

方正证券研究所证券研究报告

中粮包装 (0906. HK)

公司研究

轻工制造行业

公司深度报告

2018. 11. 14/强烈推荐(维持)

分析师 徐林锋
 执业证书编号: S1220517080003
 TEL: 010-68584845
 E-mail: xulinfeng@foundersec.com

联系人: 钟天皓
 E-mail: zhongtianhao@foundersec.com

联系 曹倩雯
 E-mail: caoqianwen@foundersec.com

相关研究

《短期原材料拖累利润端，但行业景气复苏趋势不变，关注与加多宝之间的进展》
 2018. 08. 28
 《17年净利同比+6%，看好18年行业景气复苏》
 2018. 03. 27
 《引入重磅战略股东，助力龙头长远成长》
 2018. 01. 22
 《供需改善助行业复苏，内修外延促龙头成长》
 2018. 01. 19

请务必阅读最后特别声明与免责条款

他山之石:美国金属包装行业也经历从分散到集中的发展过程，随后得益于下游客户要求提高&龙头横向并购整合，市场集中度持续提升，目前波尔、皇冠已占据78%的消费品金属包装份额；从龙头层公司波尔看，跨市场&跨品类是核心发展策略，一方面借此快速扩张规模提升议价能力，另一方面则通过多市场布局规避单一市场风险，降低业绩波动性（并享受估值溢价）。

国内现状:行业迎景气向上拐点。1) 外资退出&国内龙头展开合作，供给端改善。波尔、皇冠正在寻求退出中国市场，而我国本土龙头亦在开展合作，供给端的收缩将推动竞争格局改善；2) 需求端稳健增长。下游食品饮料平稳增长，啤酒罐化打开潜力空间，大客户对异型瓶的需求则降低了行业的有效产能供给；3) 行业盈利低位，造就良好的并购整合市场环境。虽然成本压力&供给过剩导致行业盈利水平持续下降，但亦给龙头横向并购整合创造良好的环境，实现规模快速扩张。

积极因素增多，中粮有望领先于行业复苏。1) 行业复苏，综合优势明显。供需格局改善，行业景气复苏改善确定性强。而中粮通过内生外延实现全国产能布局（预计19年二片罐产能超过90亿罐），规模效应释放以及内部精细化管理带来成本领先优势。此外，公司在多年的经营中与华润雪花啤酒、可乐、百威等客户建立了良好的合作关系，并积极开拓新优质客户，降低对单一客户的依赖，2017年前五大客户收入占比约32%（明显低于同行）；2) 加多宝仲裁案顺利推进，预计有改善空间。目前公司已对加多宝商标申请保理，并开始恢复对其部分供罐，考虑到二者多年的良好合作关系，后续有持续改善预期。

投资建议:行业基本面触底回暖确定性增强，成本压力有望随提价落实而逐步缓解。而中粮包装实施“混改”提升经营效率，综合实力领先奠定“横向整合”基础，有望显著受益，此外加多宝事项也在顺利推进中。在未考虑加多宝投资收益的情况下，公司估值目前处在低位（2018年PE为9.2X）且股息率超过5%，安全边际突出，重申“强烈推荐”评级。

风险:原材料价格波动；需求大幅下滑；加多宝仲裁案风险。

盈利预测:

单位/百万	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	5978	7057	8078	9059
(+/-) (%)	14.50	18.04	14.48	12.14
净利润	311	320	364	403
(+/-) (%)	5.62	3.16	13.62	10.86
EPS(元)	0.26	0.27	0.31	0.34
P/E	9.45	9.16	8.07	7.28

数据来源: wind 方正证券研究所

目录

1	从美国金属包装龙头成长史，看对国内发展的经验启示	4
1.1	行业概览：高度成熟的金属包装行业	4
1.2	波尔：全球金属包装巨头	6
1.2.1	公司概况：横向并购推动规模稳定扩张	6
1.2.2	发展历史：跨品类&跨市场，从家族企业到全球包装巨头	7
1.2.3	波尔股价复盘	8
1.3	海外成功经验启示	9
2	我国金属包装行业正在经历整合阶段，竞争格局逐步改善	11
2.1	现状：短期盈利承压，竞争格局逐步改善	11
2.2	金属包装行业景气回升	12
2.3	发展趋势：并购整合改善市场格局，龙头走上多维度扩张之路	14
3	重点推荐：综合实力领先的中粮包装，拐点向上确立	16
3.1	现状：营收稳健增长，利润逐步改善	16
3.2	客户结构调整对冲加多宝仲裁案负面影响，静待后续改善	17
3.3	综合实力突出，中粮有望率引领行业复苏	18
4	投资建议及风险提示	20

图表目录

图表 1:	全球金属包装市场分布 (2016)	4
图表 2:	波尔、皇冠北美市场占有率 (2016)	4
图表 3:	美国在上世纪经济高速发展	5
图表 4:	美国城镇化率快速攀升	5
图表 5:	龙头提升负债水平进行行业整合	5
图表 6:	1993-2005 年美国包装行业兼收并购案数量统计	5
图表 7:	部分下游食品饮料公司海外收入占比	6
图表 8:	金属包装龙头海外收入占比	6
图表 9:	波尔分业务收入占比	6
图表 10:	波尔全球各地区市占率情况 (2016)	6
图表 11:	并购雷盛推动营收大幅增长	7
图表 12:	并购雷盛导致近两年利润有所承压	7
图表 13:	毛利率企稳回升	7
图表 14:	金属饮料包装业务市场分布占比 (2017)	7
图表 15:	波尔的发展历程	7
图表 16:	公司部分收购情况统计	8
图表 17:	波尔股价走势图 (美元)	9
图表 14:	海外龙头毛利率水平	9
图表 15:	可口可乐推出的异形瓶产品	10
图表 16:	金属包装行业营收稳步增长	11
图表 17:	金属包装行业利润有所承压	11
图表 18:	镀锡板/铝价近两年价格有所上涨 (元/吨)	11
图表 19:	龙头营收同比增速情况	12
图表 20:	龙头毛利率变动情况	12
图表 21:	我国消费品金属包装行业市场集中度测算 (2017)	12
图表 22:	二片罐单价 (元/个)	13
图表 23:	二片罐毛利率水平有所企稳	13
图表 24:	啤酒罐化所带动的二片罐需求测算	13
图表 25:	碳酸饮料产量维持稳定	13
图表 26:	啤酒产量略有回升	13
图表 27:	近两年我国金属包装行业并购项目一览 (部分)	14
图表 28:	海外龙头资产负债率变动情况	14
图表 29:	各龙头资产负债率情况 (2018H1)	14
图表 30:	营收近两年维持较高增速	16
图表 31:	净利润增速有所承压	16
图表 32:	毛利率、费用率和净利率一览	16
图表 33:	镀锡版和铝价持续走高	17
图表 34:	中粮包装分产品毛利率	17
图表 35:	中粮股权结构 (截至 2018 年 11 月 7 日)	17
图表 36:	中粮包装二片罐产能设计	18
图表 37:	中粮包装二片罐产能设计	18
图表 38:	中粮包装客户结构改善	19
图表 39:	塑料包装行业收入增长稳定	19
图表 40:	公司塑料包装业务收入快速增长	19

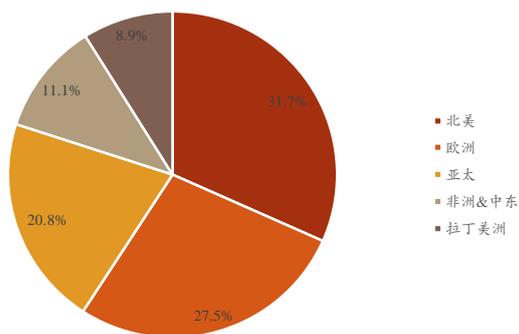
1 从美国金属包装龙头成长史，看对国内发展的经验启示

1.1 行业概览：高度成熟的金属包装行业

金属包装是美国包装业的重要组成部分，在金属，纸品，塑料，玻璃四大包装材料中，金属包装产值所占比重约为 28%，仅次于纸品包装，被广泛应用于食品饮料包装、医药品包装、化妆品包装等领域——2016 年美国金属包装产值超 450 亿美元(其中消费品金属包装产值近 100 亿美元)，占全球市场份额的约 31%。

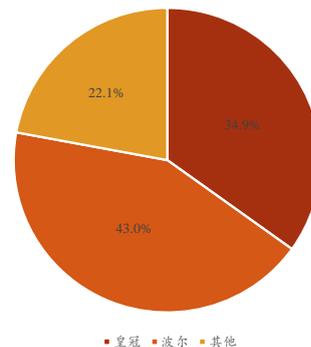
市场竞争格局高度集中，龙头已成长为全球性包装巨头。美国金属包装行业已发展得高度成熟，从市场格局来看，得益于上世纪末的并购整合潮，市场集中度持续集中，波尔（收购了雷盛）与皇冠市占率达 78%（注：仅统计消费品金属包装业务）；从龙头发展阶段来看，美国金属包装龙头已逐步成长为全球性巨头，业务涵盖了消费品金属包装的各类细分领域，覆盖市场亦已实现了全球布局。

图表1：全球金属包装市场分布（2016）



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表2：波尔、皇冠北美市场占有率（2016）

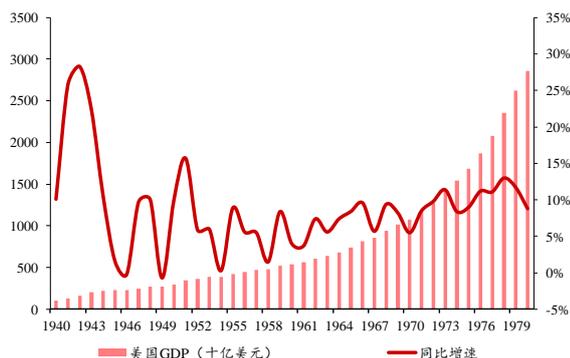


资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

我们按海外金属包装龙头成长历史、下游客户发展情况、行业并购统计这三个角度进行分析，将美国金属包装行业的发展史总结为快速发展、并购整合以及海外扩张三大阶段。具体来看：

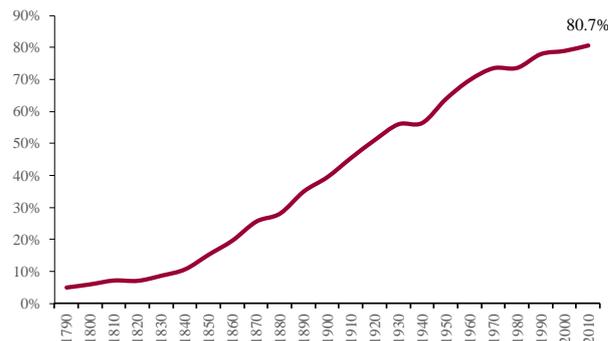
1) 快速发展（主要为 1860-1990 年）：金属包装发展初期因技术难度大以及成本较高，发展相对缓慢。但随着美国经济高速发展&城市化进程推进，消费者对便携式的食品饮料有着极大的需求，而金属包装依托其出色的便携性得以高速发展。

图表3：美国在上世纪经济高速发展



资料来源：Wind，方正证券研究所

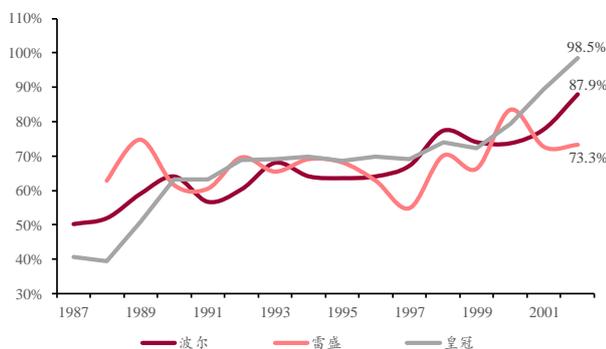
图表4：美国城镇化率快速攀升



资料来源：U. S. Census Bureau，方正证券研究所

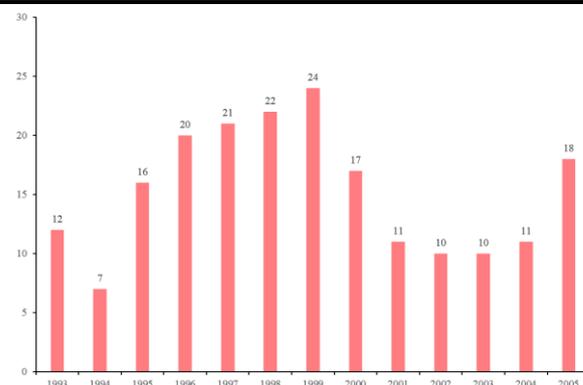
2) 并购整合 (主要为 20 世纪 90 年代): 美国金属包装行业逐步出现了中小产能充斥、竞争格局高度分散的情况，虽然行业景气有所下滑，但亦给龙头创造了良好的横向并购的环境——从美国包装协会统计来看，从 1994 年，包装行业 (含金属包装、塑胶包装等) 的兼并收购案数量便大幅增加至每年 20 起以上；从龙头表现来看，波尔和皇冠资产负债率水平从 1990 年的 64%/63% 左右大幅上升至 2000 年的 74%/79%，而收入规模则分别从 13.6/30.7 亿美元增长至 36.6/72.9 亿美元，市占率持续提升。

图表5：龙头提升负债水平进行行业整合



资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

图表6：1993-2005 年美国包装行业兼收并购案数

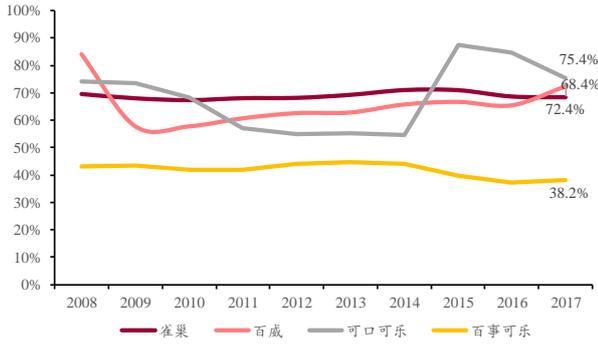


资料来源：美国包装协会，方正证券研究所

3) 龙头加速海外扩张: 随着下游客户 (如百威、可乐) 的海外扩张&美国本土市场的逐步成熟，龙头在并购整合产业资源的同时，积极开拓海外市场，皇冠于 1977 年便已经初步完成了海外布局，拥有 60 家海外工厂，而波尔的节奏相对较慢，主要在 2000 年后开始加快海外扩张，但得益于海外资产的快速收购，海外收入占比持续提升，普遍在 50% 以上。

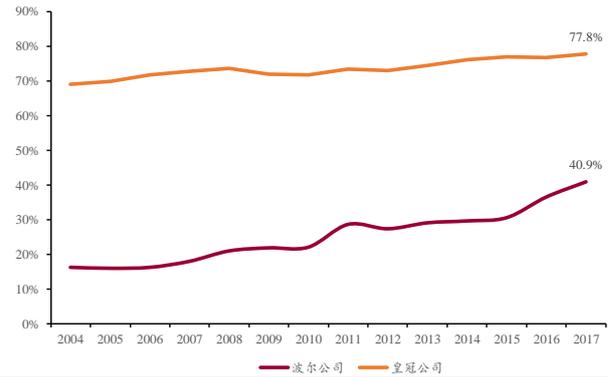
最终，经过多年的整合发展，波尔、皇冠不仅在美国本土，亦在全球范围内占据了领先的市场地位，成为金属包装巨头。

图表7： 部分下游食品饮料公司海外收入占比



资料来源：Bloomberg, 方正证券研究所

图表8： 金属包装龙头海外收入占比



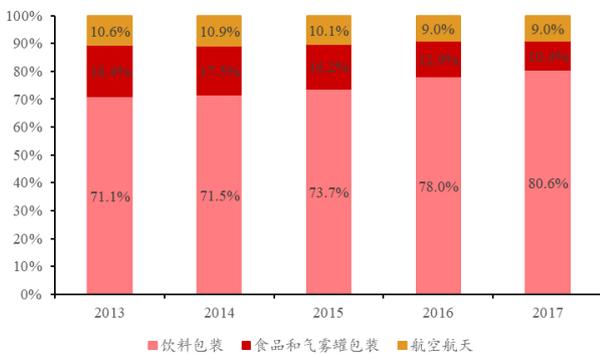
资料来源：Bloomberg, 方正证券研究所

1.2 波尔：全球金属包装巨头

1.2.1 公司概况：横向并购推动规模稳定扩张

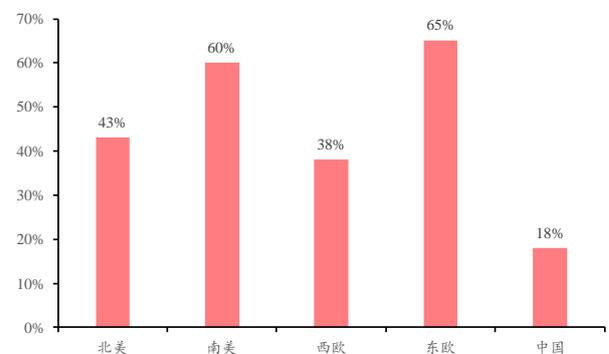
全球领先的金属食品包装巨头。波尔公司成立于 1880 年，业务主要集中于包装领域（其他航空航天业务 2017 年收入占比 10.4%），具体又以饮料包装为主，食品和气雾罐包装为辅，产品用于饮料、食品、个人护理以及家用品等消费品用途。波尔市场覆盖全面，遍及南北美洲、欧洲、亚洲以及非洲，并在五大洲多个国家进行产能布局以满足客户需求，在欧洲、美洲等地区的市占率均在 30% 以上。

图表9： 波尔分业务收入占比



资料来源：Bloomberg, 方正证券研究所

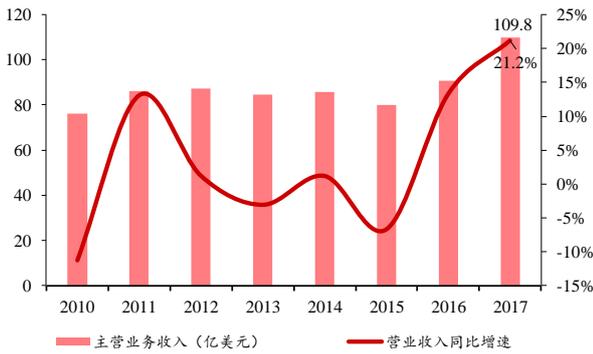
图表10： 波尔全球各地区市占率情况（2016）



资料来源：Euromonitor, 方正证券研究所

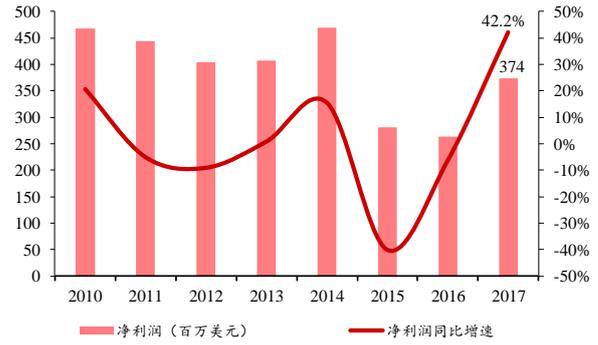
横向并购推动规模扩张，收购雷盛协同效应显现。近年来，由于规模体量大，公司业绩整体发展平稳，2010-2017 年营收和净利润 CAGR 分别为 5.34%/-3.15%，2017 年，受益于收购雷盛带来的协同效应，公司营收/净利润分别为 109.8/3.7 亿美元，同比增速为 21.2%/42.2%。而从盈利能力来看，得益于规模效应和内部成本控制的加强，毛利率近年来稳步上升，净利率在 2015、2016 年下滑主要源于收购带来的影响（折旧以及利息支出短期大幅增加），目前已经逐步回升。

图表11: 并购雷盛推动营收大幅增长



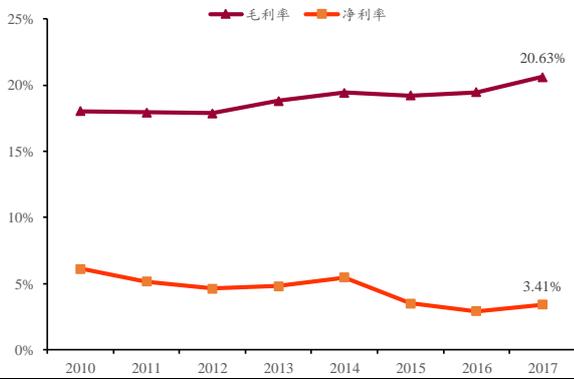
资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

图表12: 并购雷盛导致近两年利润有所承压



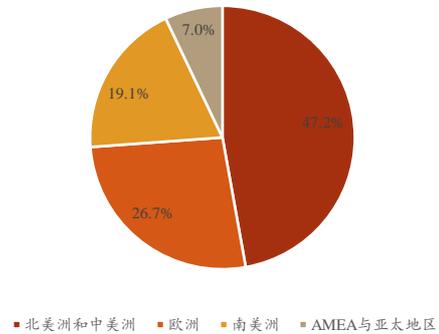
资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

图表13: 毛利率企稳回升



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

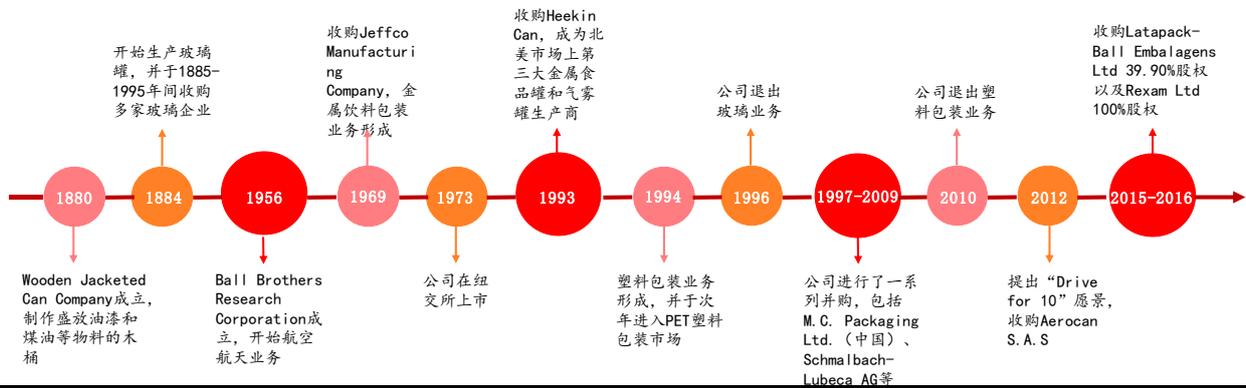
图表14: 金属饮料包装业务市场分布占比 (2017)



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

1.2.2 发展历史: 跨品类&跨市场, 从家族企业到全球包装巨头

图表15: 波尔的发展历程



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

起步阶段 (1880-1968): 以玻璃包装为主, 逐步延伸其他业务

1880 年公司以制作盛放油漆和煤油等物料の木桶起家, 但从 1884 年起, 公司开始制作家用玻璃罐, 并于 1885-1995 年间收购多家玻璃企业, 主业确定为玻璃包装。

在玻璃包装相对成熟之后, 公司开始探索金属包装业务以及航空

业务——1885 年开始生产锌盖，并随后开始逐步采用其他材料生产瓶盖；同时，在 1956 年，波尔在航空航天领域迅猛发展、市场前景广阔的大背景下，开始经营航天航空业务。

明确主业 (1969-1999)：转型专注发展金属包装

在此阶段，公司逐步退出玻璃包装与塑料包装领域，专注于金属包装，并通过并购的手段，将主业做大做强，实现了对食品饮料细分品类的开发——1969 年对 Jeffco Manufacturing Company 的收购，公司金属饮料包装业务形成。1993 年，公司收购 Heekin Can，成为北美市场上第三大金属食品罐和气雾罐生产商。1996 年，公司退出玻璃业务。1998 年，公司收购 Reynolds Metals Company 的金属饮料包装资产，成为北美最大的金属饮料罐供应商。2010 年，公司退出塑料包装业务。

巨头形成 (2000-至今)：加快并购步伐，龙头成长为巨头

进入 21 世纪后，公司显著加快了并购步伐，且并购对象不乏区域性甚至全球性金属包装行业龙头，包括 Aerocan SAS (北美领先的铝包装供应商)、Neuman Aluminum (欧洲领先的铝块供应商)、U.S. Can Inc. (美国最大的气雾罐制造商)、Rexam Ltd (欧洲金属包装行业龙头) 等。收购龙头带来的市场与业务价值显著加速公司的布局，并且通过收购获取市场，能够有效利用收购对象具备的本土化优势，更有利于公司在新市场的发展。

图表 16： 公司部分收购情况统计

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%

资料来源：Bloomberg，方正证券研究所

1.2.3 波尔股价复盘

整体来看，波尔股价保持了持续上涨的态势，上市至今涨幅超过 270 倍，是包装行业中当之无愧的大牛股。（详见图表 17）

在上世纪 90 年代，波尔的估值波动较大，几次奠定自身龙头地位的并购项目均刺激估值水平大幅上涨（如收购 Heekin 以及 Reynolds）。但进入 21 世纪后，随着波尔市场地位确立&规模稳定扩张，股价的上涨主要得益于规模扩张，估值水平则相对保持稳定（TTM 估值在 15X 上下波动）。近五年来估值水平上行，我们预计一方面是公司整体经营与分红稳定，另一方面则是受益美股整体市场环境较好。

图表17: 波尔股价走势图 (美元)

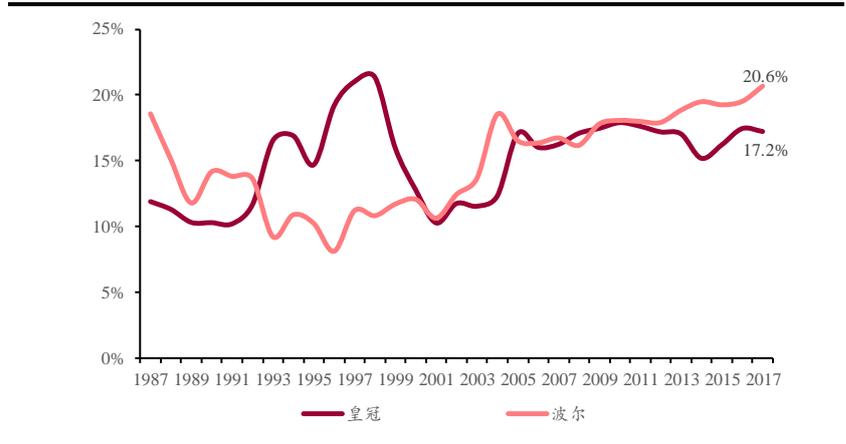


资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

1.3 海外成功经验启示

并购整合推动行业集中, 提升议价能力。从美国以及龙头的发展历史来看, 并购整合是推动行业集中度提升的重要手段, 而龙头更是可以借此实现规模的高速扩张。而较高的市场集中度能有效提升龙头的议价能力——随着龙头在 21 世纪形成一定规模后, 毛利率水平整体呈现稳步上行状态。

图表14: 海外龙头毛利率水平



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

跨市场&跨品类发展是核心发展思路。一方面因为单一本土市场难以满足龙头高速扩张的需求, 另一方面则是下游食品饮料类客户存在多样化&全球化的需求, 这便要求金属包装企业实现全球产能布局, 以及多品类产品研发 (包括细分金属包装品类, 以及如塑胶包装等跨

界品类)。实际上，跨市场发展能够规避规模单一市场的波动风险，保持龙头业绩稳定，而跨品类则能有效贡献业绩增量，提升综合服务能力（波尔主要是开发金属包装的细分品类，而皇冠则开发了塑料包装以及化妆品包装业务）。

技术创新保持公司竞争力。包装作为产品载体，承担了宣传、运输等职责，因此，在罐体形状、轻量化等方面的创新能够提升产品竞争力。波尔在过往的发展中，发明了铝瓶成型技术，增加了容器制造过程中所使用的铝的强度，使得铝制标准气雾罐轻量化 15%。此外，公司还推出了新型两片轻质钢气雾罐 G3、新型纤体罐（150 毫升的纤体饮料罐），是波尔公司产品系列中尺寸最小的产品，能有效满足烈酒客户的小容量的需求。

图表15： 可口可乐推出的异形瓶产品



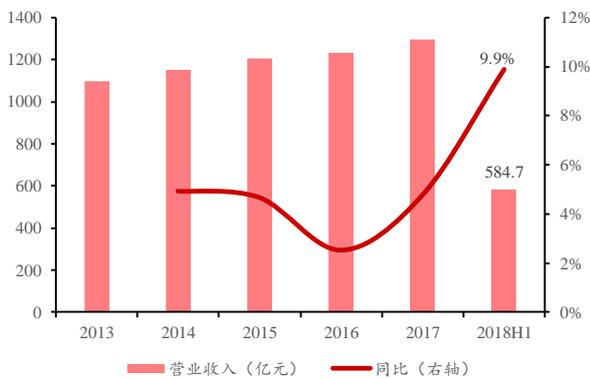
资料来源：巴迪品牌设计，方正证券研究所

2 我国金属包装行业正在经历整合阶段，竞争格局逐步改善

2.1 现状：短期盈利承压，竞争格局逐步改善

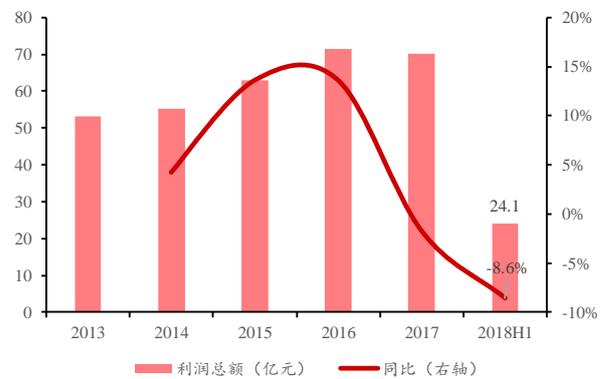
行业：根据中国包装联合会数据显示，2017年金属包装行业产值已超1200亿元，行业进入成熟阶段，但得益于下游需求的增长，营收规模整体呈稳健增长态势——2018年上半年金属包装容器制造业实现营收584.7亿元，同比增长9.9%。但由于原材料价格同比上涨较多（铝/镀锡板18H1均价同比增加5.1%/7.2%），而包装企业调价相对困难，导致整体盈利能力下滑，利润实现24.1亿元，同比减少8.6%，利润率同比减少0.83pct至4.12%。

图表16：金属包装行业营收稳步增长



资料来源：中国包装联合会，方正证券研究所

图表17：金属包装行业利润有所承压



资料来源：中国包装联合会，方正证券研究所

图表18：镀锡板/铝价近两年价格有所上涨（元/吨）

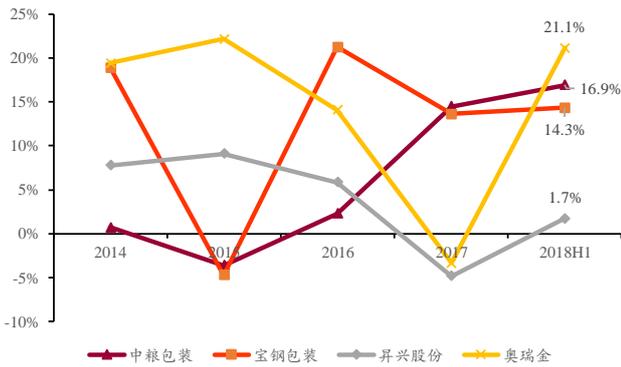


资料来源：Wind，方正证券研究所

龙头公司：与行业整体发展情况相近，收入端继续保持着良好的增长速度，而毛利率因为原材料压力而持续下滑，但受益于更强的成本控制优化能力，18H1的下降幅度得以控制，整体表现要优于行业。

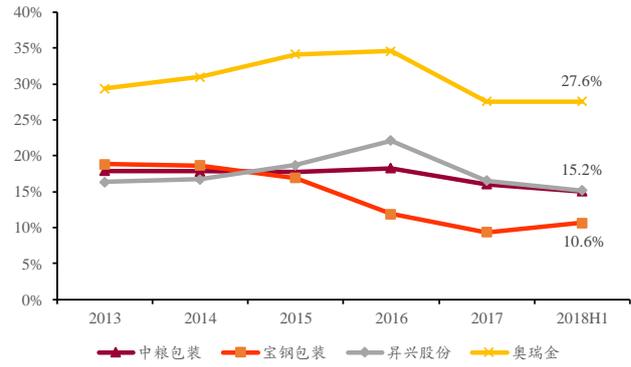
与此同时，行业盈利水平的持续下滑（以及环保压力增加），在一定程度上推动了中小产能出清，叠加龙头对客户订单的逐步抢占，行业集中度稳步提升，从收入端的角度看，根据我们测算，2017年消费品金属包装CR4（包括中粮包装、宝钢包装、昇兴股份以及奥瑞金的影响）为40.8%，特别是两片罐领域，我们预计CR5的集中度已经超过50%。行业集中度持续提升。

图表19: 龙头营收同比增速情况



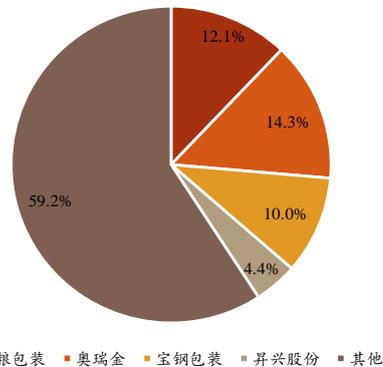
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表20: 龙头毛利率变动情况



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表21: 我国消费品金属包装行业市场集中度测算 (2017)



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

2.2 金属包装行业景气回升

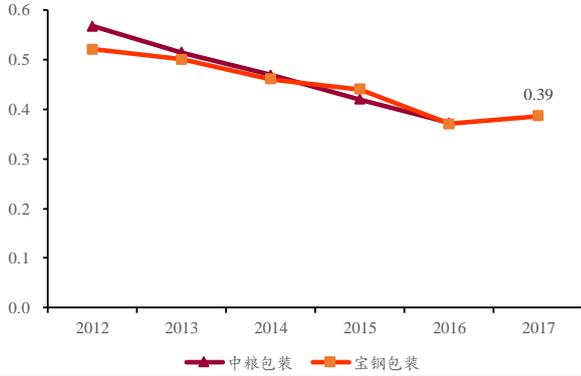
总体来看, 我国金属包装行业正在发生三大边际变化, 共同推动行业景气回升:

1) 竞争格局改善: 外资退出, 本土龙头展开合作重塑行业规范。我国金属包装行业相对混乱的竞争格局, 一方面固然与较低的行业准入门槛密不可分 (中小产能较多), 另一方面则是外资大举进入我国市场 (因进入较早, 其固定资产折旧压力小), 二者共同导致了供给端产能过剩严重, 行业价格战频现。但近两年供给端的改善趋势明显, 外资龙头波尔、皇冠开始退出国内市场, 国内龙头之间开始相互整合——昇兴股份于 2016 年收购太平洋制罐国内业务, 奥瑞金于 2016 年入股中粮包装, 以及中粮包装于 2017 年收购成都高森以及浙江纪鸿等。整体来看, 供给端随着外资退出&本土龙头相互合作, 行业恶性竞争的现象将有效减少。

得益于供给情况的改善&原材料价格稳定, 盈利能力有望触底回升。由于行业产能过剩, 价格战激烈, 近几年龙头产品的出厂单价持续下降, 而 2017 年由于原材料成本上涨导致行业经营压力增大以及供给端改善, 龙头出厂价开始有所上涨 (以宝钢包装为例, 17 出厂价同比增长 4.19%)。我们认为, 如果从二片罐单位毛利润的角度来看, 行业盈利恶化的情况比毛利率数据更为严重, 目前的盈利水平已至历史低位, 在成本高企&供给端产能有序出清的背景下, 进一步价格战

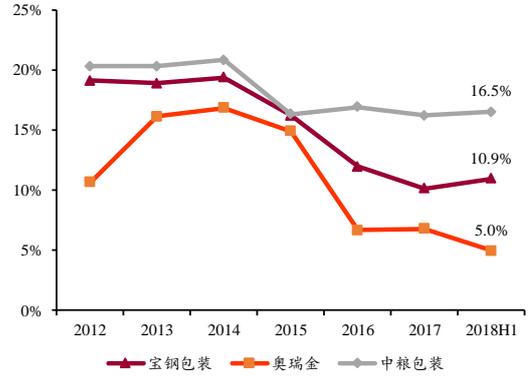
的概率较低，单位盈利水平将有望逐步触底回升。

图表22：二片罐单价（元/个）



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表23：二片罐毛利率水平有所企稳



资料来源：公司公告，方正证券研究所

2) 需求端保持稳健增长。虽然今年可选消费表现较弱，但食品饮料类的需求表现稳定，碳酸饮料产量1-9月产量累计同比增长1.2%。而啤酒则1-9月产量累计同比增长0.5%。与此同时，啤酒罐化率的提升（我们预计目前罐化率17%左右），会持续释放二片罐包装需求，而下游品牌对新型罐体的需求，亦会降低行业的有效产能（预计传统生产线在生产500ml Sleek罐时，生产效率只有70%左右）。

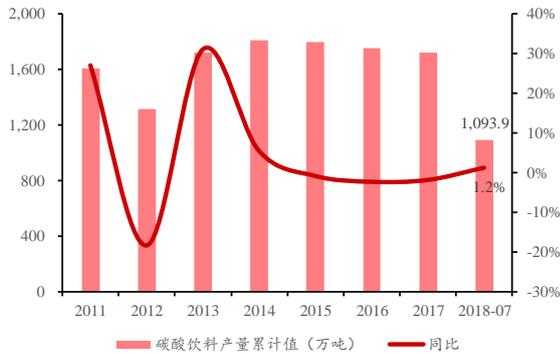
我们对啤酒罐化率提升所带来的二片罐需求进行简单测算，相关假定如下：1) 二片罐全国总产能600亿罐，16年富余220亿罐产能，17年富余200亿罐产能；2) 二片罐总产能维持稳定；3) 一瓶啤酒330ml。

图表24：啤酒罐化所带动的二片罐需求测算

年份	啤酒产量 (万千升)	同比	罐化率	二片罐需求 (亿只)	富余二片罐产能 (亿只)	二片罐产能利用率
2016	4506.4	-4.4%	16%	218.5	220	64.5%
2017	4401.5	-2.3%	17%	226.7	200	67.7%
2018E	4414.7	0.3%	18%	240.8	186	70.0%
2019E	4427.9	0.3%	19%	254.9	172	72.3%
2020E	4450.1	0.5%	20%	269.7	157	74.7%

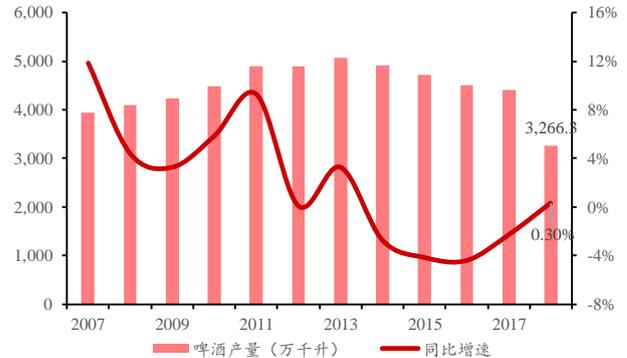
资料来源：方正证券研究所测算

图表25：碳酸饮料产量维持稳定



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表26：啤酒产量略有回升



资料来源：Wind，方正证券研究所

3) 行业盈利低位, 造就良好的并购整合的市场环境。从海外龙头的成长经验来看, 产能扩张, 尤其是横向并购是做大做强关键。虽然我国金属包装行业景气度较低, 但龙头的综合优势突出且在不断扩张, 相较海外龙头亦拥有更低的杠杆水平, 中长期看, 在并购重组上仍有运作潜力空间。在该行业整体盈利恶化的环境下, 龙头有望以更高的性价比实现并购整合, 推动市占率稳步提升。

图表27: 近两年我国金属包装行业并购项目一览(部分)

近两年我国金属包装行业并购项目一览(部分)					
	序号	收购时间	标的	品类	出资额
中粮包装	1	2017/3/16	浙江纪鸿包装有限公司51%股权	两片罐生产	6675万元
	2	2017/3/27	成都高森包装容器有限公司100%股权	两片罐生产	7497万元
奥瑞金	序号	收购时间	标的	品类	出资额
	1	2016/8/26	江苏扬瑞新型材料股份有限公司	金属涂料	3,822 万元
	2	2017/3/16	浙江纪鸿包装有限公司19%股权	两片罐生产	760 万美元
开兴股份	序号	收购时间	标的	品类	出资额
	1	2018/2/8	购太平洋制罐(漳州)有限公司、太平洋制罐(北京)有限公司、太平洋制罐(武汉)有限公司、太平洋制罐(肇庆)有限公司	两片罐生产	
	2	2017/3/9	温州博德科技有限公司	单片罐生产	19,390 万元

资料来源: Wind, 方正证券研究所

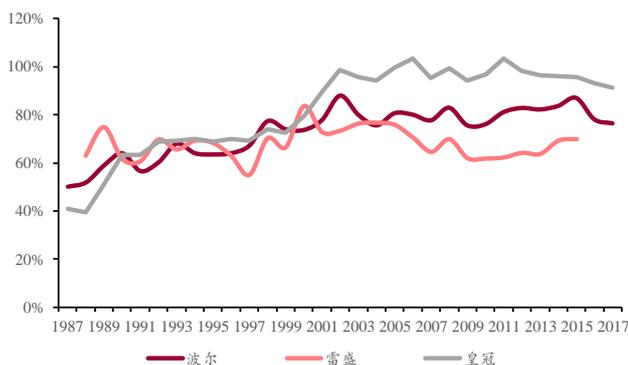
2.3 发展趋势: 并购整合改善市场格局, 龙头走上多维度扩张之路

参考海外经验, 行业的整合主要依靠龙头的横向并购整合, 而龙头的成长则需要逐步走上“跨区域&拓品类”之路:

1) 行业走向并购整合之路: 如前文所述, 目前行业较低的盈利水平有利于龙头推动横纵向整合, 同时, 并购产能亦比自建产能的效率更高(时间更短, 且并购标的本身也有客户资源能够消化新增产能), 因此, 我国金属包装龙头在长期发展中, 势必是以横向并购为主要扩张途径。

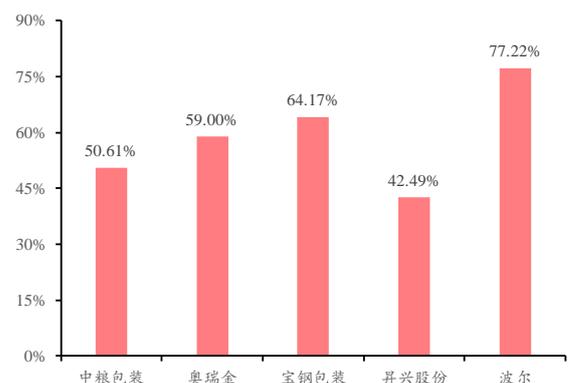
对比海内外龙头的负债水平, 我国龙头平均资产负债率在 60% 以下, 而海外龙头则基本在 70% 乃至 80% 以上。虽然短期内国内融资环境相对不佳, 但中长期看, 通过增加负债水平加速并购, 推动规模快速扩张, 是行业整合的一条可行之路。

图表28: 海外龙头资产负债率变动情况



资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

图表29: 各龙头资产负债率情况(2018H1)



资料来源: Wind, 方正证券研究所

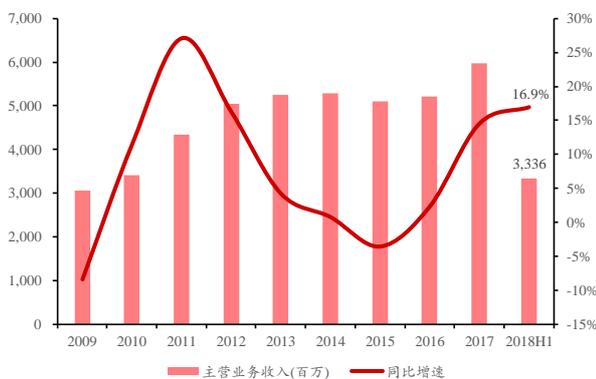
2) 龙头多维度扩张:从海外龙头发展史来看,跨品类&跨市场扩张是核心的发展战略,整体来看,我国金属包装龙头目前的业务还主要集中在二片罐、三片罐的食品饮料市场中,亦未对海外金属包装市场进行有效开发。我们认为,随着龙头对传统领域的优质客户开发得相对完善之后,品类扩张战略将增加对下游客户更多维度的服务,并贡献新的业绩增量。此外,下游客户逐步开展的海外市场布局,亦会推动金属包装龙头海外市场的开发进度。

3 重点推荐：综合实力领先的中粮包装，拐点向上确立

3.1 现状：营收稳健增长，利润逐步改善

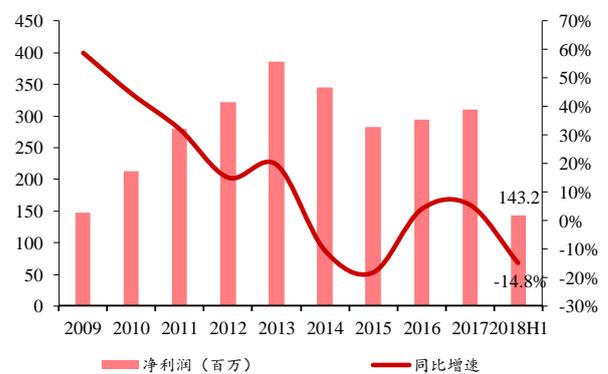
营收触底回升，利润有所下滑。从收入端看，经过 2014-2015 年的行业低谷之后，在啤酒罐化、食品饮料复苏以及积极开发新客户等因素催化下，中粮营收从 16 年起稳健增长，18H1 同比增加 16.9% 至 33.4 亿元；但是从利润端看，虽然公司严格管控费用，但由于原材料成本上涨&提价时滞导致毛利率持续下滑，归母净利润 18H1 同比减少 14.8% 至 1.4 亿元，净利润率同比减少 1.6pct 至 4.3%，主要是受原材料成本压力以及财务费用拖累（加多宝事件影响）。

图表30： 营收近两年维持较高增速



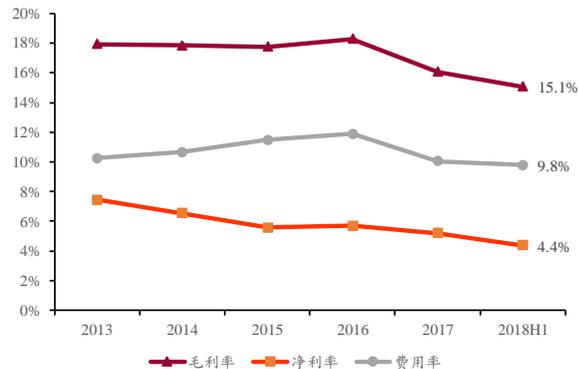
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表31： 净利润增速有所承压



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表32： 毛利率、费用率和净利率一览



资料来源：公司公告，方正证券研究所

供给侧改革&环保高压导致原材料价格上涨，调价时滞导致毛利率持续下降。金属包装生产的主要原材料镀锡板和铝受供给侧改革驱动，价格在近两年持续上涨（铝/镀锡板 17 年均价环比增长 15.5%/20.1%；18H1 均价同比增加 5.1%/7.2%）。但由于行业供给端产能过剩严重，以及公司下游以大客户结构为主，价格调整相对缓慢，毛利率近两年有所下滑（纸包装行业能够实现快速的价格传导，与上游原纸供应不足有关系）。

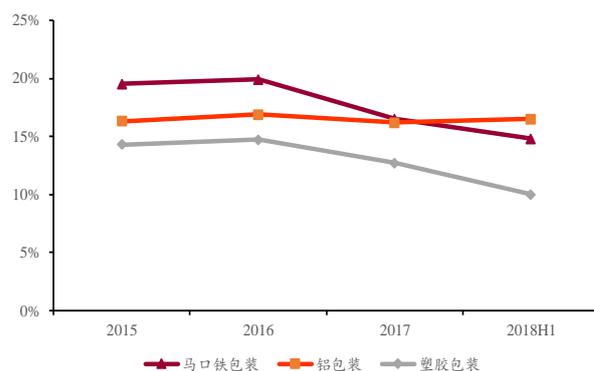
我们预计，下半年成本压力将得益于原材料价格趋稳而有所缓解，后续随着供需格局缓慢改善，毛利率有望触底回升。

图表33： 镀锡版和铝价持续走高



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表34： 中粮包装分产品毛利率



资料来源：中国包装联合会，方正证券研究所

“混改”红利释放，引入战略股东，管理层增持彰显长远发展信心。 ① 中粮于 2016 年进行国企混改，年初引入奥瑞金作为战略股东（收购中粮集团持有的老股，持股价为 6 港元/股），同年九月员工持股计划落地（参考市场交易价格进行新股配售，认购价为 2.6 港元/股），通过制度调整大幅提升运营效率（17 年销售/管理费用率同比减少 0.2/1.3pct 至 4.8%/4.5%）；② 2018 年员工持股向复星恒利等机构通过大宗交易减持合共 5,450 万股，引入复星等机构持股以期发挥协同作用；③ 管理层于今年 7 月 12 -23 日增持公司股份 548.5 万股（占总股份的 0.47%），彰显对公司发展的信心。

图表35： 中粮股权结构（截至 2018 年 11 月 7 日）

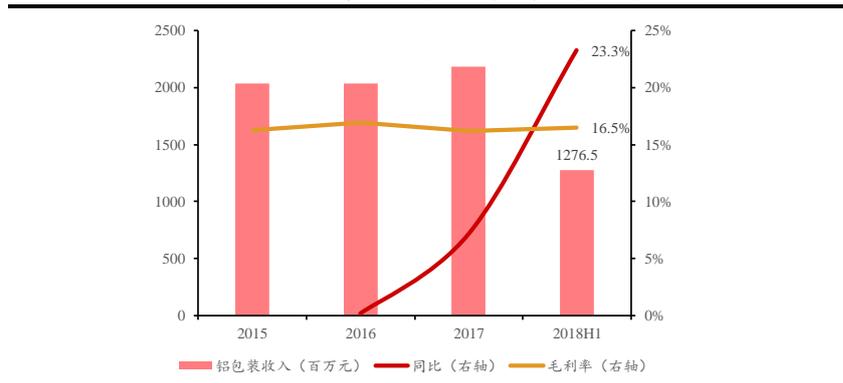


资料来源：Wind，方正证券研究所

3.2 客户结构调整对冲加多宝仲裁案负面影响，静待后续改善

加多宝仲裁案尚未对公司营收造成显著影响。自 1999 年，中粮包装开始与加多宝的合作；于 2012-2014 年，为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 年通过对清远加多宝增资 20 亿元，持有其 30.58% 的股份，进一步绑定双方利益。但由于加多宝未履行注入加多宝商标事宜，中粮包装于 2018 年二季度停止向加多宝供罐，并提起仲裁。虽然加多宝是重要客户，但中粮通过客户结构调整，加大对其他优质客户的供应以消化富余产能，上半年二片罐销售收入继续维持稳健增长。

图表36： 中粮包装二片罐产能设计



资料来源：公司公告，方正证券研究所

仲裁案预计有改善空间。从最新进展来看，公司已申请对加多宝商标的保全，并恢复对加多宝的部分供罐（采用先付款后供应的形式）。目前加多宝实际经营困难，且考虑到双方多年的合作关系，不排除与加多宝进行和解。

3.3 综合实力突出，中粮有望率引领行业复苏

内生&外延积极推动产能全国布局，提升覆盖市场范围。1) 内生：根据市场反馈，及时优化产能布局。公司积极响应华南区域两片罐市场变动，通过产能合理布局，将杭州一条两片罐产线搬迁至莆田并于17年三季度投产，提高生产效率；2) 外延：抓住行业整合契机，快速并购拓展新产能。环保&原材料成本高压导致行业盈利下滑，公司抓住机遇，借助自身较低的资产负债率和充足的资本于2017年通过两宗并购和一宗合资项目有效实现产能扩张——全资收购成都高森，携手奥瑞金控股浙江纪鸿，联合鞍山永安设立中安制罐，合计整合两片罐产能约30亿罐。截止2018H1，成都制罐（原成都高森）产能稳定，浙江纪鸿、中安制罐自二季度以来产能逐步释放，预计产能利用率及毛利率都在环比稳步提升。

图表37： 中粮包装二片罐产能设计

单位：亿罐	产线数量	设计产能	实际可用产能
2015	7	60	58
2016	7	64	61
2017	9	84	69
2018	10	92	82
2019	10	93	93
2020	10	95	94

资料来源：公司公告，方正证券研究所

优质客户资源构建强大护城河，优化客户结构防范单一客户风险。包装行业位处中游，优质的客户资源既是其综合实力的有效反映，更是业绩的重要保证（尤其是进入大客户供应链后，可以通过渗透率的不断提升实现业绩增长）。中粮包装在多年的经营中与红牛、可乐等客户建立了良好的合作关系，并积极开拓新客户，降低对单一客户

的依赖，前五大客户收入占比低于行业水平。

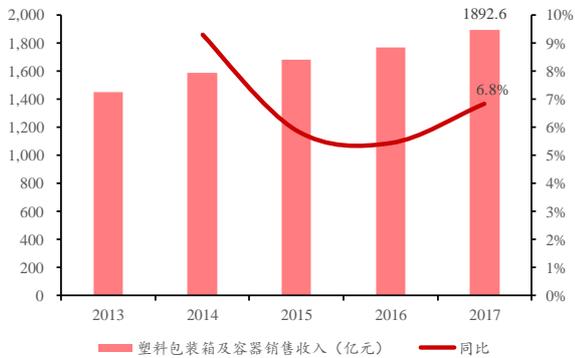
图表38： 中粮包装客户结构改善

前五大客户销售占比	2012年	2017年
中粮包装	47.5%	32.0%
昇兴股份	78.7%	66.5%
奥瑞金	87.5%	76.0%
宝钢包装	75.3%	57.0%

资料来源：各公司公告，方正证券研究所

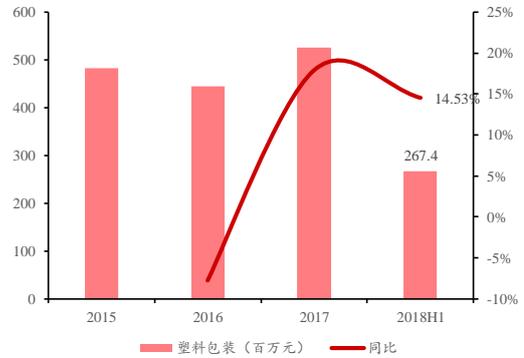
品类&市场拓展逐步推进，打开长期成长空间。1) 从品类拓展来看，中粮包装于 2009 年进入塑胶市场，主要开发个人护理、日化产品及食品饮料等包装市场。2018H1 实现营业收入 2.67 亿元，同比增长 14.6%，约占总收入的 8.0%，毛利率 10.0%，（同比下降 1.1%，预计主要受新产能逐步释放，新厂折旧摊销影响）。目前，公司尝试在蒙牛、成都蓝月亮推出“厂中厂”模式，通过深度介入客户经营生产提升服务能力，推动塑胶业务进一步发展；2) 从市场拓展来看，中粮积极跟进客户的全球合作战略，在保证现有订单满足的情况下，拟开拓欧洲两片罐市场，携手深耕欧洲市场多年的浙江民企，在欧洲设立合资企业（控股 51%），引进一条铝制两片罐产线，计划于 2020 年初正式投产。

图表39： 塑料包装行业收入增长稳定



资料来源：中国包装联合会，方正证券研究所

图表40： 公司塑料包装业务收入快速增长



资料来源：公司公告，方正证券研究所

4 投资建议及风险提示

积极因素增多，向上拐点确立。从基本面看，一方面，行业受益于供给端逐步出清&需求平稳增长，景气有望迎来复苏，另一方面，中粮通过产能转移对冲加多宝仲裁案带来的影响，且未来该仲裁案有进一步协商解决的空间，整体来看，基本面未来边际改善的趋势比较明确；从估值角度看，在不考虑加多宝投资收益的前提下，2018年PE约9.2X，PB仅0.57X，股息率约为5.3%，安全边际高，重申“强烈推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；加多宝仲裁风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4047	4721	4943	5162	营业总收入	5978	7057	8078	9059
现金	711	1127	886	656	营业成本	5017	5963	6812	7680
应收账款	1631	1914	2169	2432	营业税金及附加	0	0	0	1
其它应收款	484	464	509	571	营业费用	287	330	380	417
预付账款	233	274	305	306	管理费用	270	310	355	390
存货	916	870	1001	1125	财务费用	44	98	103	102
其他	72	72	72	72	资产减值损失	7	8	5	5
非流动资产	6204	6324	6484	6645	公允价值变动收益	4	-6	2	2
长期投资	824	824	824	824	投资净收益	-11	-2	-7	-5
固定资产	4696	4796	4946	5096	营业利润	361	355	428	470
无形资产	265	285	295	306	营业外收入	88	104	122	123
其他	418	418	418	418	营业外支出	38	30	63	53
资产总计	10251	11044	11427	11807	利润总额	410	429	487	540
流动负债	2640	2746	3001	3234	所得税	98	107	122	135
短期借款	961	971	921	872	净利润	312	322	366	405
应付账款	1547	1631	1930	2212	少数股东损益	1	1	2	2
其他	132	143	149	150	归属母公司净利润	311	320	364	403
非流动负债	2318	2818	2718	2618	EBITDA	557	772	841	905
长期借款	2287	2787	2687	2587	EPS (元)	0.26	0.27	0.31	0.34
其他	31	31	31	31					
负债合计	4958	5564	5719	5853	主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	317	318	320	321	成长能力				
股本	2730	2730	2730	2731	营业收入	14.50	18.04	14.48	12.14
资本公积	2085	2267	2470	2693	营业利润	-0.21	-0.02	0.21	0.10
留存收益	160	165	188	208	归属母公司净利润	0.06	-0.02	0.21	0.10
归属母公司股东权益	4976	5162	5388	5633	获利能力				
负债和股东权益	10251	11044	11427	11807	毛利率	0.16	0.15	0.16	0.15
					净利率	0.05	0.05	0.05	0.04
					ROE	0.06	0.06	0.07	0.07
					ROIC	0.03	0.03	0.03	0.03
					偿债能力				
					资产负债率	0.48	0.50	0.50	0.50
					净负债比率	1.00	1.08	1.06	1.04
					流动比率	1.53	1.72	1.65	1.60
					速动比率	1.10	1.30	1.21	1.15
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.64	0.71	0.77
					应收账款周转率	3.67	3.69	3.72	3.72
					应付账款周转率	3.24	3.66	3.53	3.47
					每股指标(元)				
					每股收益	0.26	0.27	0.31	0.34
					每股经营现金	0.38	0.43	0.48	0.51
					每股净资产	4.24	4.40	4.59	4.80
					估值比率				
					P/E	9.45	9.16	8.07	7.28
					P/B	0.59	0.57	0.54	0.52
					EV/EBITDA	5.27	3.80	3.49	3.24

数据来源：wind 方正证券研究所

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。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com