

传统业务稳健，国产替代下铝塑膜大有可为

紫江企业 (600210)

主要观点：

► 我们为什么看好紫江企业？

公司是国内包装行业领先企业，是塑料包装行业龙头，深耕包装领域，以饮料包装为核心，产业集群持续扩展。公司是最早布局铝塑膜业务的国内包装企业，参考日韩铝塑膜龙头大部分均由相同的产业背景发展壮大，紫江企业在铝塑膜产品的研发、原材料生产等领域均有较强的优势。目前公司的铝塑膜产品在耐电解液腐蚀、冲深、绝缘性、热封稳定性等关键指标已达到或接近日本同行水平，未来铝塑膜业务有望依托下游终端领域的新型消费电子产品、新能源用软包动力电池及储能电池等领域的应用普及推动而增长。我们认为随着公司产品的不断升级、动力电池铝塑膜国产化替代进程加快，公司业绩有望保持快速增长。

► 公司传统包装业务维持优势，盈利稳定性提高，市场份额有望扩大。

公司包装产业包括饮料包装、软包及新材料业务，在优质客户资源、产业链条、生产和销售网络布局、工艺技术、专业人才等诸多方面具有综合竞争优势。在疫情期间，公司仍与蓝月亮、联合利华、蒙牛等多家企业达成合作，包装行业市场份额进一步提升。此外，公司在疫情期间服务防疫物资，并借此契机取得了医疗战略客户，销售额猛增。在塑料包装领域，公司处于第一梯队，竞争力强，2020年公司主营产品产销率均维持在97%以上。未来饮料行业的持续发展决定了当前和以后较长时期的饮料包装业市场容量也将持续增长，为公司发展提供了重要动力和基本保障。随着下游产品结构调整以及新产品不断推出，对于包装需求也在升级，公司凭借综合优势，传统包装业务的市场份额有望持续扩大。

► 铝塑膜业务迅速增长，成为第二成长曲线。

公司是国内最早依靠自主研发进入铝塑膜行业的企业，如今已成功研发出采用环保工艺的第四代铝塑膜，实现了批量生产与销售，达到全领域应用。公司目前与数码类前十大电池厂中一半以上的客户已实现持续批量合作。2020年实现全年销量同比+37%，2021H1实现销量同比+88%，其中动力铝塑膜销量509万平米，同比+310%，动力类产品占比上升至48%。在未来，随着软包电池需求的扩大以及铝塑膜国产化替代进程的加快，铝塑膜业务将会成为公司业绩新的增长点。

投资建议：

我们看好紫江企业，公司作为国内包材印刷行业龙头，一直是可口可乐、百事可乐、联合利华等众多国内外知名企业的优秀供应

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	9.1
股票代码：	600210
52周最高价/最低价：	11.64/4.18
总市值(亿)	138.02
自由流通市值(亿)	138.02
自由流通股数(百万)	1,516.74



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

商，近两年 ROE 维持在 10% 以上。公司 2004 年开始组建铝塑膜团队，17 年更新至第四代，是国内最早研发铝塑膜工艺并具量产能力的企业，发展历程也最为接近日韩铝塑膜企业，具备成为国产铝塑膜龙头的条件。受益于国产替代以及下游新能源汽车行业的快速发展，叠加公司的新产能释放，业绩有望持续快速增长。我们预计 2021/2022/2023 年公司的营收分别为 91.67/103.69/122.47 亿元，EPS 分别为 0.42/0.51/0.63 元，对应 11 月 30 日的收盘价 9.1 元/股，PE 分别为 22.32/18.14/14.66X。首次覆盖，我们看好公司铝塑膜在新能源汽车领域的应用，紫江企业作为国产铝塑膜龙头公司确定受益，给予“买入”评级。

风险提示

1) 宏观经济波动导致下游需求不及预期；2) 原材料价格变动导致公司盈利能力下降；3) 新兴业务开拓不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,211	8,418	9,167	10,369	12,247
YoY (%)	2.2%	-8.6%	8.9%	13.1%	18.1%
归母净利润(百万元)	494	565	631	777	961
YoY (%)	14.2%	14.4%	11.7%	23.0%	23.8%
毛利率 (%)	20.2%	21.4%	21.2%	22.3%	23.5%
每股收益 (元)	0.33	0.37	0.42	0.51	0.63
ROE	10.0%	10.6%	10.6%	11.6%	12.5%
市盈率	28.50	24.91	22.32	18.14	14.66

资料来源：wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 公司概况:业务覆盖制造业和服务业两大板块.....	5
1.1. 公司深耕包装领域,蝉联上海包装企业 50 强榜首.....	5
1.2. 高毛利产品占比有所提升,产品结构优化升级.....	7
2. 传统业务:包装产业布局广,市场份额有望持续扩大.....	9
2.1. 包装业务:以饮料包装业务为核心,产业集群持续拓展.....	9
2.2. 塑料包装行业龙头,产能扩张、盈利稳定性提高,份额有望扩大.....	11
3. 新兴业务:国产替代的大背景下,铝塑膜业务大有可为.....	14
3.1. 铝塑膜市场长期被日韩公司把持.....	14
3.2. 动力电池是核心驱动因素.....	16
3.3. 国产化替代进程加快.....	20
3.4. 公司铝塑膜业务具有先发优势,分拆紫江新材料做强新兴业务.....	22
4. 盈利预测及投资建议.....	24
5. 风险提示.....	26

图表目录

图 1 本文核心逻辑.....	5
图 2 公司大事记.....	6
图 3 公司业务布局.....	7
图 4 公司股权结构（截止到 2021H1）.....	7
图 5 历年收入、净利及增速（亿元，%）.....	8
图 6 2020 年分产品收入及占比（亿元，%）.....	8
图 7 历年毛利率和净利率（%）.....	9
图 8 2020 年分产品毛利率（%）.....	9
图 9 紫江企业传统包装业务产业布局.....	10
图 10 紫江企业包装产业集群发展情况.....	11
图 11 塑料包装行业上市公司情况.....	12
图 12 公司属于塑料包装行业第一梯队.....	12
图 13 2020 年公司塑料包装产品现有产能及开工情况.....	12
图 14 毛利率与原油价格呈明显负相关（美元/桶，%）.....	13
图 15 公司主要产品及下游应用领域.....	13
图 16 中国软饮产量及增速（万吨，%）.....	13
图 17 中国软饮产量 YOY 及紫江企业营收 YOY（%）.....	13
图 18 2020 年人均 GDP 增长至 7.2 万元.....	14
图 19 中国能量饮料人均消费仅为 1.6 升.....	14
图 20 软包锂电池的两大技术方向.....	15
图 21 铝塑膜下游应用领域及相应的类型.....	15
图 22 解锁铝塑膜产业链.....	15
图 23 铝塑膜成本端占比情况.....	15
图 24 2020 年全球铝塑膜行业市场份额.....	16
图 25 业内主要公司营收和盈利能力对比.....	16
图 26 我国铝塑膜生产厂商存在的问题.....	16
图 27 铝塑膜生产工艺.....	16
图 28 2020 年全球软包锂电池出货量 107.7GWh.....	17
图 29 2020 年全球铝塑膜出货量 2.4 亿平方米.....	17
图 30 全球和中国智能手机出货量及增速.....	18
图 31 中国智能可穿戴出货量及增速（亿台，%）.....	18
图 32 2020 年新能源汽车产/销量为 136.6/136.7 万辆.....	19
图 33 2020 年新能源汽车产量占比上升至 5.42%.....	19
图 34 2020 年中国储能锂电池出货量 16.2GWh.....	20
图 35 2020 年中国电化学储能项目累计装机规模及 YOY.....	20
图 36 铝塑膜在软包电池成本结构中占比 17%.....	20
图 37 铝塑膜行业内主要公司情况.....	21
图 38 国产铝塑膜价较进口低 20%-30%（元/平方米）.....	22
图 39 国内铝塑膜市场特征.....	22
图 40 铝塑膜行业发展趋势.....	22
图 41 紫江新材料铝塑膜产品迭代升级情况.....	23
图 42 紫江新材料营收、净利及净利润率.....	24
图 43 公司增资扩股后持股主体情况.....	24
图 44 公司收入明细拆分.....	25
图 45 可比公司估值表.....	26

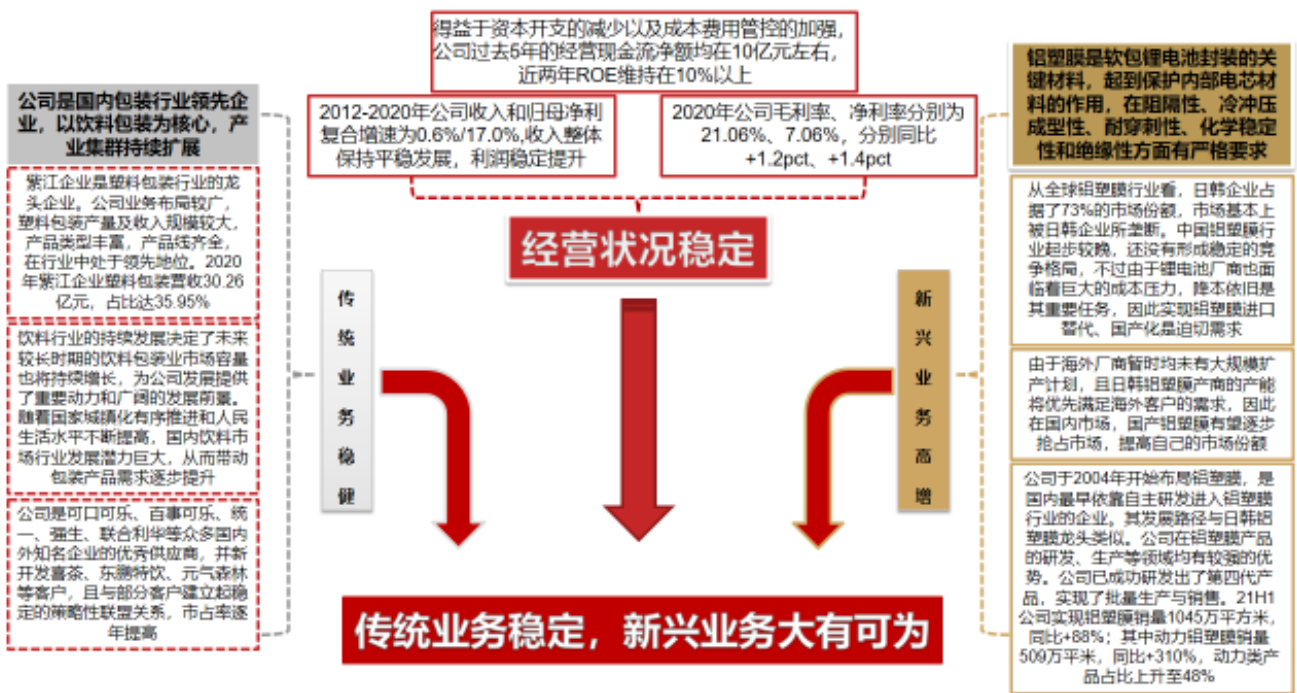
前言：推荐逻辑以及快速读懂紫江企业

紫江是国内包装行业领先企业，是塑料包装行业龙头，深耕包装领域，以饮料包装为核心，产业集群持续扩展。我们认为未来随着产品不断升级、铝塑膜国产化替代进程加快，公司业绩有望保持快速的成长。

传统包装业务有望实现持续稳定增长。公司包装业务稳健增长，薄膜、OEM 饮料、彩色纸包装印刷及塑料彩印等高毛利产品占比有所提升，产品结构不断优化，盈利能力稳定性持续提高。另一方面公司塑料包装业务有望依托自身产能扩展、下游软饮渗透率提升和塑料环保政策的推动实现市场份额的持续扩大。

铝塑膜业务顺势而上，持续放量。公司是最早布局铝塑膜业务的国内包装企业，21H1 公司的紫江新材料实现铝塑膜销量 1045 万平方米，同比+88%；其中动力铝塑膜销量 509 万平米，同比+310%，动力类产品占比上升至 48%。紫江新材料的铝塑膜产品在耐电解液腐蚀、冲深、绝缘性、热封稳定性等关键指标已达到或接近日本同行水平，未来铝塑膜业务有望依托下游终端领域的新型消费电子产品、新能源用软包动力电池及储能电池等领域的应用普及推动而增长。此外，公司拟分拆旗下子公司紫江新材料于创业板上市，实现锂电池铝塑膜业务的做大做强，分拆后将进一步巩固紫江新材料在锂电池铝塑膜领域的核心竞争力，促进公司可持续发展壮大。

图 1 本文核心逻辑



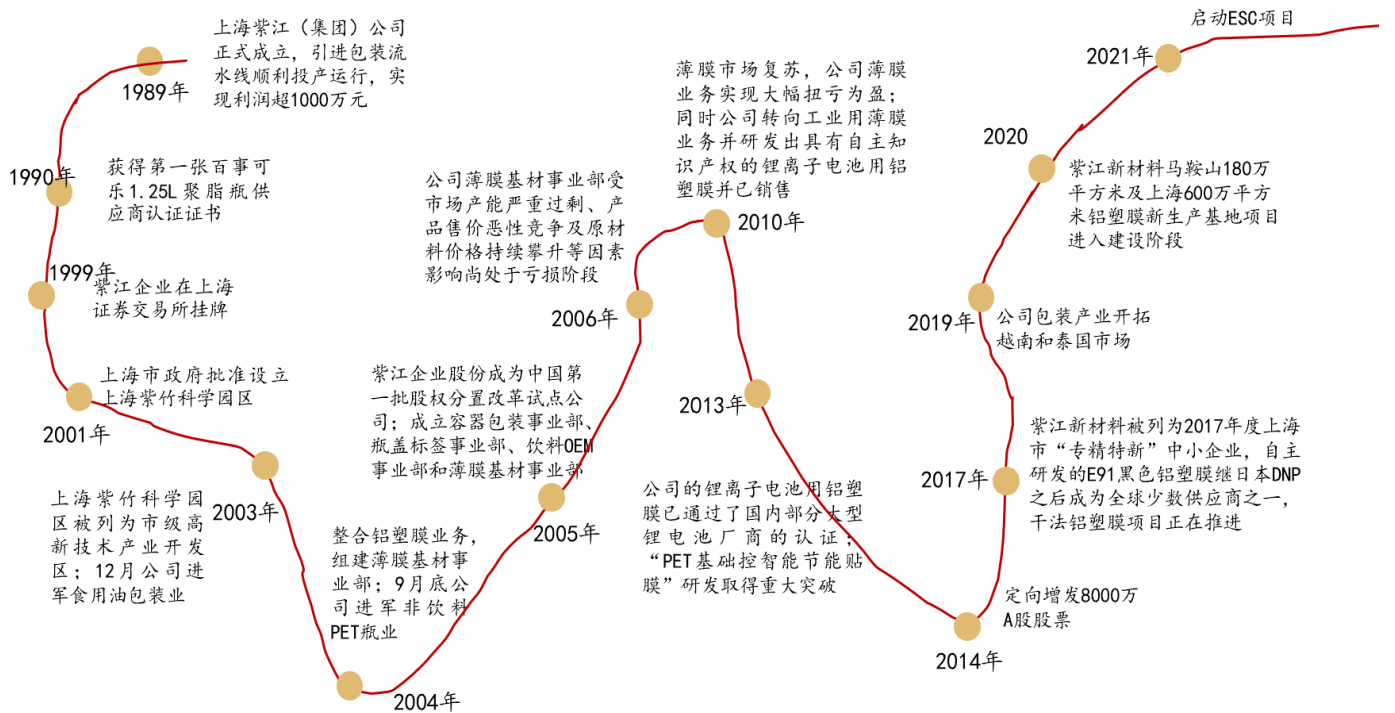
资料来源：华西证券研究所

1. 公司概况：业务覆盖制造业和服务业两大板块

1.1. 公司深耕包装领域，蝉联上海包装企业 50 强榜首

紫江企业成立于1989年，并于1999年8月在上海证券交易所挂牌上市，30多年来紫江企业构建了以包装业务为核心，快速消费品商贸业务、进出口贸易、房地产和创投业务为辅的产业布局，管控企业100余家，生产基地遍及全国20多个区域，在生产规模、技术水平、产品质量、销售收入及经济效益等各方面均处于业内领先地位，且蝉联上海包装企业50强榜首和中国印刷企业100强前列。2020年公司荣登“上海企业100强”第91位，“上海制造企业100强”第30位，“上海民营企业100强”第43位及“上海民营制造企业100强”第12位，旗下拥有“紫江企业”、“紫泉”、“紫日”、“紫江喷铝”等多个上海市著名商标。

图2 公司大事记



资料来源:公司公告,华西证券研究所

公司业务主要分为制造业和服务业两大板块。制造业板块：核心包装领域，公司主营生产和销售各种PET瓶及瓶坯、PP防盗盖、皇冠盖、塑料标签、喷铝纸及纸板、纸制品包装、BOPA薄膜、铝塑膜、工业用塑胶容器、镁合金产品及其他新材料，一直是可口可乐、百事可乐、统一、达能、强生、百胜、雀巢、联合利华等众多国内外知名企业的优秀供应商，并新开发喜茶、东鹏特饮、元气森林等客户，且与部分客户建立起稳定的策略性联盟关系，市占率逐年提高。新材料领域，公司积极顺应时代潮流，开发出锂电池铝塑膜等高科技产品，为同行业瞩目。**服务业板块：**创投方面，公司的紫竹高新区是中国唯一一家以民营经济为主题运作的国家高新区，也是上海科创中心建设重要承载区，高新区形成了以信息软件、数字视听、生命科学、智能制造、航空电子、新能源与新材料等六大主导产业，聚焦双创且不断加强科创体系建设，推进大学校区、配套区、园区的“三区联动”，目前高新区已建立起以紫竹创业孵化器、紫竹创业中心和小苗基金为核心主体的创新创业生态系统，为创业者持续提供创新创业服务。地产方面，公司于上世纪90年代进军房地产行业，拥有国家房地产开发一级资质，项目开发涵盖工业地产、商业地产和住宅地产等多个领域，打造了以“紫都·上海晶园”、上海万豪虹桥大酒店、虹桥商务大厦为代表的优质地产。

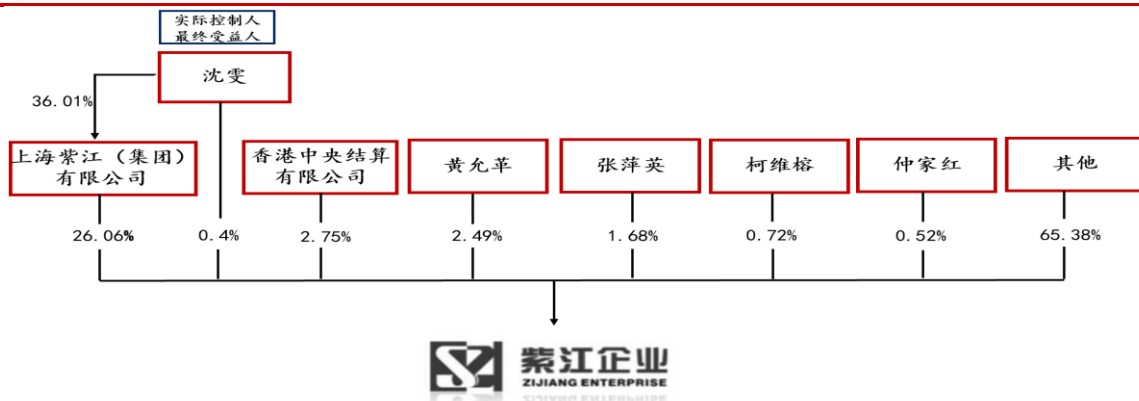
图 3 公司业务布局

	类型	产品/业务	客户/发展领域
制造业	饮料包装	PET瓶、瓶胚、塑料防盗盖、皇冠盖、标签、OEM罐装等	Coca-Cola, 可口可乐, 百事可乐, 统一企业, DANONE, 达能, 强生, 雀巢, KFC, 联合利华
	软包及新材料	铝塑膜、纸包装、喷铝纸及纸板、BOPA薄膜、镁合金产品及其他新材料	多用于食品、医药、日化、电子技术、通讯等领域
	商贸物流	紫江商贸: 物流-快速消费品的经销代销、城市配送及长途运输 紫江国贸: 一家有近20年国际贸易经验的进出口公司	公司立足于华东, 发展将延申华中、华北、华南等地区, 最终辐射全国。商贸物流产业集群将通过建立大型区域连锁网络体系, 丰富产品渠道形式, 为客户带来增值服务 全面提供优质的进出口代理服务、代理产品的市场营销及相关信息与技术咨询
	其他制造类投资	仪器仪表、模具、塑料容器、油墨、化学品	日本花王、DIC株式会社等跨国公司合作
服务业	房地产业务	住宅开发、酒店业、办公楼宇	香湖壹号, 广星南园, 上海万豪虹桥大酒店, 虹桥商务大厦
	创投业务		高新区已建立起以紫竹创业孵化器、紫竹创业中心、小苗基金为核心主体的创新创业生态系统

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

公司股权结构较为分散, 截至 2021H1, 公司第一大股东为上海紫江(集团)有限公司, 持股比例为 26.06%, 公司实际控制人为公司董事长、总裁沈雯先生, 其直接持股 0.04%, 通过上海紫江(集团)有限公司间接持股 9.38%。沈雯先生自公司成立至今 30 余年一直负责公司管理和运营工作, 具有优秀的管理经验; 此外, 公司管理层、高管平均学历为硕士, 大多数已在紫江企业任职十余年, 组织架构稳定, 行业经验丰富。

图 4 公司股权结构 (截止到 2021H1)



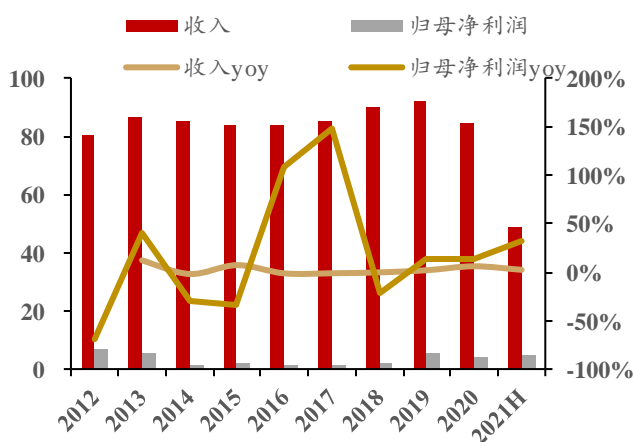
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

1.2. 高毛利产品占比有所提升, 产品结构优化升级

2020 年公司收入和归母净利润为 84.2/5.7 亿元, 分别同比-8.61%/+14.37%; 2021 前三季度, 公司收入和归母净利润为 72.73/4.3 亿元, 分别同比+4.38%/-2.27%。公司净利润同比略有下滑, 主要是因为公司房地产子公司缴纳的土地增值税增加导致税金及附加大幅增加, 同时公司研发投入增加也导致了公司研发费用率的提升。回顾公司历史, 2012-2020 年公司收入和归母净利润复合增速为 0.6%/17.0%, 收入整体保持平稳发展, 利润有稳定提升。2012-2016 年在中国经济增速放缓的大背景下, 面对原材料

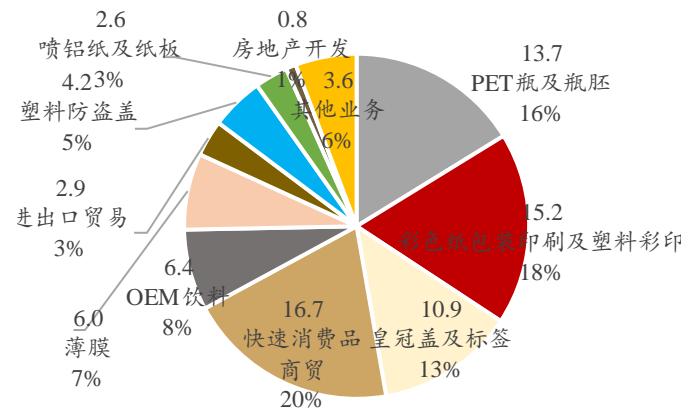
价格攀升、下游饮料行业增长疲软、行业竞争加剧及市场多变等不利因素影响，公司积极开拓新市场，及时调整产品结构，并不断培养中小客户和开发新产品，实现营收的平稳发展。2016 年公司建立了以 EVA 为绩效评估核心的管理思路，整合运输资源并与专业能源管理公司合作积极推动节能减排项目降低单位能耗，实现归母净利润同比+108.9%。2017 年公司的紫江新材料铝塑膜销量实现大幅突破，紫东尼龙、紫燕合金全年保持满载运转，软包装产业集群的优异表现抵消了饮料行增速下滑对饮料包装产业集群的影响，维持了公司主营业务平稳；归母净利润同比+147.8%，主要为转让所持有的上海威尔泰工业自动化股份有限公司 12.11%股份获得较多投资收益所致。2018 年国内宏观经济下行压力持续加大，经济增速创历史新低，用工及原材料价格上涨，实体经济面临诸多困难，公司净利有所下滑。此后，随着持续创新、客户拓展及产能扩张，公司营收在保持稳定的基础上有低个位数增长，2020 年疫情影响下增速转负，随着疫情好转 21H1 增速提升至 10.3%。

图 5 历年收入、净利及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 2020 年分产品收入及占比（亿元，%）

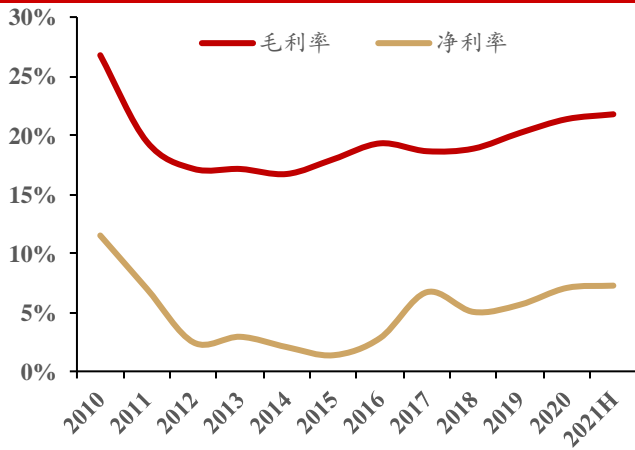


资料来源：公司公告，华西证券研究所

分产品来看，PET 瓶及瓶胚、彩色纸包装印刷、快速消费品商贸及皇冠盖及标签是公司主要的利润来源，2020 年公司 PET 瓶及瓶胚、彩色纸包装印刷、快速消费品商贸、皇冠盖及标签分别为 13.7、15.2、16.7、10.9 亿元，占营收比重分别为 16%、18%、20%、13%，合计占比约为 67%。

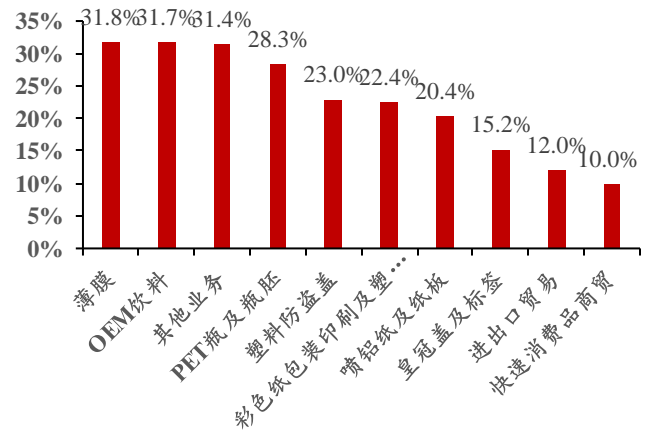
2012-2020 年公司整体毛利率在 17-22%左右波动，整体净利率在 1%-7%左右波动。分产品来看，2020 年公司薄膜、OEM 饮料、其他业务、PET 瓶及瓶胚、塑料防盗盖、彩色纸包装印刷及塑料彩印、皇冠盖及标签、进出口贸易、快速消费品商贸的毛利率分别为 31.8%、31.7%、31.4%、28.3%、23.0%、22.4%、20.4%、15.2%、12.0%、10.0%，其中薄膜、OEM 饮料、PET 瓶及瓶胚、塑料防盗盖、彩色纸包装印刷及塑料彩印等产品毛利率较高；2020 年公司毛利率、净利率分别为 21.06%、7.06%，分别同比+1.2pct、+1.4pct，毛利率提升主要由于产品结构调整，毛利率较高的薄膜、OEM 饮料、彩色纸包装印刷及塑料彩印产品占比提升所致。得益于资本开支的减少以及成本费用管控的加强，公司过去 5 年的经营现金流净额均在 10 亿元左右。

图 7 历年毛利率和净利率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 2020 年分产品毛利率 (%)













资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 传统业务：包装产业布局广，市场份额有望持续扩大

2.1. 包装业务：以饮料包装业务为核心，产业集群持续拓展

公司包装产业包括饮料包装产业集群和软包及新材料产业集群，主要产品为 PET 瓶及瓶坯、皇冠盖、塑料防盗盖、标签、喷铝纸及纸板、彩色纸包装印刷、薄膜等包装材料及饮料 OEM 等，公司在客户资源、产业链条、生产和销售网络布局、工艺技术、专业人才等诸多方面具有综合竞争优势，注重股东回报且能够切入新技术包装，在行业中居于前列。

图9 紫江企业传统包装业务产业布局

事业部		业务	
饮料包装产业集群	容器包装事业部	产品涉及各种规格PET瓶坯、碳酸饮料瓶、热灌装饮料瓶、矿泉水瓶、啤酒瓶和食用油瓶。	
	瓶盖标签事业部	主要从事皇冠盖、各类标签、PE彩膜等的生产和销售，皇冠盖主要使用于玻璃瓶装的酒业与饮料业，公司的瓶盖标签事业部是国内最大的皇冠盖供应商。下属公司有上海紫泉包装有限公司（国内较大的皇冠瓶盖专业生产企业）和上海紫泉标签有限公司（中国最大的标签生产企业之一）。	
	饮料OEM事业部	饮料代工业务，以运动饮料、果粒饮料罐装为主，是公司为整合包装供应链并加以延申的产业。其下属公司紫泉饮料整合了紫江企业的集团资源，为国际国内知名品牌客户提供整体的服务，包括包装材料、吹瓶和饮料罐装。	
	上海紫日包装有限公司	主要产品为用于罐装饮用水、含汽水、茶饮料、果汁和调味品等塑料PET瓶用的高品质塑料防盗盖，产品为可口可乐、百事可乐、统一集团、三得利等国内外著名品牌选用，还远销欧美、日本、东南亚等海外市场。	
公司		业务	
软包及新材料产业集群	上海紫江彩印有限公司	从事各种软包装材料激素与产品的研究、开发、生产与销售，专门为食品、医药、日化、农药等行业提供印刷精美的塑料包装。产品形式为自动包装卷材，成品袋，塑料片材。	
	上海紫东化工材料有限公司	生产世界领先技术薄膜产品的合资公司，目前东洋纺绩株式会社已将其研发的双向逐次拉伸尼龙薄膜（BOPA）产品的技术工艺全面引进至中国，由公司进行研发生产及销售。	
	上海紫华企业有限公司	主要生产各类高档PE流延压纹膜、透气性薄膜、离型原膜、打孔原膜等，产品用于妇女卫生巾、护垫、尿片、医用复合材料等卫生用品方面，主要客户为国内外知名品牌企业，部分产品出口亚太、拉美等国家。	
	上海紫江喷铝有限公司	中国最大的真空喷铝包装材料制造企业之一，年生产各种镀铝及镭射产品超10亿平方米，年产值超5000万美元。所生产的产品主要用于国内各大烟厂及一些国际知名品牌的精美包装，包括杭州卷烟厂、武汉烟草集团公司、上海烟草集团公司、百威啤酒、飞利浦家电产品、摩托罗拉手机、高露洁牙膏等。	
	上海紫丹印务包装有限公司	是紫江企业与丹麦发展中国国家工业化基金会共同投资组建的一家纸包装、广告宣传品印刷的专业工厂，配备了海德堡、罗兰等当今世界现金的成套印刷流水线，肯德基、飞利浦、索尼、柯达、通用汽车、和路雪、罗氏制药等一大批世界知名企业成为了紫丹印务值得信赖的朋友。	
	上海紫燕合金应用科技有限公司	主要从事镁合金精密成型技术的研究和应用，应用在现代电子技术产品、汽车零部件、通讯产品和家电产品等领域。	

资料来源：公司官网、公司公告，华西证券研究所

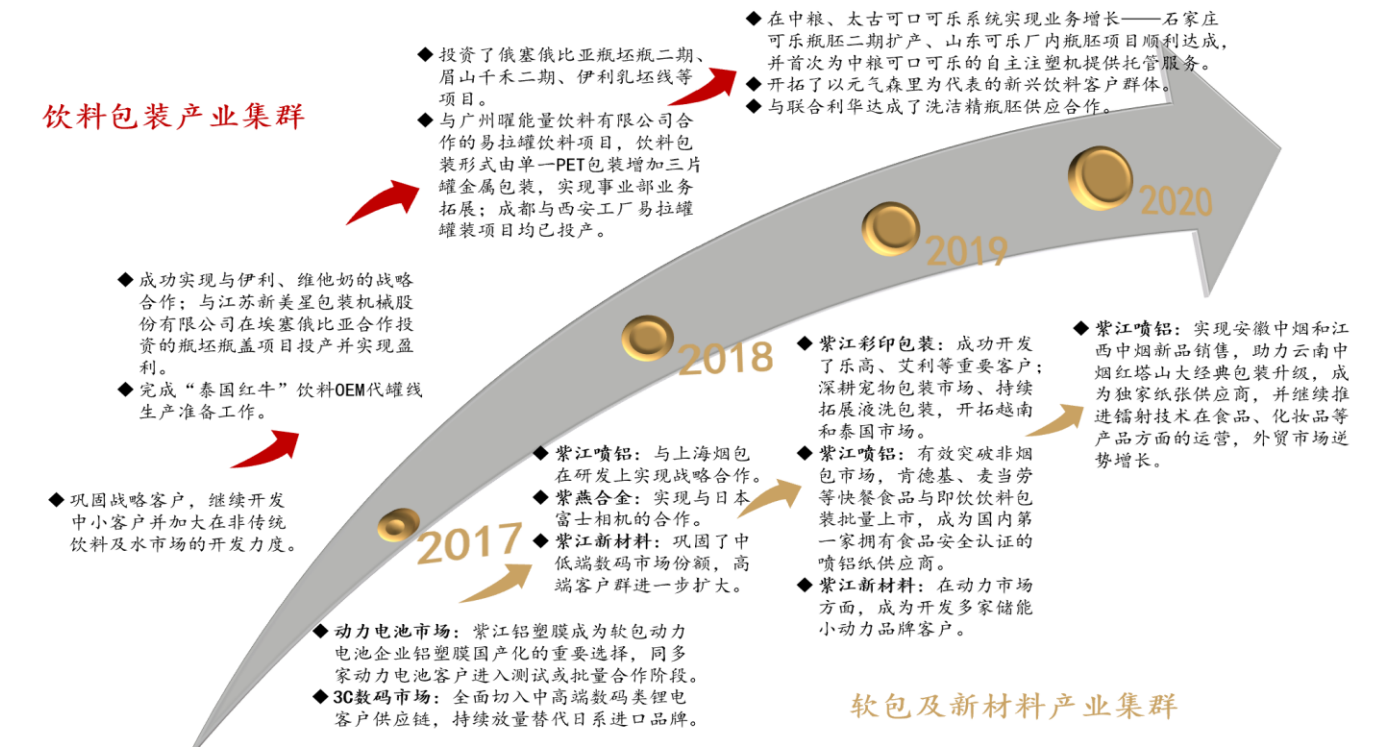
饮料包装业务板块生产产品涵盖 PET 瓶及瓶坯、皇冠盖、塑料防盗盖、标签、OEM 罐装等，目前公司的产品线包括传统的不含气饮料生产线、碳酸饮料生产线、易拉罐生产线等，产品可以覆盖到水、碳酸饮料、果汁饮料、茶饮料、功能性饮料等，同时还开发投产了酱油瓶项目、乳坯项目、洗手液项目等。2020 年疫情下，公司凭借优异的生产管理优势保障了以蓝月亮洗手液为代表的日化清洁产品供应，并由此形成了良好的示范效应，与联合利华达成了洗洁精瓶胚供应合作，进一步拉升了日化产品的市场份额；在乳品领域方面实现了与蒙牛等乳品企业合作的达成；在调味品包装市场，千禾二期连线顺利投产，三期连线项目正在规划；瓶盖标签高端产品占比持续增高并首次实现产品出口。2021H1 公司在巩固战略合作伙伴关系的同时也不断优化项目和做好产品研发，进而为开拓新客户、新市场打下良好基础，实现了销量和利润的双增长。

公司软包业务板块生产产品涵盖彩色纸包装印刷、锂电池铝塑膜、喷铝纸及纸板、BOPA 薄膜及其他新材料，多用于食品、医药、日化、电子技术、通讯等领域。2020 年面对市场变化反应迅速，公司扩大了医疗板块市场，紫华企业加大传统产品附加值的同时，疫情期间 3 条透气膜生产线全部服务防疫物资，并借此契机取得了医疗战略客户，全年销售额增长率达 67%。2020 年公司纸包装事业部培育了麦当劳、乐高乐亿滋 3 家战略客户，新客户同比增长 21%，在重点开发的纸杯、纸袋、化妆品领域，开

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

拓了TST、花西子等优质新客户。2021H1 公司纸包装事业部所属的上海紫丹食品包装印刷有限公司自行研发的纸塑结合的环保餐盒（百优盒）已实现小批量供应。此外，紫江彩印不断开发出新产品，如无溶剂复合、新型直线易撕包装、儿童防盗拉链袋、宠物重包装滑块拉链袋、全烯烃复合包装等产品，为客户提供更多选择。

图 10 紫江企业包装产业集群发展情况

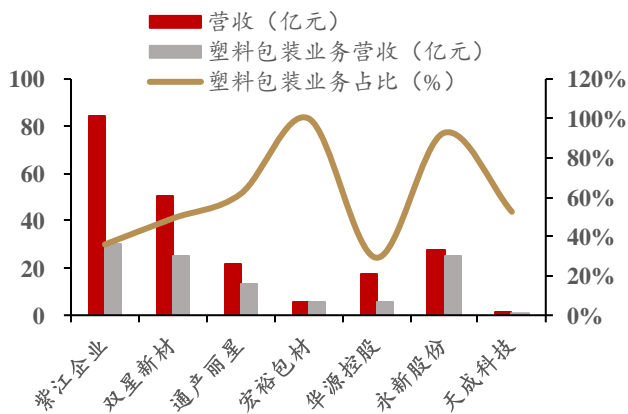


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2. 塑料包装行业龙头，产能扩张、盈利稳定性提高，份额有望扩大

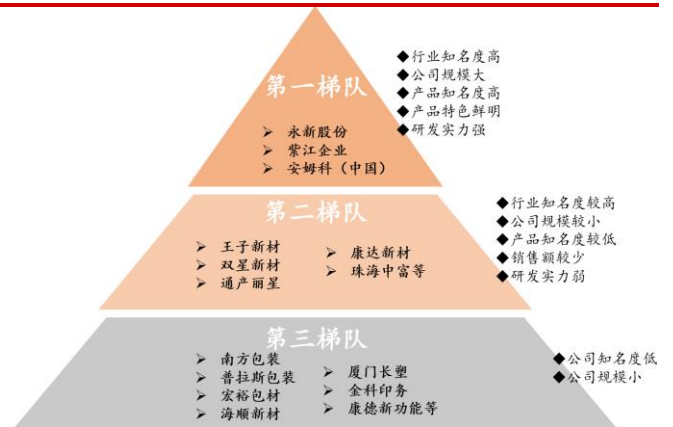
紫江企业是塑料包装行业的龙头企业，公司塑料包装业务主要包括 PET 瓶及瓶坯、塑料防盗盖、OEM 饮料及薄膜。在塑料包装行业中，紫江企业的业务布局较广，塑料包装产量及收入规模较大，产品类型丰富，产品线齐全，在行业中处于领先地位。2020 年紫江企业塑料包装营收 30.26 亿元，占比达 35.95%；此外，双星新材和永新股份塑料包装业务收入规模也较大，处于行业第一梯队，也具有较强的竞争力。

图 11 塑料包装行业上市公司情况



资料来源：各公司公告，前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 12 公司属于塑料包装行业第一梯队



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

2020年在紫江企业的塑料包装产品中，PET瓶、PET瓶坯和塑料防盗盖产品产销量有所下降，其他产品产销量都有所上升，其中薄膜产、销量分别为2.7万吨和2.6万吨，分别同比增长36.23%和37.90%。产销率方面，公司各塑料产品产销率均趋于饱和，甚至供不应求，2020年公司PET瓶、PET瓶坯、塑料标签、薄膜、塑料防盗盖、OEM饮料产销率分别为99.9%、98.2%、97.0%、97.0%、98.0%、101.0%，均维持在97%以上水平，趋于饱和。2020年公司有PET瓶、PET瓶坯、塑料标签、薄膜及塑料防盗盖等多个塑料包装相关的在建产能，都计划在2021年完工，届时公司塑料包装产品产能将有所提升，预计将带动塑料包装业务进一步扩大发展。

图 13 2020 年公司塑料包装产品现有产能及开工情况

主要产品	生产量/同比增速	销售量/同比增速	产销率	设计产能	产能利用率	在建产能	投资额 (万元)	预计完工时间
PET瓶(亿只)	36.25/-3.95%	36.21/-4.08%	99.89%	78.6	46%	重庆包装日化连线项目	739	2021年
PET瓶坯(亿只)	89.54/-0.08%	87.93/-1.01%	98.20%	111.5	80%	石家庄二期瓶坯项目	287	2021年
塑料标签(亿米)	5.72/8.75%	5.55/13.96%	97.03%	10.91	52%	广东紫泉标签新建一条凹印机	111	2021年
薄膜(万吨)	2.70/36.23%	2.62/37.9%	97.04%	3.22	84%	紫江新材料投资一台涂布线	243	2021年
塑料防盗盖(亿只)	110.6/-11.39%	108.4/-10.92%	98.01%	172.8	64%	紫日新增两条压盖线	778	2021年
OEM饮料(亿瓶)	10.72/2.39%	10.78/3.85%	100.56%	26.11	41%	/	/	/

资料来源：公司公告，华西证券研究所

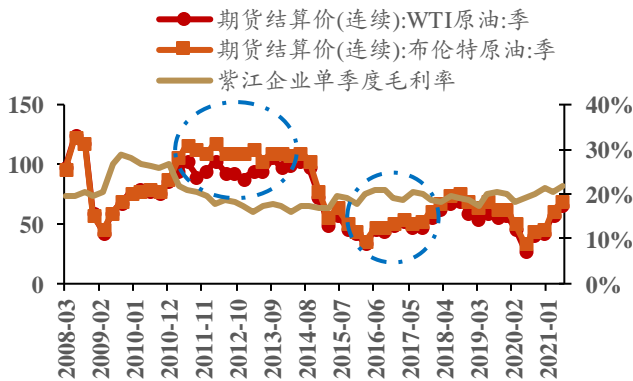
公司的盈利能力受上游原料价格影响，其毛利率与原材料原油价格呈明显的负相关。公司上游原材料如PET、PE、OPP及PVC等薄膜粒子均属于石油衍生品，回看历史，当油价出现持续下跌时，公司盈利能力则处于持续上升通道，紫江企业的盈利水平见顶时间与石油价格见底的时间基本同步，但盈利水平见底的时间较油价高位稍有滞后，我们分析主要为公司原料端的储备具有前瞻性，在原油低位时会扩充原料储备量，以备生产之需；其次是在下游客户端具有较高议价能力，客户稳定且定价方面具有较高的主动权。

回溯历史油价和公司毛利率，2016年3月前公司毛利率和油价走势呈明显的反向波动，2017年油价开始持续反弹直至2018年9月，然后缓慢回落并于2020年疫

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

情下出现较大幅度的下跌，而这区间公司毛利率并没有出现较明显的波动，更多呈现出季节性波动；其次是2020年下半年以油价持续上行，但公司盈利能力也一直处于上升通道，我们分析主要是近年来公司通过改善业务结构，围绕主业发展多元化产品结构，增加其他包装产品在公司业务结构中的比重，以降低对饮料行业的依赖，导致公司毛利率走势和原油价格关联性减弱；其次通过进行技术升级降低原材料耗用量，并采用来料加工、收取加工费等方式减少原料端价格波动影响，长期看，随着产品格局和技术的持续优化，公司的业绩弹性和成长潜力有望进一步释放。

图 14 毛利率与原油价格呈明显负相关（美元/桶，%） 图 15 公司主要产品及下游应用领域



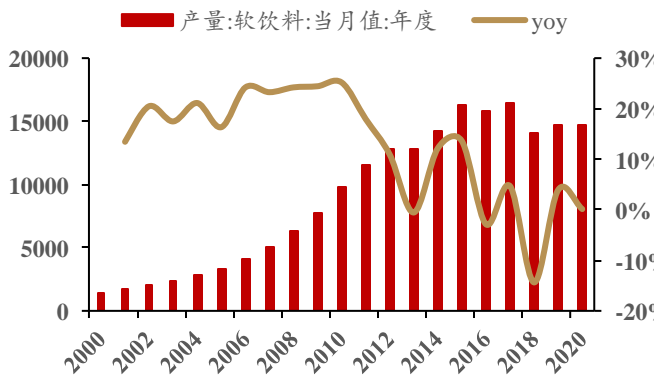
资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

产品	所属细分行业	主要上游原材料	主要下游应用领域	价格主要影响因素
PET瓶及瓶坯	食品包装	PET切片	饮料包装	石油价格
皇冠盖及标签	食品包装	马口铁/PE切片/OPP 薄膜PET/薄膜PVO薄膜	啤酒瓶/食品塑料包装	马口铁价格/石油价格
喷铝纸及纸板	包装	白卡纸	社会产品包装	原纸价格
薄膜	包装	PE切片/PA切片	卫生用品/食品包装	石油价格
塑料防盗盖	食品包装	PE切片	饮料包装	石油价格
彩色纸包装印刷	食品包装	白卡纸/灰板纸	食品包装/社会产品包装	原纸价格
OEM饮料	食品包装	PET瓶、瓶盖、标签 标签	食品包装	饮料市场行情

资料来源：公司公告，华西证券研究所

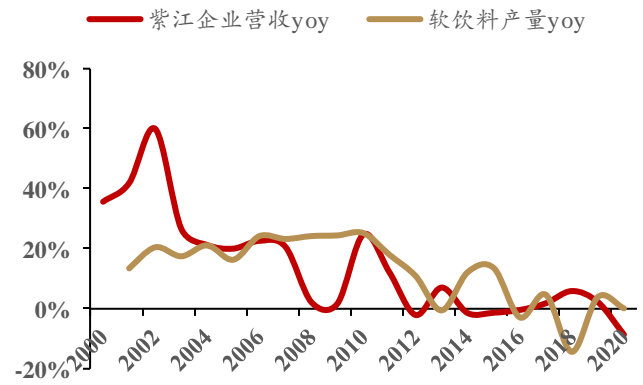
从下游驱动力来看，公司核心业务涉及包装业务下的饮料包装行业、快速消费品包装行业及薄膜行业等细分行业，其中饮料包装行业为公司主要所属行业；从下游软饮产量、增速及公司营收增速可以发现二者波动存在较高的相关性，2010年前，软饮产量一直处于稳步增长态势，2016-2020年中国软饮产量复合增长21%至9787万吨，受益于下游软饮需求扩张，公司营收增速也相对较高，但自2016年起，软饮产量增长趋于稳定甚至出现小幅下降，公司营收增速也随之趋于稳定。

图 16 中国软饮产量及增速（万吨，%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 17 中国软饮产量 YOY 及紫江企业营收 YOY (%)



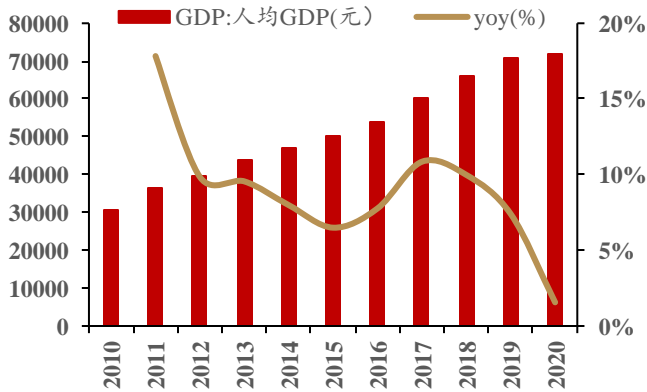
资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

饮料行业的持续发展决定了当前和以后较长时期的饮料包装业市场容量也将持续增长，为公司发展提供了重要动力和基本保障。未来随着饮料行业产品结构的调整以及新产品的不断推出，饮料包装也将有更广阔的发展前景。1) 随着国家城镇化有序推进和人民生活水平不断提高，国内饮料市场行业发展潜力巨大。我国人均GDP由2010年的3.1万元复合增长8.9%至2020年的7.2万元，提升迅速，未来随着经济增长和消费升级，食品饮料等快速消费品市场将会持续扩大，从而带动包装产品需

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

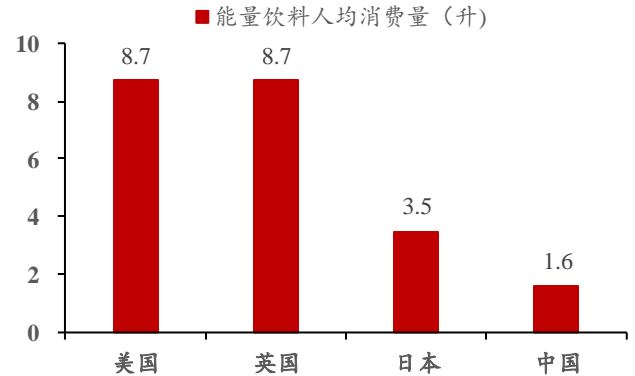
求逐步提升。2) 目前我国饮料行业消费量尚低于世界平均水平, 据华经产业研究院数据, 2020 年中国能量饮料人均消费量仅为 1.6 升, 而美国、英国和日本分别为 8.7 升、8.7 升、3.5 升, 远超中国, 未来我国功能饮料人均消费量有望持续提升。

图 18 2020 年人均 GDP 增长至 7.2 万元



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 19 中国能量饮料人均消费仅为 1.6 升



资料来源: 华经产业研究院, 华西证券研究所

此外, 绿色、低碳、环保将是未来包装行业发展的主轴, 目前公司以产品环保化为出发点, 以纸包装事业部“纸塑结合成型的可降解环保包装容器”项目开发为契机, 以新产品环保餐盒为首推, 打开市场渠道及产品规模, 持续以技术推动产品升级。随着近年来国家限塑令、环保税、废塑料利用等条例持续出台, 塑料包装行业逐渐向绿色环保方向转型发展, 这势必会造成中小企业的环保成本持续提升, 叠加大企业在客户和市场资源等多方面的深度绑定, 行业门槛将会被抬高, 大量不环保的小企业将会被淘汰出局, 行业格局持续优化, 市场份额将向优势企业集中。包装行业也会随着下游企业在自身行业的集中而集中, 公司作为塑料包装行业第一梯队, 其议价能力和市场份额有望得到进一步的提升。

3. 新兴业务: 国产替代的大背景下, 铝塑膜业务大有可为

3.1. 铝塑膜市场长期被日韩公司把持

铝塑膜是软包锂电池封装的关键材料之一, 起到保护内部电芯材料的作用, 在阻隔性、冷冲压成型性、耐穿刺性、化学稳定性和绝缘性方面有严格要求; 其具备质量轻、厚度薄、外形设计灵活等优势, 广泛应用于军事、医疗、电动工具等相关产品中。铝塑膜主要有 88 μm 、113 μm 和 152 μm 三种厚度, 前两款的铝塑膜主要用于制造 3C 用品, 其中 88 μm 适用于薄型化数码电池, 113 μm 适用于 3C 移动电池; 而厚度为 152 μm 的铝塑膜对生产工艺要求更高且价格更贵, 主要用于新能源汽车动力电池领域和工业储能动力电池等。

铝塑膜产业的发展主要顺应了下游锂离子电池的发展趋势, 锂离子电池不仅能够满足消费电子产品小型化、轻薄化的需求, 还可满足动力电池及储能领域对高密度、大充放电倍率的需求, 锂离子电池行业的快速发展带动了锂离子电池用铝塑膜产品市场需求的快速增长。

图 20 软包锂电池的两大技术方向



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

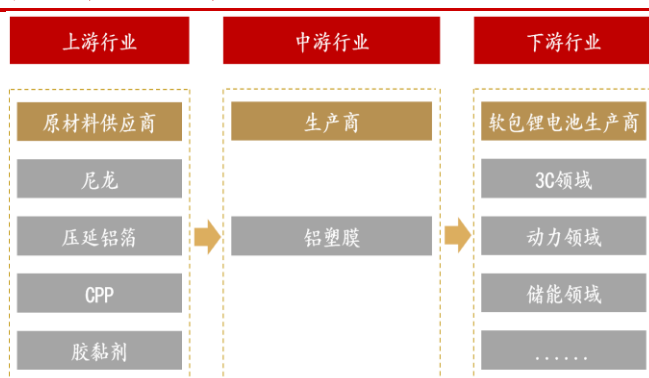
图 21 铝塑膜下游应用领域及相应的类型

类型	应用产品	铝塑膜类型
3C消费电子铝塑膜	手机等电子产品	88 μm (薄型化数码电池)、113 μm (3C移动电池)
动力软包铝塑膜	新能源汽车	152 μm (动力电池)
储能铝塑膜	储能电站	-
其他类铝塑膜	可穿戴设备、无人机储能设备	-

资料来源：头豹产业研究院，华西证券研究所

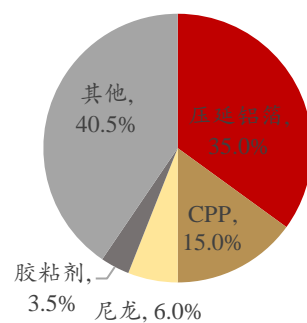
铝塑膜行业产业链的上游主要是尼龙、压延铝箔、CPP、胶粘剂等原材料供应商，中游为铝塑膜生产企业，下游则是软包锂电池生产商，其终端对应领域包括 3C 消费电子、新能源汽车、电动工具及储能电站等。从上游供给端来看：压延铝箔、CPP、尼龙、胶粘剂成本分别占铝塑膜产品售价的 35%、15%、6%、3.5%，原材料成本合计约占铝塑膜售价的 60%，其中占比最大的为压延铝箔和 CPP。部分中低端铝塑膜和全部高端铝塑膜所需原材料都依赖进口，生产设备也严重依赖进口，极大削弱了国内铝塑膜厂商的盈利能力，其面临的瓶颈主要包括：1) 铝箔表面处理工艺落后、污染大，铝箔的水处理工艺会产生“氢脆”导致国产铝塑膜耐折度差，压延铝箔在产品性能不及日本等优质企业。2) 国产 CPP 膜在生产工艺上主要采用淋膜机淋涂，与高导热的铝箔表面复合时易产生卷曲和层状结晶。3) 尼龙层主要由 BOPA 膜组成，高端铝塑膜用 BOPA 产品依赖进口；国产的胶粘剂配方技术不足容易导致产品出现分层剥离的现象，胶粘剂也大部分依赖进口。综上，国产原材料只适用于中低端 3C 消费电子铝塑膜，而高端 3C 消费电子铝塑膜和动力软包电池铝塑膜所用的原材料仍然由国外企业提供，高端产品依赖进口程度较高。

图 22 解锁铝塑膜产业链



资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

图 23 铝塑膜成本端占比情况

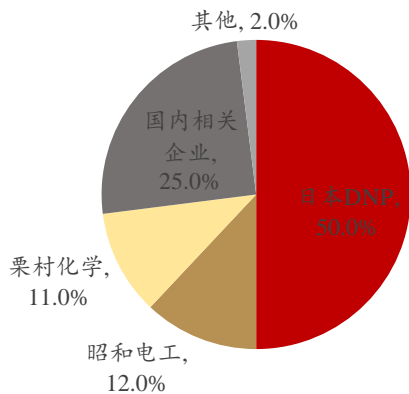


资料来源：头豹产业研究院，华西证券研究所

铝塑膜企业关键原材料依赖进口、国产率低，部分性能需进一步验证等原因导致中游铝塑膜企业对上游原材料供应商的议价能力较低，尤其对国外原材料进口商的议价能力更低。中国铝塑膜行业起步较晚，还没有形成稳定的竞争格局，整个市场还是以进口产品为主。从全球铝塑膜行业看，日本 DNP 以 50% 的市占率位居第一，其次是日本昭和电工和韩国栗村化学，分别占比 12% 和 11%，日韩企业占据了 73% 的市场份额，市场基本上被日韩企业所垄断。据 EVTank 数据，中国企业新纶科技收购了日

本 T&T 铝塑膜业务获全球第四份额，其余的国产化企业包括紫江企业、璞泰来、明冠新材、道明光学等尽管占比快速提升，但仅占 25%。产品性能上看，DNP 主要使用热法工艺，在耐酸性能上较昭和电工更稳定，因此一些头部客户偏向于使用 DNP 的产品；昭和电工采用干法工艺，也是第一个开发铝塑膜产品的公司，其产品优势在于成型能力强，在冲坑要求高的数码产品方面具有相对优势。新纶科技依靠并购的技术和生产线，部分产品性能上和昭和较接近且在动力市场上具有较高的市占率。紫江企业和 DNP 一样主攻热法产品，在耐酸和稳定性上较优异，在国内基本处于龙头地位，盈利能力稳步提升且处于行业领先水平。

图 24 2020 年全球铝塑膜行业市场份额



资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

图 25 业内主要公司营收和盈利能力对比

公司	20年/21H1 铝塑膜营收 (亿元)	20年/21H1 铝塑膜毛利率 (%)
紫江新材料	2.32/1.85	18.82%/17.25%
明冠新材	0.46/0.39	22.63%/-
璞泰来	0.94/-	24.12%/-
道明光学	-/0.17	-/24.06%

资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

生产工艺上铝塑膜可分为干法和热法。干法生产工艺是日本昭和和日本索尼共同研发出来的，由于索尼的电解液是固态的，不需要铝塑膜耐电解液性能，因此日本昭和的干法工艺中使用到了接着剂，而接着剂的耐电解液性能比较差，这在一定程度上影响了锂电池铝塑膜的使用寿命。主要优点是冲深性能好，能满足大部分聚合物锂离子电芯的要求。热法生产工艺是由日本 DNP 和日本尼桑公司为了生产汽车用电芯而共同开发的铝塑膜产品，在耐电解液性能方面优于日本昭和。热法在生产过程中采用了 MPP，MPP 是一种改性 PP，也叫酸性 PP、MPP 具有较高的热贴合性能，因此在锂电池铝塑膜的生产中铝箔层和 CPP 膜之间可以不使用接着剂。

图 26 我国铝塑膜生产厂商存在的问题



资料来源：华经产业研究院，华西证券研究所

图 27 铝塑膜生产工艺

对比	干法铝塑膜	热法铝塑膜
🏠 工艺	铝箔和流延聚丙烯膜之间用传统胶黏剂复合而成	铝箔和流延聚丙烯膜之间热熔胶黏树脂粘后，在缓慢升压的条件下热合成
✅ 优点	冲深性能和外观较好（杂质、针孔鱼眼少）	耐电解液性强、生产效率高、成本低
❌ 缺点	工艺流程复杂、操作难度大、耐电解液性相较于热法要差	冲深性能较干法差
🏭 应用领域	手机电池、MP3、MP4 等高能量密度电池，及电动车、航模等大倍率、高容量动力电池	
🏢 代表厂商	昭和电工 无气 (25μ) 低黏剂 (2-3μ) 铝层 (40μ) 低黏剂 (2-3μ) 聚丙烯树脂 (40μ)	大日本印刷 DNP 无气 (25μ) 低黏剂 (2-3μ) 铝层 (40μ) 低黏剂树脂膜 (15μ) 聚丙烯树脂 (40μ)

资料来源：电池联盟网，华西证券研究所

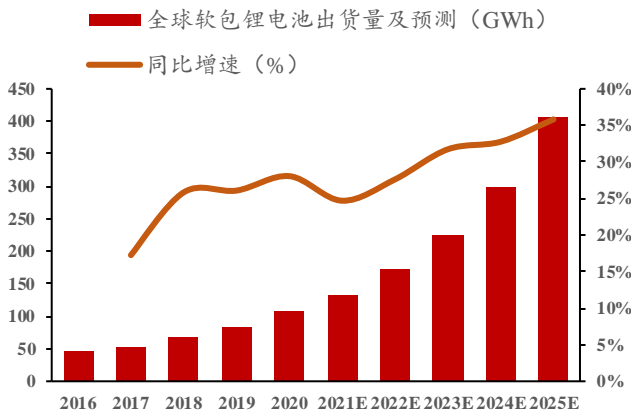
3.2. 动力电池是核心驱动因素

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

下游需求是促进铝塑膜行业发展的核心动力，由于软包电池具有设计灵活、重量轻、内阻小、不易爆炸、循环次数多、能量密度高、延展性好等特点，随着智能手机和平板电脑的普及和快速发展，及其在新能源汽车、两轮车、储能等领域逐步应用，锂电池需求不断将增加，将带动锂电池封装核心材料铝塑膜需求的大幅度增加。

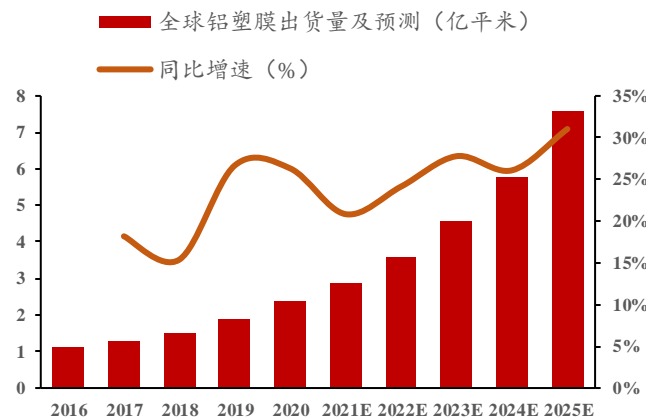
从需求端看，根据 EVTank 数据，全球软包锂离子电池出货量持续走高，由 2016 年的 45.2GWh 复合增长 24.2%至 2020 年的 107.7GWh，受软包锂离子电池出货量的推动，全球铝塑膜出货量也持续走高，2016-2020 年全球铝塑膜出货量复合增长 21.5%至 2.4 亿平米，按照 2020 年平均市场价格 22 元/平米计算，整体市场规模达 52.8 亿元。据 EVTank 测算，2025 年全球软包电池出货量有望达到 407GWh，对应铝塑膜出货量 7.6 亿平米，相比 2020 年增加 2 倍多，市场规模接近 200 亿元。

图 28 2020 年全球软包锂电池出货量 107.7GWh



资料来源：EV Tank，华西证券研究所

图 29 2020 年全球铝塑膜出货量 2.4 亿平米

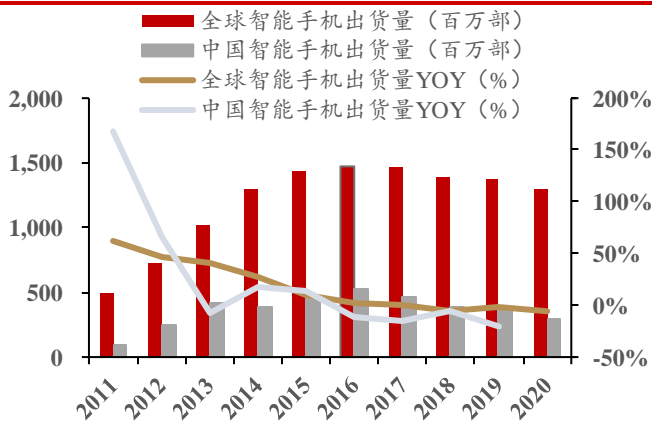


资料来源：EV Tank，华西证券研究所

软包锂离子电池的主要增长动力来源于：3C 消费电子软包电池、动力软包电池及储能软包电池领域。

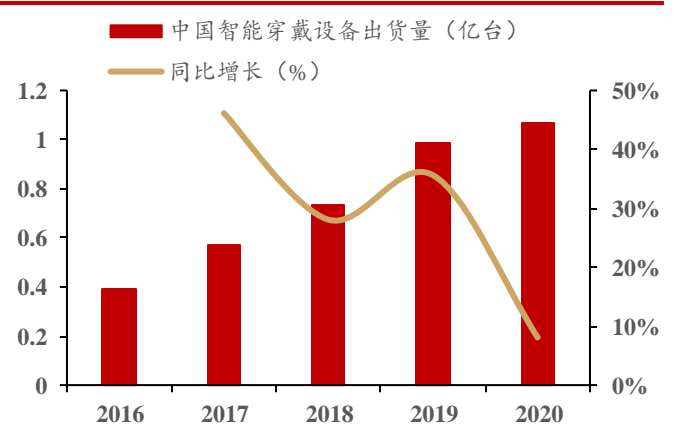
1) 3C 传统消费电子领域趋于饱和，无人机、可穿戴设备等新兴消费电子产品的的发展提供新动力。软包电池体积小、重量轻的特点符合电子产品小型化、轻薄化的趋势，在 3C 消费电子领域应用广泛，如智能手机、平板电脑等消费电子产品，苹果、华为、索尼、小米等知名电子品牌目前都采用了软包电池。近年来随着智能手机市场的日趋饱和，智能手机出货量自 2016 年开始逐渐下降，2020 年全球/中国智能手机出货量为 12.92/2.96 亿部，分别同比-5.9%/-20.4%，消费者对智能手机设备的需求放缓，难以提供增量需求。而手环、手表、无线蓝牙音箱等新型智能穿戴设备出货量保持强劲增长，据 IDC 数据，2016-2020 年中国智能可穿戴设备总出货量复合增长 28.7%至 1.1 亿台；据预测，未来 5 年中国智能可穿戴设备仍保持强劲增长态势，预计 2025 年出货量将达 2.7 亿台，5 年 CAGR 约为 20%。

图 30 全球和中国智能手机出货量及增速



资料来源: IDC、wind, 华西证券研究所

图 31 中国智能可穿戴出货量及增速 (亿台, %)



资料来源: 健康界研究院, 华西证券研究所

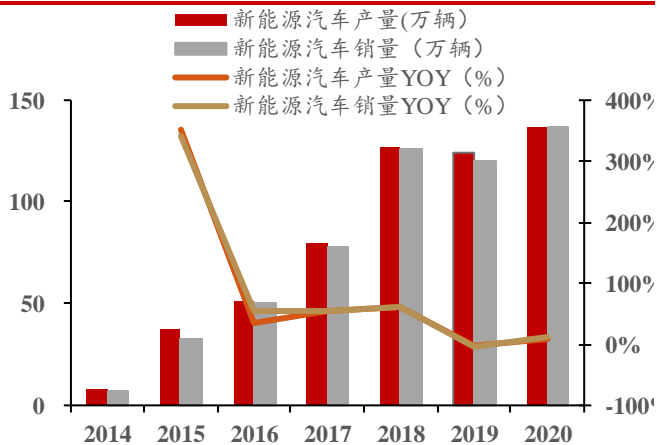
2) 动力软包电池是未来铝塑膜的驱动核心，动力软包电池铝塑膜终端市场主要为新能源汽车领域，其正处于成长阶段，增速较快，发展潜力较大。软包电池相比圆柱、方形电池具有能量密度高、安全性能好等优势，符合动力电池发展要求，据 EVSales 数据，2020 年欧洲销量 TOP20 的电动汽车中有 15 款采用了软包电池，包括雷诺、大众、现代、奥迪、日产、戴姆勒、沃尔沃等，市场占比超 70%。随着新能源汽车补贴政策和能量密度及高续航能力挂钩，越来越多的国内车企开始选择软包动力电池，如东风、众泰、北汽新能源、比亚迪等主流电动车企也纷纷开始尝试软包动力电池，由此可见软包动力电池在新能源汽车领域的渗透率将大幅度提升。

新能源汽车产销量确定性高增长将带动锂电池需求高增长。据中国汽车工业协会统计数据，2014-2020 年我国新能源汽车销量从 7.5 万辆复合增长 62.2% 至 136.7 万辆，实现了跨越式发展。据中国汽车工业协会最新数据，2021 年 7 月新能源汽车市场呈现出“淡季不淡”的特点，产销环比和同比继续保持增长，且双双创历史新高；2021 年 1-7 月，新能源汽车产销分别达 150.4 万辆和 147.8 万辆，同比增长均为 2 倍。整个汽车行业，新能源汽车销量占比也不断提升，由 2014 年的 0.33% 升至 2020 年的 5.24%，但相对整个行业来说占比仍然较小。在当前“碳达峰、碳中和”大背景下，国家陆续出台了一些列对新能源汽车的扶持培育政策，新能源汽车销量的将会持续走高，从而带动软包动力电池及铝塑膜销量增加。

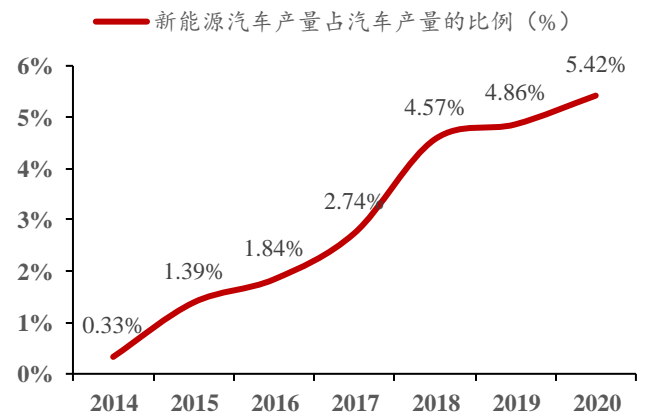
此外，比亚迪在今年 1 月份 DMI 的发布会上宣布开发了 DM-i 超级混动专用的功率型刀片电池，采用串联式电芯设计，即一节刀片电池内，有多节卷绕电芯串联而成，电池的体积利用率得到进一步提升。卷芯采用软铝包装，形成一次密封，刀片电池采用硬铝外壳包装，形成二次密封。这也为铝塑膜在动力软包电池领域开拓了新的需求。

当前国内动力与储能锂电池市场已出现封装用铝塑膜供不应求的局面，在铝塑膜出货量持续走高和供不应求的态势下，公司作为铝塑膜业务的龙头标杆企业，未来发展前景明朗。目前紫江企业动力电池铝塑膜和多氟多、河南锂电电源有限公司已有批量合作，已向国轩高科和孚能科技开始送样，与亿纬锂能、天津市捷威动力工业有限公司也已经进入审核、商谈阶段。

图 32 2020 年新能源汽车产/销量为 136.6/136.7 万辆 图 33 2020 年新能源汽车产量占比上升至 5.42%



资料来源：汽车工业协会，华西证券研究所

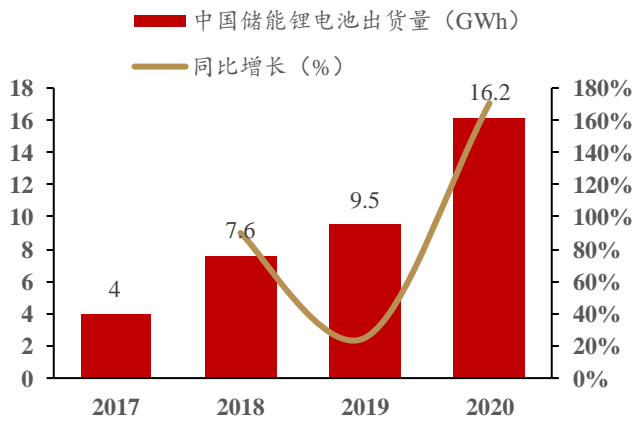


资料来源：汽车工业协会，华西证券研究所

3) 软包电池正逐渐向高倍率应用方向发展，能更好迎合储能电池的要求，储能锂电池增长确定性有望带动软包电池需求上涨。储能软包电池具有环境污染低、能量密度大、工作温度范围广、可快速充放电、使用寿命长等优点，近年来得以广泛应用，具有良好的市场发展潜力。2017—2020 年，我国储能锂电池出货量逐年增长，2020 年达到 16.2GWh，同比+70.5%；2021 年 1-6 月全球/中国锂离子储能电池出货量分别为 18.2/11.1GWh，同比+80.2%/+101.8%。据 GGII 预测，2025 年中国储能锂电池出货量有望达到 180GWh，比 2020 年规模增长 10 倍以上，5 年复合增长率超 60%。2021 年中央部委密集发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，鼓励积极发展储能电池，到 2025 年实现新型储能从商业化初期到规模化发展转变，装机规模达 30GW 以上，到 2030 年实现新型储能全面市场化发展。在碳达峰碳中和下，新型储能爆发拐点即将到来。

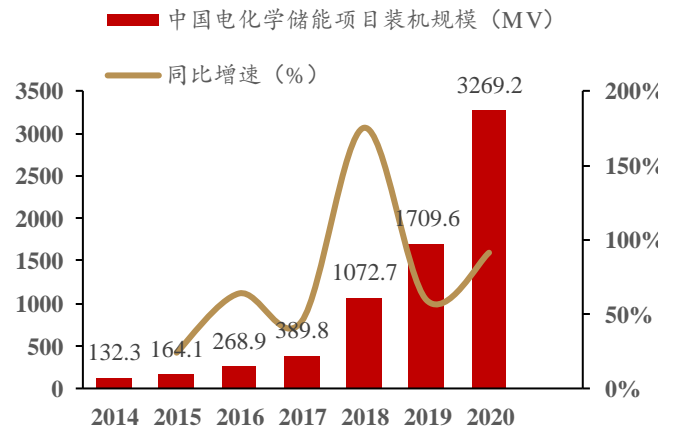
储能电池下游应用范围包括电力系统、通信基站、数据中心、轨道交通等，电化学储能由于在设备机动性、响应速度、能量密度和循环效率上都具有较强竞争力，应用最为广泛。据 CNESA 的不完全统计，截至 2020 年底，电化学储能累计装机规模为 3269.2MW，同比+91.2%；得益于锂离子技术的提高，2020 年锂离子电池在各类电化学储能技术中的规模占比达 88.8%，占比最大。在锂电池成本持续下降和新能源发电规模大幅扩大的推动下，锂电池储能的应用空间已打开。

图 34 2020 年中国储能锂电池出货量 16.2GWh



资料来源：GGII (高工产研锂电研究所)，华西证券研究所

图 35 2020 年中国电化学储能项目累计装机规模及 YOY



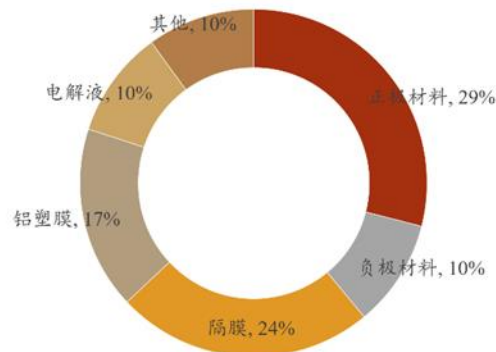
资料来源：CNESA，华西证券研究所

整体上看，需求中心由 3C 向动力市场迁移。在下游应用领域中，3C 消费电子市场日益成熟、增速放缓，而动力电池市场随新能源行业的火爆需求不断增加，未来铝塑膜的需求重心将由 3C 消费电子市场向动力市场转移。

3.3. 国产化替代进程加快

铝塑膜在软包电池成本构成中占比 17%，仅次于正极和电解液，也是电池原材料中国产化率最低、毛利率最高的一个部分（60%-80%），因此铝塑膜行业拥有极大的盈利空间。在较高盈利水平的驱动下，国内企业纷纷开始布局铝塑膜业务。

图 36 铝塑膜在软包电池成本结构中占比 17%



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

受益于国内软包电池的迅速发展，国内铝塑企业纷纷加速布局毛利润较高的铝塑膜业务，其打开市场空间的方式主要通过：1) 自主研发：如明冠新材、紫江企业、道明光学等公司经历了铝塑膜技术从无到有的研发过程，打破行业壁垒，生产出耐电解性、剪裁性、隔水性、耐腐蚀性等综合性能较强的铝塑膜并逐渐实现量产。2) 收购国外铝塑膜企业：如新纶科技收购日本企业，通过资本完成整套技术工艺移植，迅速布局铝塑膜行业，抢占国内铝塑膜市场先机。

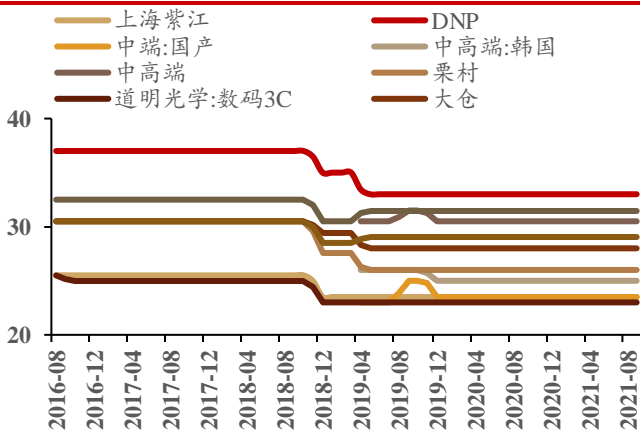
图 37 铝塑膜行业内主要公司情况

企业	成立时间	产品规格	工艺	概况	产能/扩产计划
大日本印刷株式会社 (DNP)	1876年	以88、113、122、152 μm为主	热法	铝塑膜生产技术从2001年开始研发，如今大日本印刷的铝塑膜占全球约50%市场。	产能约1000万m ² /月以上
昭和电工株式会社	1939年	以88、113、122、152、153 μm为主	干法	全球最大、品种最齐全的聚合物锂离子电池材料生产商，最早进入锂电池铝塑膜的企业，在原材料品质稳定性、供应持续性、研发技术等方面有绝对的优势。	产能约1000万m ² /月-1500万m ² /月，2021Q1新增动力铝塑膜产能。
新纶科技	2002年	以113、115 μm为主	干法	国内规模最大的铝塑膜供应商，其于2016年收购T&T进一步深化发展铝塑膜业务；2020年公司动力类铝塑膜国内市场占有率达87%。	常州2条铝塑膜产线产能均约为300万方/产线，1线已达产，二线处于试产阶段；所收购的日本三重共产一组产线搬迁国内后预计产能200万方/月，拟建常州基地4、5组产线，预计每组产线300万平/月。
道明光学	2007年	以86、113、152 μm为主	干法	2017年拓展业务领域至铝塑膜，是国内极少数能够量产铝塑膜的企业之一，已获50家3C锂电池企业订单，主流动力客户均处于认证阶段，部分小厂家及动车、储能车客户已采购使用动力类膜，产品品质在市场内已逐步得到认可。	目前拥有1500万m ² /年的锂电复合铝塑膜产能，3500万m ² /年锂离子电池封装用铝塑复合膜生产线，随着铝塑膜二期投入，2021年预计产能新增3500万m ² 。
紫江新材料	1995年	以88、113、123、152 μm为主	干法	公司铝塑膜在 PA/AL 剥离强度、AL/PP 剥离强度、热封强度、成型性、耐电解液性能五项核心指标上均达到国际产品水平，打破了国外企业技术垄断；产品覆盖从低端到高端的全系列产品，自主研发的“E91型”黑色铝塑膜成功推向市场，成为继日本DNP之后全球少数供应商之一。	目前月产能约330万平方米以上，且马鞍山180万m ² /月及上海紫竹600万m ² /月的铝塑膜新生产基地项目正在建设中；截至2021H1，上海紫竹项目已完成主体架构建设，马鞍山项目工作前期已经基本就绪，预计21Q4可正式投产，预计2021年底月产能达1000+万m ² 。
恩捷股份	2006年	以113 μm为主	干法	2018年启动了铝塑膜项目，充分发挥铝塑膜与隔膜工艺的协同效应，当前面向3C的应用已实现批量，动力方面正在交样。	投资16亿元建设2.7亿m ² /年铝塑膜项目，包括8条铝塑膜产线，预期主打热法茶产品。
明冠新材	2010年	以113、153 μm为主	干热复合法	公司铝塑膜项目成立于2010年，目前铝塑膜研发人员超过30人，获得铝塑膜专利30+项。公司铝塑膜产品具有优良的冲壳成型性、优异的耐腐蚀性能、优越的绝缘性能，产品性能接近日本，可在纯电动汽车的动力电池商安全运用，公司铝塑膜样品正在动力电池龙头宁德时代时代的测试验证中。	目前拥有300万m ² /年的电池铝塑膜产能，公司将持续扩产，预计产能将达到2000万m ² /年以上。

资料来源：公司公告、明冠新材招股书、公开资料，华西证券研究所

行业下游的锂电池厂商也面临着巨大的成本压力，降本依旧是其重要任务，因此实现铝塑膜进口替代、国产化是迫切需求。国产铝塑膜在价格上较进口铝塑膜低20%-30%，向下游厂商供货时可保障配送及时、货源充足、售后服务完善，关键性能指标也已达甚至赶超进口品牌水平，市场开拓渠道更加直接，销售策略更灵活、交易方式更方便。同时，由于海外厂商暂时均未有扩产计划，且日韩铝塑膜产商的产能将优先满足海外客户的需求，因此在国内市场，国产铝塑膜有望逐步抢占市场，提高自己的市场份额。我们认为，国产铝塑膜产品具有较强的性价比优势，已逐渐打开3C消费软包电池和软包动力电池的市场，随着技术进步、设备的不断完善和铝塑膜持续放量，中国铝塑膜行业国产化率将逐渐提高。

图 38 国产铝塑膜价较进口低 20%-30% (元/平方米)



资料来源: wind, 华西证券研究所

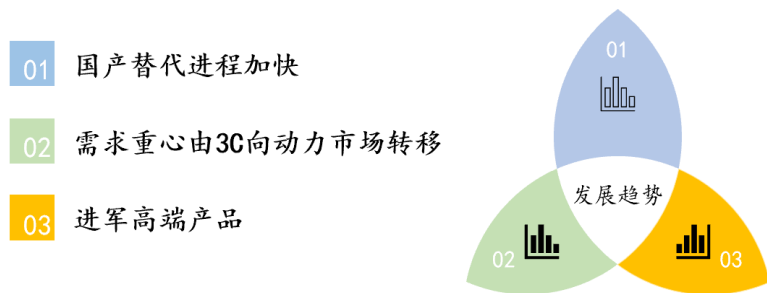
图 39 国内铝塑膜市场特征



资料来源: 电池联盟网, 华西证券研究所

进军高端市场: 近年来国内企业通过技术研发、收购外企、引进生产线等措施开始发力进军高端铝塑膜领域，不断对工艺及生产设备进行完善更新，其产品质量和性能有了进一步提升，已有部分企业逐渐开始布局高端动力电池用铝塑膜并开始送样检测，国内电池厂商也开始对国内高端产品进行测试等工作。

图 40 铝塑膜行业发展趋势



资料来源: 华经产业研究院, 华西证券研究所

3.4. 公司铝塑膜业务具有先发优势，分拆紫江新材料做强新兴业务

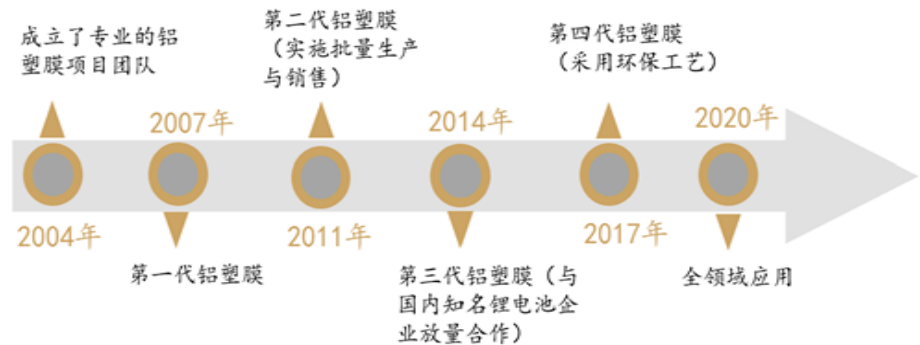
紫江企业于 2004 年开始布局铝塑膜，是国内最早依靠自主研发进入铝塑膜行业的企业。2012 年公司成立了研发、生产、销售锂电池用铝塑膜产品的专业子公司紫江新材料，历经 13 年，紫江新材料成功研发出了第四代铝塑膜，实现了批量生产与销售，与国内知名锂电企业放量合作并在制作过程中添加进了环保工艺，所生产的铝塑膜做到了全领域应用。

2020 年公司抓住了储能和两轮动力软包电池需求快速增长的市场机遇，实现了全年销量同比+37%。21H1 紫江新材料实现铝塑膜销量 1045 万平方米，同比+88%；其中动力铝塑膜销量 509 万平米，同比+310%，动力类产品占比上升至 48%。在数码市场中进一步巩固中低端市场份额并积极导入中高端客户，目前同数码类前十大电池厂中一半以上的客户已实现了持续批量合作；在动力市场上抓住储能、两轮车及新能源汽车用软包锂电池需求快速增长的市场机遇，动力铝塑膜订单增加、销售快速增长。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

新产能上海紫竹和马鞍山项目按照既定计划有序推进中，目前上海紫竹项已经完成主体框架的建造，马鞍山项目前期工作已经基本就绪，预计 2021Q4 正式投产。

图 41 紫江新材料铝塑膜产品迭代升级情况

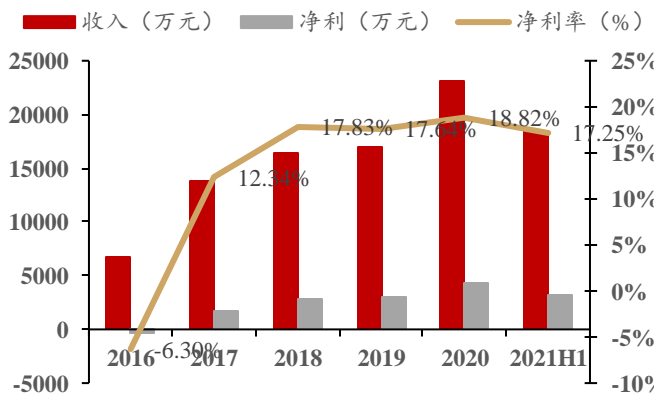


资料来源：公司官网，华西证券研究所

紫江新材料是公司的控股子公司，主要从事锂离子软包电池用铝塑复合膜的研发、生产及销售，该公司产品能够应用于锂离子软包电池配套领域，具体包括消费类电池（主要应用于智能手机、平板电脑等小型数码设备，以及电子烟、蓝牙耳机等其他家用消费电子产品）、动力电池（主要应用于电动自行车及部分新能源汽车）和储能电池（主要应用于移动基站电源等）。紫江新材料在 3C 数码市场目前已全面切入中高端数码类锂电客户供应链，并持续放量替代日系进口品牌；在动力电池市场，紫江铝塑膜成为软包动力电池企业铝塑膜国产化的重要选择，目前已有多家客户深入合作。紫江新材料的铝塑膜产品在耐电解液腐蚀、冲深、绝缘性、热封稳定性等关键指标已达到或接近日本同行水平，产品技术先进、性能优异，同时相对进口产品，具有价格优势及服务优势。紫江新材料 2016-2020 年及 2021H1 收入分别为 0.68、1.38、1.64、1.70、2.32、1.85 亿元，净利润分别为-0.04、0.17、0.29、0.30、0.44、0.32 亿元，得益于公司铝塑膜业务的良好发展态势，收入及盈利能力均处于稳步上升通道，净利率也由 2016 年的-6.3%提升至 2020 年的 18.8%。

2020 年 3 月，公司发布关于控股子公司吸收投资方进行增资的公告，增资后，紫江企业、战略投资者分别持有紫江新材料 63%、10.01% 的股权；此次增资扩股有利于降低紫江新材料资产负债率，降低财务费用，增强盈利能力，充分发挥各投资方在锂电行业方面的各自优势，推动紫江新材料快速发展。同年 9 月，公司决定将紫江新材料拆分至深交所创业板上市，通过创业板上市加大锂电池新材料产业核心技术的进一步投入，实现锂电池铝塑膜业务的做大做强，增强锂电池铝塑膜业务的盈利能力和综合竞争力，分拆后将进一步巩固紫江新材料在锂电池铝塑膜领域的核心竞争力，促进公司可持续发展壮大。

图 42 紫江新材料营收、净利及净利润率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 43 公司增资扩股后持股主体情况

持股主体	持股比例
公司大股东	63.0%
公司高管	27.0%
长江晨道（湖北）新能源产业投资合伙企业（有限合伙）	4.0%
深圳市惠友创嘉创业投资合伙企业（有限合伙）	2.5%
宁德蕉城上汽产业升级股权投资合伙企业（有限合伙）	2.0%
上海军民融合产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	1.5%

资料来源：企查查，华西证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

基本假设：

由于去年受到疫情的影响，公司业绩有所下滑。不过今年已经得到恢复。我们预计公司各项传统包装业务将会维持 5%-15% 左右的增速。而房地产业务受到地产政策的影响，会出现下滑。

公司新兴的铝塑膜业务受益于国产替代的进程加速，以及下游新能源汽车的高速发展。同时公司马鞍山和上海的新产能也将逐步释放，我们预计公司在 2022 年的月均出货量将达到 1100 万平，2023 年将提升至 1300 万平。价格方面基本维持稳定。成本端由于今年大宗商品价格快速上涨，公司铝塑膜的原材料之一铝箔的价格有所上涨，不过我们预计明年价格会有所回落，铝塑膜业务的毛利率可以维持稳中有升的态势。

费用端：由于新业务的拓展，销售费用率和研发费用率有小幅提升。

我们看好紫江企业，公司作为国内包材印刷行业龙头，一直是可口可乐、百事可乐、联合利华等众多国内外知名企业的优秀供应商，近两年 ROE 维持在 10% 以上。公司 2004 年开始组建铝塑膜团队，17 年更新至第四代，是国内最早研发铝塑膜工艺并具量产能力的企业，发展历程也最为接近日韩铝塑膜企业，具备成为国产铝塑膜龙头的条件。受益于国产替代以及下游新能源汽车行业的快速发展，叠加公司的新产能释放，业绩有望持续快速增长。

根据以上假设，我们预计 2021/2022/2023 年公司的营收分别为 91.67/103.69/122.47 亿元，EPS 分别为 0.42/0.51/0.63 元，对应 11 月 30 日的收盘价 9.1 元/股，PE 分别为 22.32/18.14/14.66X。首次覆盖，我们看好公司铝塑膜在新能源汽车领域的应用，紫江企业作为国产铝塑膜龙头公司确定受益，给予“买入”评级。

图 44 公司收入明细拆分

紫江企业业务分拆(百万元)		2020	2021E	2022E	2023E
合计					
	收入	8417.6	9166.5	10368.9	12246.7
	YOY		8.90%	13.12%	18.11%
	成本		7220.7	8056.3	9370.4
PET瓶及瓶胚					
	收入	1365.7	1529.6	1682.5	1825.5
	YOY	-9.68%	12.00%	10.00%	8.50%
	毛利率	28.3%	29.0%	29.0%	29.0%
皇冠盖及标签					
	收入	1094.0	1181.5	1264.2	1340.0
	YOY	-0.86%	8.00%	7.00%	6.00%
	毛利率	15.2%	15.5%	15.5%	15.5%
彩色纸包装印刷及塑料彩印					
	收入	1517.8	1617.22	1730.42	1868.86
	YOY	6.64%	6.55%	7.00%	8.00%
	毛利率	22.4%	23.0%	23.0%	23.0%
快速消费品商贸					
	收入	1670.5	1720.56	1772.18	1825.35
	YOY	-6.68%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	10.0%	9.0%	10.0%	11.0%
OEM饮料					
	收入	639.1	703.03	773.34	835.20
	YOY	-1.08%	10.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	31.7%	30.0%	32.0%	32.0%
进出口贸易					
	收入	285.7	428.48	514.17	617.00
	YOY	-62.98%	50.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	12.0%	12.0%	13.0%	14.0%
塑料防盗盖					
	收入	418.5	481.29	543.85	603.68
	YOY	-18.07%	15.00%	13.00%	11.00%
	毛利率	23.0%	23.0%	25.0%	27.0%
喷铝纸及纸板					
	收入	260.4	291.61	323.69	356.06
	YOY	-13.31%	12.00%	11.00%	10.00%
	毛利率	20.4%	23.0%	24.0%	25.0%
房地产开发					
	收入	80.7	52.44	36.70	29.36
	YOY	-56.30%	-35.00%	-30.00%	-20.00%
	毛利率		38.0%	38.0%	38.0%
其他业务					
	收入	359.9	377.93	396.82	416.66
	YOY	-9.02%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	31.4%	32.0%	35.0%	38.0%
薄膜					
	收入	602.3	782.96	1331.04	2528.97
	YOY	41.08%	30.00%	70.00%	90.00%
	毛利率	31.8%	27.0%	28.0%	29.0%

资料来源: wind, 华西证券研究所

图 45 可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
600210.SH	紫江企业	9.29	0.37	0.42	0.51	22.32	18.14	14.66
688560.SH*	明冠新材	38.30	0.64	0.8	1.00	42.71	47.84	38.22
002812.SZ*	恩捷股份	265.60	1.26	2.78	4.71	112.67	95.55	56.37
平均	-	104.40	0.76	1.33	2.07	59.2	53.8	36.4

资料来源: wind, 华西证券研究所

5.风险提示

1) 宏观经济波动导致下游需求不及预期: 受疫情对消费、就业和投资信心等多方面的影响, 宏观经济偏弱导致下游需求减少, 同时进出口贸易也存在不确定性。

2) 原材料价格变动导致公司盈利能力下降: 公司大部分原材料为石油加工的下游产品, 近年来国际原油价格的波动导致原材料价格也随之发生变化, 增加了公司成本控制的难度。

3) 新兴业务开拓不及预期: 公司在进行新产品市场推广过程中, 有可能面对激烈的竞争, 能否成功开拓新市场具有一定的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8,418	9,167	10,369	12,247	净利润	595	665	817	1,012
YoY(%)	-8.6%	8.9%	13.1%	18.1%	折旧和摊销	425	477	483	486
营业成本	6,620	7,221	8,056	9,370	营运资金变动	-142	-114	-258	-559
营业税金及附加	69	78	88	104	经营活动现金流	1,069	966	970	889
销售费用	218	380	441	533	资本开支	-317	-71	-80	-70
管理费用	520	577	664	790	投资	-79	0	0	0
财务费用	125	0	0	0	投资活动现金流	-345	-2	-2	-15
资产减值损失	-11	0	0	0	股权募资	90	0	0	0
投资收益	63	69	78	55	债务募资	-974	0	0	0
营业利润	703	782	959	1,186	筹资活动现金流	-631	0	0	0
营业外收支	-9	-6	-5	-5	现金净流量	92	963	967	873
利润总额	694	776	954	1,181					
所得税	99	111	137	169	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	595	665	817	1,012	成长能力				
归属于母公司净利润	565.21	631.43	776.58	961.14	营业收入增长率	-8.6%	8.9%	13.1%	18.1%
YoY(%)	14.4%	11.7%	23.0%	23.8%	净利润增长率	14.4%	11.7%	23.0%	23.8%
每股收益	0.37	0.42	0.51	0.63	盈利能力				
					毛利率	21.4%	21.2%	22.3%	23.5%
					净利率	7.1%	7.3%	7.9%	8.3%
					总资产收益率 ROA	5.1%	5.4%	6.0%	6.7%
					净资产收益率 ROE	10.6%	10.6%	11.6%	12.5%
					偿债能力				
					流动比率	1.48	1.76	1.99	2.22
					速动比率	0.92	1.20	1.40	1.56
					现金比率	0.43	0.68	0.86	0.98
					资产负债率	49.2%	46.5%	44.8%	43.2%
					经营效率				
					总资产周转率	0.76	0.78	0.81	0.86
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.37	0.42	0.51	0.63
					每股净资产	3.50	3.92	4.43	5.06
					每股经营现金流	0.70	0.64	0.64	0.59
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	24.91	22.32	18.14	14.66
					PB	1.24	2.37	2.10	1.83

资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,655	2,618	3,585	4,459
预付款项	332	325	363	469
存货	1,816	1,820	2,097	2,567
其他流动资产	1,864	2,000	2,252	2,641
流动资产合计	5,666	6,763	8,297	10,135
长期股权投资	326	326	326	326
固定资产	2,558	2,148	1,753	1,335
无形资产	245	272	300	327
非流动资产合计	5,400	4,988	4,580	4,159
资产合计	11,067	11,751	12,877	14,294
短期借款	1,489	1,489	1,489	1,489
应付账款及票据	1,154	1,187	1,368	1,643
其他流动负债	1,188	1,175	1,302	1,433
流动负债合计	3,831	3,851	4,159	4,565
长期借款	1,164	1,164	1,164	1,164
其他长期负债	445	445	445	445
非流动负债合计	1,609	1,609	1,609	1,609
负债合计	5,440	5,460	5,768	6,174
股本	1,517	1,517	1,517	1,517
少数股东权益	313	347	388	438
股东权益合计	5,626	6,291	7,108	8,120
负债和股东权益合计	11,067	11,751	12,877	14,294

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，4年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。