

日期: 2017年10月20日

行业: 基础化工



分析师: 邵锐

Tel: 021-53686137

E-mail: shaorui@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513050001

研究助理: 洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070007

### 基本数据 (截止 2017 年 10 月 19 日)

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| 报告日股价 (元)         | 28.30       |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 28.30/50.71 |
| 总股本 (百万股)         | 122.80      |
| 无限售 A 股/总股本       | 61.69%      |
| 流通市值 (亿元)         | 21.42       |
| 每股净资产 (元)         | 4.31        |

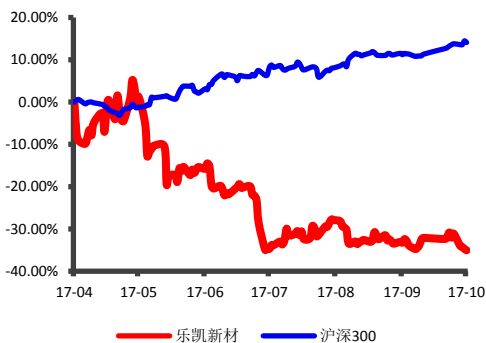
### 主要股东 (2017Q3)

|             |        |
|-------------|--------|
| 中国乐凯集团有限公司  | 30.61% |
| 刘彦峰         | 3.05%  |
| 社保基金理事会转持二户 | 2.51%  |

### 收入结构 (2017H1)

|       |       |
|-------|-------|
| 热敏磁票  | 76.8% |
| 磁条    | 16.2% |
| 磁卡及其他 | 6.5%  |

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX17-LKXC01

首次报告日期: 2017年10月20日

相关报告:

## 业绩降幅收缩, “小而美” 走出困境

### ■ 公司概况

乐凯新材是国内磁记录和热敏记录材料领域的龙头企业, 主要从事热敏磁票、磁条等新材料的研发、生产和销售。公司2017年上半年实现营业收入1.19亿元, 同比下滑9.07%; 归属于母公司股东净利润4558万元, 同比下滑12.83%。

2017年10月18日公司发布三季报, 2017年1-9月实现营业收入1.81亿元, 同比下降4.15%; 归属于母公司股东净利润为6843.89万元, 同比下降10.61%, 降幅较半年报相比有所缩小。Q3季度单季度实现营业收入6150.79万元, 同比增加7.07%; 归母净利润2285.60万元, 同比减少5.84%。销售毛利率为61.15%, 销售净利率为37.88%, 较去年略有下降, 但仍然处于历史平均位置。

### ■ 公司点评

#### 深耕热敏磁票研发生产, 市场龙头稳健发展

公司是国内首家从事并且也是目前国内最大的热敏磁票生产企业。热敏磁票应用领域多为铁路客票、停车场、商业零售等, 其中, 我国和日本、法国、德国等国主要用于铁路客票。随着我国高铁的快速发展及热敏磁票的渗透度提升, 热敏磁票的市场规模也逐步扩大。公司近三年热敏磁票销量也保持了近10%的增速, 并且目前已经达到满负荷生产。此行业技术行业较高, 开发难度大, 目前国内从事此产品的研发和生产的厂商较少, 而国外厂商主要涉足商品流通等领域, 与公司的竞争度较低。此外, 相比普通纸票、IC卡、RFID等几种技术而言, 热敏磁票的技术和成本优势使得其在未来火车票应用领域仍将占据主导地位, 不易被替代。

#### 磁条业务下滑拖累公司业绩

公司前三季度业绩有所下滑主要是因为热敏磁票和磁条业务下滑影响所致。热敏磁票业务出现下滑主要是受客户需求和订单的季节性影响所致。磁条业务的下滑是受EMV迁移的实施, 银行卡用磁条需求出现下降, 且磁条业务毛利率也在2017年中报出现了10个百分点左右的下滑。但公司在商业零售等非银行卡用磁条需求方面仍然可观, 并且通过拓宽非银行业磁条产品的品种及销售, 未来受EMV迁移的影响也将是可控的。因此, 我们认为公司业绩最差时期已过。

#### 热敏磁票产能扩建突破瓶颈, 新材料布局初见雏形

公司热敏磁票已经达到满负荷运行, 因此, 公司于2017年2月27日公告启动热敏磁票生产扩建项目, 预计于2018年底前投产, 产能将从2200吨/年扩建至3200吨/年。此举将打破产能瓶颈以应对未

来铁路客运发展带来的增量市场。此外，公司还布局装饰膜和 FPC 用电磁波防护膜的研发与生产，前者是具有表面装饰功能的膜材料，主要用于热转印及模内装饰领域，如汽车、家电、手机、电脑、化妆品等表面装饰及产品标志烫金等领域；后者是用于柔性电路板电磁波防护的功能性膜材料，主要用于手机线路板、LCD 模组、高像素摄像头、汽车电子、游戏机等领域。公司经过多年技术积累，电磁波防护膜产品已经于 2017 年 3 月的第二十六届中国国际电子电路展览会上正式展出。

### ■ 盈利预测与估值

我们预测公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 2.57 亿、2.88 亿元和 3.39 亿元，增速分别为 -1.66%、11.94% 和 17.90%；归属于母公司股东净利润分别为 1.00 亿、1.12 亿和 1.30 亿元，增速分别为 -7.38%、11.67% 和 16.21%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.81、0.91 和 1.06 元，对应 PE 为 34.9、31.3 和 26.9 倍，未来六个月内，首次给予“增持”评级。

### ■ 风险提示

EMV 迁移影响扩大；新增产能释放不及预期；新产品销售不及预期。

### ■ 数据预测与估值：

| 指标 (¥.百万元) | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 261.43 | 257.10 | 287.79 | 339.29 |
| 年增长率       | 8.30%  | -1.66% | 11.94% | 17.90% |
| 归属于母公司的净利润 | 107.98 | 100.01 | 111.67 | 129.77 |
| 年增长率       | 9.38%  | -7.38% | 11.67% | 16.21% |
| 每股收益 (元)   | 0.88   | 0.81   | 0.91   | 1.06   |
| PE (X)     | 32.3   | 34.9   | 31.3   | 26.9   |

数据来源：Wind 上海证券研究所

## ■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

| 指标               | 2016A      | 2017E      | 2018E      | 2019E      |
|------------------|------------|------------|------------|------------|
| 货币资金             | 55         | 160        | 219        | 329        |
| 应收和预付款项          | 78         | 56         | 94         | 83         |
| 存货               | 31         | 39         | 41         | 57         |
| 其他流动资产           | 204        | 204        | 204        | 204        |
| 长期股权投资           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 投资性房地产           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 固定资产和在建工程        | 117        | 99         | 81         | 62         |
| 无形资产和开发支出        | 28         | 25         | 22         | 19         |
| 其他非流动资产          | 1          | 0          | 0          | 0          |
| <b>资产总计</b>      | <b>513</b> | <b>583</b> | <b>660</b> | <b>753</b> |
| 短期借款             | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 应付和预收款项          | 16         | 18         | 21         | 26         |
| 长期借款             | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 其他负债             | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>负债合计</b>      | <b>16</b>  | <b>18</b>  | <b>21</b>  | <b>26</b>  |
| 股本               | 123        | 123        | 123        | 123        |
| 资本公积             | 36         | 36         | 36         | 36         |
| 留存收益             | 339        | 406        | 481        | 569        |
| 归属母公司股东权益        | 497        | 565        | 640        | 727        |
| 少数股东权益           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>497</b> | <b>565</b> | <b>640</b> | <b>727</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>513</b> | <b>583</b> | <b>660</b> | <b>753</b> |

现金流量表 (单位: 百万元)

| 指标            | 2016A    | 2017E      | 2018E     | 2019E      |
|---------------|----------|------------|-----------|------------|
| 经营活动产生现金流量    | 119      | 135        | 91        | 145        |
| 投资活动产生现金流量    | -78      | 0          | 0         | 0          |
| 融资活动产生现金流量    | -40      | -30        | -32       | -36        |
| <b>现金流量净额</b> | <b>1</b> | <b>105</b> | <b>60</b> | <b>110</b> |

利润表 (单位: 百万元)

| 指标                | 2016A      | 2017E      | 2018E      | 2019E      |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>261</b> | <b>257</b> | <b>288</b> | <b>339</b> |
| 营业成本              | 96         | 95         | 109        | 132        |
| 营业税金及附加           | 4          | 4          | 5          | 6          |
| 营业费用              | 11         | 10         | 11         | 13         |
| 管理费用              | 34         | 33         | 36         | 42         |
| 财务费用              | -3         | -2         | -4         | -6         |
| 资产减值损失            | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 投资收益              | 5          | 0          | 0          | 0          |
| 公允价值变动损益          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>营业利润</b>       | <b>125</b> | <b>117</b> | <b>131</b> | <b>152</b> |
| 营业外收支净额           | 2          | 1          | 1          | 1          |
| <b>利润总额</b>       | <b>127</b> | <b>118</b> | <b>131</b> | <b>153</b> |
| 所得税               | 19         | 18         | 20         | 23         |
| 净利润               | 108        | 100        | 112        | 130        |
| 少数股东损益            | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>108</b> | <b>100</b> | <b>112</b> | <b>130</b> |

财务比率分析

| 指标        | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率       | 63%   | 63%   | 62%   | 61%   |
| EBIT/销售收入 | 48%   | 45%   | 44%   | 43%   |
| 销售净利率     | 41%   | 39%   | 39%   | 38%   |
| ROE       | 22%   | 18%   | 17%   | 18%   |
| 资产负债率     | 3%    | 3%    | 3%    | 3%    |
| 流动比率      | 23.21 | 25.26 | 27.11 | 25.68 |
| 速动比率      | 8.39  | 11.89 | 15.22 | 15.74 |
| 总资产周转率    | 0.51  | 0.44  | 0.44  | 0.45  |
| 应收账款周转率   | 3.55  | 4.73  | 3.24  | 4.24  |
| 存货周转率     | 3.09  | 2.41  | 2.64  | 2.33  |

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

邵锐、洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义                |
|------|-------------------|
| 增持   | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 中性   | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 减持   | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义                     |
|------|------------------------|
| 增持   | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性   | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 减持   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。