



证券研究报告·上市公司深度

# 金属包装龙头， 混改增效拐点显

**国内包装龙头，国企混改大刀阔斧，股权三分效率提升。**公司主要从事消费品包装的生产，深度覆盖食品、饮料、日化等消费品包装市场，在气雾罐、奶粉罐、旋开盖等多个细分领域的市场占有率位居第一。2016年携手奥瑞金，同年员工持股计划落实，中粮集团、奥瑞金、管理层及核心员工三足鼎立，分别持股28.15%、22.93%、15.07%（合计66.15%）。

**业绩：基本面底部向上，拐点在眼前。**2012年以来由于包装行业竞争加剧，2012-2016年公司收入复合增长率为0.84%，增速较小。2016年公司营业收入达52.21亿元，同比增长2.3%，主要原因为产品销量增长提升收入规模，净利润2.94亿元，同比增长3.95%，公司业绩显复苏迹象，未来有望触底回升。其中马口铁包装、铝包装、塑料包装分别实现营业收入27.38亿、20.38亿、4.45亿元，占营业收入的比例分别为52.44%、39.04%、8.53%。受益于提质增效，2016年公司综合毛利率为18.28%，净利率为5.7%，较2015年分别增加0.53pct、0.13pct，盈利能力稳定。

**行业：包装行业增速趋缓，产业升级驱动增长。**（1）中国包装行业产值世界第二，2015年我国包装行业主营业务收入总额为11365.48亿元，同比增长4.08%；利润总额692.85亿元，同比增长6.20%，随着中国经济进入新常态，包装行业增速趋缓。（2）金属包装行业已触底，两片罐整合在即，拐点可期。2016年1-9月金属包装实现营业收入1032.38亿元，同比增长0.77%，实现净利润61.93亿元，同比增长3.11%。目前两片罐价格触底，国内龙头中粮包装、宝钢、奥瑞金、昇兴等公司在整合中占据优势，市场集中度有望显著提升，行业拐点可期。（3）国家供给侧改革初见成效，上游原材料马口铁、铝价格上行，公司综合成本业内占优，灵活调整客户订单积极应对，虽然成本承压但是整体可控。

**驱动：两片罐受益于啤酒罐化率提升，单片罐受益于自主研发。**（1）我国目前啤酒罐化率仅为15%，而世界其他国家如美国、英国、巴西、韩国的啤酒罐化率分别为52%、49%、38%、36%，国外平均罐化率已达35%以上。随着我国消费升级趋势加深，包装行业啤酒罐化率还有较大提升空间。（2）行业层面，金属包装产品端显现轻量化、罐形差异化、互联网化的产品升级趋势，企业端显现向销售转型，精细化生产转型方向发展，利好具备先进技术，资本实力和规模优势的龙头企业分享行业转型红利；公司层面，中粮包装自主开发单片罐生产模具，瓶盖环氧密封胶技术、异型容器制造等多项行业高端技术，工艺领先，强者愈强。

**公司优势：全品类、广布局、大客户优质。**（1）**品类丰富。**公司主要产品包括马口铁包装产品（三片饮料罐、食品罐、气雾罐、金属盖、钢桶、方圆罐、印涂铁等）、铝制包装产品（两片饮料罐、单片罐）和塑料包装产品，公司在多个细分市场处于行业领先地位，其中在奶粉罐、气雾罐、旋开盖的市场份额为全国第一。（2）**产能广泛布局。**截至2016年12月31日，公司三片罐、奶粉罐、喷雾罐、旋开盖、钢桶、两片罐、单片罐产能可分别达12亿、2.72亿、4.67亿、33.2亿、680万、61亿、9500万只。（3）**客户优质。**主要客户包括加多宝、华润雪花啤酒、可口可乐中国、青岛啤酒及百威英博等。

**竞争比较：中粮包装收入属第一梯队，提质增效业绩稳健。**（1）2016年中粮包装营收为52.21亿元，仅次于奥瑞金（2016年营收为75.99亿元）。同期，昇兴股份、宝钢包装的营收规模分别为21.59、40.01亿元。（2）归母净利润方面，2016年中粮包装、奥瑞金、昇兴股份、宝钢包装归母净利润分别为2.94、11.54、1.83、0.10亿元，同比增速分别为3.89%、13.43%、38.62%、-88.68%。

**投资建议：**公司作为国内金属及塑料包装龙头，将充分受益于两片罐行业触底整合带来的横向规模增加，和塑料包装产品升级带来的盈利能力向上，且公司综合成本管控能力具有规模优势，能够有效应对原材料价格波动。此外，公司在混改进度上已经有比较实质性的进展，一方面，完成对奥瑞金的股份交割，另一方面于2016年进行了员工持股计划，目前股权结构中粮集团（28.15%）、奥瑞金（22.93%）、员工持股（15.07%）三分，公司作为港股的混改排头兵将充分受益国企改革主题的实质催化。我们预计2017-2018年公司净利润额分别为3.55、4.18亿元，同比分别增20.72%、17.75%，EPS为0.30、0.36，对应2017、2018PE为14、12。首次覆盖，目标价5.33港元，给予“买入”评级。

## 中粮包装 (0906.HK)

首次评级

买入

陈慎（房地产首席）

chenshen@csc.com.cn

021-68821630

执业证书编号:S1440514080003

香港牌照: BIO834

花小伟（轻工包装首席）

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号: S1440515040002

研究助理: 孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-85156473

研究助理: 丰毅

fengyizgs@csc.com.cn

010-65608261

研究助理: 陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

发布日期: 2017年5月9日

当前股价: 4.34 港元

目标价: 5.33 港元



## 目录

一、国内包装龙头，国企混改大刀阔斧，股权三分效率提升.....	2
（一）包装龙头，国企混改股权三分 .....	2
（二）发展历程：产品增、产能扩，铸龙头之路.....	3
（三）公司业绩：基本面底部向上，拐点在眼前.....	4
二、行业：包装行业增速趋缓，产业升级驱动增长.....	7
（一）整体包装行业：中国包装行业产值世界第二.....	7
（二）金属包装：行业已触底，两片罐整合在即，拐点可期.....	8
（三）塑料包装：态势平稳，未来走向轻量化、绿色化.....	11
（四）马口铁、铝制包装成本端承压，公司灵活调节积极应对.....	11
三、驱动：两片罐受益于啤酒罐化率提升，单片罐受益于自主研发.....	13
（一）啤酒罐化率提升打造未来盈利增长点 .....	13
（二）行业层面金属包装产业升级、中粮包装自主开发提高盈利.....	13
四、公司优势：全品类、广布局、大客户质优 .....	14
（一）马口铁包装：占比超过半壁江山，高附加值产品增加提高盈利.....	16
（二）铝制包装：两片罐产能布局助力业绩增长，单片罐受益于自主研发.....	19
（三）塑料包装：产能布局全国，工艺行业领先.....	20
（四）混改+员工持股助推业绩向上 .....	21
五、竞争对手比较：中粮包装行业龙头、盈利稳健.....	22
（一）奥瑞金产品升级加速发力、中粮包装提质增效.....	22
（二）产能：中粮包装布局全国、产能领先，奥瑞金两片罐产能扩张，宝钢包装致力开拓越南市场.....	23
六、投资建议 .....	25



## 图表目录

图 1: 中粮包装股权结构图 .....	3
图 2: 中粮包装发展历程 .....	4
图 3: 2012-2016 年公司营收、净利润及同比 (亿元, %) .....	5
图 4: 2016 年公司分产品营收占比 (%) .....	5
图 5: 公司 2012-2016 年销售净利率、毛利率 (%) .....	6
图 6: 公司 2012-2016 年期间费用率 (%) .....	7
图 7: 公司 2012-2016 年存货、应收及固定资产周转率 .....	7
图 8: 2008-2015 年我国包装行业营收 (亿)、利润 (亿) 及同比 (%) .....	8
图 9: 2011-2013-2015 年四大包装种类的占比变化 .....	8
图 10: 金属包装行业营收、利润 (亿) 及同比增速 (%) .....	9
图 11: 中国 2013-2017E 两、三片罐产量 (亿罐) 及同比 (%) .....	9
图 12: 1991-2016 年两片罐发展历程 .....	10
图 13: 2011-2015 年塑料包装箱及容器制造行业规模以上企业数量 (家) .....	11
图 14: 2011-2015 年塑料包装箱及容器制造行业主营业务收入、利润总额及同比增速 (亿元、%) .....	11
图 15: 2011 年至今国内市场镀锡薄板价格走势 .....	12
图 16: 2014 年至今国内市场铝锭价格 (元/吨) .....	12
图 17: 2006-2016 年我国啤酒产量 (万千升) 及同比增速 (%) .....	13
图 18: 国内外啤酒罐化率 (%) .....	13
图 19: 2015H1-2016 股本结构变动 .....	22
图 20: 2012-2016 年可比公司主营业务收入 (亿元) .....	23
图 21: 2012-2016 年可比公司净利润 (亿元) .....	23
图 22: 可比公司 2012-2016 年毛利率 (%) .....	23
图 23: 可比公司 2012-2016 年净利率 (%) .....	23
表 1: 中粮包装股本结构 .....	2
表 2: 中粮包装业绩拆分表 (亿元) .....	5
表 3: 主要产品介绍 .....	15
表 4: 2012-2016 年马口铁包装收入及同比增速 (亿元) .....	16
表 5: 马口铁包装产能及主要客户 .....	19
表 6: 2012-2016 年铝制包装产品销量 .....	19
表 7: 铝制包装产能及主要客户 .....	20
表 8: 塑料包装产能及主要客户 .....	21
表 9: 可比公司主要产品产能 .....	24
表 10: 公司业绩预测 .....	25



## 一、国内包装龙头，国企混改大刀阔斧，股权三分效率提升

### （一）包装龙头，国企混改股权三分

中粮包装（0906.HK）是在香港上市的国有控股企业，是综合性消费品包装领域的龙头企业，公司定位于中高端的消费品客户群，主要产品包括马口铁包装产品、铝制包装产品、塑料包装产品等三大类，应用于食品、饮料、日化等消费品包装，深度覆盖茶饮料、碳酸饮料、果蔬饮料、啤酒、乳制品、日化等消费品包装市场，在多个细分市场领域均排名第一位。公司的第一大股东是世界 500 强企业—中粮集团有限公司，中粮包装是中粮集团的核心业务板块之一。公司拥有二十八家子公司，在全国布局超过三十多个工厂。上市后，中粮集团（香港）有限公司持有中粮包装 72% 的股份，公司股权结构相对稳定。截至 2016 年 12 月 31 日，中国食品有限公司（中粮集团全资子公司）为第一大股东，持有公司 28.15% 的股份，目前公司总股本 11.75 亿股。

公司重视技术、产能、营销、供应链的管理，于 2016 年 3 月与奥瑞金合作签约，强强联合致力于共同推进金属包装行业的进步，利用双方产能布局提升整体产能利用率，集中资源优势扩大市场份额。截至 2016 年 12 月 31 日，公司第二大股东奥瑞金包装股份有限公司持有中粮包装 22.93% 的股份。

2016 年 9 月 9 日，公司完成管理层及核心员工持股方案的实施，配发 1.77 亿股股份（威合有限公司代持）。配股完成后，管理层及核心员工认购人合计持股约 15.07%。公司国企混改已取得实质性进展，中粮集团、奥瑞金、管理层及核心员工为公司前三大股东。

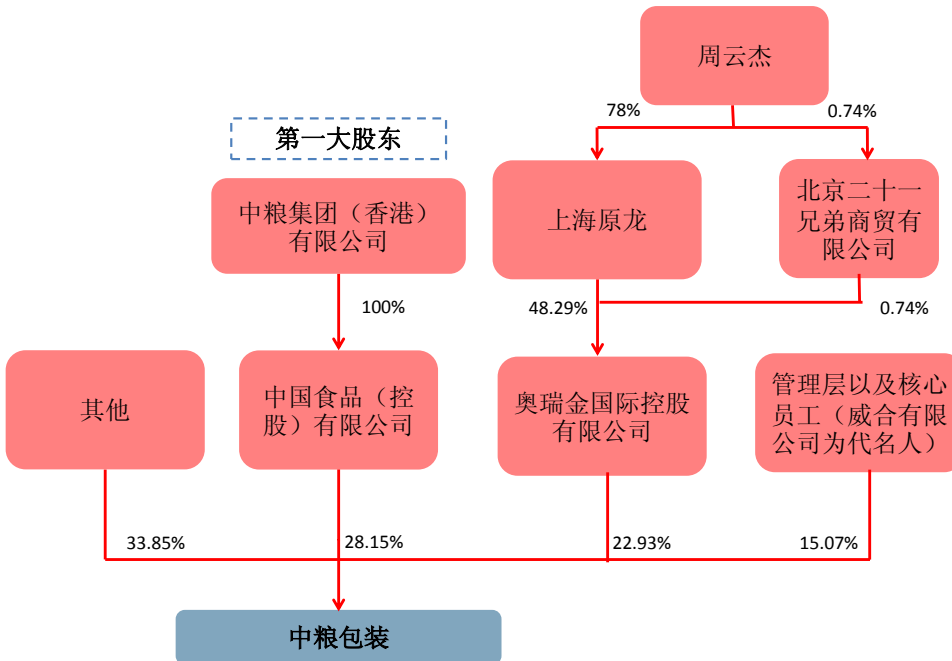
表 1：中粮包装股本结构

股份类别	2009/11/16 发行后股本结构		2016/12/31 股本结构	
	股数（万股）	比例	股数（万股）	比例
一、香港流通股	83000	100.00%	117465	100.00%
二、大股东				
中粮集团（香港）有限公司	60000	72.00%		
中国食品（控股）有限公司			33065.88	28.15%
奥瑞金国际控股有限公司			26934.12	22.93%

资料来源：公司招股意向书，中信建投证券研究发展部



图 1：中粮包装股权结构图



资料来源：公司招股意向书，中信建投证券研究发展部

## （二）发展历程：产品增、产能扩，铸龙头之路

公司自 1991 年创立以来，业务由单一的容器包装公司扩张至集马口铁、铝制、塑料包装一体化的综合包装服务供应商，发展历程主要为如下三个阶段：

### 1、阶段一：专注容器、瓶盖业务，增产能（1991-1999 年）

1991 年，无锡华鹏嘉多宝瓶盖有限公司成立。1992 年，杭州中粮美特容器有限公司成立。1997 年，中粮集团控股杭州中粮美特容器有限公司。1999 年，中粮集团控股无锡华鹏嘉多宝瓶盖有限公司。这一阶段公司主要是发展原有业务，扩充产能，积蓄力量，为公司拓展业务做准备。

### 2、阶段二：持续收购，拓展产品线，低成本扩张开拓市场（2000-2010 年）

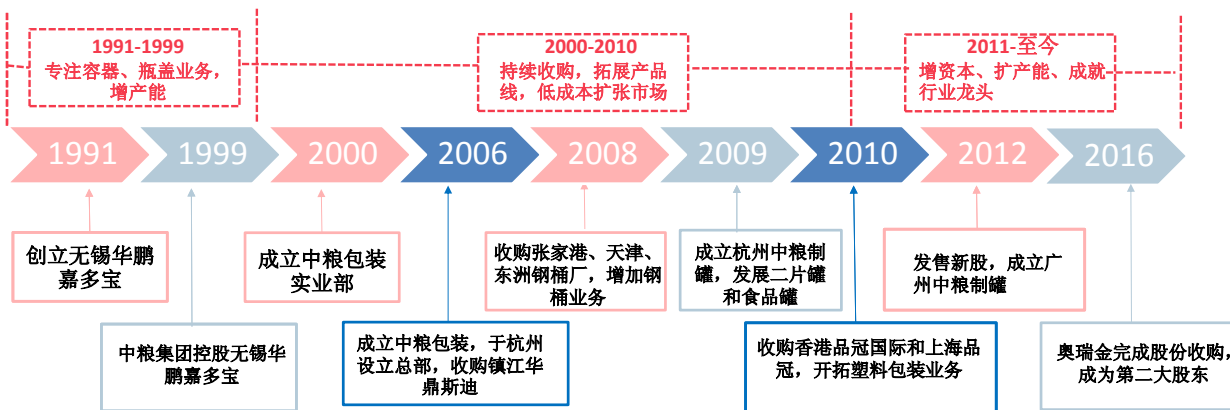
2000 年，中粮集团整合和优化旗下包装资产，成立中粮包装实业部统一投资管理。2002 年，中粮包装收购广州番禺美特包装有限公司。2004 年，中粮包装逐步实施低成本扩张策略，先后在江苏、成都温江成立分公司和旋开盖生产点。2006 年中粮包装实业部成功完成公司化运作转型，成立杭州中粮包装有限公司，在杭州设立中粮包装总部。同年，成功收购国内最成熟的易拉盖生产企业镇江华鼎斯迪制盖有限公司，成立中粮包装镇江制盖有限公司。2008 年，收购张家港钢桶厂、天津钢桶厂及东洲钢桶厂，增加钢桶业务。2009 年，公司成立杭州中粮制罐有限公司和中粮包装（武汉）有限公司，专业发展两片罐和食品罐业务。2010 年收购香港品冠国际联合集团有限公司及其全资子公司上海品冠塑料工业有限公司，并将以品冠公司为平台进一步开拓塑料包装业务。至此，公司通过收购与新建工厂，产品布局基本完成，主要涉及马口铁产品、铝制产品及塑料包装。



### 3、阶段三：增资本、扩产能、铸造行业龙头（2011 年至今）

2011 年，中粮包装成功并购昆山曼氏包装容器有限公司的主要资产和业务，成立中粮包装（昆山）有限公司，扩充了钢桶业务规模。2012 年，中粮包装成功发售新股，增发 1.66 亿普通股，净融资 9.04 亿港元，市场流通性得到有效改善。同年，成立广州中粮制罐有限公司。2013 年，中粮包装通过一系列并购，实现对香港维港实业及内地三家塑料包装公司的控股，大幅提高供应能力，奠定本集团在塑料中空容器市场领导地位。2015 年，中粮包装完成收购永富容器相关企业股权的交割事宜，正式控股永富容器（哈尔滨）有限公司及福建永富容器有限公司。2016 年，中粮包装控股股东完成对奥瑞金包装股份有限公司的股份出售，成为中粮包装第二大股东。这一阶段，通过增发新股扩充资本，出售原有股份吸收新股东奥瑞金包装有限公司，成就行业龙头地位。

图 2：中粮包装发展历程



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

### （三）公司业绩：基本面底部向上，拐点在眼前

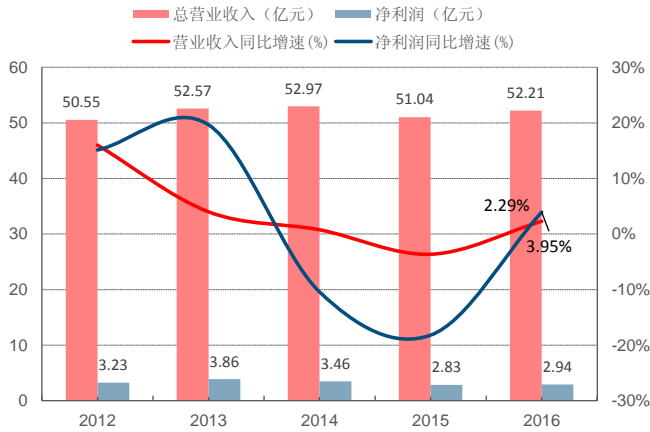
中粮包装是中国最大的金属包装生产商，主要从事消费品包装的生产，深度覆盖食品、饮料、日化等消费品包装市场，在气雾罐、奶粉罐、旋开盖等多个细分领域的市场占有率位居第一。主要产品包括马口铁包装产品（三片饮料罐、食品罐、气雾罐、金属盖、钢桶、方圆罐、印涂铁等）、铝制包装产品（两片饮料罐、单片罐）和塑料包装产品；另外，公司还提供包括高科技包装设计、印刷、物流及全方位客户服务等综合包装解决方案。

#### 1、行业不景气拖累公司业绩，未来有望触底回升

自 2012 年以来，公司营业收入持稳，但同比增速小幅下滑，2012-2016 年复合增长率为 0.84%，2016 年营业收入达 52.21 亿元，同比增长 2.3%，主要原因为产品销量增长提升收入规模。受收入端拖累和行业景气度低，2015 年净利润同比增速由 2012 年 15.12% 降低 33.32pct 至 -18.2%；2016 年实现净利润 2.94 亿元，摆脱负增长，同比增速达 3.95%，其中 2016 年下半年净利润同比大增 64.6%，主要原因是销售规模增长带动盈利增长。公司净利润已开始底部向上，拐点可期。

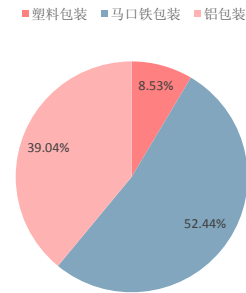


图 3：2012-2016 年公司营收、净利润及同比（亿元，%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 4：2016 年公司分产品营收占比（%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

分产品看，马口铁包装为公司主要产品，2016 年马口铁包装营收占比达 52.44 %、铝包装营收占比达 39.04 %，塑料包装营收占比为 8.53 %。

表 2：中粮包装业绩拆分表（亿元）

	2013	2014	2015	2016
<b>分产品</b>				
<b>马口铁包装</b>				
收入 (亿元)	29.1	26.64	25.87	27.38
同比 (%)	-15.31	-8.45	-2.89	5.84
成本 (亿元)	24.33	22.27	20.83	21.93
毛利 (亿元)	4.77	4.37	5.04	5.45
毛利率 (%)	16.4	16.4	19.5	19.9
同比 (pct)	1.1	0	3.1	0.4
<b>铝制包装</b>				
收入 (亿元)	17.89	20.81	20.34	20.38
同比 (%)	32.52	16.32	-2.26	0.2
成本 (亿元)	14.26	16.48	17.02	16.94
毛利 (亿元)	3.63	4.33	3.32	3.44
毛利率 (%)	20.3	20.8	16.3	16.9
同比 (pct)	0	0.5	-4.5	0.6
<b>塑料包装</b>				
收入 (亿元)	5.59	5.51	4.83	4.45
同比 (%)	115	-1.43	-12.34	-7.87
成本 (亿元)		4.74	4.14	3.8
毛利 (亿元)		0.77	0.69	0.65



毛利率(%)	13.9	14.3	14.7
同比 (pct)		0.4	0.4

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

## 2、毛利率持续改善，净利率整体走势稳定。

公司综合毛利率水平处于行业高位，主要原因在于公司全国布局优势、产能提升；调整订单结构、在有效维护大客户关系的同时积极拓展新客户；内部调整，降本增效，提升开机率。公司马口铁业务占比最高，占比约为 52.44%，马口铁包装以马口铁为主要生产原材料，2016 年马口铁等原材料价格一路上扬，但公司加强管理，降低成本，毛利率未降反升。2016 年，公司综合毛利率为 18.28%，同比增长 0.53pct。

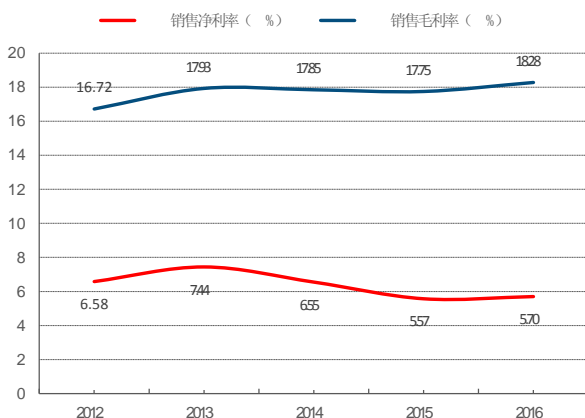
分产品看，马口铁包装毛利率持续改善，马口铁包装以马口铁为主要生产原材料，2016 年尽管马口铁等原材料价格上涨但公司降本增效措施效果明显，毛利率实现同比提升。2013-2016 年，马口铁包装毛利率增长 4.6 pct 至 19.90%。

铝制包装产品以铝材为主要原材料，生产自动化程度高，受益于全国布局优势、订单结构调整，实现产销量稳步增长的同时维持行业较高的毛利率。但近年来，行业竞争白热化、产能过剩等问题日益明显，毛利率进入低谷。2012-2016 年，铝制包装毛利率降低 3.4pct 至 16.90%。

塑料包装毛利率保持持续增长趋势，公司持续推进塑料业务的整合，2016 年在食品类客户有较大突破。2016 年塑料包装实现毛利率 14.70%，同比增长 0.4pct。

净利率方面，受益于规模效应，2012-2013 年公司净利率由 6.58% 增加 0.86pct 至 7.44%，2014 年-2016 年行业景气度低、竞争加剧、产能过剩等问题导致公司净利率自 2014 年 6.55% 微降至 2016 年的 5.70%，整体走势保持稳定。

图 5：公司 2012-2016 年销售净利率、毛利率 (%)



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

## 3、期间费用率小幅提升，运营能力加强。

公司期间费用小幅提升，2012-2016 年期间费用率由 9.74% 提升 2.14pct 至 11.88%。分别来看，2012-2016 年，公司管理费用率自 2012 年 4.78% 提升 1.03pct 至 5.81%，但是其中包含 2016 年公司以股份为基础支付认购发行股份差额 1878 万人民币，以及由于工厂搬迁赔偿员工约 800 万元人民币等一次性计提管理费用的项目，扣

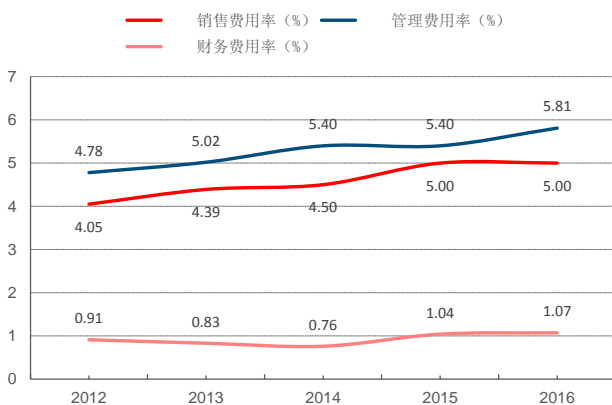




除这两项非经常性项目后，实际管理费用率同比下降。财务费用率自 2012 年的 0.91% 提升 0.16pct 至 1.07%；此外，公司销售费用率由 2012 年 4.05% 提升 0.95pct 至 5%，其中主要原因是 2013-2015 年公司主要原材料价格下降，因此公司将终端产品的销售价格下调，但是终端产品销量同比提升，保证了收入的基本持平，更多的产品销售导致运输费用增加致使销售费用率提高。

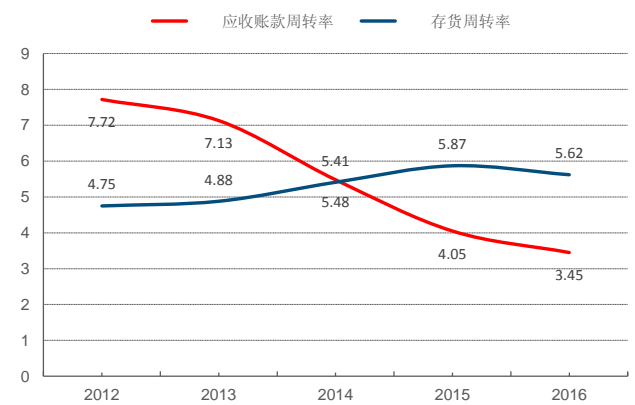
运营能力方面，由于公司较为依赖大客户（2015、2016 年来自于五位最大客户的收入分别为 17.80、18.3 亿元，占比分别达 34.81%、35.07%），近年来积极维持大客户关系，给予大客户的信用额度相对较高，付款周期相对较长；同时由于公司近年铝制包装业务占比提升，而铝制包装多为两片罐客户，要求账期较长，导致公司总体应收账款周转率有所下降，至 2016 年达到 3.45。库存周转率方面，由于公司管理能力增强，公司库存周转率从 2012 年的 4.75 持续提升至 2016 年的 5.62。

图 6：公司 2012-2016 年期间费用率（%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 7：公司 2012-2016 年存货、应收及固定资产周转率



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## 二、行业：包装行业增速趋缓，产业升级驱动增长

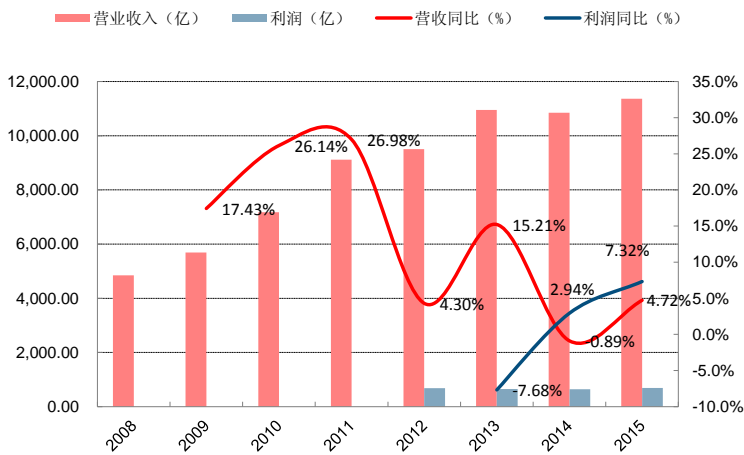
### （一）整体包装行业：中国包装行业产值世界第二

#### 1、中国包装产值世界第二，行业增速趋缓

根据中国包装联合会统计，我国包装行业工业总产值 2014 年已达到约 14800 亿元，2002-2014 年总产值年均复合增长率为 16.37%，目前已成为世界第二大包装大国。2015 年我国包装行业主营业务收入总额为 11365.48 亿元，同比增长 4.72%；2015 年利润总额 692.85 亿元，同比增长 7.32%，随着中国经济进入新常态，包装行业增速亦趋缓。



图 8：2008-2015 年我国包装行业营收（亿）、利润（亿）及同比（%）

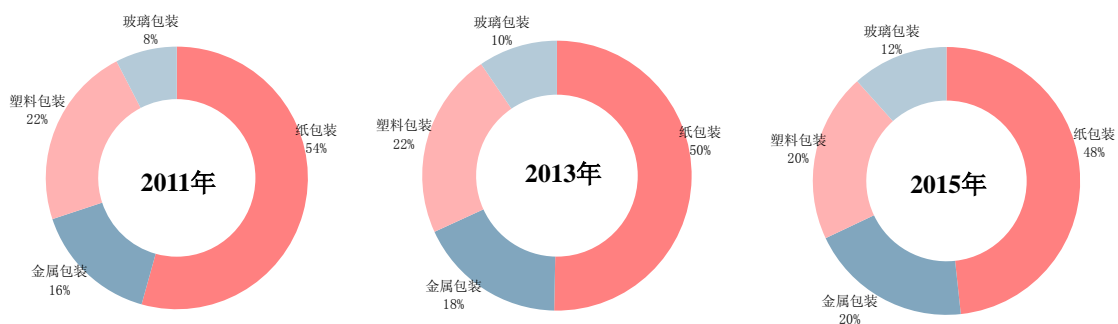


资料来源：中国包装联合会，中信建投证券研究发展部

## 2、纸包装占比领先，金属包装占比不断提升

在四大包装细分行业中，从收入规模占比来看，纸包装规模最大、占比最高，2015 年收入占比 48%；金属包装位居其次，占比 20%；塑料包装、玻璃包装分别占比 20%、12%，分列第三、四位。从占比变化情况来看，2011-2015 年纸包装市场占比从 54% 下滑至 48%，呈下降趋势；而金属包装市场占比从 16% 上升至 20%，占比不断提升，未来发展潜力较大。

图 9：2011-2013-2015 年四大包装种类的占比变化



资料来源：《中国包装年鉴》，中信建投研究发展部

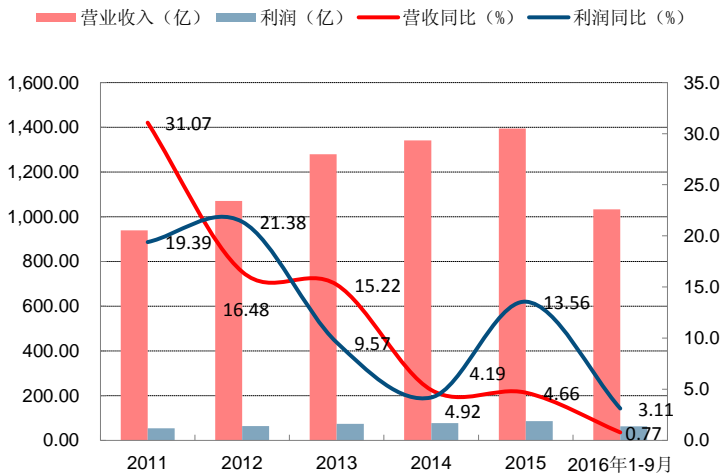
## （二）金属包装：行业已触底，两片罐整合在即，拐点可期

### 1、金属包装行业已触底，对标欧美空间仍大

2011-2015 年我国金属包装行业营收和利润复合增长率为 12.7% 和 12.8%，2016 年 1-9 月金属包装实现营业收入 1032.38 亿元，同比增长 0.77%；实现净利润 61.93 亿元，同比增长 3.11%，目前行业增速已经基本触底。



图 10: 金属包装行业营收、利润（亿）及同比增速（%）



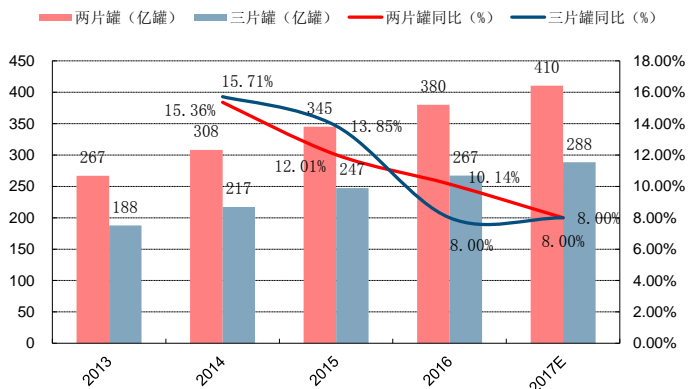
资料来源: 中国包装联合会, 中信建投证券研究发展部

## 2、两片罐占比最大，未来增长蓄势待发

从金属包装行业构成来看，金属包装产品主要包括两片罐、三片罐、食品罐、化工罐等，其中两、三片金属饮料罐合计占比超过半壁江山。

根据我们的研究，2016 年我国两、三片罐产量分别达 380 亿罐、267 亿罐，其中 2013 年-2016 年我国两、三片罐产量复合增长率分别为 12.48% 和 12.40%。2017 年假设两、三片罐按照 8% 速度增长，则预计 2017 年全年两片罐、三片罐产量将分别达 410 亿罐、288 亿罐。我们认为，由于两片罐产品自身的优势及市场需求的增长，未来展望增速将加快。一方面，两片罐具有生产工艺简单、单价更低、生产中出现质量问题的概率小等优点，同时随着灌装添加氮气新技术的出现，三片罐改用两片罐的技术痛点得到解决，市场出现铝制两片罐对三片罐替代的趋势。另一方面，2015 年我国啤酒金属罐化率仅 15%，而美国、英国、巴西、韩国的啤酒罐化率已经达到 52%、49%、38%、36%，啤酒易拉罐多为两片罐，其市场的广阔空间将相应带动两片罐需求。

图 11: 中国 2013-2017E 两、三片罐产量（亿罐）及同比（%）



资料来源: 中信建投证券研究发展部



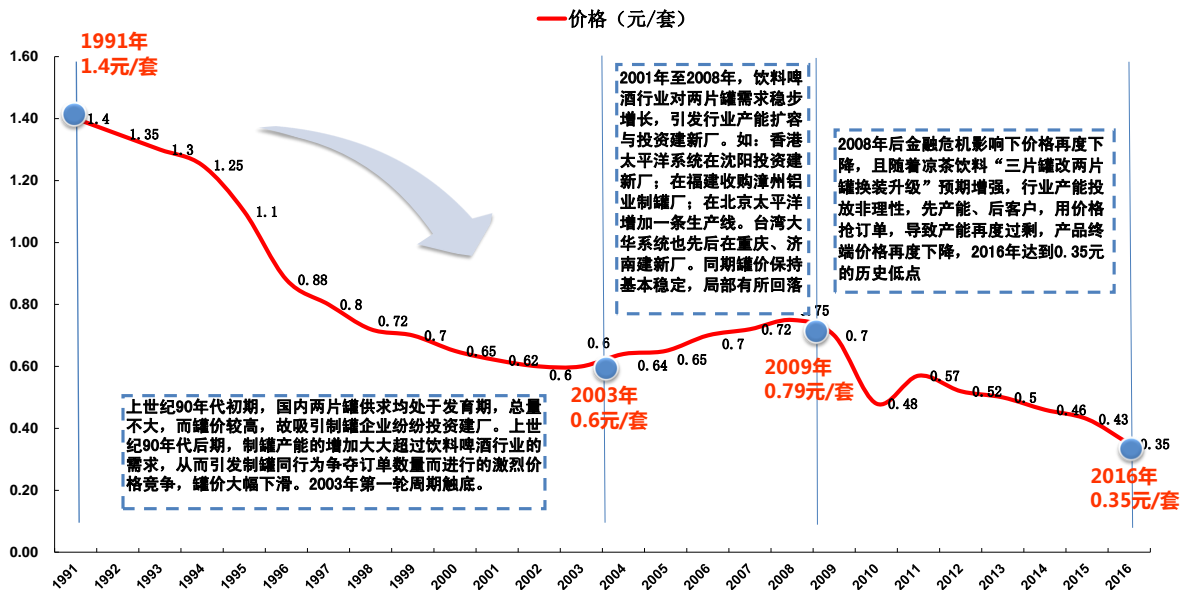
### 3、行业已触底，拐点可期

两片罐的主要原材料为铝，三片罐为马口铁，两片罐价格较三片罐便宜，但三片罐厚度大，强度高，无论内容物是液体或者是固体都能提供很好的支撑；而两片罐较薄，若内容物不带压则容易变形，因此非碳酸类饮料使用两片罐时需要充氮（碳酸饮料含有丰富的二氧化碳，灌装好后不易变形），但充氮设备成本较高。

2008年后受金融危机影响，两片罐需求增速有所减缓，价格再度下降。2009年下半年，随着经济的回暖，两片罐的需求稳步回升。2010年之后，我国率先走出全球经济危机，且过去几年下游饮料行业啤酒罐化率提升；两片罐充氮技术完善，饮料生产体量扩大，规模效应显现，很多企业纷纷从三片罐换装为两片罐，比如加多宝2012年起改用两片罐包装，2014年换装完成；王老吉2014年开始使用两片罐包装。很多民营小企业不断涌入，两片罐产能再度非理性增长。

此时由于金属包装行业集中度低，宝钢包装、中粮包装等行业龙头企业的话语权较弱，小企业偏向通过压低价格争取客户，各生产商之间产品定价陷入恶性竞争，促使两片罐产品均价逐年下行，从2008年左右的0.75元/套下降至2012年以后的0.5元/套。2015年末，随着竞争愈发激烈，铝价下行等因素，两片罐价格继续下调，其中高价格客户下降幅度可达20%，低价格客户下降10%。2016年两片罐价格下探至0.35元/套的历史低点，行业竞争无序化到达巅峰，两片罐行业陷入新一轮周期底部。

图 12：1991-2016 年两片罐发展历程



资料来源：奥瑞金可行性报告，宝钢包装招股说明书，宝钢包装，中粮包装各年年报，中信建投证券研究发展部

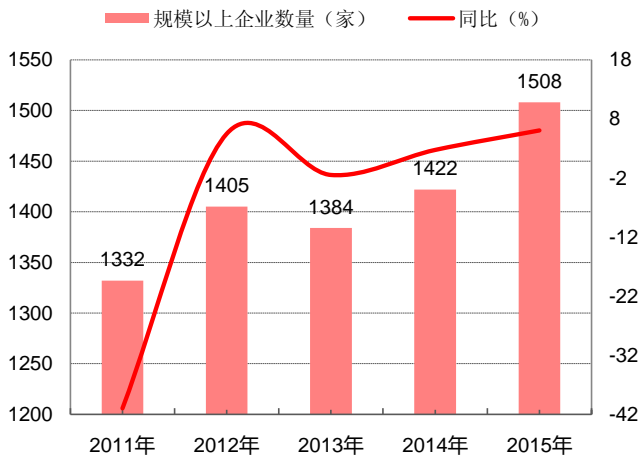
我们认为，在两片罐价格触底的大背景下，小企业由于规模较小，盈利能力弱于龙头，生存将面临更大压力，而新企业进入壁垒更高。整体来看，国内龙头中粮包装、宝钢包装、奥瑞金、昇兴股份等公司在整合中占据优势，市场集中度有望显著提升，将有助于改善金属包装行业内现有竞争格局，提高行业整体经营效率，行业拐点可期。



### （三）塑料包装：态势平稳，未来走向轻量化、绿色化

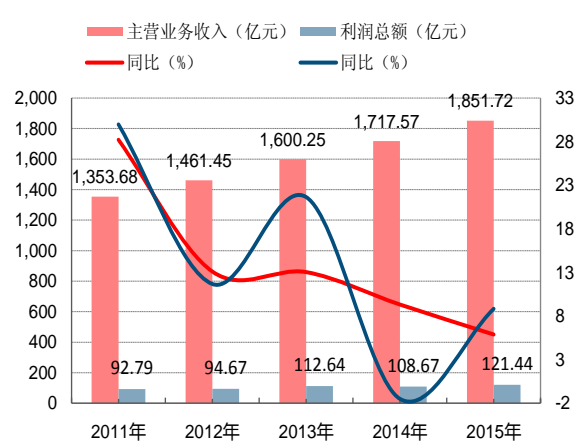
2015 年我国塑料包装箱及容器制造行业规模以上企业 1508 家，比上年增加 86 家，累计实现主营业务收入 1851.72 亿元，同比增长 5.88%，增速比上年同期下降 3.44pct。全国塑料包装箱及容器制造行业累计完成利润总额 121.44 亿元，同比增长 8.83%，增速比上年同期提高了 10.33pct。

图 13：2011-2015 年塑料包装箱及容器制造行业规模以上企业数量（家）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 14：2011-2015 年塑料包装箱及容器制造行业主营业务收入、利润总额及同比增速（亿元、%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

发展空间上，塑料包装将走向轻量化，绿色化，拓宽应用领域，由工业包装向医药包装、建材包装、化妆品包装进军，其使用范围和前景将越来越广阔。

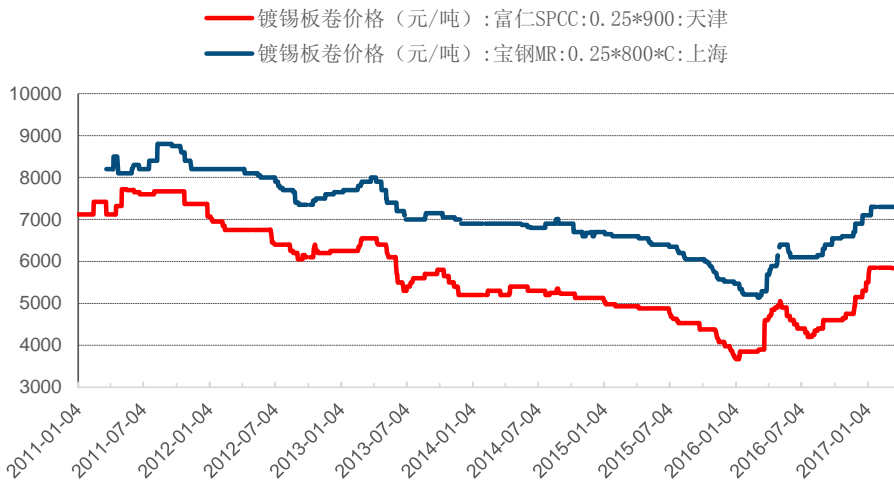
### （四）马口铁、铝制包装成本端承压，公司灵活调节积极应对

公司采购的原材料主要有镀锡薄板、铝、塑料等。公司马口铁、铝制包装价格对镀锡薄板和铝等原材料价格比较敏感，2013-2015 年，公司马口铁产品价格受原材料镀锡薄板价格下滑影响有所下调，因此原材料价格对公司成本控制和盈利能力至关重要。

公司马口铁业务占比最高，2016 年收入占比达 52.44%。2011 年以后，随着国内马口铁产能的加速释放和产品同质竞争加剧，国内马口铁市场价格战愈演愈烈。2016 年 1 月，国内镀锡薄板价格达到 2011 年以来历史最低点，此后保持增长趋势，进入 2017 年以后，镀锡薄板价格整体保持平稳。2012-2016 年，公司通过客户分级管理，降本增效，毛利率稳步提升，未来公司仍需在管理运营方面加强以应对价格上涨的压力。



图 15：2011 年至今国内市场镀锡薄板价格走势



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

铝制包装是公司的第二大业务，2014-2016 年收入平均占比为 39.39%。2015 年全球原铝供需结构出现恶化，因中国产量增速过快，推动全球原铝产量稳步增长，但全球原铝消费增速快速下滑，使得全球供需平衡从前两年的短缺快速滑向过剩。2016 年一方面由于之前的供给侧改革铝产能减产见成效，另一方面原料动力煤和氧化铝价格大幅上涨，导致铝价拉涨。

图 16：2014 年至今国内市场铝锭价格（元/吨）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

面对成本上涨的压力，中粮包装积极应对，一方面，公司与客户采取多种合作方式，部分订单定价与铝价绑定，部分订单为协定价格。公司随着铝价和马口铁价格波动调整不同订单占比，在原材料价格上涨时加大成本加成订单比重，在原材料价格下跌时增加协议订单比重。我们认为公司作为包装龙头相对中小企业具有综合成本优势，且公司积极应对原材料价格变化，在行业触底时具备更强的生存能力，并在行业出现拐点时将率先反弹。



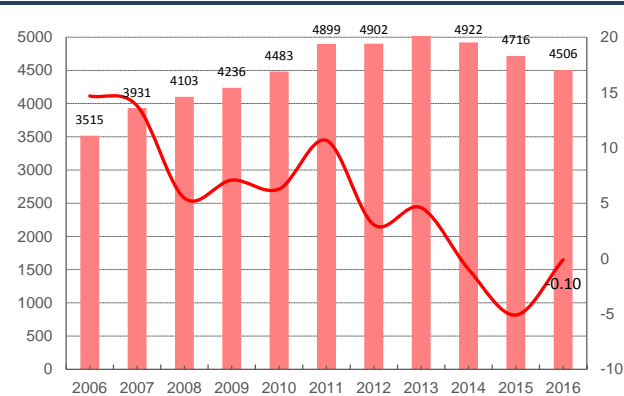
### 三、驱动：两片罐受益于啤酒罐化率提升，单片罐受益于自主研发

#### （一）啤酒罐化率提升打造未来盈利增长点

中国是全球最大的啤酒生产国和消费国，据国家统计局数据，2016年我国啤酒产量约4,506.40万千升，同比减少约0.1%。但我国目前啤酒罐化率仅为15%，而世界其他国家如美国、英国、巴西、韩国的啤酒罐化率分别为52%、49%、38%、36%，国外平均罐化率已达35%以上。随着我国消费升级趋势加深，包装行业啤酒罐化率还有较大提升空间。

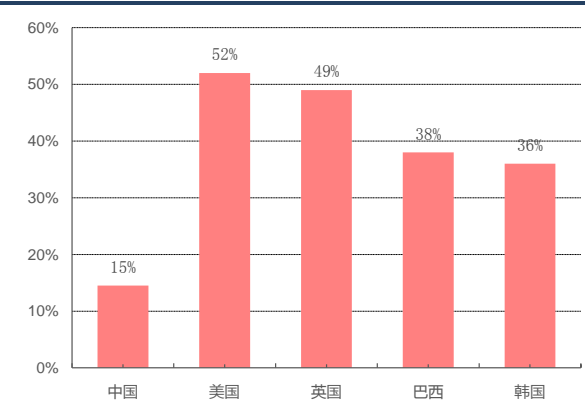
另外据彭博数据库统计，2015年全球最受欢迎的啤酒品牌为华润雪花啤酒（市场份额为5.4%），其他上榜品牌还有青岛（第2位，市场份额为2.8%）、百威（第4位，市场份额为2.3%）、燕京（第6位，市场份额为1.9%）、哈尔滨（第8位，市场份额为1.5%）。其中，华润雪花、百威、青岛啤酒已经与公司建立了长期合作关系。

图 17：2006-2016 年我国啤酒产量（万千升）及同比增速（%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 18：国内外啤酒罐化率（%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

#### （二）行业层面金属包装产业升级、中粮包装自主开发提高盈利

##### 1、行业层面，金属包装产业升级

金属包装行业在稳增长、新常态的历史阶段下，行业创新与转型升级已经全面启动。产品端显现**轻量化、罐形差异化、互联网化**的产品升级趋势，企业端显现**销售转型**，从单一的产品销售商转向产品解决方案与服务提供商；由被动销售转向主动服务，打造“互联网+”平台，成为跨境服务商，远程无国界的方案服务商；**生产转型**，从粗放生产转向精细生产，借助于 ERP 信息化数字系统，精益制造成为新的亮点；**企业转型**，逐渐走向智能制造、专业化制造，由来料加工 OEM 低端生产向自主知识产权的 ODM 生产，自主品牌的 OBM 高端制造方向发展。

**产品轻量化。**随着行业的发展，金属罐制造水平不断提高，目前金属饮料罐的罐身用铁也出现从常规的 0.20mm 逐步向 0.15mm 方面减薄的趋势，并出现 0.15mm 厚度以下的工业产品。例如瑞士 Soudronic 的焊机和组合机能够实现 0.12mm 马口铁的焊接和封卷，德国高宝印刷机能够实现 0.12mm 马口铁的印刷。但是目前国内



能够生产 0.12mm 级别金属包装的企业仍然极为有限，我们认为，由于行业轻量化发展对员工的素质和设备水平要求较高，将来主要仍将是龙头公司率先突破，享受转型红利。

**罐型差异化。**金属罐虽然有标准罐型，但是随着消费者个性化需求的崛起，以及食品饮料下游竞争的加剧，对非标准化罐型的需求量逐渐加大，成为金属行业产品发展的另一大方向。而罐型的差异化改造导致对设备的改造投入加大，若没有稳定的客户和订单支撑，企业极少愿意投入资金改变。但同时那些积极突破自身生产限制，积极和下游合作掌握异形罐生产技术的企业，也将能够享受差异化产品带来的高盈利能力和竞争壁垒，获得更大发展。如目前行业内奥瑞金 2015 年在湖北咸宁实施新型包装生产项目，生产铝瓶罐和纤体罐，与福建康之味签订协议在福建漳州建立异形罐生产基地。

**销售转型，“互联网+”提升行业销量。**金属包装数码化，以二维码、AR 增强现实（图像识别）、RFID 电子标签等作为产品包装上的数据入口，通过对产品的原材料获取、生产、仓储、物流、销售、消费等环节的信息采集，构建智慧物联大数据平台，通过云计算、移动互联网等技术，实现产品防伪、追溯、移动营销、品牌宣传等功能，从而增强消费者的体验感，提升企业的品牌宣传力度。

**生产转型，技术升级利好行业毛利。**分产品看，目前国内生产杂罐、气雾罐、食品罐以及化工罐的印铁制罐企业所使用的印涂设备，仍沿用传统的双色印铁机。生产低速、利用率较低、印刷质量难以控制，造成能耗和劳动力成本的大大提高。国外市场欧美企业早在本世纪初已开始使用高宝金属印刷（KBA-MetalPrint）目前最先进的多色连印金属彩印机，以降低运行成本。

## 2、公司层面自主开发，技术领先

公司自主开发单片罐生产模具，瓶盖环氧密封胶技术、异型容器制造、深冲彩印预变形、高保真宽色域加网彩印等多项行业高端技术。中粮包装主持或参加国家、行业标准的制定，其中国家标准 8 个，行业标准 2 个，拥有 373 项包装技术专利，荣获多项国际包装大奖。2014 年公司引入德国单片罐技术，技术方面实现整合升级，最新的生产线可完全根据客户对产品质量的严格要求进行配置，特别增加成品自动清洗、杀菌设备。

目前单片罐全线设计速度 240 罐/分钟，具备浮雕、异型等多种个性化外观效果的生产能力，所有设备来自 Hinterkopf、Schuler、Tema 等欧美行业顶尖供应商，是目前全球范围内最先进的生产线。

下游客户包括碳酸啤酒饮料、医药产品及个人护理高端产品。最新的单片罐产品，由于保存质量更佳，适用于碳酸饮料、喷雾罐及医药包装等，有望提高整体毛利率。

## 四、公司优势：全品类、广布局、大客户质优

中粮包装是中国金属包装业最大的制造商，在多个细分领域均为板块之冠。竞争优势主要体现在稳固的高端客户基础、全国布局的产能优势、多样化及互补的产品优势、雄厚的研发实力并积极参与行业标准的制定。

公司主要产品包括马口铁包装产品（三片饮料罐、食品罐、气雾罐、金属盖、钢桶、方圆罐、印涂铁等）、铝制包装产品（两片饮料罐、单片罐）和塑料包装产品；另外，公司还提供包括高科技包装设计、印刷、物流及全方位客户服务等综合包装解决方案。





表 3：主要产品介绍

产品	介绍
<b>马口铁包装</b>	
三片罐	 <p>用于蛋白饮料、功能饮料、八宝粥、果蔬汁及咖啡饮品等产品的包装</p>
食品罐	 <p>包括奶粉罐和普通食品罐；普通食品罐主要用于包装蔬菜、肉类和海鲜等加工食品。</p>
气雾罐	 <p>主要用于汽车护理用品、空气清新剂、个人护理和除虫产品等家居日化产品的包装</p>
金属盖	 <p>包括旋开盖、皇冠盖；旋开盖主要用于包装蔬菜、水果和调味品的玻璃瓶；皇冠盖主要用于瓶装啤酒、碳酸饮料及其他饮料配套封盖。</p>
钢桶	 <p>用于盛装散装食用油、果汁、果酱、工业用香精香料及润滑油等</p>
方圆罐	 <p>用于各种化工油漆、涂料、小包装油脂等产品的包装</p>
印涂铁	 <p>用于各种礼品糖果盒、食品、化工、瓶盖、电池和其他电子电器产品等的包装，也用于满足自身制罐（三片罐、喷雾罐）及金属盖（旋开盖、皇冠盖）产品的配套需求。</p>

**铝制包装**



两片罐



用于啤酒、碳酸饮料和茶饮料等产品的包装

单片罐



用于日化用品、啤酒和碳酸饮料、医药产品的包装

### 塑料包装

塑料包装



用于个人护理、日化产品及食品饮料的包装

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

## (一) 马口铁包装: 占比超过半壁江山, 高附加值产品增加提高盈利

公司的马口铁包装产品包括三片饮料罐、食品罐(含奶粉罐)、气雾罐、金属盖、钢桶、方圆罐、印涂铁及其他包装产品。公司在多个细分市场处于行业领先地位, 其中在奶粉罐、气雾罐、旋开盖的市场份额为全国第一。

2013-2015 年, 上游原材料马口铁价格持续下调, 公司马口铁产品销售单价也有所调整。2015 年马口铁包装收入由 2012 年 34.36 亿下降至 25.87 亿元, 但公司毛利率保持持续增长趋势, 2015 年毛利率由 2012 年 15.3% 提升 4.2pct 至 19.9%。2016 年公司大部分马口铁包装产品销量保持增长, 尤其是优势厚利的奶粉罐和钢桶包装领域, 销量取得了两位数的增长, 驱动马口铁包装产品收入同比增长 5.84% 至 27.38 亿元。

表 4: 2012-2016 年马口铁包装收入及同比增速 (亿元)

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
三片饮料罐(亿元)	8.83	5.19	4.81	4.44
同比 (%)		-41.22	-7.32	-7.69
食品罐(亿元)	3.7	4.08	5.13	5.52
同比 (%)	-2.89	10.27	25.74	7.60
气雾罐(亿元)	3.36	3.33	3.05	2.99
同比 (%)	0.90	-0.89	-8.41	-1.97
金属盖(亿元)	5.59	5.59	4.77	4.3
同比 (%)	-4.61	0.00	-14.67	-9.85
钢桶(亿元)	4.34	4.91	4.63	5.15
同比 (%)	13.32	13.13	-5.70	11.23



方圆罐(亿元)		1.7	1.72	1.78
同比(%)			1.18	3.49
印涂铁(亿元)	1.57	1.35	1.22	2.68
同比(%)	5.37	-14.01	-9.63	119.67
合计: 马口铁产品(亿元)	29.1	26.63	25.87	27.38
同比(%)	-15.31	-8.49	-2.85	5.84

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

### 1、三片饮料罐

三片饮料罐广泛用于蛋白饮料、功能饮料、八宝粥、果蔬汁及咖啡饮品等产品的包装。产能布局在天津、成都、番禺等地,年产能可达12亿罐。主要客户包括红牛、养元、露露、达利集团及泰奇食品等。

之前由于三片罐需求旺盛,公司部分三片罐业务外包。近年来下游部分客户陆续转换使用两片罐,2014年加多宝换装两片罐计划完成,王老吉三片罐改两片罐计划启动,三片罐市场需求疲软,公司停止三片罐的外包生产,产能富裕,另外行业竞争加剧,三片罐价格下调明显。行业景气度低拖累三片罐2016年收入由2013年8.83亿下降至4.44亿元;但同比下降速度有所放缓,2014-2016年,同比分别为-41.22%、-7.32%、-7.69%。

### 2、食品罐(含奶粉罐)

食品罐主要包括奶粉罐和普通食品罐,公司是内地最大的奶粉罐生厂商。

**奶粉罐方面**,公司在杭州、天津、番禺、哈尔滨等地建有15条生产线,产能达2.72亿只。主要客户有美赞臣、惠氏、雀巢、伊利、雅士利、飞鹤乳业等。

**普通食品罐**主要用于包装蔬菜、肉类和海鲜等加工食品,主要客户包括联合利华等。

受进口奶粉及奶粉行业国家政策日趋严格影响,行业增速放缓;同时2016年马口铁价格上涨,成本承压;但公司提质增效,严控产品质量;引领包装升级,启动易撕盖项目;2015年完成永富容器哈尔滨和福州工厂的收购,进一步完善产能布局,2016年食品罐实现收入5.52亿,同比增长7.6%,2012-2016年复合增长率达9.71%。

### 3、气雾罐

公司是国内最大的气雾罐生产商,产品主要用于汽车护理用品、空气清新剂、个人护理和除虫产品等家居日化产品的包装。公司在杭州、番禺、天津等地建有9条气雾罐生产线,产能达4.67亿只。主要客户包括深圳彩虹、上海庄臣、中山榄菊及康达等。

气雾罐方面公司在细分市场发力,打造差异化优势,在行业竞争加剧的情况下,采取商业模式的创新,2016年实现收入2.99亿元,同比下降1.97%。

### 4、金属盖

金属盖主要包括旋开盖、皇冠盖。

**旋开盖**主要用于包装蔬菜、水果和调味品的玻璃瓶。公司在无锡、成都及山东等地设有生产基地,产能达



33.2 亿只。主要客户有海天、欢乐家、老干妈等。

**皇冠盖**主要用于瓶装啤酒、碳酸饮料及其他饮料配套封盖。公司有无锡、成都、天津、广州四家生产商，产能达 97 亿只。主要客户有华润雪花啤酒、百威英博及青岛啤酒等。

自 2014 年起，金属盖下游市场端低迷，2016 年市场延续此趋势。为应对市场需求不振，公司加强运营管理、重视研发创新，提升大客户占比，控制低毛利产品公司，有效提升产品的盈利能力。2014-2016 年金属盖收入分别为 5.59、4.77、4.3 亿，同比分别为 0、-14.67%、-9.85%。

## 5、钢桶

公司生产的 200 升及以上容积钢桶主要用于盛装散装食用油、果汁、果酱、工业用香精香料及润滑油等。主要客户包括中石化、壳牌、中石油、阿克苏诺贝尔、立邦等。公司在山东、广州、天津、昆山设有 5 条生产线，截至 2016 年 12 月 31 日，产能约为 680 万桶。

2016 年原材料价格持续上涨，成本承压，为此公司加大国际品牌和优质新客户的开发力度，实施客户分级管理，推进标杆管理，实施对标改善，提升客户满意度。2016 年实现收入 5.15 亿元，同比增长 11.23%，2012-2016 年复合增速达 4.37%。

## 6、方圆罐

方圆罐主要用于各种化工油漆、涂料、小包装油脂等产品的包装，主要客户包括威士伯集团、阿克苏诺贝尔、嘉宝莉、益海嘉里和叶氏化工等。

2016 年苏州方圆罐生产线正式投产，一方面随着产能布局的完善，公司更加积极发挥区域协同作用，提升产量规模；另一方面保持良好的大客户关系的同时，推进新客户开发。2015-2016 年方圆罐营收分别为 1.72、1.78 亿元，增速为 1.18%、3.49%，业绩稳健，保持上涨趋势。

## 7、印涂铁

印涂铁主要用于各种礼品糖果盒、食品、化工、瓶盖、电池和其他电子电器产品等的包装，也用于满足自身制罐（三片罐、喷雾罐）及金属盖（旋开盖、皇冠盖）产品的配套需求。主要客户有奥瑞金、苏泊尔、东山电池、老干妈等。

受马口铁价格下调的影响，2015 年印涂铁业绩下滑，营收 1.22 亿，较上年同期下降约 9.6%。2016 年，公司加强与奥瑞金包装的战略合作，推进业务协同，2016 年营收同比激增 119.7%至 2.68 亿元，2012-2016 年复合增长率达 15.81%。



表 5：马口铁包装产能及主要客户

产品	产线分布	产能	生产线	主要客户
三片饮料罐	天津、番禺、成都	12 亿只	10	红牛、养元、露露、达利集团及泰奇食品
奶粉罐	杭州、天津、番禺、哈尔滨	2.72 亿只	15	美赞臣、惠氏、雀巢、伊利、雅士利、飞鹤乳业
喷雾罐	杭州、天津、番禺	4.67 亿只	9	深圳彩虹、上海庄臣、中山榄菊、康达
旋开盖	无锡、成都及山东	33.2 亿只	25	海天、欢乐家、老干妈
钢桶	昆山、天津、广州、山东	680 万只	5	中石化、壳牌、中石油、阿克苏诺贝尔、立邦

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## （二）铝制包装：两片罐产能布局助力业绩增长，单片罐受益于自主研发

铝制包装产品主要包括两片饮料罐、单片罐，具有生产自动化程度高，可完全回收利用等特点，是近几年公司重点发展的业务之一。

“先有市场，后有工厂”是中粮包装渐进式扩张的基本原则，目前公司产能分布于杭州、天津、武汉、成都、广州、南宁、莆田等地，产能分散，方便客户采购。公司充分利用产能全国布局优势，有序推进产能提升，2016 年铝制包装产品收入同比增加 0.2% 至 20.38 亿元，2012-2016 年复合增长率达 10.85%。

表 6：2012-2016 年铝制包装产品销量

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
两片罐(亿罐)	23.84	34.79	44.13	48.06	54.12
同比 (%)		45.93	26.85	8.91	12.61
单片罐(万罐)		683	2876	4108	7134
同比 (%)			321.08	42.84	73.66

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

### 1、两片饮料罐（两片罐）

两片罐主要用于啤酒、碳酸饮料和茶饮料等产品的包装，主要客户为加多宝、华润雪花啤酒、可口可乐中国、青岛啤酒及百威英博等。近年来，凉茶类产品包装形式逐渐由三片罐转为两片罐，啤酒罐化率不断提升，两片罐市场需求快速增长。公司紧抓市场发展契机，稳步推进区域布局，逐步提升产线产能。

**产能方面**，截至 2012 年底中粮包装拥有 4 条两片罐生产线，由于加多宝将包装由三片罐改为两片罐，导致公司两片罐生产线达满负荷生产。2014 年 6 月，产能约为 10 亿只的广州生产线正式投产；2014 年 11 月，南宁两片罐生产线投产。2016 年公司斥资 3 亿元，将一条生产线从杭州移至莆田（产能约 7-8 亿罐）；另外一条新生产线的建设将视下游客户百威英博的生产情况而定。**截至 2016 年 12 月 31 日，公司在杭州、武汉、天津、成都、广州、南宁等地设有 7 条生产线，总产能可达 61 亿只。**（不包括 2017 年一季度以来，新增的浙江纪鸿、成都高森项目、东北鞍山永安集团合作项目，三个项目达产后预计新增产能约 30 亿只，总产能将达 91 亿只）

**2017 年以来产业整合提速，中粮包装有望成为行业集中度提升的重要受益者。**公司通过兼并收购方式快速提升了自身的业务规模，并且缓解了因区域的需求稳定上升而导致的公司相对产能不足瓶颈，提升公司的地区影响力。

（1）浙江海宁两片罐项目。2017 年 3 月 15 日，中粮包装发布公告，其间接全资附属公司中粮包装投资向



纪鸿国际收购浙江纪鸿包装 51% 股权，作价 6675 万元人民币。纪鸿包装位于浙江海宁市连杭经济技术开发区，占地 100 亩，主体厂房已基本建设完成，目前正加快推进一条国内速度最快（3600 罐/分）、具备国际领先水准的两片罐生产设备的安装工作，预计于 2017 年下半年投产。

(2) 成都高森年产 7-8 亿两片罐项目。2017 年 3 月 27 日，中粮包装发布公告，以人民币 7496.57 万元收购成都高森包装容器有限公司的 100% 股权。高森包装位于四川成都市龙泉驿区，占地 66 亩，其主体厂房及办公楼已基本建设完成，并引进一条年产能为 7-8 亿只的两片罐生产线，预计近期竣工投产。由于公司此前在西南区域仅有一条两片罐生产线，且只能生产 330ml 罐型，产能略显不足，此次收购可提升该区域产能；另一方面，挖掘新产品潜力，如 500ml 罐型，SLEEK 罐型。

(3) 东北鞍山永安集团两片罐合作项目。2017 年 4 月 13 日，中粮包装与永安集团签署了在东北投资、开展两片罐业务的合作协议，成立合资公司，并引进一条两片罐生产线。

**收入端**，公司通过内部整合，调整订单结构，提升开机率，维持了较高的毛利率；关注市场动态，迎合市场需求，发挥产能优势，迅速提升销量，2016 年两片罐产品销量达 54.12 亿罐，同比提升 12.61%，2012-2016 年复合增长率达 22.75%。

## 2、单片罐

单片罐主要用于日化用品、啤酒和碳酸饮料、医药产品的包装。公司位于杭州的 2 条生产线年产能约为 9500 万罐，主要客户包括百威英博、SMB Global、杭州华艺、伍尔特集团、日本大造等。生产设备来自 Hinterkopf、Schuler、Tema 等欧美行业顶尖供应商，是目前全球范围内最先进的生产线。

公司持续关注经验累积，根据市场需求提升产能；逐步熟练掌握生产技术，突破技术瓶颈，自主开发生产模具，以差异化战略赢得市场。2013 年，公司通过了国家食品药品监督管理总局审核认证，获得了药品包装材料注册证。同时，2013 年首条高速单片罐产线运营生产，第二条生产线于 2015 年 Q4 建成投产，随着新增产能释放和制造能力的持续提升，单片罐销量快速提升。2013-2016 年销量分别为 683、2876、4108、7134 万罐，同比增速分别为 321.08%、42.84%、73.66%。

表 7：铝制包装产能及主要客户

罐型	产线分布	产能	生产线	主要客户
两片罐	杭州、天津、武汉、成都、广州、 南宁、莆田	61 亿只	7	嘉多宝、华润雪花啤酒、可口可乐中国、青岛啤酒及百威英博
单片罐	杭州	0.95 亿只	2	百威英博、SMB Global、杭州华艺、伍尔特集团、日本大造

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## （三）塑料包装：产能布局全国，工艺行业领先

塑料包装主要用于个人护理、日化产品及食品饮料的包装，公司目前可生产 10ML—6000ML，以 PE/PP/PET/NYLON/ABS 等为原料的各种塑胶包装容器，现有设备 300 多台，拥有全球领先的双工位大型多层吹瓶机、注塑机、吹拉机、电动注塑机等，并配有德国视觉检测系统，意大利全自动丝网印刷机及台湾全自动贴标机等，产能约为 4.27 万吨。公司产线布局逐渐完善，分产品看，PET 产线位于荆州、上海、太仓；吹塑产品产线分布于番禺、荆州、上海、太仓、天津、中山各地；注塑产品产线坐落于荆州、上海、太仓、天津、中



山等地。2016 年，食品类客户收入占比明显提升，主要客户有宝洁、强生、蓝月亮、利洁时、庄臣和贝亲等。

截至 2016 年底，塑料包装收入达 4.45 亿元，较去年同期下降约 7.9%，约占公司收入总额的 8.5%。

表 8：塑料包装产能及主要客户

产品	产线分布	产能（吨）	主要客户
PET	荆州、上海、太仓		
吹塑	番禺、荆州、上海、太仓、天津、中山	42700	宝洁、强生、蓝月亮、利洁时、庄臣和贝亲
注塑	荆州、上海、太仓、天津、中山		

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

#### （四）混改+员工持股助推业绩向上

2015 年 11 月 8 日，奥瑞金协议受让中粮集团 27% 的股份，成为公司第二大股东。2016 年中粮包装混合所有制改革全面落实，3 月 7 日，中粮包装与奥瑞金签订战略合作签约，双方承诺将在技术、产能、营销、供应链管理等方面进行深度合作。

奥瑞金包装是国内金属饮料包装行业的领先企业，为红牛最大的供货商，同时也为雀巢、青岛啤酒等国内外食品饮料商提供包装服务。长期以来，奥瑞金致力于振兴中国金属容器制造行业，主要为客户提供各类食品、饮料、罐头、啤酒、乳制品等产品的包装制品生产，同时可提供包括高科技包装设计、制造及全方位客户服务等一体的综合包装解决方案。

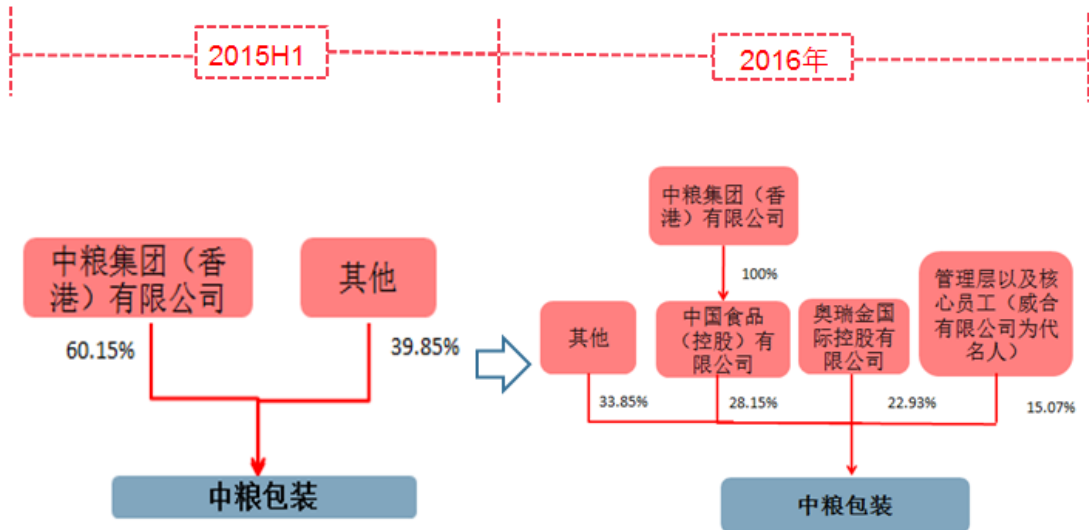
在包装行业竞争激烈、产能过剩，行业亟待整合的背景下，包装行业规模最大、业绩最好的两家企业携手共进将带来协同效应，提高整体产能利用率；优化业务与区域结构，避免低效投资；实现研发资源互补，提高创新能力；集中优势资源，适时实施包装产业整合；共同拓展海外市场，培育海外运营和生产基地。

2016 年 9 月 9 日，公司落实管理层及核心员工持股方案，合计配发 1.77 亿股股份(由威合有限公司作为代名人持有)。此次配股完成后，中粮集团（香港）持股比例约为 28.15%，奥瑞金持股约 22.93%，管理层及核心员工认购人则合计持股约 15.07%。

公司混合所有制改革和员工持股计划的实施，有效地提高了公司业务灵活性和员工参与度，增强了公司竞争力。



图 19：2015H1-2016 股本结构变动



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## 五、竞争对手比较：中粮包装行业龙头、盈利稳健

目前，公司在国内的主要竞争对手有奥瑞金包装股份有限公司、昇兴集团股份有限公司和上海宝钢包装有限公司。

**奥瑞金包装股份有限公司**，1997 年成立于北京市，是一家集金属制罐、金属印刷、底盖生产、易拉盖制造和新品研发为一体的大型专业化金属包装企业。主营业务有三片罐产品和两片罐产品。

**昇兴集团股份有限公司**，1992 年成立于福建省福州市，主营业务为马口铁易拉罐等金属包装容器的设计、生产和销售，为食品、饮料行业企业提供从金属包装容器设计、晒版、印刷、生产到配送一整套服务。

**上海宝钢包装有限公司**，2004 年成立于上海市，主要产品为金属两片罐及配套易拉盖和印铁产品。

### （一）奥瑞金产品升级加速发力、中粮包装提质增效

**营收规模方面**，中粮包装仅次于奥瑞金，在行业内较高。2013 年以前，中粮包装营收规模业内领先。2014 年奥瑞金商业模式转型，子公司北京包装收购饮料灌装业务，实现了业务模块间的协同发展，成立香芮包装，强化包装设计功能；开展二维码辅助产业链管理服务，发展智能包装；由传统的金属包装制造商转型为综合包装解决方案提供商，营业收入首次超越中粮包装。2016 年中粮包装营收为 52.28 亿元，仅次于奥瑞金（2016 年营收为 75.99 亿元）。同期，昇兴股份、宝钢包装的营收规模分别为 21.59、40.01 亿元。

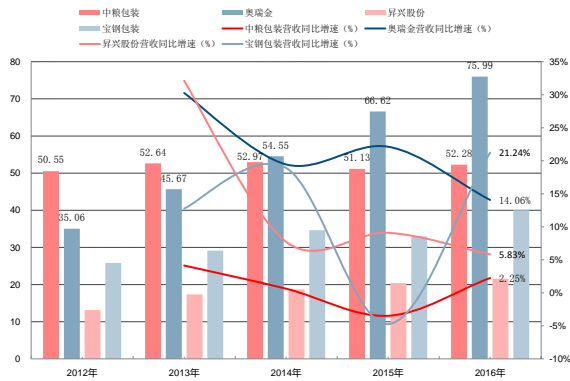
**归母净利润方面**，2016 年行业下游需求疲软，同质竞争加剧，中粮包装、奥瑞金、昇兴股份、宝钢包装归母净利润分别为 2.94、11.67、1.86、0.10 亿元，同比增速分别为 3.89%、14.75%、40.91%、-88.51%。2016 年中粮包装提质增效，净利润提升至 2.94 亿元，同比增加 3.89%。奥瑞金自 2012 年一直保持稳步增长趋势，2012-2016 年复合增长率为 30.29%。2016 年昇兴股份实现归母净利润 1.86 亿，2012-2016 昇兴股份归母净利润复合增长率





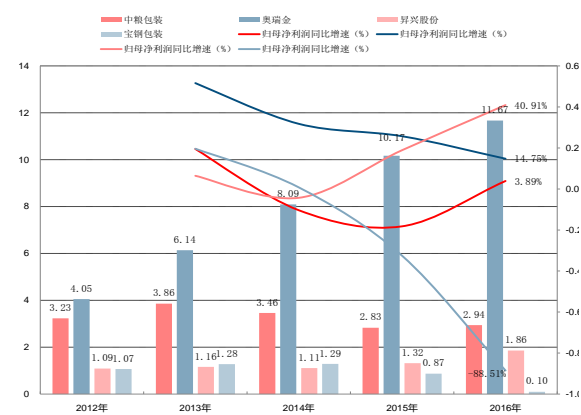
为 14.29%。宝钢包装保持下跌趋势，2016 年报归母净利润 0.1 亿,同比下降 88.51%。

图 20: 2012-2016 年可比公司主营业务收入 (亿元)



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 21: 2012-2016 年可比公司净利润 (亿元)

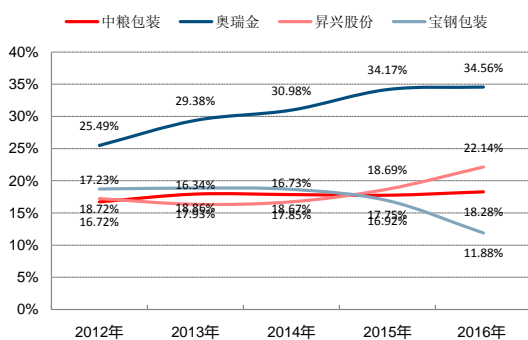


资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

**盈利能力方面**，产品升级驱动奥瑞金毛利率、净利率水平遥遥领先。成本端奥瑞金 2014 年山东龙口制盖生产线投产，外部采购数量大幅降低；收入端红牛销售稳健、订单价格持稳；另一方面技改显现实效，异型罐、纤维罐、铝瓶罐毛利率较高，利好公司整体；2016 年毛利率从 2012 年的 25.49%提升 9.07pct 至 34.56%。中粮包装毛利率水平小幅提升，2016 年综合毛利率由 2012 年 16.72%提升 1.56pct 至 18.28%。昇兴股份毛利率水平稳中有升，2016 年综合毛利率由 2012 年的 17.23%提升 4.91pct 至 22.14%。宝钢包装两片罐销售单价受行业产能增长过快所累连续下滑，加之国家供给侧改革，钢、铝等大宗商品价格提升，成本端压力增大，2016 年毛利率水平由 2012 年 18.72%下降 6.84pct 至 11.88%。

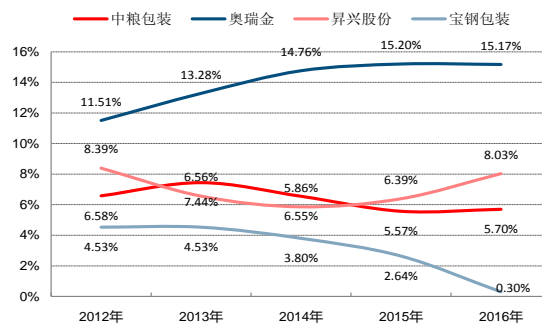
**净利率方面**，2016 年中粮包装、奥瑞金、昇兴股份、宝钢包装的净利率水平分别为 5.70%、15.17%、8.03%、0.30%，较 2012 年分别变动-0.88pct、3.66pct、-0.36pct、-4.23pct。

图 22: 可比公司 2012-2016 年毛利率 (%)



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 23: 可比公司 2012-2016 年净利率 (%)



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

## (二) 产能: 中粮包装布局全国、产能领先, 奥瑞金两片罐产能扩张, 宝钢包装致力开拓越南市场



中粮包装产能充足，覆盖全国，分布于杭州、广州、天津、成都、张家港、南宁、莆田等地。截至 2016 年 12 月 31 日，公司三片罐、奶粉罐、喷雾罐、旋开盖、钢桶、两片罐、单片罐产能可分别达 12 亿、2.72 亿、4.67 亿、33.2 亿、680 万、61 亿（不包括 2017 年一季度以来，新增的浙江纪鸿、成都高森项目、东北鞍山永安集团合作项目，三个项目达产后预计新增产能约 30 亿只，总产能将达 91 亿只）、9500 万只，相比于其他公司产能充足。

奥瑞金两片罐原有 33 亿罐产能经过产能爬坡已接近满产。陕西宝鸡 9 亿两片罐项目、湖北咸宁 10 亿新型包装项目及 2.5 亿灌装项目进展顺利，2017 年将进入投放期，全部产能投放后两片罐总产能将达到 52 亿罐。随着三片罐新增扩建项目等陆续实施，三片罐目前产能可达 57 亿罐。

宝钢包装在上海、广东、四川、北京、河北、湖北、河南、哈尔滨等地设立了生产基地，形成了“东南西北中”覆盖全国的网络化供应格局。截至 2014 年底，公司产能为两片罐 53 亿罐，印铁 17.39 万吨，金属易拉盖 55.30 亿只。由于越南饮料市场发展迅速带动对两片罐包装的需求，2015 年 8 月公司公告将原募投项目“武汉宝钢包装制罐有限公司二期建设项目”变更为“宝钢包装越南顺化制罐项目”、将原募投项目“河北宝钢包装制罐北方有限公司二期新增两片铝罐生产线项目”变更为“宝钢包装哈尔滨制罐项目”。

昇兴股份安徽昇兴两片罐生产线建设于 2015 年 5 月建成投产，江西昇兴三片罐生产线建设于 2015 年 11 月建成投产，使得公司马口铁三片罐生产线总数提升至 31 条，产能可达 49.3 亿罐；铝制两片罐生产线数量增至 2 条，产能可达 18 亿罐。2016 年 11 月 23 日，昇兴股份公告公司持有 10% 份额的产业并购基金——“福州兴瑞丰投资合作企业”拟收购“太平洋制罐集团”下属六家制罐公司股权，太平洋制罐是中国领先的两片铝饮料罐生产商，2014 产能已超过 65 亿只铝罐，但短时间内预计难以并表。综合来看，目前中粮包装为行业内两片罐产能最高企业。

表 9：可比公司主要产品产能

	产能	在建项目
<b>中粮包装</b>		
三片饮料罐	12 亿只	-
奶粉罐	2.72 亿只	-
喷雾罐	4.67 亿只	-
旋开盖	33.2 亿只	-
钢桶	680 万只	-
两片罐	61 亿只	1、2016 年，公司斥资 3 亿元将一条生产线从杭州移至福建莆田，另外一条新生产线建设情况视下游客户而定； 2、2017 年 3 月，公司以 7496.57 万元人民币收购成都高森包装容器并引入一条两片罐生产线，年产能约 7-8 亿罐； 3、2017 年 3 月，公司以 6675 万元收购浙江纪鸿包装，并引入一条两片罐生产线。
单片罐	0.95 亿只	-
塑胶包装	42700 吨	-
<b>奥瑞金</b>		



两片罐	33 亿	1、湖北咸宁新型两片罐项目，预计 2016 年下半年投产，投产后新增产能约 10 亿罐； 2、陕西宝鸡两片罐项目，预计 2016 年下半年投产，投产后新增产能约 19 亿罐；
-----	------	--

**昇兴股份**

三片罐	49.3 亿罐	-
两片罐	18 亿罐	收购太平洋制罐六家制罐公司股权，涉及产能 60 亿罐左右（尚未并表）

**宝钢包装**

两片罐	53.00 亿罐	-
印铁	17.39 万吨	-
金属易拉盖	55.30 亿只	-

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

## 六、投资建议

我们认为，公司作为国内金属及塑料包装龙头，将充分受益于两片罐行业触底整合带来的横向规模增加，和塑料包装产品升级带来的盈利能力向上，且公司综合成本管控能力具有规模优势，能够有效应对原材料价格波动。此外，公司在混改进度上已经有比较实质性的进展，一方面，完成对奥瑞金的股份交割，另一方面于 2015 年进行了员工持股计划，目前股权结构中粮集团（香港）（28.15%）、奥瑞金（22.93%）、员工持股（15.07%）三分，公司作为港股的混改排头兵将充分受益国改概念的催化。我们预计 2017-2018 公司净利润额分别为 3.55、4.18 亿元，同比分别增 20.72%、17.75%，EPS 为 0.30、0.36，对应 2017、2018PE 为 14、12。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：公司业绩预测

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>分产品</b>						
<b>塑料包装</b>						
收入（亿元）	5.59	5.51	4.83	4.45	4.32	4.45
同比（%）	115.00	-1.43	-12.34	-7.87	-3.00	3.00
成本（亿元）		4.74	4.14	3.8	3.67	3.74
毛利（亿元）		0.77	0.69	0.65	0.64	0.71
毛利率（%）		13.9	14.3	14.7	14.9	15.9
<b>马口铁包装</b>						
收入（亿元）	29.1	26.64	25.87	27.38	28.75	30.19
同比（%）	-15.31	-8.45	-2.89	5.84	5.00	5.00
成本（亿元）	24.33	22.27	20.83	21.93	23	24.15
毛利（亿元）	4.77	4.37	5.04	5.45	5.75	6.04
毛利率（%）	16.4	16.4	19.5	19.9	20	20
<b>铝制包装</b>						
收入（亿元）	17.89	20.81	20.34	20.38	20.99	22.04



同比 (%)	32.52	16.32	-2.26	0.20	3.00	5.00
成本 (亿元)	14.26	16.48	17.02	16.94	17.42	18.29
毛利 (亿元)	3.63	4.33	3.32	3.44	3.57	3.75
毛利率 (%)	20.3	20.8	16.3	16.9	17	17
<b>合计</b>						
收入	52.58	52.96	51.04	52.21	54.06	56.67
同比 (%)		0.72%	-3.63%	2.29%	3.54%	4.83%
毛利		9.47	9.05	9.54	9.96	10.49
毛利率	17.99%	17.88%	17.73%	18.27%	18.43%	18.51%

资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部



## 分析师介绍

**陈慎：**中信建投房地产行业首席分析师,上海财经大学经济学学士,英国纽卡斯尔大学金融学硕士,3年房地产研究经验,2013年加入中信建投房地产研究团队,所在团队获2014年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名。

**花小伟：**中信建投轻工制造消费行业分析师,统计学硕士,2012-2014年中国银河证券轻工纺服研究,所在银河团队历史成绩:新财富纺服行业2012年第4,2013第2,2014第4;水晶球纺服2012年第3,2013第2,2014第3;金牛奖纺服行业2012年第3,2013第4,2014第3。获2015年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第5名,2016年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第4名。

**研究助理 孙金琦：**2017年4月加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究;2014-2015年于广发证券、2015~2017年于东兴证券从事轻工造纸研究。

**研究助理 丰毅：**三年金融行业从业经验,曾任私募研究团队负责人,所在团队获2016年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第4名。

**研究助理 陈伟奇：**厦门大学财政学硕士,2016年加入中信建投,所在团队获2016年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第4名。

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn  
姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn  
李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn  
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn  
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn  
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn  
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn  
王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn  
周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn  
刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn  
邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn  
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn  
肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn  
吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn  
朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn  
杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn  
谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn  
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn  
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn  
王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

### 券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622