

2022年08月22日

铝塑膜销量高速增长，紫江新材上市申请获受理

紫江企业(600210)

事件概述

公司发布 2022 年半年报，2022 年 H1 公司实现营收 46.24 亿元，同比下滑 5.07%；归母净利润 2.33 亿元，同比下滑 29.51%；扣非后归母净利为 2.30 亿元，同比下滑 29.65%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为-0.37 亿元，比去年同期减少-114.9%，主要原因是受疫情影响导致报告期公司销售商品提供劳务收到现金同比减少，购买商品接受劳务支付现金以及银行承兑汇票兑付同比增加所致。单季度看，2022 年 Q1/Q2 分别实现营收 23.53/22.7 亿元，同比增长 4.41%/-13.24%；分别实现归母净利润 1.21/1.11 亿元，同比下滑 2%/46.05%。

分析判断：

► 收入端：受疫情影响有所下滑

2022 年 H1，饮料行业需求下滑，同时受到上海疫情的影响，公司饮料包装业务销量下降。而软包业务板块和纸包装事业部仍然实现较好的增长。具体分产品看，2022 年 H1 公司进出口贸易以及快速消费品商贸分别实现了营收 1.26/5.66 亿元，同比下滑 59.99%和 25.42%。而 PET 瓶及瓶胚/皇冠盖及标签 /OEM 饮料/塑料防盗盖分别实现收入 8.19/7.22/3.76/2.44 亿元，同比下滑 2.68%/6.08%/7.44%/11.54%。彩色纸包装印刷实现收入 8.78 亿元，同比增长 9.08%。喷铝纸及纸板业务实现收入 1.74 亿元，同比增长 5.55%。新兴业务中铝塑膜业务实现了约 3.01 亿元的营收。

► 利润端：利润率有所下滑

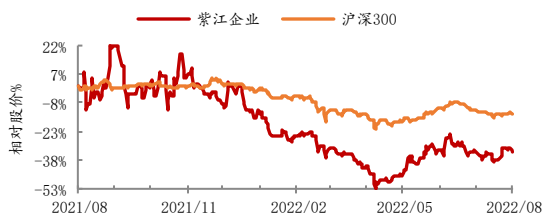
盈利能力方面，公司 2022 年 H1 毛利率同比下滑了 1.24pct 至 20.53%，净利率同比下滑了 1.52pct 至 5.73%。单季度看，2022 年 Q2 公司毛利率同比下滑了 1.61pct 至 21.37%，净利率同比下滑了 2.8pct 至 5.67%。公司利润率的下滑主要是由于地缘政治冲突的加剧导致上游原材料价格不断攀升所致。费用方面，2022 年 H1 公司费用率为 12.48%，同比提升了 0.22pct。其中销售费用率为 2.17%，同比下滑了 0.27pct。管理费用率为 6.1%，同比提升了 0.23pct。财务费用率为 1.04%，同比下滑了 0.07pct，而研发费用率同比提升了 0.32pct 至 3.18%。

► 其他重要财务指标

2022 年 H1，公司在建工程较上年期末增加了 32.24%，主要是因为部分控股子公司投资项目处于建设期以及处于安装调试的设备同比增加所致。公司应付票据较上年期末减少了 41.59%，

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	5.79
股票代码：	600210
52 周最高价/最低价：	11.64/4.19
总市值(亿)	88.12
自由流通市值(亿)	88.12
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

相关研究

- 【华西轻工】紫江企业(600210.SH)2022 年一季报点评：铝塑膜价格同比略有上涨，费用率有所下滑
2022.04.29
- 【华西轻工】紫江企业(600210.SH)2021 年年报点评：Q4 利润率环比提升，铝塑膜业务快速增长
2022.03.20
- 【华西轻工】紫江企业(600210)深度报告：传统业务稳健，国产替代下铝塑膜大有可为
2021.11.30

主要是由于上海疫情，原材料等存货采购减少，银行承兑汇票兑付较多所致。

► 分拆控股子公司紫江新材料上市申请获受理

2022年6月30日，公司分拆子公司上海紫江新材料科技股份有限公司的上市申请已获深交所受理。报告期内，紫江新材实现铝塑膜销量1,801.96万平米，同比增长72.34%。扩建产能的马鞍山项目已于今年年中试生产，紫竹项目建设在有序推进中，将为后续快速增长的订单需求打下产能基础。我们认为公司未来将充分抓住行业机遇，把握技术领先优势，加速巩固市场地位，以技术为驱动，扩大产品市场国产替代的份额，通过客户合作及产品经验的丰富，持续挖掘各细分领域客户需求并进行持续技术升级及产品迭代。

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商。公司2004年开始组建铝塑膜团队，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。考虑到公司总部位于上海，受上海疫情影响较大，我们下调公司2022/2023/2024年营收105.71/122.82/141.64亿元的预测至100.39/116.25/131.01亿元，下调公司2022/2023/2024年EPS 0.41/0.50/0.61元的预测至0.38/0.47/0.58元。对应8月22日的收盘价5.79元/股，PE分别为15.29/12.28/9.97X。维持公司“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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,418	9,529	10,039	11,625	13,101
YoY (%)	-8.6%	13.2%	5.4%	15.8%	12.7%
归母净利润(百万元)	565	553	574	715	880
YoY (%)	14.4%	-2.1%	3.8%	24.5%	23.1%
毛利率 (%)	21.4%	21.2%	21.0%	21.3%	21.7%
每股收益 (元)	0.37	0.37	0.38	0.47	0.58
ROE	10.6%	10.0%	9.4%	10.5%	11.4%
市盈率	15.52	15.86	15.29	12.28	9.97

资料来源: wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 收入端：受疫情影响有所下滑.....	4
3. 利润端：利润率有所下滑.....	4
4. 其他重要财务指标.....	5
5. 分拆控股子公司紫江新材料上市申请获受理.....	5
6. 投资建议.....	6
7. 风险提示.....	6

图表目录

图 1 公司营业收入.....	4
图 2 公司单季度营业收入.....	4
图 3 公司归母净利润.....	5
图 4 公司单季度归母净利润.....	5
图 5 公司毛利率/净利率.....	5
图 6 公司销售/管理/研发/财务费用率.....	5

1. 事件概述

公司发布 2022 年半年报，2022 年 H1 公司实现营收 46.24 亿元，同比下滑 5.07%；归母净利润 2.33 亿元，同比下滑 29.51%；扣非后归母净利润为 2.30 亿元，同比下滑 29.65%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为-0.37 亿元，比去年同期减少 -114.9%，主要原因是受疫情影响导致报告期公司销售商品提供劳务收到现金同比减少，购买商品接受劳务支付现金以及银行承兑汇票兑付同比增加所致。

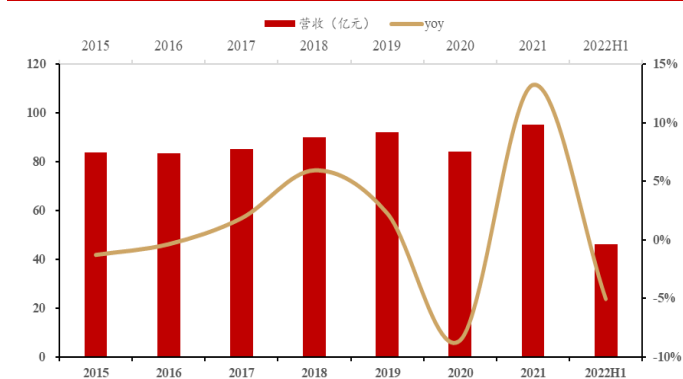
单季度看，2022 年 Q1/Q2 分别实现营收 23.53/22.7 亿元，同比增长 4.41%/-13.24%；分别实现归母净利润 1.21/1.11 亿元，同比下滑 2%/46.05%。

2. 收入端：受疫情影响有所下滑

2022 年上半年，饮料行业需求下滑，同时受到上海疫情的影响，公司饮料包装业务销量下降。容器包装事业部、瓶盖标签事业部、饮料 OEM 事业部、紫日包装等企业在运营管理方面，克服困难积极防疫，统一调配确保生产。同时对生产车间、冷冻系统等进行节能降耗的改造，取得了较为明显的效果。在营销管理方面，主动精准寻找订单，统筹协调确保供货。下半年，各子公司将继续稳固已有的市场和订单，积极拓展新的增长点。软包业务板块在疫情影响下，业绩仍然实现较好的增长。纸包装事业部由于去年同期纸张涨价较多，同时由于纸包装事业部对疫情的良好管控，不但能保证客户订单，甚至能够帮助供应，以防客户断供，所以今年同期销量增幅较大。铝塑膜方面，实现了销量 1,801.96 万平米，同比增长 72.34%。

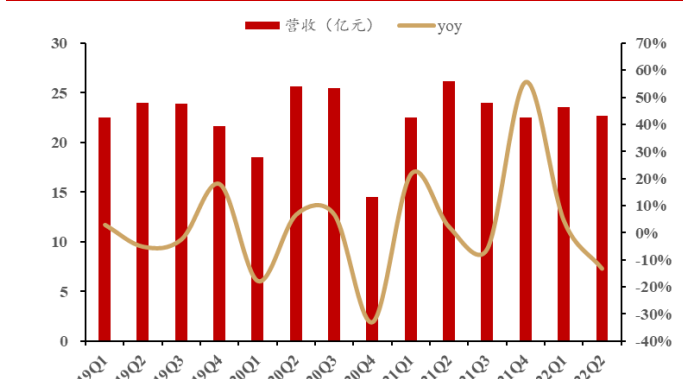
具体分产品看，2022 年 H1 公司进出口贸易以及快速消费品商贸分别实现了营收 1.26/5.66 亿元，同比下滑 59.99%和 25.42%。而 PET 瓶及瓶胚/皇冠盖及标签 /OEM 饮料/塑料防盗盖分别实现收入 8.19/7.22/3.76/2.44 亿元，同比下滑 2.68%/6.08%/7.44%/11.54%。彩色纸包装印刷实现收入 8.78 亿元，同比增长 9.08%。喷铝纸及纸板业务实现收入 1.74 亿元，同比增长 5.55%。新兴业务中铝塑膜业务实现了约 3.01 亿元的营收。

图 1 公司营业收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入



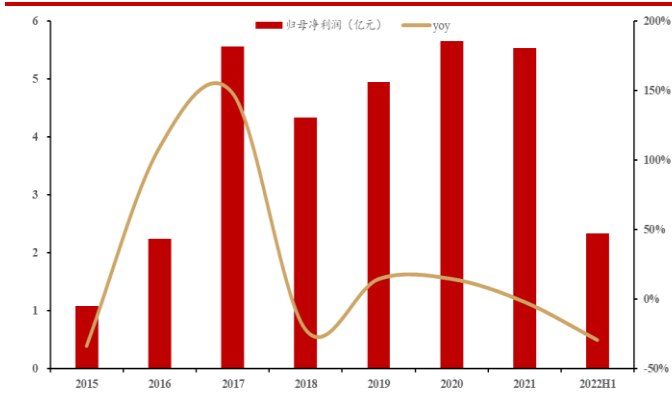
资料来源：Wind，华西证券研究所

3. 利润端：利润率有所下滑

盈利能力方面，公司 2022 年 H1 毛利率同比下滑了 1.24pct 至 20.53%，净利率同比下滑了 1.52pct 至 5.73%。单季度看，2022 年 Q2 公司毛利率同比下滑了 1.61pct 至 21.37%，净利率同比下滑了 2.8pct 至 5.67%。公司利润率的下滑主要是由于地缘政治冲突的加剧导致上游原材料价格不断攀升所致。

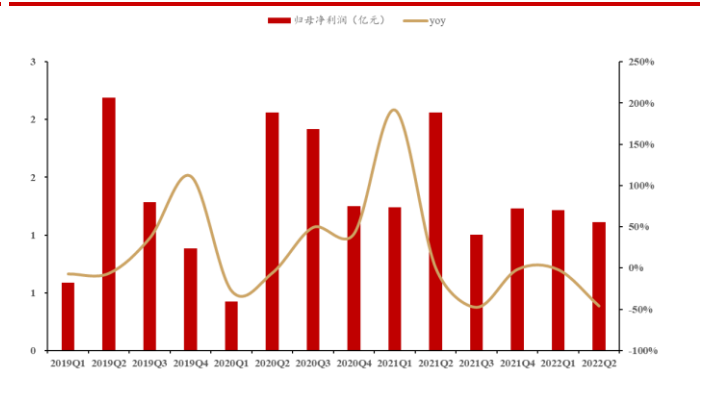
费用方面，2022 年 H1 公司费用率为 12.48%，同比提升了 0.22pct。其中销售费用率为 2.17%，同比下滑了 0.27pct。管理费用率为 6.1%，同比提升了 0.23pct。财务费用率为 1.04%，同比下滑了 0.07pct，而研发费用率同比提升了 0.32pct 至 3.18%。

图 3 公司归母净利润



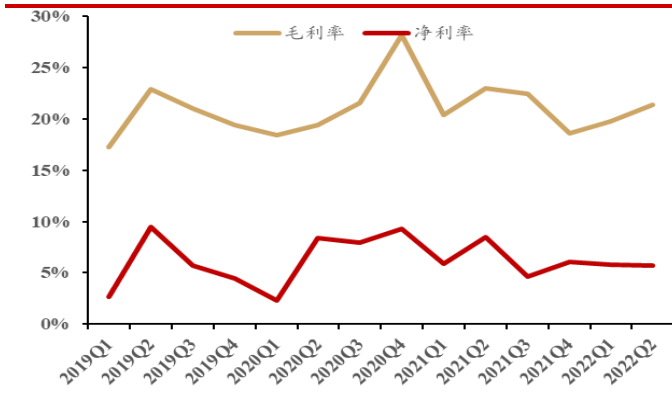
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 4 公司单季度归母净利润



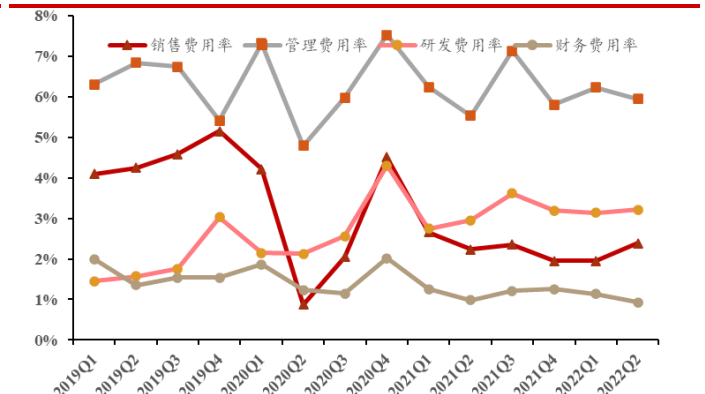
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 公司毛利率/净利率



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 公司销售/管理/研发/财务费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 其他重要财务指标

2022 年 H1，公司在建工程为 4.55 亿元，较上年期末增加了 32.24%，主要是因为部分控股子公司投资项目处于建设期以及处于安装调试的设备同比增加所致。公司应付票据为 2.29 亿元，较上年期末减少了 41.59%，主要是由于上海疫情，原材料等存货采购减少，银行承兑汇票兑付较多所致。

5. 分拆控股子公司紫江新材料上市申请获受理

2022年6月30日，公司分拆子公司上海紫江新材料科技股份有限公司的上市申请已获深交所受理。报告期内，紫江新材实现铝塑膜销量1,801.96万平米，同比增长72.34%。扩建产能的马鞍山项目已于今年年中试生产，紫竹项目建设在有序推进中，将为后续快速增长的订单需求打下产能基础。我们认为公司未来将充分抓住行业机遇，把握技术领先优势，加速巩固市场地位，以技术为驱动，扩大产品市场国产替代的份额，通过客户合作及产品经验的丰富，持续挖掘各细分领域客户需求并进行持续技术升级及产品迭代。

6. 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商。公司2004年开始组建铝塑膜团队，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。考虑到公司总部位于上海，受上海疫情影响较大，我们下调公司2022/2023/2024年营收105.71/122.82/141.64亿元的预测至100.39/116.25/131.01亿元，下调公司2022/2023/2024年EPS 0.41/0.50/0.61元的预测至0.38/0.47/0.58元。对应8月22日的收盘价5.79元/股，PE分别为15.29/12.28/9.97X。维持公司“买入”评级。

7. 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。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9,529	10,039	11,625	13,101	净利润	603	615	768	947
YoY (%)	13.2%	5.4%	15.8%	12.7%	折旧和摊销	436	488	494	497
营业成本	7,509	7,935	9,143	10,260	营运资金变动	-107	-230	-336	-356
营业税金及附加	123	105	127	145	经营活动现金流	1,033	1,043	1,083	1,231
销售费用	219	246	289	318	资本开支	-563	-71	-80	-68
管理费用	588	617	713	799	投资	25	-3	-4	-4
财务费用	111	213	201	189	投资活动现金流	-502	-19	-7	16
研发费用	298	304	363	403	股权募资	79	0	0	0
资产减值损失	-30	0	0	0	债务募资	465	0	0	0
投资收益	44	75	87	98	筹资活动现金流	-487	-239	-239	-239
营业利润	773	750	941	1,163	现金净流量	42	785	837	1,009
营业外收支	-12	-7	-5	-6	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	761	743	936	1,157	成长能力 (%)				
所得税	158	128	168	211	营业收入增长率	13.2%	5.4%	15.8%	12.7%
净利润	603	615	768	947	净利润增长率	-2.1%	3.8%	24.5%	23.1%
归属于母公司净利润	553	574	715	880	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-2.1%	3.8%	24.5%	23.1%	毛利率	21.2%	21.0%	21.3%	21.7%
每股收益	0.37	0.38	0.47	0.58	净利率	6.3%	6.1%	6.6%	7.2%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	4.5%	4.5%	5.1%	5.8%
货币资金	1,724	2,509	3,346	4,354	净资产收益率 ROE	10.0%	9.4%	10.5%	11.4%
预付款项	400	414	481	538	偿债能力 (%)				
存货	2,213	2,284	2,653	2,969	流动比率	1.43	1.66	1.84	2.05
其他流动资产	2,163	2,279	2,620	2,933	速动比率	0.85	1.06	1.21	1.38
流动资产合计	6,499	7,487	9,099	10,795	现金比率	0.38	0.56	0.68	0.83
长期股权投资	318	318	318	318	资产负债率	51.1%	48.5%	47.4%	45.5%
固定资产	2,510	2,089	1,683	1,254	经营效率 (%)				
无形资产	257	284	312	339	总资产周转率	0.78	0.79	0.83	0.86
非流动资产合计	5,660	5,240	4,825	4,398	每股指标 (元)				
资产合计	12,160	12,727	13,924	15,192	每股收益	0.37	0.38	0.47	0.58
短期借款	1,980	1,980	1,980	1,980	每股净资产	3.66	4.03	4.51	5.09
应付账款及票据	1,631	1,610	1,899	2,114	每股经营现金流	0.68	0.69	0.71	0.81
其他流动负债	946	920	1,061	1,167	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,557	4,510	4,940	5,261	估值分析				
长期借款	1,150	1,150	1,150	1,150	PE	15.86	15.29	12.28	9.97
其他长期负债	508	508	508	508	PB	2.51	1.44	1.29	1.14
非流动负债合计	1,658	1,658	1,658	1,658					
负债合计	6,215	6,168	6,598	6,919					
股本	1,517	1,517	1,517	1,517					
少数股东权益	400	441	493	559					
股东权益合计	5,944	6,559	7,327	8,273					
负债和股东权益合计	12,160	12,727	13,924	15,192					

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，3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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。