



中以博胜 小求精当

# 中小市值主题精选系列之常铝股份深度报告

——常铝股份（002160）：医疗大健康行业新秀，借并购东风快速成长

## 报告摘要：

“铝加工”+“大健康”双主业发展战略，公司驶入发展快车道。铝箔加工业务依靠产品结构升级和产业链深化，成功实现业绩反转；通过收购朗脉股份及一系列投资布局进入大健康领域，大健康将成为公司新的支柱产业。

- ◆ **传统铝业结构化升级，实现业绩反转。**公司现有常熟、包头两个生产基地，常熟本部依托稳健的研发团队和行业领先的科研能力主攻中高端铝制品市场、包头分部充分运用中西部地区丰富的资源和能源优势，主攻基础铝制品市场。公司切入汽车行业后顺利实现产品升级，提升盈利能力，并购的山东新合源也是公司向铝加工下游延伸的重要举措。
- ◆ **医疗洁净、医疗器械、医疗服务三大方向布局大健康业务。**公司2015年完成收购的朗脉股份是国内药厂洁净行业的龙头企业，2016年承诺业绩8790万元，是公司大健康业务的主要业绩贡献来源；以增资形式参股优适医疗，该公司多项骨科器械产品有望于年底陆续获得FDA认证；此外公司还在关注医疗服务例如专科医院之类的投资机会。
- ◆ **首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。**我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.26/0.33/0.42元，对应2016年36倍PE。公司确立“铝加工”+“大健康”发展战略后，实施了一系列并购及相关业务布局，体现出极强的转型意愿和执行力，我们看好公司未来继续通过外延等方式深化大健康相关的业务布局。今年4月完成的三年期定增为公司提供充足的现金支持，7.88元/股的定增价也构成股价极强的安全边际。我们给予公司2016年50倍PE，目标价13元，强烈推荐。

## 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2,164	2,538	2,866	3,323	3,821
增长率（%）	17.80%	17.28%	12.95%	15.93%	15.00%
净利润（百万元）	21.40	118.42	190.52	240.22	305.44
增长率（%）	60.89%	26.08%	60.89%	26.08%	27.15%
净资产收益率（%）	2.37%	5.02%	7.49%	9.01%	10.84%
每股收益(元)	0.06	0.20	0.26	0.33	0.42
PE	156	47	36	28	22
PB	4.28	2.53	2.66	2.54	2.40

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2016年08月15日  
强烈推荐/首次  
常铝股份

林阳

021-65465035

linyang@dxzq.net.c

执业证书编号：

S148051012000

虞瑞捷

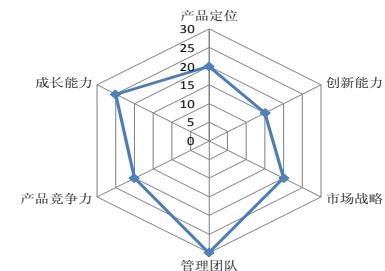
010-66555181

yurj@dxzq.net.c

执业证书编号：

S148051604000

## 六位评价体系之服务业、制造业图



## 所属于概念板块、东兴专题报告分类

概念题材：

东兴分类：

## 核心护城河、商业模式概括

## 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

## 目 录

<b>1. 铝加工业绩反转，纵向延伸产业链 .....</b>	<b>5</b>
1.1 产能投放+产品升级力促主业业绩反转 .....	5
1.2 收购新合源，延伸产业链 .....	7
<b>2. 战略增加新主业，快速布局大健康产业链 .....</b>	<b>10</b>
2.1 收购朗脉股份，切入洁净行业 .....	10
2.2 参股优适医疗，瞄准医疗器械 .....	14
2.3 医疗服务行业有望成为新亮点 .....	15
<b>3. 定增顺利完成，公司驶入发展快车道 .....</b>	<b>17</b>
<b>4. 首次覆盖给予“强烈推荐”评级 .....</b>	<b>18</b>

## 表格目录

<b>表 1:新合源业绩承诺情况 .....</b>	<b>8</b>
<b>表 2:医药洁净领域资质 .....</b>	<b>13</b>
<b>表 3:朗脉股份业绩承诺情况 .....</b>	<b>14</b>
<b>表 4: 新医改各项政策鼓励社会办医 .....</b>	<b>16</b>
<b>表 5: 实际发行对象和数量 .....</b>	<b>17</b>
<b>表 6: 板块估值表 .....</b>	<b>18</b>
<b>表 7: 公司盈利预测表 .....</b>	<b>19</b>

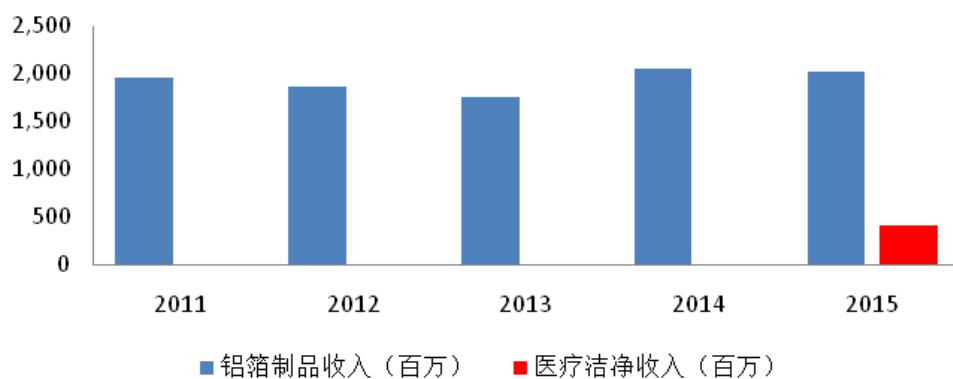
## 插图目录

图 1: 公司 2014 年进入医疗健康行业，2015 年业务收入占比已超过 16%.....	4
图 2: 公司 2015 年洁净收入超 4 亿，毛利率达 38%.....	4
图 3: 2014 年公司汽车铝箔收入占比接近 28%.....	5
图 4: 铝价 2015 年 11 月创新低，随后触底回升 .....	6
图 5: 铝箔制品年总收入企稳回升 .....	7
图 6: 铝箔制品受益产品结构提升，毛利率逐年上升 .....	7
图 7: 2012-2015 新合源净业绩稳步增长，均超出业绩承诺 .....	7
图 8: 2013 年新合源客户比重 .....	7
图 9: 收购后公司实现产业链向下游延伸 .....	8
图 10: 热交换机结构 .....	8
图 11: 2013-2015 年我国汽车产销量稳步增长 (单位: 万辆) .....	9
图 12: 公司未来业务模块 .....	10
图 13: 朗脉公司 2012-2015 营业收入和净利润情况.....	11
图 14: 新版 GMP 认证现状 .....	11
图 15: 医药制造业固定资产新增情况 .....	12
图 16: 中国洁净室工程行业市场规模预测 .....	12
图 17: 朗脉洁净业务范围 (蓝色部分) .....	13
图 18: 2012 年中外骨科医疗器械市场份额对比 .....	15
图 19: 中国骨科医疗器械市场规模 .....	15

公司采用“铝加工”+“大健康”双主业发展战略，目前主营业务分为铝箔加工和医疗大健康两大板块。铝箔加工业务：公司主要从事于铝板带箔的研发、生产和销售，其产品涵盖空调铝箔、合金铝箔等多个品种，主要用于下游空调器散热器和汽车热交换系统用铝材的生产制造。公司近年来通过收购山东新合源切入产业链下游，贴近终端客户，提高产品附加值取得明显成效，主业业绩实现反转。

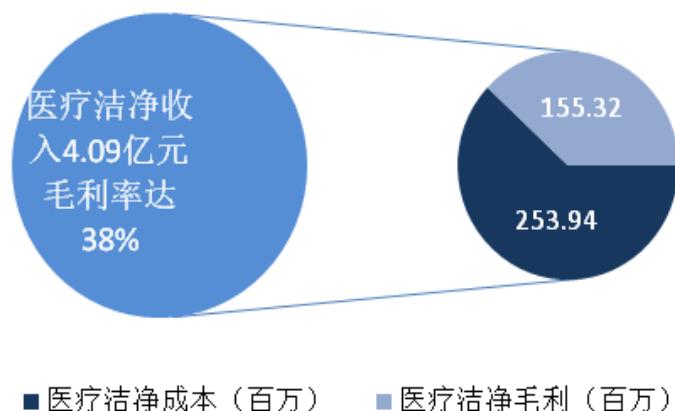
医疗大健康业务：2014年公司确定了医疗大健康这一转型方向，并通过收购朗脉股份落实转型第一步。朗脉股份是为制药企业提供洁净技术与污染控制整体解决方案的技术服务型企业，受益于新版GMP政策催化，最近三年业绩保持较快增长。此后公司又陆续布局了医疗器械及规划医疗服务等业务板块，未来均有望步入收获期。我们预计医疗健康产业将成为公司未来资源投入及外延并购的主要方向，对公司的业绩贡献也将逐步超过原有的铝加工业务。

图 1：公司 2014 年进入医疗健康行业，2015 年业务收入占比已超过 16%



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 2：公司 2015 年洁净收入超 4 亿，毛利率达 38%



资料来源：wind，东兴证券研究所

## 1. 铝加工业绩反转，纵向延伸产业链

### 1.1 产能投放+产品升级力促主业业绩反转

公司原有铝加工主业主要从事于铝板带箔的研发、生产和销售，其产品涵盖空调铝箔、合金铝箔等多个品种，主要用于下游空调器散热器和汽车热交换系统用铝材的生产制造，其中家电行业以的空调生产商居多，如大金、三菱、富士通、松下、美的、格力等。产品市场占有率全国领先。

**产品结构逐步完善。**2015 年公司共开展了“钎焊式热交换器管料用高性能铝合金复合带材开发”等 12 个科技项目的研究活动，公司已先后开发成功汽车用钎焊式热交换器用复合板带箔材、高性能亲水涂层铝箔、高性能硬质铝合金板带等产品，项目进展顺利，基本满足了市场客户的需求。这些产品的研发成功，进一步完善了铝加工产品结构，推动空调、汽车等重点产业链的进一步发展。

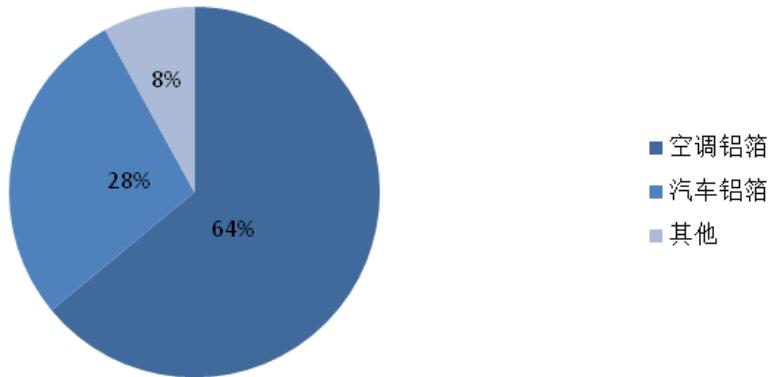
**产能投放、产品结构升级帮助公司实现铝加工业的业绩反转。**由于行业低端产能过剩，近年来铝价大幅波动等原因，公司于 2012、2013 年先后录得亏损 6925、5921 万元。之后公司推出了扩建产能、下游行业拓展、内部降本增效等一系列举措，并从 2014 年开始实现了主业的业绩反转，成果显著。

**扩建包头基地提升产能。**目前，公司具备配料热轧产能约 10 万吨/年、带箔延压产能 15 万吨/年、亲水涂层铝箔 7 万吨/年。另外，包头常铝北方铝业计划投建的的 25 万吨产能（其中包括 10 万吨大板锭，10 万吨冷轧卷，5 万吨铝箔）一半已经投产。公司在包头扩建生产基地主要是考虑到以下几个因素：当地电解铝原料供应充足；用电、用气成本显著低于公司常熟本部；下游主要客户生产基地北移。包头基地投产后，公司逐步将相对低毛利、低加工费的订单向包头转移，提高了本部承接汽车等高毛利订单的能力。

**产品结构优化，高毛利率汽车铝箔成发展重点。**公司原有产品主要以家电为下游，由于下游行业趋于饱和、加工费低，严重影响公司的盈利能力。因此近年来公司在铝加工业务上调整了战略方向，重点切入汽车行业，截止去年汽车用铝箔收入占比已接近 30%。2015 年常熟工厂实现铝箔材销售 11 万吨，其中汽车材销售 3.58 万吨，同比增长 11.4%。公司对车用铝箔将继续加大投入，

**向下游延伸深化产业链，提升产品附加值。**公司希望实现铝加工产品的计价单位逐步精细化，即实现产品从“按吨计价”到“按公斤计价”再到“按个计价”，提供用户满意的产品，从而实现公司产品价值的最大化。围绕这一逻辑，并基于对未来汽车售后市场（即后市场）的调研分析和展望，公司未来也将对这一领域重点关注。

图 3: 2014 年公司汽车铝箔收入占比接近 28%



资料来源: wind, 东兴证券研究所

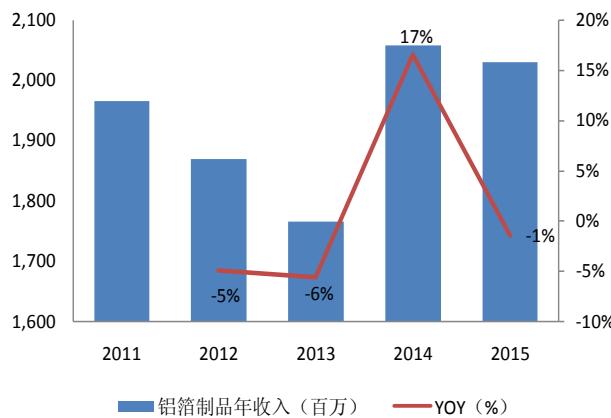
**铝价企稳，公司存货风险降低。**公司业务模式为成本加成，除非铝价出现短期大幅波动，公司一般可以将原料价格波动转嫁给下游客户。但由于铝价从 2011 年下半年开始进入下跌通道，公司的原料存货出现减值，也对整体业绩造成不利影响。但原铝价格从 2015 年底企稳回升，降低了公司存货的减值风险，客观上也为公司主业业绩反转做出了贡献。

图 4: 铝价 2015 年 11 月创新低，随后触底回升

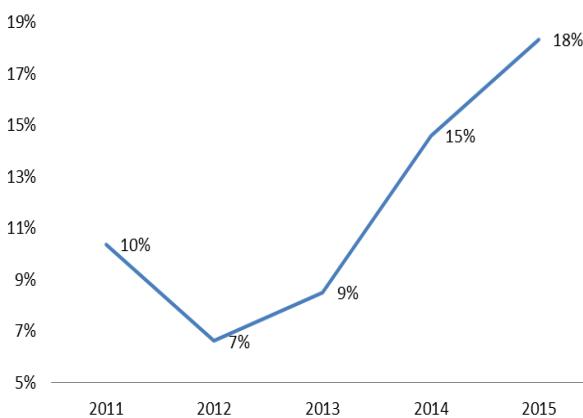


资料来源: wind, 东兴证券研究所

**挖潜增效效果显著，毛利率再创新高。**公司在 2013 年亏损后，进行内部挖潜增效，最大限度地控制生产成本减少内耗，精细化生产流程。增强节约意识，提高成本控制，完善内部管理制度和管理模式。此番调整后对于成本费用降低产生了明显作用。经过调整后，铝箔 2014 年营业收入上升了 16.5%，毛利率提高至 14.59%。

**图 5: 铝箔制品年总收入企稳回升**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

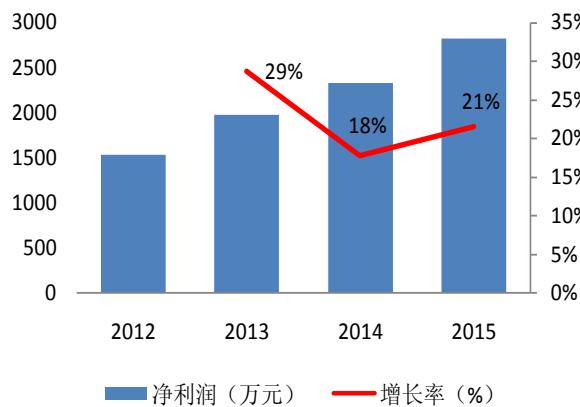
**图 6: 铝箔制品受益产品结构提升，毛利率逐年上升**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

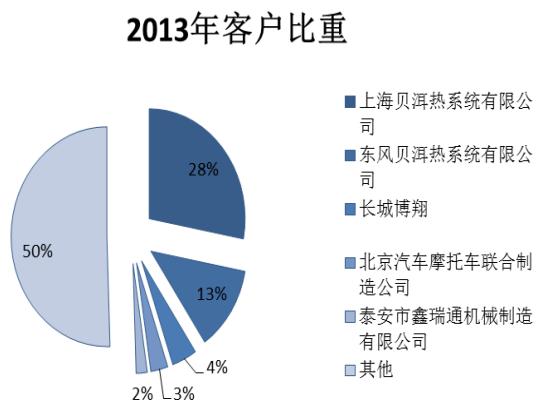
**中标青岛海尔大订单，优质下游订单释放加速。**该空调铝箔材订单超过3亿元，占青岛海尔年需求量60%左右。此次中标标志着公司向铝箔高端下游领域又迈进一步，公司未来在家电行业内将继续开发大型、优质下游客户，提升产品盈利能力。

## 1.2 收购新合源，延伸产业链

2014年3月，公司用非公开发行股票的方式以2.7亿元购买山东新合源100%的股权并配套募资9000万元用于其高频焊管技改深加工及扩建项目，正式进入铝产业链下游行业。山东新合源成立于2009年，一直从事铝质高频焊管的研发、生产和销售。目前，山东新合源的产品集中为汽车散热器用铝质高频焊管，下游客户主要是为整车厂商配套的汽车散热器供应商，目标客户集中为贝洱、东洋等。

**图 7: 2012-2015 新合源净业绩稳步增长，均超出业绩承诺**


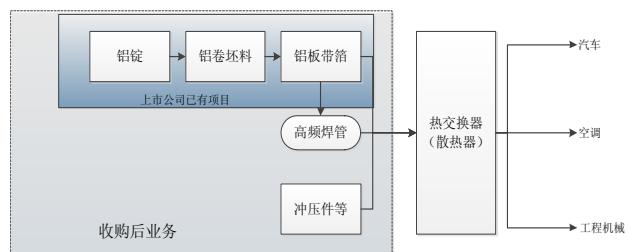
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 8: 2013 年新合源客户比重**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

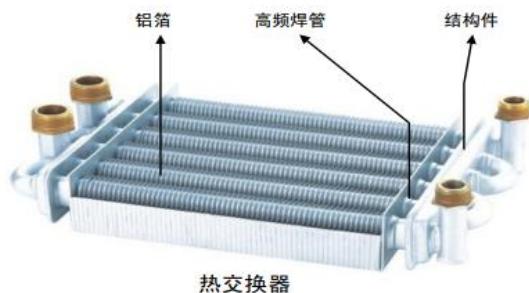
**拥有核心技术，竞争优势明显。**新合源主要生产铝质高频焊管，用于汽车行业的散热器制造。是国内少数拥有自主研发技术和生产工艺，并成功进入德系、美系、日系及国产整车厂商供应链体系的中高端汽车散热器用铝质高频焊管供应商。相较于传统的焊接技术，高频焊接技术具有热量高度集中，热影响区小，焊件变形小，表面氧化少，焊缝外形平滑，焊接质量稳定；焊接时不需填充金属和焊剂；电能、材料和工时消耗少，焊接成本低等优势。目前，新合源生产的产品为不同型材、规格的热交换器用铝质高频焊管，细分品种囊括了扁管、圆管、方管、椭圆形管、矩形管、D型管、沙漏管以及集流管等各种新型、异型的薄壁精制高频焊管，并主要应用于汽车热交换器的制造。

图 9: 收购后公司实现产业链向下游延伸



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 10: 热交换机结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

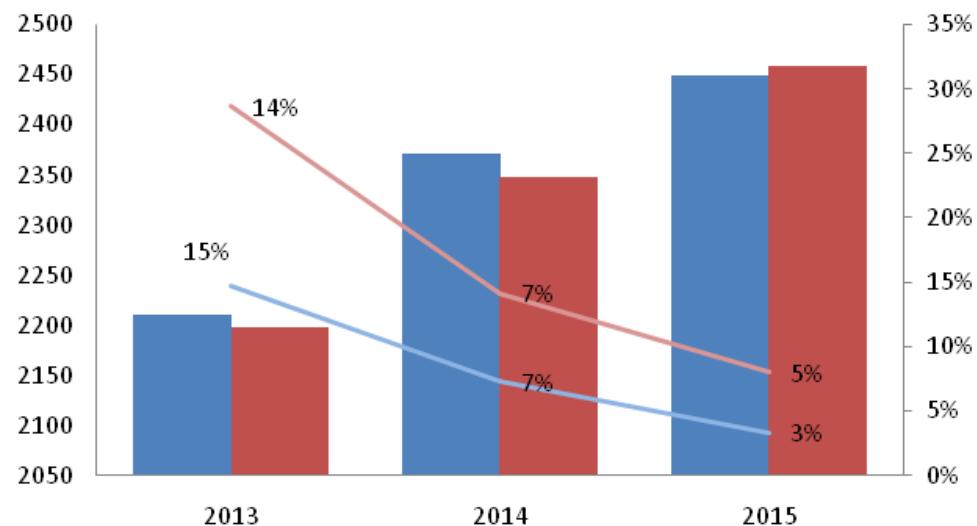
**我国汽车行业持续增长，市场空间巨大。**2015 年我国汽车产销总体平稳增长，全年汽车产销分别完成 2450.33 万辆和 2459.76 万辆，连续 7 年蝉联全球第一，创历史新高，比上年分别增长 3.3% 和 4.7%，总体呈现平稳增长态势，受益于我国汽车行业的蓬勃发展，汽车行业对散热器用铝质高频焊管保持了旺盛的需求。我们预计新合源凭借自身优势以及下游汽车巨大的市场空间，未来成长可期。过去两年新合源均超额完成了业绩承诺，我们更有理由对其未来的发展表示乐观。

表 1: 新合源业绩承诺情况

年度	业绩承诺数 (万元)	实现实际数 (万元)	差异额	完成率
2014	2300	2330.61	30.61	101.33%
2015	2600	2922.48	322.48	112.40%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 11: 2013-2015 年我国汽车产销量稳步增长（单位：万辆）

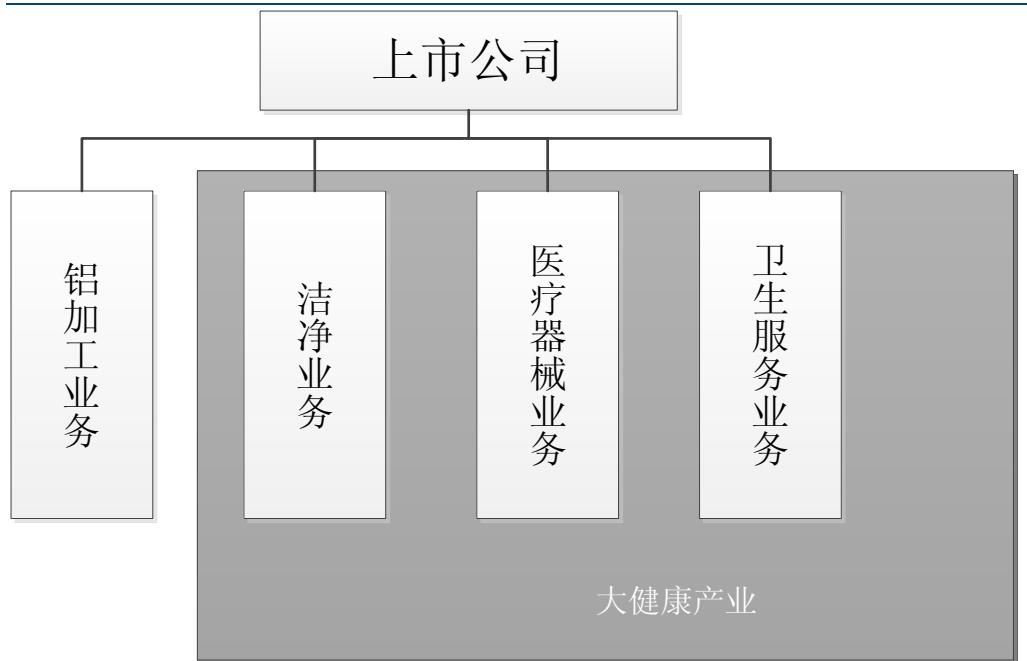


资料来源：wind, 东兴证券研究所

## 2. 战略增加新主业，快速布局大健康产业链

将“铝加工”+“大健康”双主业发展战略写入公司章程，在制度层面确立了公司未来战略的方向和重点。随着公司在“大健康”领域业务布局逐步落地，公司将进一步搭建“集团化管控的事业部制”管控体系，以确保各业务模块的高效、协同发展。公司将洁净业务、医疗器械、卫生服务作为大健康业务布局的三大方向。

图 12: 公司未来业务模块



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

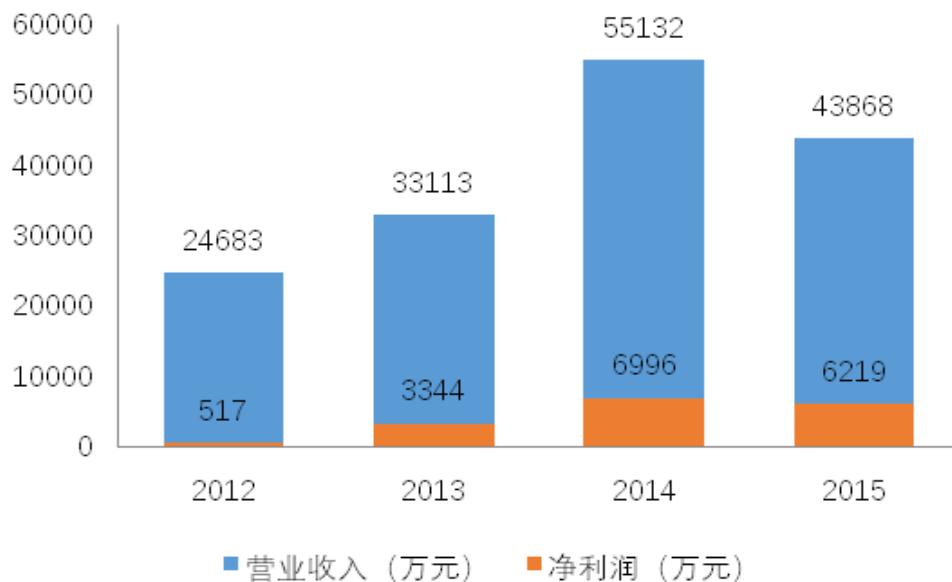
**洁净业务方面**在以朗脉为基础做大做强制药领域洁净工程的同时，未来力争做宽洁净业务的覆盖领域和做实洁净业务的行业地位，因此，公司未来洁净业务领域会围绕“横向一体化”和“纵向一体化”进行业务布局，即横向做宽——向医院、食品、电子等领域拓展，纵向做实——进行上下游的整合，以提高自身的总包能力和中标竞争力。

**医疗器械方面**以参股优适医疗科技有限公司为起点，通过收并购的形式逐步布局全方位骨科医疗器械领域，逐步将医疗器械做成公司未来重要的业绩增长点。

**卫生服务业务方面**迎合国家当前医改政策导向，将业务聚焦在特色专科医疗服务领域，通过方案设计和专业团队运作，逐步实现“区域中心医院+周边卫星门诊”的网格化布局，通过专业化运营实现对所在地区所属医疗服务领域的控制。

### 2.1 收购朗脉股份，切入洁净行业

2014年11月，公司通过非公开发行人民币普通股的方式购买交易对方合计持有的朗脉股份 99.94%的股份，上市公司全资子公司包头常铝拟通过支付现金的方式购买邵春林、赵松年和江捷合计持有的朗脉股份 0.06%的股份。

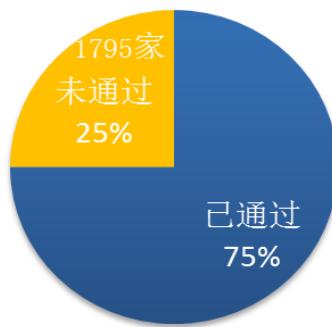
**图 13: 朗脉公司 2012-2015 营业收入和净利润情况**


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**朗脉股份业务充分受益新版 GMP 颁布。**国务院于 2014 年修改了《医疗器械监督管理条例》企业需要按制定的医疗器械生产质量管理规范的要求进行核查，实施全面的强制性 GMP 认证。强制性 GMP 认证实施后，国内医疗器械行业未来需要逐步完善包括洁净区在内的厂房设备，将会对医药洁净行业起到明显的需求提升作用。

**图 14: 新版 GMP 认证现状**

### 新版GMP认证

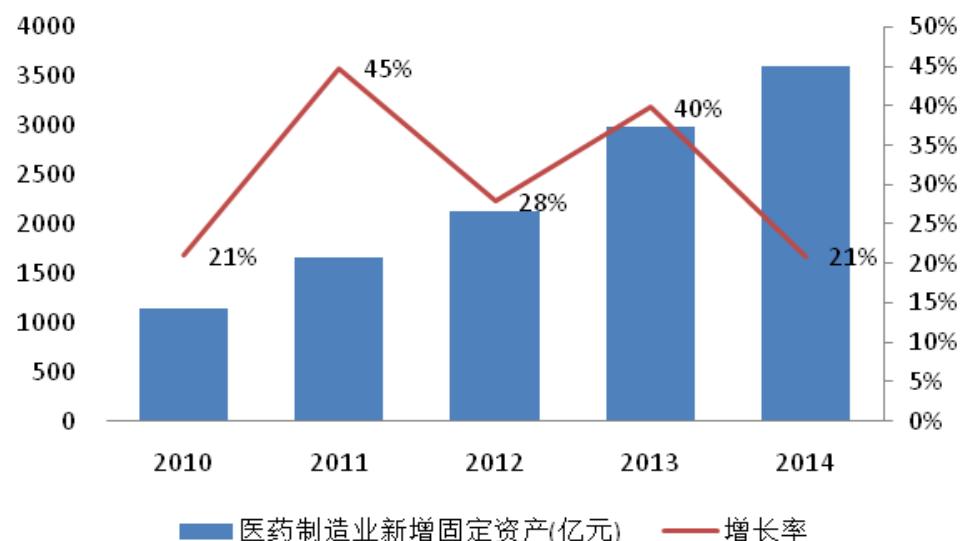


资料来源：CFDA，东兴证券研究所

国家食药监总局公布的数据显示，目前，全国有药品生产企业 7179 家，未通过药品 GMP 认证的达 1795 家。作为医药企业厂房设施中不可或缺的关键部分，符合 GMP 标准的“洁净区”的建设投资也逐渐形成药企生产成本内的刚性需求，可见市场需求旺盛，朗脉业务潜力巨大。与此同时，《2015 年全国收回药品 GMP 证书情况统计》显示，2015 年全国共有 140 家药企的 144 张 GMP 证书被收回。意味着通过 GMP 并

非一劳永逸，药厂还需要加强 GMP 的咨询业务以便维持自身合格水准，朗脉在 GMP 咨询端有着专业的技术团队，良好的客户基础，未来咨询业务或出现井喷式增长。

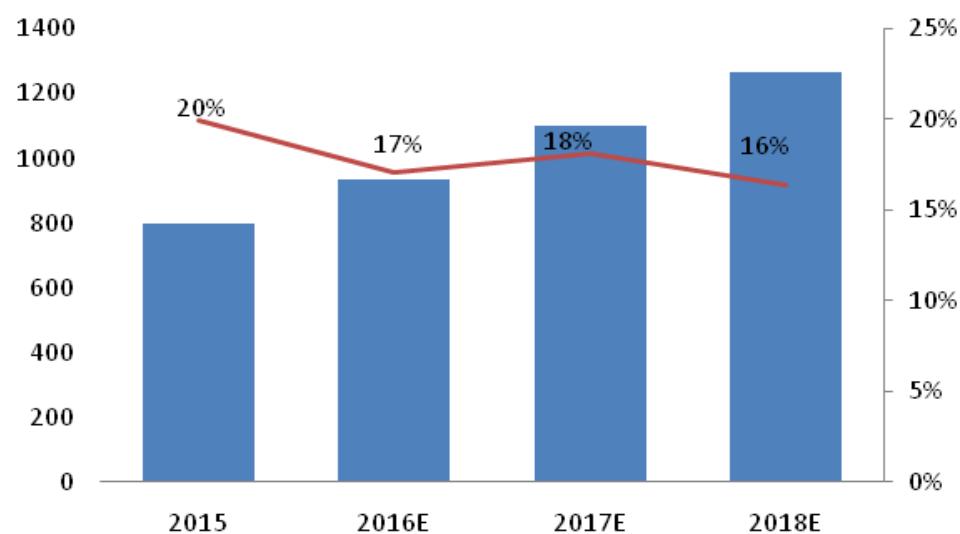
图 15: 医药制造业固定资产新增情况



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

**中国医药制造业固定资产投资平稳增长，洁净行业集中度低。**虽然市场发展较为迅速，但目前制药洁净设备市场处于极度分散的状态。截至 13 年底，单一厂商对于某一业务的市场份额不及 10%。根据中国电子学会对 2016-2018 年中国洁净室工程行业市场规模预测，整体洁净行业将在 2017 年达到千亿水平的市场规模，医疗洁净的市场空间也将随大势增长。朗脉股份专注药厂洁净技术产业链，有望占得先机。

图 16: 中国洁净室工程行业市场规模预测



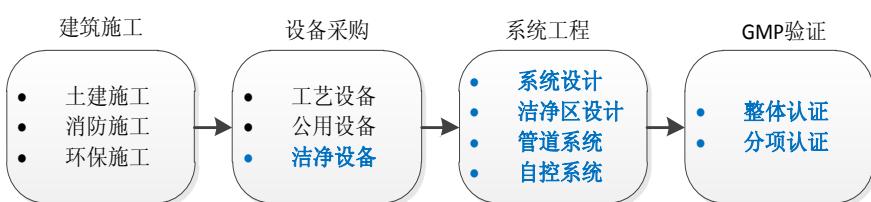
资料来源：中国电子学会，东兴证券研究所

朗脉股份竞争力主要在于业务全面，经验丰富，客户众多。朗脉股份的业务主要为医药企业的“洁净区”工程提供一站式的定制化专业技术服务，服务内容涵盖洁净管道系统、洁净区系统、自控系统、洁净工业设备、设计咨询和 GMP 验证及整体解决方案等。

朗脉是一家向医药企业提供以实现符合 GMP 标准的洁净化生产配套设备的上游企业。作为国内领先的医药洁净技术服务提供商，朗脉股份拥有丰富的行业和项目经验，能够为国内医药企业提供满足不同地区、不同产品 GMP 标准要求的洁净技术服务。

朗脉作为国内洁净技术领域的领先机构，与众多医药百强企业建立了合作关系，例如口服/固体制剂类的云南白药、天士力，无菌原料药类的海正、江苏豪森，注射剂类的丽珠医药、海王生物，粉针剂/冻干粉类的华北制药、恒瑞、鲁抗，生物制品类的天坛生物以及血液制品类企业。

**图 17: 朗脉洁净业务范围（蓝色部分）**



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**朗脉股份具有完备的医药洁净资质。**朗脉股份共具备生产经营 15 项资质，其中 9 项涉及医药清洁领域。

**表 2: 医药洁净领域资质**

资质名称	许可项目
特种工程（空气净化）专业承包一级	可承担各种类型空气净化工程施工
空气净化工程专业承包一级	空气净化工程专业承包，可从事证书许可范围内有洁净度要求的新建、改扩建的洁净室及相关受控环境所进行的建造、施工、安装和调试
机电设备安装工程专业承包三级	可承担投资额 800 万元及以下的一般工业和公共、民用建设项目的设备、项目、管道的安装，非标准钢构件的制作、安装
中华人民共和国特种设备安装改造维修许可证（压力管道）	获准从事压力管道的安装 GC3 级
质量管理体系认证证书	机电安装工程专业承包（洁净管道、暖通空调系统、洁净室系统、自动化系统等施工、设计、安装、调试、验证等一体化服务）
环境安全管理体系认证	机电设备安装工程专业承包三级（洁净管道系统、暖通空调系统、洁净室系统、自控系统的施工、安装、调试、验证等一体化服务）

职业健康管理体系建设	机电设备安装工程专业承包三级（洁净管道系统、暖通空调系统、洁净室系统、自控系统的施工、安装、调试、验证等一体化服务）
安全生产许可证	建筑施工
辐射安全许可证	使用Ⅱ类射线装置

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**中标1.6亿大订单，2016年业绩有保障。**2016年3月朗脉中标艾迈博生物医药公司沙县治疗性单克隆抗体生产中试项目一期EPC总包，订单总额1.62亿元。展现了公司在新药和改造领域的订单的能力。凭借充足的在手订单，我们预计朗脉股份实现2016年的业绩承诺有很大把握。

**表3:朗脉股份业绩承诺情况**

年度	业绩承诺数 (万元)	实现实际数 (万元)	差异额	完成率
2014	6830	6962.38	132.38	101.94%
2015	7551.62(注)	6218.62	-1333.00	82.35%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：经公司2015年第四次临时股东大会批准，公司根据财务资助的资金总额和实际使用时间按照朗脉洁净及其子公司获取金融机构贷款的实际融资成本计算其提供财务资助的资金本并在计算朗脉股份业绩承诺实现情况时予以扣除。2015年度扣除金额为308.38万元。

**收购四川晨曦，进一步完善医疗洁净业务布局。**公司2016年二月拟出资880万收购四川晨曦80%控股权，其主要从事医院洁净区建设和服务。四川晨曦建设是一家从事为医用净化系统工程、医用供气系统、工业净化系统工程、民用中央空调工程提供设计、咨询、施工的企业，主要客户为各类医院。收购四川晨曦80%股权后，能够实现公司洁净业务从现有的制药企业向医院领域的拓展，能够实现公司在洁净领域市占率的提高并增强公司在洁净领域的影响力，能够与公司现有业务实现优势互补，延展公司产业链，增加公司市场占有率。

## 2.2 参股优适医疗，瞄准医疗器械

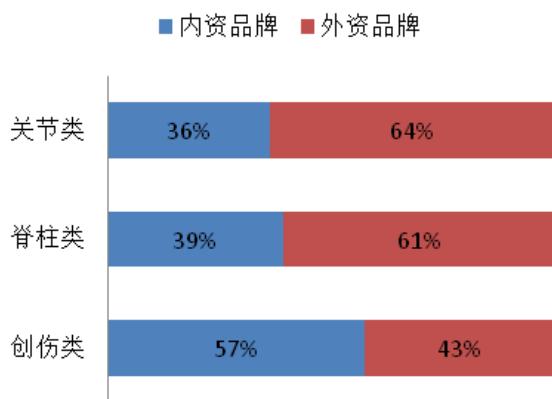
**2016年二月公司决定以自有资金4000万元人民币对优适医疗科技(苏州)有限公司进行增资。增资完成后，公司持有优适医疗333.33万注册资本，持股比例为25%。**

以增资形式参股优适医疗是公司向大健康方向转型的重要决策，是公司未来布局医疗器械业务的里程碑事项。优适医疗专注于骨科三类医疗器械的研发、注册和生产，产品覆盖了骨科关节、创伤、脊柱和运动医学。该公司正在办理全资收购美国PrecifitMedical.Ltd公司事项，标的公司在美国拥有诸多三期临床项目待FDA批复，并且预计2016年年底前有望获得正式批文，后期优适医疗将申请CFDA认证。拥

有这样的资质在国内属于稀缺资源。未来优适医疗可以对标港股上市的春立医疗，该公司2015年营业收入17587万元，净利润率率达22%。

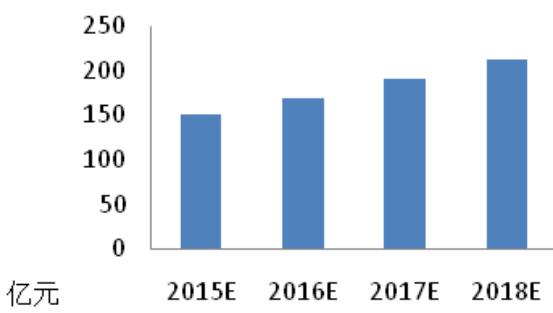
**骨科医疗器械保持高速增长，市场需求激增。**随着国民可支配收入的增加、老年人口比例的上升，医疗观念的转变以及医保的覆盖面的提升，我国对骨科医疗器械的需求将保持较高增速。2013年我国骨科医疗器械市场规模约人民币118.04亿元，自2009年至2013年年复合增长率约15.0%，预计由**2015年至2018年**，骨科医疗器械市场将以14%的复合年增长率增长，达到**212.03亿元**，**2016年中国将成为世界第二大骨科医疗器械市场**。与发达国家行业内增速逐渐放缓不同，在国民健康意识的增强、护理观念的转变、人口老龄化以及科技的进步、技术的发展的推动下，未来十年中国有望继续保持高速增长。

图 18: 2012 年中外骨科医疗器械市场份额对比



资料来源：Frost & Sullivan, 东兴证券研究所

图 19: 中国骨科医疗器械市场规模



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

**本土品牌厚积薄发，市场占有率持续上升。**随着科技的进步、技术的积累，本土企业已具备了相当的竞争力，正步入进口替代进程，从市场份额的演变来看，过去几年来本土企业市场份额持续上升。参照心血管支架领域用五年时间基本完成进口替代，在可预测的未来本土企业在骨科领域市场份额不断增加的趋势将得以持续，10年内有望占据70-80%的市场份额。我们看好公司对优适医疗的“期权式”投资，同时公司也将密切关注医疗器械领域其他的并购机会。

### 2.3 医疗服务行业有望成为新亮点

医疗服务行业是公司在大健康领域布局的第三个方向，我们预计公司将借公立医院改革的发展契机，收购专业的医院托管团队实现医院管理业务布局，通过打造特色专科医院以及精品民营医院切入医院管理领域。

**内在需求和政策红利的推动下，民营医院得到了迅速发展。**医院作为大健康产业上必不可少的终端环节，公司对此一直保持关注，投资民营医院亦成为公司大健康战略重要一环。近年来随着新医改的推行，多元化的医疗体制得到大力的推动和发展，政策的放开为社会资本进入医疗服务行业提供了机遇。国家卫计委发布的最新统计显示，

截至 2015 年年底，民营医院达到了 14500 个，占全国医院总数的 52.7%，这个数据比 2010 年增加了 106%。民营医院的床位数量达到了 103.4 万张，占医院床位总数的 19.4%，比 2010 年增加了 161%。

表 4: 新医改各项政策鼓励社会办医

政策/时间	主要内容
国务院办公厅《关于深化医药卫生体制改革的意见》 2009.4	在公立医院改革方面，该文件提出要积极推进非公立医疗卫生机构的发展，从而形成一个。投资主体多元化，投资方式多样化的医疗体制
卫生部等多部委《关于公立医院改革试点的指导意见》 2010.2	提出形成多元化办医格局，引导、鼓励和支持非公立机构的发展，创造公平竞争条件。
《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》 2010.11	强调社会办医的重要性，首次提出鼓励社会资本参与公立医院改制
《卫生事业发展“十二五”规划》 2012.1	规划至 2015 年，非公立医疗机构床位数和服务数量达到总量的 20%，全民推进县级和深化城市公立医院改革。
《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》 2013.1	首次提出“健康服务业”的概念，鼓励社会资本办医，非公立与公立医疗机构同等对待，健康服务业可享高新技术企业税收优惠政策。规划至 2020 年健康服务业总规模达到 8 万亿元以上，明确提出“放开准入，非禁即入”。
《关于加快发展社会办医的若干意见》 2014.1	将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑，优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，加快形成以非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充的社会办医体系。
《关于非公医疗机构医疗服务实行市场调节价有关问题通知》 2014.4	鼓励非公医疗机构提供多样的医疗服务，非公医疗机构医疗服务价格实行市场调节。
《深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务》 2014.5	积极推动社会办医列为第二项重点任务，放宽准入条件，加快落实对非公立医疗机构和公立医疗机构在市场准入、社会保险定点、重点专科建设、职称评定、学术地位、等级评审、技术准入、科研立项等方面同等对待的政策；出台推进医师多点执业的意见；创新社会资本办医机制，支持社会办医国家联系点在人才流动、土地、规划和投资补助等政策方面大胆探索创新，率先形成多元办医格局。
《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》 2015.6	一是进一步放宽准入。清理规范医疗机构审批事项，公开区域医疗资源规划，减少运营审批限制，控制公立医院规模。

二是拓宽投融资渠道。加强财政资金扶持，丰富筹资渠道，优化融资政策。三是促进资源流动和共享。促进大型设备共建共享，推进医师多点执业，加强业务合作。四是优化发展环境。落实医疗机构税收政策，将社会办医纳入医保定点范围，提升临床水平和学术地位，规范收费政策，完善监管机制，营造良好氛围。

资料来源：政策梳理，东兴证券研究所

### 3. 定增顺利完成，公司驶入发展快车道

公司于 2016 年 4 月完成三年期定增，发行数量 86,294,414 股，发行价格 7.88 元/股，实际募集资金总额 6.8 亿元。本次发行最终发行对象为常熟市铝箔厂、常春藤、张平、王伟、张怀斌。实际控制人也得以通过此次认购提升持股比例。

表 5：实际发行对象和数量

发行对象	认购数量（股）	认购金额（万元）
常春藤	38,071,065	30000
常熟市铝箔厂	25,380,710	20000
王伟	2,538,071	2000
张怀斌	10,152,284	8000
张平	10,152,284	8000

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

本次扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于偿还银行借款和补充流动资金，其中 50,000 万元用于偿还银行借款，其余资金用于补充流动资金。本次定增后，公司流动资金充足，资产负债率下降，财务状况有所改善，也为公司后续资本运作打下了良好基础。我们预计公司未来将继续积极通过外延并购等方式充实大健康业务的整体竞争力。

## 4. 首次覆盖给予“强烈推荐”评级

首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.26/0.33/0.42元，对应2016年36倍PE。公司确立“铝加工”+“大健康”发展战略后，实施了一系列并购及相关业务布局，体现出极强的转型意愿和执行力，我们看好公司未来继续通过外延等方式深化大健康相关的业务布局。今年4月完成的三年期定增为公司提供充足的现金支持，7.88元/股的定增价也构成股价极强的安全边际。综合对比行业板块内其他可比公司的估值情况，我们给予公司2016年50倍PE，目标价13元，强烈推荐。

表 6: 板块估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS				PE		
				2016/8/12	亿元	2015	2016E	2017E	GAGR	2015
002540	亚太科技	7.74	80.50	0.23	0.28	0.33		19%	33	28
002501	利源精制	10.67	101.49	0.50	0.61	0.72		20%	21	17
600219	南山铝业	8.04	227.95	0.20	0.35	0.44		49%	41	23
300337	银邦股份	8.50	69.86	-0.23	0.04	0.19		-37	213	45
601677	明泰铝业	15.57	75.17	0.36	0.54	0.81		50%	43	29
平均									20	62
002160	常铝股份	9.35	67.74	0.16	0.26	0.33		42%	57	36
										28

资料来源：wind, 东兴证券研究所

**表 7：公司盈利预测表**

资产负债表					利润表					单位：百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	1330	2017	2170	2577	3016	<b>营业收入</b>	2164	2538	2866	3323	3821
货币资金	295	346	401	465	535	<b>营业成本</b>	1861	2005	2250	2610	2980
应收账款	365	570	550	637	733	营业税金及附加	7	16	17	20	23
其他应收款	13	28	32	37	42	营业费用	94	125	143	156	176
预付款项	43	47	70	96	126	管理费用	116	166	188	211	241
存货	470	640	678	787	898	财务费用	78	81	66	65	64
其他流动资产	28	216	282	373	473	资产减值损失	-11.83	20.19	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	1521	2695	2464	2315	2162	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5	6	6	6	6	投资净收益	0.78	0.51	0.00	0.00	0.00
固定资产	850.09	1263.33	1303.68	1171.70	1036.72	<b>营业利润</b>	21	125	202	261	337
无形资产	151	173	156	139	121	营业外收入	6.06	8.14	55.00	55.00	55.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.36	2.15	33.00	33.00	33.00
<b>资产总计</b>	2852	4712	4634	4892	5179	<b>利润总额</b>	25	131	224	283	359
<b>流动负债合计</b>	1927	2171	2030	2168	2302	所得税	4	13	34	42	54
短期借款	1329	1296	1283	1289	1283	<b>净利润</b>	21	118	191	240	305
应付账款	307	456	432	501	572	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	2	32	61	94	132	归属母公司净利润	21	118	191	240	305
一年内到期的非	83	72	0	0	0	EBITDA	272	419	461	525	604
<b>非流动负债合计</b>	23	181	7	7	7	<b>BPS (元)</b>	0.06	0.20	0.26	0.33	0.42
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	1950	2353	2037	2175	2309	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	17.80%	17.28%	12.95%	15.93%	15.00%
实收资本（或股	413	638	724	724	724	营业利润增长	-129.87%	504.01%	61.49%	28.92%	29.44%
资本公积	477	1594	1594	1594	1594	归属于母公司净利	60.89%	26.08%	60.89%	26.08%	27.15%
未分配利润	-14	98	175	271	393	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	902	2359	2545	2665	2817	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>负债和所有者权</b>	2852	4712	4581	4839	5126	净利率(%)	0.99%	4.67%	6.65%	7.23%	7.99%
<b>现金流量表</b>	<b>单位：百万元</b>					总资产净利润(%)	0.75%	2.51%	4.11%	4.91%	5.90%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	2.37%	5.02%	7.49%	9.01%	10.84%
<b>经营活动现金流</b>	122	209	311	293	342	<b>偿债能力</b>					
净利润	21	118	191	240	305	资产负债率(%)	68%	50%	44%	45%	45%
折旧摊销	173.09	212.45	0.00	199.31	202.31	流动比率	0.69	0.93	1.07	1.19	1.31
财务费用	78	81	66	65	64	速动比率	0.45	0.63	0.73	0.83	0.92
应收账款减少	0	0	21	-88	-96	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	29	33	38	总资产周转率	0.85	0.67	0.62	0.71	0.77
<b>投资活动现金流</b>	-206	-285	25	-50	-50	应收账款周转率	7	5	5	6	6
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.57	6.65	6.46	7.13	7.13
长期股权投资减	0	0	75	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	1	1	0	0	0	每股收益(最新摊)	0.06	0.20	0.26	0.33	0.42
<b>筹资活动现金流</b>	109	131	-280	-179	-223	每股净现金流(最新)	0.06	0.09	0.08	0.09	0.10
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.18	3.70	3.51	3.68	3.89
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	73	225	86	0	0	P/E	155.83	46.75	35.55	28.20	22.18
资本公积增加	280	1117	0	0	0	P/B	4.28	2.53	2.66	2.54	2.40
<b>现金净增加额</b>	24	54	55	64	70	EV/EBITDA	18.30	16.69	16.59	14.47	12.45

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 林阳

中国社科院经济学硕士，计算机行业首席研究员，研究所上海团队负责人。

### 虞瑞捷

多年化工行业和中小市值研究经验，2011, 2012, 2014, 2015 年新财富团队成员。2016 年加入东兴证券研究所。

## 联系人简介

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。