

评级：买入 维持评级

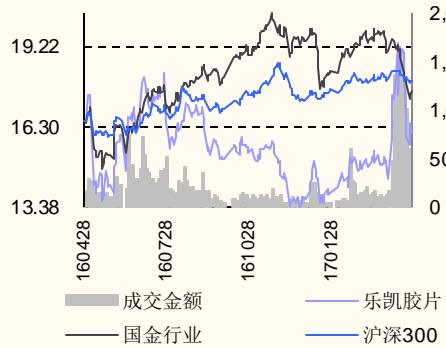
公司点评

市场价格（人民币）：16.06元
 目标价格（人民币）：20.00-20.00元

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)	368.34
总市值(百万元)	5,990.25
年内股价最高最低(元)	19.32/13.38
沪深300指数	3446.72
上证指数	3152.19
人民币(元)	
成交金额(百万元)	

**相关报告**

1.《航天新材料整合平台，新产品放量在即-乐凯胶片公司深度研究》，2017.4.5

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.098	0.110	0.158	0.197	0.246
每股净资产(元)	4.32	4.40	4.54	4.71	4.91
每股经营性现金流(元)	-0.10	-0.10	0.14	0.20	0.44
市盈率(倍)	220.43	124.38	91.27	72.94	58.61
行业优化市盈率(倍)	23.45	23.45	23.45	23.45	23.45
净利润增长率(%)	33.01%	12.26%	43.03%	25.13%	24.44%
净资产收益率(%)	2.28%	2.51%	3.47%	4.19%	5.01%
总股本(百万股)	372.99	372.99	372.99	372.99	372.99

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 乐凯胶片披露2017年一季度业绩：公司2017Q1实现营收4.55亿元，同比+34.43%；归母净利润0.27亿元，同比+85.18%。公司业务成功转型，一季度业绩表现亮眼。

经营分析

- **产品销量大幅增加，一季度业绩超预期：**公司2017年一季度实现收入+34.43%、归母净利润+85.18%的亮眼增长，主要源自各项产品销量同比大幅增加，同时管理费用管控得力。公司在一季度销售额实现大幅增长的同时，管理费用仅同比增加6.29%，经营状况实现显著提升，为业绩高增长提供保障。同时，报告期内公司收到政府补助有明显增加，营业外收入达到353.69万元，同比增长4236.84%。
- **光伏背板景气上升，锂电池隔膜投产在即：**公司于2011年起大力发展战略性新兴产业并剥离原有胶卷业务，目前正逐步形成影像材料、光伏材料和锂电材料三大业务布局。目前，公司的太阳能电池背板四期项目建设进展顺利，8号线已完全建成，14、15号线正在进行开工前的准备工作，预计每条产线达产后均可带来超过600万元的税前利润。此外，公司高端隔膜项目建设已实现小批量试产，正在筹备项目竣工验收工作，以日本为起点的海外专利布局有望在2017年达产，预计满产税前利润可达6107万元。光伏背板和高端锂电池隔膜业务将是公司未来新的业绩增长点。
- **公司是航天科技集团下属军民融合重要平台，同时将受益河北航天产业集群：**公司是集团军民融合的重要平台，与航天科技集团旗下其他科研院所在锂电隔膜、光伏背板等业务上有深入合作。此外，公司位于河北保定，地处京津冀协同发展地区，毗邻固安航天产业群，未来将直接受益于集团其他产业联合发展的辐射效应。根据航天科技集团2013年一号文件的表述，我们判断公司有望成为航天科技集团军工资源整合的重点。

盈利预测与投资建议

- 乐凯胶片于2012年剥离传统胶卷业务，目前是乐凯集团旗下从事新材料研发的子公司。在公司的三大业务布局中，光伏材料正随行业迎来景气上升，锂电材料有望在2017年迎来放量，影像材料业务日趋稳定，可为公司提供有效业绩支撑。此外，公司地处京津保三角腹地，有望直接受益固安航天产业园与京津冀协同发展战略、成为集团军工资源整合的重点。
- 我们预计公司2017-2019年归母净利润可达0.59/0.74/0.92亿元，同比增速

司景皓

联系人
 (8621)60870938
 sjzj@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：S113051204001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

43.03%/25.13%/24.44%。我们认为，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，维持对公司的“买入”评级，上调 6-12 个月目标价至 20 元。

风险

- 锂电池隔膜项目投产不及预期；光伏行业增速不达预期；传统感光材料和影像材料市场规模大幅缩减；资产整合进程不达预期。

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)						
主营业务收入	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	货币资金	2014	2015	2016	2017E	2018E	
增长率	946	1,183	1,421	1,647	1,859	2,119	应收账款	192	592	466	480	500	
主营业务成本	25.0%	20.1%	15.9%	12.9%	14.0%		存货	266	374	506	570	643	
%销售收入	-762	-963	-1,176	-1,350	-1,524	-1,736	其他流动资产	272	274	285	321	362	
毛利	80.5%	81.4%	82.7%	82.0%	82.0%	81.9%	流动资产	58	69	193	202	209	
%销售收入	185	220	245	297	335	383	%总资产	788	1,309	1,450	1,572	1,714	
营业税金及附加	19.5%	18.6%	17.3%	18.0%	18.0%	18.1%	长期投资	66.4%	68.4%	70.5%	70.3%	72.2%	
%销售收入	-5	-8	-7	-8	-9	-10	固定资产	41	41	41	41	41	
营业费用	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	%总资产	280	421	429	478	468	
%销售收入	-65	-69	-81	-91	-100	-112	无形资产	23.6%	22.0%	20.9%	21.4%	19.7%	
管理费用	6.9%	5.8%	5.7%	5.5%	5.4%	5.3%	非流动资产	79	143	137	144	151	
%销售收入	-83	-100	-114	-128	-141	-157	%总资产	399	605	608	663	660	
息税前利润 (EBIT)	8.8%	8.4%	8.0%	7.8%	7.6%	7.4%	负债总计	33.6%	31.6%	29.5%	29.7%	27.8%	
%销售收入	32	44	44	70	85	104	短期借款	1,187	1,914	2,058	2,236	2,374	
财务费用	3.3%	3.7%	3.1%	4.3%	4.6%	4.9%	应付款项	61	50	165	243	249	
%销售收入	1	8	8	-1	-1	-1	其他流动负债	109	216	204	250	313	
资产减值损失	-0.1%	-0.7%	-0.5%	0.0%	0.1%	0.0%	流动负债	11	18	24	27	30	
公允价值变动收益	-7	-9	-12	-10	-10	-10	长期贷款	181	284	393	520	591	
投资收益	2	-1	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	
%销售收入	4	3	4	5	7	9	负债总计	0	4	8	0	0	
息税前利润	10.6%	5.6%	8.6%	7.2%	8.6%	8.6%	普通股股东权益	182	288	401	520	591	
营业利润	32	44	44	65	81	103	少数股东权益	992	1,611	1,641	1,695	1,756	
营业利润率	3.4%	3.7%	3.1%	3.9%	4.3%	4.8%	负债股东权益合计	13	15	16	21	27	
营业外收支	4	1	5	5	6	7	普通股股东权益	1,187	1,914	2,058	2,236	2,374	
税前利润	37	45	49	70	87	110	负债股东权益合计	66.4%	72.2%	74.5%	75.5%	75.5%	
利润率	3.9%	3.8%	3.5%	4.2%	4.7%	5.2%	比率为	2,527	2,527	2,527	2,527	2,527	
所得税	-5	-5	-4	-6	-7	-9	每股指标	2014	2015	2016	2017E	2018E	
所得税率	14.8%	10.8%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	每股收益	0.081	0.098	0.110	0.158	0.197	
净利润	31	40	45	64	80	101	每股净资产	2.902	4.319	4.399	4.544	4.708	
少数股东损益	4	3	4	5	6	9	每股经营现金净流	-0.203	-0.096	-0.105	0.143	0.204	
非现金支出	41	44	54	55	63	67	每股股利	0.025	0.030	0.000	0.050	0.060	
非经营收益	-6	-2	0	-7	-10	-14	回报率	50.1%	53.63%	56.71%	59.41%	61.91%	
营运资金变动	-135	-118	-138	-58	-56	11	净资产收益率	2.78%	2.28%	2.51%	3.47%	4.19%	
经营活动现金净流	-69	-36	-39	53	76	165	总资产收益率	2.32%	1.91%	2.00%	2.63%	3.10%	
资本开支	-74	-222	-60	-105	-54	-43	投入资本收益率	2.52%	2.33%	2.23%	3.29%	3.82%	
投资	14	25	-130	-1	0	0	增长率	13.98%	22.81%	24.44%	33.98%	33.98%	
其他	4	4	3	5	7	9	主营业务收入增长率	-9.74%	38.44%	1.35%	58.72%	20.22%	
投资活动现金净流	-57	-193	-187	-101	-46	-34	EBIT增长率	14.16%	33.01%	12.26%	43.03%	25.13%	
股权募资	0	591	0	14	10	10	净利润增长率	9.03%	61.20%	7.51%	8.63%	6.21%	
债权募资	60	50	115	69	6	-90	总资产增长率	50.0%	51.7%	51.7%	53.63%	56.71%	
其他	-28	-36	4	-21	-26	-31	资产管理能力	应收款周转天数	57.8	69.0	75.1	75.1	75.1
筹资活动现金净流	32	605	120	62	-10	-111	存货周转天数	115.9	103.4	86.7	86.7	86.7	
现金净流量	-94	376	-106	14	20	20	应付账款周转天数	21.2	28.6	36.9	40.0	45.0	

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-05	买入	14.40	18.00~18.00

来源：国金证券研究所

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 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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