

2019年09月17日

# 金属包装深度报告：从百倍牛股波尔，看国内金属包装发展前景

## ——竞争格局优化，议价权提升，驱动戴维斯双击

看好

相关研究

"近期关注盈利弹性 长远布局内销龙头——轻工包装行业 2012 年投资策略 (PPT)" 2011 年 11 月 24 日

"寻找确定性和成长性--2011 下半年包装轻工行业投资策略 (PPT)" 2011 年 6 月 21 日

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003  
tuyt@swsresearch.com  
周海晨 A0230511040036  
zhouhc@swsresearch.com

研究支持

周迅 A0230118070003  
zhouxun@swsresearch.com  
柴程森 A0230118070016  
chaics@swsresearch.com

联系人

丁智艳  
(8621)23297818×7580  
dingzy@swsresearch.com

本期投资提示：

- **波尔公司 (BLL) 是全球第一大的金属包装方案解决商。**2016 年成功收购全球第一大饮料制罐商雷盛 (Rexam) 后，波尔饮料罐业务市占率大幅提升 (北美、中美洲 40%、欧洲 42%、南美 55%、泰国 44%、缅甸 60%)。2018 年波尔公司实现收入 116.35 亿美元，净利润 4.54 亿美元。
- **百倍牛股复盘史：自 1973 年上市以来，波尔市值已翻 306 倍，VS 同期标普 500 指数上涨 24.7 倍，46 年内大幅跑赢指数。我们认为其市值增长大致可以分为两个阶段：1) 并购切入新市场+聚焦主业驱动利润增长，该阶段估值稳定；2) 行业集中度提升，议价权抬升，估值改善，利润增长加速，市值戴维斯双击。**
- **1) 先多元后聚焦，逐步明晰定位，市值受盈利增长驱动。**1990-2015 年波尔跟随欧美饮料行业快速发展，体现抗周期属性，并积极收购整合行业产能，EPS 基本与股价同比例大幅上涨，CAGR 分别为 13.9%和 13.2%，估值较为稳定。这段时期公司的业务发展经历了两个阶段：①**早期通过业务多元化，进军海外，寻找外延成长点。**1991 年至 2009 年，公司先后进入食品罐、气雾罐和塑料包装，并整合饮料罐产能 (包括 Reynolds、US Can、百威英博制罐厂以及雷盛等)。投资性支出直接驱动业绩增长。②**聚焦核心业务。**波尔经过一段时间内的发展探索，分别在 1996、2010 和 2018 年先后剥离了玻璃、塑料、食品及气雾罐包装业务，果断放弃无协同效应或市占率一般、盈利较差的副业，专精于饮料罐业务，使得欧美区域饮料罐的营业利润率从 2005 年的 8-10%提升至 11%-14%。**在资本结构方面：资金运用合理，注重持续提升股东回报。**公司保持合理资本结构，过去 20 年资产负债率平均 43%；加大回购比例，提升 EPS 和 ROE，ROE 从 10%左右大幅提升至 40-50% (收购雷盛前)。
- **2) 产业链议价能力强，估值抬升、EPS 加速，戴维斯双击。**自 2015 年 2 月波尔宣布收购雷盛后，股价与估值早于业绩快速抬升，**动态 PE 从 10.4X-13.6X 快速提升至 18.6X-21.0X，行业集中度提升后，龙头的盈利和现金流稳定性均强于下游行业，所以享受更高的估值溢价。**海外两片罐价格也随之快速涨至 0.6-0.8 元/罐，使波尔公司 2016-2017 年内生营业利润同比分别增长 21.8%和 25%。盈利能力继续提高+估值抬升，戴维斯双击，股价快速提高。
- **比照国内金属包装行业，利润底+估值底基本确定，行业出清产能整合，有望迎来盈利反转。利润底：**2016-2017 年两片罐价格跌至成本线约 0.34 元/罐，即便是规模效应较强的龙头公司也难免亏损，压力之下行业加速整合，集中度提升后，2018 年初四大龙头共同提价后，盈利能力出现边际改善。**估值底：**对比波尔历史估值区间，目前我国金属包装公司的 PE 和 PB 估值均处于历史低位，未来业绩改善逻辑逐步兑现后，估值有望迎来修复。
- **我国两片罐需求和盈利能力尚有很大提振空间。量——罐化率提升：**假设中国啤酒罐化率从 20%-->40%，对应两片罐需求提升 176-266 亿罐 (2018 年行业产量约 420 亿罐)。**价——两片罐提价：**行业整合带来议价能力提升，叠加下游异型罐需求旺盛等因素，两片罐价格将回归约 0.5 元/罐的正常水平，使国内两片罐厂商毛利率水平回归 15%-20%的正常水平。
- **投资建议：看好竞争格局逐渐优化，两片罐提价逐渐兑现，盈利迎来向上拐点的金属包装行业。建议关注奥瑞金、中粮包装 (0906.HK) 和宝钢包装。**



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 结论和投资建议

**波尔公司 46 年股价长期跑赢市场，随着龙头积极整合两片罐行业产能后，市占率提升将带动议价能力明显提高，EPS 加速增长，同时市场也将赋予更高估值，迎来戴维斯双击。**金属包装行业一旦形成寡头格局后，拥有比下游更强的产业链议价权，且商业模式较好，具备下游需求稳定、现金流好、无坏账、穿越经济周期等特征。参照波尔的发展史，在国内金属包装行业，随着奥瑞金收购波尔亚太，我国两片罐行业集中度开始提高，两片罐提价逻辑开始逐步兑现，行业经历利润底后迎来盈利反转。随着未来业绩改善逻辑持续兑现，金属包装企业估值有望迎来修复。市场对金属包装公司的关注度，将由需求逻辑（关注具体客户的增速）转向供给逻辑（集中度提升带来的平台型逻辑）。

**看好两片罐产能第一、客户结构优质、注重异型罐等新产品开发创新和一体化包装服务方面的金属包装龙头奥瑞金。**公司估值接近历史底部；且获华彬集团增持，加上近期推出股权激励计划，彰显长期发展信心。两片罐市场整合后，迎来向上拐点。未来公司资本结构也存在较大改善空间，财务费用降低、分红+回购，盈利能力与 ROE 还存在向上空间。预计 2019-2021 年 EPS 为 0.35 元、0.43 元和 0.55 元的盈利预测，目前股价（4.96 元/股）对应 PE 为 14/11/9X，维持买入。此外建议关注两片罐产能较高、金属包装品类丰富、下游客户结构较好、进军海外两片罐市场的**中粮包装**(0906.HK)；以及具备国内+海外两片罐产能、推出股权激励、国企混改进行中的**宝钢包装**。

### 原因及逻辑

**借鉴波尔公司成长史，利润增长可通过①外延收购，投资性支出直接驱动业绩增长；②聚焦核心业务，在规模基础上提高盈利质量。**剥离低协同/低盈利业务，专精单品类主业，扩大规模效应优势和产业链议价权。**同时，合理优化资本结构，加大回购力度，提升股东回报和 EPS。**此外，一旦产业链议价权大幅提高后，估值将大幅抬升，同时 EPS 加速增长，催动戴维斯双击。

### 有别于大众的认识

**行业认为国内金属包装行业增速较慢、企业估值较难提高。**

**我们认为 1) 我国两片罐从量价两方面均有较大成长空间。**量：啤酒罐化率若从 20%提升至 40%，对应两片罐增加 176-266 亿罐需求。价：海外两片罐价格在 0.6-0.8 元/罐 VS 我国仅不到 0.4 元/罐，尚有很大提升空间。

**2) 从波尔宣布收购雷盛后可以看出，一旦形成寡头垄断优势后，估值先于业绩快速抬升**波尔的动态 PE 估值直接从 10.4X-13.6X 提升约 70%至 18.6X-21.0X。考虑到我国金属包装对比欧美成熟市场还有更大增长潜力，估值也应享有一定溢价。

## 目录

<b>1. 波尔公司——从多元扩张走向专业聚焦 .....</b>	<b>5</b>
1.1 全球第一大金属饮料罐包装方案解决商 .....	5
1.2 历史回顾：从多元扩张走向专业聚焦.....	7
<b>2. 经验借鉴：规模提升 VS 盈利质量改善.....</b>	<b>9</b>
2.1 通过投资性支出跟踪收入增长.....	9
2.2 聚焦核心业务保证盈利质量 .....	10
2.3 充沛现金流，通过分红与回购，提升股东回报.....	12
<b>3. 估值与股价，波尔公司百倍市值成长史 .....</b>	<b>14</b>
3.1 波尔公司——百倍牛股是如何炼成的.....	14
3.2 对比与启示：国内仍处于发展期，供需平衡促进良性增长 .....	16
3.3 投资建议：利润底+估值底确定，推荐龙头公司奥瑞金，关注中粮包装、宝钢包装 .....	20
<b>4. 附表 .....</b>	<b>22</b>

## 图表目录

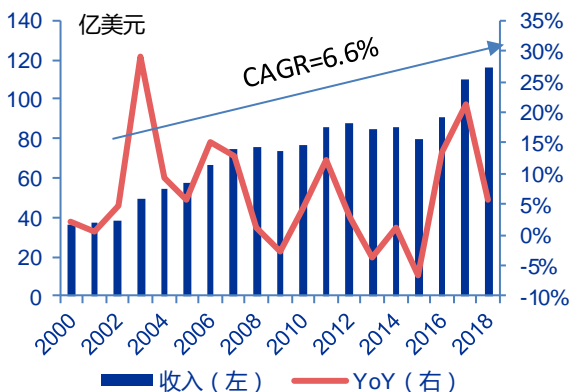
图 1：2018 波尔实现收入 116 亿美元 .....	5
图 2：2018 年波尔实现净利润 4.54 亿美元 .....	5
图 3：波尔公司 2018 年收入拆分 .....	5
图 4：2017 年波尔公司全球各地饮料罐市占率 .....	5
图 5：波尔公司业务及饮料包装行业发展趋势，目前饮料罐为主营业务 .....	8
图 6：波尔公司投资性现金流量净额与收入增速(滞后一年)拟合图 .....	9
图 7：剥离营业利润率较低的塑料包装和食品及气雾罐包装 .....	11
图 8：波尔 EBIT&EBITDA Margin 稳步提升 .....	11
图 9：波尔扣非归母净利率提升 .....	11
图 10：波尔公司经营性现金流稳定 .....	12
图 11：波尔公司现金运用规律及 ROE 分析 .....	13
图 12：波尔未来自由现金流开支计划（主要通过回购带动 EPS 提高） .....	13
图 13：波尔公司历史股价（前复权）、动态 PE 估值及 S&P500 指数走势对比 .....	14
图 14：国内：啤酒为两片罐主要下游需求 .....	16
图 15：国内：两片罐产能利用率回升 .....	16
图 16：国内 2012-14 年软饮料产量增速骤降 .....	17
图 17：经历整合，国内两片罐 CR4 高达约 70% .....	17
图 18：奥瑞金投资性现金流量净额与收入增速(滞后两年)拟合图 .....	18
图 19：宝钢包装投资性现金流量净额与收入增速(滞后两年)拟合图 .....	18
图 20：奥瑞金经营性现金流稳定 .....	18
图 21：宝钢包装经营性现金流较稳定 .....	18
图 22：奥瑞金现金运用分析 .....	19
图 23：奥瑞金加大回购但分红略欠稳定 .....	19
图 24：宝钢包装两片罐价格逼近成本线，触底回升 .....	20
图 25：金属包装龙头基本处于历史 PE 低位 .....	21
图 26：金属包装龙头处于历史 PB 低位 .....	21
表 1：波尔公司在全球各地区需求、工厂及客户情况（数据截至 2018 年末） .....	6
表 2：波尔公司历年收购及业务剥离详情 .....	8
表 3：波尔公司内生营业利润在收购雷盛后快速增长，体现议价能力提升（16 年并表） .....	15
表 4：我国金属包装企业仍处于多元发展阶段 .....	17
表 5：各龙头盈利边际改善 .....	20
表 6：金属包装及包装印刷行业重点公司估值表 .....	22

# 1. 波尔公司——从多元扩张走向专业聚焦

## 1.1 全球第一大金属饮料罐包装方案解决商

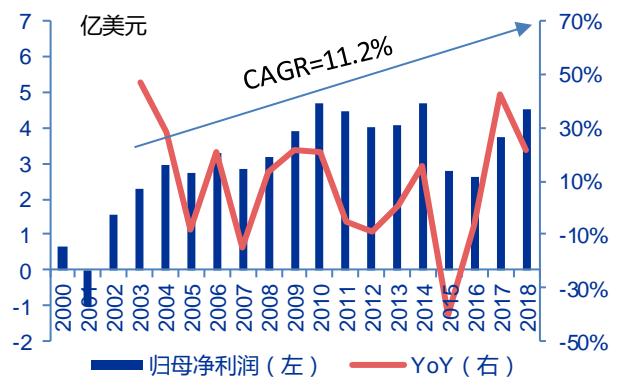
波尔公司 (BLL) 是全球第一大的金属包装方案解决商, 由波尔家族五兄弟于 1880 年创立而成, 目前主营业务包括饮料罐 (以两片罐为主) 和航空航天业务, 分别占 2018 年收入的 77% 和 10%。2018 年波尔公司实现收入 116.35 亿美元, 净利润 4.54 亿美元, 当前市值为 266.96 亿美元, 对比 1973 年上市以来股价从 0.255 美元/股 (前复权), 一路涨至目前的 78.3 美元/股, 翻了 306 倍, 46 年 CAGR13.3%。

图 1: 2018 波尔实现收入 116 亿美元



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

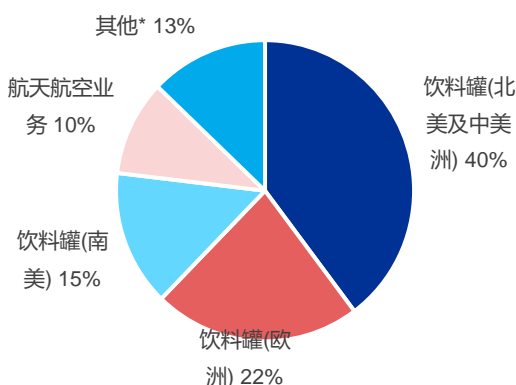
图 2: 2018 年波尔实现净利润 4.54 亿美元



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

波尔公司: 历史上通过不断收购整合, 包括在 2016 年成功收购全球第一大饮料制罐商雷盛 (Rexam) 后, 跃升成为全球第一大制罐企业, 其核心饮料罐业务在北美和中美洲 (North and Central America) 市占率高达 40%、欧洲 42%、南美 55%, 在东南亚新兴市场中也占据领先地位, 泰国市占率 44%、缅甸 60%、越南 9%、中国约 14% (被奥瑞金收购之前)。经历多次收购后公司议价能力不断提升并巩固核心客户, 目前全球范围内主要客户包括百威英博、可口可乐、百事可乐、喜力等。

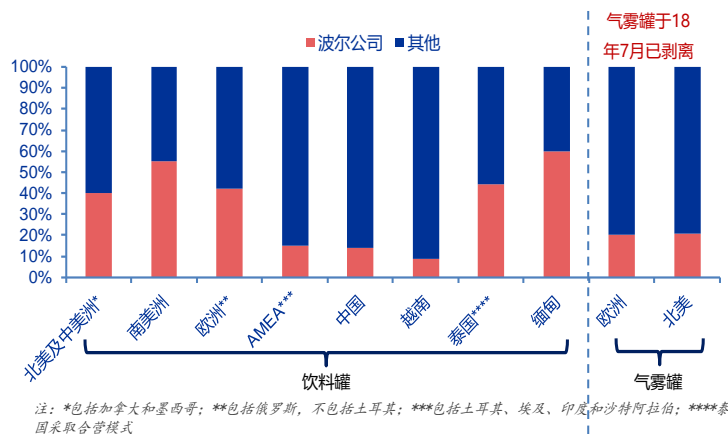
图 3: 波尔公司 2018 年收入拆分



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

\*注: 包含于 18/7/31 剥离的食品罐及气雾罐业务(原 Metal food & Household Products Packaging 业务)

图 4: 2017 年波尔公司全球各地饮料罐市占率



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

\*注: 波尔中国业务拟剥离出售给奥瑞金, 交易进行中

**表 1：波尔公司在全球各地区需求、工厂及客户情况（数据截至 2018 年末）**

地区	行业	波尔公司						主要客户
	饮料罐需求 (亿罐)	销量 (亿罐)	市占率	工厂数量 (个)	可生产罐型 种类(个)	产品结构		
						常规罐:异型罐	软饮(CSD):啤酒	
北美及中美洲*	1100	≈440	40%	20	32	70:30	63:37	可口可乐, 米勒啤酒, 百事可乐, 百威英博, 星座集团, 喜力, Monster, Rockstar (功能饮料)
南美洲	290	≈160	55%	12	7	52:48	14:86	百威英博, 可口可乐, 巴西麒麟, 喜力, 智利CCU
欧洲**	640	≈269	42%	20	16	62:38	62:38	可口可乐, 嘉士伯, 喜力, 欧洲红牛, Baltika, 艾菲EFES啤酒
AMEA***	240	≈36	15%	5	7	17:83	77:23	可口可乐, 百事可乐, 百威英博, 喜力, 乐堡啤酒
中国(剥离)	410	≈57	14%	4	9	76:24	30:70	百威英博, 百事可乐, 青岛啤酒, 燕京啤酒
越南	100	≈9	9%	1(合营)		54:46	47:53	
泰国****	40	≈18	44%	1(合营)		25:75	75:25	
缅甸	7	≈4	60%	1		49:51	32:68	
<b>气雾罐(2018年7月已剥离)</b>								
欧洲	37	≈7	20%	7		化妆品及个人护理产品占比80%+		联合利华, 强生, 德国汉高, 拜尔斯道夫, 宝洁, 欧莱雅
北美	13	≈3	21%					

注: \*包括加拿大和墨西哥; \*\*包括俄罗斯, 不包括土耳其; \*\*\*包括土耳其、埃及、印度和沙特阿拉伯; \*\*\*\*泰国采取合营模式

资料来源：公司公告，申万宏源研究

\*注：波尔中国业务拟剥离出售给奥瑞金，交易进行中

## 1.2 历史回顾：从多元扩张走向专业聚焦

**发展初期（1988年前）：业务多元化，较早布局海外市场，遍地开花式发展。**波尔公司由波尔家族五兄弟创立于1880年，随后近百年内聚焦于金属包装（食品罐及罐盖）和玻璃包装。在20世纪50年代跨界进入航空业并收购Jeffco Manufacturing正式开启饮料罐业务。在1970-1990年间波尔曾跨界进入石油工程设备、照相凸版印刷、塑料制品等领域；于1986年通过与广州的M.C. Packaging合营模式进入中国制罐市场，也标志着波尔公司制罐业务国际化的开始。

**发展中期（1991-2009）：1）逐渐聚焦包装主业、梳理副业，继续加深国际市场布局。**

1991年波尔收购食品罐的合营公司剩余股权，并于1993年收购Heekin Can，收购后成为了北美第三大的食品罐供应商；同年分拆了非包装/航空业的业务（如塑料制品、锌制品、金属印刷装饰等）；1994年正式成立了波尔塑料制品业务并建造了3个PET瓶工厂。至1996年波尔已成为美国最大的金属罐供应商，并正式退出玻璃包装业务。1995年波尔再次通过与Latapack SA成立合营企业的方式进军巴西市场；1997年进一步收购中国合营公司的股份，成为中国市场最大的供罐商，不断拓展新兴市场布局。

**2）以收购为主要方式巩固公司在美洲的龙头地位，并进军欧洲。**1998年波尔收购Reynolds饮料罐业务（包括16个工厂）。2002年收购德国的Schmalbach-Lubeca AG后，正式成立了波尔欧洲制罐业务。2003-2009年公司相继收购了Metal Packaging International、合营公司Ball Western Can Corporation（食品罐）的剩余股份、US Can（气雾罐）、百威英博的四大饮料罐工厂、Neuman和Aerocan（气雾罐为主），成立了食品罐及生活用品包装业务，并不断巩固公司在美洲与欧洲的金属罐龙头地位。

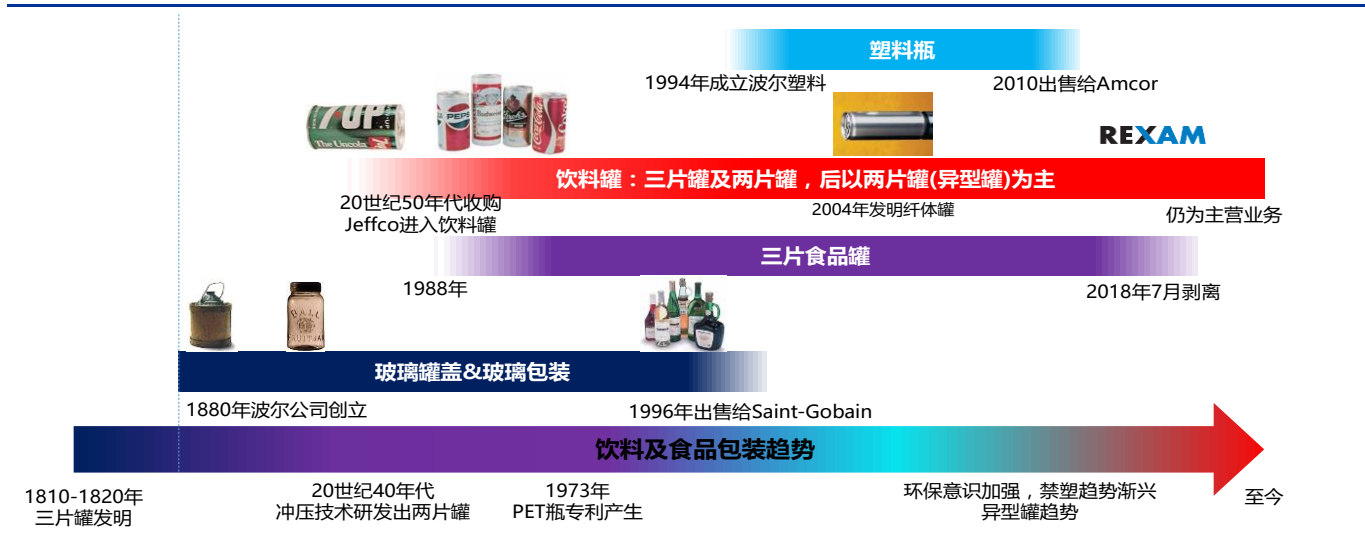
**发展后期（2010-至今）：聚焦核心业务、淘汰老旧/低效工厂，成为全球第一大金属饮料制罐商。**2010年公司决定将塑料包装业务出售给Amcor（全球领先塑料包装企业），标志着波尔开始走向专精饮料罐包装之路。2015年2月波尔公司宣布收购Rexam（雷盛）——全球第一大金属饮料罐制罐商，双方在全球各地（尤其在欧洲、美洲）有很强的客户与工厂协同效应。为满足欧盟的反垄断法条件，波尔和雷盛与Ardagh Group SA达成协议，向其出售共22个饮料罐及罐盖工厂（年销售额约30亿美元）。在收购期间波尔公司继续深化发展高盈利能力的巴西市场，购买合营公司Latapack-Ball剩余39.9%股份。2018年7月底公司正式将盈利水平较差的食品及气雾罐业务剥离体外，并与购买方Platinum Equity成立合营公司Ball Metalpack（波尔持股49%）；同年年底宣布将卖出中国四大工厂给奥瑞金。

**表 2：波尔公司历年收购及业务剥离详情**

交易完成日	买方	交易标的	卖方	交易金额(百万美元)	备注(标的公司情况)
1992/7/17	波尔公司	50%Plastic Packaging Products Co.股权	Peter Kiewit Son's Inc	6.5	塑料包装制品, 收购后完全控股
1993/3/22	波尔公司	Heekin Can	Heekin Can	205.3	美国制罐业务
1995	波尔公司与Latapack SA在巴西成立合营公司Latapack-Ball(双方各占50%股权)				
1996/9/1	Compagnie de Saint Gobain SA	波尔公司(所有玻璃包装业务)	波尔公司	179.6	正式剥离玻璃包装业务
1996/10/29	BWAY Corp.	波尔公司(气雾罐)	波尔公司	36	BWAY Corp.(主营金属及塑料包装)
1996/11/8	波尔公司	收购美特容器(香港)股权(控股)	Lam Soon(Hong Kong)	73	两片罐、三片罐、塑料瓶等包装
1998/8/10	波尔公司	Reynolds全球范围制罐业务	Reynolds Metals Co.	874.3	包括14个制罐厂和2个罐盖厂, 成为北美第一大饮料罐商
2001/12/14	波尔公司	Wis-Pak Plastics		-	塑料包装
2002/12/19	波尔公司	Schmalbach-Lubeca AG	Allianz AG	1180.4	标的为欧洲第二大制罐商, 在德国和英国分别拥有4个工厂, 法国2个、波兰1个、荷兰1个; 收购后正式成立了波尔欧洲制罐业务
2003/3/12	波尔公司	Metal Packaging International		-	罐盖厂
2004/3/19	波尔公司	合营公司Ball Western Can Co.剩余股权	ConAgra Foods	-	年产能超过10亿罐
2006/3/27	波尔公司	US Can	US Can	593	10个美国工厂、2个阿根廷工厂
2006/3/28	波尔公司	Alcan Inc	Alcan Inc	180	塑料包装, 包括3个美国工厂
2009/10/1	波尔公司	Anheuser-Busch InBev SA	Anheuser-Busch InBev SA	577	核心大客户逐渐转向轻资产化, 剥离制罐业务, 4个美国饮料罐厂(100亿两片罐和100亿罐盖产能)
2009/10/23	BWAY	波尔公司(塑料制桶业务)	波尔公司	32	原为US Can的子业务
2010/6/15	波尔公司	中国合营公司剩余65%股权(饮料罐厂)	广东健力宝集团有限公司	90	收购后波尔为全资持股
2010/8/2	Amcor	波尔公司(美国塑料包装业务)	波尔公司		正式剥离塑料包装, 包括5个美国工厂
2010/7/26	波尔公司	Neuman Aluminium USA	C-Care LLC	62	高端金属包装(应用于个人护理、饮料等产品)
2010/9/9	波尔公司	巴西合营公司Latapack-Ball 10.1%股权	Latapack SA	46.2	收购后波尔公司控股60%
2011/1/18	波尔公司	Ball Aerocan France SASU	Barclays Plc	294.9	气雾罐及饮料罐
2012/12/13	波尔公司	Envases del Plata SA	Envases del Plata SA	128.6	气雾罐、一次性铝餐盒等, 进入拉美市场; 双方还成立合营公司
2016/6/30	波尔公司	雷盛(Rexam)	雷盛(Rexam)	8,523.5	收购后在全球共运营75个制罐工厂, 成为世界第一大饮料罐商。
2016/6/30	Ardagh Group SA	波尔及雷盛共22个工厂	波尔公司	3,420.0	为了符合欧洲的反垄断法, 波尔出售8个欧洲饮料罐厂、2个巴西饮料罐厂、2个欧洲罐盖厂&雷盛出售7个美国饮料罐厂, 1个美国罐盖厂, 2个欧洲饮料罐厂
2015/12/21	波尔公司	巴西合营公司Latapack-Ball 39.9%股份	Latapack SA	406.4	收购后波尔公司实现完全控股
2018/7/31	Platinum Equity	波尔公司食品罐及气雾罐业务	波尔公司		退出食品及气雾罐业务, 与Platinum Equity成立合营公司Ball Metalpack(波尔持股49%)。(Platinum Equity曾控股BWAY)
进行中	奥瑞金	波尔公司中国四大工厂	波尔公司	255	出售包括佛山、北京、青岛、湖北四大工厂, 产能约70亿罐

资料来源：公司公告，申万宏源研究

\*注：表中淡红色为剥离业务、淡蓝色为进军新市场、淡绿色为收购下游客户资产

**图 5：波尔公司业务及饮料包装行业发展趋势，目前饮料罐为主营业务**


资料来源：公司官网，申万宏源研究

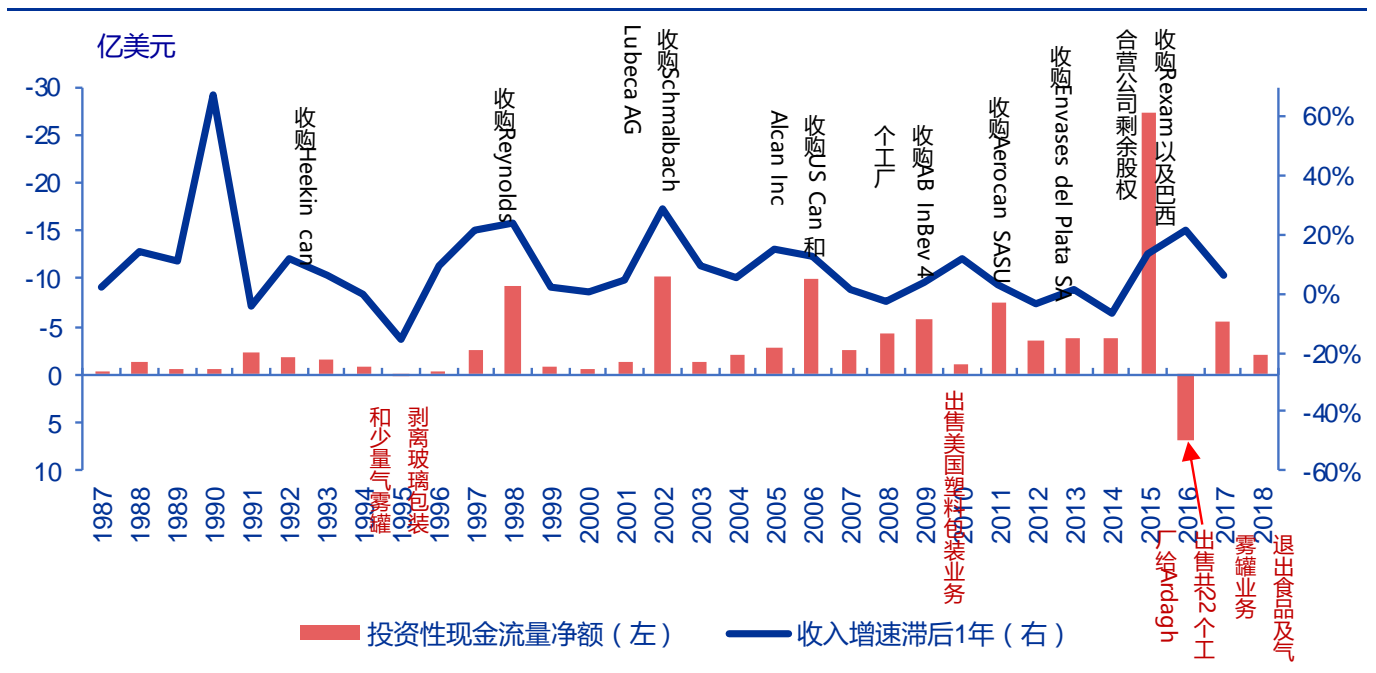


## 2. 经验借鉴：规模提升 VS 盈利质量改善

### 2.1 通过投资性支出跟踪收入增长

金属包装企业的收入增速与投资性支出高度相关。我们根据波尔历年收并购活动中可以看出，自 1998 年第一笔大型收购（Reynolds）后，波尔不断地通过收购来扩表提升规模，即便在剥离各类非主营业务及淘汰工厂的情况下，年收入从仅 29 亿美元成长至 116 亿规模。从下图中可看出公司滞后一年收入增速与投资性现金流量净额高度相关。可见随着金属包装行业发展进入中后期，外延产能整合是龙头提升市占率的重要方式。

图 6：波尔公司投资性现金流量净额与收入增速(滞后一年)拟合图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.2 聚焦核心业务保证盈利质量

海外包装行业早期多元化发展不乏先例，规模提升后，聚焦核心业务决定了实际利润质量。以波尔为例：

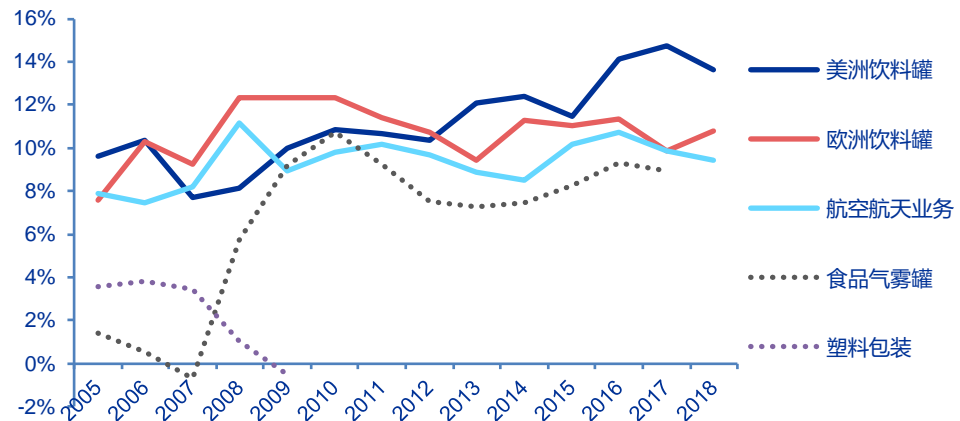
①**玻璃包装业务 ( Glass Packaging )** :曾为公司自创立以来的一块主要业务。从 1983 年到 1996 年 美国玻璃包装行业面临 PET 瓶崛起以及金属制罐技术不断提高的双重威胁，行业需求逐年缩减。龙头顺势快速提升集中度，玻璃包装行业从 21 家公司 ( 121 个工厂 ) 缩减至 9 家公司 ( 63 个工厂 )，前三大市占率已高达 75% ( 波尔位列第三，市占率 15% )。行业需求萎缩，且波尔从市占率、议价能力角度与前两大存在差距，**于是在 1996 年将玻璃业务出售给 Compagnie de Saint-Gobain。**

②**塑料包装业务 ( Plastic Packaging )** :公司于 1994 年宣布进入塑料包装领域，自建三条 PET 瓶产线。自美国软饮料增速放缓后，PET 瓶需求下降且与金属包装协同性较差。公司塑料包装业务的营业利润率也一直明显低于金属罐主业。**2009-2010 年公司相继剥离了塑料桶和全部塑料包装业务**，按 2009 年为基数测算，出售后公司整体营业利润率 ( Operating Margin ) 提升了 0.94pct。

③**食品及气雾罐包装业务 ( Food & Aerosol Packaging )** :与饮料罐生产协同性较低，主要因：**1 ) 原料差异**：食品罐普遍为马口铁三片罐包装，饮料罐多为两片铝罐包装；**2 ) 生产工艺不同**：波尔多年专精铝制与钢制饮料罐的生产制造，较多采取压制一体成型方式，与三片罐焊接方式不同；**3 ) 食品罐包装附加值低**：罐装食品的核心附加值取决于下游产品品牌和口味，且随着人们生活品质提高，罐装食品普遍为较低价、偏低端产品，包装附加值较低，不利于波尔公司发挥产品创新能力，提升包装附加值。综上，食品罐与饮料罐产线之间的互补性、协同性较弱。公司后续在食品罐方面投入也较少，于 2018 年 7 月正式剥离。

**气雾罐**：1 ) 2017 年全球气雾罐需求尚不足 100 亿罐，未来发展空间较窄；2 ) 与食品罐类似，由包装带来的额外附加值较少，核心附加值取决于下游产品本身与品牌。**食品及气雾罐包装业务常年低于公司整体营业利润率 2-3pct。在 2018 年 7 月底剥离此业务后，以 2017 年收入为基准测算，公司整体营业利润率提高了 0.33pct。**

图 7：剥离营业利润率较低的塑料包装和食品及气雾罐包装

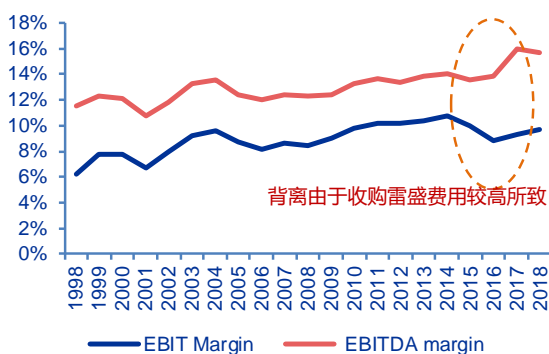


资料来源：公司公告，申万宏源研究

\*虚线代表该业务目前已被出售

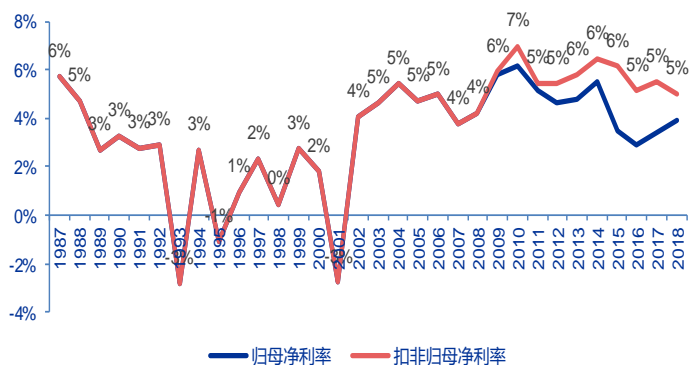
**波尔之路：专精整合提高市占率，产业链议价能力强；剥离细分领域市占率较低的副业，改善盈利能力。**资本密集型行业在进入成熟期后，积极整合行业的龙头往往能够在细分行业中胜出。波尔公司过去源于下游市场需求旺盛，历史以来先后涉足玻璃、塑料、食品及气雾罐包装业务，并积极在海外各国投资建厂（包括拉美、东南亚等国）。随着下游需求放缓，存量竞争加剧、盈利能力较差，且响应欧盟等国反垄断要求，公司果断剥离或退出非核心业务竞争，包括剥离玻璃、塑料、食品及气雾罐，以及出售波尔亚太给奥瑞金。公司近几年明确发展重心，着重发展欧美市场饮料罐业务，欧美业务的营业利润率也从2005年的8-10%提升至11%-14%。对比2000年，虽然收入仅翻了3.2倍，但是扣非归母净利润翻了8.9倍，扣非归母净利率从2%提升至5%。

图 8：波尔 EBIT&EBITDA Margin 稳步提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：波尔扣非归母净利润率提升

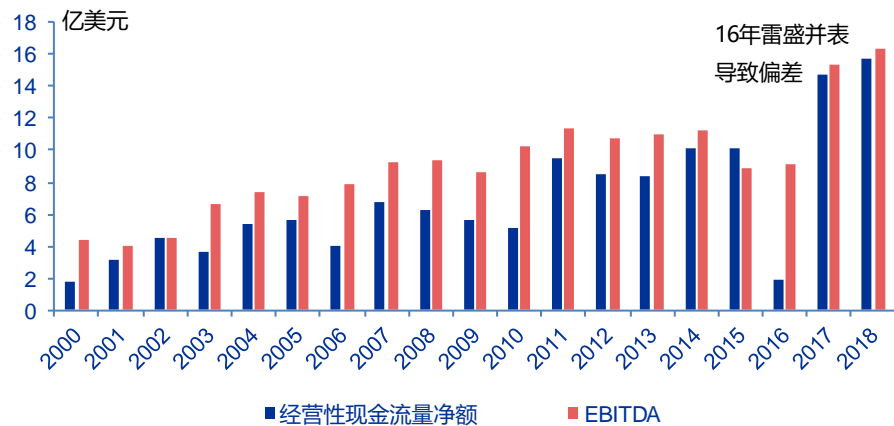


资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2.3 充沛现金流，通过分红与回购，提升股东回报

金属包装行业一大特性为现金流充沛。金属包装厂商下游客户均为知名大型食品饮料企业，应收账款结算周期普遍较短，且鲜少出现坏账等问题。从波尔公司历年现金流情况中可以看出，经营性现金流量净额与 EBITDA 基本匹配。

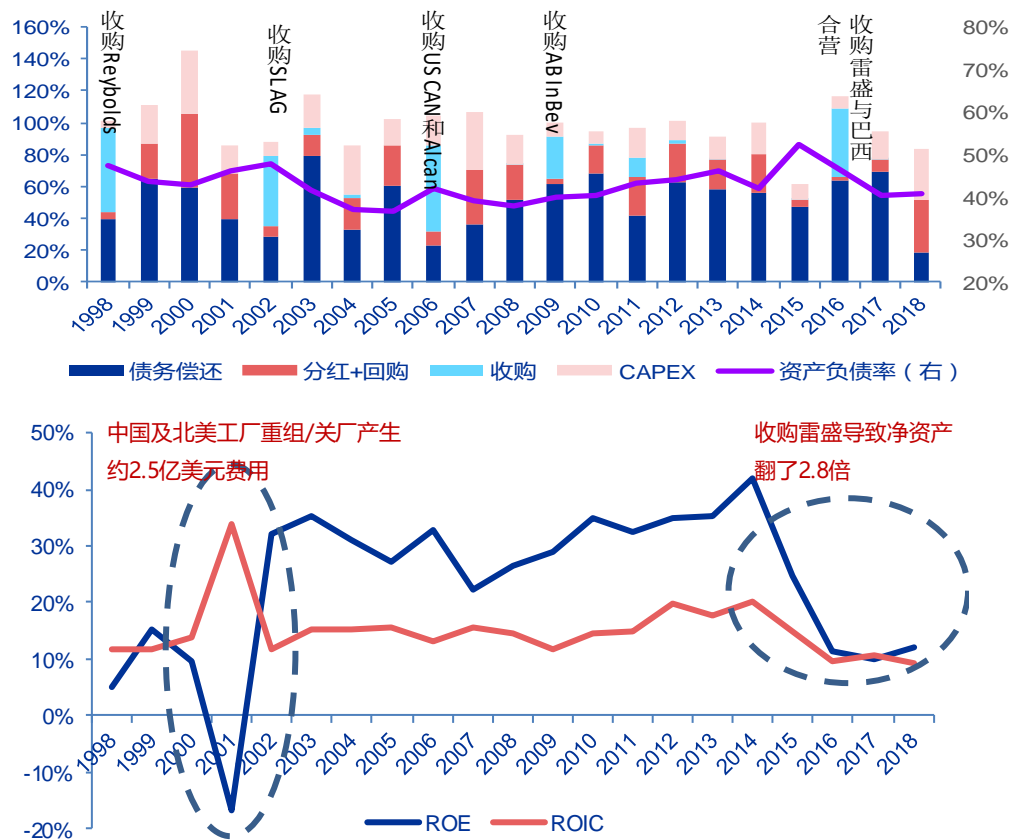
图 10：波尔公司经营性现金流稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**波尔公司合理运用资金，加大股东回馈，ROE 处于持续改善的良性循环中。** **第一步：**波尔公司在进行大规模收购动作后（往往采用债权融资为主、股权融资为辅），减少当期 CAPEX 支出、分红以及股份回购力度。**第二步：**收购后续 1-2 年内加大偿债力度，快速降低负债率，减轻财务费用压力。**第三步：**分红和回购比例逐步提升，加大股东回馈力度，并且 CAPEX 支出比例回升，维护工厂设备并保证产品创新。公司 1987 至今累积回购共 53.88 亿元，占归母净利润约 64%。**第四步：**在资本结构正常的情况下，继续收购整合合适的饮料罐产能，形成良性循环。过去 20 年平均资产负债率约 43%，公司多次进行收购前，资产负债率在 40%或不到的水平，保证良性资本结构。

图 11：波尔公司现金运用规律及 ROE 分析

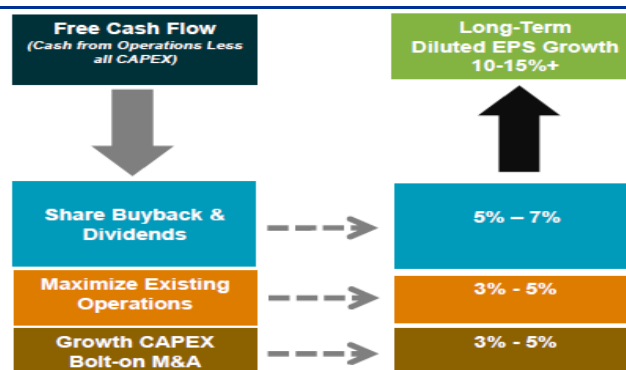


资料来源：公司公告，申万宏源研究

\*注：计算方式为上述各项除以资金来源（经营现金流量净额+Debt&Equity 募集资金+出售资产获得资金）

在此良性循环下也能促使 ROE 逐渐提升：债权融资成本相对较低，也对比股权融资推进速度更快，提高权益乘数；现金牛型企业一方面通过偿债降低财务费用，提升净利率，且积极通过回购的方式提高 ROE 水平。从下图中可以看出，波尔公司的 ROE 水平在收购雷盛大幅扩表之前，2002-2015 年平均 ROE 高达 31%。预计公司除了将已有的业务进行优化之外（贡献 EPS 每年 3%-5% 增长），可能还会继续进行外延收购（贡献 EPS 每年 3%-5% 增长），以及继续通过股份回购和分红驱动 EPS 增长（5%-7%）。

图 12：波尔未来自由现金流开支计划（主要通过回购带动 EPS 提高）



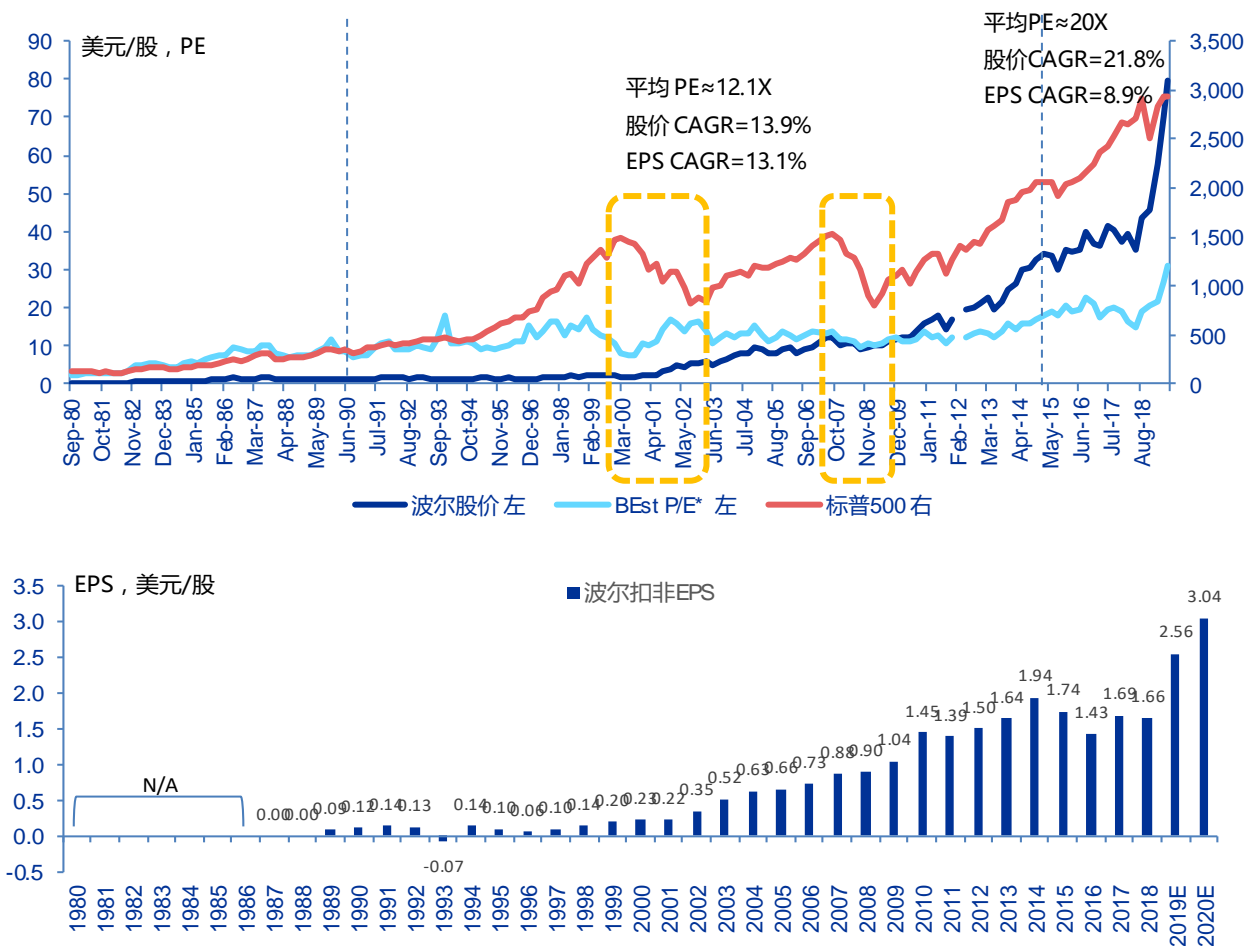
资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3. 估值与股价，波尔公司百倍市值成长史

#### 3.1 波尔公司——百倍牛股是如何炼成的

46 年长期跑赢市场的大牛股。波尔公司自 1973 年上市以来股价从 0.255 美元/股(前复权后)，一路涨至目前的 78.3 美元/股，翻了 306 倍，CAGR13.3%；同期标普 500 指数仅翻了 24.7 倍，CAGR7.3%，波尔公司股价超额收益十分明显。经过分析，我们认为波尔股价成长可被简单分为 2 个阶段：1) 并购切入新市场+剥离聚焦主业驱动利润增长，但估值仍偏低；2) 行业集中度提升，议价权抬升，估值改善，利润增长加速，市值戴维斯双击。

图 13：波尔公司历史股价（前复权）动态 PE 估值及 S&P500 指数走势对比



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

注\*：Best P/E 为 Bloomberg Estimate 动态 PE，算法为当前股价/Bloomberg 一致预期调整后 EPS

**1) 业绩增长稳定，宏观周期抗性强，估值稳定：**1990年至2015年，波尔公司收购雷盛（Rexam）前，虽然美国、欧洲等地下游饮料增速由快转慢，但波尔公司的盈利稳健增长，EPS从0.09美元/股涨至1.94美元/股，CAGR13.1%，业绩基本稳健增长。同期波尔股价涨跌基本与EPS高度匹配，从1.26美元/股涨至32.82美元/股，CAGR13.9%。金属包装行业受益于下游食品饮料消费稳定，即便是2000年、2008年美国金融危机也未对波尔的业绩、股价和估值造成较大影响（见下图黄色虚线处），体现出金属包装对抗宏观经济波动有很强的韧性，逆周期属性显现。然而此区间内，波尔动态PE估值基本处于10.4X-13.6X之间（第25和75位百分位）震荡，整体估值相对偏低。

**2) 市占率第一，产业链议价能力提升，估值与EPS双升，迎来戴维斯双击。**2015年2月自波尔宣布收购雷盛后，此笔交易完成意味着波尔从全球第二大饮料罐包装商一跃成为全球第一大，市占率在北美和中美洲（North and Central America）高达40%、欧洲42%、南美55%，产业链议价地位大幅提升。波尔公司股价与估值也早于业绩兑现、先一步快速抬升，动态PE在18.6X-21.0X区间震荡（第25和75位百分位），估值对比之前提升约70%。**业绩逐步兑现：**2016年年中完成对雷盛的交割后，公司在全球两片罐议价能力大幅提升，两片罐价格在海外达到了0.6-0.8元/罐，2016、2017年公司可比内生营业利润同比增长21.8%和25%。

**表3：波尔公司内生营业利润在收购雷盛后快速增长，体现议价能力提升（16年并表）**

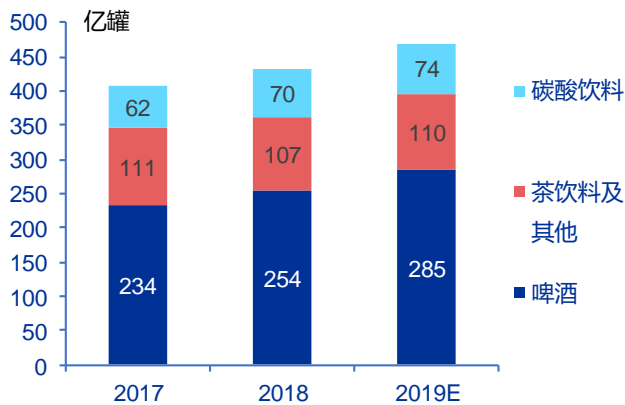
公司可比内生营业利润倒推计算过程，根据GAAP会计准则下归母净利润加减非内生性的费用及收入后计算得出						
	(\$ in millions)	2018	2017	收购雷盛后 2016	2015	2014
单位：百万美元						
归母净利润	Net earnings attributable to Ball Corporation	\$ 454	\$ 374	\$ 263	\$ 281	\$ 470
加：少数股东损益	Add: Net earnings attributable to noncontrolling interests	(1)	6	3	22	28
净利润	Net earnings	453	380	266	303	498
减：税后联营企业收益	Less: Equity in results of affiliates, net of tax	(5)	(31)	(15)	(4)	(2)
加：应交税款	Add: Tax provision (benefit)	185	165	(126)	47	150
EBT税前利润	Earnings before taxes, as reported	633	514	125	346	646
加：利息费用	Total interest expense	302	288	338	260	193
EBIT息税前利润	Earnings before interest and taxes (EBIT)	935	802	463	606	839
并表及其他贡献/费用	Business consolidation and other activities	191	221	337	195	81
雷盛无形资产摊销	Amortization of acquired Rexam intangibles	164	162	65	—	—
	Catch-up depreciation and amortization for 2016 from finalization of Rexam valuation	—	35	—	—	—
并表时按公允价值重新计量雷盛的库存	Cost of sales associated with Rexam inventory step-up	—	—	84	—	—
埃及镑贬值影响	Egyptian pound devaluation	—	—	27	—	—
<b>可比内生营业利润</b>	<b>Comparable Operating Earnings</b>	<b>\$1,290</b>	<b>\$1,220</b>	<b>\$ 976</b>	<b>\$ 801</b>	<b>\$ 920</b>
<b>YOY</b>		<b>5.7%</b>	<b>25.0%</b>	<b>21.8%</b>	<b>-12.9%</b>	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2 对比与启示：国内仍处于发展期，供需平衡促进良性增长

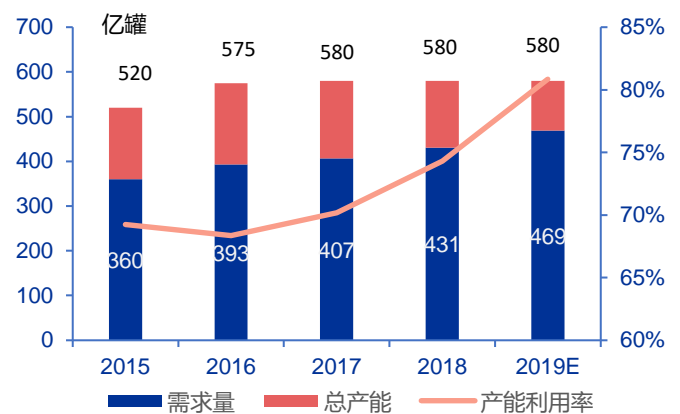
目前我国金属包装企业仍处于发展中阶段，两片罐等各品类行业需求尚未见顶。2018 年我国两片罐行业产量约 430 亿罐，对应行业产能 580 亿罐，产能利用率约 74%（罐型切换降低利用率），行业基本处于供需平衡状态。从下游产品结构来看，啤酒：茶饮料及其他：碳酸饮料基本为 57：27：15。未来凭借①啤酒罐化率提升和②禁塑环保政策，仍能保证两片罐长期销量稳定增长。目前美国罐化率 52%、巴西 38%、韩国 36%、日本 70%，假设我国啤酒罐化率每提升 1pct，按 2017 年啤酒产量 4405 万千升计算，对应两片罐需求提升 8.8-13.3 亿罐需求（对应 500ml 和 330ml 罐型），若从目前罐化率约 20%的水平提升至 40%，则至少增加 176-266 亿罐两片罐需求，行业销量方面还有很大成长空间。另一方面，我国及欧盟等地区禁塑趋势渐兴，欧洲将从 2021 年起禁用一次性塑料产品、至 2025 年塑料制品减少 25%；我国海南省作为标杆省份率先执行类似的“禁塑令”（2020 年前全面禁止一次性不可降解塑料袋和餐具）、上海等重点城市实施垃圾分类。我国居民环保意识以及环保政策推进速度明显提升，利好最易回收再利用的金属包装行业，PET 瓶和高能耗的玻璃包装有望加速转向两片罐（北美新款饮料中易拉罐包装占比已从 15 年 35% 提升至 18 年中 56%）。

图 14：国内：啤酒为两片罐主要下游需求



资料来源：中粮包装公司公告，申万宏源研究

图 15：国内：两片罐产能利用率回升

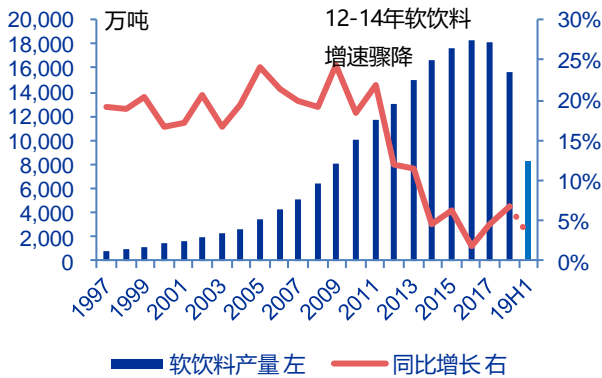


资料来源：中粮包装公司公告，申万宏源研究

**竞争格局逐步改善，龙头之间尚存在整合空间。**与海外金属包装发展历程不同，国内金属包装和软饮料为舶来品，导致行业出现过需求快速爆发和供需失衡现象。2012 年之前软饮料产量增速一直保持在 20%左右波动，保持高速增长，导致 2010-2012 年多方资本共同看好两片罐行业、加大投资。2014-2015 新建产能集中投产后，软饮料增速骤降，致使全国两片罐出现严重供大于求，最高峰时产能高达 620 亿罐 VS 需求仅 320 亿罐，行业供需严重失衡和较低的行业集中度，引发恶性竞争，导致两片罐价格从 0.6-0.7 元/罐腰斩至最低谷 0.34 元/罐。随着 2016-2017 年几大龙头积极整合行业、海外产能逐渐退出竞争，包括奥瑞金入股中粮包装、昇兴收购太平洋包装和博德科技、中粮包装收购纪鸿包装、成都高森等、海外波尔公司和皇冠控股相继关停工厂，行业 CR4 回升至约 70%，供需恢复平衡。

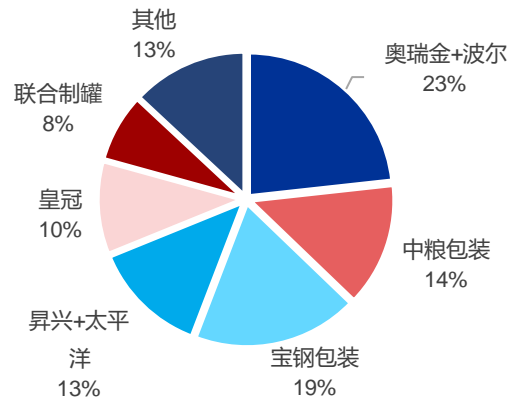


图 16：国内 2012-14 年软饮料产量增速骤降



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：经历整合，国内两片罐 CR4 高达约 70%



资料来源：奥瑞金公司公告，申万宏源研究

我国金属包装与海外波尔公司也存在较多相似点：

我国仍处于多元发展阶段，与波尔包装早期发展路径较为相似；未来有望走向聚焦专业。我国金属包装龙头主营产品较多，且股权投资也布局广泛。随着行业发展，未来不排除各龙头“各司其职”，专精于部分产品，发挥规模效应，提升整体盈利能力。

表 4：我国金属包装企业仍处于多元发展阶段

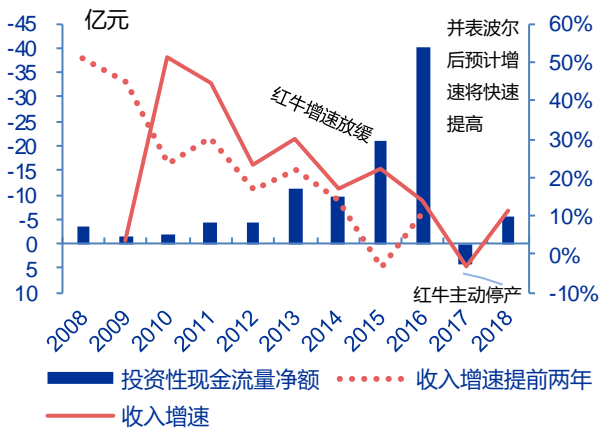
	奥瑞金	中粮包装	宝钢包装	昇兴股份
主营业务	三片罐、两片罐、灌装	三片罐、两片罐、气雾罐、钢桶、塑料包装、印铁	两片罐、印铁	三片罐、两片罐
其他股权投资	塑料包装、食品业务、体育业务、游戏业务	清远加多宝	饮料业务	游戏业务、信息技术

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

②从波尔收入增长规律来看，国内金属包装企业收入增速同样与投资性支出有所相关，但略有差异。1) 前期产能扩张以自建为主，并购为辅。国内金属包装企业发展时间尚短，在初期较多采用扩建工厂的方式扩大规模，而非海外成熟公司采取收并购的方式，所以投资性现金流量净额与收入增速之间的关系大约滞后两年，与金属包装工厂建厂周期相近( vs 海外通过并购，滞后一年)。2) 海外两片罐价格相对较稳定，未曾出现过产能大幅过剩的情况。但国内自 2014 年起由于两片罐供过于求，价格直线下滑，导致新产能投放后贡献收入较低，收入增速不及投资支出投入(下图中虚线黄圈部分)。3) 海外客户结构分散，国内单一客户占比较高。奥瑞金由于收入结构中红牛占比较高，大客户增速放缓也使得收入与投资支出匹配度受到影响。

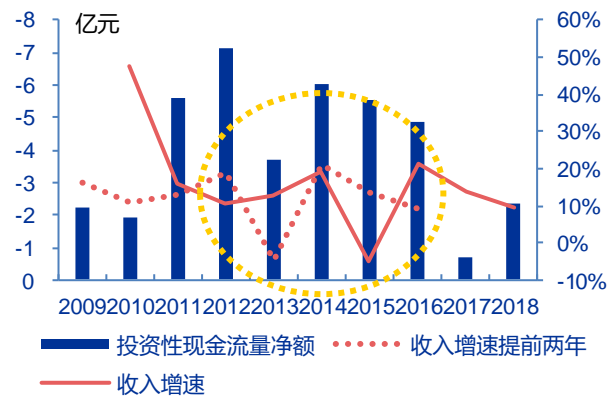
我国金属包装产能已经逐渐步入存量整合阶段，未来将更多采用收并购方式而非新建产能，预计投资性支出与收入增速关系将缩短至滞后一年。前期有较大资本投入的企业，工厂产能爬坡充分，预计随着两片罐价格回升，收入端有望有更亮眼的表现（如：奥瑞金2016年新建的工厂逐渐在2018年投产）。

图 18：奥瑞金投资性现金流量净额与收入增速(滞后两年)拟合图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

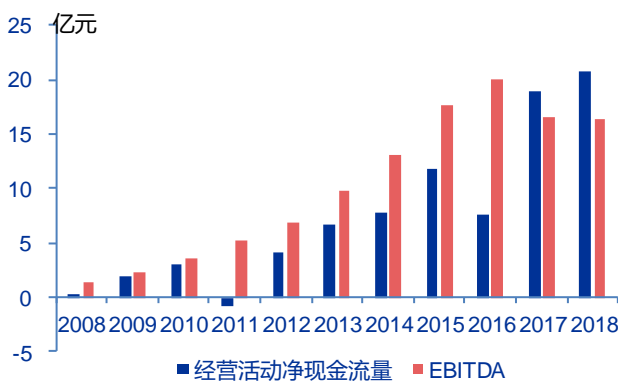
图 19：宝钢包装投资性现金流量净额与收入增速(滞后两年)拟合图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

③金属包装行业一大共性为现金流充沛。国内金属包装企业奥瑞金、宝钢包装等均具备相同特征，下游客户付款条款较好、消费品现金回款较快、优质客户保障常年无坏账。我们认为，尤其在金属包装发展到中后阶段，每年必须的资本开支减少，但账面现金仍然非常充沛，企业有望通过增加收购整合或采取分红/回购来加大股东回馈，提升 ROE。

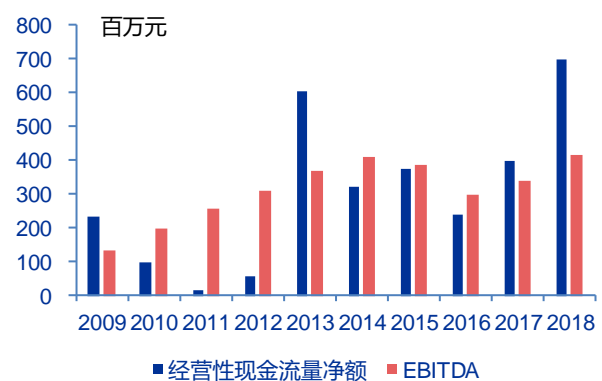
图 20：奥瑞金经营性现金流稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

\*2011年由于年末贴现率较高，将2亿多应收票据质押取得短期借款，形成筹资活动现金流入

图 21：宝钢包装经营性现金流较稳定

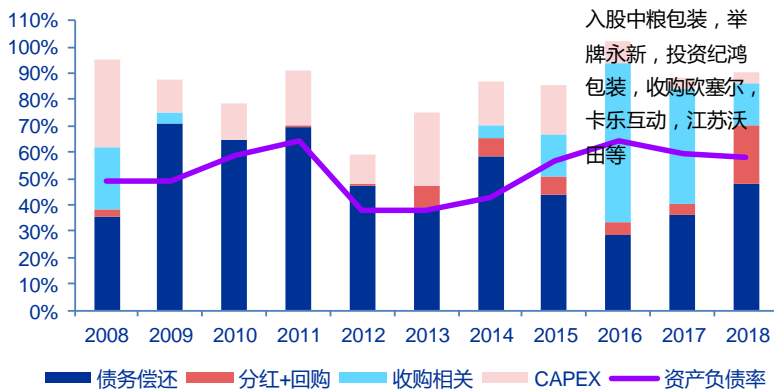


资料来源：公司公告，申万宏源研究

我国龙头金属包装企业在业务拓展、资本结构和股东回馈方面还存在改善空间，以奥瑞金为例：

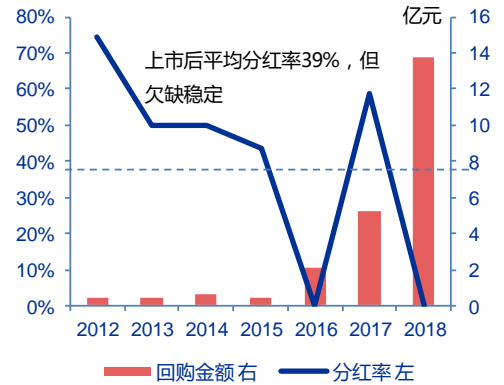
奥瑞金尚处于发展阶段，资金需求较大，资本结构存在优化空间；分红率欠缺稳定性。公司 2012 年上市后，2013 年投建多个两片罐工厂，CAPEX 开支加大。在负债率相对较高的情况下，紧接在 2015-2017 年先后参与中粮包装混改，入股后占中粮总股本 22.93%（斥资 13.6 亿元），举牌永新包装（投资近 10 亿元），投资卡乐互动（约 9 亿元），与中粮共同投资纪鸿包装（6273 万元），投资江苏沃田（约 1 亿元）。公司多方进行产业布局，但部分投资相对与主业金属包装的协同性较小；即便公司经营性现金流充沛，但仍然对资本结构形成一定压力。2019 年公司收购波尔亚太四大工厂，预计将斥资 2.05 亿美元（约 14 亿人民币）。一系列投资导致奥瑞金在 2016 和 2018 年不进行现金分红，且短期财务费用也略高。预计公司完成波尔亚太收购后，将优先调整资本结构，降低负债率和财务费用，再逐步提高分红率。

图 22：奥瑞金现金运用分析



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 23：奥瑞金加大回购但分红略欠稳定



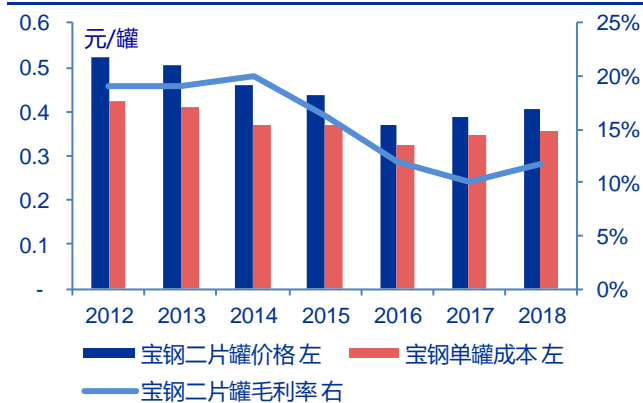
资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.3 投资建议：利润底+估值底确定，推荐龙头公司奥瑞金，关注中粮包装、宝钢包装

**利润底：各龙头从亏损逐渐扭亏，利润底基本确定，开始盈利反转。**2012年多方资本进入两片罐行业投建产能，导致2014-2015年新建产能集中投产后，两片罐供需严重失衡，最高峰时产能高达620亿罐 VS 需求仅320亿罐，导致两片罐价格大幅下跌，从0.6-0.7元/罐跌至0.34元/罐。若参考行业内两片罐产能处于龙头地位的宝钢包装，即使在具备较强规模效应优势下，宝钢包装的单罐生产成本也基本处于0.33-0.37元/罐的区间内。宝钢包装在拥有较优质饮料客户，以及越南高盈利的两片罐产线的基础下，2017年两片罐毛利率仅10.1%，售价逼近两片罐成本线，行业内其他小产能以及有新产能投产的工厂基本处于亏损状态。2016-2017年龙头积极整合行业（包括奥瑞金入股中粮包装、昇兴收购太平洋包装和博德科技、中粮包装收购纪鸿包装、成都高森等、海外波尔公司和皇冠控股相继关停工厂），2018年初，伴随奥瑞金宣布收购波尔亚太的催化，两片罐前四大龙头（奥瑞金、中粮包装、宝钢包装、昇兴股份）均有很强利润诉求，希望共同推升两片罐价格和盈利水平回归合理，2019年初两片罐成功提价约0.007元/罐，体现行业整合后，龙头对下游议价能力有所提升。从下表也可看出，2018年各龙头盈利能力有所边际改善。

此外，我们认为未来两片罐不会再次出现供需严重失衡的极端情况。①下游客户已形成核心供应商体系，两片罐行业无新进入者威胁，行业壁垒较高，未来龙头之间的产能释放节奏也趋于理性；②下游啤酒客户盈利情况处于上升通道中，且罐化率提升有助于下游实现结构升级，两片罐提价空间提升。从未来提价空间来看，随着行业整合带来龙头议价能力提升，我们认为两片罐价格将至少回归到约0.5元/罐的合理水平，使国内两片罐厂商毛利率水平回归15%-20%的正常水平。

图 24：宝钢包装两片罐价格逼近成本线，触底回升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

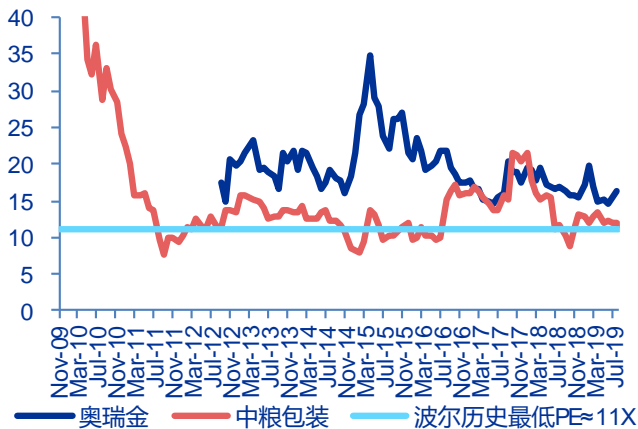
表 5：各龙头盈利边际改善

2017-2018年两片罐龙头明显减亏/扭亏为盈			
单位：百万元，%		2017	2018
宝钢包装	归母净利润剔除越南工厂净利润后	(17.0)	12.5
	两片罐毛利率	10.1%	11.7%
中粮包装	铝制包装毛利率	16.2%	16.4%
太平洋制罐	漳州工厂净利润	(8.58)	(1.98)
		2017	18Q1-3
波尔亚太四大工厂	净利润	(94.5)	(15.5)

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

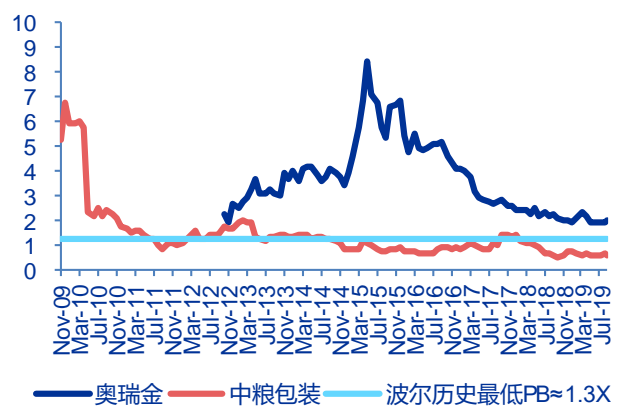
**估值底：参考国外龙头波尔公司历史最低 PE 和 PB 水平，我们判断国内金属包装龙头基本已处于底部位置。**波尔公司自成立以来历史最低 PE 水平约为 9-11 倍（第 10 百分位数为 11 倍）。奥瑞金和中粮包装历史 PE（TTM）估值的第 10 百分位数分别为 15.3X 和 9.9X，目前分别为 16.7X 和 12.7X，与历史低位和波尔的 PE 底部均十分接近。中粮包装由于港股市场流动性逊于 A 股，且被剔除港股通名单内，使得奥瑞金 PE 估值对比中粮包装高约 20%-30%（A-H 股对价约 1.3X）。PB 方面，波尔公司历史以来 PB 的第 10 百分位数为 1.3X，目前奥瑞金和中粮包装分别位于 2.2X 和 0.6X，奥瑞金 PB 略高，但双方均处于各自的历史 PB 底部水平。

图 25：金属包装龙头基本处于历史 PE 低位



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26：金属包装龙头处于历史 PB 低位



资料来源：Wind，申万宏源研究

**我们认为我国金属包装的利润底与估值底已经出现，并有望逐渐兑现行业盈利反转的逻辑。**目前我国无论从两片罐行业需求空间角度，或者企业自身市占率、产业链议价权以及盈利能力都有很大的提升空间。

**推荐标的：看好两片罐产能第一、客户结构优质、注重异型罐等新产品开发创新和一体化包装服务方面的金属包装龙头奥瑞金（002701）。**公司在经历了 2018 年会计谨慎计提长期股权投资减值的一次性影响后，使得目前估值处于历史底部，风险基本出尽。此外，近期华彬集团积极从公司控股股东处增持公司股份，目前已持有占总股本 2% 的股份，体现了大客户红牛对于公司长期发展的信心；未来若红牛商标纠纷得到解决，长期压制公司股价的因素也将消除。两片罐经历整合，行业重回向上周期，罐化率有望加速提升。近期公司也推出股权激励计划，2019-21 年净利润不低于 7.94/8.72/9.39 亿元，增速不低于 255%/290%/320%（18 年长投减值还原后，估算增速约 9.3%/9.9%/7.7%），有望在完成波尔亚太交割后，自上而下调动员工积极性。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.35 元、0.43 元和 0.55 元的盈利预测，目前股价（4.96 元/股）对应 2019-2021 年 PE 为 14 倍、11 倍和 9 倍，维持买入。

**此外我们建议关注**两片罐产能较高、金属包装品类丰富、下游客户结构较好、进军海外两片罐市场的**中粮包装（0906.HK）**；以及具备国内+海外两片罐产能、推出股权激励、国企混改进行中的**宝钢包装（601968）**。

## 4. 附表

表 6：金属包装及包装印刷行业重点公司估值表

证券简称	实际/预计净利润(亿元人民币)				实际/预计净利润增速(%)					预计收入 (亿元)	2019-9-16 市值 (亿元人民币)	19PE	PB	19PS	18ROE	权益乘数	总资产 周转率	净利率
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	17-21CAGR									
金属包装公司及海外龙头参考项																		
奥瑞金	2.3	8.4	10.2	13.0	-68%	271%	22%	27%	17%	129.3	117	14.0	2.0	0.9	4.1%	2.5	0.59	2.7%
中粮包装	2.6	3.0	3.3	3.9	-18%	16%	13%	18%	6%	71.1	36	12.3	0.6	0.5	5.2%	2.2	0.62	4.0%
宝钢包装	0.4	N/A	N/A	N/A	532%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	37	N/A	1.8	N/A	2.1%	2.8	0.88	0.9%
昇兴股份	0.4	N/A	N/A	N/A	-54%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	49	N/A	2.7	N/A	2.4%	1.9	0.61	2.0%
波尔公司	30.1	61.3	70.0	78.4	19%	104%	14%	12%	33%	849.1	1,694	27.6	4.5	2.0	12.3%	4.6	0.69	3.9%
皇冠控股	29.1	40.7	48.1	58.8	33%	40%	18%	22%	28%	843.8	604	14.8	6.0	0.7	57.1%	16.9	0.86	4.7%
其他包装公司																		
合兴包装	2.3	3.6	4.6	5.8	64%	54%	29%	25%	42%	147.8	49	13.6	1.7	0.3	8.8%	2.5	1.81	2.3%
裕同科技	9.5	10.9	13.3	16.1	1%	15%	22%	21%	15%	103.5	194	17.8	3.4	1.9	17.7%	1.9	0.86	11.4%
永新股份	2.3	2.6	3.0	3.4	10%	14%	15%	15%	13%	26.0	37	14.2	2.1	1.4	12.8%	1.4	0.94	9.9%
劲嘉股份	7.3	9.2	11.1	13.6	26%	27%	20%	23%	24%	42.8	161	17.5	2.5	3.8	11.3%	1.3	0.41	24.2%
东风股份	7.5	8.7	10.0	11.5	15%	16%	15%	15%	15%	40.4	103	11.9	2.6	2.6	18.3%	1.4	0.57	22.8%

资料来源：Wind，Bloomberg，申万宏源研究

注：2019-2021 中粮包装净利润为 Wind 一致预期；宝钢包装和昇兴股份无 Wind 盈利预测，故为 N/A；波尔和皇冠采用彭博盈利预测；其余均为申万预测

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。