	55.15	32.24	26.77	22.60	17.71

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	82.01	84.26	226.71	250.88	352.68
应收账款	66.00	72.73	86.41	96.15	130.22
预付账款	4.23	4.17	3.30	8.58	7.28
存货	34.60	31.02	51.57	64.19	89.27
其他	135.64	204.49	116.13	152.70	157.96
<b>流动资产合计</b>	<b>322.48</b>	<b>396.67</b>	<b>484.12</b>	<b>572.50</b>	<b>737.42</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	113.22	109.61	129.57	168.34	205.39
在建工程	5.25	7.44	40.46	72.28	73.37
无形资产	28.77	28.13	27.50	26.86	26.23
其他	1.24	1.22	1.07	1.02	0.95
<b>非流动资产合计</b>	<b>148.48</b>	<b>146.39</b>	<b>198.60</b>	<b>268.50</b>	<b>305.93</b>
<b>资产总计</b>	<b>470.97</b>	<b>543.07</b>	<b>682.72</b>	<b>841.00</b>	<b>1,043.35</b>
短期借款	3.76	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	14.55	14.08	20.65	26.70	36.09
其他	10.95	13.66	18.13	16.73	18.82
<b>流动负债合计</b>	<b>29.26</b>	<b>27.74</b>	<b>38.78</b>	<b>43.43</b>	<b>54.91</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.51	17.99	16.51	16.67	17.06
<b>非流动负债合计</b>	<b>15.51</b>	<b>17.99</b>	<b>16.51</b>	<b>16.67</b>	<b>17.06</b>
<b>负债合计</b>	<b>44.77</b>	<b>45.73</b>	<b>55.29</b>	<b>60.10</b>	<b>71.96</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	61.40	122.80	122.80	122.80	122.80
资本公积	97.00	35.60	35.60	35.60	35.60
留存收益	364.80	374.54	504.63	658.11	848.59
其他	(97.00)	(35.60)	(35.60)	(35.60)	(35.60)
<b>股东权益合计</b>	<b>426.20</b>	<b>497.34</b>	<b>627.43</b>	<b>780.91</b>	<b>971.39</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>470.97</b>	<b>543.07</b>	<b>682.72</b>	<b>841.00</b>	<b>1,043.35</b>

  

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	98.72	107.98	130.09	153.48	190.48
折旧摊销	14.34	15.96	7.64	10.05	12.50
财务费用	2.23	0.01	(3.99)	(6.13)	(7.74)
投资损失	(1.71)	(5.49)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(134.83)	(58.87)	58.18	(55.01)	(51.90)
其它	129.59	59.96	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>108.33</b>	<b>119.56</b>	<b>186.93</b>	<b>97.39</b>	<b>138.34</b>
资本支出	22.29	11.34	61.48	79.84	49.61
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(181.53)	(88.89)	(116.48)	(154.84)	(94.61)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(159.24)</b>	<b>(77.55)</b>	<b>(55.00)</b>	<b>(75.00)</b>	<b>(45.00)</b>
债权融资	3.76	0.00	6.53	2.18	2.90
股权融资	112.16	3.12	3.99	6.13	7.74
其他	(77.99)	(43.52)	0.00	(6.53)	(2.18)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>37.93</b>	<b>(40.40)</b>	<b>10.52</b>	<b>1.78</b>	<b>8.47</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(12.98)</b>	<b>1.61</b>	<b>142.44</b>	<b>24.17</b>	<b>101.81</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>241.40</b>	<b>261.44</b>	<b>308.50</b>	<b>397.96</b>	<b>493.48</b>
营业成本	86.95	95.88	111.06	159.19	207.26
营业税金及附加	3.11	4.36	4.63	5.91	7.66
营业费用	9.37	10.69	11.75	15.16	7.30
管理费用	30.17	33.77	38.56	50.14	61.68
财务费用	(0.31)	(3.12)	(3.99)	(6.13)	(7.74)
资产减值损失	0.91	0.38	0.39	0.56	0.44
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.71	5.49	5.00	5.00	5.00
其他	(3.43)	(10.98)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
<b>营业利润</b>	<b>112.91</b>	<b>124.98</b>	<b>151.10</b>	<b>178.13</b>	<b>221.87</b>
营业外收入	3.18	2.30	2.04	2.51	2.28
营业外支出	0.12	0.01	0.09	0.07	0.06
<b>利润总额</b>	<b>115.98</b>	<b>127.27</b>	<b>153.05</b>	<b>180.56</b>	<b>224.10</b>
所得税	17.26	19.29	22.96	27.08	33.61
<b>净利润</b>	<b>98.72</b>	<b>107.98</b>	<b>130.09</b>	<b>153.48</b>	<b>190.48</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>98.72</b>	<b>107.98</b>	<b>130.09</b>	<b>153.48</b>	<b>190.48</b>
每股收益(元)	0.80	0.88	1.06	1.25	1.55

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.66%	8.30%	18.00%	29.00%	24.00%
营业利润	23.30%	10.69%	20.90%	17.89%	24.56%
归属于母公司净利润	28.38%	9.38%	20.48%	17.98%	24.11%
<b>获利能力</b>					
毛利率	63.98%	63.33%	64.00%	60.00%	58.00%
净利率	40.89%	41.30%	42.17%	38.57%	38.60%
ROE	23.16%	21.71%	20.73%	19.65%	19.61%
ROIC	47.42%	29.82%	30.36%	35.99%	34.26%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	9.51%	8.42%	8.10%	7.15%	6.90%
净负债率	-14.28%	-8.25%	-6.14%	-22.79%	-19.86%
流动比率	11.02	14.30	12.48	13.18	13.43
速动比率	9.84	13.18	11.15	11.70	11.80
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.03	3.77	3.88	4.36	4.36
存货周转率	7.37	7.97	7.47	6.88	6.43
总资产周转率	0.60	0.52	0.50	0.52	0.52
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.80	0.88	1.06	1.25	1.55
每股经营现金流	0.88	0.97	1.52	0.79	1.13
每股净资产	3.47	4.05	5.11	6.36	7.91
<b>估值比率</b>					
市盈率	44.21	40.42	33.55	28.44	22.91
市净率	10.24	8.78	6.96	5.59	4.49
EV/EBITDA	55.15	32.24	26.77	22.60	17.71
EV/EBIT	62.15	36.44	28.16	23.92	18.74

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com