

奥瑞金

002701

买入 (维持)

三片罐有望再发力，二片罐改善弹性大

2019年09月10日

市场数据

市场数据日期	2019-09-09
收盘价(元)	5.01
总股本(百万股)	2355.23
流通股本(百万股)	2353.32
总市值(百万元)	11799.68
流通市值(百万元)	11790.13
净资产(百万元)	5862.89
总资产(百万元)	13303.34
每股净资产	2.49

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8175	9197	12123	13399
同比增长(%)	11.4%	12.5%	31.8%	10.5%
净利润(百万元)	225	861	1032	1143
同比增长(%)	-68.0%	282.1%	19.8%	10.8%
毛利率(%)	25.8%	27.1%	25.3%	24.8%
净利率(%)	2.8%	9.4%	8.5%	8.5%
净资产收益率(%)	4.2%	13.5%	14.0%	13.4%
每股收益(元)	0.10	0.37	0.44	0.49
每股经营现金流(元)	0.88	0.96	0.40	0.71

相关报告

《奥瑞金:单三季度增速回升,关注马口铁价格走势》
2016-10-26

《奥瑞金:红牛增速小年,外延发展积极推进》
2016-08-26

《奥瑞金:收购法国欧塞尔足球队,体育产业重要布局》
2016-08-06

分析师:

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

团队成员:孟杰、黄杨、刘佳昆

投资要点

- **奥瑞金:金属包装龙头转向综合包装解决方案提供商。**奥瑞金于2012年10月上市,控股股东为上海原龙投资。公司主营业务为食品饮料金属包装产品的研发、设计、生产和销售。2019H1实现营业收入41.44亿元,同比增长2.57%;实现归母净利润4.86亿元,同比增长5.36%。
- **龙头加快整合行业产能,金属包装行业拐点将至。**2012&2013年金属包装投资增长较快,目前行业处于产能释放期。2016年我国金属罐产量达926亿只,预计2019年产量达1209亿只。近年我国金属包装龙头加快行业产能整合,奥瑞金收购波尔中国业务后其二片罐市占率达25%,奥瑞金+昇兴股份+中粮包装+宝钢包装二片罐市占率达73.8%。行业竞争格局改善,产能利用率稳步回升,行业盈利有望改善。
- **第一大客户重回增长,三片罐业务有望再发力。**红牛是公司第一大客户,收入占比逐渐下降,贡献利润达90%;上半年红牛销售额139亿元,预计全年销售有望回到高峰时期。三片罐成本中镀锡板价格占比高达60%,镀锡板价格已较高位回落14%左右,根据敏感性分析,如果镀锡铁的价格在此基础上下降4个百分点,在公司三片罐毛利率有望提升1.5%-1.72%。
- **二片罐竞争格局改善,提价弹性值得期待。**截至2018年底,公司二片罐产能合计达57.95亿只。奥瑞金收购的波尔亚太中国业务,盈利已经触底反弹;波尔中国业务有助于完善奥瑞金的产线布局、优化客户结构,强强联合后二者市占率大幅提升至25%;奥瑞金、波尔亚太4家公司、中粮包装三强形成协同效应,市占率达56%,二片罐提价可能性大增。
- **财务分析:盈利能力强,现金流较佳。**奥瑞金毛利率高达25%,高出行业平均水平10个百分点;相比国际巨头,其资产负债率尚有提升空间;经营现金流净额/营业利润超过160%,表明现金流较好、利润质量较高。
- **盈利预测和评级:**我们预计公司2019-2021年的净利润分别为8.61亿元、10.32亿元和11.43亿元,EPS分别为0.37元、0.44元、0.49元,9月9日收盘价对应的PE为13.7倍、11.4倍和10.3倍,维持“买入”评级。

风险提示:软饮料销量下行的风险、大客户纠纷影响三片罐业务、二片罐价格继续下行的风险、镀锡板和铝锭价格上升的风险、应收账款出现坏账的风险

目 录

1、奥瑞金：金属包装龙头转向综合包装解决方案提供商	- 4 -
1.1、公司简介	- 4 -
1.2、股权结构及业务体系	- 5 -
2、龙头加快整合行业产能，金属包装行业拐点将至	- 7 -
2.1、“跟进式”生产布局，客户集中度普遍较高	- 8 -
2.2、下游需求不振致使金属包装行业产值下行	- 9 -
2.3、龙头加快并购整合步伐，竞争格局有望改善	- 11 -
3、第一大客户重回增长，三片罐业务有望再发力	- 14 -
3.1、红牛收入占比持续下降，贡献利润达 90%	- 14 -
3.2、红牛纠纷负面影响逐渐消退，三片罐业务有望再发力	- 16 -
3.3、镀锡板价格下行，三片罐毛利率有望提升	- 17 -
4、二片罐竞争格局改善，提价弹性值得期待	- 19 -
4.1、二片罐自建产能布局完成，助力产品&客户结构优化	- 19 -
4.2、收购波尔中国业务重建行业秩序，二片罐提价可能性大增	- 19 -
4.3、啤酒罐化率提升+铝价高位回落，二片罐盈利弹性大	- 21 -
5、财务分析：盈利能力强，现金流较佳	- 24 -
5.1、盈利能力位居行业前列，毛利率远超同行	- 24 -
5.2、与国际巨头相比，资产负债率尚有提升空间	- 24 -
5.3、现金流较好，营运能力位居中游	- 25 -
6、未来看点	- 26 -
6.1、金属罐类型不断丰富，业务趋于多元化、综合化	- 26 -
6.2、推出限制性股票激励计划，保障未来业绩增长	- 26 -
7、盈利预测与估值	- 28 -
图 1、奥瑞金各业务收入占比变动	- 5 -
图 2、奥瑞金各业务毛利占比变动	- 5 -
图 3、目前奥瑞金股权结构及业务结构	- 5 -
图 4、2018 年包装行业产值分类别占比	- 7 -
图 5、金属包装行业上下游	- 7 -
图 6、国内金属包装龙头产销率普遍较高	- 9 -
图 7、国内金属包装龙头企业客户集中度普遍较高	- 9 -
图 8、规模以上包装企业收入增长（亿元）	- 10 -
图 9、规模以上金属包装企业收入增长（亿元）	- 10 -
图 10、各类罐的销售收入占比	- 10 -
图 11、各类罐的单价（元/只）	- 10 -
图 12、2018 年碳酸饮料下滑 5%、罐头产量下滑 18.3%	- 11 -
图 13、2018 年啤酒产量增长 0.5%、精制茶增长 1.1%	- 11 -
图 14、固定资产投资:金属容器制造（亿元）	- 11 -
图 15、产量:包装专用设备（台）	- 11 -
图 16、我国食品饮料包装行业产量及预测（亿只）	- 12 -
图 17、我国食品饮料包装行业增速及预测	- 12 -
图 18、各企业三片罐市场份额	- 13 -
图 19、各企业二片罐市场份额	- 13 -
图 20、中国红牛与奥瑞金的合作历程	- 14 -
图 21、红牛历年销售额（亿元）	- 14 -
图 22、奥瑞金对红牛的销售收入占总收入比例	- 15 -
图 23、公司对红牛的销售收入与三片饮料罐收入（亿元）	- 15 -

图 24、奥瑞金各业务毛利率	- 15 -
图 25、三片饮料罐贡献毛利占比	- 15 -
图 26、红牛销售额增长情况（亿元）	- 16 -
图 27、三片饮料罐收入增速与红牛销售额增速	- 16 -
图 28、三片罐的成本项目占比	- 17 -
图 29、镀锡板价格走势（元/吨）	- 17 -
图 30、镀锡板价格走势（元/吨）与三片饮料罐毛利率	- 17 -
图 31、奥瑞金各业务毛利（亿元）	- 17 -
图 32、波尔亚太中国包装业务经营情况（万元）	- 20 -
图 33、三片罐与二片罐价格走势（元/只）	- 22 -
图 34、奥瑞金历年的产能利用率	- 22 -
图 35、全球电解铝消费结构	- 23 -
图 36、我国电解铝消费结构	- 23 -
图 37、奥瑞金二片饮料罐价格与铝价变动	- 23 -
图 38、铝锭价格走势（元/吨）	- 23 -
图 39、奥瑞金毛利率达 27%，大幅高于同行	- 24 -
图 40、奥瑞金净利率快速回升至 10% 以上	- 24 -
图 41、奥瑞金资产负债率低于国际金属包装龙头	- 25 -
图 42、奥瑞金财务费率波动大	- 25 -
图 43、经营现金流净额/营业利润	- 25 -
图 44、奥瑞金营运能力低于国际金属包装龙头	- 25 -
表 1、奥瑞金收入和净利润情况（亿元）	- 4 -
表 2、2018 年奥瑞金参股公司业绩情况（亿元）	- 6 -
表 3、两片罐和三片罐的对比	- 7 -
表 4、金属包装厂商工厂布局方式	- 8 -
表 5、金属包装龙头并购整合产能的进程	- 12 -
表 6、三片饮料罐毛利率对镀锡铁价格变动敏感性分析	- 18 -
表 7、奥瑞金二片罐产能情况	- 19 -
表 8、波尔公司金属包装业务发展时间轴线	- 20 -
表 9、奥瑞金提价后的毛利率测算（元/只）	- 21 -
表 10、奥瑞金限制性股票激励计划的解锁条件（亿元）	- 27 -
表 11、公司盈利预测假设	- 28 -
表 12、公司盈利预测结果	- 28 -
附表	- 29 -

报告正文

1、奥瑞金：金属包装龙头转向综合包装解决方案提供商

1.1、公司简介

奥瑞金前身为成立于1997年的北京奥瑞金新美制罐有限公司，于2012年10月上市，控股股东为上海原龙投资控股（集团）有限公司。公司主营业务为食品饮料金属包装产品的研发、设计、生产和销售，公司已经在全国17个省/直辖市拥有近30家制造基地；近年来，公司转型为综合包装解决方案提供商，致力于从设计、研发、制罐、灌装、营销策划和配方研发等方面为客户提供多方位的服务。公司一直秉持“包装名牌，名牌包装”的理念，主要客户包括红牛、加多宝、青岛啤酒、雪花啤酒、燕京啤酒、旺旺、战马等。

2014-2018年公司收入增速分别为16.84%、22.14%、14.05%、-3.37%和11.35%，2017年收入下降主要系受核心客户中国红牛由于合作纠纷销售量下降所致；2014-2018年公司实现归母净利润分别同比增长31.53%、25.71%、13.43%、-38.98%和-67.98%，2017年下降主要系原材料上涨造成毛利率下降，2018年主要系对中粮包装提取减值5.01亿所致。

2019H1实现营业收入41.44亿元，同比增长2.57%；实现归母净利润4.86亿元，同比增长5.36%，公司业务逐步进入恢复增长的态势。

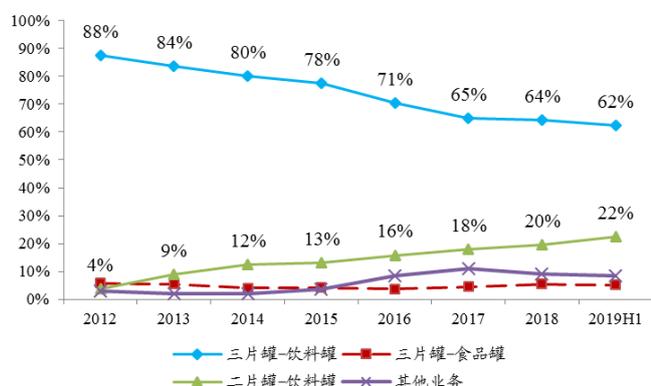
表1、奥瑞金收入和净利润情况（亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
营业收入	54.55	66.62	75.99	73.42	81.75	41.44
YOY	16.84%	22.14%	14.05%	-3.37%	11.35%	2.57%
营业利润	10.07	12.96	14.83	9.97	5.36	6.66
YOY	30.25%	28.69%	14.43%	-32.86%	-46.26%	1.93%
归母净利润	8.09	10.17	11.54	7.04	2.25	4.86
YOY	31.53%	25.71%	13.43%	-38.98%	-67.98%	5.36%
毛利率	30.98%	34.17%	34.56%	27.59%	25.79%	27.06%
净利率	14.76%	15.20%	15.17%	9.39%	2.74%	11.78%
ROE	21.58%	23.32%	22.57%	12.39%	4.19%	8.29%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

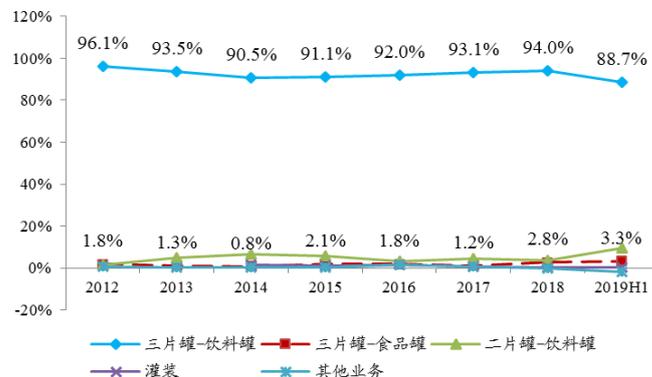
从收入结构来看，公司的核心业务是三片饮料罐，占比在60%以上，但呈现逐年下降的态势，二片饮料罐的占比逐年提升。从毛利结构来看，三片饮料罐贡献的毛利在90%以上，是公司利润的核心来源。

图 1、奥瑞金各业务收入占比变动



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、奥瑞金各业务毛利占比变动



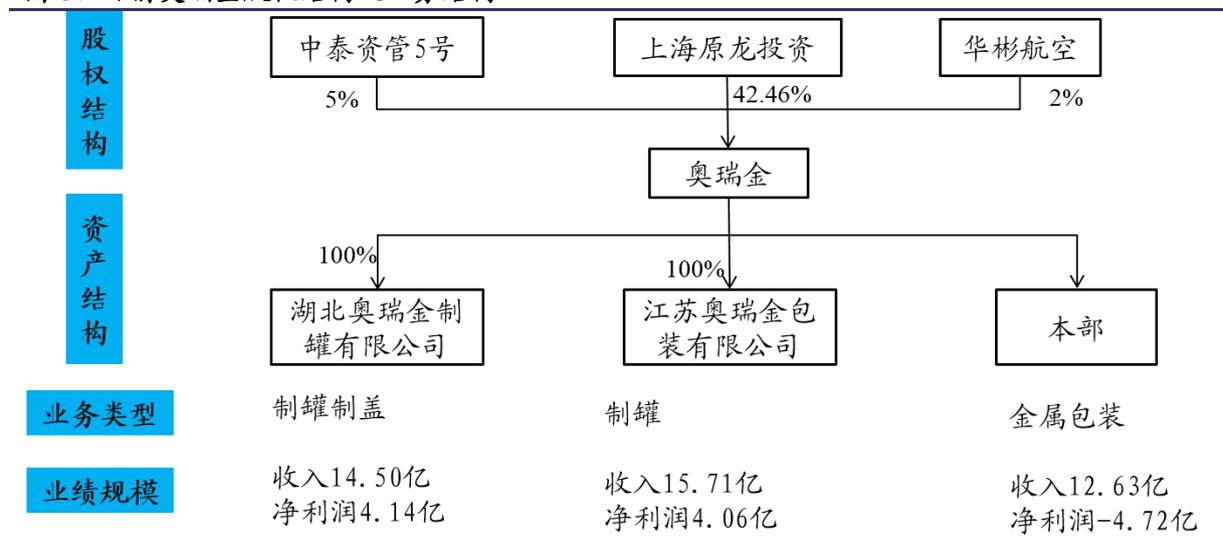
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、股权结构及业务体系

公司最早可追溯至 1994 年在海南文昌成立的文昌奥瑞金制罐公司, 1995 年 3 月生产出第一只饮料罐、1996 年 7 月生产出第一只红牛罐; 1997 年 3 月北京奥瑞金新美制罐有限公司成立, 由新加坡美特包装(私营)有限公司、海口奥瑞金系统工程有限公司与北京恒丰实业总公司投资成立, 2010 年整体变更为股份有限公司, 更名为奥瑞金包装股份有限公司; 2012 年完成上市。

公司控股股东为上海原龙投资, 直接持有公司股权 26.04%, 同时为发行可转债将 16.42% 的股权登记在“原龙投资 - 西部证券 - 16 原龙 01 担保及信托财产专户”, 合计持有公司的股权为 42.46%; 同时, 用于支持民企发展的中泰资管 5 号持有奥瑞金 5% 的股权, 系大股东转让; 8 月份大股东原龙投资转让 2% 的股权至中国红牛实际控制人旗下的华彬航空。

图 3、目前奥瑞金股权结构及业务结构



资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

近年来，公司加大布局包装行业，外延并购动作不断。2015 年奥瑞金及其一致行动人从二级市场上增持永新股份，持股比例合计为 24.32%；2016 年奥瑞金参与中粮包装混改，2018 年底持股比例为 23.13%。

表 2、2018 年奥瑞金参股公司业绩情况（亿元）

	湖北奥瑞金	江苏奥瑞金	永新股份	中粮包装
收入	14.50	15.71	23.32	66.01
YOY	-13.15%	16.77%	16.13%	10.27%
净利润	4.14	4.06	2.31	2.55
YOY	12.36%	11.44%	9.48%	-17.99%
净利率	28.57%	25.82%	9.89%	4.02%
YOY	6.49%	-1.23%	-0.63%	-1.19%

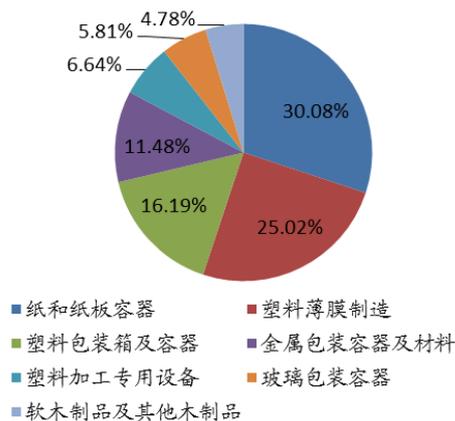
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、龙头加快整合行业产能，金属包装行业拐点将至

我国包装产业已建成涵盖设计、生产、检测、流通、回收循环利用等产品全生命周期的较为完善的体系，分为包装材料、包装制品、包装装备三大类别。根据中国包装联合会的分类，中国包装业包括纸品包装、塑料包装、金属包装、玻璃包装、包装印刷和包装机械制造六个子行业，其中金属包装占比为 11.48%。

金属包装主要产品可细分为：易拉罐（包括两片罐、三片罐）、气雾罐（薄钢板制成的药用罐、杀虫剂罐、化妆品罐、工业和家居护理等）、食品罐（糖果罐、奶粉罐、烟酒食品罐等）、印铁制品（听、盒）和各类瓶盖（皇冠盖、旋开盖、铝防伪瓶盖、指压保险盖）；另有钢板制成的化工桶及冷轧板、锌板制成的的钢桶。金属包装行业的上游原材料主要为马口铁、铝材等以及金属盖子，下游产业主要为饮料、食品等快速消费品行业。

图 4、2018 年包装行业产值分类占比



数据来源：中国包装联合会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、金属包装行业上下游



数据来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

金属易拉罐目前已被广泛应用于食品、饮料包装。金属易拉罐的不透光性和良好的密封性可以减少光线和空气对食品、饮料中维生素、蛋白质和氨基酸的破坏作用，避免内容物因光、氧气、湿气影响而劣变，也避免了内容物因香气透出而变淡或受环境气味污染而变味。金属易拉罐能较好地保留内容物的色泽、风味和营养成分，延长内容物的贮存期限；金属易拉罐还具有轻便、强度高、不易燃、不易碎等优点，运输携带方便。金属易拉罐可分为二片罐和三片罐，二者差别如下：

表 3、两片罐和三片罐的对比

特点	铝质二片易拉罐	马口铁三片易拉罐
材质	主要为铝合金板	主要为镀锡薄钢板、镀铬薄钢板
制造工艺	罐体部分（含罐底和罐身）由深冲加工成型，罐顶盖与罐体结合采用卷边密封	罐身、罐盖和罐底分别加工后组装而成，罐身由矩形金属片经焊接制成圆筒状，罐身与罐底盖、罐顶盖结合采用卷边密封
印刷工艺	曲面印刷	平版印刷
性能	质轻、壁薄，密封性好，易回收，重熔性好	强度高，易加工，印刷效果好，可高温杀菌，易回收

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

内容物	主要用于包装碳酸饮料及其他充气饮料，如可乐、啤酒、凉茶、苏打水等	茶饮料，蛋白饮料，功能饮料，八宝粥，含乳饮料，果蔬汁及咖啡饮料等
罐型及容量	受铝质易拉罐制罐模具的制约，铝质易拉罐一般均为 206 型，容量主要有 330ml、355ml、500ml 三种	马口铁易拉罐的型号较多，常见的有 200 型、206 型、209 型，容量可根据客户的需求确定
适用的灌装条件	通常是在常温下灌装，灌装的产品含气（如啤酒、碳酸饮料）或在灌装时添加氮气	可以适应食品的冷热加工、高温灭菌以及灭菌后的快速冷却等加工需要
是否适用打检	由于二片易拉罐灌装的产品含气或在灌装时添加了气体，罐内不是真空，不能使用简单的打检方法快速检测两片罐灌装食品或饮料是否变质	可以使用真空打检机对产品质量进行简单、快速检验

资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1、“跟进式”生产布局，客户集中度普遍较高

“跟进式”生产布局以节省运输费用、提高客户响应速度。首先，由于金属包装产品具有单体体积相对较大而单体价值量相对较低的特点，因而运输半径对产品成本影响大，如奥瑞金的销售费用中运输交通费占比超过 50%；其次，金属包装在食品饮料产品的成本构成中占比较高，对食品饮料类企业的盈利能力影响较大。因此，国内外金属包装企业普遍采取贴近下游客户的生产布局策略，即在核心客户的生产基地附近建设配套的金属包装生产基地。“跟进式”布局除了能够降低运输费用以提高盈利能力外，还能提高对客户的响应能力。“跟进式”布局包括“共生型生产布局”（Implant 模式）和“贴近式生产布局”（Wall to Wall 模式）两类。

表 4、金属包装厂商工厂布局方式

公司	主要客户	双方厂商距离（生产布局）	主要产品	所处区域
中粮包装	加多宝	5 公里左右（贴近式）	饮料罐	杭州下沙开发区
		1.5 公里左右（贴近式）		武汉经济开发区
	百威-雪津啤酒	1 公里左右（贴近式）	啤酒	福建莆田涵江区
波尔	百威啤酒	45 公里左右（贴近式）	饮料罐（啤酒）	湖北葛店开发区/武汉经济开发区
		10 公里左右（贴近式）		广东佛山三水工业园
皇冠	燕京啤酒	0.2 公里左右（贴近式）	饮料罐（啤酒）	北京顺义空港开发区
历时恒	蓝带啤酒	2 公里左右（贴近式）	饮料罐	广东肇庆棠下工业区
太平洋	健力宝	同一厂区（共生型）	饮料罐	北京怀柔雁栖经济开发区
	燕京啤酒	30 公里左右（贴近式）	饮料罐（啤酒）	北京怀柔雁栖开发区/顺义空港开发区
奥瑞金	红牛	2 公里左右（贴近式）	饮料罐	北京怀柔雁栖开发区
		同一厂区（共生型）	饮料罐	湖北咸宁经济开发区
		同一厂区（共生型）	饮料罐	广东佛山三水工业园
	青岛啤酒	1 公里左右（贴近式）	饮料罐	山东平度市经济开发区
		1 公里左右（贴近式）	啤酒	陈仓科技工业园陕西宝鸡
	燕京-漓泉啤酒	20 公里左右（贴近式）	啤酒	临桂秧塘工业园广西桂林
	飞鹤	同一厂区（共生型）	奶粉罐	黑龙江齐齐哈尔甘南县生态工业园
宝钢包装	百威-哈尔滨啤酒	1 公里左右（贴近式）	啤酒	黑龙江哈尔滨经开区
	可口可乐	1 公里左右（贴近式）	饮料罐	

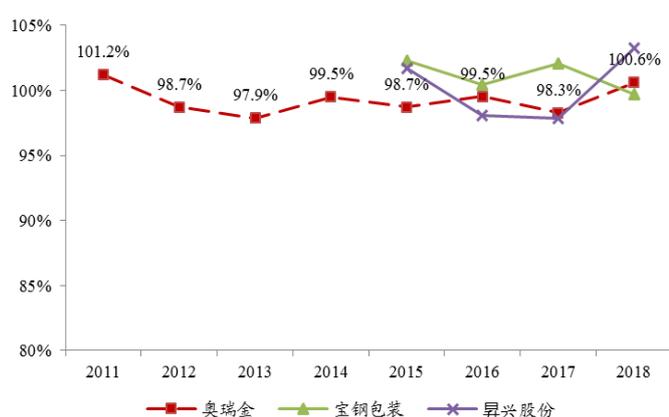
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

“以销定产”，产销率基本在 100% 左右。客户根据自身的生产经营计划提前一段时间向金属包装制造企业下订单，金属包装制造企业根据订单进行生产即可。采取“以销定产”的方式，金属包装企业能最大程度上提高存货周转率和资金使用效率。奥瑞金、宝钢包装、昇兴股份的产销率（生产量/销售量）基本均在 100% 左右。

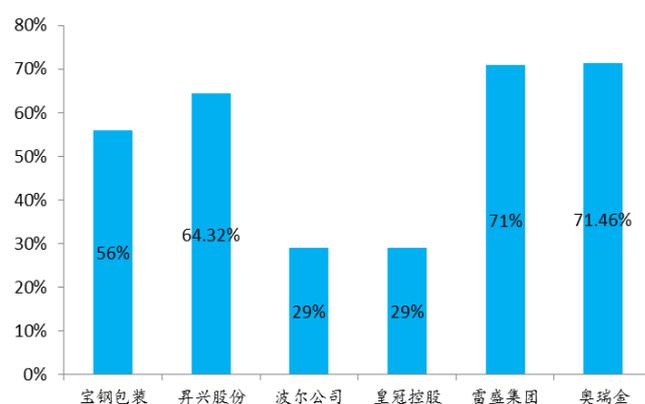
与核心客户相互依托，跟随客户布局、伴随客户壮大。金属包装企业的客户多为碳酸饮料、啤酒、茶饮料等快消品品牌，金属包装企业生产基地的建设通常是建立在客户大量订单需求的基础上，从建厂伊始，金属包装企业便和客户紧密合作，亦即金属包装企业配合客户建厂，先有客户需求、后有工厂建设。对快消品而言，销售规模大、节奏较快、品牌辨识度高，稳定、优质、及时响应的供应商体系是其核心竞争力之一，因此金属包装企业与核心客户的关系相对稳定，二者通常签订长期战略合作协议。结果就是金属包装企业伴随着客户的发展而壮大，典型例子便是奥瑞金随着红牛的发展而成长为国内金属包装龙头企业。

图 6、国内金属包装龙头产销率普遍较高



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、国内金属包装龙头企业客户集中度普遍较高



数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：宝钢包装、昇兴股份、奥瑞金为 2018 年前五客户，雷盛集团为 2012 年前 10 客户，波尔公司、皇冠控股为 2018 年前 10 客户

2.2、下游需求不振致使金属包装行业产值下行

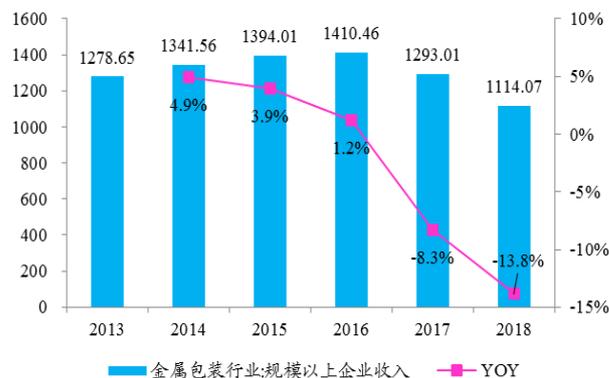
金属包装行业景气度下行，规模以上企业收入连续两年下滑。根据统计局数据，规模以上（主营收入 2000 万元以上）包装企业收入在 2016 年时达到高点、为 11743.79 亿元，2018 年实现收入 9703.23 亿元、同比下滑 17%，为连续第二年出现下降；具体来看金属包装容器，规模以上金属包装企业的收入也在 2016 年达到高点、为 1410.46 亿元，2018 年实现收入 1114.07 亿元、同比下降 13.8%，下滑幅度较上年（-8.3%）拉大。

图 8、规模以上包装企业收入增长 (亿元)



数据来源: 中国包装联合会, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、规模以上金属包装企业收入增长 (亿元)

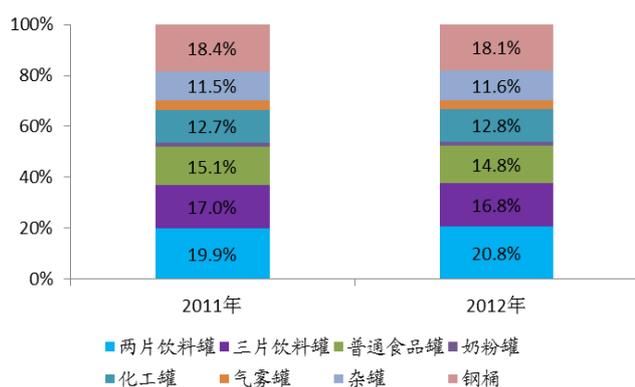


数据来源: 中国包装联合会, 兴业证券经济与金融研究院整理

饮料罐+食品罐合计占比在 50%以上。从品类上看, 金属包装行业中, 两片饮料罐、三片饮料罐、食品罐销售额占比较高, 分别为 20.8%、16.8%、14.8%, 三者合计占比在 50%以上; 从单价来看, 2012 年二片罐和三片罐价格分别为 0.66 元和 0.70 元, 不过由于竞争激烈后续价格继续下行。

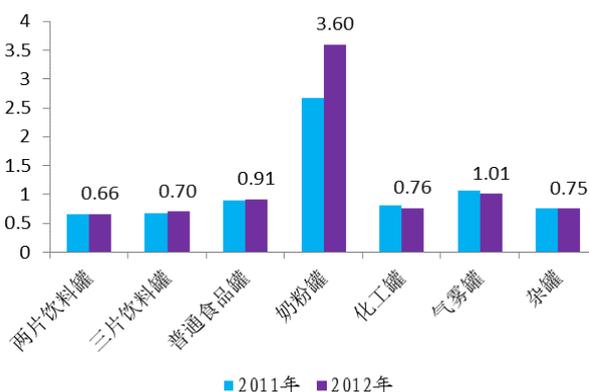
金属包装行业规模以上企业的产值下滑主要源于下游的需求不振。从需求端来看, 2018 年碳酸饮料、啤酒产量出现下滑, 罐头、精制茶产量微增; 我国碳酸饮料和啤酒产量的高点分别出现在 2014 年、2013 年, 自此之后出现不同程度的下滑; 罐头、精制茶产量的高点均出现在 2016 年, 近年来增速表现不佳。2017 年以来, 下游软饮料产量下行是金属包装行业产值下降的主要原因。

图 10、各类罐的销售收入占比



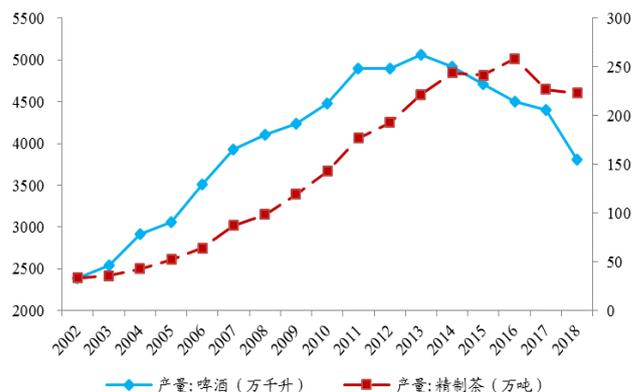
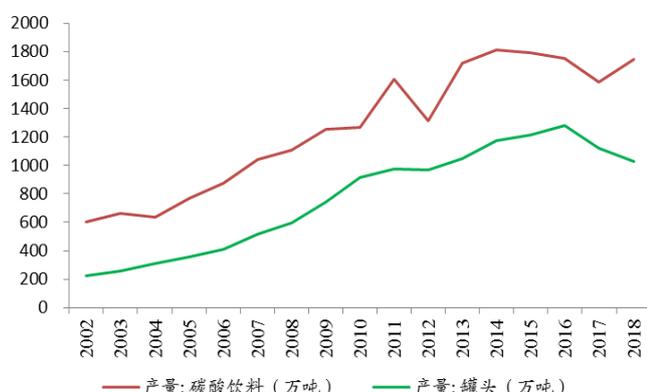
数据来源: 《中国包装年鉴 2012-2013》, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、各类罐的单价 (元/只)



数据来源: 《中国包装年鉴 2012-2013》, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2018 年碳酸饮料下滑 5%、罐头产量下滑 18.3% 图 13、2018 年啤酒产量增长 0.5%、精制茶增长 1.1%



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、龙头加快并购整合步伐，竞争格局有望改善

2012&2013 年我国金属包装行业的固定资产投资增长较快，目前行业处于产能释放期。2008-2012 年我国金属包装制造行业的固定资产投资持续高增长，2013 年达到阶段高峰、增速为 41.8%，之后增速逐渐放缓，2016&2017 年分别下滑 11.3%、3.6%；与此同步，2012&2013 年，我国包装专用设备产量的增速分别达 14.5%、14.2%，2013 年是设备产量的高峰期，达 10.99 万台，2018 年产量为 9.9 万台、较高峰期回落了 9.9%。三片罐从建设期（12 个月），经历产能爬坡期（一般为 3 年），到满产大概需要 3-4 年的时间；二片罐从建设期（1.5-2 年），经历产能爬坡期（一般为 2 年），大概需要 3.5-4 年的时间。我国金属包装容器产能投资的高峰期在 2012-2013 年，经过建设期、爬坡期之后，在 2015-2016 年迎来产能释放的高峰期。

图 14、固定资产投资:金属容器制造 (亿元)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、产量:包装专用设备 (台)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2016 年我国金属罐产量达 926 亿只，预计 2019 年的产量达 1209 亿只。根据中国包装联合会金属容器委员会的统计，2016 年我国金属包装容器产量合计达 926 亿只，其中两片罐、三片罐、杂罐分别为 400 亿只、376 亿只、150 亿只，占比分别

为 43.2%、40.6%、16.2%。根据金属容器委员会预测，预计未来二片罐增速较高，维持在 11-13% 之间，三片罐增速在 7% 左右，则 2019 年二片罐、三片罐分别将达到 570 亿只、457 亿只。

图 16、我国食品饮料包装行业产量及预测（亿只）

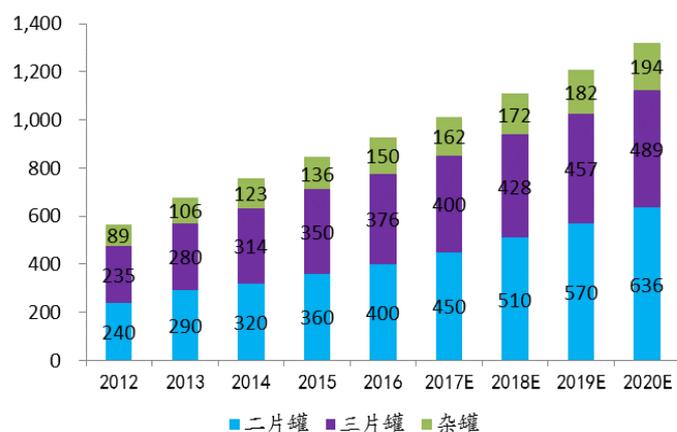
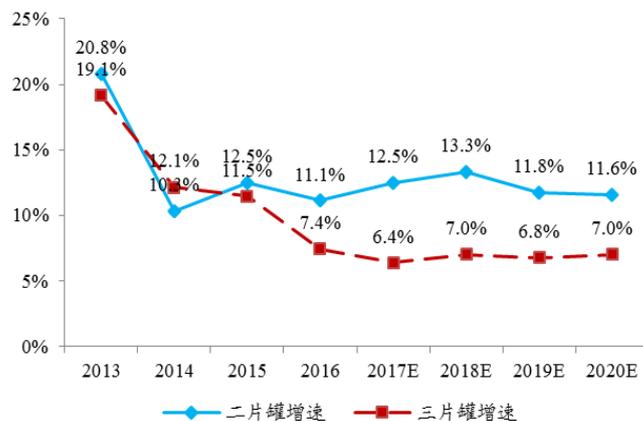


图 17、我国食品饮料包装行业增速及预测



数据来源：中国包装联合会金属容器委员会，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：中国包装联合会金属容器委员会，兴业证券经济与金融研究院整理

奥瑞金+昇兴股份+中粮包装+宝钢包装二片罐市占率达 73.8%。规模化发展是二片罐业务重要的竞争驱动因素，通过并购推动规模增长和产业整合是国际先进企业的主要成长路径。随着前期过剩产能逐步消化，目前二片罐行业整体经营环境有所改善，同时国内二片罐产业整合步伐开始加快。2016 年公司旗下奥瑞金国际控股出资 16.16 港元，受让中粮包装 27% 股份并为之签署战略合作协议；2018 年奥瑞金收购波尔亚太中国包装业务，收购完成后，奥瑞金二片罐产能达 130.37 亿罐、市占率将达到 25.56%；2019 年昇兴股份及控股股东收购太平洋制罐 6 家公司，收购完成后二片罐产能达到 92 亿只、市占率为 18.04%；中粮包装收购纪鸿包装之后，我们预计其产能将达到 64 亿只以上、市占率为 12.55%；宝钢包装的产能在 90 亿只以上，其市占率为 17.65%。

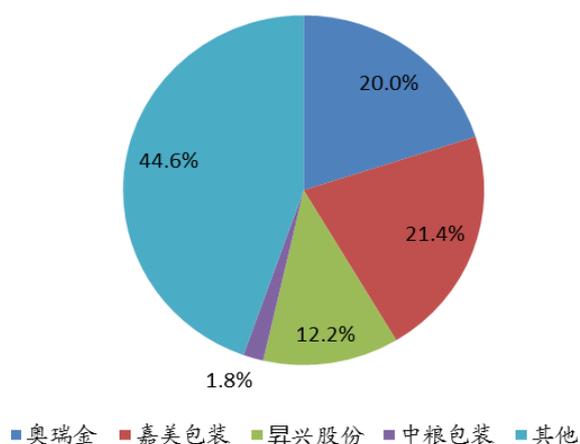
表 5、金属包装龙头并购整合产能的进程

公告日期	公司	收购标的	标的产能	罐型	收购金额
2019-5-28	昇兴控股	太平洋制罐 4 家公司	70 亿只	二片罐	--
	昇兴股份	太平洋制罐漳州+武汉公司		二片罐	3.31 亿元
2016-9-9	昇兴股份	博得科技 70% 股权	铝瓶 0.7 亿只、新建产能 4.32 亿只	铝瓶	1.94 亿元
2018-12-14	奥瑞金	收购波尔亚太中国业务	75.53	二片罐	2.05 亿美元
2016-1-28	奥瑞金	中粮包装 27% 股权	二片罐 54 亿只、三片罐 6 亿只	各类罐品种齐全	16.16 港元
2017-3-16	奥瑞金	收购纪鸿包装 19% 股权	新建两片罐产能 20 亿只		0.076 亿美元
2017-4-19	中粮包装	成都高森包装 100% 股权	7-8 亿	两片罐	0.75 亿元
2017-3-15	中粮包装	纪鸿包装 51% 股权	新建两片罐产能 20 亿只		0.204 亿美元

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

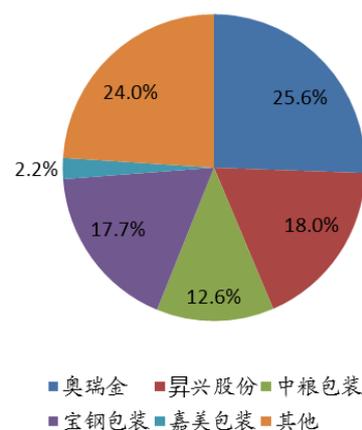
奥瑞金+嘉美股份+昇兴股份三片罐市场份额达 53.6%。二片罐市场竞争激烈的根源前期产能过剩、激烈竞争导致单价较低、行业整体盈利水平低关，同时二片罐投资更重（每亿只罐需投资 5000 万元以上、三片罐则为 2000 万元左右）、行业产能难退出，龙头期待通过收购产能实现规模效益来提升盈利水平。相比之下，三片罐市场的竞争格局则较佳，奥瑞金深度绑定红牛、占有三片罐市场的高端业务，市占率为 20%，嘉美包装的市占率预计在 21.4%，昇兴股份的市占率为 12.2%。

图 18、各企业三片罐市场份额



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、各企业二片罐市场份额



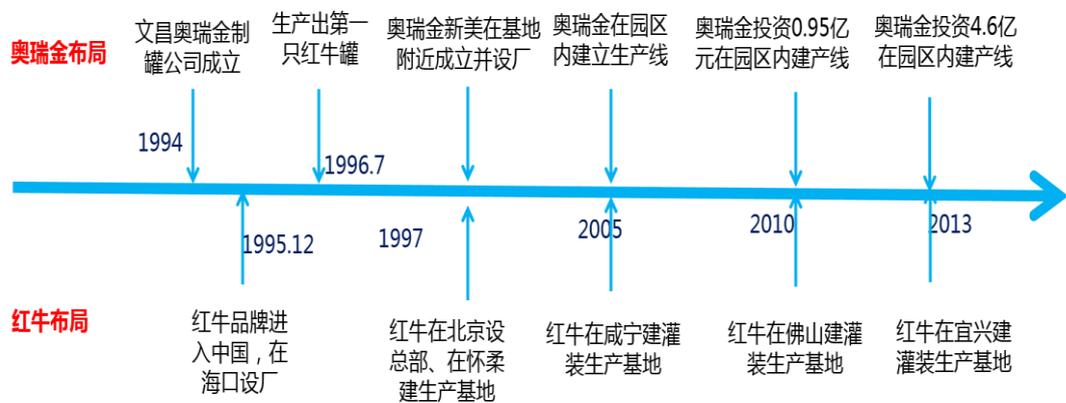
数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

因此，当前快消品金属包装制造业尤其是两片罐包装行业经过几年的持续调整，中小产能加快出清，龙头之间加速整合，竞争格局进一步改善，行业产能利用率稳步回升，现金流情况明显好转。随着国内啤酒罐化率水平的进一步提升，龙头企业规模效应不断体现，行业有望逐步走出低谷期。

3、第一大客户重回增长，三片罐业务有望再发力

公司与红牛的合作关系源远流长，1995年红牛进入中国时二者便开始合作，奥瑞金始终保持着红牛罐“主供应商”的地位，并且在2004年之前奥瑞金是红牛罐的唯一供应商，二者已稳定合作长达24年。随着红牛全国布局生产基地，公司采取“跟进式”生产布局的方式，分别在北京怀柔、湖北咸宁、广东佛山、江苏宜兴建设制罐生产线。长期以来，公司针对红牛的人力、财力、物力投入水平远大于第三方供应商，因此公司的生产布局、响应速度、产品品质稳定性均优于第三方供应商。

图 20、中国红牛与奥瑞金的合作历程

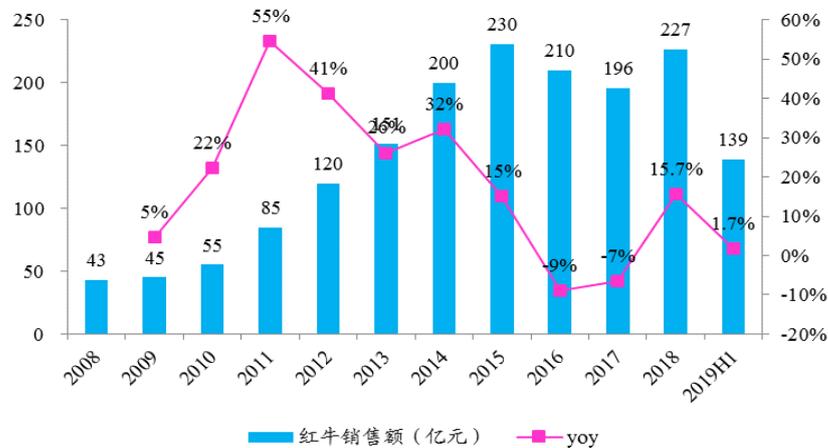


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.1、红牛收入占比持续下降，贡献利润达 90%

红牛是我国功能饮料第一品牌，2018年销售额达227亿、增长15.7%，红牛在功能饮料的市占率高达58%。红牛营销团队14000多人，经销商客户2000多家，签约直供客户30000多家，覆盖销售网点400多万家。

图 21、红牛历年销售额（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

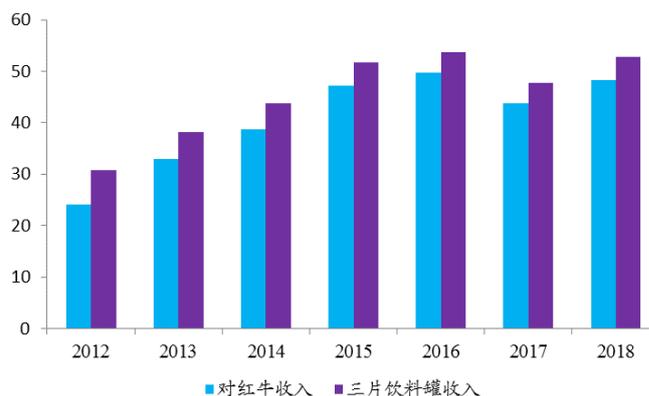
红牛贡献的收入占比近 60%，并且持续下降。红牛是我国功能饮料第一品牌、2017 年在功能饮料的市场份额达 58%，也是奥瑞金的第一大客户，2018 年公司对红牛的销售收入占总收入的比例为 59.1%；同时，红牛 90% 以上的饮料罐采购自奥瑞金，二者深度绑定。不过随着公司持续优化调整产品结构和客户结构，红牛的收入占比已经较高点时下降了 13.09 个 pct。红牛包装基本采用三片罐，公司三片饮料罐的销售收入超过 90% 来自于红牛。

图 22、奥瑞金对红牛的销售收入占总收入比例



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

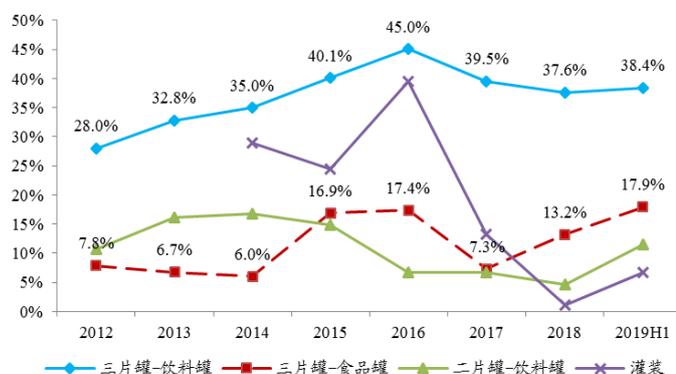
图 23、公司对红牛的销售收入与三片饮料罐收入(亿元)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

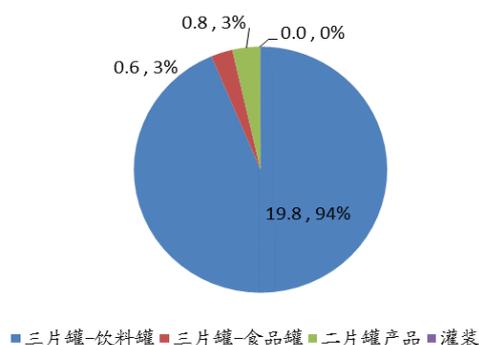
红牛三片罐毛利率接近 40%，是奥瑞金利润主要来源。红牛定位为高端功能饮料，其对饮料本身和外包装的品质均十分看重，因此公司核心产品红牛罐的售价较高、毛利率相应较高，2019H1 奥瑞金三片饮料罐的毛利率高达 38.4%。尽管公司收入结构逐渐改善、红牛贡献收入的占比持续下降，但是由于二片罐行业产能过剩、毛利率较低使得毛利占比较小，公司三片饮料罐的毛利占比一直在 90% 以上，是奥瑞金最主要的利润来源。

图 24、奥瑞金各业务毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、三片饮料罐贡献毛利占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、红牛纠纷负面影响逐渐消退，三片罐业务有望再发力

红牛商标权纠纷事件进程：

- 2016年8月开始，泰国红牛的股东天丝集团以侵害注册商标专用权及不正当竞争为由起诉中国红牛；
- 2018年8月30日，北京市高级人民法院受理了红牛商标权属纠纷案；
- 2018年10月，泰国红牛向北京市第一中级人民法院提起强制清算红牛维他命饮料有限公司的法律程序，2019年5月北京市第一中级人民法院作出裁定，“不予受理红牛维他命饮料（泰国）有限公司、英特生物制药控股有限公司对红牛维他命饮料有限公司的强制清算申请”；
- 2019年5月，华彬集团与红牛中国及英特生物股东资格确认纠纷一案在最高人民法院第二国际商事法庭公开审理；
- 2019年6月24日，浙江省高级人民法院的一份法律文书载明，为避免多起诉讼相互拖延，节省诉讼资源，缩短诉讼周期，在对泰国天丝诉权不构成实质性影响和损害的前提下，驳回天丝医药保健有限公司的起诉。

受红牛商标权纠纷影响，中国红牛销售额在2016年和2017年分别下滑9%、7%。不过随着中国红牛再度发力，2018年红牛实现销售额227亿元、增长16%，主要源于中国红牛稳定的渠道体系和强大的品牌影响力。今年上半年红牛实现销售额139亿元，预计全年销售额有望回到高峰时期的销售额。

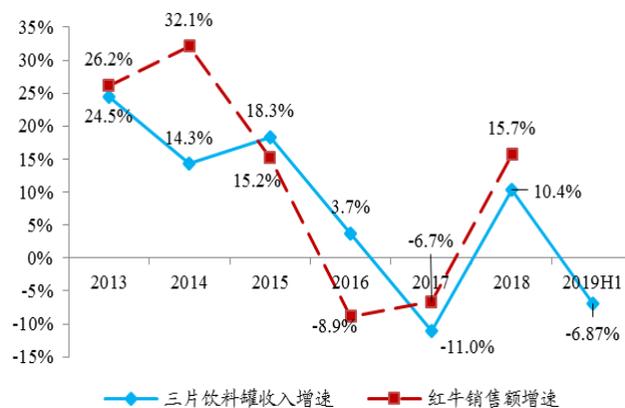
奥瑞金三片饮料罐增长取决于红牛销售额增长，2018年恢复增长、2019H1有所下滑。由于公司三片饮料罐90%供应红牛，而且红牛用罐量的90%以上采购自奥瑞金，因此红牛销售增长决定了奥瑞金三片饮料罐的增长，二者走势非常一致。值得注意的是，2017Q1红牛商标纠纷导致红牛停产，奥瑞金受此影响，当季收入下滑24.56%，当年三片饮料罐下滑11%。

图 26、红牛销售额增长情况（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、三片饮料罐收入增速与红牛销售额增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、镀锡板价格下行，三片罐毛利率有望提升

三片罐成本中镀锡板价格占比高达 60%，镀锡板价格已较高位回落 14%左右。三片罐生产制造的主要原材料是马口铁(镀锡铁)，在原材料中的占比达 62%。2016 年以来清理地条钢叠加供给侧改革，使得钢价迎来上涨，受此影响，镀锡板也从最低位上涨了 50%左右。根据最新报价显示，宝钢 MR:0.25*800*C 型镀锡铁为 6670 元/吨，较 2018 年 5 月的高点回落了 14%，其他型号的镀锡铁回落幅度与此类似。

图 28、三片罐的成本项目占比

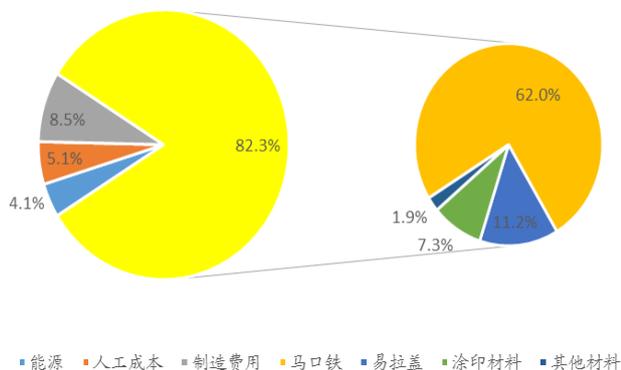
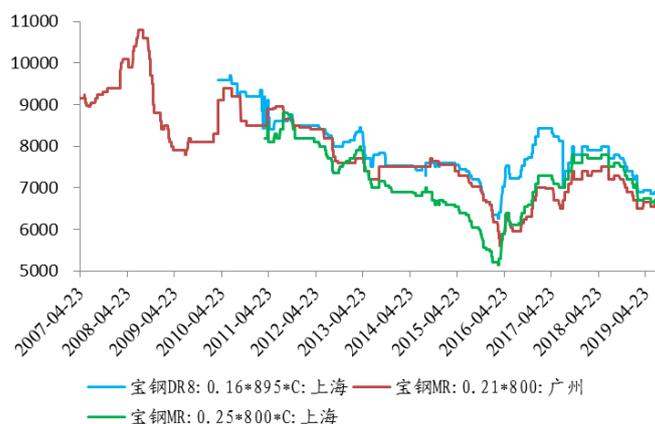


图 29、镀锡板价格走势 (元/吨)

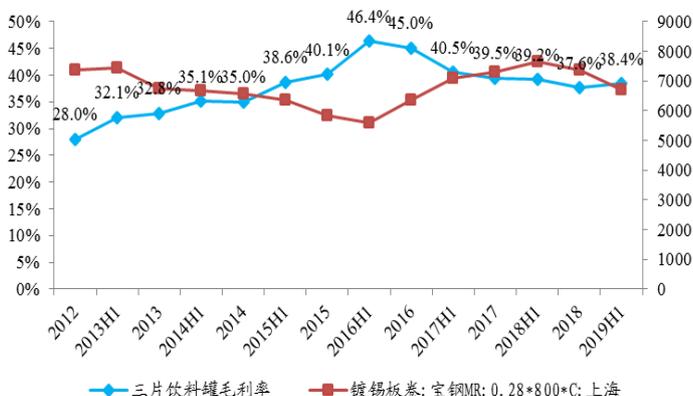


数据来源：昇兴股份招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

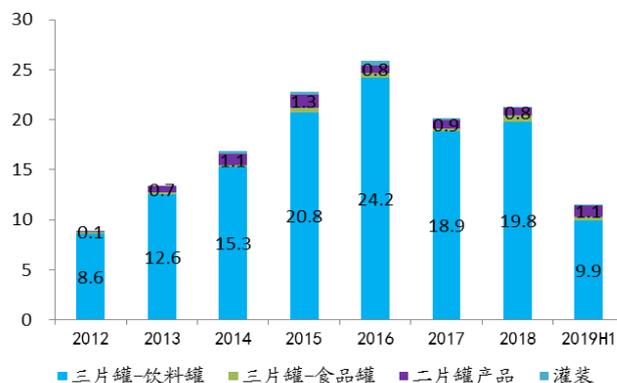
随着镀锡板价格持续回落，三片罐毛利率有望迎来企稳回升。公司与红牛就红牛罐采取成本加成的定价方式，红牛罐单价常年稳定，因此三片饮料罐毛利率波动更多是受原材料价格变动影响。值得注意的是，尽管 2016 年三片饮料罐收入微增 3.7%，但是 2016H1 镀锡板价格大幅下行、达到历史低点，带动三片罐毛利率提升至历史高点(46.36%)、同比提升了 7.73 个 pct,当年的毛利达到历史最高值(24.2 亿)。在随后的 2017 年，红牛销售下滑使得三片饮料罐出现负增长，叠加镀锡板价格回升导致当年毛利率下降了 5.53 个 pct,最终的结果是当年毛利下降了 21.9%。

图 30、镀锡板价格走势 (元/吨) 与三片饮料罐毛利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、奥瑞金各业务毛利 (亿元)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

根据敏感性分析，如果镀锡铁的价格在此基础上下降 2 个百分点，则公司三片罐业务毛利率有望提升 0.75-0.86 个 pct；如果镀锡铁的价格下降 4 个百分点，则三片罐毛利率有望提升 1.5-1.72 个 pct。

表 6、三片饮料罐毛利率对镀锡铁价格变动敏感性分析

成本占比 价格变动	61%	62%	63%	64%	65%	66%	67%	68%	69%	70%
-10%	34.64%	34.58%	34.52%	34.46%	34.40%	34.33%	34.27%	34.21%	34.15%	34.09%
-8%	35.39%	35.34%	35.30%	35.25%	35.20%	35.15%	35.10%	35.05%	35.00%	34.95%
-6%	36.15%	36.11%	36.07%	36.03%	36.00%	35.96%	35.92%	35.89%	35.85%	35.81%
-4%	36.90%	36.87%	36.85%	36.82%	36.80%	36.77%	36.75%	36.72%	36.70%	36.68%
-2%	37.65%	37.64%	37.62%	37.61%	37.60%	37.59%	37.57%	37.56%	37.55%	37.54%
0%	38.40%	38.40%	38.40%	38.40%	38.40%	38.40%	38.40%	38.40%	38.40%	38.40%
2%	39.15%	39.16%	39.18%	39.19%	39.20%	39.21%	39.23%	39.24%	39.25%	39.26%
4%	39.90%	39.93%	39.95%	39.98%	40.00%	40.03%	40.05%	40.08%	40.10%	40.12%
6%	40.65%	40.69%	40.73%	40.77%	40.80%	40.84%	40.88%	40.91%	40.95%	40.99%
8%	41.41%	41.46%	41.50%	41.55%	41.60%	41.65%	41.70%	41.75%	41.80%	41.85%
10%	42.16%	42.22%	42.28%	42.34%	42.40%	42.47%	42.53%	42.59%	42.65%	42.71%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

4、二片罐竞争格局改善，提价弹性值得期待

4.1、二片罐自建产能布局完成，助力产品&客户结构优化

自 2011 年开始，公司不断新建二片罐产线，二片罐产能持续扩张，截至 2018 年底，公司二片罐产能合计达 57.95 亿只，基本完成自建二罐产能布局：

- 2011 年公司建设上虞二片饮料罐项目，以配合加多宝在华东地区的扩张，规划产能为 7 亿只；除加多宝外，还可供应青岛啤酒、雪花啤酒等客户；
- 2012 年，公司在广东肇庆建设年产 7 亿只两片罐项目，主要供应加多宝；
- 2014 年，公司在广西临桂、山东青岛建设二片罐生产线，产能为 17 亿只；
- 2015 年，公司分别在湖北咸宁、陕西宝鸡建设二片罐生产线，产能合计达 16 亿只；
- 2016 年公司发行公司债，募资 13.5 亿元，其中 10.5 亿元用于咸宁二片罐新项目（项目总投资 12.5 亿），计划生产纤体罐，年产能规划为 7 亿只；
- 2018 年，公司于山东建设 500ml 二片罐项目，产能为 5.2 亿只，主要客户为战马。

二片罐的主要使用方为啤酒企业和茶饮料企业，随着公司二片罐产线产能不断提升的，公司的客户增多、结构优化，公司对青岛啤酒、雪花啤酒的销售增多，公司对红牛的销售占比持续下降。

表 7、奥瑞金二片罐产能情况

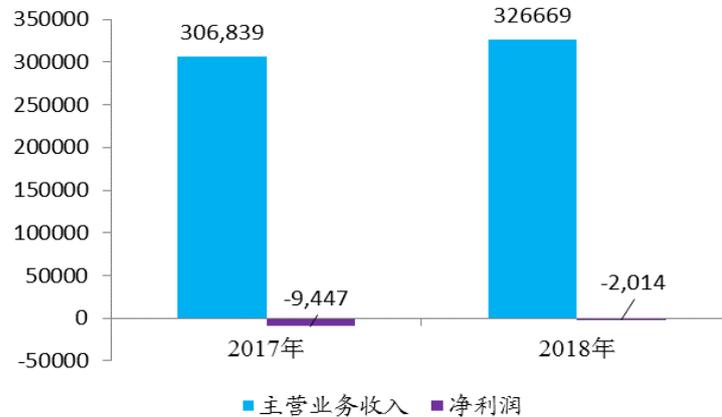
序号	公司名称	生产线情况	规划年产能 (亿只)	建设年份	地址
1	浙江奥瑞金	二片罐 1 条	7	2011	浙江杭州湾上虞工业园区
2	广东奥瑞金	二片罐 1 条	7	2012	广东省肇庆市肇庆高新区
3	广西奥瑞金	二片罐 1 条	8	2014	广西临桂县临桂镇秧塘工业园
4	山东奥瑞金	二片罐 1 条	9	2014	山东省平度经济开发区内长江路 97 号
5	湖北奥瑞金	纤体罐 1 条	7	2015	湖北省咸宁经济开发区
6	陕西奥瑞金	二片罐 1 条	9	2015	陕西省宝鸡市陈仓科技工业园区
7	山东 500ml 罐型生产线	二片罐 1 条	5.2	2018	山东省平度经济开发区内

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、收购波尔中国业务重建行业秩序，二片罐提价可能性大增

2018 年 12 月，公司拟以 2.05 亿美元收购波尔亚太在中国的业务，收购标的包括波尔佛山 100% 股权、波尔北京 100% 股权、波尔青岛 100% 股权、波尔湖北 95.69% 股权。2018 年 4 家公司合计实现收入 32.67 亿元，实现净利润-0.20 亿元（剔除技术使用费和员工安置补偿后），而 2017 年全年亏损 0.94 亿元，2018 年 4 家公司的盈利情况改善明显。我们预计随着二片罐行业产能利用率逐步提升以及价格上涨，4 家公司未来的经营情况有望持续好转。

图 32、波尔亚太中国包装业务经营情况（万元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

波尔公司为全球金属包装龙头企业，成立于 1880 年，波尔公司自 1969 年进入金属包装行业，不断通过外延式并购成长为国际金属包装巨头，2009 年通过收购百威英博旗下的 4 家金属罐厂，波尔公司成为全球最大的金属包装企业；2016 年波尔公司收购雷盛集团，加上皇冠控股，三家公司的产量占据全球饮料罐数量的 60% 以上，在北美、欧洲和南美的市场占有率更是高达 90%。2018 年波尔公司收入高达 116.35 亿美元（约 798.5 亿人民币），其中 39.8% 的收入来自北美洲&中美洲，22.5% 的收入来自欧洲，14.6% 的业务来自南美洲。

表 8、波尔公司金属包装业务发展时间轴线

时间	事件
1969 年	Ball 收购 Jeffco Manufacturing Company，进入金属饮料罐行业。
1993 年	收购 Heekin Can，Heekin 是美国最大的金属食品罐制造商，收购后 Ball 成为北美市场第三大金属食品罐&气雾罐生产商。
1997 年	收购新加坡 MC Packaging Ltd. 在中国的业务，Ball 成为中国最大的金属罐供应商。
1998 年	收购雷诺兹金属公司的金属容器饮料资产，使 Ball 成为北美最大的金属饮料罐供应商，也是世界上最大的金属饮料罐之一。
2002 年	收购德国金属罐饮料公司 Schmalbach-Lubeca AG，并创建了 Ball Packaging Europe，使 Ball 的饮料罐销售额增加了 10 多亿美元。
2006 年	收购美国气溶胶和特种金属包装公司 US Can Corporation。
2009 年	收购 AB InBev（百威英博）的四家金属饮料罐厂，Ball 成为全球最大的饮料罐供应商。
2010 年	收购 Neuman 铝业公司，Ball 成为全球最大的铝渣供应商。
2011 年	收购欧洲领先的铝制气雾罐和瓶子供应商 Aerocan SAS。
2016 年	完成对 Rexam PLC（雷盛集团）的收购（雷盛集团 2015 年收入达 58 亿美元）

资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

收购波尔亚太中国业务，有助于完善公司布局、优化客户结构。在产能上，波尔湖北、波尔北京有逐步补充奥瑞金在华中、华北区域 330ml 标准罐产能的空白；波尔佛山可以与公司肇庆生产基地实现整合，波尔青岛可扩大公司与青岛啤酒的深度合作。在客户上，波尔亚太中国包装业务的客户多为啤酒厂商如百威啤酒、青岛啤酒，收购完成后奥瑞金预计将成为百威啤酒、青岛啤酒以及燕京啤酒金属

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

包装罐的最大供应商，降低对单一大客户红牛的依赖风险。

在行业总体产能不增加的前提下，奥瑞金市占率大幅提升。本次收购在不增加行业产能的情况下，大幅扩大了公司的产能规模，提升了市场份额。波尔亚太中国包装业务相关公司在中国拥有 75.53 亿罐总产能，收购完成后，奥瑞金二片罐产能达 130.37 亿罐，市占率将达到 25.56%，成为国内二片罐产能最大的企业。目前，我国二片罐行业的固定资产投资增幅下降、产业布局调整基本到位，而市场需求在啤酒罐化率稳步提升+纤体罐等新产品快速增长等因素影响下仍处于稳步增长阶段。随着主要原材料价格趋稳，产品价格逐步回升，二片罐行业的整体经营环境步入良性回归的通道。通过此次收购，公司的盈利基础有效扩大。

三强形成协同效应，二片罐提价可能性大增。值得注意的是，此次交易附带交叉持股安排，波尔公司将购买奥瑞金不低于 5000 万美元的股票，奥瑞金有权利购买价值不超过 2 亿美元的波尔公司普通股，交叉持股安排扩展并加深了奥瑞金与波尔公司在全球的战略商业合作关系，实现了强强联合。并且根据前述产能分析，奥瑞金+波尔亚太 4 家公司的市占率已经高达 25.56%，加上奥瑞金与中粮集团形成一致行动人，奥瑞金+波尔亚太 4 家公司+中粮包装的市占率超过 56%，具备了提价的能力；而且在啤酒厂商产品升级、盈利改善的背景下，对啤酒罐提价的接受度高。如果二片罐价格提升 1 分钱（从 0.34 元/只提升至 0.35 元/只），则提价幅度为 2.94%，在成本端稳定的情况下，公司二片罐毛利率有望提升 2.53%；提价 1 毛钱的话，毛利率则提升 20.12%。

表 9、奥瑞金提价后的毛利率测算（元/只）

提价金额	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09	0.1	0.2
提价后	0.35	0.36	0.37	0.38	0.39	0.4	0.41	0.42	0.43	0.44	0.54
提价幅度	2.94%	5.88%	8.82%	11.76%	14.71%	17.65%	20.59%	23.53%	26.47%	29.41%	58.82%
毛利率	14.00%	16.39%	18.65%	20.79%	22.82%	24.75%	26.58%	28.33%	30.00%	31.59%	44.26%
毛利率提升	2.53%	4.92%	7.18%	9.32%	11.35%	13.28%	15.11%	16.86%	18.53%	20.12%	32.79%

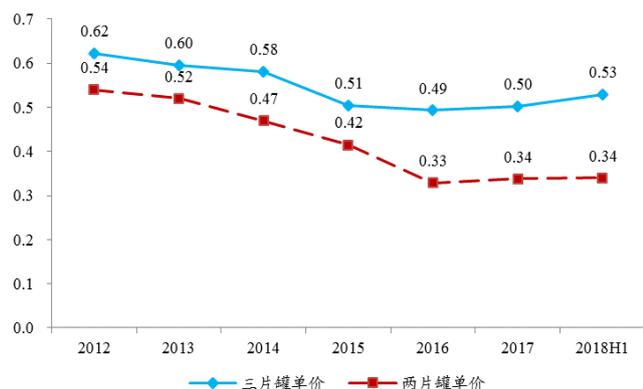
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、啤酒罐化率提升+铝价高位回落，二片罐盈利弹性大

相比于三片罐，二片罐具有质轻、壁薄、用材少，回收率高、环保，价格较低等优点。2013 年之前，我国茶饮料及碳酸饮料持续高增长，尤其是加多宝三片罐包装改二片罐，吸引金属包装企业纷纷加码二片罐市场，造成两片易拉罐产能迅速扩张，导致二片罐的产能利用率持续下行，出现阶段性产能过剩态势。以奥瑞金为例，2011 年奥瑞金的产能利用率达 80%，其后产能扩充导致公司的产能利用率持续下行，2017 年仅为 64.8%。不过到 2018 年公司的产能利用率开始提升。

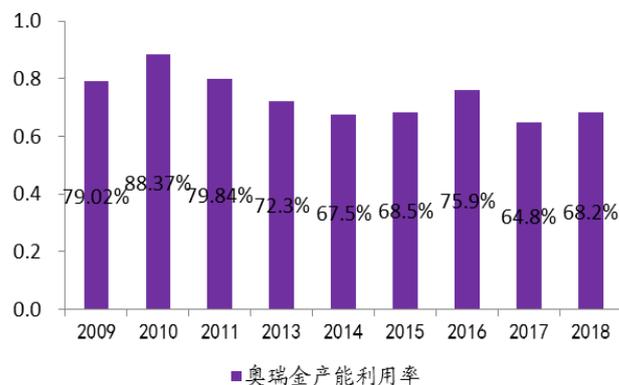
二片罐市场供需失衡、竞争激烈导致二片罐价格持续下跌。2016 年二片罐产能迎来集中释放，而与此同时，下游需求不振、软饮料产量增速到达历史最低（1.90%），当年二片罐价格到达历史最低。2016 年之后二片罐价格基本企稳，但是未见明显回升。

图 33、三片罐与二片罐价格走势（元/只）



数据来源：嘉美股份、宝钢包装招股书等，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、奥瑞金历年的产能利用率



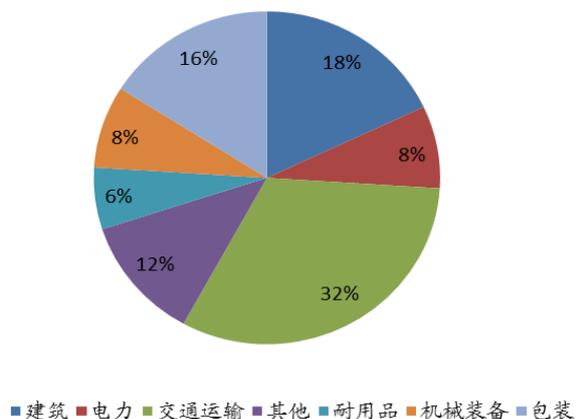
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

我国铝包装占比偏低，铝质二片罐发展空间大。根据铝信的数据，目前我国铝包装用铝量占全部铝产量的比例为 7%，明显低于全球平均水平（16%）；包装用铝主要来自于二片罐，因此相比于全球水平，我国二片罐还有较大发展空间。

我国啤酒罐化率较低，每提升 1% 将增加二片罐 7.62-11.55 亿罐。根据 Euromonitor 统计，2013 年我国软饮料包装中金属包装占比为 15.6%，全球均值为 21.1%，而美国、日本占比均超过 35%；我国啤酒包装中金属包装占比 18.9%，全球均值为 38.1%，而美国、日本占比均超过 60%。据 Euromonitor 预测，2019 年我国软饮料包装中金属包装占比有望继续提升至 19%，啤酒包装中金属包装有望达到 21.8%。啤酒瓶的成本大概在 0.7 元/只，高于二片罐；而且在供给侧改革、环保督查等因素影响下，玻璃价格上涨使得玻璃瓶的生产成本越来越高。除此之外，啤酒瓶还存在重量大、运输半径小、容易破损、回收率低等缺点，其性价比不及二片罐；而且，国外啤酒大多为罐装，仅有高端啤酒采用玻璃瓶。**2018 年我国啤酒产能为 3812.2 万千升，每提升 1% 的罐化率，则有望带动二片罐使用量增加 7.62-11.55 亿罐。**

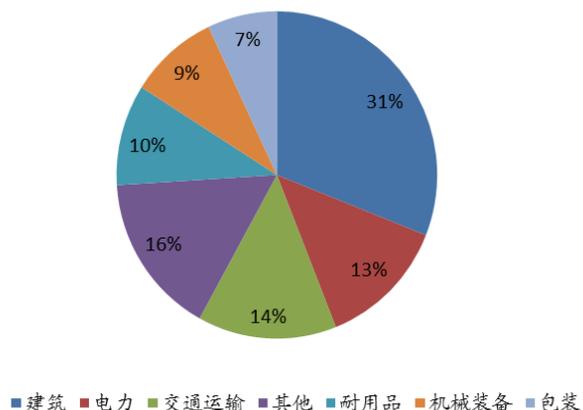
铝价较高位回落了 12% 左右，金属包装公司二片罐业务毛利率上行。尽管个别工艺先进的制罐企业能够大规模生产钢质二片罐，但是市场上铝质二片罐依然是主流。由于前期超跌后反弹、地产投资拉动需求回升以及冬季环保限制等因素叠加，二片罐的主要原材料为铝自 2015 年底持续上涨，从 9965 元/吨上涨至 2017 年 10 月的 16120 元/吨、高点时涨幅达 63%，铝价上涨严重挤压了二片罐厂商的利润。目前铝价为 1.42 万元/吨，较高位时下降了 12% 左右，受铝价下跌影响，公司 2019 上半年二片罐业务的毛利率提升至 11.47%，宝钢包装的二片罐毛利率也提升至 13.12%。

图 35、全球电解铝消费结构



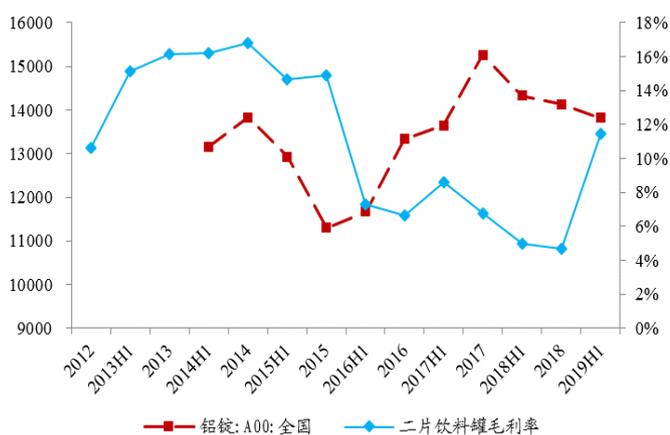
数据来源：铝信，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、我国电解铝消费结构



数据来源：铝信，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、奥瑞金二片饮料罐价格与铝价变动



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、铝锭价格走势 (元/吨)



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

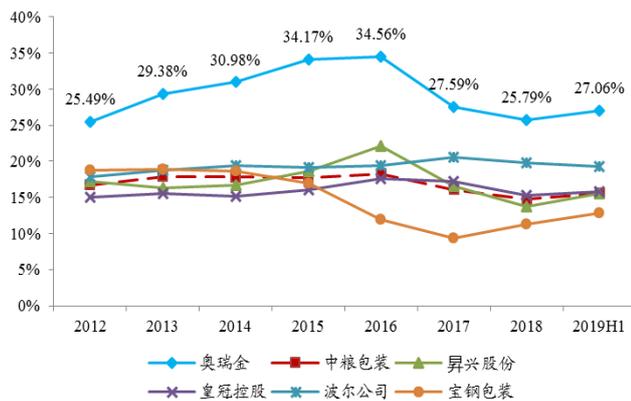
5、财务分析：盈利能力强，现金流较佳

5.1、盈利能力位居行业前列，毛利率远超同行

2018年奥瑞金的毛利率高达25%，比行业的平均水平高出10个百分点左右，源于红牛罐业务的毛利率原高于其他产品；近两年原材料价格上升以及折旧摊销金额大导致毛利率下降，随着竞争格局改善、原材料价格下降，未来毛利率有望回升。

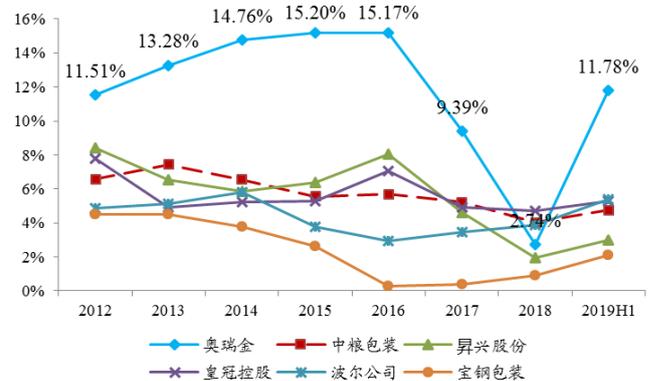
奥瑞金的净利率水平大幅高于同行。2016年之前奥瑞金的净利率水平比同行高出10个百分点左右，2017&2018年奥瑞金净利率分别下降了5.78、6.66个pct，分别源于毛利率下降和资产减值损失的计提，2019H1净利率回升到11.78%。

图 39、奥瑞金毛利率达 27%，大幅高于同行



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、奥瑞金净利率快速回升至 10% 以上



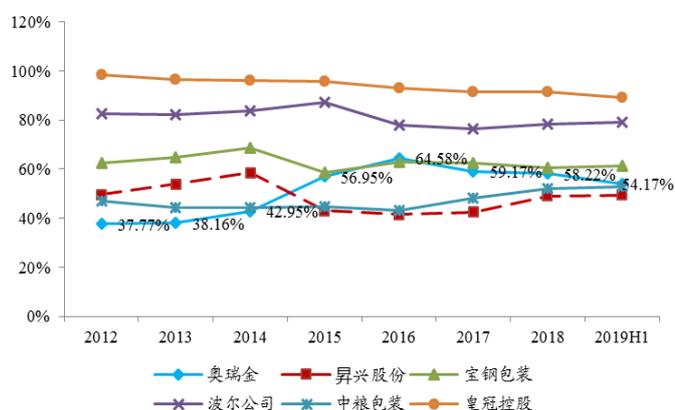
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5.2、与国际巨头相比，资产负债率尚有提升空间

金属包装行业属于资金密集型行业，我国上市金属包装企业的资产负债率普遍在50%以上，奥瑞金为58.22%。不过全球包装巨头波尔公司和皇冠控股的资产负债率分别为78.48%、91.57%，长期保持在这个水平。与国际巨头相比，奥瑞金的资产负债率还有较大提升空间。

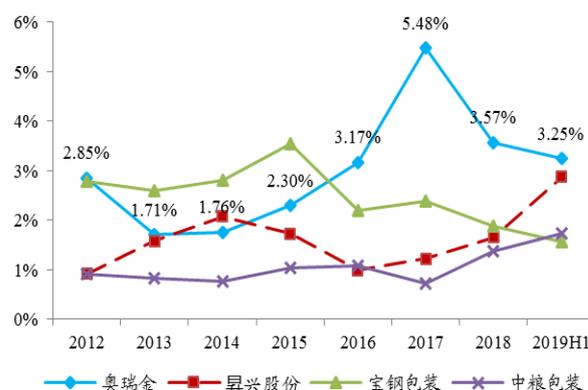
目前公司拟发行可转换债券11亿元，根据我们的计算，可转债发行后公司资产负债率将由54.2%提升至61.6%。2017年公司财务费率提升较快，是由于汇兑损失同比增加了0.80亿元所致。

图 41、奥瑞金资产负债率低于国际金属包装龙头



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、奥瑞金财务费率波动大

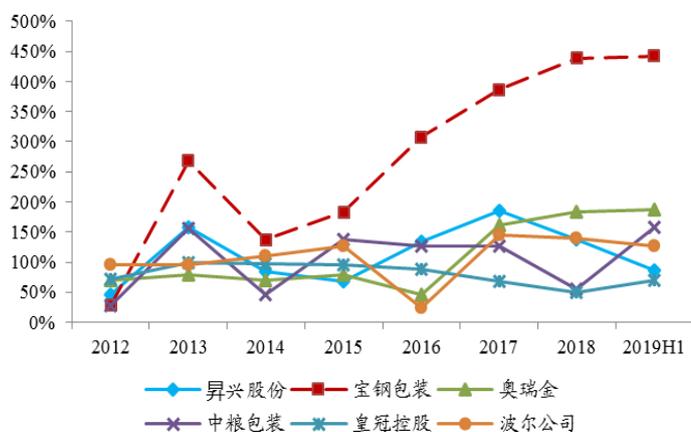


数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

5.3、现金流较好，营运能力位居中游

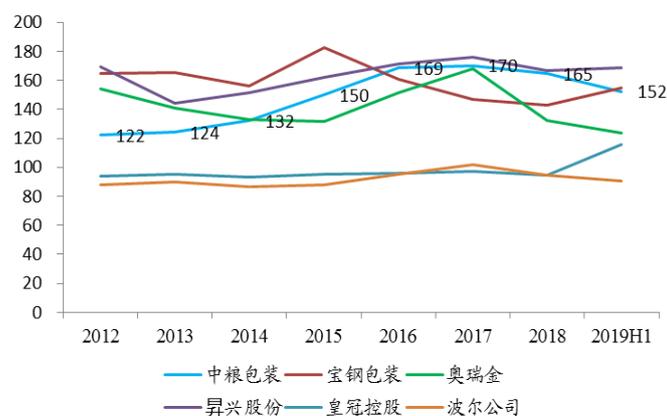
近两年公司的经营现金流净额/营业利润超过 160%，表明公司现金流较好、利润质量较高；从营运能力来看，2018 年公司的营业周期为 132 天，与国内同行相比处于较低水平，但是与国际巨头相比（波尔公司和皇冠控股均为 95 天），依然有提升空间。

图 43、经营现金流净额/营业利润



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、奥瑞金营运能力低于国际金属包装龙头



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

6、未来看点

6.1、金属罐类型不断丰富，业务趋于多元化、综合化

公司 2016 年 4 月发行公司债投资咸宁二片罐新项目，计划生产纤体罐和铝瓶罐。纤体罐是一种直径变小、容量降低并采用高清印刷的二片罐，铝瓶罐是一种采用多次旋开盖技术的特殊二片罐，上其主要优势特性包括易开启、多次密封、外观精美等。纤体罐和铝瓶罐更加迎合国内年轻化、时尚化、减量化的消费文化，符合中国市场优质客户差异化、高端化的发展方向，具有良好的市场增长空间。

在原有生产业务基础上，公司不断完善会和丰富金属包装容器的服务链条，在差异化包装设计、灌装服务、智能包装综合服务等新领域加大对客户的服务力度，以增强客户粘性、提高对新客户的吸引力。

- 旗下香芮品牌顾问，为客户提供品牌全产业链服务，提供从品牌战略、LOGO/VI 设计、差异化包装设计、展览展示、物料设计、网站 APP 设计等一站式服务和系统化的品牌解决方案。
- 圈码互联通过一物一码营销活动，为快消品牌提供大数据服务，以支持线上营销、渠道管理乃至终端管控，为产品推新、品牌宣传、市场决策提供有利数据参考。
- 成立奥众体育，积极布局冰球和足球领域。包装主业和体育文化产业协同发展，探索冰球 IP 营销，如公司签约波士顿棕熊前锋 David Pastrnak 推出的“旺旺 88’ 纪念罐，将与青少年有高关联度的体育 IP 引入“旺旺产品”；收购法国青训强队欧塞尔足球俱乐部，未来公司将依托欧塞尔俱乐部迈开在国内建设青少年足球训练基地并参与商业比赛运作的步伐。

公司通过加强差异化产品研发、进军高端金属包装领域、收购灌装业务、参股同行业公司、开发和组建大数据平台、布局体育产业、拓展海外业务等一系列措施，深度挖掘与下游客户的合作，不断完善公司产业链布局与外延发展，强化公司综合包装解决方案的服务能力。

6.2、推出限制性股票激励计划，保障未来业绩增长

2019 年 7 月，公司推出上市以来的第一个限制性股票激励计划，激励对象为 10 人，所有高管均参与激励；拟授予股票 2209 万股、占公司总股本的 0.94%。限制性股票的授予价格为每股 2.36 元。

此次股权激励计划有助于健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动高管的积极性。根据解锁条件，2019 年公司归母净利润（扣除激励费用后）有望达到 7.99 亿元，公司未来三年业绩增长的确定性强。

表 10、奥瑞金限制性股票激励计划的解锁条件（亿元）

解除限售期	业绩考核目标	解锁利润
第一个解除限售期	以 2018 年净利润值为基数，2019 年净利润增长率不低于 255%；	7.99
第二个解除限售期	以 2018 年净利润值为基数，2020 年净利润增长率不低于 290%；	8.78
第三个解除限售期	以 2018 年净利润值为基数，2021 年净利润增长率不低 320%	9.45 亿

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

7、盈利预测与估值

表 11、公司盈利预测假设

年份		2018	2019E	2020E	2021E
三片罐-饮料	主营业务收入(万元)	5,271.25	5148.26	5358.80	5675.49
	同比增长率%	10.39%	-2.33%	4.09%	5.91%
	毛利率%	37.59%	39.00%	39.50%	39.50%
三片罐-食品	主营业务收入(万元)	441.57	481.31	495.75	520.54
	同比增长率%	34.63%	9.0%	3.0%	5.0%
	毛利率%	13.22%	14.0%	14.0%	14.0%
二片罐-饮料罐	主营业务收入(万元)	1,596.20	2553.92	5107.84	5874.02
	同比增长率%	20.50%	60.00%	100.00%	15.00%
	毛利率%	4.70%	13.63%	15.69%	15.69%
灌装	主营业务收入(万元)	1,596.20	2553.92	5107.84	5874.02
	同比增长率%	20.50%	60.00%	100.00%	15.00%
	毛利率%	4.70%	13.63%	15.69%	15.69%
其他业务	主营业务收入(万元)	130.42	166.87	186.89	209.32
	同比增长率%	23.08%	27.9%	12.0%	12.0%
	毛利率%	1.12%	13.4%	13.4%	13.4%
营业费用 /主营业务收入%		3.80%	3.40%	3.40%	3.50%
管理费用 /主营业务收入%		5.67%	5.80%	6.00%	6.00%
财务费用 /主营业务收入%		3.57%	3.84%	2.85%	2.55%
实际税率%		58.63%	28.90%	26.88%	26.00%

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

- 我们预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 8.61 亿元、10.32 亿元和 11.43 亿元，EPS 分别为 0.37 元、0.44 元、0.49 元，9 月 9 日收盘价对应的 PE 为 13.7 倍、11.4 倍和 10.3 倍，维持“买入”评级。

表 12、公司盈利预测结果

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8175	9197	12123	13399
增长率%	11.4%	12.5%	31.8%	10.5%
营业利润(百万元)	536	1193	1435	1583
增长率%	-46.3%	122.7%	20.3%	10.3%
净利润(百万元)	225	861	1032	1143
增长率%	-68.0%	282.1%	19.8%	10.8%
最新摊薄每股收益(元)	0.10	0.37	0.44	0.49
每股净资产(元)	2.28	2.70	3.14	3.62
动态市盈率(倍)	52.4	13.7	11.4	10.3
市净率 (倍)	2.2	1.9	1.6	1.4

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

- 风险提示：软饮料销量下行的风险、大客户纠纷影响三片罐业务、二片罐价格继续下行的风险、镀锡板和铝锭价格上升的风险、应收账款出现坏账的风险

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4951	9914	12722	14544
货币资金	1586	6898	7720	9077
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1749	1082	1120	1576
其他应收款	216	235	309	342
存货	703	944	1275	1418
非流动资产	8492	8721	8245	7886
可供出售金融资产	355	180	180	180
长期股权投资	2236	2565	2457	2456
投资性房地产	128	150	170	180
固定资产	4680	4451	4151	3815
在建工程	255	128	64	32
油气资产	0	0	0	0
无形资产	517	536	542	551
资产总计	13443	18634	20967	22430
流动负债	6703	6147	7340	7668
短期借款	1754	1800	1800	1800
应付票据	0	26	18	23
应付账款	1661	1342	2356	2620
其他	3288	2979	3167	3225
非流动负债	1124	4131	4230	4215
长期借款	845	845	845	845
其他	279	3286	3385	3370
负债合计	7827	10278	11571	11883
股本	2355	2355	2355	2355
资本公积	-22	-22	-22	-22
未分配利润	2859	3678	4659	5745
少数股东权益	243	249	256	264
股东权益合计	5616	6608	7647	8799
负债及权益合计	13443	16886	19218	20681

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	225	861	1032	1143
折旧和摊销	431	420	430	434
资产减值准备	-618	503	42	102
无形资产摊销	75	63	66	67
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	292	353	345	342
投资损失	-104	-80	-105	-115
少数股东损益	-2	6	7	8
营运资金的变动	-1178	-2138	940	241
经营活动产生现金流	1430	4006	932	1656
投资活动产生现金流	489	-540	122	30
融资活动产生现金流	-1759	1846	-231	-328
现金净变动	161	5312	823	1357
现金的期初余额	1981	1586	6898	7720
现金的期末余额	2142	6898	7720	9077

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8175	9197	12123	13399
营业成本	6067	6709	9061	10078
营业税金及附加	74	83	109	121
销售费用	310	313	412	469
管理费用	463	533	727	804
财务费用	292	353	345	342
资产减值损失	558	90	136	115
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	104	80	105	115
营业利润	536	1196	1437	1585
营业外收入	15	16	30	45
营业外支出	10	8	23	31
利润总额	541	1204	1444	1599
所得税	317	337	404	448
净利润	224	867	1039	1151
少数股东损益	-2	6	7	8
归属母公司净利润	225	861	1032	1143
EPS(元)	0.10	0.37	0.44	0.49

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	11.4%	12.5%	31.8%	10.5%
营业利润增长率	-46.3%	123.2%	20.1%	10.3%
净利润增长率	-68.0%	282.0%	19.9%	10.8%
盈利能力(%)				
毛利率	25.8%	27.1%	25.3%	24.8%
净利率	2.8%	9.4%	8.5%	8.5%
ROE	4.2%	13.5%	14.0%	13.4%
偿债能力(%)				
资产负债率	58.2%	60.9%	60.2%	57.5%
流动比率	0.74	1.61	1.73	1.90
速动比率	0.63	1.45	1.55	1.70
营运能力(次)				
资产周转率	58.8%	57.3%	61.2%	61.7%
应收帐款周转率	436.4%	657.6%	925.0%	835.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.10	0.37	0.44	0.49
每股经营现金	0.88	1.70	0.40	0.70
每股净资产	2.28	2.70	3.14	3.62
估值比率(倍)				
PE	52.4	13.7	11.4	10.3
PB	2.2	1.9	1.6	1.4

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn