

铝加工领军企业，布局新能源有望再突破

增持(首次)

2023年09月21日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

股价走势



盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	6,785	7,069	7,645	7,967
同比	9%	4%	8%	4%
归属母公司净利润(百万元)	-375	106	253	342
同比	-461%	128%	139%	35%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	-0.36	0.10	0.25	0.33
P/E(现价&最新股本摊薄)	--	39.24	16.40	12.14

关键词: #产能扩张

投资要点

- 扎根铝加工行业，产业链一体化协同发展:** 公司是工业热传递材料与设备领域，以及洁净技术与污染控制领域的综合解决方案服务商，产品涵盖空调铝箔、合金铝箔等多个品种，核心客户覆盖空调、传统汽车、新能源汽车、食品及医疗等行业。目前公司铝加工业务布局完善，实现由上游材料到中游深加工再至下游铝制终端部件产品开发与应用的纵向产业链一体化布局。2022年公司实现营业收入67.85亿元，位居铝加工行业前列。
- 新能源用铝材料产能投放节奏加快，产量释放有望贡献业绩增量。** 公司现已深度绑定比亚迪、宁德时代等众多下游新能源汽车领域头部企业客户，电池壳体、电池箔业务产品近年来需求表现强劲，有望成为公司未来铝加工业务“量增价涨”的核心驱动力。根据公司公告，3万吨电池箔项目预计将在2024年正式投产。伴随电池箔、电池壳体、水冷板等高附加值产品新增产能陆续投放，叠加相关新兴领域高需求表现，预计产销率将持续维持高位运转，带动整体业绩营收及收益表现稳定增长。根据公司在建产能进度推测，我们预计2023-2025年公司铝加工业务销量将分别达26.10/29.16/31.44万吨。
- 布局再生铝降低原料价格波动风险，成本控制能力持续增强。** 根据2021-2023年沪铝价格和再生铝ADC12国内均价走势及其价差情况，沪铝的价格弹性要高于再生铝。再生铝作为电解铝的替代品，其配置重要性和经济性凸显。根据公司公告，公司子公司包头常铝已于2021年底投资建设十万吨再生铝板带箔项目，计划通过废铝回收加工再利用的方式，多元化原料结构，在降低原材料成本费用的同时，利用再生铝价格弹性更小的特点，降低原材料成本大幅波动风险，提高业务毛利率表现。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2023-2025年营业收入分别为70.69/76.45/79.67亿元，归母净利润分别为1.06/2.53/3.42亿元，EPS分别为0.10/0.25/0.33元，当前股价对应PE为39.24/16.40/12.14倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:** 电解铝价格波动幅度扩大；新增产能释放进度不及预期；业务产品需求表现不及预期。

市场数据

收盘价(元)	3.97
一年最低/最高价	3.69/4.82
市净率(倍)	1.14
流通A股市值(百万元)	3,150.32
总市值(百万元)	4,100.14

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.47
资产负债率(% ,LF)	53.34
总股本(百万股)	1,032.78
流通A股(百万股)	793.53

相关研究

内容目录

1. 扎根工业热传递业务，积极拓展新能源应用领域	5
1.1. 铝加工领域领军企业，外延并购不断拓展业务板块	5
1.2. 深耕铝压延加工业务，形成完整产业链	6
1.3. 营收稳健增长，利润周期波动显著	7
2. 毛利率改善确定性强，产能释放贡献边际增量	9
2.1. 原料成本趋稳+产品结构优化，毛利率中枢有望持续改善	9
2.2. 产销率维持高位运转，新增产能释放带来业绩新增量	11
3. 空调箔业务	12
3.1. 空调箔需求较为稳定，电池箔产量快速增长	12
3.2. 国内空调面临十年换新节点，公司空调箔业务有望受益	14
4. 新能源产品	16
4.1. 刀片电池壳	16
4.1.1. 新能源车市场增长潜力巨大，魔方储能丰富刀片电池应用场景	16
4.1.2. 进军新能源电池壳领域——山东新合源热传输科技有限公司	17
4.1.3. 电池壳前景广阔，产能爬坡+复制车间样板奠定可持续发展基础	18
4.2. 电池箔	18
4.2.1. 电池箔行业壁垒高企，下游爆发式增长机会确定	19
4.2.2. 电池箔成品率向好，产能爬坡——江苏常铝新能源材料有限公司	20
4.3. 液冷板业务	21
4.3.1. 新能源汽车放量，液冷板市场有望高速增长	21
5. 洁净健康工程业务	22
5.1. 高科技产业崛起拓宽需求边界，面向中高端市场企业将逐步受益	22
5.2. 专注制药医疗与食品赛道，合作伙伴覆盖行业主流客户	23
5.3. 设计咨询服务、洁净工程服务、洁净工业设备、洁净工程材料业务	24
5.3.1. 设计咨询服务	24
5.3.2. 洁净工程服务	25
5.3.3. 洁净工业设备	26
5.3.4. 洁净工程材料	27
6. 盈利预测与估值	28
6.1. 盈利预测	28
6.2. 可比公司估值	29
7. 风险提示	29

图表目录

图 1: 2022 年公司主营业务板块	5
图 2: 公司股权结构 (截至 23 年 9 月)	6
图 3: 公司产业布局	7
图 4: 2015-2022 营收及构成 (亿元)	8
图 5: 2015-2022 毛利及构成 (亿元)	8
图 6: 2012-2023H1 营业总收入 (单位: 亿元, %)	8
图 7: 2015-2023H1 归母净利润 (亿元, %)	8
图 8: 2012-2023H1 销售毛利率与销售净利率 (%)	9
图 9: 2012-2023H1 费用率 (%)	9
图 10: 2021-2022 年公司铝箔制品业务成本构成 (%)	9
图 11: 公司铝箔制品毛利率 (%) 与国内铝锭价格 (元)	9
图 12: SHFE 铝价及库存	10
图 13: 电解铝与再生铝价格走势及价差 (单位: 元/吨)	10
图 14: 2011-2022 年公司产销量情况 (单位: 吨, %)	11
图 15: 2011-2022 年公司产销率表现 (单位: %)	11
图 16: 2012-2022 国内铝箔产量 (万吨, %)	12
图 17: 2012-2022 年国内铝箔进出口情况 (万吨)	12
图 18: 2021 年我国铝箔行业销售额市占率分布 (%)	13
图 19: 2021 年我国铝箔行业需求结构图 (%)	13
图 20: 2020-2022 年铝箔细分品类的产量增速 (%)	13
图 21: 国内空调产量增速 (单位: 亿台, %)	14
图 22: 国内家用空调销量增速 (单位: 亿台, %)	14
图 23: 新旧能效标准对比	15
图 24: 山东新合源进军新能源领域历程	17
图 25: 山东新合源配套电池壳	18
图 26: 中国电池铝箔需求量测算及预测	20
图 27: 江苏常铝新能源材料科技有限公司项目建设图	20
图 28: 车用/工业用热处理热传输系统解决方案	21
图 29: 液冷板图片	22
图 30: 液冷板图片	22
图 31: 2018-2022 年我国洁净室行业市场规模及增速	23
图 32: 中国洁净室市场竞争格局	23
图 33: 上海朗脉先进的设计软件	25
图 34: 上海朗脉 GMP 咨询服务	25
图 35: 朗脉洁净工程总包服务	25
图 36: 朗脉洁净管道系统	26
图 37: 朗脉洁净室系统	26
 表 1: 常铝股份发展历程	5
表 2: 各业务板块覆盖客户	7
表 3: 公司核心铝加工业务产品现有及规划新增产能情况	12
表 4: 空调箔分类	14
表 5: 山东新合源三大生产基地	17

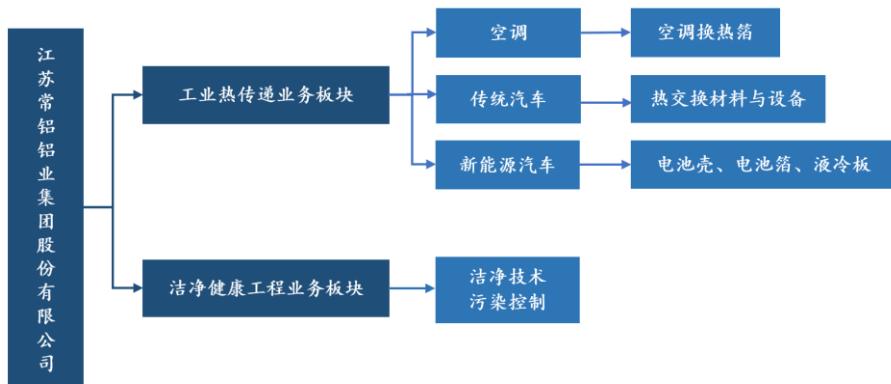
表 6: 部分公司合作品牌.....	24
表 7: 朗脉洁净工业设备.....	26
表 8: 朗脉洁净工程材料及产品.....	27
表 9: 公司营业收入假设.....	28
表 10: 可比公司估值表 (元/股, 倍)	29

1. 扎根工业热传递业务，积极拓展新能源应用领域

1.1. 铝加工领域领军企业，外延并购不断拓展业务板块

公司是工业热传递材料与设备领域，以及洁净技术与污染控制领域的综合解决方案服务商，其中工业热传递业务，即铝压延加工业务是公司传统重点经营领域及未来主要发展方向。目前，公司主要从事于铝板带箔的研发、生产和销售，产品涵盖空调铝箔、合金铝箔等多个品种。

图1：2022年公司主营业务板块



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司创始于1987年，最初为常熟市铝箔厂，2002年进行股份改制，设立常铝铝业有限责任公司，剥离了香烟包装用铝箔衬纸业务，主要从事铝箔、涂层铝箔和铝板带材的生产与销售。2004年，经江苏省政府批准，公司整体变更为股份有限公司。2007年，公司于深交所上市。

上市后，公司通过收并购等方式，不断拓宽业务板块，积极向铝加工上下游延伸，并开拓洁净健康业务板块，进军新能源电池壳等新业务领域。2014年，公司全资收购了新合源热传输公司，新合源位居公司产业链下游，主要生产铝质高频焊管，用于下游汽车行业的散热器制造。收购完成后，新合源通过常铝股份提供的铝材进一步制造成高频焊管，完善了产业链上下游的布局，实现了主营产品产业链的贯通。2015年，全资收购上海脉朗洁净技术公司，脉朗洁净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，收购脉朗之后，公司完成了从“铝压延加工”单一主业向“铝加工”+“大健康”双主业的战略转型。2018年，公司全资收购处于公司产业链下游的泰安鼎鑫，泰安鼎鑫主要从事汽车发动机铝制散热器、中冷器的生产与销售，公司收购泰安鼎鑫之后，实现了产业链的延伸，具备了对汽车行业制造商所需铝板带箔、散热器、中冷器等零部件的供应能力，产品及销售渠道的协同效应明显。

表1：常铝股份发展历程

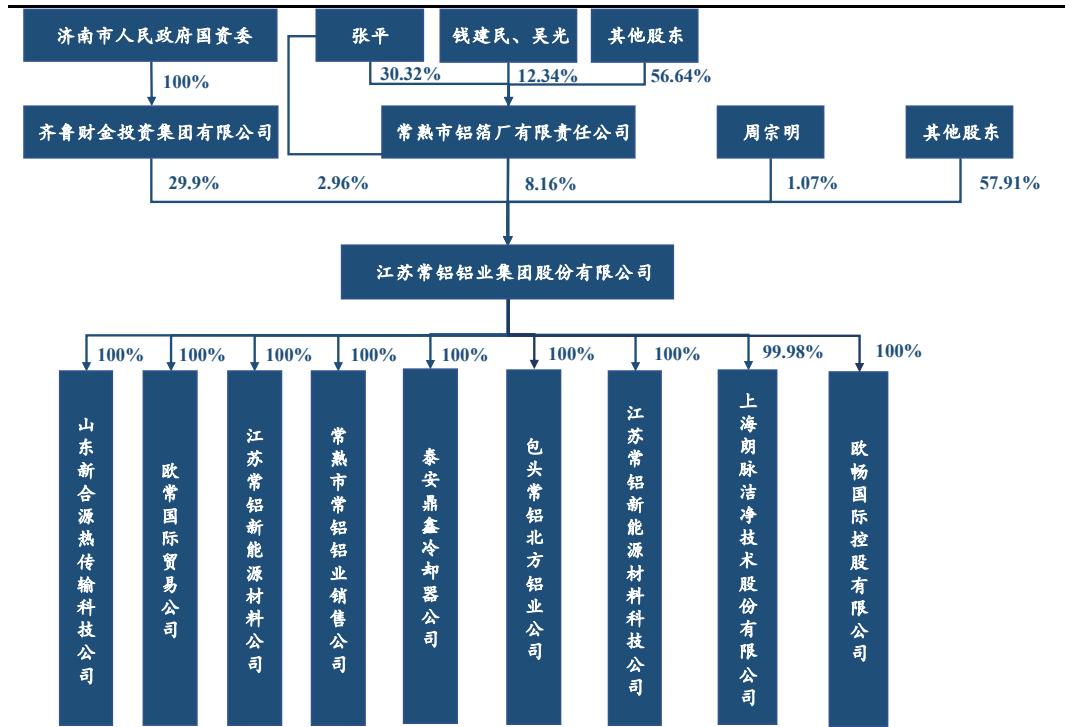
时间	事件
1987	常熟市铝箔厂成立

2002	江苏常铝铝业股份有限公司正式揭牌
2007	深圳证券交易所上市
2011	成立包头常铝北方铝业有限责任公司
2014	全资收购山东新合源热传输科技有限公司
2015	全资收购上海脉朗洁净技术股份有限公司
2017	设立江苏常铝新能源材料有限公司
2018	全资收购泰安鼎鑫冷却器有限公司
2019	江苏常铝铝业集团股份有限公司正式揭牌，实现集团化
2021	成立江苏常铝新能源材料科技有限公司 向齐鲁财金投资有限责任公司转让控制权，变更为国有控股公司

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

公司股权结构清晰。2021年，济南市国资入股，公司完成控股股东和实控人变更。控股股东由常熟市铝箔厂变更为齐鲁财金，实控人由张平先生变更为济南市国资委。齐鲁财金是济南国资委旗下的一级投资平台公司，截至23年9月，齐鲁财金持有29.9%的公司股份。

图2：公司股权结构（截至23年9月）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 深耕铝压延加工业务，形成完整产业链

分业务来看，公司工业热传递业务下游主要面向空调、传统汽车与新能源汽车市场。其中，空调产品主要为空调换热箔系列产品，合作伙伴包括大金、三菱、富士通、松下、美的、格力等国内外主流空调主机厂商。传统能源汽车行业以提供汽车热交换材料、成套设备及解决方案为主；新能源汽车方向主要提供包括动力电池结构件材料及冷却系统

材料、动力电池散热壳体、水冷板、电池箔等产品。洁净健康工程业务板块主要面向制药企业、医院医疗系统、食品工程企业，提供专业洁净技术与污染控制整体解决方案。

表2：各业务板块覆盖客户

业务板块	面向市场	产品或服务	合作伙伴
工业热传递	空调	空调换热箔	大金、三菱、富士通、松下、美的、格力
	传统能源汽车 新能源汽车	汽车热交换材料、成套设备解决方案 动力电池结构件材料及冷却材料、动力电池散热壳体、水冷板、电池箔产品	Valeo、马勒、中国重汽、北汽福田、徐工机械、三一重工、比亚迪
洁净健康工程	制药行业	设计咨询服务、洁净工程服务、洁净工业设备、洁净工程材料	华北制药、齐鲁制药、云南白药、天士力制药

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

公司持续布局铝加工业务上下游，实现产业链一体化。产业布局方面，包头常铝作为公司的原材料、精加工基地，保障公司上游原材料供应并提供部分空调类产品；上市公司本部及常铝新能源、常铝科技（在建项目）主要通过对合金材料进一步深加工、开发，提供空调箔、传统汽车用产品和新能源产品，此外，上市公司本部还负责向下游子公司常铝新能源、山东新合源、泰安鼎鑫等公司输送铝箔产品，用以进一步加工，是下游子公司原材料的输出地。常铝新能源、山东新合源、泰安鼎鑫等则作为公司铝压延加工产业链进一步向下游延伸的高附加值产品的生产地和销售地，提供更多创新型产品和服务。山东新合源主要生产汽车用铝质高频焊管、精密冲压件及新能源电池壳等产品；泰安鼎鑫是集发动机冷却系统的研发、设计、制造、销售、服务为一体的高新技术企业，主要产品为发动机散热器、中冷器及成套冷却模块等，应用于商用车、工程机械、农用机械和发电机组等领域。

图3：公司产业布局

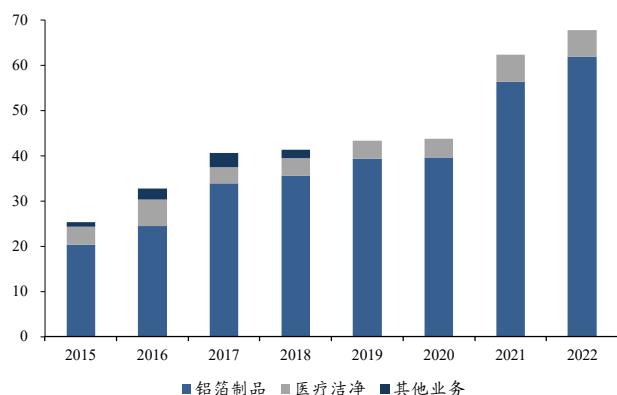


数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

1.3. 营收稳健增长，利润周期波动显著

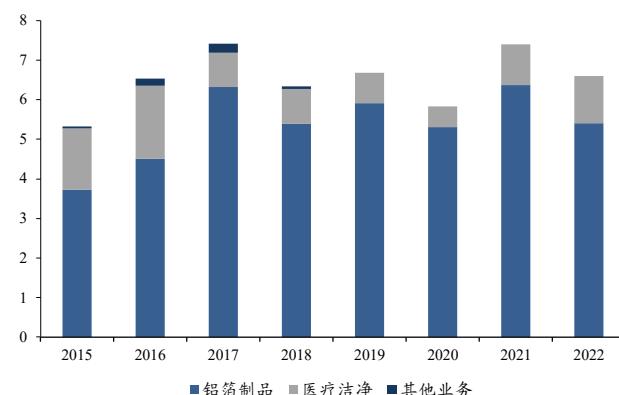
铝加工和医疗洁净是公司两大主要业务板块，铝加工板块贡献主要营收和利润。2022年，公司铝加工和医疗洁净板块营收占比分别为91.39%和8.61%；毛利占比分别为81.90%和18.10%。

图4: 2015-2022 营收及构成 (亿元)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图5: 2015-2022 毛利及构成 (亿元)

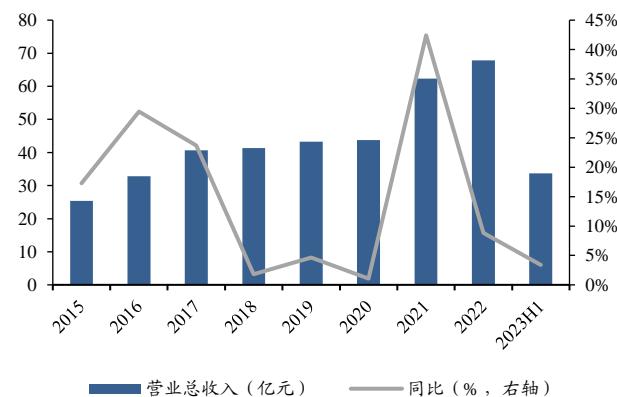


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司营收稳健上涨，利润受铝价周期性波动影响显著。2015年以来，公司营收呈稳健上涨趋势，利润则受下游需求以及铝价周期变化影响，波动较大。2018年，由于空调和汽车行业景气度大幅下滑，叠加美国对铝产品加征关税影响，公司归母净利润同比下降352%，亏损4.3亿元。2022年，由于铝价单边下行、公司计提大额资产减值以及新能源业务投入较大等多重因素影响，公司归母净利润出现3.75亿元亏损，同比下降461.20%。

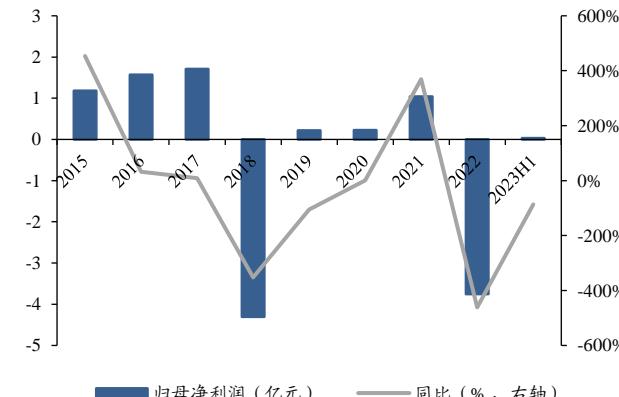
2023年多措并举弥补铝价波动影响，新能源业务有望增强公司盈利能力。2023年上半年公司实现营业总收入33.68亿元，同比增长3.39%，保持稳定增长；实现归母净利润289.68万元，同比下降86.80%，但实现了自2022年二季度以来的首次扭亏为盈。2023年公司将继续加强内部精细化管理，提高产销一体化协同水平与周转率，通过套期保值工具强化对风险敞口的管理，以弥补铝价波动带来的不利影响。经过多年布局，公司实现了下游零部件、新能源产品领域的拓展与延伸，2023年公司将加速把电池箔、水冷板、电池壳等产品推向市场，以提升产品附加值，增强盈利能力。

图6: 2012-2023H1 营业总收入 (单位: 亿元, %)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图7: 2015-2023H1 归母净利润 (亿元, %)

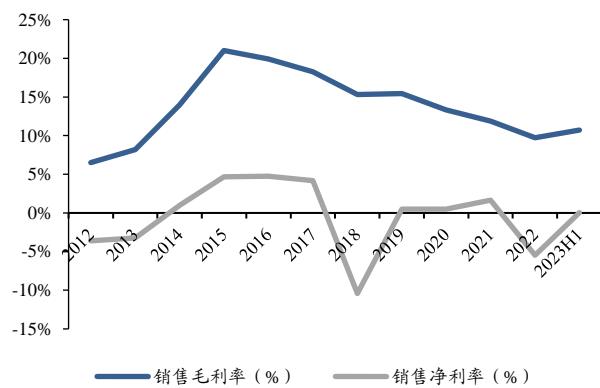


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

加强费用管控，毛利有望提升。2023年上半年，公司销售毛利率10.70%，同比增

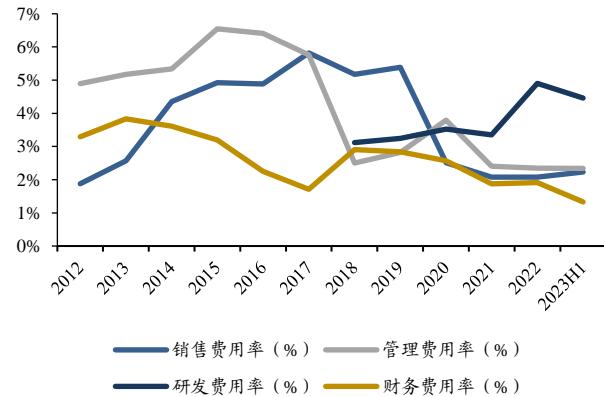
长 0.65pct；销售净利率 0.04%，同比减少 0.58pct，整体盈利能力较上年四季度有所改善。销售、管理、财务费用率几乎持平；研发费用率 4.46%，占比较高，彰显公司对研发的重视。2023 年公司将开展全面成本管理与预算管理，加大对销售、管理、财务三项费用的管控，整体产品净利率水平有望提高。

图8：2012-2023H1 销售毛利率与销售净利率（%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图9：2012-2023H1 费用率（%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2. 毛利率改善确定性强，产能释放贡献边际增量

2.1. 原料成本趋稳+产品结构优化，毛利率中枢有望持续改善

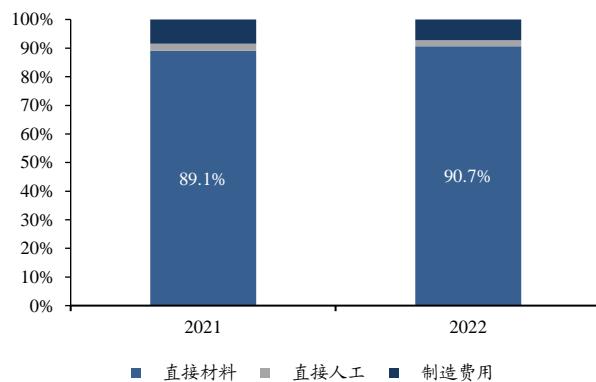
公司铝加工业务主要采用“铝价+加工费用”定价模式。在此模式下，加工费根据产品要求、市场供求等因素由企业和客户协商确定，铝价则按照市价决定，因此最终产品售价由铝水/铝锭的市价与加工费决定。而在成本端，公司铝箔业务成本以原材料为主，2022 年公司直接材料成本占比达 90.7%，其中主要原材料为铝水和铝锭。

从长期来看，这种成本加成定价法能在一定程度上抵消原材料价格波动对公司毛利的影响。但在实际运营时，由于产品存在生产周期，采购时铝锭价格与实际销售时对应铝锭市价会存在偏差。故而铝锭价格的短期大幅波动或单边运行也会对公司毛利产生较大影响。

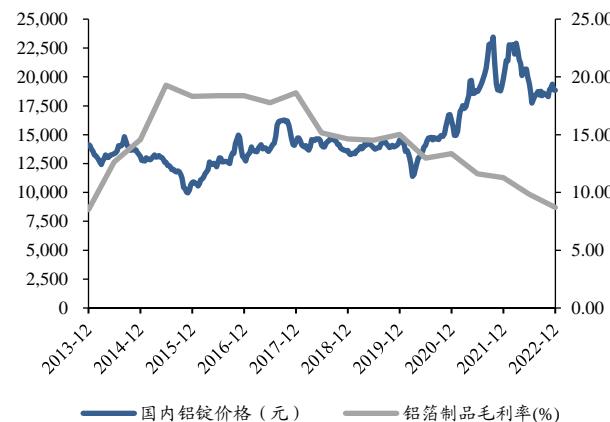
2022 年公司铝箔业务毛利率为 8.71%，接近历史底部。从过去来看，2014-2020 年国内铝锭价格波动相对较小，公司毛利率也较为稳定。而 21 年以来，铝锭价格出现大幅波动，叠加市场竞争日趋激烈，造成公司铝箔业务毛利率持续下行。2022 年公司铝加工业务毛利率为 8.71%，同比-2.57pct，已处于历史底部位置，主要原因即在于年内铝价波动幅度较大，销售确认时点内成本材料端价格压力没有得到有效转移。

图10：2021-2022 年公司铝箔制品业务成本构成（%）

图11：公司铝箔制品毛利率(%)与国内铝锭价格(元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

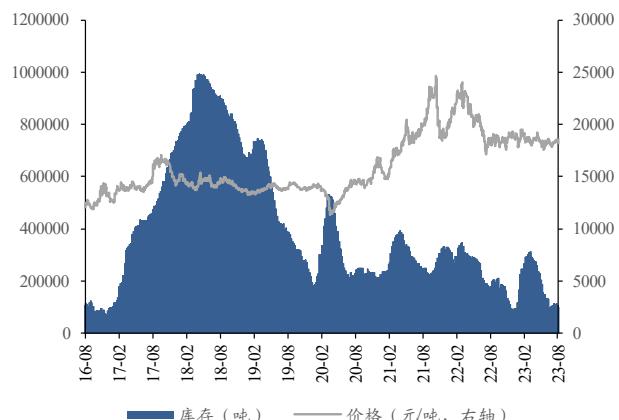
往后看, 我们认为随着公司在原料方面的成本趋于稳定, 叠加新业务下加工费用提升可期, 毛利率有望触底回升。

(1) 原料成本端: 铝价波动趋缓, 原料成本压力顺利转嫁。22年下半年以来, 铝价逐渐趋于稳定, 上期所沪铝价格在17000元/吨-20000元/吨区间波动, 使得公司在原料端的成本能够顺畅地转嫁到下游, 由此, 公司23年一季度毛利率环比上升1.38pct至11.10%。未来, 我们预计铝价中期将继续保持区间窄幅震荡。从供需关系来看, 根据百川盈孚, 目前供应端云南电解铝复产产能已全部释放完毕, 未来产量将维持稳定。需求端, 下游建筑、耐用消费品等传统领域需求较为疲弱, 而汽车、航空航天等新兴高端制造业务用铝需求日益凸显, 预计未来整体需求保持相对稳定。因此在供需相对平衡, 以及当前沪铝低库存支撑下, 我们认为中期铝价将保持较小波动, 从而使公司原料成本能充分向下游转嫁, 带动公司毛利率向上修复。

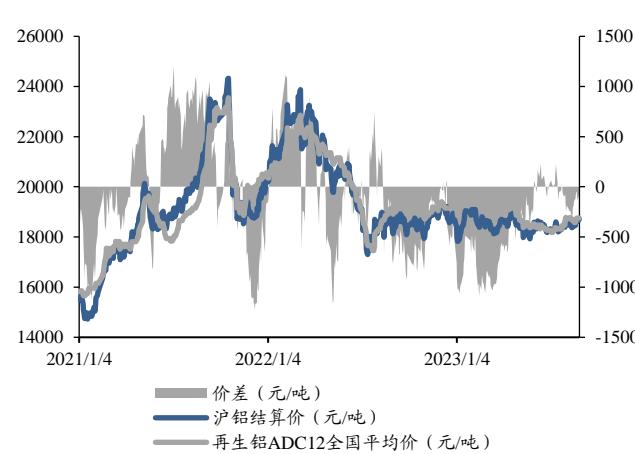
布局再生铝领域, 进一步降低铝价大幅度波动风险。相比于传统电解铝材料, 再生铝作为新型铝加工业务原材料来源, 在节能、环保等方面优势突出, 循环利用成本经济性显著。根据2021-2023年沪铝价格和再生铝ADC12国内均价走势及其价差, 可以发现, 当铝价上涨时, 沪铝与再生铝价差往往走阔; 而铝价下跌时, 沪铝与再生铝价差收窄, 甚至出现倒挂。由此, 整体来看沪铝的价格弹性要高于再生铝, 因此在沪铝价格大幅波动时, 再生铝作为电解铝的替代品, 其重要性及经济性凸显。根据公司公告, 公司子公司包头常铝已于2021年底投资建设十万吨再生铝板带箔项目, 计划通过废铝回收加工再利用的方式, 多元化原料结构, 在降低原材料成本费用的同时, 利用再生铝价格弹性更小的特点, 降低原材料成本大幅波动风险, 从而实现稳定控制成本波动, 提高业务毛利率。

图12: SHFE铝价及库存

图13: 电解铝与再生铝价格走势及价差 (单位: 元/吨)



数据来源：Wind, 东吴证券研究所



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

(2) 加工费用端：新能源用铝材料业务拓展，带动提升整体业务加工费用中枢水平。公司经过四十余年的发展，铝加工核心制备技术成熟，且市场开拓经验丰富。目前公司积极拓展新兴高附加值领域，主营业务由传统空调箔等铝箔制品向新能源用铝材料等领域持续转移渗透，有望增加产品收入，优化毛利结构，提高整体业务盈利表现。未来，随着公司在高附加值铝加工领域的新增产能陆续释放，叠加创新技术升级优化，将持续带动铝加工业务毛利率中枢整体上移。

综上，我们认为公司铝加工业务在生产成本及加工费用两方面均呈现边际向好趋势，预计铝加工业务毛利率将明显改善。

2.2. 产销率维持高位运转，新增产能释放带来业绩新增量

产量、销量呈稳定增长趋势，产销率维持高位运转。2022年，公司产量及销量分别为24.70万吨和24.98万吨，产销率达101.1%。2011-2022年，得益于公司产能投放节奏稳健有序，产量表现整体呈稳定上升趋势，年复合增速达8.4%。销量年复合增速达8.8%，其中2016-2017年公司销量下滑幅度达到相对低位水平，主要原因在于空调、汽车等传统下游应用领域需求表现萎靡。展望来看，随着公司向新能源等高需求表现的下游新兴应用领域持续拓展转型，叠加相关新增产能陆续投放，预计未来产销量将维持稳定增长趋势。

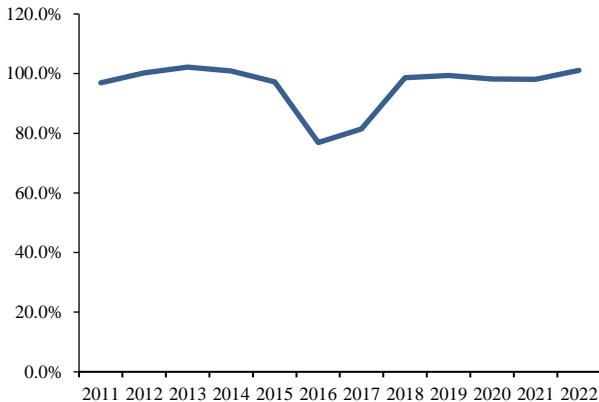
电池箔、水冷板等高附加值产品新增产能释放，拓宽业绩营收边界。根据公司公告，公司目前有多种核心品类产品计划投放新增产能，其中3万吨电池箔项目预计将在2024年正式投产。随着高附加值业务产品新增产能持续投放，叠加相关新兴领域高需求表现，我们预计产销率将持续维持高位运转，带动整体业绩营收及收益表现稳定增长。

图14：2011-2022年公司产销量情况（单位：吨，%）

图15：2011-2022年公司产销率表现（单位：%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表3：公司核心铝加工业务产品现有及规划新增产能情况

产品品类	现有年化产能	新增年化产能	预计投放时间
电池箔	6000 吨	30000 吨	2024 年
水冷板	15600-18000 吨	14400-18000 吨	-
电池壳	2.5 亿产值	5 亿元产值	-
空调箔	18 万吨	-	-
再生铝板带箔制品	-	10 万吨	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 空调箔业务

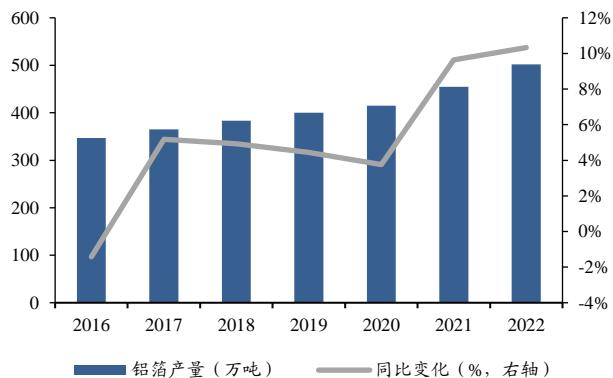
3.1. 空调箔需求较为稳定，电池箔产量快速增长

我国是铝箔的主要生产国。近年来，我国铝箔产业规模迅速扩大，成为铝材主要生产国，约占全球铝箔产量的 60%-65%。2022 年我国铝箔产量 502 万吨，同比增长 10.33%，2016-2022 年 CAGR 达 6.35%，近年来产量维持较快增长。

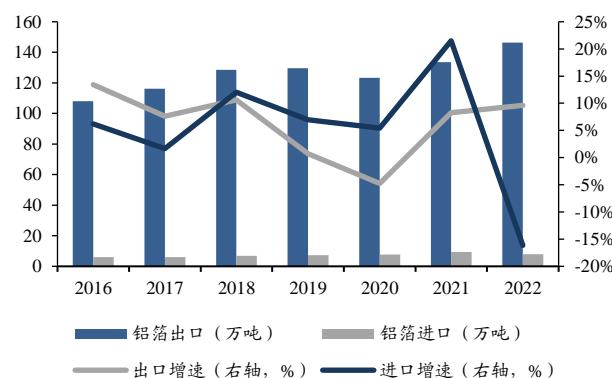
国内铝箔呈现供过于求的局面。由于铝箔国内消费量相对较少，我国铝箔整体供过于求，铝箔外贸以出口为主，2022 年我国铝箔出口 146.38 万吨，约占总产量的 1/3。我国铝箔进口规模相对稳定，以电子铝箔等高端产品为主；出口规模保持增长态势，但增速放缓。

图16：2012-2022国内铝箔产量(万吨, %)

图17：2012-2022年国内铝箔进出口情况(万吨)



数据来源：中国有色金属加工工业协会，中商产业研究院，智研咨询，东吴证券研究所

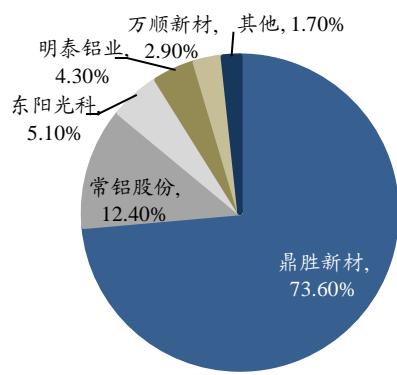


数据来源：CEIC，东吴证券研究所

从目前市场竞争格局来看，公司具备规模优势。2021年，常铝股份在铝箔行业销售额市占率达12.40%，是市场上仅次于龙头公司鼎胜新材的第二大铝箔材供应商。未来，受制于成本和技术差距，我们预计一些中小厂商将在市场价格周期波动中将逐渐被出清，市场份额将进一步集中在头部铝箔企业。常铝股份由于成本控制能力强，技术水平领先，有望进一步提高市占率。

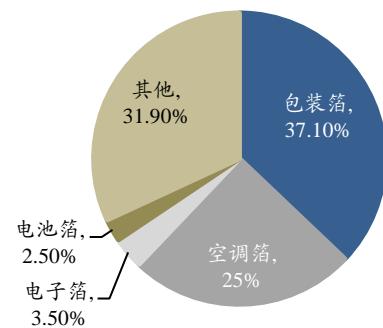
目前在铝箔行业中主要的市场需求来自空调箔和包装箔。空调箔指的是用于空调热交换器翅片的铝箔，包装箔则主要用于食品、器皿、烟卷等的包装。据中国有色金属加工工业协会发布的数据，2021年我国生产的铝箔材料当中包装箔与空调箔的比重分别占37.1%与25%。

图18：2021年我国铝箔行业销售额市占率分布(%)



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

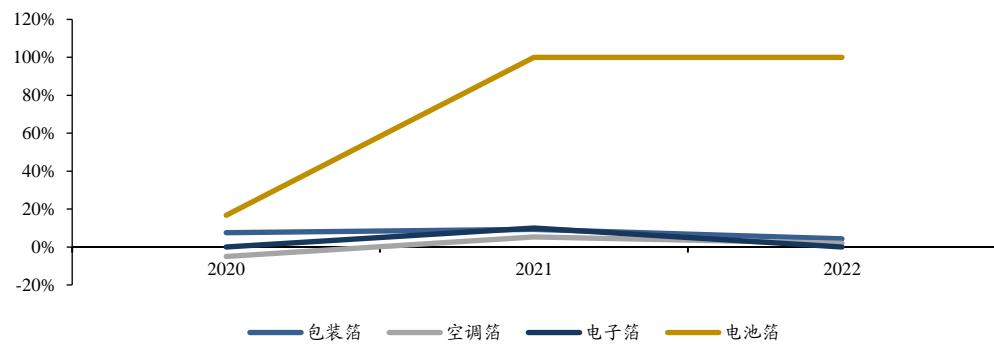
图19：2021年我国铝箔行业需求结构图(%)



数据来源：观研报告网，东吴证券研究所

空调箔产量保持稳定，电池箔产量实现爆发。近年来，包装箔、空调箔和电子箔产量增幅较小，其中空调箔2020-2022年产量增速分别为-5%、5.30%、2%，保持相对稳定；而电池箔在铝箔总产量占比中虽小，但2020-2022年增速分别为16.70%、100%、100%，远高于其他三种品类，实现爆发式增长。

图20：2020-2022年铝箔细分品类的产量增速(%)



数据来源：中国有色金属加工工业协会，东吴证券研究所

3.2. 国内空调面临十年换新节点，公司空调箔业务有望受益

空调箔因其使用性能差异，分为素铝箔与亲水涂层铝箔。素铝箔是指轧制退火，表面未经任何处理的铝箔，其工艺简单、价格低，主要用于低档分体空调室外机和窗机；亲水涂层铝箔是指在素铝箔上涂覆防腐蚀层和亲水涂层的铝箔深加工产品，可使空调热交换率提高 5%，同时具备防腐、防霉菌、无异味等优良性质，主要用于中高档及外销空调。

表4：空调箔分类

名称	生产工艺	特点	应用范围
素铝箔	轧制退火 表面未经任何处理	工艺简单，价格低	低档分体空调室外机 和窗机
亲水涂层铝箔	在素铝箔上涂覆防腐蚀涂层和亲水涂层	热交换率提高 5%，防腐、 防霉菌、无异味	中高档及外销空调

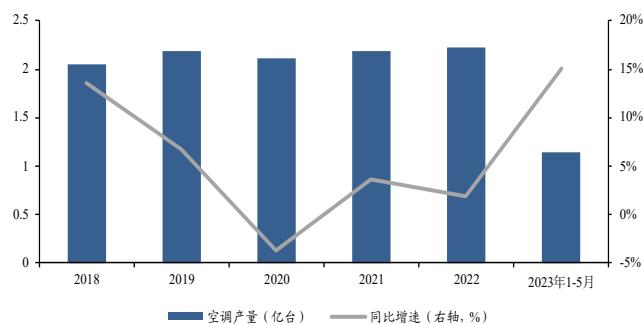
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

空调箔为国内铝箔需求量较大品种，作为空调核心部件的制作材料，伴随空调行业逐渐发展。随着经济高速发展与生活水平的提升，空调走向普及，**2018年-2022年空调产量CAGR2.08%，产量规模基本稳定**。2022年我国空调产量 2.22 亿台，同比增长 1.88%；2023 年 1-5 月我国空调产量 1.14 亿台，同比增长 15.02%，我国已成为全球最大空调制造国，产量占据全球产量的 80%以上。

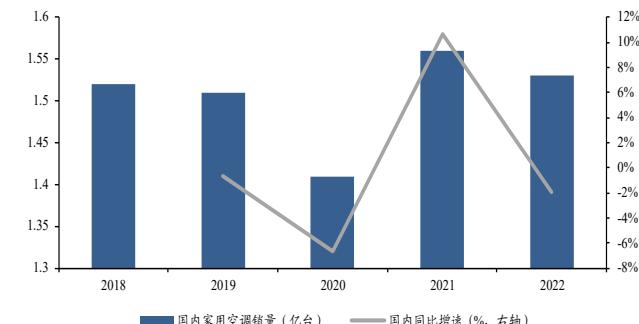
2022 年，国内家用空调销量为 1.53 亿台，同比下降 1.92%，受到需求抑制、高基础背景、出口拉动变弱影响，销量有所回落。2023 年空调销售海外市场承压，亚洲作为规模最大市场基本稳定，北美、欧洲短期难以起量；国内市场需求有望释放，2012-2014 年节能惠民政策推动下空调销量实现爆发增长，目前面临十年替换节点，换新需求有望释放，以旧换新消费政策及企业促销活动刺激下，公司空调箔业务有望受益于国内空调市场的强势复苏。

图21：国内空调产量增速（单位：亿台，%）

图22：国内家用空调销量增速（单位：亿台，%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

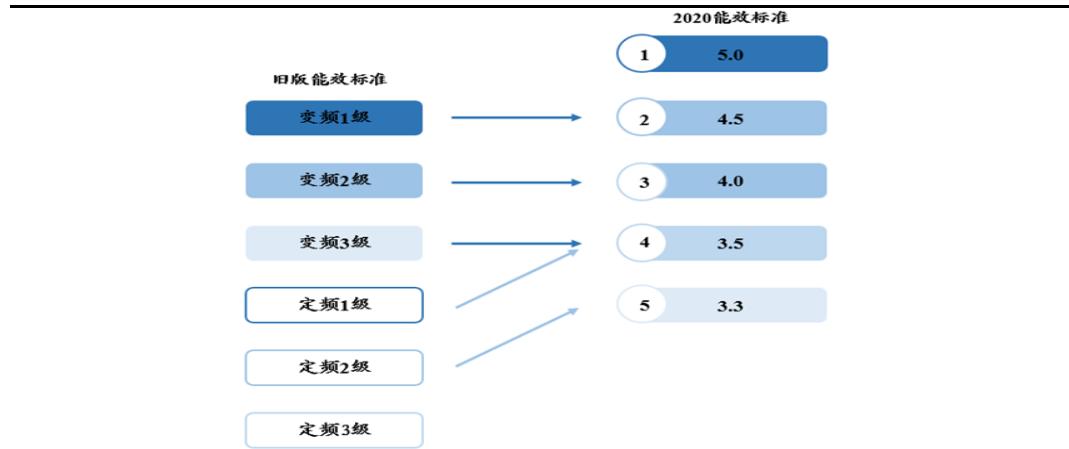


数据来源：Wind, 奥维云网 (AVC), 东吴证券研究所

受益于空调行业集中化趋势，市场份额有望进一步提升。空调行业经过多年品牌竞争发展，格局分化明显，三大品牌集中度攀升，2012-2022年期间，格力、美的、海尔三大品牌合计市场份额由60%上升至70%。空调箔作为空调核心部件直接影响空调性能，国内外空调制造商需严格的资质认定选择供应商，因此空调箔市场也呈现出向行业优势企业集中的趋势，一线空调箔厂商的行业影响力不断扩大。公司为空调箔行业领军公司，合作伙伴覆盖美的、格力两大空调行业寡头，与大金、三菱、富士通、松下等行业主流品牌，获得了稳定的市场份额，并将逐步受益于行业集中趋势，从而进一步扩大市场份额。

能效新规与节材趋势为优势空调箔制造企业带来更大机遇。2020年7月1日，空调能效新国标GB21455-2019正式实施，新能效1级明显高于旧版标准，旧标变频1、2、3级分别降为新标2、3、4级，旧标定频1、2级对应新能效标准下4、5级，旧标定频3级被淘汰。随着新规发布，低价高耗能定频空调将被逐步淘汰，空调行业公司产品布局将逐步偏向变频化、高效能产品。而空调能效比的提高主要取决于换热器效率，能效比标准提高后，空调厂商对铝箔的亲水性能与防腐性能提出更高要求。“节材”是空调制造的发展方向，空调器正向重量轻、体积小、健康节能的方向发展，这对空调箔的厚度、深冲性能、精度有更高要求，而常铝股份深耕研发，具有多项空调箔专利，其中2023年获得高导热性空调器用铝合金及其制造方法专利，可在满足强度、延伸率性能基础上将铝箔导热性能提升至10%以上，在行业“节材”趋势下有望脱颖而出，市占率将进一步提升。

图23：新旧能效标准对比



数据来源：中国制冷空调网，东吴证券研究所

空调箔产品系公司传统优势产品，长期以来一直处于行业技术和市场领先地位。目前空调箔产品的技术成熟，2022年产能达1.5万吨/月。近年来，随着国家“双碳”目标的推出和实施，传统空调箔的市场需求也在不断地在变化和升级，公司将利用技术优势进行空调箔差异化产品的设计以提高产品竞争力并推动空调箔产品更新迭代，满足客户的特殊要求。

4. 新能源产品

4.1. 刀片电池壳

4.1.1. 新能源车市场增长潜力巨大，魔方储能丰富刀片电池应用场景

刀片电池是一种全新的电池技术，将传统圆柱改为薄似刀片的单体电池，可以充分利用电池组件空间从而增加单位体积电池能量密度。刀片电池作为比亚迪的创新发明，依然保留了磷酸铁锂出色的安全性能，在结构上区别于普通的磷酸铁锂电池，摒弃了电池模组，采用了封装技术，电池能量密度比传统的磷酸铁锂更高，接近于三元锂的能量密度，因而让车辆续航里程大幅提升。

刀片电池供货步伐加快，装机市场份额提升。比亚迪刀片电池广泛应用于旗下纯电动汽车与混合电动汽车，对外客户包括一汽、红旗、丰田、北汽福田、徐工以及江淮汽车等，刀片电池也将应用于轻卡，潍柴新能源商用车发布全新高端新能源商用车品牌——蓝擎汽车采用轻卡中置电池纯电专属平台，将搭载刀片电池。搭载42.3KWh刀片电池的金杯纯电轻卡T3L也即将上市。据中国汽车动力电池产业创新联盟统计，2023年7月，国内磷酸铁锂动力电池企业装车量排名中，比亚迪的市场份额已经超过了宁德时代，其以41.9%的份额排名第一，超过了宁德时代的37.37%。

新能源车市场增长潜力巨大，魔方储能丰富刀片电池应用场景。一方面，国家出台众多相关政策引导扩大新能源汽车消费，市场增长潜力巨大；另一方面，除新能源汽车

外，比亚迪魔方储能首发，覆盖电源侧、电网侧、用户侧，刀片电池应用场景进一步丰富。新能源车市场潜力叠加储能应用前景，刀片电池需求量有望快速提升。

4.1.2. 进军新能源电池壳领域——山东新合源热传输科技有限公司

山东新合源热传输科技有限公司成立于 2009 年，2014 年成为公司全资子公司，具备三大生产基地，全面布局薄壁精密高频焊管、精密冲压产品、新能源汽车长芯电池壳三大产业，广泛应用于汽车水箱、中冷器、油冷器、新能源汽车动力电池热管理系统等领域，其中新能源汽车长芯电池壳板块为公司未来主要战略方向。

山东新合源在满足国内市场需求的同时，积极开拓海外市场，产品远销东南亚、中东、欧美等国家与地区，并与马勒、法雷奥、摩丁、长城、比亚迪、蜂巢、吉利、广汽、宁德时代、北汽新能源等全球几百家客户，建立长期战略合作关系。

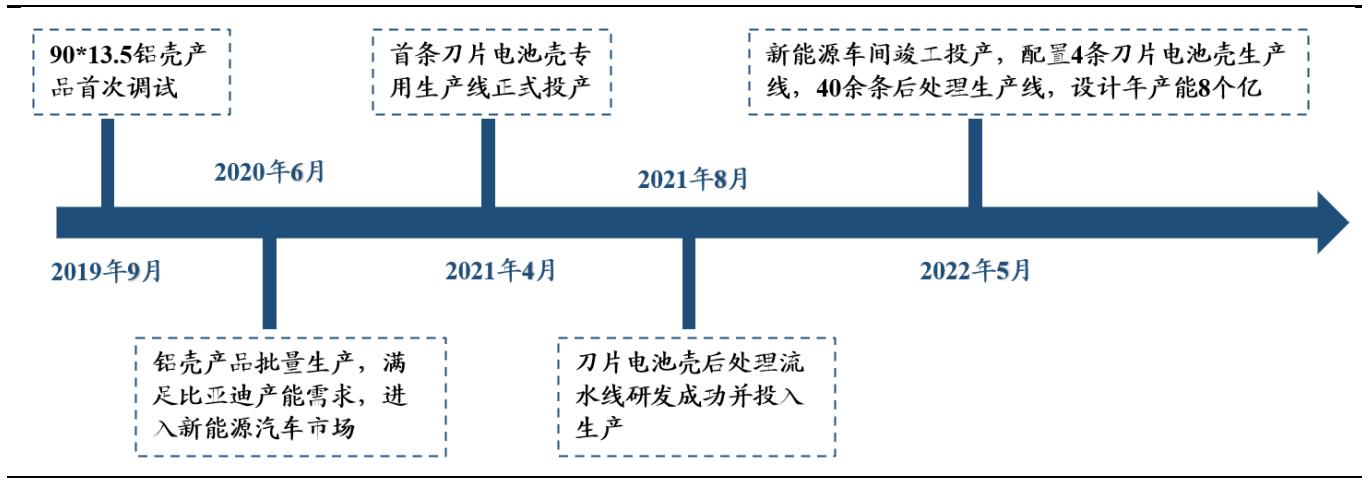
表5：山东新合源三大生产基地

三大生产基地	生产基地介绍
墨西哥常铝实业有限公司	位于墨西哥萨尔蒂约中资企业聚集区，依托区位优势，打破贸易障碍，直接供货三花等北美客户，生产产品主要是汽车热交换系统高频焊管和冲压件。
遂宁新合源科技有限公司	位于四川省遂宁市经济开发区，比邻长城蜂巢，为其新能源汽车动力系统提供核心部件——长芯电池壳，依托强大的产品核心竞争力及地理优势，业务范围辐射西南、华南区域。
艾酷沃（山东）新材料有限公司	位于泰安大汶口石膏工业园区，地理位置优越，交通条件便利，主要生产汽车热交换系统散热器芯体，服务于中低端市场及汽车售后市场。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

成功进军新能源领域。2019 年 9 月，山东新合源首次调试 90×13.5 铝壳产品，于次年 6 月批量生产并完全满足比亚迪的产能需求，战略层面取得重大突破；2021 年 4 月，拥有完全自主知识产权的刀片电池壳专用生产线正式投产；2021 年 8 月，刀片电池壳后处理流水线研发成功并投产；2022 年 5 月，新能源车间竣工投产，山东新合源成功进军新能源领域。

图24：山东新合源进军新能源领域历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

依托多年高频焊管制造工艺经验，自主研发刀片电池壳，具备先发先占优势。刀片电池壳具有更长、更宽、更薄的特点，对制造工艺要求极高，山东新合源具备多年成熟的高频焊管制造工艺经验，并成功将核心技术运用于刀片电池壳的生产，拥有成本、技术、质量的综合竞争优势，以及面向目标市场主要头部客户的先发和先占优势，目前山东新合源已具备向主流客户提供规模化产品的快速生产和组织交付能力，可以较好地匹配下游整车、电池厂商的战略发展需求。

4.1.3. 电池壳前景广阔，产能爬坡+复制车间样板奠定可持续发展基础

绑定优质客户比亚迪，与其他新能源汽车行业主流品牌形成初步合作意向。2020年3月29日，比亚迪发布刀片电池，通过结构创新在成组时可以跳过“模组”，实现了相同空间注入更多电芯的设计目标，大幅提高电池组的空间利用率。除比亚迪旗下新能源车，特斯拉 ModelY、红旗 E-QM5、创维 HT-i 也使用了刀片电池，未来包括一汽集团、福特、PSA 集团、戴姆勒集团、东风集团、丰田等品牌的多款车型有望搭载刀片电池，同时刀片电池技术也将应用于电动公交车与电池储能系统，新能源汽车的广阔前景叠加逐步丰富的使用场景，刀片电池需求有望进一步提升。目前，公司已为比亚迪公司提供“刀片电池”专用电池壳，且与长城汽车展开合作进行电池壳研发，并与宁德时代、蔚来、小鹏达成初步合作意向。

图25：山东新合源配套电池壳



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

复制新能源车间样板，产能增加有望带动业绩提升。2022年5月，新能源车间竣工投产使用，该车间承载了全国华东市场刀片电池结构件生产的繁重任务，是公司新能源电池壳业务板块的缩影，车间配置四条刀片电池壳生产线，配套有四十余条后处理生产线、全自动清洗机、专用洁净包室等，设计年产能8个亿，目前处于产能爬坡阶段。未来山东新合源将在全国各地建立分公司，并复制新能源车间样板，产能增加有望带动业绩提升。

4.2. 电池箔

4.2.1. 电池箔行业壁垒高企，下游爆发式增长机会确定

电池箔是电池的关键基础材料，主要用于锂电池正极与钠电池的正负极作用集流体，可承载活性物质并将电极活性物质产生的电流汇集输出，有利于降低电池的内阻，从而提高电池的可靠性与循环寿命。

电池箔行业壁垒高企，竞争格局稳定。电池箔为铝加工行业难度最大的铝材产品，业务工艺复杂、各个处理工序均存在技术难点，行业壁垒高企。电池箔直供电池厂需满足 ISO/TS16949 认证，首次认证基本需要 2 年时间，一旦通过认证进入企业供应链体系，电池厂重视合作关系不会轻易更换供应商，且行业产品高度定制化，供应关系相对稳定，新进入者面对高企的认证壁垒，且难以撼动先行企业的优势地位。

受益于下游电池行业发展，电池箔实现爆发式增长。新能源汽车持续景气，据国务院《2030 年前碳达峰行动方案》，2030 年实现清洁能源动力的交通工具占比达 40%，新能源车爆发式增长推动动力电池需求。全球能源转型，主要国家储能领域全面发力，形成储能电池高速发展格局，且企业开始布局推动钠离子电池商业化进程，下游电池行业发展为电池箔带来广阔市场空间。受益于下游电池行业发展，2020-2022 年电池箔行业规模增速分别为 16.70%、100%、100%，实现爆发式增长，下游市场需求确定性较强、成长性较好，电池箔业务供需格局继续向好。

预计 2025 年电池铝箔需求量将达 68.1 万吨，CAGR+36.5%。结合锂电池、钠离子电池两大下游应用领域行业发展情况及预测，预计 2025 年中国电池用铝箔需求量将达 68.1 万吨。

关键假设：

(1) **锂电池需求量：**考虑到动力、储能电池行业高速发展，带动整体锂电池需求量高增，预计 2023-2025 年锂电池需求量将提升至 1,508Gwh。

(2) **钠离子电池需求量：**根据 Evtank，预计 2025 年钠离子电池需求量将达 21Gwh。

(3) **单 GWh 用电池铝箔：**根据鑫椤资讯，磷酸铁锂电池单 Gwh 用电池铝箔量为 300-450 吨，三元电池单 Gwh 用电池铝箔为 400-600 吨，取两者均值用以预测锂离子电池平均单 Gwh 用电池铝箔量。钠离子电池单 Gwh 用电池铝箔量为 700-1000 吨。

图26：中国电池铝箔需求量测算及预测

中国电池铝箔需求量测算					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
锂电池需求量合计					
全国汽车销量(万辆)	2628	2690	2744	2826	2925
同比	-	2.4%	2.0%	3.0%	3.5%
新能源汽车销量(万辆)	310	592	730	868	1041
渗透率	13%	26%	27%	30%	35%
单车带电量(kwh)	71	81	73	77	80
动力电池总需求(GWh)	220	480	533	668	833
储能电池需求(GWh)	48	130	260	411	616
同比	-	170%	100.0%	58.0%	50.0%
其他电池需求(GWh)	59	45	47	49	52
同比		-23.5%	5%	3.0%	7.8%
锂电池需求合计(GWh)	327	655	840	1128	1502
钠离子电池需求量合计					
钠离子电池需求预测(GWh)	-	-	3	7	21
同比	-	-		140%	185%
电池用铝箔需求量合计					
锂电池需求合计(GWh)	327	655	840	1128	1502
平均单GWh所需电池铝箔(吨)	440	440	440	440	440
锂电池用铝箔需求量	143,880	288,200	369,583	496,201	660,802
钠离子电池需求预测(GWh)	-	-	3	7	21
平均单GWh所需电池铝箔(吨)	-	-	850	850	850
钠离子电池用铝箔需求量	-	-	2550	6120	17425
电池铝箔合计需求量(吨)	143,880	288,200	372,133	502,321	678,227
同比		100.3%	29.1%	35.0%	35.0%

数据来源：EVtank，高工锂电，中汽协，东吴证券研究所

4.2.2. 电池箔成品率向好，产能爬坡——江苏常铝新能源材料有限公司

成品率边际向好，产能爬坡。公司于2018年对外投资设立江苏常铝新能源材料有限公司，主要研发、生产和销售电池箔产品，目前电池箔成品率边际向好，产能爬坡，与行业先发企业差距逐步缩小，且从上游原材料的自主可控到下游客户合作粘性等均具备较好的发展基础。

年产3万吨电池箔项目建设中。经过数年技术的积累，公司于2021年8月设立江苏常铝新能源材料科技有限公司，主要从事新能源汽车动力电池、消费类锂电池、储能锂电池以及软包电池用高精电池铝箔的研发和生产，产品广泛应用于新能源汽车、消费电子、储能等新兴产业。子公司常铝新能源负责年产3万吨电池箔项目的建设与运营，根据公司公告，截止至6月30日，部分主体设备已进入安装调试阶段，预计2023年下半年项目进入试生产阶段。常铝新能源利用存量土地新建厂房1.5万平方米，在搬迁部分现有设备的基础上，拟选择满足速度、控制精度及生产工艺与产品技术要求的国产铝箔轧机、分卷机和薄箔剪，轧机自动厚度控制系统(AGC)和自动板形控制系统(AFC)拟从国外引进，在满足生产要求的前提下做到了节省资金。

图27：江苏常铝新能源材料科技有限公司项目建设图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

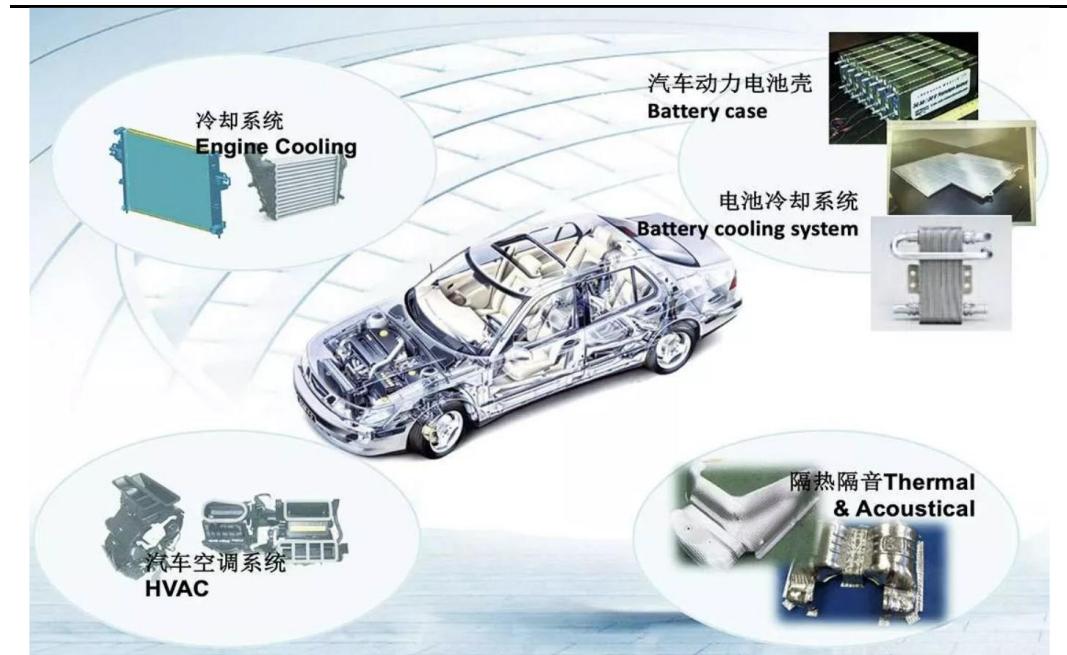
需求带动下公司将以多种方式实现产能提升。未来公司将视市场需求条件、供需格局情况、工艺成熟度与技术进步情况，不排除利用技术改造与新建产能等多种方式，以实现电池箔产能的再提升。

4.3. 液冷板业务

4.3.1. 新能源汽车放量，液冷板市场有望高速增长

电池热管理对新能源车意义重大，在长时间的运行过程中，电池温度不断上升，带来寿命的下降与电池内部损坏的增加，电池热管理是确保电池在所有使用情况下，始终保持较低的温度，防止温度过高带来的损坏。

图28：车用/工业用热处理热传输系统解决方案



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

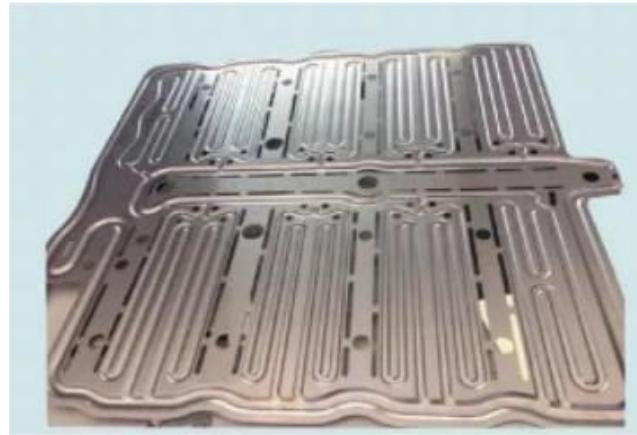
随着应用环境对电池的要求逐步提高，液冷成为发展趋势。液冷板主要作用是为电池系统提供散热与温度控制，整个液冷板由多片冷却板组成，冷却板中间是间隔一定距离的管道，流体在管道内循环，通过冷却板将电池模块散热至散热片。液冷板需要足够大的散热功率以及时导出动力电池工作过程中产生的多余热量，且需要严格的密封性、精准的散热设计以及较高能量密度冷却系统。

图29：液冷板图片



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图30：液冷板图片



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

截至 2022 年，公司拥有各类生产设备 100 余台，三条自动化流水生产线。其中：引进日本钎焊生产线三条；德国高频铝制管机生产线一条，已形成 100 万套各类散热器的生产能力。年开发品种 100 余种，单件产品开发周期不超过两周。现已为中国重汽、一汽、二汽、陕汽、川汽、北汽福田、安徽华菱、北方-奔驰等主要厂家配套，并批量出口 VOLVO (沃尔沃)，SKANIYA (斯堪尼亚) 等车型的中冷器至美国、加拿大及欧洲市场。

新能源汽车放量，液冷板市场有望高速增长。液冷板主要应用的三个领域为乘用车、商用车和储能，根据 NE 时代预测数据，2026 年新能源乘用车市场规模达 57 亿元，商用车及储能用液冷将分别达 6.8 亿元与 4.0 亿元，预计 2026 年中国液冷板市场规模将达 70 亿元左右，受益于新能源汽车放量，商用及储能市场的快速发展，液冷板市场有望高速增长。

5. 洁净健康工程业务

5.1. 高科技产业崛起拓宽需求边界，面向中高端市场企业将逐步受益

下游高科技产业崛起，洁净室需求边界持续拓宽。洁净室系指对空气洁净度、温度、湿度、压力、噪声等参数根据需要都进行控制的密闭性较好的空间，为高科技产业的基础性建设设施，以下游功能用途划分，工业洁净室适用于以半导体、新型显示、集成电路行业为主的电子工业，生物洁净室适用于制药、医院、生物实验室等为代表的生命科

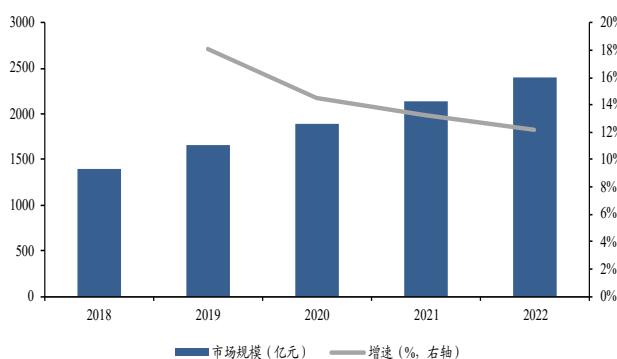
学领域。目前，半导体行业、新型显示产业需求提速，相关高端洁净需求随着相关产业扩产而持续增长；在医药生物、新能源等产业不断扩张中，洁净室需求边界持续拓宽。

政策加持背景下，2027年市场规模有望达4000亿元。经过多年发展，我国洁净室市场已达到一定规模，2018-2022年我国洁净室工程行业规模由1401.29亿增长至2407.30亿元，CAGR14.49%，行业需求增长空间巨大。“十四五”规划中指出要加快壮大新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等新兴产业发展，且高新技术会逐步进入大规模产业化商业化应用阶段，作为高科技产业发展的必要前序性投入，洁净室行业将持续向好发展，观研报告网数据显示，到2027年洁净室市场规模有望达4000亿元，2022-2027年CAGR达10.69%。

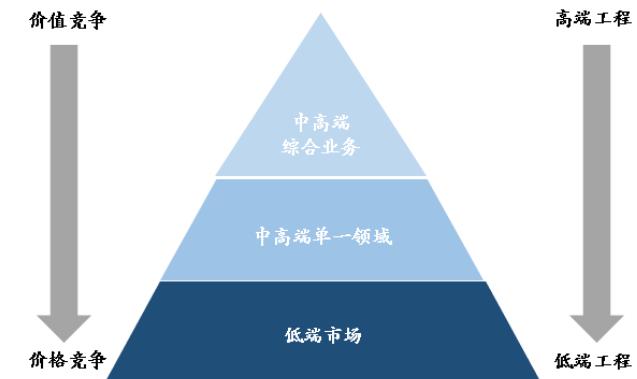
行业竞争以技术与质量竞争为主导，中高端洁净室工程企业逐步受益。行业内大部分企业规模较小、技术有限，普遍集中于普通电子元器件、石化、印刷等低端市场，价格竞争激烈；部分企业具备一定研发能力，但由于资源与技术限制，仅面向中高端市场提供单一领域服务；由于高端领域进入壁垒高，仅少数企业面向中高端市场提供综合类服务；行业竞争总体呈现低端市场价格竞争激烈，中高端市场竞争有序局面。随着技术进步，高端制造业发展对产品的研发与生产环境提出更高要求，促使洁净室行业由价格竞争转向技术与服务能力的价值竞争，面向中高端市场的洁净室工程企业将逐步受益。

图31：2018-2022年我国洁净室行业市场规模及增速

图32：中国洁净室市场竞争格局



数据来源：观研报告网，东吴证券研究所



数据来源：华经情报网，东吴证券研究所

5.2. 专注制药医疗与食品赛道，合作伙伴覆盖行业主流客户

专注制药医疗与食品赛道，与行业主流客户合作。朗脉为公司洁净健康工程业务板块主要经营主体，是为制药企业、医院医疗系统、食品工程企业等行业企业提供专业的洁净技术与污染控制整体解决方案的技术服务商。朗脉建立了集技术服务、设计施工、咨询验证、质量控制及售后服务于一体的专业化技术团队，先后为GE医疗、罗氏制药、复星医药、中国生物医药集团等百余家知名制药企业提供服务，协助多家客户通过了FDA、EMEA、TGA、UK等国外认证和中国GMP认证、WHO预认证。

具备相关资质且通过多个认证的优势品牌。经过多年发展，朗脉成为行业优势品牌，取得机电工程施工总承包二级、电子与智能化工程专业承包二级、消防设施工程专业承包二级、建筑装修装饰工程专业承包一级、建筑机电安装工程专业承包二级、环保工程专业承包三级、施工劳务企业资质劳务分包不分级，通过了 ISO9001、ISO14001、ISO45001 质量管理体系认证和环境管理体系认证及职业健康安全管理体系认证。

疫情影响减弱叠加下游需求较快增长，洁净健康板块有望重拾增长势头。2015-2022 年公司洁净健康工程业务板块营收由 4.09 亿元增加至 5.84 亿元，2022 年同比-2.07%，较上年略有下滑，主要系 2022 年医疗洁净板块受疫情影响程度较大，施工进度延滞，无法及时进行项目决算。2023 年疫情影响大大减弱，叠加白酒企业、自控系统、管道设备等下游客户与市场需求增加较快，洁净健康板块有望重拾增长势头。

表6：部分公司合作品牌

客户生产产品	合作品牌
口服、固体制剂	华北制药、云南白药、天士力制药、凯因科技
无菌原料药	华北制药、东瑞制药、迪赛诺药业、海正药业、豪森医药
小容量注射剂	丽珠医药、扬子江药业、海王生物、云南白药
大容量注射剂	正大天晴药业、石药集团、国药集团国瑞药业
粉针剂和冻干粉针	华北制药、齐鲁制药、丽珠医药、华东医药、恒瑞医药、鲁抗医药
生物制药	成都生物制品研究所、长春生物制品研究所、北京天坛生物、天士力制药、丽珠医药
血液制品	武汉生物制品研究所、武汉瑞德生物制品
滴眼剂	华北制药

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

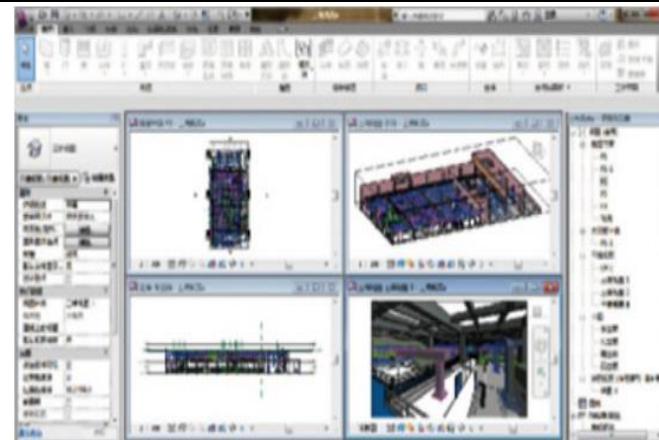
5.3. 设计咨询服务、洁净工程服务、洁净工业设备、洁净工程材料业务

5.3.1. 设计咨询服务

朗脉具备专业设计团队，深化 GMP 理念，严格遵循用户需求说明-URS、功能描述-FS、设计描述-DS、建造-Construction、安装确认-IQ、操作确认-OQ、性能确认-PQ 流程及客户要求。

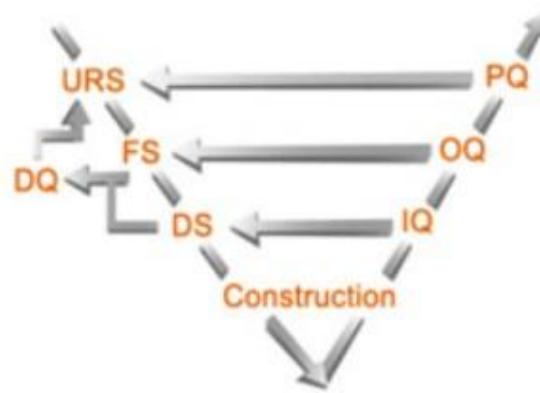
朗脉 GMP 咨询服务可为国内制药公司提供以下服务：1) GMP 差距分析；2) 质量管理体系的建设咨询；3) 关键 GMP 文件的起草指导；4) GMP 模拟检查；5) GMP 检查的陪同；6) GMP 专题培训。

图33: 上海朗脉先进的设计软件



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图34: 上海朗脉 GMP 咨询服务

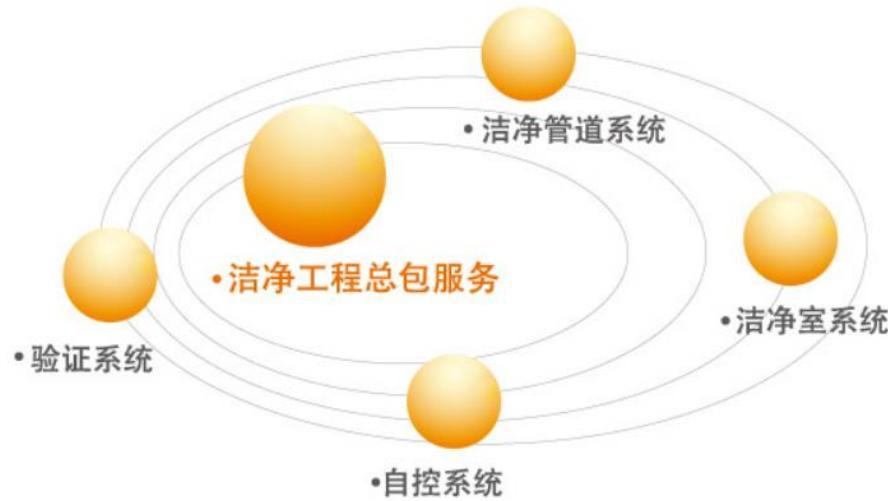


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

5.3.2. 洁净工程服务

朗脉洁净工程总承包服务拥有强大的综合实力。朗脉洁净工程总承包服务确保为客户提供符合国际、国内 GMP 规范的全面工程解决方案，工程项目各个环节有机组织，整体统筹安排，既可节省投资，提高工程建设的管理水平，又可保证建设项目的顺利实施及建设目标的实现。洁净工程服务包括洁净管道系统、洁净室系统、自控系统与验证服务四个方面。

图35: 朗脉洁净工程总承包服务



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

洁净管道系统的设计、安装、管道系统的自动化控制是朗脉的主营业务之一，本着

以“专业技术为核心”的原则，朗脉聘用多位国内外技术专家并组建专业团队，洁净管道系统可满足 FDA、WHO、EMEA、TGA 等国内外项目的要求，同时也提供洁净公用工程系统以及工艺物料系统的二次设计、施工安装、调试与验证服务。

为制药行业客户提供洁净室系统全面解决方案。朗脉作为净化厂房、洁净空调系统的设计建造方，能为制药行业客户提供洁净室系统全面解决方案，可满足中国、欧盟及美国 cGMP 标准要求，也可根据客户需求提供系统的调试与验证服务，通过洁净室系统可降低污染和交叉污染的危险，为产品生产与操作人员提供适宜的内部环境并保护员工与周边环境。

图36：朗脉洁净管道系统



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图37：朗脉洁净室系统



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

朗脉可为制药及相近行业提供自动控制系统的设计、安装、调试及验证服务，包括洁净厂房控制系统、整厂数据监控系统、洁净管道工艺控制系统、植物提取控制系统等，同时提供各种验证服务与 GMP 咨询服务。

5.3.3. 洁净工业设备

朗脉可根据客户需求，提供纯化水制备系统，注射用水、纯蒸汽制备系统，系统模块，洁净室专用设备，真空带式干燥机等洁净工业设备。

其中，(1) 纯化水制备系统可根据不同水质进行合理设计，实现自动化与水质稳定，可有效控制微生物减少交叉污染；(2) 注射用水、纯蒸汽制备系统主要生产注射用水，纯蒸汽发生器获得国内多项实用新型专利；(3) 系统模块可提供 CIP/SIP 模块，水系统分配模块、配液系统模块等单独设备，也可以提供整体工程；(4) 洁净室专用设备主要提供洁净的工作环境，保证外界环境与室内人员的安全，减少交叉污染；(5) 真空带式干燥机介于常规喷雾干燥与冷冻干燥之间，可保证物料的热敏性、溶解性、原味、芳香等原有性质不变，有效保持整个生产流程的自动化、连续化。

表7：朗脉洁净工业设备

洁净工业设备	设备介绍
--------	------

纯化水制备系统	
纯化水制备系统	1) 根据不同原水水质进行合理设计, 有效控制微生物, 减少交叉污染; 2) 设备高度自动化, 水质长期稳定, 符合新版 GMP、FDA 国内外认证要求
注射用水、纯蒸汽制备系统	
多效蒸馏水机	1) 用蒸汽加热, 以纯水为原料水, 生产符合中国药典与美国药典要求的注射用水; 2) 多效蒸发, 热能反复利用显著节能
纯蒸汽发生器	1) 以纯水作原料水, 所产纯蒸汽冷凝液符合“注射用水标准”; 2) 设备获得多项实用新型专利证书
系统模块	
CIP/SIP 模块	1) 对工艺设备或储罐物料系统进行在线清洗 (CIP) 和在线灭菌 (SIP) 2) 可个性化定制, 确保参数一致, 安装和调试简单便捷
水系统分配模块	1) 将水系统分配循环管路上的主要设备和仪表、自控操作面板, 集成在一个不锈钢框架内; 2) 实现系统简约化, 便于操作和维护。
配液系统模块	1) 将配液储罐和物料管道系统集成在一个模块中, 在工厂内进行预安装和调试; 2) 安装紧凑减少空间, 适用于小储罐的配液系统
洁净室专用设备	
负压称量间	1) 垂直单向流型局部空气净化设备, 提供高洁净的工作环境; 2) 避免交叉感染, 保护外界环境及室内人员安全
取样罩	1) 垂直流局部空气净化装置, 以达到高洁净度的工作环境; 2) 个性化定制满足各类生产洁净度要求, 适合无尘环境
层流罩	满足局部要求洁净度比较高的净化设备之一
真空带式干燥机	
真空带式干燥机	1) 真空带式干燥机是一种在真空环境下连续进料、连续出料、低温干燥的设备; 2) 高效节能, 保证物料的原有性质, 且保持流程的自动化、连续化

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

5.3.4. 洁净工程材料

由于洁净室装修工程具有满足产品质量、生产工艺的特殊要求, 且技术复杂、施工难度大, 为保证施工质量, 从材料选择开始必须认真执行相关规定, 通常洁净室的装修材料大多要满足防火、保温、隔热、防静电、降噪、气密性等要求, 选择以不霉变、防水、可清洗、易清洁和不挥发分子污染物的材料。

朗脉可根据客户需求, 提供 50 系列洁净室墙、顶板系统, 专用洁净门; 100 系列中空洁净室墙体系统; 洁净窗; 双层玻璃窗等洁净工程材料。

表8: 朗脉洁净工程材料及产品

洁净工业设备	设备介绍
50 系列洁净室墙、顶板系统	高质量的表面材料具备抗化学侵蚀等优良的性能; 墙板四边封边避免了夹芯材料外泄污染洁净室; 优质的隔热保温材料作为夹芯材料; 根据需要预埋加强筋保证墙板的强度; 根据设计需要预埋线管方便各种管线通过; 快速容易安装的墙体系统; 灵活可多选的组件满足各种要求; 牢固严密的系统避免了空气的泄漏; 系统配备了完整的门窗组成整套的产品系统; 所有组件的连接都是平滑连接无突起
专用洁净室门-平开门	独特的结构和设计能够达到双面完全平滑链接; 圆滑的门框和门体铝合金型材设计; 特殊的门锁系统, 避免了手接触污染; 门框三边使用密封胶条和门底自动升降密封条, 保证了门体系统的气密性

专用洁净室门-电动移门	感应式开关；门体根据需要可选不锈钢、铝合金或钢质门样式和材料；多种选型的锁具；门框三边使用密封胶条和门底自动升降密封条，保证门体系统的气密性。
100 系列中空洁净室墙体系统	单面贴彩钢板石膏板双面贴彩钢板石膏板；灵活的可拆卸性；中空部分可以暗藏管线或做风道；自带粗效过滤器，标准模数回风量为 500~700m3/h
洁净窗	三道气密处理；内置干燥剂；两种专用密封胶封；钢化安全玻璃；与墙板双面齐平
双层玻璃窗	双层玻璃避免结露；在单独的环境生产，避免空腔内集尘；空腔内特殊处理吸附空腔内水分；与墙面平滑连接。
大玻璃双层落地窗	玻璃代替墙板使洁净室既能满足洁净规范；也能满足美观的要求

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测

(1) 铝加工业务板块：销量方面，考虑到公司未来计划扩产项目均为市场需求表现强劲产品品类，因此预计未来边际量增贡献来源于新增产能释放，根据项目建设投产进度，假设 2023-2025 年公司销量分别为 26.10、29.16、31.44 万吨。毛利方面，考虑到公司向高附加值产品品类拓展转型顺畅，叠加再生铝项目投产持续降低成本端材料费用，假设 2023-2025 年公司毛利率同比修复改善，分别达 10.41%、10.69%、11.14%。

(2) 洁净健康工程业务板块：随着疫情后时代宏观经济逐步复苏，将带动下游医疗、食品等行业投资额回升。公司作为医疗、食品洁净健康工程行业的主要参与者，或将凭借其核心技术口碑及客户资源积累，带动业务营收增长，因此假设 2023-2025 年公司营业收入为 6.13、6.34、6.54 亿元，增速分别为 5%、3.5%、3%。随着疫情后时代宏观经济逐步复苏，将带动下游医疗、食品等行业相关洁净健康工程投资额回升。但考虑到医疗、食品洁净工程业务标准化程度较高，门槛相对较低，使得近年来竞争者日益增多，竞争压力加大或使毛利率水平小幅度下滑，因此假设 2023-2025 年公司毛利率分别为 19.50%、19.10%、18.50%。

表9：公司营业收入假设

单位：万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
铝箔制品业务						
营业收入	396,761	563,716	620,097	645,547	701,067	731,313
YOY (%)	0.94%	42.08%	10.00%	4.10%	8.60%	4.31%
业务成本	345,759	500,084	566,066	583,506	614,086	627,905
毛利率 (%)	12.85%	11.29%	8.71%	10.41%	10.69%	11.14%
毛利	51,002	63,632	54,031	67,197	74,912	81,440
洁净健康工程业务						
营业收入	40,925	59,620	58,384	61,304	63,449	65,353
YOY (%)	2.35%	45.68%	-2.07%	5.00%	3.50%	3.00%

业务成本	33,542	49,221	46,447	49,349	51,330	53,262
毛利率 (%)	18.04%	17.44%	20.45%	19.50%	19.10%	18.50%
毛利	7,383	10,399	11,938	11,954	12,119	12,090
合计						
营业收入	437,685	623,335	678,481	706,851	764,516	796,666
YOY (%)	1.07%	42.42%	8.85%	4.18%	8.16%	4.21%
业务成本	379,301	549,304	612,512	632,856	665,416	681,167
综合毛利率 (%)	13.34%	11.88%	9.72%	10.47%	12.96%	14.50%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6.2. 可比公司估值

我们选取目前与常铝股份业务相近或相似的公司万顺新材，华峰铝业，鼎胜新材作为可比公司。其中万顺新材、华峰铝业采用 wind 一致预测预期，可比公司 2024 年平均 PE 为 13 倍。

表10：可比公司估值表（元/股，倍）

代码	简称	当前股价		EPS (元)				PE			
		2023/9/19	总市值	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300057.SZ	万顺新材	6.69	60.87	0.22	0.31	0.46	0.60	39	22	15	11
601702.SH	华峰铝业	15.80	157.77	0.67	0.89	1.08	1.25	22	18	15	13
603876.SH	鼎胜新材	14.78	130.47	2.82	0.91	1.21	1.55	15	16	12	10
平均								25	17	13	11
002160.SZ	常铝股份	4.02	41.52	-0.47	0.35	0.55	0.76	--	11	7	5

数据来源：Wind，东吴证券研究所（万顺新材、华峰铝业采用 wind 一致预期）

我们预计公司营业 2023-2025 年营业收入分别为 70.69/76.45/79.67 亿元，归母净利润分别为 1.06/2.53/3.42 亿元，EPS 分别为 0.10/0.25/0.33 元，当前股价对应 PE 为 39.24/16.40/12.14 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

7. 风险提示

(1) 宏观经济增速放缓。若宏观经济增长不及预期，将导致铝加工产品需求发生较大波动，进而导致公司产销走弱，影响公司业绩提升。

(2) 原材料价格持续上涨的风险。如果铝锭价格上涨，成本加成模式下，公司成本或将承压，最终影响盈利水平。

(2) 产能释放过快的风险。若行业产能释放超预期，将导致市场供给过多，产品价格面临降价风险，影响公司业绩提升。

常铝股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,747	5,961	6,371	6,811	营业总收入	6,785	7,069	7,645	7,967
货币资金及交易性金融资产	1,377	1,299	1,713	2,415	营业成本(含金融类)	6,125	6,329	6,654	6,812
经营性应收款项	2,029	2,232	2,224	2,100	税金及附加	20	21	23	24
存货	2,140	2,215	2,218	2,085	销售费用	141	147	159	166
合同资产	0	0	0	0	管理费用	159	165	176	182
其他流动资产	201	215	216	211	研发费用	333	290	329	366
非流动资产	2,623	2,580	2,493	2,406	财务费用	130	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	12	11	12	14
固定资产及使用权资产	1,690	1,619	1,527	1,441	投资净收益	(2)	8	9	10
在建工程	65	80	93	101	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	149	142	134	127	减值损失	(249)	0	0	0
商誉	532	532	532	532	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	9	9	9	7	营业利润	(362)	137	326	440
其他非流动资产	178	199	199	199	营业外净收支	(2)	(1)	(2)	(2)
资产总计	8,371	8,541	8,865	9,218	利润总额	(364)	136	324	439
流动负债	4,465	4,595	4,665	4,676	减:所得税	8	30	71	96
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,772	2,688	2,688	2,688	净利润	(372)	106	253	342
经营性应付款项	986	1,264	1,286	1,268	减:少数股东损益	4	0	0	0
合同负债	483	361	391	407	归属母公司净利润	(375)	106	253	342
其他流动负债	223	282	300	313					
非流动负债	317	252	252	252	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.36)	0.10	0.25	0.33
长期借款	79	79	79	79					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	(31)	136	324	439
租赁负债	18	18	18	18	EBITDA	87	242	431	546
其他非流动负债	220	155	155	155					
负债合计	4,781	4,847	4,917	4,928	毛利率(%)	9.72	10.47	12.96	14.50
归属母公司股东权益	3,584	3,689	3,942	4,284	归母净利率(%)	(5.53)	1.50	3.31	4.29
少数股东权益	5	5	5	5					
所有者权益合计	3,589	3,694	3,947	4,289	收入增长率(%)	8.85	4.18	8.16	4.21
负债和股东权益	8,371	8,541	8,865	9,218	归母净利润增长率(%)	(461.20)	128.18	139.21	35.15

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(143)	128	426	715	每股净资产(元)	4.51	3.57	3.82	4.15
投资活动现金流	(178)	(57)	(13)	(13)	最新发行在外股份 (百万股)	1,033	1,033	1,033	1,033
筹资活动现金流	1,255	(152)	0	0	ROIC(%)	(0.54)	1.64	3.83	4.95
现金净增加额	938	(78)	413	703	ROE-摊薄(%)	(10.47)	2.87	6.42	7.98
折旧和摊销	118	106	107	107	资产负债率(%)	57.12	56.75	55.47	53.47
资本开支	(178)	(44)	(22)	(24)	P/E (现价&最新股本摊薄)	—	39.24	16.40	12.14
营运资本变动	(263)	(78)	74	273	P/B (现价)	0.89	1.13	1.05	0.97

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

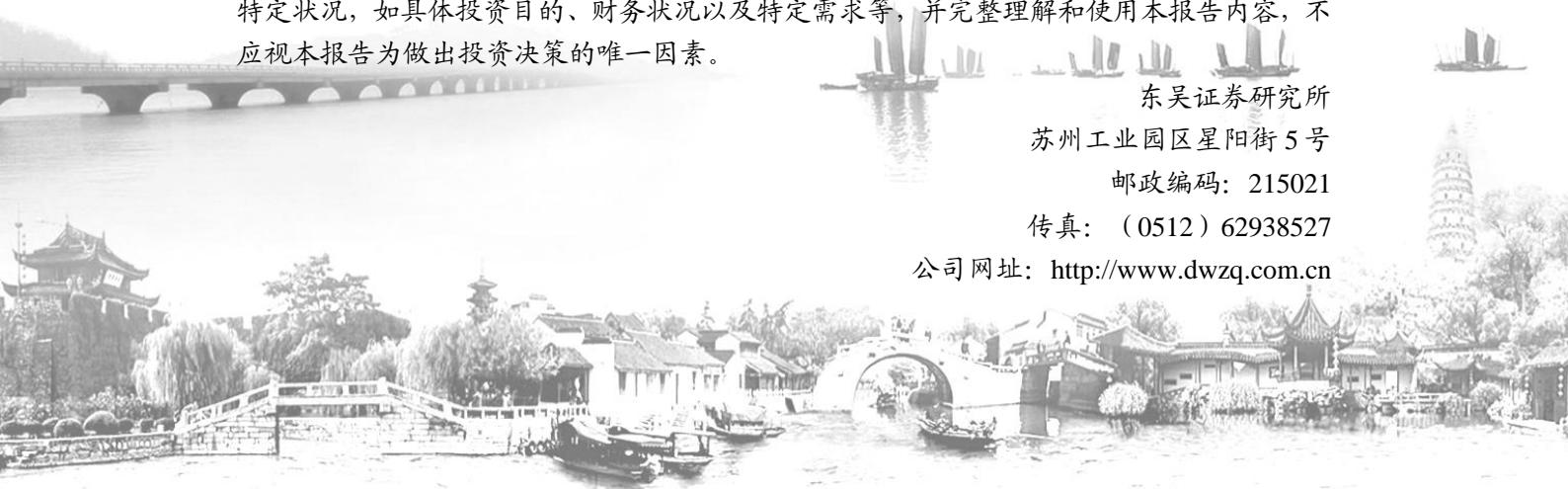
行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>