

供需改善助行业复苏，内修外延促龙头成长

——中粮包装（0906.HK）投资价值分析

分析师：徐林锋 执业证书编号：S1220517080003
联系人：朱悦

方正金融是方正集团下属的五大核心产业集团之一。

业务范围涉及证券、期货、公募基金、投行、直投、信托、财务公司、保险、商业银行、租赁等。

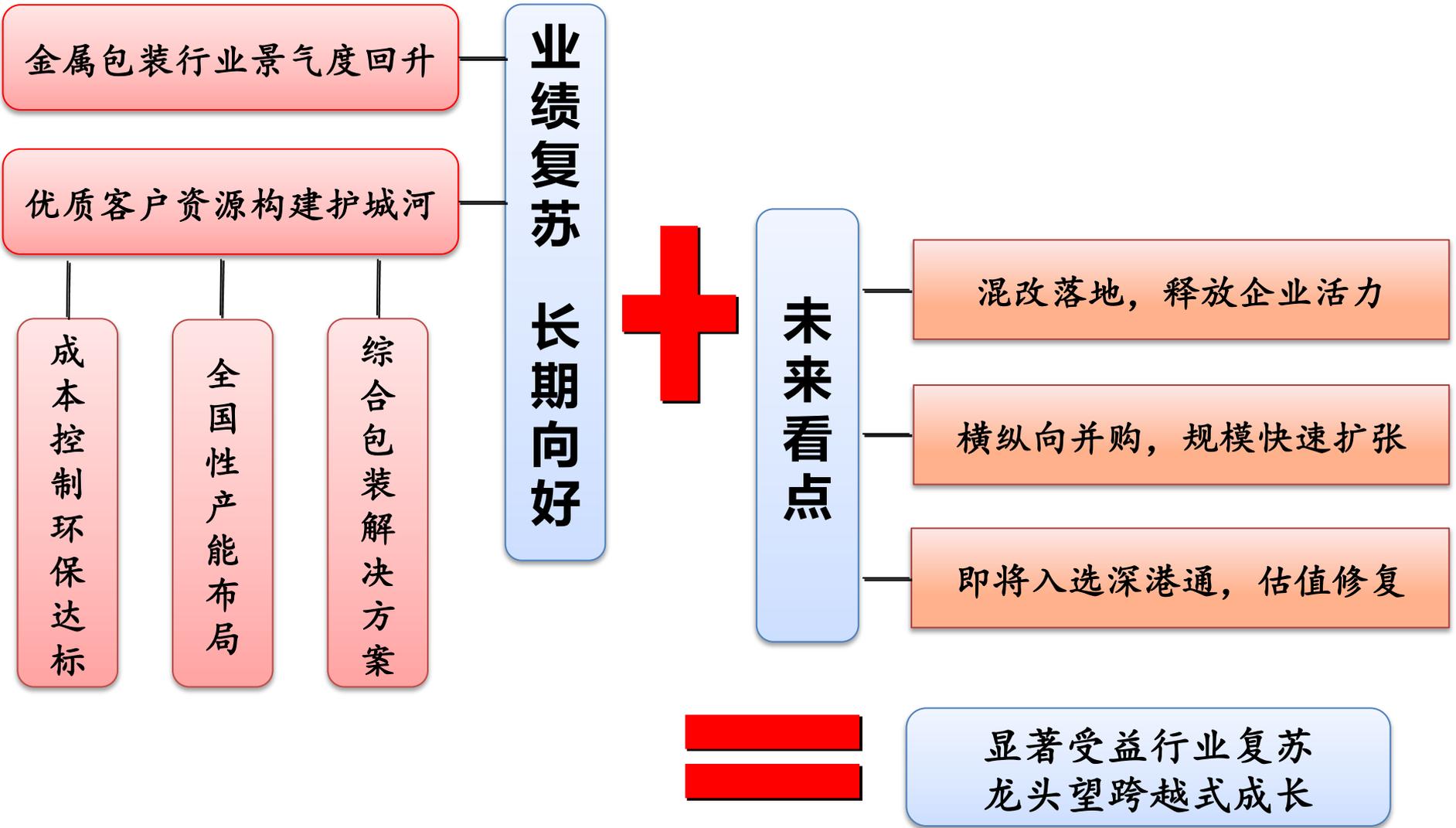
Founder Financial, one of the five core sectors of Founder Group.

Its business covers securities, futures, mutual fund, investment banking, direct investment, trust, corporate financing, insurance, commercial banking and leasing.

- 1) **供需格局逐步改善，金属包装景气复苏。**受产能过剩影响，近几年行业景气较差。但考虑到供给端无新增产能投放，且落后中小产能寻求退出，而需求端受益于啤酒罐化、消费升级等因素稳步增长，供需格局将逐步实现再平衡，市场集中度提升，行业景气有望触底回升。**龙头将成为最大受益者。**
- 2) **中粮包装综合实力突出，优质客户构建强大护城河。**金属包装企业与下游客户往往呈共生状态，客户资源是核心护城河。依托自身技术优势、产能全国性布局以及包装方案解决能力，公司综合实力突出，积累了加多宝、可乐、百威等众多优质客户，在行业整体盈利不佳的情况下，把握机会实施横纵向并购，推动规模快速增长，17H1收入/归母净利润分别同比增长11.2%/11.3%，业绩环比提速。
- 3) **“内修外延”奠定长远发展根基。**①2016年引入产业资本奥瑞金、实施员工持股计划，充分释放企业潜力；②积极通过自建及并购（成都高森、浙江纪鸿等）扩充产能，提升综合实力。此外，入股下游加多宝，实现上下游共生发展，巩固客户资源核心护城河；③即将入选深港通，提升估值水平。
- 4) **盈利预测与投资建议：**行业基本面迎拐点，同时公司“混改+并购”驱动业绩增长，未来不排除通过进一步资本运作实现跨越式成长，预计2017-2019年EPS分别为0.28/0.39/0.52，对应PE分别为17.5/12.5/9.5。首次覆盖中粮包装，给予**强烈推荐**评级。

单位/百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	5221	5901	6967	8134
(+/-) (%)	2.29	13.03	18.06	16.75
净利润	294	330	464	606
(+/-) (%)	3.89	12.31	40.38	30.64
EPS(元)	0.25	0.28	0.39	0.52
P/E	19.63	17.48	12.45	9.53

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；并购效果不及预期。





中粮包装概述：金属包装龙头，业绩迎来拐点向上



行业概况：产能出清、需求回升，供需格局改善



公司商业壁垒：优质客户打造强大护城河



公司核心优势：技术&产能&品牌，提升综合服务能力



公司未来看点：“内修外延”奠定长远发展根基

一、公司概况：我国金属包装生产龙头，综合实力突出

- 中粮包装作为中粮集团业务板块的重要组成部分，是我国综合性消费品金属包装领域的龙头企业，业务涵盖马口铁包装、铝质包装以及塑胶包装，主要面向中高端消费品包装市场，在全国超21个城市进行产能布局以满足客户需求。此外，在传统包装生产的基础上，公司积极往微笑曲线高附加值两端延伸，进行商业模式创新以及技术优化升级，向客户提供包括包装设计、印刷、物流及其他客户服务等在内的**综合包装解决方案**。
- 公司拥有超350项技术专利，在多个金属包装细分领域中占据领先地位，其中，**奶粉罐、旋开盖市场占有率第一，钢桶、两片罐市场占有率第二，综合实力突出。**

图 1：公司产品结构完善

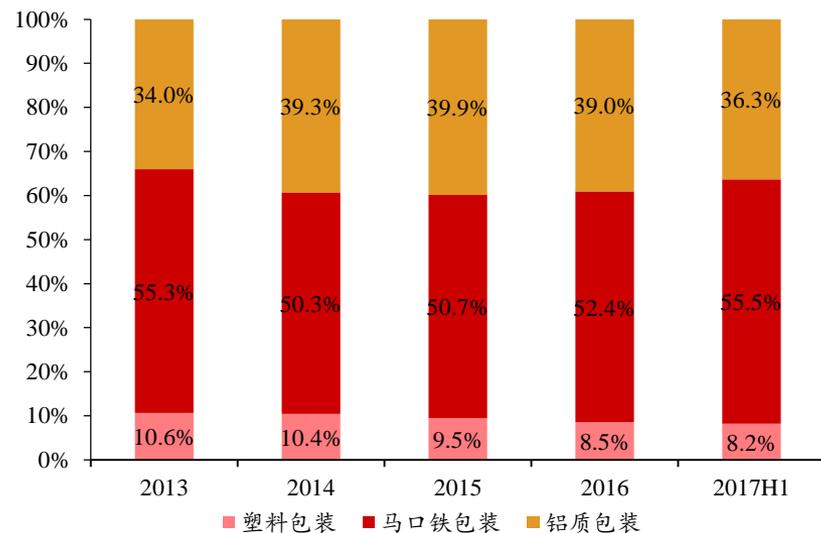
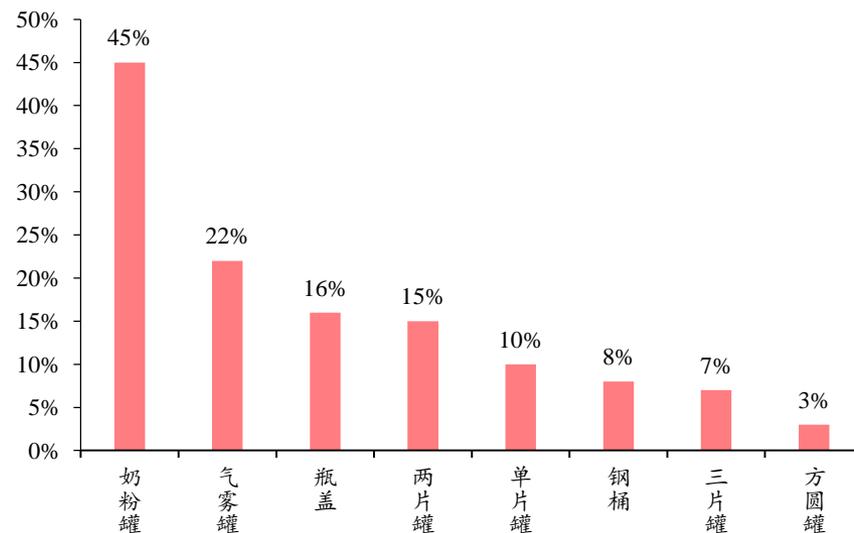


图2：公司不同产品国内市场占有率情况（2016年）



资料来源：公司公告，方正证券研究所（注：瓶盖中包含旋开盖和滑盖）

一、业绩表现：显著受益于行业复苏，业绩环比提速

- **规模扩张高速成长（2009-2013）**：金融危机过后，中粮包装依托自身技术、资金等方面的优势，通过“自建+并购”实现扩张，收入与利润呈高速增长态势（CARG分别达14.5%/27.3%）。同时，受益于规模效应，公司综合毛利率从15.2%提升至17.9%，业绩表现抢眼。
- **供需格局恶化，增长放缓（2014-2015）**：受下游需求不及预期、行业产能过剩、产品价格下跌等因素影响，公司业绩受到拖累，14/15年利润端出现负增长（但仍然领先行业）。
- **行业复苏，业绩提速（2016年至今）**：消费升级、啤酒罐化等拉动需求回升，行业供需格局改善，景气复苏。在此背景下，公司拥有成本控制（综合毛利率长期保持稳定）、客户资源等优势，2016年业绩触底回升，17H1收入/归母净利润分别同比增长11.2%/11.3%，业绩环比提速。

图 3：中粮包装业绩触底回升

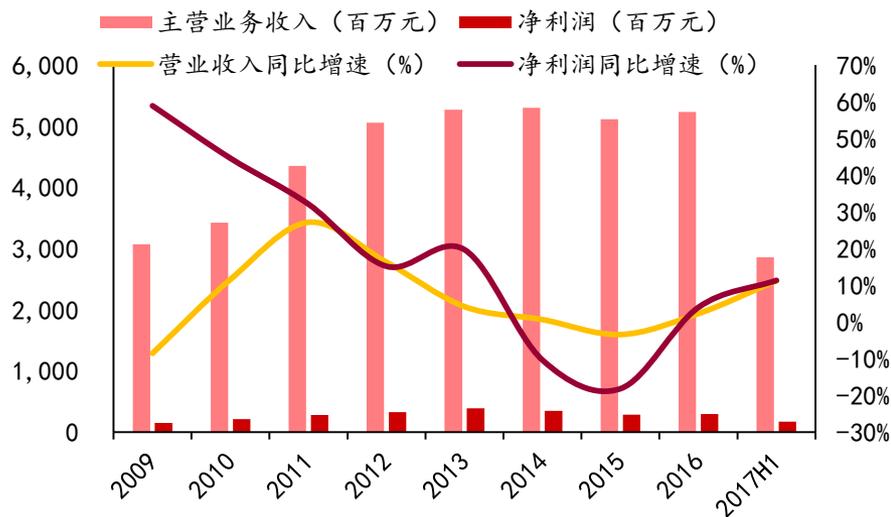
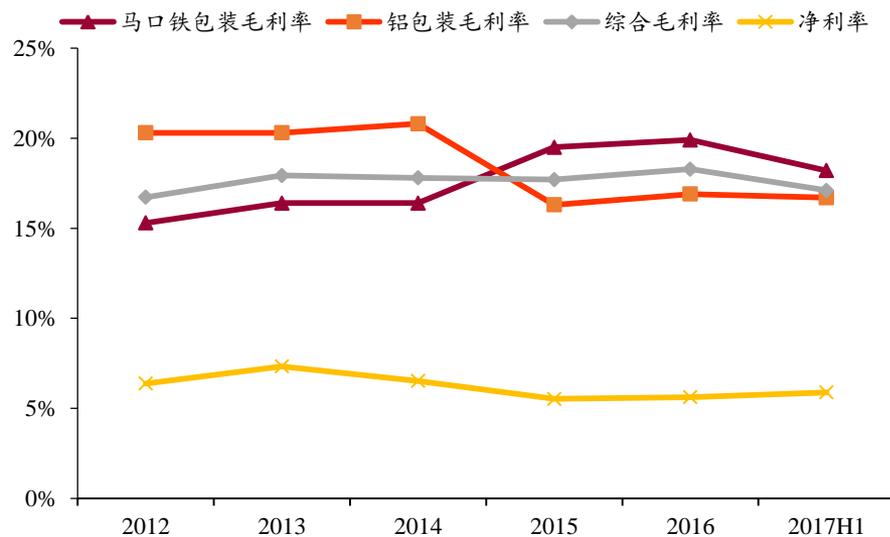


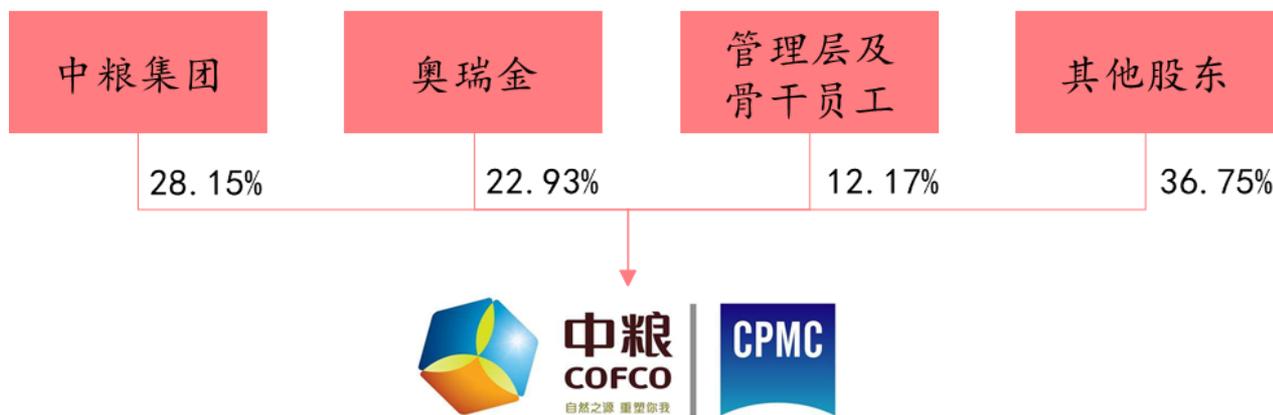
图 4：综合优势突出，公司净利率近两年保持稳定



一、股权结构：混改先锋，股东实力雄厚

- 股权结构合理，有利于释放运营活力。公司于2016年1月引入产业资本奥瑞金，9月完成员工持股计划，目前大股东中粮集团持股比例28.15%，奥瑞金持股比例22.93%，管理层及骨干员工2017年12月28日经大宗交易减持后持有12.17%的股份——我们预计未来减持也将通过大宗交易，以及减持目的主要是高管自身有资金需求，预计员工持股计划仍维持较高持股比例。目前中粮集团、奥瑞金、管理层及骨干员工合计持股63.25%，股权结构清晰合理，绑定多方利益。
- 大股东雄厚资本实力和丰富的客户资源给公司提供巨大支持。中粮集团2016年资产总额5374亿元，年营业收入4427亿元，年经营总量近1.5亿吨，是中国最大的农产品加工企业，涵盖了中国人日常消费的主要农产品品类，包括稻谷、小麦、肉制品、乳制品、酒等，拥有中国食品、蒙牛乳业、中粮肉食等七家香港上市公司，及中粮糖业、酒鬼酒等四家内地公司。

图 5：中粮包装股权形成“大股东、产业资本、员工”三足鼎立的结构（截止2017.12.31）



二、金属包装行业：千亿市场规模，集中度仍有较大提升空间

- 金属包装是包装行业的重要组成部分，2016年产值超1400亿元，占包装行业产值约19%，其中，消费品包装（饮料罐、食品罐、气雾罐、印涂铁等）市场规模约430亿元，饮料和食品（二片罐、三片罐）是最主要的应用领域。行业发展日渐成熟，增速自2013年起不断放缓，尤其是近年行业价格战明显、下游需求略显疲软，2016年行业收入规模仅同比增长1.2%。
- 准入门槛较低，市场竞争格局分散。目前国内金属包装龙头为奥瑞金、中粮包装、宝钢包装等，皇冠、波尔等外资企业正在寻求退出中国市场，行业仍存在大量中小企业，相较欧美的寡头垄断，我国尚未出现占据明显优势地位的巨头，市场集中度还有较大提升空间。

图6：行业收入增速放缓

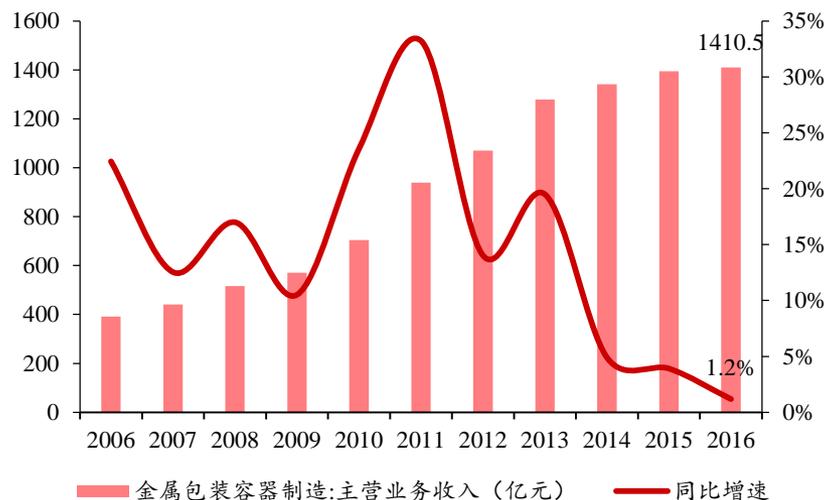
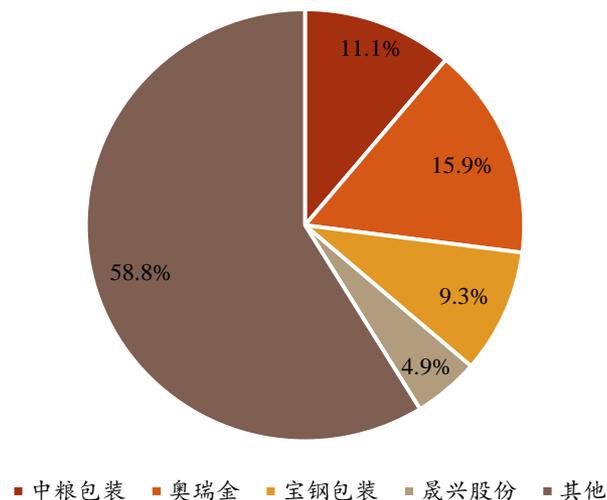


图7：金属消费品包装龙头市场占有率（2016年）



二、金属包装行业：供需格局失衡，近年来行业景气度较低

- **供需格局失衡。**从供给端看，二片罐前期投入较大，行业相对集中，我们预计全国产能约600亿罐，产能利用率约65%，产能过剩明显；而三片罐前期投资较小，部分大型下游客户亦能自建产能，竞争格局更为分散；从需求端看，受经济增速下滑、消费疲软等影响，食品、饮料等下游行业增长放缓，进而导致金属包装需求增速下降。
- **近几年行业景气度较低。**以二片罐为例，产品价格持续下降（宝钢包装二片罐单价由2012年0.52元/套降至2016年0.37元/套）。此外，自2015年底，金属包装主要原材料铝和镀锡板价格纷纷上涨，原材料成本难以向下游传导，行业盈利水平进一步恶化。
- **整体来看，增速放缓成行业普遍现象，成本控制能力较弱的中小企业面临亏损的困境。**

图8：我国主要金属包装产品销售增速放缓

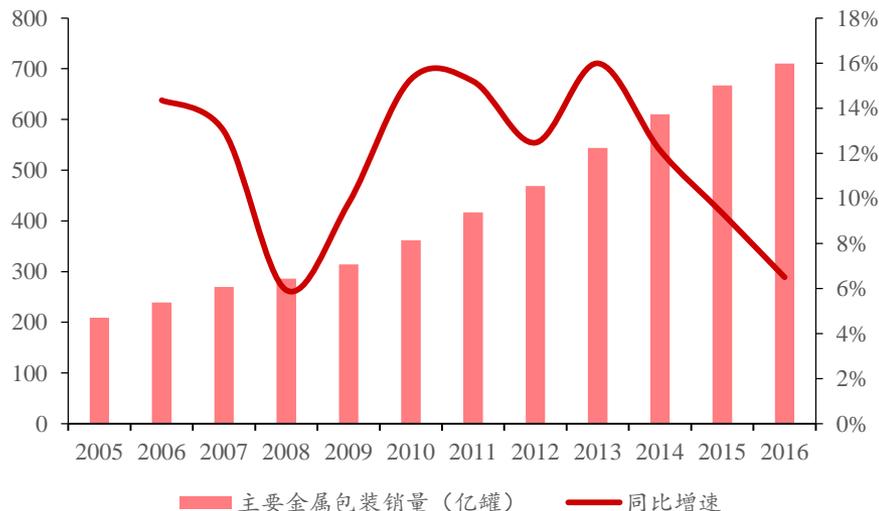
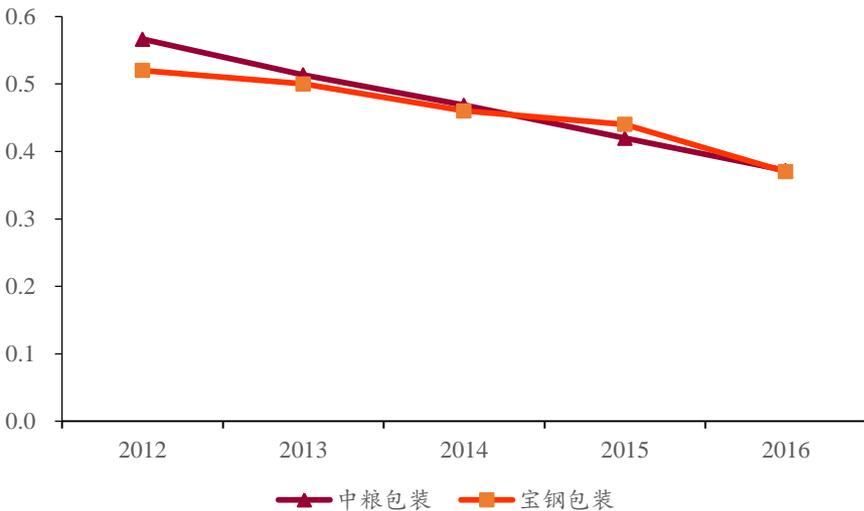


图9：二片罐价格持续下降（元/罐）



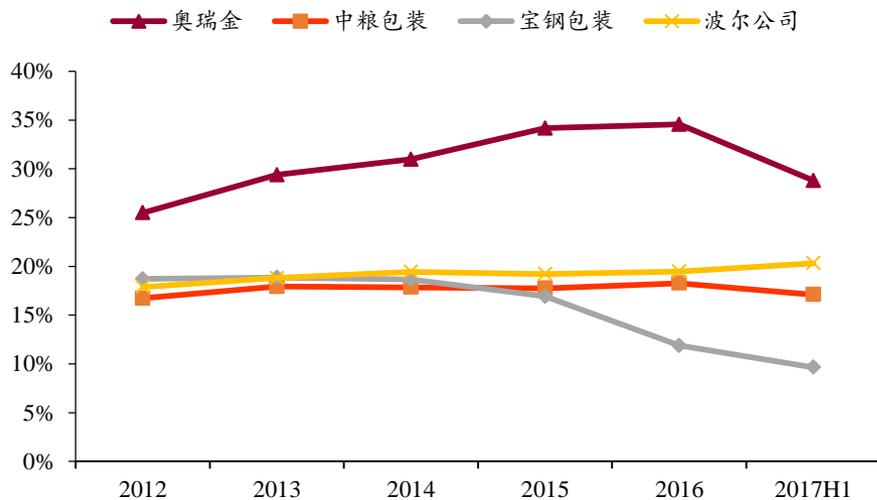
二、供给端：原材料成本上涨，企业盈利恶化

- **原材料价格上涨，盈利水平恶化：**铝及镀锡板（马口铁）是主要原材料。受宏观、环保政策以及市场供求影响，自2016年起，原材料价格持续上涨，铝2016年与2017年涨幅分别为17.6%、13.9%，镀锡板2016与2017年涨幅分别为29.8%、9.9%（预计明年原材料价格高位维持）。二片罐供过于求，行业竞争激烈，产品价格持续下降，难以将原材料成本向下游传导，导致行业整体盈利水平持续下滑（龙头2017年上半年毛利率亦普遍出现下滑）。
- **“随行就市”合同助龙头抵御成本风险：**二片罐定价可以分为“全年协定价”及“随行就市价”，对于龙头而言，由于下游客户资源优质，与客户签订“随行就市”合同的比例更高，能有力地抵御原材料价格风险；而中小企业缺乏议价能力，普遍采用“全年协定价”。
- **原材料上涨的不利因素有助于龙头扩大与中小企业的优势差距，预计将加速中小企业淘汰。**

图10：铝及镀锡板价格不断上升



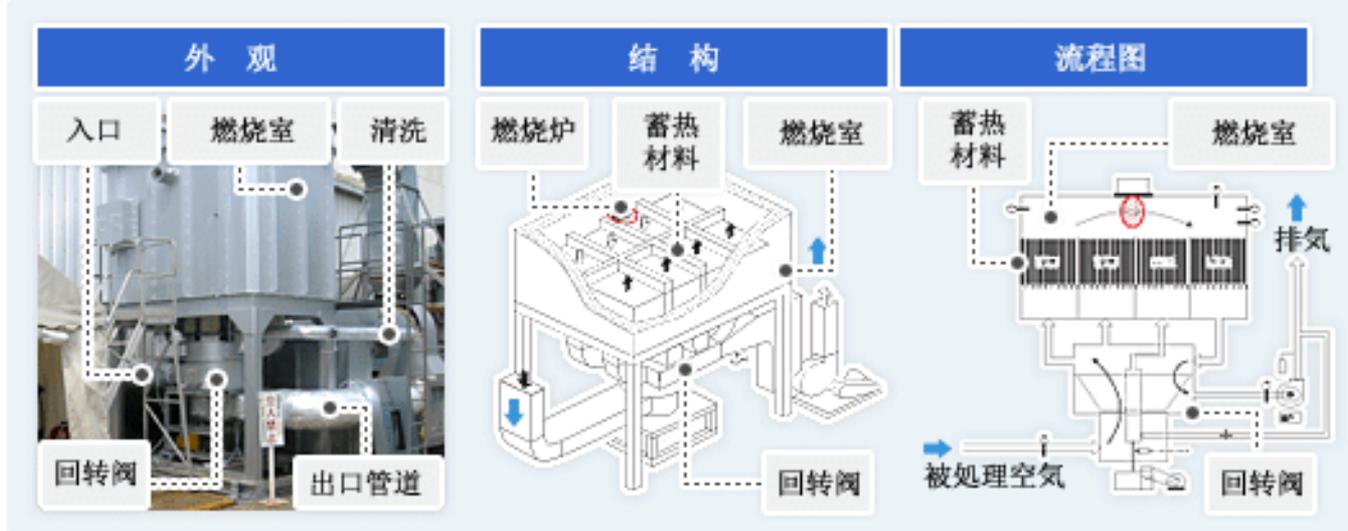
图11：龙头2017年上半年毛利率普遍下降



二、供给端：环保趋严，缺乏稳定订单的中小企业压力增大

- 随着国家环保标准愈加严格，金属包装企业环保成本增加，其中，废气（主要为涂印过程中产生的VOCs，即挥发性有机物）的处理因国家最新环保标准的推出，处理难度加大，成本显著增加——以获得较多企业关注的蓄热式热氧化装置（RTO）为例，在生产线合理规划的前提下，一套RTO设备需要投入400万元（一条生产线），后期每年的运营费用亦高达一两百万元。
- 此外，RTO设备的后期运营成本与开工率呈反向关系，中小企业因订单不稳定、产能利用率较低（RTO设备经济性差）而不愿意开启环保设备，导致时常在环保督查过程中被强制停产1-2个月——中小企业开工得不到保证，客户自然流失，产能利用率进一步下降，形成恶性循环。
- 因此，在环保趋严的情况下，中小企业生存压力增加，供给端出清速度加快。

图12：RTO设备示意图



二、马口铁包装需求：市场整体需求保持平稳

- 目前马口铁包装的重要应用领域为三片饮料罐市场以及食品罐市场：
- 1) 三片饮料罐市场稳定增长。我国三片饮料罐主要应用于功能饮料以及植物蛋白饮料等。2016年，我国功能饮料产量为2855.2百万升，同比增长13%，植物蛋白市场规模达1217.2亿元，同比增长6.4%。稳健发展的三片罐饮料市场将带动相应马口铁包装需求的平稳增长。
- 2) 食品罐市场有望快速增长。与发达国家相比，我国罐头人均消费仅6公斤（美国为92公斤、欧盟为56公斤、日本为30公斤），罐头市场还存在较大的增长空间。随着人们生活水平逐年提高，方便、健康、营养、安全的罐头食品越来越受到消费者的认可，预计相应的马口铁包装需求也将迎来新的增长。

图13：我国功能饮料产量保持稳定增长

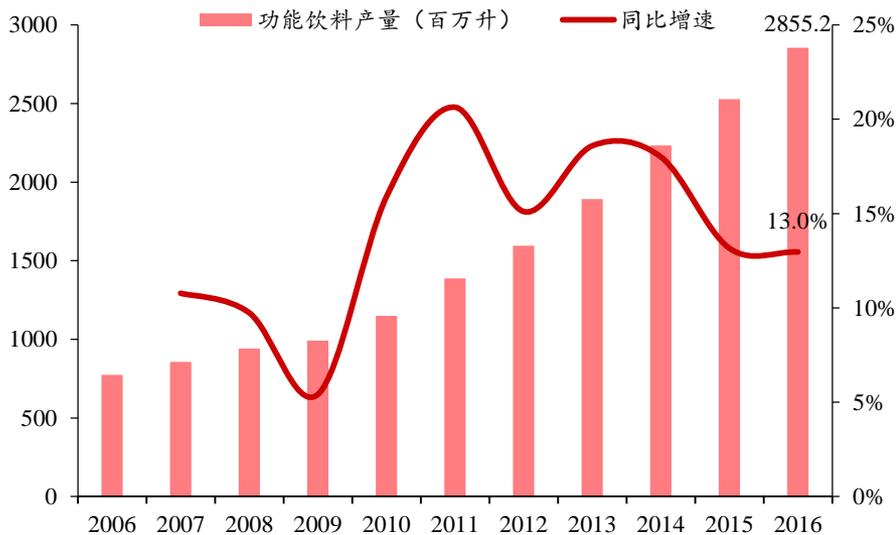
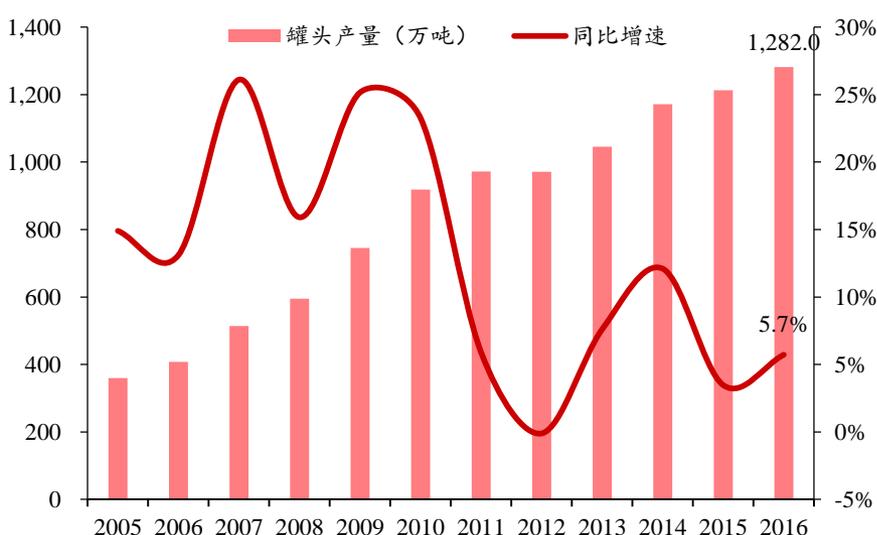


图14：我国罐头市场将迎来快速增长



二、马口铁包装需求：汽车护理、婴儿潮带来市场机遇

- 汽车护理、婴儿潮为马口铁包装市场带来新增边际需求：
- 1) 喷雾罐市场需求受汽车养护行业的快速发展带动。2016年汽车养护行业市场规模为7049亿元，同比增速达30%，预计2017年市场规模将达到8775.6亿元，行业高速发展。
- 2) 奶粉罐需求将受益于二胎政策及新一轮出生潮的到来。2016年1月1日起我国全面放开二胎，此外，1988年前后的一轮出生潮预计将进入生育期，我国出生率有望迎来一轮高峰，新生婴儿数量的增长将释放对奶粉的巨大需求。此外，随着人们保健意识的不断增强，品牌基础好、产品质量高的大企业将会抢到更多份额，而大型奶粉企业普遍与包装龙头进行合作，有望推动奶粉罐市场集中度进一步提升。

图15：我国汽车养护行业市场规模不断扩大

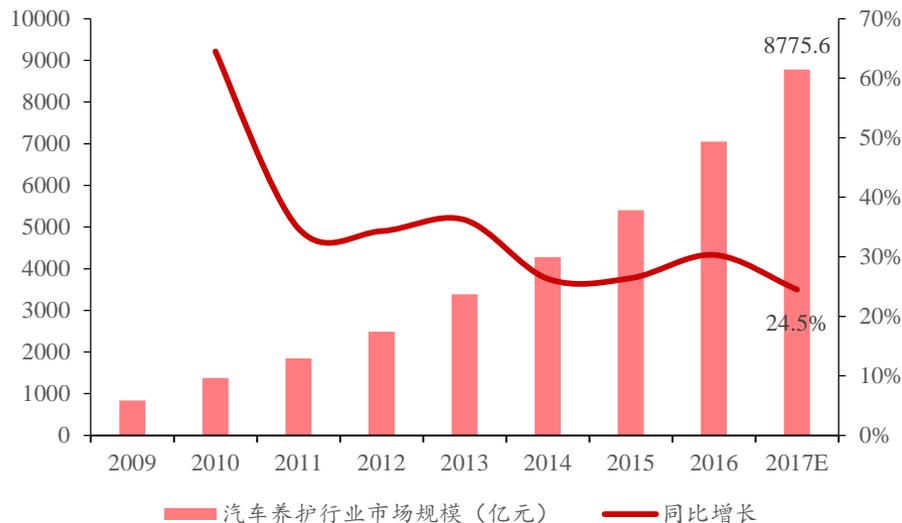
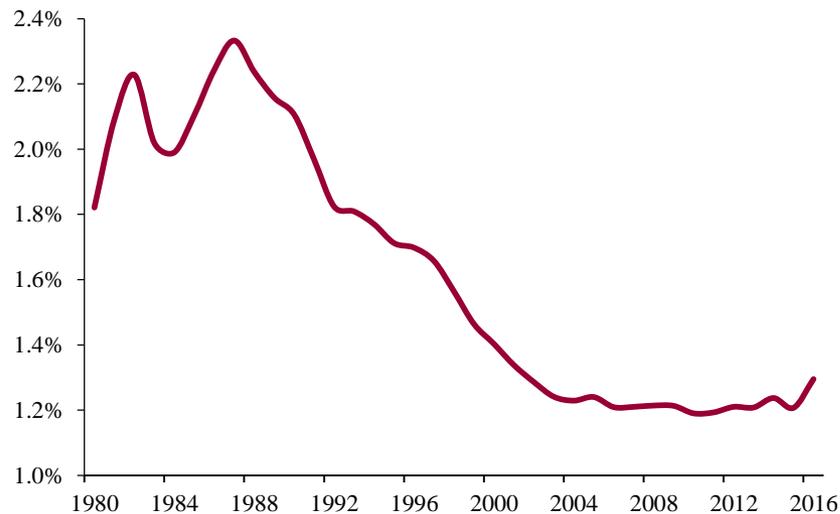


图 16：我国出生率达到拐点



二、二片罐需求：饮料销量回暖，啤酒罐化成未来增长点

- 饮料、啤酒是二片罐的主要消费领域：
 - 1) 饮料销量回暖。对于碳酸饮料而言，随着产品朝着低糖、绿色的方向发展以迎合消费需求，2017年前7月份碳酸饮料产量达1081.1万吨，同比增长5.7%，实现了销量同比正增长；对于非碳酸饮料而言，随着充气灌装技术成熟，未来有望增加二片罐包装比例。
 - 2) 啤酒罐化率提升是未来重要的增长点。我国啤酒罐化率仅15%-17%，与美国、英国等50%以上的罐化率相比存在着较大差距。由于金属罐包装密封性能优越，同时材料较轻，便于运输、携带和开启，未来将逐步替代玻璃酒瓶，成为二片罐下游需求的主要增长点。

图 17：碳酸饮料产量小幅增长

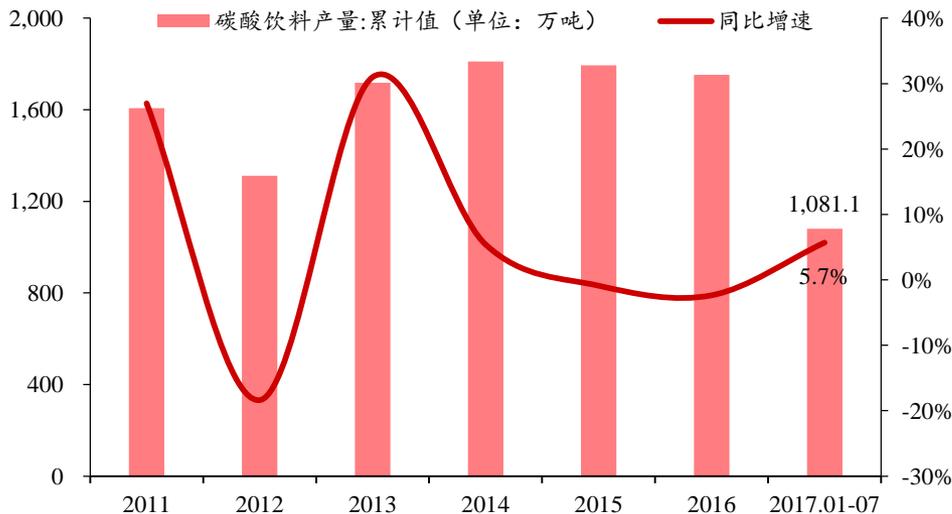
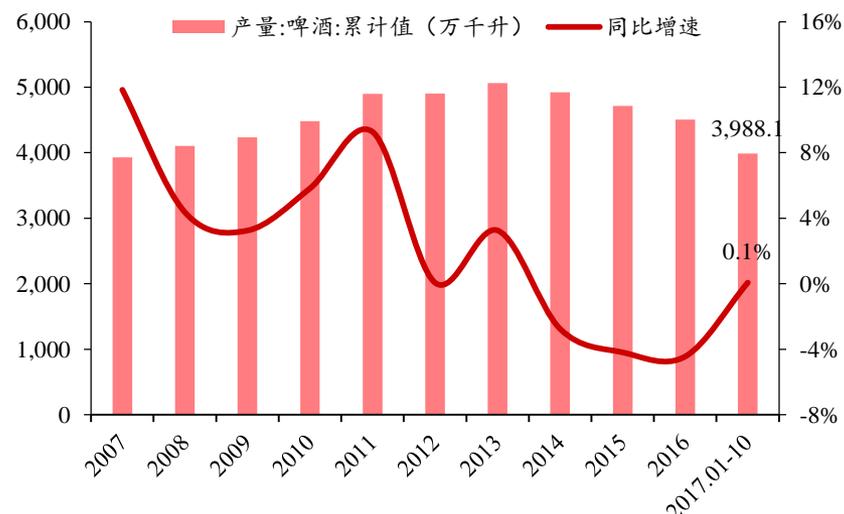


图 18：我国啤酒产量情况



二、高端金属罐需求：下游营销需求驱动高端包装迅速增长

- 为满足消费者对时尚化、产品品质的需求，饮料龙头纷纷开始在包装上进行创新：
- 1) 主题定制等外包装营销创新。百威近年来不断推陈出新，发布“感谢瓶”等限量版产品，特别是2012年起推出的生肖瓶，出自美国顶尖设计师之手，融入中国传统元素，外形简单、前卫，极具亲切感和时尚感，受到广大中国消费者的喜爱。
- 2) 罐体技术升级提升产品品质。百威近年大力推出铝瓶包装，与传统包装相比，铝瓶罐能够有效避免阳光直射，有效地保护原产酒液的味道，更好的口感使大幅提升百威啤酒的竞争力。
- 消费领域竞争加剧，未来下游厂商将更加注重产品营销，而外包装作为核心改造部分之一，预计将推动高端包装的市场需求，提升金属包装附加值。

图 19：百威啤酒新春生肖瓶包装展示



图 20：百威啤酒推出铝瓶罐产品



二、他山之石：波尔公司，全球包装行业巨头

- 波尔公司 (Ball Corporation) 成立于1880年，以生产玻璃罐头瓶起家，后将业务逐渐扩展到金属饮料和食品容器、铝气雾容器、航空电子以及航空航天系统等领域，目前波尔公司在全球拥有15000名员工，是世界上最大的可回收金属饮料和食品容器制造商，并将业务延伸至航空航天领域，目前已能为美国政府设计相关解决方案。
- 公司近年来发展稳健。2016年，波尔主营业务收入为90.6亿美元（其中包装业务收入占净营收的91%，航天收入占比9%），同比增长13.3%，2004-2016年复合增长率达13.9%。2016年综合毛利率为19.5%，较2015年增加0.3个百分点。而2015、2016年净利率出现一定幅度的下滑，主要是受近两年实施并购的影响，预计主业正常经营的净利率约5%。

图21：Ball公司营收规模不断扩大

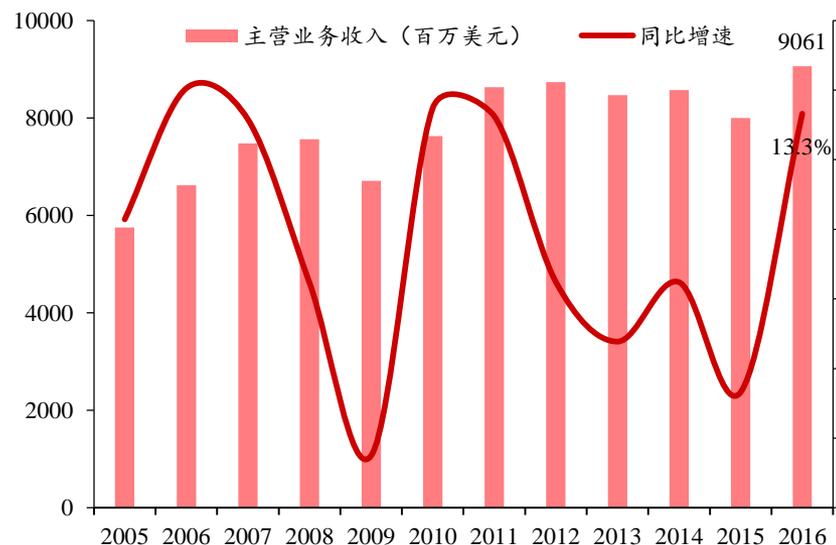
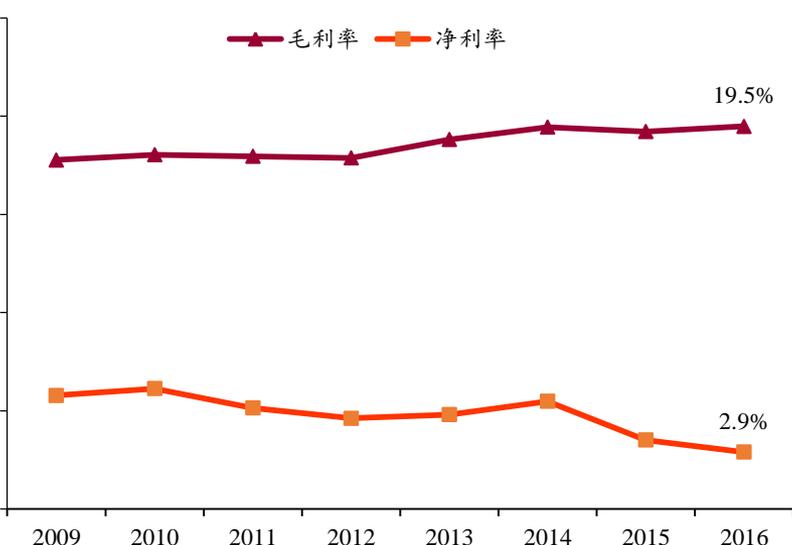


图22：Ball公司毛利率稳中有升



二、他山之石：与客户共同成长，积极开发新业务

- 波尔与下游客户伴生增长，提高优质客户忠诚度。包装产品高昂的运输成本决定了包装企业经营受运输半径的限制。为了更好地服务客户，波尔公司会通过“自建+并购”的形式随下游客户进入其他市场（如1995年百威从武汉出发进入中国市场，波尔也于同年在武汉设厂），以实现采购、货运和物流等成本的节省，为客户提供可持续、低成本的包装解决方案。
- 在巩固已有优质客户资源的同时，波尔也不断开拓新市场及新业务。1997年，波尔收购MC Packaging Ltd. (香港)，成为中国最大的罐头供应商，在中国市场开拓新的客户资源；2006年，收购美国气溶胶和特种金属包装公司US Can，使业务覆盖金属食品和家用产品包装领域；2016年，收购Rexam，获取其全球客户资源。

图 23：Ball公司通过外延并购，降低了开拓新业务及客户资源的难度

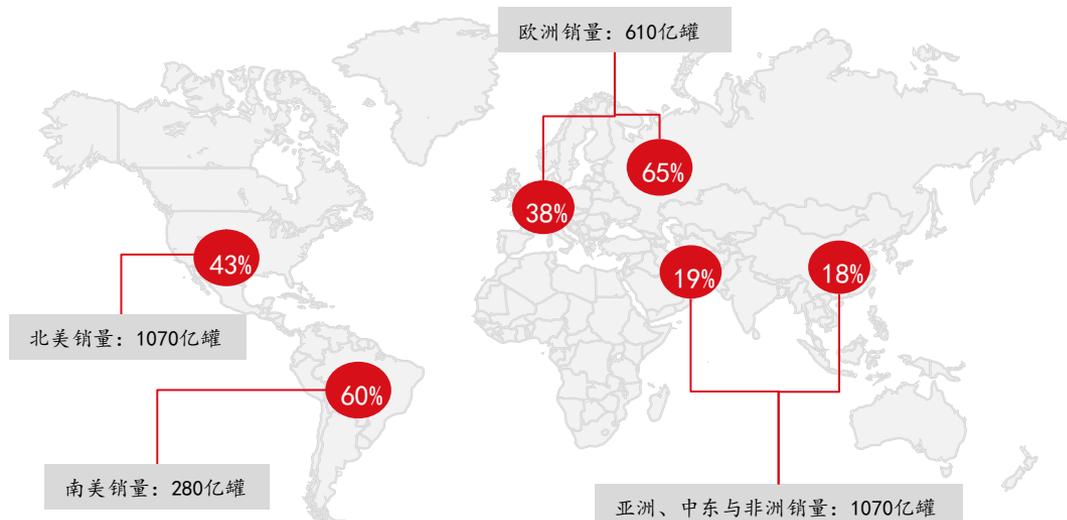
成交日期	收购标的	收购价值（百万美元）	收购价值/上年度资产
2016/7/1	Rexam Ltd 100%股权	5416	55.85%
2015/12/21	Latapack-Ball Embalagens Ltda 39.90%股权	451	5.96%
2011/1/18	Aerocan SAS 100%股权	296	4.27%
2009/10/1	4 AB InBev plants 100%股权	577	9.06%
2006/3/28	Certain North American plastic bottle 100%股权	180	4.14%
2006/3/27	US and Argentinean Operations 100%股权	594	13.68%
2002/11/20	Schmalbach-Lubeca AG 100%股权	1096	47.39%
1998/9/30	MC Packaging Hong Kong Ltd 25%股权	61	2.90%
1998/8/10	Aluminum can assets	820	39.23%
1997/3/7	MC Packaging Hong Kong Ltd 75%股权	182	10.71%
1993/3/19	Heekin Can Inc 100%股权	211	13.47%

二、他山之石：波尔模式值得国内金属包装龙头借鉴

- 经过与客户多年的共生长，波尔获得了客户的高度认可，形成强大护城河。波尔与主要客户均存在长期合作，前七大客户合计贡献了总营收的48.41%，通过跟随客户进行全球布局，波尔在东欧、北美和南美分别占据65%、43%和60%的市场份额，领先优势明显。
- 波尔模式值得国内包装龙头借鉴。①与客户共同成长。目前我国金属包装市场比较分散，金属包装龙头可以凭借自身综合优势不断积累优质客户资源，甚至于为客户的成长提供支持，实现上下游协同发展；②以外延并购的方式扩张产能，进入新的业务领域。考虑到行业产能过剩、景气不佳，龙头可依托综合实力实现对其他企业的并购整合，快速扩张自身规模。

图 24：Ball公司主要客户收入占比情况（2016年） 图 25：Ball公司全球市占率情况

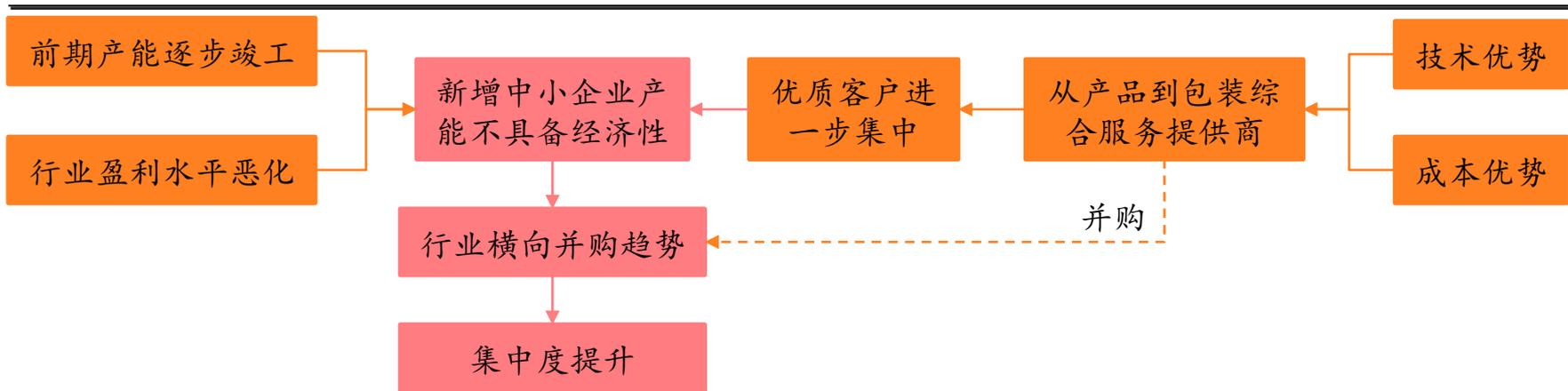
客户收入占比	客户名称	占比
9.00%	可口可乐	9.00%
9.00%	莫尔森-康胜	9.00%
9.00%	美国政府	9.00%
7.00%	ABI BB	7.00%
5.89%	百事可乐	5.89%
4.79%	喜力啤酒	4.79%
3.73%	联合利华	3.73%



二、未来趋势：行业缓慢复苏，或迎来并购整合浪潮

- 供给收缩，需求逐步增长，行业迎来复苏。结合前文分析，供给端方面，中小企业在环保、原材料成本、价格战等因素影响下，将逐步退出市场（部分外资亦在寻求退出）；需求端则受益于啤酒罐化、整体消费复苏而稳步增长，供需格局日渐平衡，行业景气触底回升。
- 包装龙头有望通过横向并购实现规模快速扩张。包装行业盈利能力逐年下滑，前期规划、逐步竣工的产能正失去其经济性。考虑到横向并购可以快速扩张产能以及获取其他企业的客户资源，龙头可以合理价格寻求横向并购，实现规模跨越式增长。
- 此外，我们预计明年原材料价格中枢与今年持平，原材料成本压力缓解，行业毛利率下行趋势得到遏制，而龙头可依托技术升级、费用控制等手段，提升净利率。

图 26：金属包装行业有望迎来并购整合潮



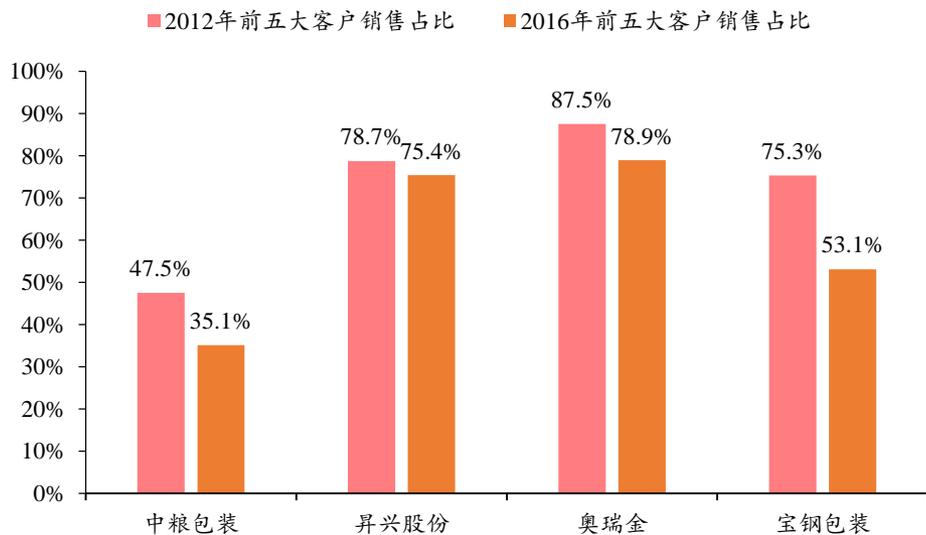
三、中粮包装商业壁垒：优质客户构建强大护城河

- 包装行业需要维持较高的产能利用率及稳定的订单数量方能实现规模效应，因此优质客户是龙头核心护城河（进入优质客户供应链后，后期有望不断提高供应比例，具备较强的排外性）。此外，龙头一般跟随下游客户设厂（受运输半径限制），往往与核心客户呈现共生状态。但是，如果因此导致客户结构过于集中，则会影响业绩的抗风险能力。
- 中粮包装积累了大量的优质客户，如加多宝、红牛、雪花、可口可乐等消费领域龙头，同时，公司积极开拓新客户，降低对某单一客户的依赖，前五大客户占比低于其他龙头，客户结构更为合理。此外，公司通过与客户签订“随行就市”合同，能有效对冲原材料价格波动风险。
- 我们认为，优质客户一方面是公司核心优势，另一方面是公司综合能力的体现，而这一综合能力，将从下章的技术、产能、品牌这三个维度进行衡量。

图 27：公司优质客户名单

主要产品	知名客户	
马口铁包装	三片饮料罐	红牛、养元、达利集团等
	食品罐 (含奶粉罐)	美赞臣、惠氏、雀巢及伊利等
	气雾罐	深圳彩虹、上海庄臣及康达等
	金属盖	海天、老干妈及青岛啤酒等
	钢桶	中石化、壳牌、中石油及立邦等
	方圆罐	威士伯集团、嘉宝莉和叶氏化工等
	印涂铁	奥瑞金包装、苏泊尔和东山电池等
	其他金属包装	
铝质包装	两片饮料罐	加多宝及可口可乐中国等
	单片罐	百威英博及伍尔特集团等
塑胶包装	宝洁、蓝月亮、强生及贝亲等	

图 28：公司客户结构更为合理



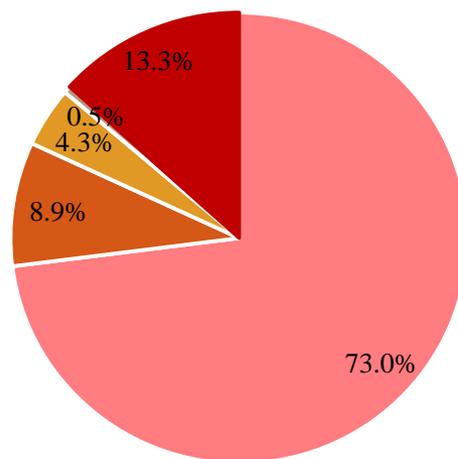
三、主要客户：加多宝，国内凉茶领先品牌

- 我国凉茶领域的龙头。加多宝创立于1995年，经过多年发展成为我国凉茶领先品牌，2016年营业收入同比增长10%至240亿元，市场占有率超70%。而中粮包装与加多宝的合作始于1999年，并实现共生长——2012-2014年，公司配合加多宝产品包装转型，将生产线从三片罐转为二片罐，并顺势进入二片罐市场；2017年入股加多宝，进一步绑定双方利益。
- 摆脱官司压力，业绩有望重回正轨。近年来，加多宝受制于商标之争，但2017年11月13日，广东高院终审判决加多宝和王老吉共享红罐包装，不构成不正当竞争。加多宝摆脱官司压力，后期集中精力于产品与营销上，业绩有望重新提速。

图 29：加多宝、王老吉共享红罐包装



图30：我国罐装凉茶市场格局（2015年）



■ 加多宝 ■ 王老吉 ■ 和其正 ■ 宝庆堂 ■ 其他

三、主要客户：可口可乐、美赞臣等客户稳健发展

- 公司是可口可乐的核心供应商。可口可乐在中国由中粮集团及太古集团进行市场开发（双方各自运营我国不同区域的市场），而中粮包装凭借技术、产能布局方面的优势，成为了中粮可口可乐以及太古可口可乐的供应商。随着可口可乐在中国逐步扩张（如2016年可口可乐部分持股的Monster饮料进入中国市场），业绩有望同步受益。
- 公司与众多奶粉知名企业有深度合作。近年来，随着人们保健意识的逐步加强，优质的奶粉企业越来越受到消费者的青睐。而公司凭借优秀的产品质量与飞鹤乳业、伊利、美赞臣等知名奶粉企业均有深度合作。随着婴儿潮的到来以及奶粉市场集中度的继续提高，公司奶粉罐业务将迎来新的发展。

图 31：中粮可口可乐业务区域图



图 32：美赞臣奶粉罐展示



三、主要客户：进军塑胶包装，开拓新领域下游客户

- 塑料包装行业集中度稳步提升。随消费者对产品的安全性、环保性愈发重视，下游客户增加与塑胶包装龙头合作，以降低包装产品风险，并提高包装表现力，行业份额不断往龙头集中。
- 公司进入塑料包装领域，拓宽客户群体。公司于2009年之前便已开始从传统优势金属包装领域往塑胶包装延伸，在稳步提升日化客户供应份额的同时，也在积极拓展食品类客户，提升业务发展速度。目前已与宝洁、蓝月亮、利洁时等日化客户达成合作，并获得海天、伊利等知名食品企业的包装合同（2016年分别与海天味业、伊利签订为期3年的塑胶包装合同，并在无锡为海天味业设立专属工厂）。未来，随着业务模式、相关生产技术成熟，公司可以积极开发产品（模具）相似的产品，塑胶包装业务有望保持持续高增长，成为新的利润增长点。

图 33：塑料包装箱及容器行业销售收入规模

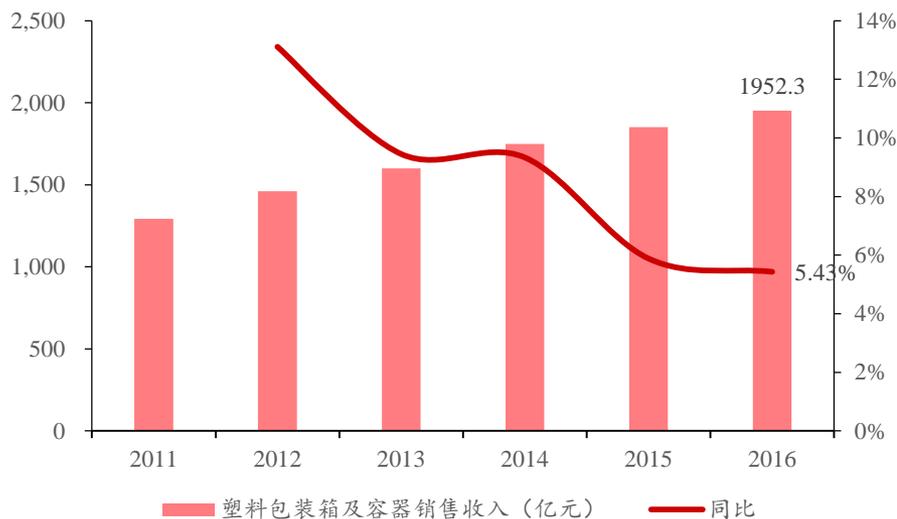


图 34：海天味业塑胶包装产品展示



四、核心优势（I）：研发高投入，成本控制能力优于同行

- 公司注重研发投入，积极推进技术创新和节能环保，在环保督查、行业景气触底的大环境下，前期积累所带来的成本优势更加凸显：
- 1) 降本增效：2016年，通过内外部对标，找出差距持续推进减员增效工作，促进人力效能提升，扣除新增利润点影响，原有利润点年内实现同比减员407人。
- 2) 新项目研发：2016年发明专利37项，通过新技术推广，产生经济效益6,800万元。
- 3) 节能环保：积极响应环保要求，2016年实施节能环保项目25项，省电168万度，减少二氧化碳排放3,000吨，无锡、杭州生产线安装RTO设备进行尾气处理。通过实施严格的环保标准，生产经营保持稳定，相较于不时因环保不达标而停产的中小企业，竞争优势凸显。

图 35：公司二片罐毛利率高于行业平均水平

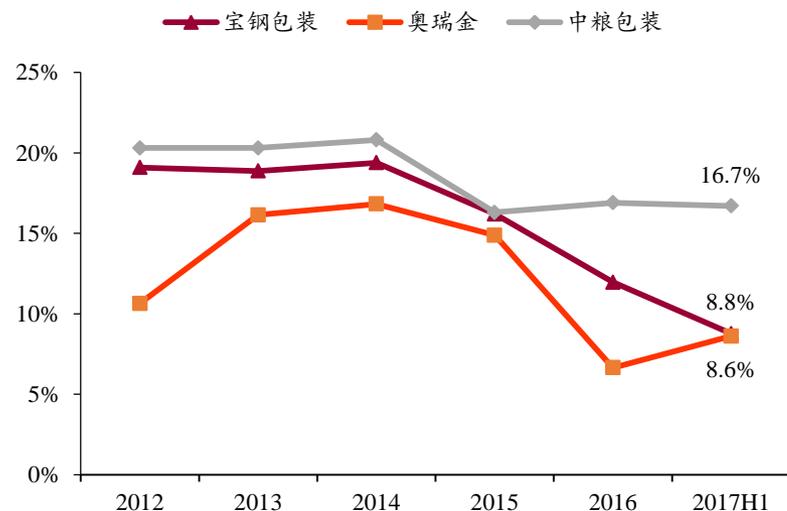
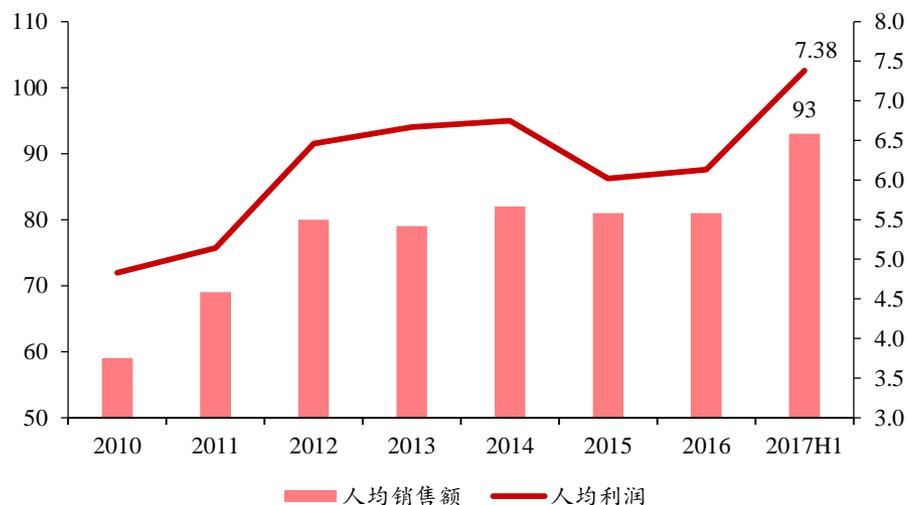


图 36：人均效能稳步提升（万元）



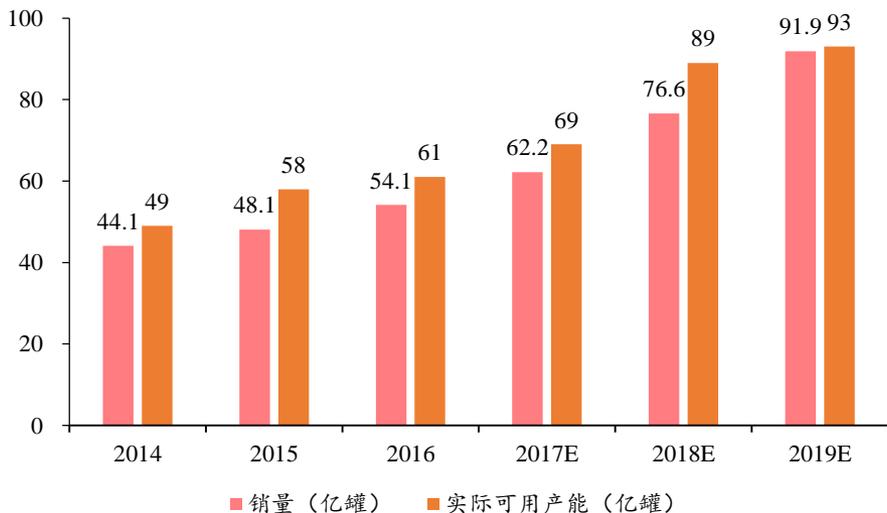
四、核心优势（II）：产能优化&拓展，增强客户服务能力

- 公司积极扩张产能规模（主要是二片罐），一方面调整生产线布局，一方面抓住行业整合时机，快速并购拓展。完善的产能布局，能够更好地满足客户需求，提高效率：
- 1) 产能全国性布局，提升服务能力：①为了更好地服务客户，公司将杭州一条两片罐线搬迁至莆田，并于今年7月份通过百威等核心客户认证；②目前成都高森两片罐线已联机出罐，逐步开展客户认证工作；纪鸿包装及辽宁中安也有望在年内联机出罐。公司将陆续推进产能释放（预计2017年二片罐实际产能69亿罐，2019年有望到93亿罐），实现业绩增长。
- 2) 规模效应明显：公司产能利用率在85%以上，远高于行业平均水平（65%），规模优势明显；此外，公司扩张产能不是简单地新建生产线，而是多条生产线协同工作，通过订单响应、零部件等方面的协同，显著节省生产成本。

图 37：公司在全国进行产能布局



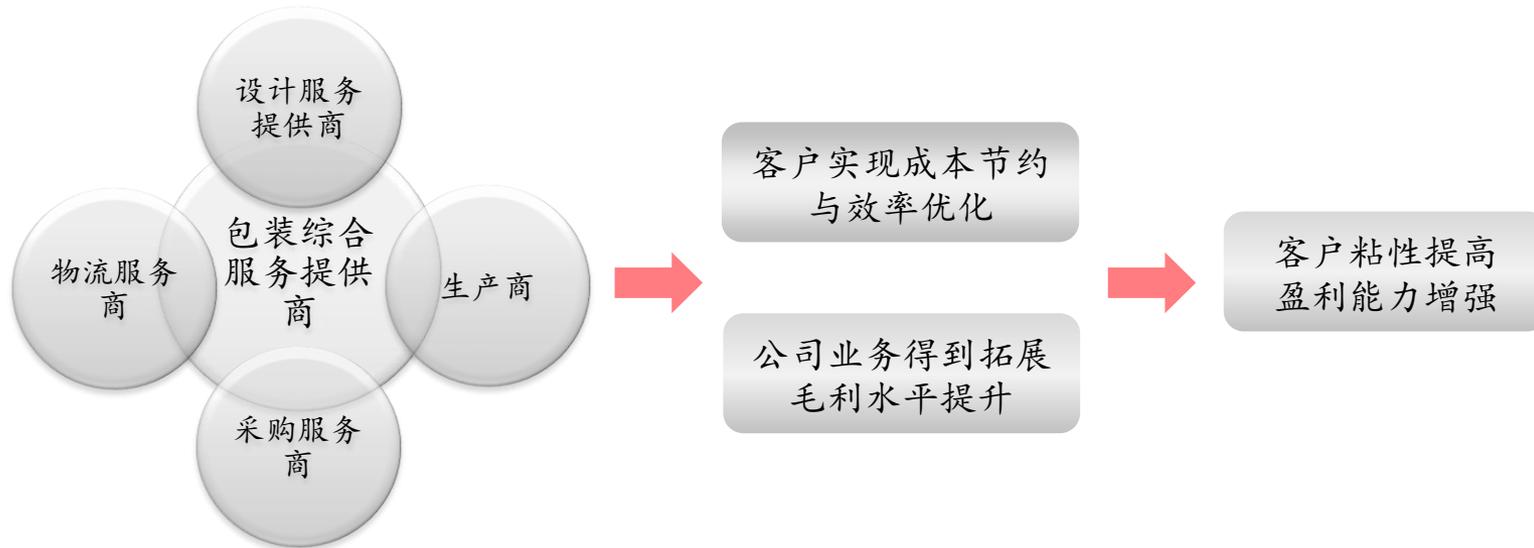
图 38：公司二片罐产能和销量稳步提高



四、核心优势（III）：品牌力强，定位于包装综合服务商

- 公司在业务经验、规模体量、口碑信誉等方面都拥有巨大的优势，并依托自身综合实力，满足客户对包装全方位服务的需求。
- 1) **品牌优质**：公司品牌力强，行业认可度高，在多个细分市场领域排名第一位，已建立了稳固的客户群，其中包括一些国内外知名的高端消费品生产商。对于部分高端客户而言，一旦进入其供应链，则有望不断提升供应比例。
- 2) **模式创新**：定位于包装综合服务提供商，有力提升公司市场竞争力及盈利能力——通过打造集成化、平台式服务提高全方位响应能力，从成本和效率两方面提升对客户的服务质量，并向客户提供包装设计、物流等配套高附加值服务，增加客户粘性。

图 39：公司转型包装综合服务提供商



五、对内修炼：引入产业资本，助力公司长远发展

- 2016年1月，中粮集团以6港元/股的价格将所持部分中粮包装股份转让给行业龙头奥瑞金（奥瑞金现持股22.9%），奥瑞金成为中粮包装的第二大股东。
- 1) 引入产业资本奥瑞金有利于双方协同发展，强强联合。奥瑞金入股中粮包装仅两个月后，中粮包装便与奥瑞金达成战略合作协议，在采购、生产、客户开拓等多领域实现协同发展。预计二者未来还有更多的合作空间，通过优势互补，提升双方的综合实力。
- 2) 龙头之间的合作将重塑行业格局，引领未来发展方向。金属包装行业存在企业众多、产能过剩等问题，龙头之间合作为行业提供了良好的示范，促进其他企业进行合并整合，提升市场集中度，改变市场无序竞争的格局。

图 40：奥瑞金发展稳定

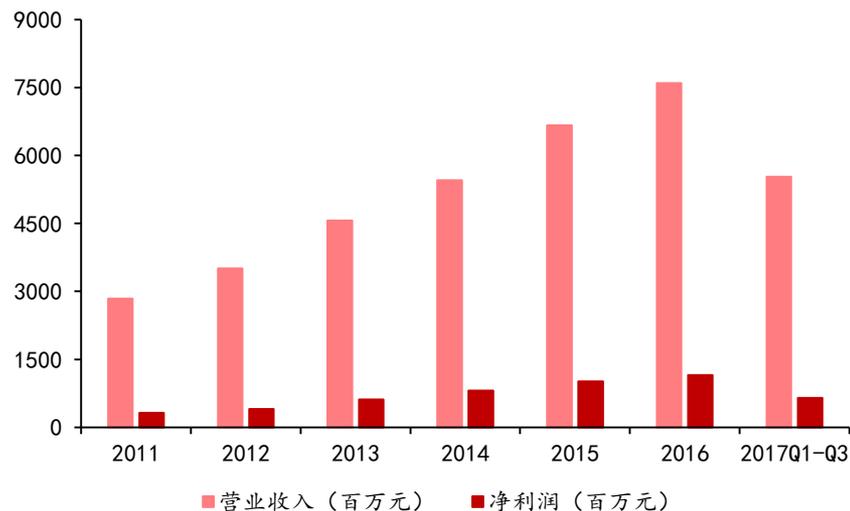


图 41：中粮奥瑞金交易情况

	截至2016年 12月31日止年度 (人民币亿元)	截至2017年 8月31日止八个月 (人民币亿元)
中粮向奥瑞金销售印铁、印铝及盖以及与该等包装材料有关的制罐服务	1.3	1.5
奥瑞金向中粮销售素铁、覆膜铁及铝以及与该等包装材料有关的制罐服务	1.1	1.3

五、对内修炼：员工持股计划完成，上下一心共谋发展

- 2016年9月，公司实施员工持股计划，持股价格为2.6港元/股，认购金额4.6亿港元，对象为11名核心管理层及其他192名骨干员工，合计持股比例高达15.1%。2017年12月员工持股计划部分股份通过大宗交易转让，持股比例下降至12.2%（但仍会维持较高持股比例）。
- 通过员工持股计划最大程度将公司利益与员工利益进行绑定，调动了员工积极性，上下一心共谋长远发展（2017H1管理费用率同比下降1.6pct至3.9%）。此外，此次员工持股计划通过新发行股份的形式，能够有效补充公司营运资金，为后续拓张提供支持。

图 42：高管认购情况（2016年9月情况）

姓名	职位	认购数目（百万股）	占总股份比例
张新	董事会主席、执行董事	25	2.13%
张晔	执行董事、总经理	17	1.45%
施于	副总经理	12	1.02%
吕青	副总经理	9	0.77%
冯萍	副总经理	9	0.77%
程斌才	总经理助理	4	0.34%
赵伟	总经理助理	4	0.34%
顾小雷	总经理助理	4	0.34%
黄进	战略部总经理	3	0.25%
杨小燕	财务部总经理	3	0.25%
尹晓愚	塑胶事业部总经理	2	0.17%
总计		92	7.83%

五、对外延伸：横向并购完善全国产能布局

- 2017年3月15日，公司以6675万元收购浙江纪鸿包装有限公司的51%股权；3月27日，以7496.6万元收购成都高森包装容器有限公司的100%股权。
- 1) **完善全国产能布局。**收购前，公司位于华东地区的两片罐生产线已关闭或搬迁，在西南区域仅有一条生产330ml罐型的两片罐生产线，无法满足需求。而纪鸿包装正加快推进一条国内速度最快的两片罐生产设备的安装工作，投产后年产20亿只易拉罐，高森包装具备生产500ml罐型、SLEEK罐型等新产品的潜力，投产后年产能约7至8亿罐。公司斥资进行收购，能够提升区域产能，完善全国产能布局，提升服务能力，增强客户黏性，
- 2) **后期不排除进一步并购举措。**公司目前资产负债率较低，且成本控制、优质客户资源、产能布局等多方面占优，盈利能力高于同行。在行业景气度较差、大量产能寻求退出的背景下，有充足的实力寻求合适的并购机会，实现规模快速扩张。

图 43：龙头资产负债率横向比较（2017H1）

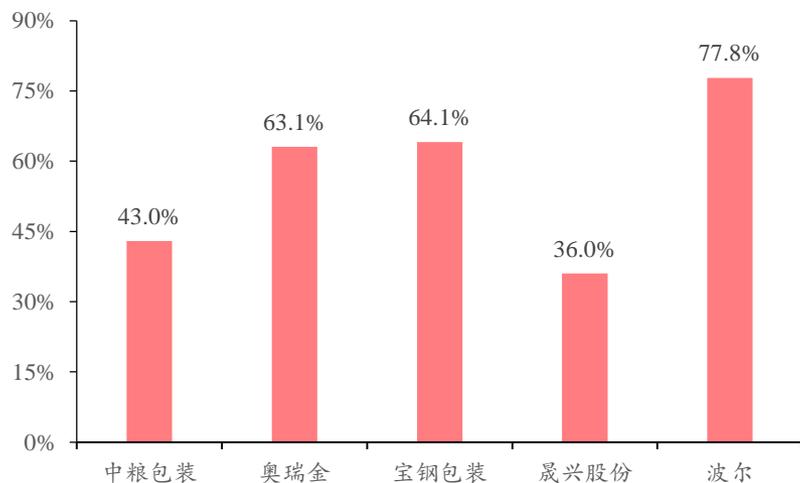


图 44：高森包装公司展示



五、对外延伸：纵向并购，入股清远加多宝，上下游协同发展

- 2017年10月30日，中粮包装拟对清远加多宝草本植物科技有限公司增资人民币20亿元（50%以现金方式支付，50%以生产的铝制二片罐作为实物出资），从而持有其30.58%的股份。
- **投资收益：**根据公告，清远加多宝承诺每半年进行一次分红，保证中粮包装首年获得不低于实际增资额的10%的分红，之后逐年递增，但最高不超过实际增资额的20%（分红比例提高后便不能下调）。考虑到公司分三期出资（40%/30%/30%），我们预计2018年将收到分红1亿元左右。未来随着加多宝业绩提速，甚至于上市发行，中粮包装有望从中获取更高的投资收益。
- **业务合作：**双方将建立更深层次的合作关系，公司向加多宝的供罐率提升至70%以上（供罐率是指中粮包装供罐数量占加多宝用罐数量的比率，过往不足40%）。此外，随着加多宝、王老吉商标之争结束，凉茶市场有望迎来新一轮发展，行业整体向好将带动公司收入增长。

图 45：加多宝将商标转让至合资公司



图 46：清远加多宝产业园展示



五、深港通情况：入选深港通在即，估值提升可期

- 深港通下的港股通股票包括：恒生综合大型股指数的成分股、恒生综合中型股指数的成分股、前12个月末市值平均在50亿港元及以上的恒生综合小型股指数的成分股，以及联交所主板上市的A+H股公司的H股。
- 公司于2017年8月纳入恒生综合小型股指数成分股，然而因市值低于50亿港元未能入选深港通，近期公司市值稳步提升，前12个月末市值的平均值已超过50亿港元，达到深港通的标准，预计将于2018年一季度入选深港通。
- 中粮包装的PE显著低于国内包装上市龙头，入选深港通将会有助于公司估值提升。

图 47：中粮包装流动性和市值显著上升

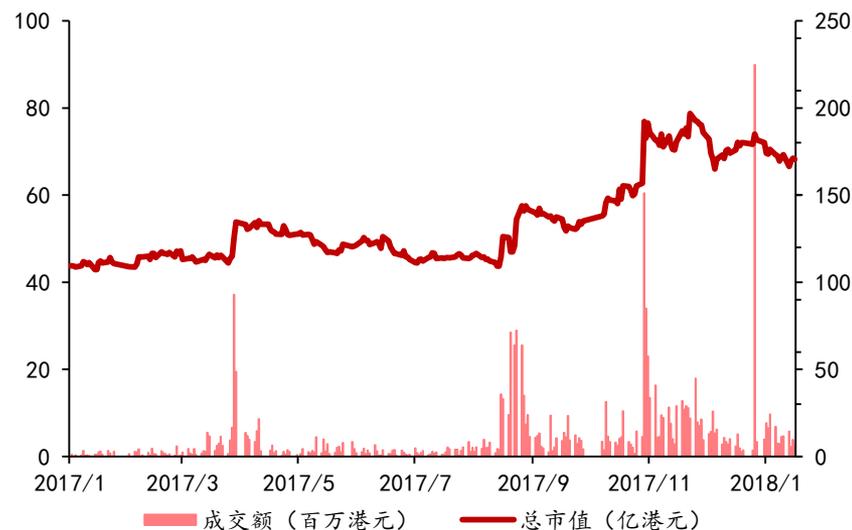
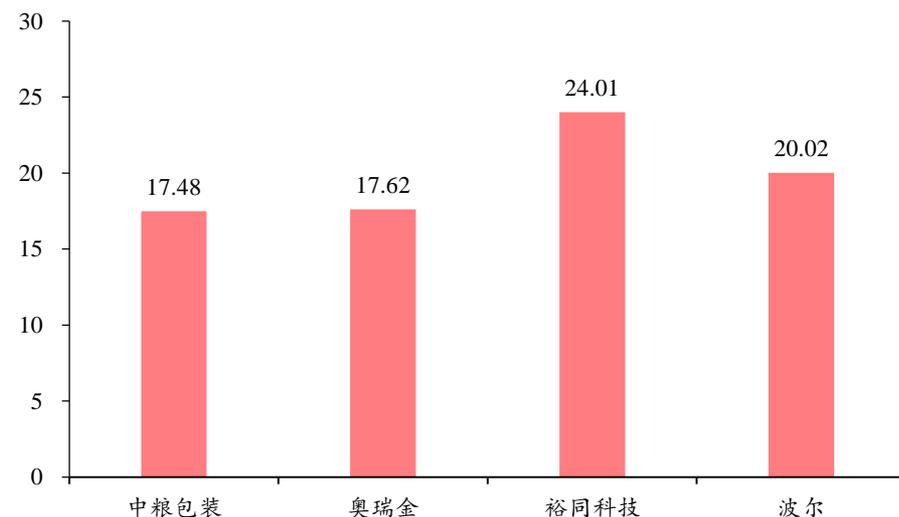


图 48：包装龙头 PE 对比（2017E，2018 年 1 月 18 日）



附录：分产品收入成本预测及可比公司估值（百万元）

(单位：百万)		2016A	2017E	2018E	2019E
马口铁包装	营业收入	2,738.00	2,945.47	3,284.49	3,658.44
	同比增速	5.84%	7.58%	11.51%	11.39%
	营业成本	2,193.14	2,409.39	2,685.07	2,981.63
	毛利率	19.90%	18.20%	18.25%	18.50%
铝制包装	营业收入	2,038.00	2,488.72	3,192.06	3,950.49
	同比增速	0.20%	22.12%	28.26%	23.76%
	营业成本	1,693.58	2,065.64	2,643.02	3,255.28
	毛利率	16.90%	17.00%	17.20%	17.50%
塑胶包装	营业收入	445.00	467.25	490.61	524.96
	同比增速	-7.84%	5.00%	5.00%	7.00%
	营业成本	379.59	392.49	410.64	438.34
	毛利率	14.70%	16.00%	16.30%	16.50%
合计	营业收入	5,221.00	5,901.44	6,967.16	8,133.88
	同比增速	2.30%	13.03%	18.06%	16.75%
	营业成本	4,266.55	4,867.52	5,738.74	6,675.24
	毛利率	18.28%	17.52%	17.63%	17.93%

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	5221	5901	6967	8134
营业成本	4267	4868	5739	6675
营业费用	262	277	326	390
管理费用	304	315	362	431
财务费用	56	67	88	98
投资净收益	1	7	100	220
营业利润	333	381	552	759
营业外收支	65	65	74	59
利润总额	398	446	626	818
所得税	100	112	157	205
净利润	298	335	470	614
少数股东损益	4	4	6	8
归属母公司净利润	294	330	464	606
EBITDA	668	748	943	1150
EPS (元)	0.25	0.28	0.39	0.52

附录：资产负债表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3872	4134	5505	5826
现金	998	1091	1988	1907
应收账款	1666	1779	2004	2228
其他应收款	305	323	401	446
存货	828	867	1038	1170
其他	74	74	74	74
非流动资产	4635	5062	5262	5452
长期投资	0	200	180	160
固定资产	4017	4217	4417	4617
无形资产	241	269	289	299
其他	377	377	377	377
资产总计	8506	9196	10767	11278
流动负债	2543	1537	1789	1905
短期借款	1318	318	418	368
应付账款	1225	1219	1371	1537
非流动负债	1133	2633	3633	3633
长期借款	1110	2610	3610	3610
其他	23	23	23	23
负债合计	3675	4170	5421	5537
少数股东权益	120	125	131	139
股本	2730	2730	2730	2730
资本公积	1836	2015	2262	2579
留存收益	145	163	228	298
归属母公司股东权益	4711	4909	5221	5608
负债和股东权益	8506	9203	10774	11285

附录：现金流量表（百万元）

现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	501	462	465	709
净利润	294	330	464	606
折旧摊销	270	302	317	331
财务费用	4	4	6	8
营运资金变动	-81	-175	-322	-236
其他	14	0	0	0
投资活动现金流	-519	-736	-517	-521
资本支出	-538	-530	-537	-541
长期投资	0	-207	20	20
其他	19	0	0	0
筹资活动现金流	3	351	932	-285
银行贷款	-347	500	1100	-50
普通股增加	394	0	0	0
股利支付	-49	-149	-168	-235
其他	5	0	0	0
现金净增加额	-14	76	880	-97

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

THANKS

方正证券 正在你身边



方正证券股份有限公司

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层
11F, Pacific Insurance Building, No.28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,
Xicheng District, Beijing, China