

奥瑞金 (002701)

增持 (首次)

低估的成长股

市场数据

报告日期	2013.8.05
收盘价(元)	30.58
总股本(百万股)	306.67
流通股本(百万股)	76.67
总市值(百万元)	9377.96
流通市值(百万元)	2344.56
净资产(百万元)	3113
总资产(百万元)	4848.7
每股净资产	10.14

主要财务指标

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3506	4683	6092	7474
同比增长(%)	23.4%	33.6%	30.1%	22.7%
净利润(百万元)	405	561	689	882
同比增长(%)	27.7%	38.5%	22.9%	28.0%
毛利率(%)	25.5%	25.9%	25.1%	25.2%
净利润率(%)	11.5%	12.0%	11.3%	11.8%
净资产收益率(%)	13.6%	17.4%	17.8%	18.9%
每股收益(元)	1.32	1.83	2.25	2.88
每股经营现金流(元)	1.35	1.18	1.55	2.25

投资要点

- **包装是一个值得关注的行业。**资本市场普遍认为其进入门槛低，行业竞争激烈，企业不具有定价权，不具有投资价值。但是，2012年，消费包装行业全球营收达4200亿美元，其中占比最小的金属饮料罐达220亿美元。全球前三大饮料罐企业市场份额合计占60%，市值达123亿美元，P/S接近1。2012年，中国包装行业产值1.3万亿，其中金属包装行业产值达到1070亿。作为一个营收过千亿的行业，行业的龙头企业奥瑞金和中粮包装2012年合计营收不到70亿，CR2不到7%，市值合计不到160亿。
- **行业进入第二阶段，客户结构多元化发展，行业集中度开始提升。**行业领导企业跟随红牛、加多宝快速成长，完成了全国布局，进入客户结构多元化发展阶段。在这个阶段，具有成本优势的企业将脱颖而出。
- **奥瑞金长期投资价值明显：优质客户结构+技术领先。**奥瑞金拥有优的客户结构和领先的技术，受益行业集中度上升。从客户结构上看，公司拥有了三片罐最优质的客户红牛为核心客户，同时借力加多宝向二片罐领域拓展。从技术上看，公司拥有国内领先的减薄技术，0.15mm罐体已经进入规模化生产。
- **短期业绩受益两大客户：**核心客户红牛销量持续高增长，加多宝向两片罐转型带动公司13年两片罐放量。
- **给予增持评级：**我们预测公司13-15年的EPS为1.83、2.25、2.88，同比增长38.5%、22.9%、28%，对应PE为15.7X，12.78X，9.99X。
- **风险提示：**1)主要原材料价格波动风险；2)大客户食品安全风险；3)新产能不能顺利消化的风险。

分析师：

雒雅梅

luoym@xyzq.com.cn
S0190510120006

联系人：

李荣霞

Lirongxia@xyzq.com.cn

王婉婷

wangwt@xyzq.com.cn

请阅读最后一页信息披露和重要声明

目 录

1、奥瑞金：金属包装行业龙头企业	4 -
2、金属包装行业——集中度提升的千亿产值行业	4 -
2.1 大行业小公司，演绎集中度提升故事	5 -
2.2 产能过剩——客户是市场竞争核心	6 -
2.2 集中度提升要素一：客户主导行业，跟随大客户成长	9 -
2.4 集中度提升要素二：技术进步，多元化客户结构	12 -
3、奥瑞金——被低估的成长潜力	12 -
3.1 核心的竞争优势——优质的客户结构	12 -
3.2 奥瑞金长期竞争能力——领先的技术	19 -
3.3 短期看，成本低位，盈利能力能够维持	20 -
4、盈利预测与估值分析	21 -
4.1 盈利预测	21 -
4.2 估值分析	23 -
5、风险提示	25 -
5.1 原材料波动风险	25 -
5.2 大客户食品安全风险	25 -
5.3 新产能不能顺利消化的风险	25 -
5.4 限售股解禁，小非减持对股价造成短期冲击	25 -
6、附注	26 -
6.1 股权结构	26 -
图 1、公司收入稳定增长	4 -
图 2、收入结构图——以三片饮料罐为主要驱动	4 -
图 3、全球包装行业产值及增速	4 -
图 4、2011 年全球不同材质包装产值占比	4 -
图 5、软饮料 2000-2013.5 月的产量和增速	6 -
图 6、植物及含乳饮料收入（亿元）及增速	6 -
图 7、碳酸饮料销售量（万吨）和销量增速	7 -
图 8、啤酒销售量（万吨）和销量增速	7 -
图 9：金属包装行业天然具有扩产能冲动	7 -
图 10、奥瑞金和升兴三片罐产能的增长量（亿罐）	8 -
图 11、主要两片罐企业产能的增长量（亿罐）	8 -
图 12、主要金属包装企业净固定资产/总资产	8 -
图 13、主要金属包装企业折旧/毛利	8 -
图 14、产业链结构	9 -
图 15、来自不同客户的毛利率差异较大	10 -
图 16、红牛、加多宝、旺仔牛奶的零售单价（元）	10 -
图 17：奥瑞金和红牛的产能扩张时间轴	11 -
图 18：奥瑞金的客户结构：红牛为盾，加多宝为矛	13 -
图 19、从在公司收入占比和毛利率来看红牛	13 -
图 20、红牛和加多宝是公司的两极	13 -
图 21、红牛在公司营收贡献中接近 70%	14 -
图 22、红牛超过 90% 的罐子由奥瑞金供应	14 -
图 23：公司毛利结构中，来自红牛的贡献比例	14 -
图 24、红牛两款主要产品及定价	14 -
图 25、红牛 2006-2011 年的销售量及销量增速	14 -
表 10、奥瑞金和红牛的产能布局时间、地点图	15 -
图 26、奥瑞金拥有行业最高的毛利率（%）	15 -

图 27、奥瑞金来自不同客户的毛利率差异较大.....	- 15 -
图 28、各子饮料在饮料行业内的占比 (%)	- 16 -
图 29、各子饮料行业的增速 (%)	- 16 -
图 30、12 年主要饮料公司在网络的投放 (万元)	- 16 -
图 31、2012.2-2012.9 累计广告投放 (万元)	- 16 -
图 32、红牛 30 城市品牌渗透率仅为 8.6%	- 17 -
图 33、大卖场中红牛的展示货架扩大	- 17 -
图 34、大卖场中，红牛还是做堆头推广	- 17 -
图 35、加多宝在公司营收中占比 (%)	- 18 -
图 36、加多宝的对公司收入贡献 (百万元)	- 18 -
图 37、公司的成本结构中，原材料占比达 93%	- 21 -
图 38、原材料中以马口铁和盖子为主	- 21 -
图 39、马口铁价格处于历史低位	- 21 -
图 40、铝材价格也处于历史地位	- 21 -
图 41、奥瑞金的三项费用稳中略升	- 21 -
图 42、中粮包装的三项费用平稳	- 21 -
图 43、奥瑞金的历史 PE	- 24 -
图 44、奥瑞金的历史 PB	- 24 -
图 45、奥瑞金及可比主要公司的 PE	- 24 -
图 46、奥瑞金可比公司的 PB	- 24 -
图 47、波尔公司历史 PE	- 24 -
图 48、波尔和可口可乐 PE 比较	- 24 -
表 1、四类材质包装的优缺点及运用领域	- 5 -
表 2、金属包装行业发展四阶段	- 5 -
表 3、四大下游行业的 2012 年的规模及生产布局	- 6 -
表 4、三片罐和两片罐的投资额	- 8 -
表 5、折旧对公司盈利的影响	- 9 -
表 6、国内外主要金属包装企业的大客户及占比	- 10 -
表 7、奥瑞金为加多宝配套两片罐产能签订采购意向书	- 11 -
表 8、三片罐和两片罐成本、优势比较	- 12 -
表 9、公司主要客户分析	- 13 -
表 11、加多宝各供应商占比	- 18 -
表 12、三片罐和两片罐的特点比较，	- 18 -
表 13、奥瑞金两片罐项目及合作协议	- 19 -
表 14、奥瑞金研发成功的技术	- 20 -
表 15、奥瑞金的在研技术	- 20 -
表 17、奥瑞金三片罐、两片罐产能	- 22 -
表 18、奥瑞金盈利预测关键假设	- 22 -
表 19: 盈利预测结果:	- 23 -
表 20: 可比公司 PE、PB、PS 值	- 24 -
表 21、奥瑞金限售股解禁时间表	- 25 -
表 22、截止 2013.3.31 的前十大股东股权结构表	- 26 -
附表	- 27 -

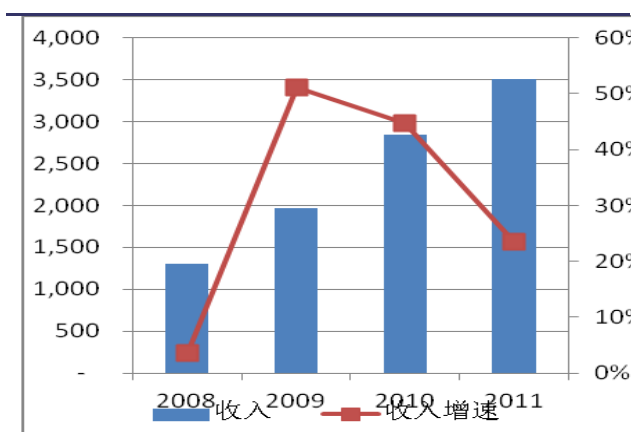
1、奥瑞金：金属包装行业龙头企业

奥瑞金成立于1997年，凭借红牛主供应商的地位，成长为国内金属包装行业的龙头企业。根据中国金属容器委员会信息，早在2010年公司在三片饮料罐饮料行业的市场份额就达到了19%，远超过包装行业整体CR3不到10%的情况。

公司的主业是金属包装罐的生产与销售，主要产品包括三片饮料罐和食品罐，以及正在拓展的二片饮料罐。三片饮料罐主要用于包装功能饮料、植物蛋白饮料、含乳饮料、咖啡饮品等。三片食品罐主要用来包装番茄酱、八宝粥、午餐肉、及奶粉等罐装食品。两片饮料罐主要用于包装含气饮品，如碳酸饮料、啤酒。

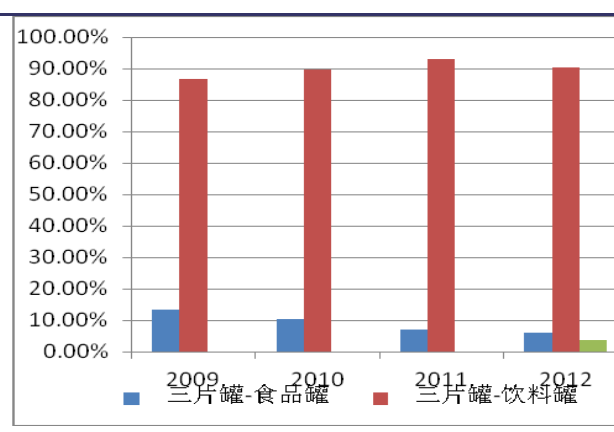
公司优势领域集中在三片饮料罐和三片食品罐，客户群体包含，三片饮料罐的红牛、加多宝、旺旺、承德露露；两片饮料罐的加多宝、青岛啤酒；三片食品罐的新中基、中粮屯河、福建三和。

图1、公司收入稳定增长



数据来源：wind、兴业证券研究所

图2、收入结构图—以三片饮料罐为主要驱动

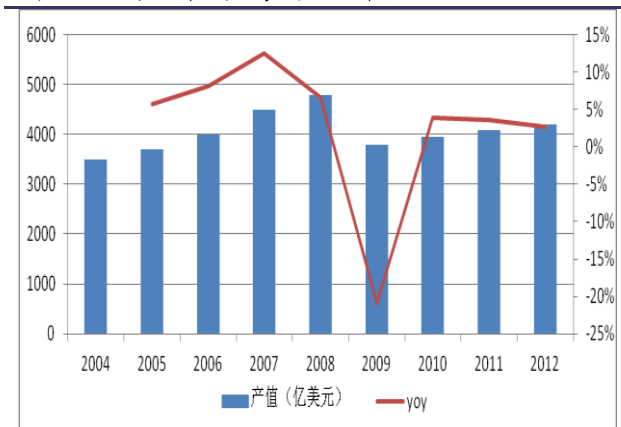


数据来源：wind、兴业证券研究所

2、金属包装行业——集中度提升的千亿产值行业

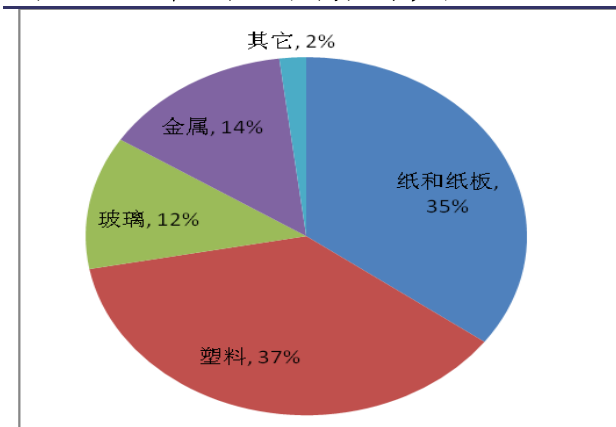
全球来看，包装行业产值大，运用领域极广，涉及到几乎所有的商品。包装从大类上分为纸包装、金属包装、塑料包装、玻璃瓶包装。从趋势上看，纸包装和塑料包装由于成本优势，完成了对金属和玻璃材质包装的部分替代。

图3、全球包装行业产值及增速



数据来源：Rexam、兴业证券研究所

图4、2011年全球不同材质包装产值占比



数据来源：Rexam、兴业证券研究所

表 1、四类材质包装的优缺点及运用领域

	优点	缺点	主要运用领域
纸包装	成本低、质量轻、可回收	不防潮	固体产品
塑料	成本低、质量轻	抗氧化性	食品、医药、日化产品
玻璃	抗氧化性	易碎	高档酒
金属	阻热阻气、遮光、防潮	较贵	罐头、饮料

数据来源：兴业证券研究所

金属罐运用于食品包装有 200 年历史，运用到饮料行业也有近百年历史。由于成本原因，金属饮料罐大量被 PET 瓶替代，运用领域集中在食品罐头、碳酸饮料和啤酒。但金属罐阻热阻气、良好的密封效果以及抗氧化能力的性能，使得虽然经过 20 多年的替代，金属罐在包装行业的占比仍然维持在 14%。

根据 Rexam《全球消费品包装行业报告 2010-2011》，饮料罐大约占全球金属罐的 40%。饮料罐的下游行业中，啤酒约占 40%，碳酸饮料约占 35%。这两个行业罐化率近 10 年稳定在 23%-26%。

对比与中国，金属罐在包装行业占比约 9%，而饮料罐在金属罐中占比约为 30%。饮料罐下游主要的应用领域在蛋白饮料、凉茶、碳酸饮料以及啤酒。应用于啤酒的量不到 10%。

2.1 大行业小公司，演绎集中度提升故事

从全球角度来看，金属罐是大行业、大企业、大市值。从产值上看，全球 2012 年仅消费包装行业的营收达 4200 亿美元，金属包装占 14%，达 588 亿，其中金属饮料罐占 5.2%，达 220 亿美元；从集中度来看，金属包装行业三巨头销售收入均接近百亿美元，在全球市场份额占比>60%，其在北美和欧州的市场占有率超过 80%。从上市公司市值来看，三家公司市值均超过 60 亿美元，PS 接近 1，与其收入规模相匹配。

而国内，金属包装则是典型的大行业、小企业、小市值。从产值上看，中国 2012 年，包装行业产值达 1.3 万亿元，金属包装占比 8%，为 1070 亿元。从企业角度看，国内 CR3 不足 10%。行业内的企业超过 1209 家，平均产值接近 1 亿元，行业最大的企业中粮包装营业也刚过 40 亿。而从市值上来看，没有一家企业突破百亿。

B2B 行业集中度提升的关键在于客户：集中度提升有两个角度，一是跟随下游客户市场份额提升而自然集中，二是多元化客户结构。前者在于跟对大户，后者在于通过能力积累提高企业竞争能力。总结国际经验，行业发展经历 4 个阶段，在第一、二阶段依赖下游客户市场份额的提升，在第三、第四阶段则是多元化客户结构。

表 2、金属包装行业发展四阶段

第一阶段	第二阶段	第三阶段	第四阶段
发展初期	快速发展期	集中度提高期	成熟期
依赖 1、2 个核心客户进行经验和资本积累	下游客户集中度提高，企业获得快速成长。凭借不断积累的经验和资本，拓展生产布局，并在技术上取得突破	凭借生产布局及技术优势，争夺行业客户，促使行业集中度提高	生产布局完善；技术进步进入瓶颈，行业几大巨头瓜分市场，市场份额趋于稳定

数据来源：兴业证券研究所整理

行业正在由第一阶段向第二阶段跨进

红牛和加多宝的快速成长，助推行业集中度提升，行业开始进入了第二阶段。

行业传统的四大应用领域内的企业规模小、分布分散，导致行业内的企业难以凭借大客户完成经验和资本积累，进行扩张，行业集中度小。从我国金属罐的几大运用领域来看，食品罐单个企业规模小，企业布局分散。食品罐中的几大品类，番茄酱集中在新疆、水果罐头集中在海南、其他罐头食品集中在东南沿海；蛋白饮料以旺旺、露露、椰树、养元为主，分别分布在浙江、河北、海南、河北；碳酸饮料转为以 PET 瓶为主，企业生产布局全国化，供应商本地化；而啤酒企业的罐化率较低。

表 3、四大下游行业的 2012 年的规模及生产布局

	市场规模（亿元）	企业收入规模（亿元）		生产布局情况
		平均	最大	
食品罐头	1257	1.56	38	肉 127 亿，水产 58 亿，蔬菜、蔬果 81 亿
蛋白饮料	749	3.71	50	
碳酸饮料	848	4.53	160	以 PET 瓶为主
啤酒	1612	3.2	257	罐化率 5% 左右

数据来源：兴业证券研究所整理

行业进入第二阶段的契机在于红牛和加多宝的快速成长。据我们估算，2012 年，红牛的销售规模约 120 亿，而加多宝的销售额超过 200 亿。分别能支撑包装企业的规模到 25 亿和 35 亿，能够支撑一个企业完成初步的生产布局和技术积累。奥瑞金、中粮包装凭借这两个客户，快速成长，收入规模均超过了 30 亿元，成为了行业数一、数二的企业。并且开始了客户结构的初步多元化。

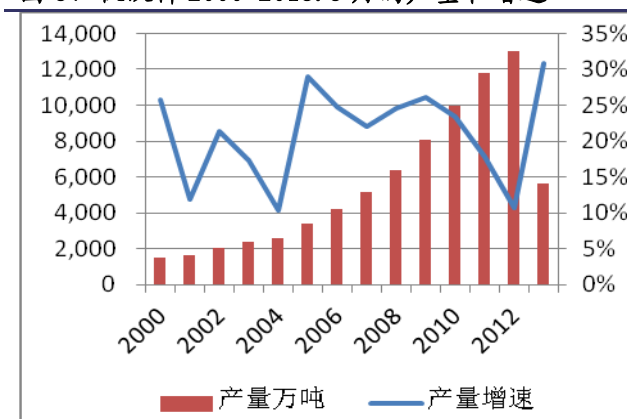
2.2 产能过剩——客户是市场竞争核心

金属包装行业供过于求，是典型的买方市场。金属包装行业已经有 150 多年的历史，行业的技术相当成熟，行业的运用开发也相对充分。传统行业，标准化的生产设备，使得包装制造行业进入门槛低。加之大众化的原材料，存量产能过剩，不断扩张的新产能，使得金属包装行业从来都是一个供给过剩的行业。

2.1.1 金属包装行业需求相对稳定

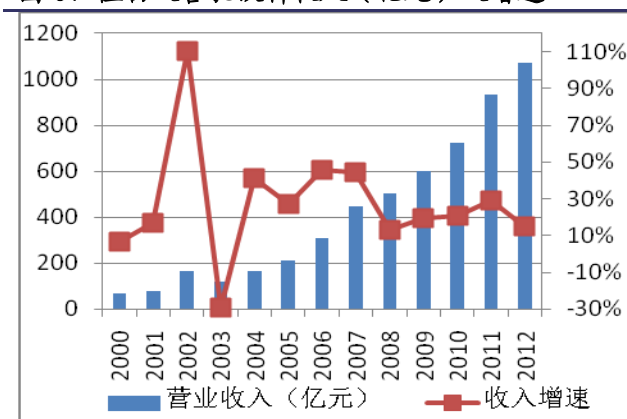
金属包装行业的下游主要是食品和饮料行业，而食品中以罐头、番茄酱、八宝粥为主，饮料以啤酒、碳酸饮料、凉茶、功能饮料、蛋白饮料为主。这类商品面临的是个人消费者，消费习惯属于生活习惯的一部分，具有必须消费品性质，需求波动较小。

图 5、软饮料 2000-2013.5 月的产量和增速



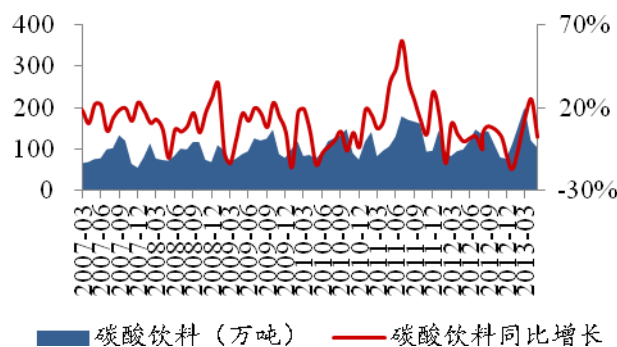
数据来源：wind、兴业证券研究所

图 6、植物及含乳饮料收入（亿元）及增速



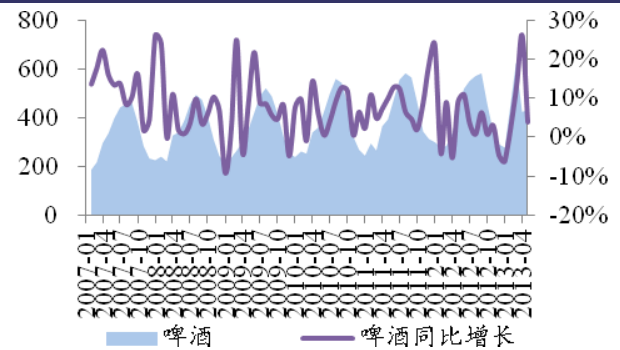
数据来源：wind、兴业证券研究所

图 7、碳酸饮料销售量（万吨）和销量增速



数据来源：wind、兴业证券研究所

图 8、啤酒销售量（万吨）和销量增速



数据来源：wind、兴业证券研究所

2.1.2 产能持续扩张，过剩是常态

金属包装行业天然具有扩产能冲动。由于内在利益的驱动，生产者总是希望通过扩大产能，提高市场占有率，做到规模效应。

扩充产能的冲动受到以下一些因素的影响，产品同质化程度，行业进入门槛，原材料供应充裕度以及是否存在规模效应。一般来讲，产品同质化程度高，意味着行业的竞争手段是低价，通过规模效应降低成本，从而在价格上取得竞争优势，这是驱动产能扩张的最关键的要素。而行业进入门槛低，包括技术门槛和资金门槛，以及原材料供应充足使得产能扩充的可行。

图 9：金属包装行业天然具有扩产能冲动

产品同质化	产品同质化严重：尤其是二片铝罐，三片罐存在少量异型罐
进入门槛低	- 技术门槛：进口标准化生产线，技术差异小 - 资金门槛：按 1 亿罐产能的投资额，三片罐 2500-3000 万，二片罐 3500-400 万
原材料供应充足	原材料：马口铁、铝。大宗商品，价格透明，供应充足
存在规模效应	产品毛利率低，产能利用率对业绩的弹性大

资料来源：兴业证券

产能扩张无瓶颈，且速度快：

金属包装产品的生产并无技术门槛，产品的质量和生产效率依赖于生产设备。行业主要依赖引进国际上标准化的生产线。一般需要提前半年预订生产线，安装调试到完全达产需 3-6 个月。一般来说，三片罐需要半年，两片罐需要 1 年半，就能够完成新的产能投放。产能投放的速度相当快。

原材料是大宗商品，不存在稀缺。金属包装使用的原材料是马口铁和铝，供应充分。12 年，国内铝材的产量是 3097 万吨，镀锡马口铁的产量是 330 万吨，据我们估算，金属罐对这两类原材料的需求量，马口铁不到 150 万吨，铝不到 100 万吨。故，原材料的供应十分充足。

生产线投资额度压力不大。以投资 1 亿罐所需金额计，三片罐约 4000 万元，两片罐约 6000 万元。这个投资额对中小企业有压力，但是对进入资本市场的企业来说，

压力不大。

表 4、三片罐和两片罐的投资额

		产量(亿罐)	总投资额(万元)	平均投资(万元/亿罐)
奥瑞金	宜兴三片罐	11.84	45,900	3877
	北京三片罐	4.8	9,451	1969
	佛山三片罐	4.8	10,285	2143
	上虞两片罐	7	41,400	5914
	肇庆两片罐	7	41,500	5928
波尔	青岛两片罐	10-12	47,250	4725-3937

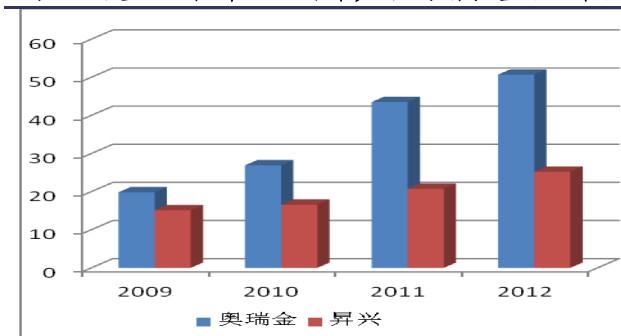
数据来源：波尔、奥瑞金、兴业证券

存量产能供过于求+持续新增产能

行业存量产能过剩。据中国金属包装协会联合统计：截止 2004 年，中国共引进三片罐生产线 300 多条，总生产能力可达 200 亿罐，但当年的实际的消费需求仅为 60 亿罐。2008 年，国内两片罐的生产线 24 条，总产能达到 257 亿只，当年两片罐需求量为 140 亿只。

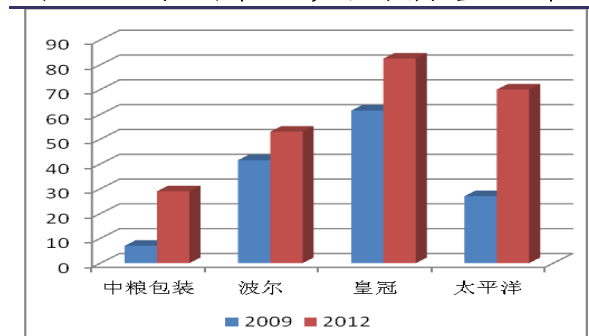
新产能持续增长。近 5 年来，行业在仍不断增加产能。三片罐：奥瑞金 2012 年较 2009 年产能增加了近 25 亿罐，福建昇兴也增加了近一倍。二片罐：产能增加更为迅速，四家主要两片罐企业（波尔、皇冠、太平洋、中粮）在 2009-2012 年，产能增加 97.5 亿罐，达到 234.5 亿罐，增加了 70%，三年复合增速达 20%。据金属包装协会预测，2013 年，三片罐需求量为 135 亿只，两片罐需求量为 192 亿只。而三片罐的产能超过 240 亿罐，两片罐产能超过 350 亿罐，行业的产能仍然过剩。而在可预见的两年内，中粮、波尔等主要两片罐生产企业，还不断有新产能投放。

图 10、奥瑞金和升兴三片罐产能的增长量(亿罐)



数据来源：wind、兴业证券研究所

图 11、主要两片罐企业产能的增长量(亿罐)

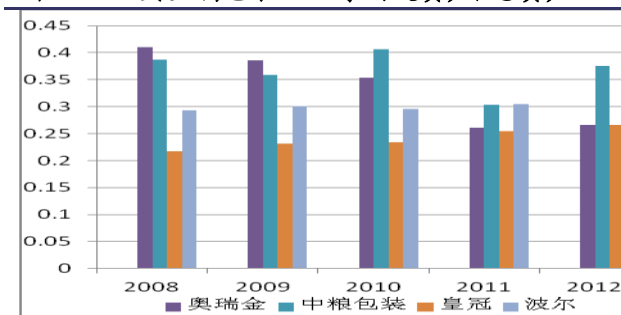


数据来源：wind、兴业证券研究所

2.1.3 供给过剩的重资产行业，关注产能利用率

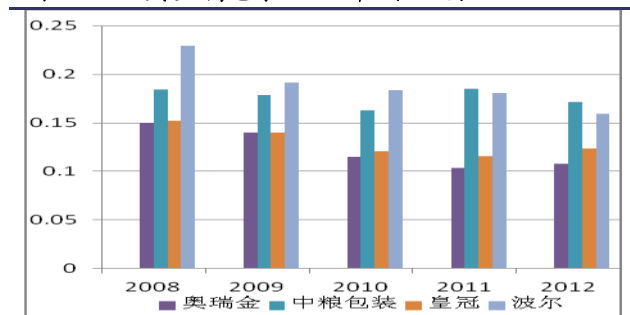
在买方市场赢得竞争优势的路径有两条，第一是走品牌之路，通过品牌切割市场，获取竞争优势；第二是通过降低成本，以低价优势获取市场规模。金属包装属于 B2B 行业，品牌并不能带来竞争优势，只能走低成本之路。对于原材料价格透明，固定资产占比较大的金属包装企业，低成本的关键就是提高产能利用率。

图 12、主要金属包装企业净固定资产/总资产



数据来源：bloomberg、兴业证券研究所

图 13、主要金属包装企业折旧/毛利



数据来源：bloomberg、兴业证券研究所

注：皇冠和波尔的固定资产使用年限超过 50%

产能利用率的提高，能够在其他条件不变的情况下，提高公司的毛利总额。我们以奥瑞金浙江上虞项目来测算，在不同产能利用率下，折旧对公司毛利额的影响。随着产能利用率的提高，折旧在毛利（剔除折旧）中的占比逐渐下降。以 15% 的毛利率为例，产能利用率提高 10%，公司的毛利能提高 5%，在其他条件不变的情况下，相当于毛利率提高 5%。

我们假设公司毛利率=单价-原材料成本-制造成本（不含折旧），折旧政策按照公司标准，残值 10%；折旧年限：厂房 30 年，机器 10 年。

表 5、折旧对公司盈利的影响

投资总额		固定资产			其中：机器			厂房		
41,489		36,160			26,896			9,264		
年度折旧		2,698			2,421			279		
毛利（百万 元）		毛利率（剔除折旧）			毛利率（含折旧）			折旧/毛利		
		10%	15%	20%	10%	15%	20%	10%	15%	20%
产能 利 用 率	60%	42	63	84	1501	36	57	64%	43%	32%
	70%	49	73.5	98	2201	46.51	71	55%	37%	28%
	80%	56	84	112	2901	57.01	85	48%	32%	24%
	90%	63	94.5	126	3601	67.5	99	43%	29%	21%
	100%	70	105	140	4301	78.01	113	39%	26%	19%

资料来源：兴业证券研究所

提高产能利用率的关键在于持续降低成本，获取充足的客户。这也是金属包装行业最核心的两个本质：低成本，核心客户。

2.2 集中度提升要素一：客户主导行业，跟随大客户成长

从产业链角度看，下游客户主导产业链生态。金属包装行业的上游是马口铁和铝，下游是食品和饮料行业。上游大众商品，供给充足；行业内进入门槛低，产能供给过剩，单个企业规模小；行业下游集中度不断提高，单个客户需求量大，主导产业链。获得大客户，保证的开工率，从而保证公司在行业内市场份额，是包装企业的首要任务。

图 14、产业链结构



资料来源：兴业证券研究所

2.3.1 下游客户主导行业竞争结构

由于上下游之间力量相差悬殊，大客户需求量大，单个客户的需求量能够影响到一家企业的存亡。

大客户主导公司成长：每一家包装行业的成长，都离不开大客户的支持。我们从全球几家主要的金属包装企业可以看到。每一家公司的成长，都是由主要客户的

成长来驱动。

表 6、国内外主要金属包装企业的大客户及占比

公司	主要客户	客户占比	备注
奥瑞金	红牛、加多宝	78%	前 2 大客户
中粮	加多宝、	47.5%	前 5 大客户
波尔	百威、喜力、百事、可乐	30%	前三大客户
皇冠	百威、喜力、百事、可乐	28%	前十大客户
雷盛	百威、喜力、百事、可乐	71%	前十大客户

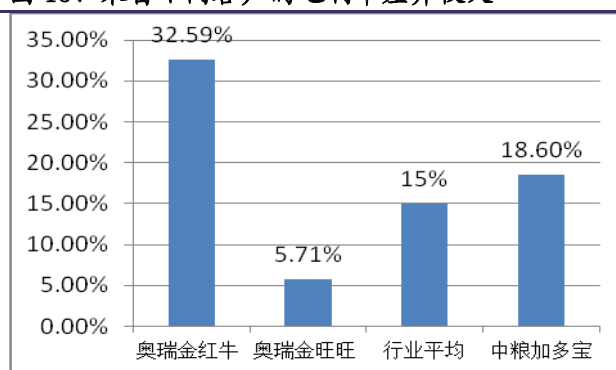
资料来源：年报、兴业证券研究所

大客户主导行业集中度提升：行业集中度的提升有两个维度，一是下游客户集中度的提高从而带来行业的集中度伴随着下游行提高；二是通过扩展客户群，挤占中小企业的市场份额。根据我们对 Rexam 的分析，公司自身业务的成长则来自大客户在市场上集中度的提高，客户群的扩大主要来自并购。

客户的属性决定公司的盈利能力：包装对下游客户来说，是成本，在满足需求的情况下，成本当然是越低越好。所以，不同公司的毛利率从长期来说，是趋同的，特别是伴随着行业集中度的提高。

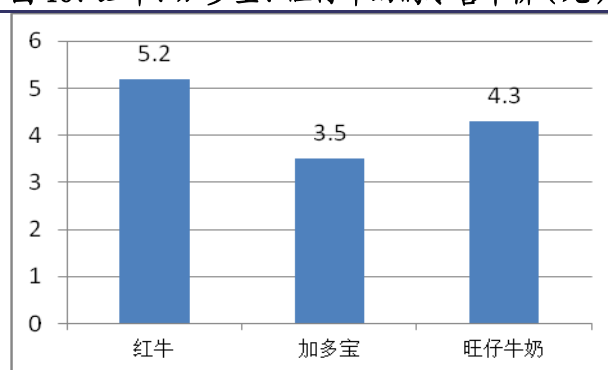
在行业集中度提高的初期，由于依赖 1、2 个大客户，所以大客户的性质决定了公司盈利能力的差异。大客户本身产品的定位及面临的竞争压力不同，带来了对包装物品质要求的不同，以及对其供应商利润空间留存的不同。

图 15、来自不同客户的毛利率差异较大



数据来源：wind、兴业证券研究所

图 16、红牛、加多宝、旺仔牛奶的零售单价（元）



数据来源：wind、兴业证券研究所

企业来自不同客户毛利率差异的因素如下：（1）、客户产品定位相关：首先，单位定价高，毛利率高的产品，对包装物的价格敏感度相对低一些；其次，产品定位越高端，对包装物品质的要求越高，愿意承担相对较高的成本。（2）与供应商地位相关：一般来说，主供应商的毛利率要高于非主供应商，以红牛为例，主供应商奥瑞金比次供应商中粮高大约 5 个百分点。这是因为，首先，企业要配合客户进行产能扩张，需要分担客户扩张失败的风险；其次，企业为了保证充足供应量，需要配套部分富余产能，而这部分的产能消化所能获得的毛利率非常低。其三，企业需要按照客户的需求进行一些新技术的研发。

2.3.2 下游客户主导合作关系

行业产能供过于求，产能开工率不足，需求主导行业。但是不同企业之间分化较大，跟对了大户的企业，会跟随大客户的布局而扩张产能，而大客户也会选择稳定的供应商。所以，拥有客户的企业，产能才有意义，而且产能还能不断扩张。不拥有稳定大客户的企业，产能闲置概率较大。

下游客户倾向于稳定的合作关系。

金属包装的下游主要是饮料和食品，对包装质量的稳定性和安全性有要求，所以知名品牌的企业都会对其供应商经过一段长期及严格的甄选过程。一旦确定了主供应商，不会轻易更换。

下游客户对主供应商最核心的要求，是保证供应量。所以要求主供应商产能具有弹性，即单个工厂产能要大于客户的需求量。食品和饮料行业是完全竞争的行业，销售量具有不可预测性。如果突然放量，要求供应商能够满足量上的波动。比如2008年，加多宝（当时还是王老吉）突然放量，产能跟不上。

由于要求供应企业保证供应，包装企业的产能一般是和大客户共生，会伴随客户产能的扩张而跟随扩张产能。要承担大客户扩张失败的风险。所以一般会有一些战略性协议。

表 7、奥瑞金为加多宝配套两片罐产能签订采购意向书

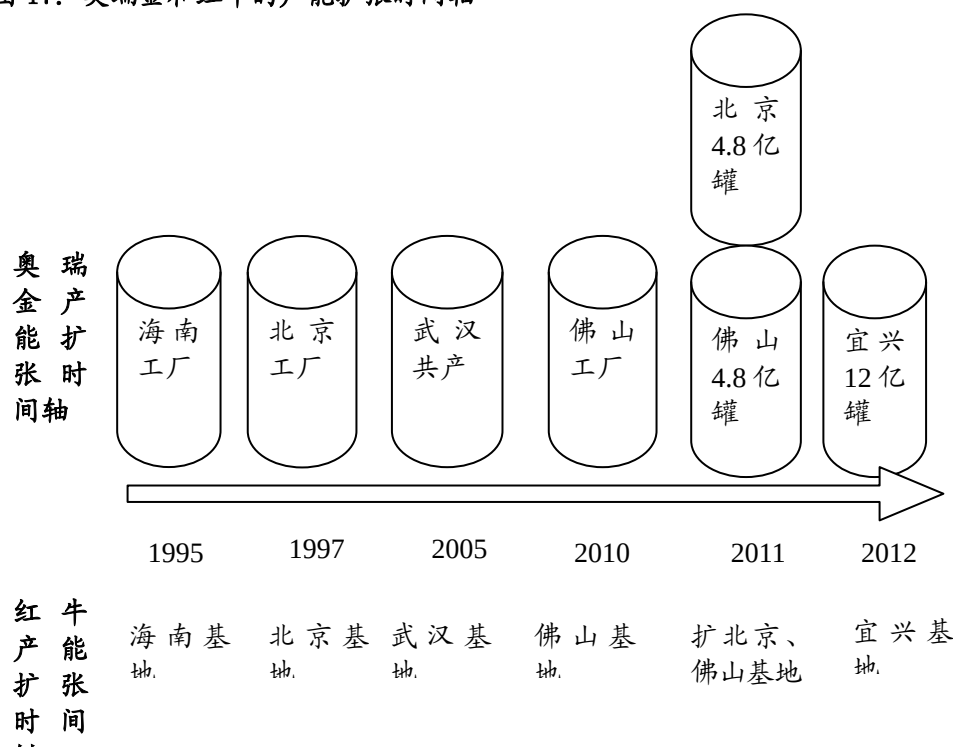
供应商	客户	产能	《采购意向协议》协议内容
奥瑞金	加多宝	上虞两片罐	2011 年 1 月，协议约定自 2012 年 6 月至 2017 年 5 月的五年内浙江加多宝饮料有限公司每年向浙江奥瑞金采购二片饮料罐的数量不少于其每年用罐需求量的 50%。
奥瑞金	加多宝	肇庆两片罐	2011 年 2 月，协议约定，2013 年 1 月 1 日起至 2017 年 12 月 31 日止 5 年内。加多宝计划每年向公司采购不低于年实际需求量 12% 的二片罐。

数据来源：奥瑞金招股书、兴业证券研究所

行业跟随主要客户的产能扩张计划而扩张

以低价为关键竞争要素的金属包装行业，规模是最核心的竞争要素。取得规模依赖于维护和扩大客户群。企业的增长来自客户的增长，对公司来说，配合核心客户进行产能扩张，分享客户的成长是必然的选择，也是企业维持自己核心供应商地位最主要的手段。

图 17：奥瑞金和红牛的产能扩张时间轴



资料来源：红牛、奥瑞金、兴业证券研究所

2.4 集中度提升要素二：技术进步，多元化客户结构

作为同质化的中间产品，进行市场份额争夺的唯一利器是价格。行业的定价模式类似成本加成，毛利率微薄，降价的核心在于成本降低。

包装成本结构中，原材料占比超过 90%。故单位原材料使用更少，产品成本就更低。降低单位用量，有两个方法，一是使用更加轻薄的铝罐，二是减薄技术。

更换材质减轻重量：三片罐向两片罐转型

金属包装分为三片罐包装和两片罐包装。不同的罐形适用不同的产品。三片罐以马口铁为材质，罐体较厚，硬度好，成型稳定，可以做异型罐。主要适用于食品包装和不含气饮品。两片罐是冲拔罐，以铝为材质，罐体薄，成型度差，需要填充气体保持罐体强度。适用于本身含气的碳酸饮料和啤酒。

表 8、三片罐和两片罐成本、优势比较

	价格	材质	优势	应用领域	代表品种
三片罐	0.7-1 元	马口铁	硬度强，可做异型罐	食品包装、不含气饮品	红牛、杏仁露、八宝粥、含乳饮料
两片罐	0.5-0.6 元	铝	轻	含气饮料	碳酸饮料、啤酒、凉茶

资料来源：奥瑞金年报、中粮年报、兴业证券研究所

由于二片铝罐更加轻薄，单位售价更低，根据表 8，下游客户选用铝罐能节省 20-30% 的成本，即如果能使用铝罐，企业一定会选择使用铝罐。

由于铝罐需要气体来增加内部压力，帮助成型，故适用于含气液体。一类是天然含气的啤酒和碳酸饮料，另一类是通过配方改良，添加气体成为碳酸饮料或者是填充氮气。国际上 90% 的饮料罐使用铝罐，这一部分是因为国际上碳酸饮料消费比例比中国高，另一部分也是为了节省成本而对产品改良以适应两片罐。比如国际上的红牛经过配方改良，成为含气饮料。目前中国出现的典型是加多宝由三片罐改为两片罐。

减薄技术的发展：

不管是铝罐还是铁罐，技术发展的核心都是减薄。在过去 35 年，铝罐重量减轻了 30%，铁罐减轻了 40%。国际上三片罐使用的马口铁为 0.12-0.2mmDR 型材，以 0.12mm 为主。而国内目前普遍使用的是 0.2mm 的 DR 型材，业界只有奥瑞金研发成功 0.15mmDR 型材的三片罐，目前还处于试用阶段，并没有大规模推广。

掌握减薄技术就是掌握了价格利器，企业就能够凭借这个利器去抢夺客户，从而多元化客户结构。

3、奥瑞金——被低估的成长潜力

我们认为，以红牛来估算公司的成长性和天花板有不妥之处。奥瑞金作为行业的龙头企业，受益于行业集中度提高，成长性来自市场份额的提升。市场份额的提升来自多元化的客户结构，而获取客户的关键在于产能布局 and 低价。

奥瑞金凭借生产布局和技术优势，开始了多元化客户结构。目前看来，公司拥有行业最有利的客户结构。而公司减薄技术开发的成功也为公司未来持续获得新客户提供了基础。

3.1 核心的竞争优势——优质的客户结构

B2B 企业在挑选下游客户时，有两个维度：第一个维度是：针对定制化商品，由

于难以规模化，选择高端客户，获取较高的毛利率，从而获得较高的盈利水平。第二个维度是：针对大众通用商品，多元化客户结构，选择量大的客户，保证开工率，从而提高公司的盈利能力。

作为大众通用商品的金属包装企业，奥瑞金却拥有了两个维度的优势。奥瑞金拥有行业内最优质的客户红牛，也拥有最多元化和量大的客户，比如旺旺、露露、加多宝。更难能可贵的是，客户群呈梯度结构，保证公司盈利在稳定的基础上，也具有增长潜力性。

成梯度的客户结构：最核心的防守型客户—红牛，进攻型客户—加多宝，潜力型客户—承德露露，走量客户—旺旺。公司拥有盈利能力和盈利增长稳定的红牛是公司最重要的利润贡献，加多宝是公司未来二年新的增长点，来自露露的规模小，但是潜力大。

公司的这个客户结构是行业内最优的客户结构。判断客户质量有三个指标，盈利能力、营收规模、成长潜力。从这三家指标来看，三片罐最优质的客户是红牛，两片罐最优质的客户是加多宝。

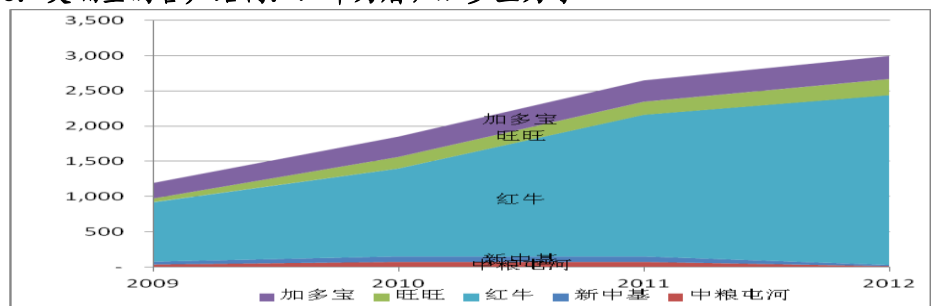
表 9、公司主要客户分析

	领域	地位	毛利率	市场规模(量)	备注
红牛	功能饮料	领导者	约 70%	近 40 亿罐	行业增速超过 30%
加多宝	凉茶	领导者	>50%	80-100 亿罐	
露露	杏仁露	领导者	38.2%	>10 亿	垄断杏仁露
旺旺	牛奶		34.4%		销售额到 8 亿美元

数据来源：红牛、加多宝、露露、旺旺官网、兴业证券研究所

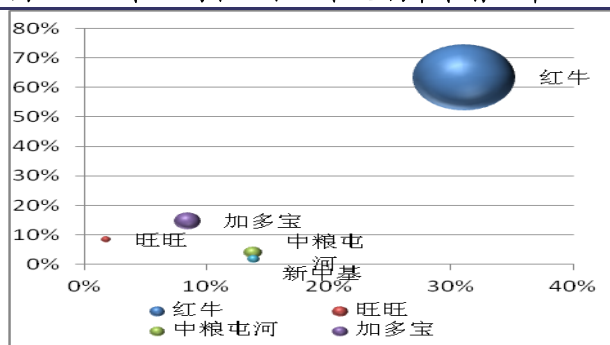
公司借助加多宝进军市场容量更大的两片罐领域，在两片罐拥有了核心客户加多宝，以及战略客户青岛和雪花。

图 18：奥瑞金的客户结构：红牛为盾，加多宝为矛



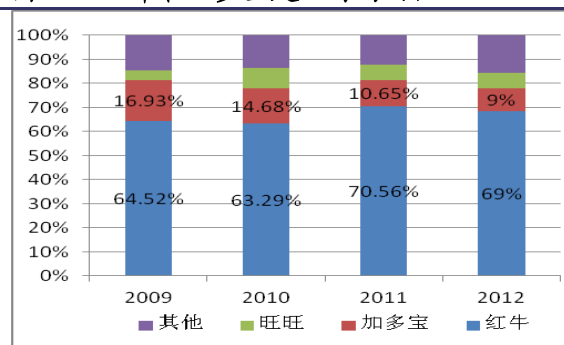
数据来源：公司招股书、兴业证券研究所

图 19、从在公司收入占比和毛利率来看红牛



数据来源：wind、兴业证券研究所

图 20、红牛和加多宝是公司的两极



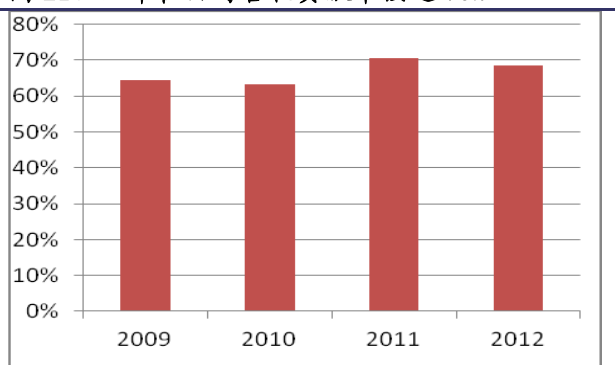
数据来源：wind、兴业证券研究所

3.1.1 长期稳定增长主引擎——红牛

互为依存的上下游关系

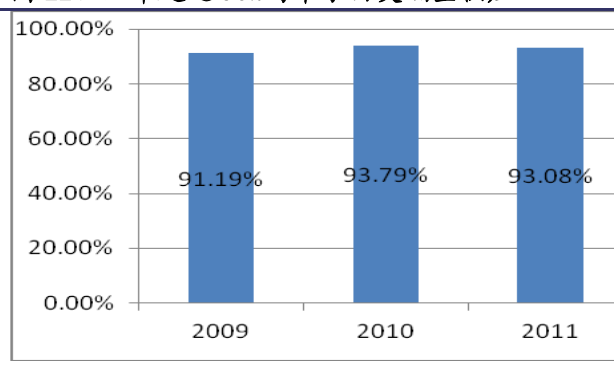
公司和红牛的合作始于1995年，1997至今，一直为红牛的主供应商。红牛超过90%的罐子由奥瑞金供应。而红牛也是公司最核心的客户，营收贡献接近70%，毛利贡献接近90%。

图 21、红牛在公司营收贡献中接近 70%



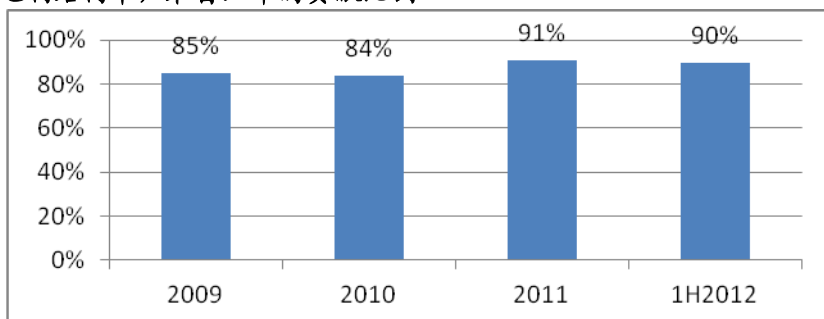
数据来源：wind、兴业证券研究所

图 22、红牛超过 90%的罐子由奥瑞金供应



数据来源：wind、兴业证券研究所

图 23：公司毛利结构中，来自红牛的贡献比例



数据来源：wind、兴业证券研究所

两者具有长期稳定的战略合作关系，红牛给予奥瑞金主供应商地位和行业最高的毛利率，奥瑞金配合红牛的需求进行产品研发和产能跟进。2012年2月，公司与红牛续签了合作协议，并将合作期限延长为十年，到2017年。进一步巩固和深化了双方的长期合作关系，为双方长期稳定合作的提供法律保障。

深度战略合作，获取了超行业的毛利率水平

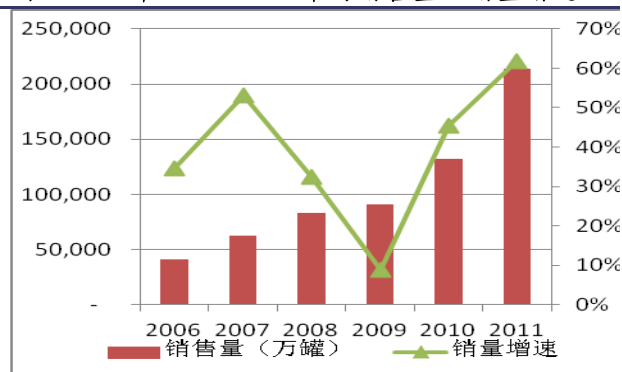
红牛定位高端，盈利能力强，自身销售规模持续增长，2005-2011年年均复合增长率为38%。目前仍处于快速增长过程中，为不断扩大自身盈利规模，红牛必须保证产品供应的稳定及弹性增长，迅速扩大市场份额、巩固和提高市场地位，因此，红牛必然需要主要供应商保持较高的忠诚度，并在确保产品品质稳定性的前提下，持续加大投入，最大程度地提高对红牛的保障能力和响应速度，因此，红牛目前快速发展的阶段特征，决定了红牛相对于饮料罐采购价格而言，更加关注主要供应商的产品品质、保障能力和响应速度。

图 24、红牛两款主要产品及定价



数据来源：一号店、兴业证券研究所

图 25、红牛 2006-2011 年的销售量及销量增速



数据来源：wind、兴业证券研究所

公司作为主供应商，能够优先保证对红牛进行场地、设备、人员、研发投入。在资金、产能有限的条件下，把优势生产资源向红牛倾斜。

(1)、公司根据红牛需求而安排研发。公司会根据红牛的需求而配合进行研发，最典型的是公司粉末补涂工艺的开发。粉末补涂工艺是相对液态补涂而言的，两者都是为解决三片罐焊缝腐蚀的问题。相对液态补涂，粉末补涂不含溶剂，补涂层更厚，因而效果更好，也更加环保。在当时，国内均采取液态补涂工艺，而红牛要求奥瑞金采用粉末补涂。故公司研发并引进了当时最为先进的焊缝粉末补涂工艺，成为了国内最早使用粉末补涂的罐体生产商。同时，奥瑞金继续保证在印刷、防伪等方面的研发投入，以便能提供更好的产品和服务。

(2)、跟随红牛进行产能布局，保证满足红牛需求。奥瑞金采取“跟进式”生产布局，跟随红牛的扩张而扩张，其湖北和广东都采取共生式生产布局。“跟进式”的生产布局保证对红牛供货的及时性、便于红牛对公司生产过程的严格监督、保证金属包装的产品品质，也最大程度地节约物流成本。

表 10、奥瑞金和红牛的产能布局时间、地点图

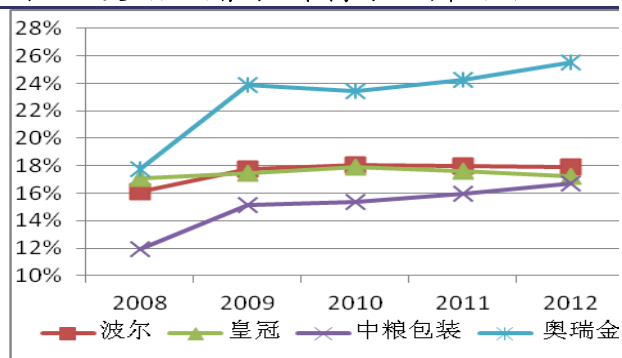
红牛			奥瑞金			
工厂地址	工厂时间	供应商	三片罐产能	建立时间	目标客户	建厂模式
海南	1995	奥瑞金	海南	1995	红牛	贴近式
北京	1997	奥瑞金、中粮	北京	1997	红牛、旺旺	贴近式
湖北	2005	奥瑞金	湖北	2006	红牛、加多宝	共生式
广东	2010	奥瑞金	广东	2010	红牛、加多宝	共生式
宜兴	2013	奥瑞金	浙江宜兴	2013	红牛	共生式

数据来源：奥瑞金和红牛官网

注：贴近式是指在邻近的地方设厂，共生式是在相同的地方设厂。

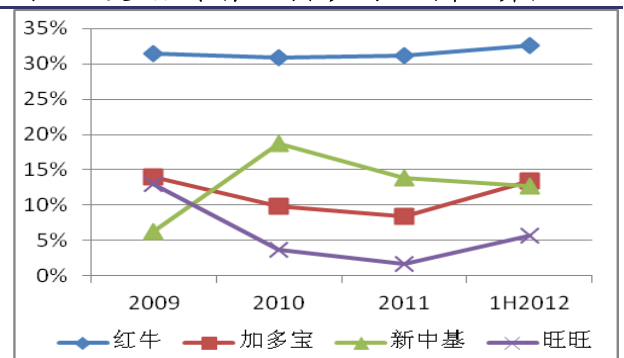
鉴于这种绑定式的关系，红牛成为了奥瑞金增长的主引擎。由于长期稳定的战略合作关系，红牛也给予了公司行业最高的毛利率水平。

图 26、奥瑞金拥有行业最高的毛利率 (%)



数据来源：公司招股书、兴业证券研究所

图 27、奥瑞金来自不同客户的毛利率差异较大



数据来源：wind、兴业证券研究所

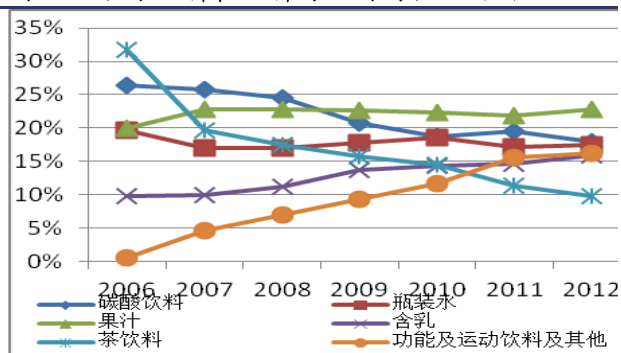
红牛——高增长的功能饮料行业龙头

红牛起源于泰国，属于功能性饮料，具有抗疲劳的功效。由于长达 20 多年的品牌和渠道建设，红牛稳坐功能性饮料的头把交椅，市场份额超过 70%。红牛这个品牌成为了功能性饮料行业的代言。

根据《2012-2016 年中国功能型饮料行业市场调查及投资决策报告》预测，2012 年我国功能性饮料市场规模在 120 亿元左右，产量达到 280 万吨，2016 年产量将有望突破 400 万吨，对应年复合增速高达 35.12%。按照平均功能性饮料多数通用标准 250ml/罐推算，2012 年功能性饮料一年约销售 112 亿罐，到 2016 年则可跃升至 160 亿罐。这个统计口径是功能饮料+运动饮料，在整个饮料中占比为 22.15%。根据我们的测算，功能饮料只占“功能+运动”饮料的 3.3%，占整个饮料中的比

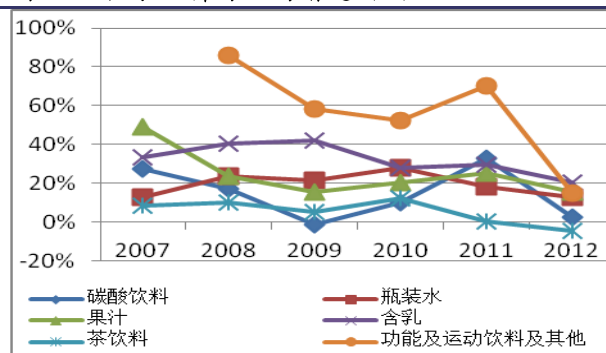
例为 0.73%。

图 28、各子饮料在饮料行业内的占比 (%)



数据来源: wind、兴业证券研究所

图 29、各子饮料行业的增速 (%)



数据来源: wind、兴业证券研究所

强势竞争者加入，功能饮料行业的消费群体扩大

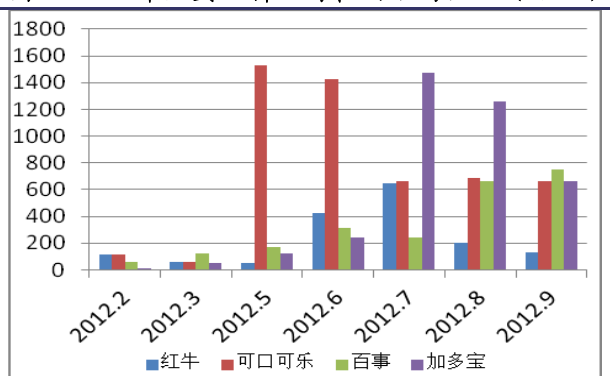
功能性饮料的买点是功效，消费者是特定群体在特定时候饮用。消费群体以蓝领工人、加班群体、卡车司机、考试的学生、产妇为主。目前消费群体扩大到白领，但是消费频次仍然很低，还是以功能性为主要目的。

哇哈哈看到了功能性饮料向白领群体扩散的趋势，2012年3月，重磅推出功能性饮料——启力。启力目标群体是白领和学生等易疲劳群体。产品诉求是抗疲劳、提高免疫力。借助哇哈哈的渠道优势，以KA超市和便利店为主。配合渠道优势，娃娃大手笔进行产品推广，包括13年和曼联合作成为曼联中国指定的能量饮料。随着哇哈哈营销的投入，功能性饮料在普通消费群体中的认可程度开始加深，普通消费者开始增加，在启力推出的两个月，实现了2000多万罐的销售，12年全年销量接近1亿罐。

随着消费群体的扩大，红牛也加快了对新增消费群体的抢夺，加大了广告投入。快速消费品，销售量的增长与广告投入存在正相关关系。根据网络公开资料显示，红牛今年1-9月网络投放规模超过1600万元。公司总经理王睿在接受参访时曾提到红牛在中国线上：线下的广告投入比例为4:6。据此推算，红牛仅今年1-9月的广告投入就约为4000万元。

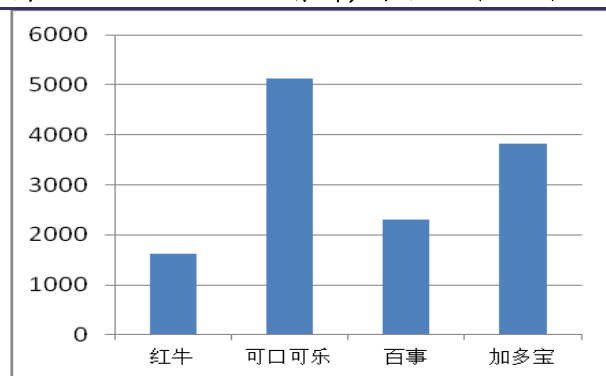
由于饮料行业具有季节性，Q2、Q3是旺季，故2月-9月的投放基本可以反映全年的投放比例。2012.2-9月，红牛的在网络广告投放1600亿，仅次于百事的2300万，为加多宝的42%。据我们估算，红牛12年的收入为65亿，加多宝则超过200亿，红牛是加多宝营收的32.5%。

图 30、12 年主要饮料公司在网络的投放 (万元)



数据来源: 百度、兴业证券研究所

图 31、2012.2-2012.9 累计广告投放 (万元)

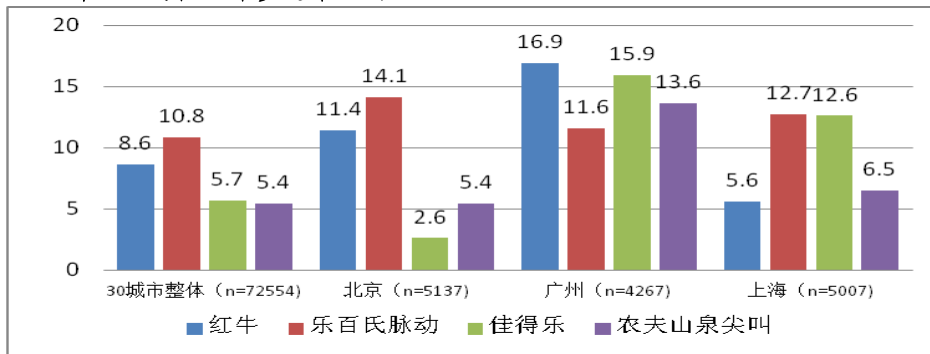


数据来源: 百度、兴业证券研究所

红牛加大对渠道的投入，渠道渗透率开始提高，分享行业扩容

红牛传统的渠道是在景区、加油站、街边店、24 小时便利店，对超市和传统日杂店关注较低。而超市渠道和传统日杂店在国内占比合计超过 70%。所以渠道结构差异导致了公司的渗透率较低。Sinomonitor 2009 年市场品牌报告显示，红牛在 30 个调查城市中的市场渗透率仅为 8.6%；而相比之下，碳酸类饮料，以可口可乐和百事可乐为例，2010 年市场渗透率高达 85%和 67.9%。

图 32、红牛 30 城市品牌渗透率仅为 8.6%



数据来源：sinomonitor, 兴业证券研究所

公司开始增加对超市渠道投入：首先扩大了货架数量。货架数量的增多意味着展示面积的扩张，而展示面积与销售量关系密切。其次是开始在超市做堆头推广。最后，为了配合大超市的量贩销售，目前增加了“提”这种售卖模式，之前在超市售卖是以罐为单位。

图 33、大卖场中红牛的展示货架扩大



数据来源：兴业证券研究所

图 34、大卖场中，红牛还是做堆头推广



数据来源：兴业证券研究所

3.1.2 短期脉冲增长的第二极——加多宝

加多宝是凉茶行业的领导者之一。公司从 2002 年开始和加多宝合作，供应加多宝三片红罐，是加多宝四大供应商之一。

加多宝由三片罐向两片罐转型，导致公司来自加多宝的收入占比下滑。

根据国家统计局信息，加多宝在 2012 年销售额突破 200 亿，约占整个包装凉茶的市场份额的 70%。由于协会没有给出 200 亿的统计口径，我们假设口径为零售价，那么加多宝的销量在 57.14 亿罐；如果假设口径为出厂价，我们根据终端零售价 3.5 元，按行业通例，我们假设出厂价是 2-2.5 元，那么加多宝在 2012 年卖出了约 80-100 亿罐（以 310ML/罐的标准装计），而整个包装凉茶的市场量在 114-143 亿罐。

对比与加多宝的主供应商中粮包装，其 2012 年金属罐销量是 42.73 亿罐，其中两片罐 23.84 亿罐。根据中粮招股书信息，中粮约占加多宝 40%-50%的供应量。我们认为加多宝 2012 年的销售量在 57.14 亿罐左右。

加多宝的四大供应商中：中粮、奥瑞金、昇兴都是加多宝传统的三片罐供应商。2008 年捐献四川地震 1 亿善款，带动了公司销量超预期增长。公司为满足暴增的需求，引入太平洋两片罐包装。从此加多宝开始由三片罐向两片罐转型。

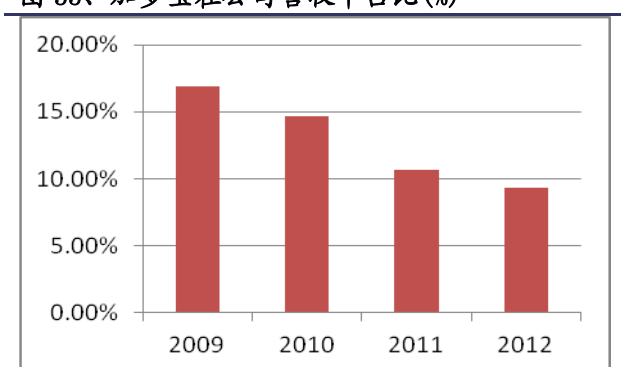
表 11、加多宝各供应商占比

供应商	供应产品	在加多宝中占比	备注
中粮	三片罐、两片罐	40%-50%	2010 年开始供应两片罐
奥瑞金	三片罐、两片罐	8.5%	2012 年开始供应两片罐
昇兴	三片罐	8.5%	
太平洋	两片罐	不详	

资料来源：中粮包装、奥瑞金、福建昇兴

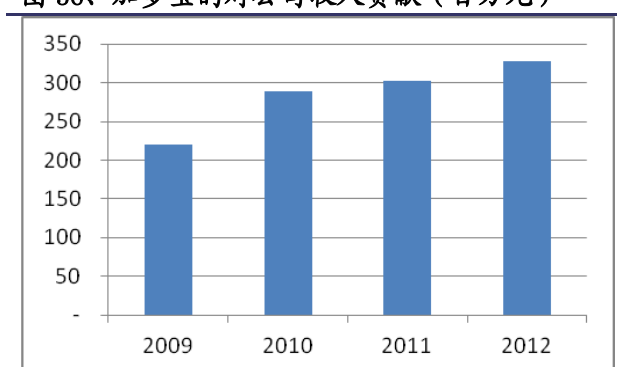
加多宝的主供应商中粮配合其转型，2009 年开始投资 2 片罐产能。2010 年，正式开始为加多宝供应两片罐。而这个时期的奥瑞金正在配合红牛，在北京和佛山增加产能。这个时间上的战略差异，导致了公司来自加多宝的收入占比逐年下滑。加多宝 2012 年较 2008 年收入增长了近 70%，而公司来自加多宝的收入增加仅为 30%。

图 35、加多宝在公司营收中占比 (%)



数据来源：wind、兴业证券研究所

图 36、加多宝的对公司收入贡献 (百万元)



数据来源：wind、兴业证券研究所

两片罐和三片罐均具有金属包装的优点，高阻隔性能、耐高温高压、避光性好。相较三片罐，两片罐最大的好处是成本低。根据中粮的数据核算，两片罐的成本大约要便宜 25%。在如此明显的成本优势情况下，三片罐仍存在的原因如下：一是可以不添加气体。两片罐由于轻薄，易变形，需要添加气体增加内部压力，从而维持其外形。二是马口铁的印刷品质更好，更加适合高档产品。

凉茶单价 3.5 元左右，定位中档。改进配方，添加氮气之后并没有改变口感。故对于加多宝来说，改装两片罐优势明显。根据中粮包装发布的信息，2012 年加多宝约有 60% 的产品使用 2 片罐，预计加多宝在 2014-2015 年要完成对三片罐对三片罐的替代。

表 12、三片罐和两片罐的特点比较，

	材质	单价 (元)	优点	缺点
三片罐	马口铁	0.8-0.9	成型好	重，成本高
两片罐	铝材	0.6-0.7	轻	需要填充气体

资料来源：兴业证券研究所

注：单价以加多宝为例

公司三片罐产能投产，预计来自加多宝的收入会提高

公司 2012 年来自加多宝的收入是 3.27 亿，我们假设对加多宝的单价是 0.8 元，那么公司 2012 年供给加多宝约 4 亿罐，其中两片罐不到 2 亿罐，在加多宝中的占比不到 10%。

公司根据和加多宝达成的 5 年战略合作协议，投建了浙江上虞项目，项目于 2012 年 8 月投产，4 个月实现了 1.29 亿收入。随着 13 年上虞项目的满产，以及 13 年肇庆项目的投产，预计公司来自加多宝的收入占比会逐年得到提高。

表 13、奥瑞金两片罐项目及合作协议

	产能	投产时间	目标客户	备注
上虞项目	7 亿罐	2012.8	加多宝	签订了意向协议，约定浙江加多宝向奥瑞金采购量不低于浙江加多宝用罐量的 50%。
肇庆项目	7 亿罐	预计 2013	加多宝	签订了意向协议，约定广东加多宝向奥瑞金采购量不低于广东加多宝用罐量的 12%。

资料来源：奥瑞金招股书

截止 2012 年，加多宝在全国共有 9 处生产基地。如果忽略时间因素对投资额的影响，根据加多宝在全国不同区域建设凉茶生产基地的投资金额，浙江加多宝和广东加多宝分别占到加多宝全国产能的 23%和 30%，鉴于饮料行业的产销率接近 100%，根据 2012 年加多宝将近 57 亿罐的销售量，预计浙江和广东 12 年产量分别达到 13.1 亿罐和 17.1 亿罐。假设浙江和广东全部生产二片罐，则浙江加多宝用罐总需求的 50%为 6.55 亿罐，广东加多宝用罐总需求的 12%为 2.05 亿罐。

借助加多宝，公司开始进入啤酒行业

公司为加多宝配套两片罐更加重大的意义在于，公司借助加多宝进入了市场容量更大的两片罐市场。

两片罐行业增长的重点在于啤酒罐化率的提高。两片罐的主要应用领域碳酸饮料和啤酒。根据图 7、图 8，我们知道碳酸饮料和啤酒行业总量增长很小，未来的看点在于罐化率的提升。碳酸饮料罐化率相对稳定，而啤酒行业罐化率则为 5%，相对于国外均值 25%的罐化率，还有 4 倍的空间。

啤酒行业 2012 年的产量是 4902 万千升，如果 25%的罐化率，就是 1225 万千升，合计为 367.5 亿罐，如果按每个罐子 0.5 元，产值能达到 183.7 亿元。即啤酒就能为两片罐带来 146.96 亿元的产值。

公司目前已经取得了三得利的供货协议书、雪花和青岛的竞价结果确认书，进入了雪花和青岛的供应商体系、也通过了百事的资质认证。上虞项目也正式为青岛和雪花供货。

3.2 奥瑞金长期竞争能力——领先的技术

根据我们对行业的分析，行业最重要的技术是减薄技术，而公司在减薄技术上持续进步，已经取得了 0.15mmDR 材的规模生产技术，掌握了 0.12mmDR 材的主要技术，开始对 0.1mmDR 材罐体进行了研发。

罐壁减薄技术取得突破，公司开始以新技术在战略客户获得突破

承德露露作为国内植物蛋白饮料的领导者。2012 年销售超过 26.4 万吨，按标准罐（240ml）计，销售超过 10.5 亿罐。承德露露的主供应商是福建昇行，其 2012 年的采购金额 1.89 亿，根据我们的核算，大约 2.7 亿罐，占露露的 25.7%。来自前三大包装企业的供应量超过公司需求 50%。

公司和承德露露的合作关系超过 5 年，但是一直是作为备选供应商。合作关系的突破来自公司 0.15mmDR 型材罐体研发成功，进入规模化生产。公司这种新品目前正在给露露核桃露做试用。行业内三片罐产品，包括公司在内，普遍采用的是 0.2mm DR 材质，如果采用 0.15mm DR 材质，理论上罐体能减轻 25%。罐体减轻带来的直接效果是成本的下降，从而带来产品单价的下降。公司 0.15mmDR 材质

试用成功，意义重大。

表 14、奥瑞金研发成功的技术

核心技术	应用领域	主要作用所处阶段	先进性
粉末补涂技术	饮料、食品罐	提高耐腐蚀的能力	国内第一家使用
厚度 0.15mmDR 材在饮料罐的应用技术	饮料罐	绿色环保，节能降耗	国际领先
0.15mmDR 材 5#单缩颈饮料罐批量生产技术	饮料罐	绿色环保，节能降耗	国际先进
0.15mmDR 材 5#单缩颈饮料三片罐批量生产技术	饮料三片罐	绿色环保，节材降耗	国际先进
0.15mmDR 材饮料罐精确注氮及高温反压杀菌技术	饮料罐	新产品的推广应用，提高客户应用范围。	国际领先
厚度 0.14 ~ 0.16mmDR 材在食品罐的应用技术	食品罐	绿色环保，节能降耗	国际水平
0.12mmDR 材 6#饮料罐四缩颈成型技术	饮料罐	绿色环保，节能降耗	国际领先
0.12mmDR 材食品罐的微型卷封技术	食品罐	DR 材制罐技术应用	国际领先
0.12mmDR 材 202#底盖的设计开发技术	食品罐	DR 材制罐技术应用	国际领先
0.14mmDR 材 7#食品罐缩颈和滚筋成型技术	食品罐	绿色环保，节能降耗	国内领先

数据来源：奥瑞金招股书

表 15、奥瑞金的在研技术

在研技术	应用领域	主要作用	所处阶段	先进性
0.12mmDR 材在饮料罐的应用技术	饮料罐	绿色环保节能降耗	产品开发	国际领先
0.12-0.13mmDR 材在食品罐的应用技术	食品罐	绿色环保节能降耗	产品开发	国际水平
覆膜铁 539#DRD 两片罐制造技术	二片食品罐 (DRD)	新材料的推广应用，环保、减排	开发阶段	国际先进
覆膜铁浅冲二片罐变形印刷技术	二片食品罐 (DED)	解决图案变形问题，外表美观	开发阶段	国际先进

数据来源：奥瑞金招股书

3.3 短期看，成本低位，盈利能力能够维持

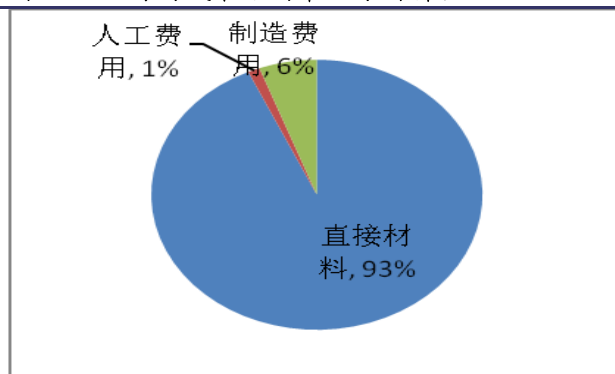
3.3.1 原材料成本具有周期性

不同于需求端的消费属性，金属罐的成本具有周期性特点。公司成本结构中，原材料占比超过 90%，原材料价格的波动直接影响成本的波动，进而影响毛利率。

公司的原材料中，以马口铁和盖子为主。以 2011 年成本结构为基础，我们测度毛利率相对马口铁、盖子、铝材的弹性分别为-1.66，-0.5，0.13。

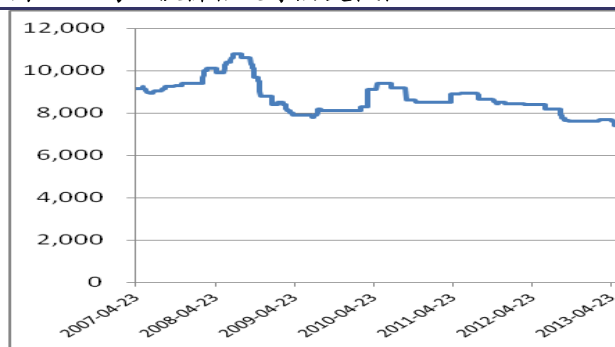
目前原材料处于历史的地位，马口铁价格大约 7200 元/吨，而铝材的价格大约在 15000 元/吨左右。马口铁和铝材未来走强的概率较小。

图 37、公司的成本结构中，原材料占比达 93%



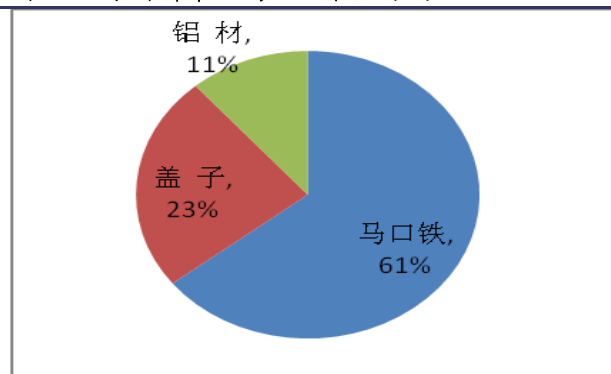
数据来源: wind、兴业证券研究所

图 39、马口铁价格处于历史低位



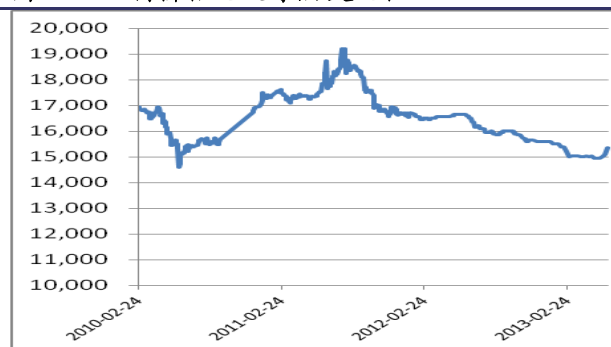
数据来源: 金属观察网、兴业证券研究所

图 38、原材料中以马口铁和盖子为主



数据来源: wind、兴业证券研究所

图 40、铝材价格也处于历史地位

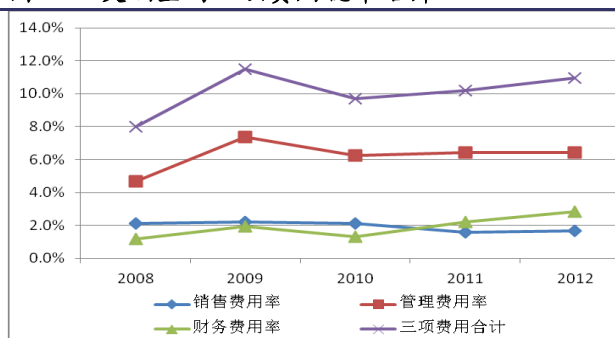


数据来源: 金属观察网、兴业证券研究所

3.3.2 费用率稳定而且低

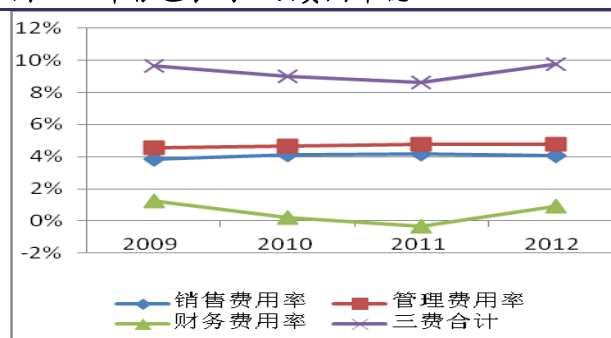
作为 B2B 的企业，三项费用率低，尤其是和客户关系稳定的企业。尤其是销售费用，奥瑞金和中粮包装的销售费用率都稳定在 2% 左右。但管理费用差异较大。奥瑞金的管理费用高中粮 1.5 个百分点。主要由于奥瑞金在研发费用上投入较多，研发费用在收入中占比接近 2%。若剔除这个因素，两个公司的管理费用率接近。

图 41、奥瑞金的三项费用稳中略升



数据来源: wind、兴业证券研究所

图 42、中粮包装的三项费用平稳



数据来源: wind、兴业证券研究所

4、盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

关键假设:

公司收入的增长更多与主要客户的增长相关，公司前三大客户红牛、加多宝、旺旺占公司总收入的 85% 左右，我们以三大客户的基础来估算公司的总体营收。

销量: 销量的分为三片罐和两片罐。三片罐的产能利用率约为 70%，产能扩充弹

性大，我们以主要客户的销量增长来估算三片罐的销量。比如，红牛，我们假设公司未来三年的销量增速分别为 35%、30%、30%。两片罐的产能投放快，但是产能的扩充弹性小，我们以产能的投放来估算两片罐的销量。两片罐的销量估算体现在加多宝和其他项中。

表 17、奥瑞金三片罐、两片罐产能

			2009	2010	2011	2012	2013	2014
三片罐	合计		19.83	26.91	43.5	52.43	62.83	66.67
	新增	北京				2.4	2.4	
		佛山				4.8		
		成都				1.73		
		宜兴					8	3.84
两片罐	合计					7	14	14
	新增	上虞				7		
		肇庆					7	

资料来源：公司招股书、年报、兴业证券研究所

单价：公司产品单价与原材料相关性高，我们预计未来原材料价格波动平稳，故预测单价也将平稳。但由于两片罐单价低，故公司综合单价将下滑。

毛利率：三片罐价格稳中有升，成本仍然保持低位，毛利率短期改善，长期略微下降。价格：我们认为来自红牛的单价会维持在 1 元，而供给其他客户的单价会略微上升。随着加多宝向两片罐转型高峰期的过去，三片罐市场竞争状况开始趋于缓和，单价略微上升的概率较大。成本：金属饮料罐的成本结构中，原材料占比超过 90%。

两片罐价位短期走低概率较大，成本开始触底反弹，毛利率短期下滑，长期将保持稳定。价格：两片罐价格采取招标模式确定，短期产能的集中释放带来了招标价格的下行。成本：主要原材料铝经过近两年的下降，开始触底反弹，未来继续下滑的概率较小，故成本对毛利改善的贡献增强。

营业费用：由于两片罐产能的投放，公司需要开拓两片罐客户，我们预计未来营业费用短期会出现上行。

管理费用：由于 13 年底两个新基地的投产，以及公司在研发上的基础投资，我们预计公司未来管理费用仍将维持目前的水平。

财务费用：我们认为公司财务费用下降是大概率事件。公司目前现金充裕、资本开支计划平稳。公司还将通过发行中期票据来置换短期贷款，以降低财务成本。我们预计公司未来两年的发债计划是 60%、40%。

表 18、奥瑞金盈利预测关键假设

		2011	2012	2013E	2014E	2015E
红牛	收入（百万）	2004.56	2404.36	3245.89	4219.65	5485.55
	yoy	61.3%	19.9%	35.0%	30.0%	30.0%
	销量（百万罐）	1991.65	2404.36	3245.89	4219.65	5485.55
	yoy	61.3%	19.9%	35.0%	30.0%	30.0%
	单价（元）	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
	毛利率	31.1%	32.9%	32.9%	31.0%	30.0%
加多宝	收入（百万）	302.56	327.15	404.57	452.53	364.00
	yoy	5.0%	8.1%	24.0%	12.0%	-20.0%
	销量（百万罐）	378.20	408.94	600.06	691.21	560.00
	yoy	4.99%	8.13%	46.74%	15.19%	-18.98%

	单价 (元)	0.80	0.80	0.71	0.67	0.65
	毛利率	8.44%	13.4%	13.4%	15.0%	17.0%
旺旺	收入 (百万)	185.80	228.62	262.91	302.35	347.70
	yoy	13.5%	23.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	1.8%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
其他	收入 (百万)	310.32	439.28	769.63	1117.72	1276.75
	yoy	30.98%	41.55%	75.20%	45.23%	14.23%
	毛利率	12.07%	15.38%	10.00%	12.37%	13.24%
总体	收入 (百万)	2803.24	3399.41	4683.00	6092.25	7474.00
	yoy	45.15%	21.27%	37.76%	30.09%	22.68%
	销量 (百万罐)	2339.11	3450.39	4359.89	5418.57	7014.97
	yoy	50.20%	47.51%	26.36%	24.28%	29.46%
	单价 (元)	0.81	0.78	0.86	0.87	0.89
	毛利率	24.23%	25.49%	25.92%	25.08%	25.19%
三项费用率	销售费用率	1.57%	1.69%	2.30%	2.00%	1.70%
	管理费用率	6.42%	6.42%	6.42%	6.42%	6.42%
	财务费用率	2.21%	2.85%	0.69%	1.00%	0.73%

资料来源：兴业证券研究所

表 19: 盈利预测结果:

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	3506	4683	6092	7474
增长率	23.4%	33.6%	30.1%	22.7%
营业利润 (百万元)	490	738	909	1167
增长率	26.9%	50.8%	23.1%	28.3%
净利润 (百万元)	405	561	689	882
增长率	27.7%	38.5%	22.8%	28.0%
最新摊薄每股收益 (元)	1.32	1.83	2.25	2.88
每股净资产 (元)	9.68	10.53	12.59	15.24
动态市盈率 (倍)	23.2	16.7	13.6	10.6
市净率 (倍)	3.2	2.9	2.4	2.0

资料来源：兴业证券研究所

4.2 估值分析

公司目前的动态 PE 在 16.2 倍左右, PB 在 2.8 倍左右。公司将从公司纵向、行业横向比较来分析公司的相对估值水平。

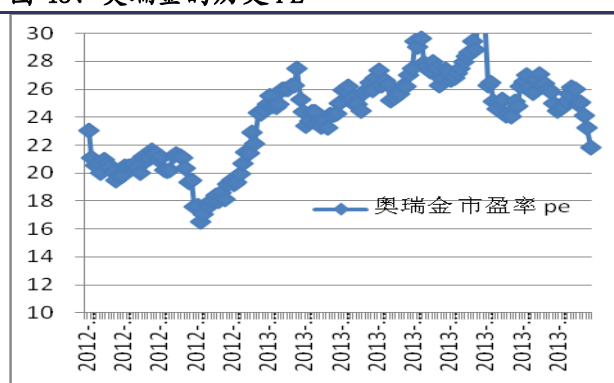
纵向: 我们通过对公司的历史 PE、PB 比较可以看到, 公司目前的 PE、PB 处于历史相对较低的位置。

横向: 从国内可比上市公司来看, 公司的 PE、PB、PS 处于行业中位数水平, 较美盈森、合兴包装的相对估值低, 与公司龙头地位存在一定的偏差。从国际上的可比公司来看, 公司的 PE、PS 水平略高, 而 PB 则处于低位。

如果在于行业下游比较, 相对于与国内食品饮料行业 25-35 倍之间的估值水平, 奥瑞金估值折价较大。而波尔公司的 PE 相对稳定在 14 倍左右, 估值倍数和可口可乐相差不多。从这个角度来看, 我们认为公司处于相对低估的阶段。

根据 4.1 分析, 我们预测公司 13-15 年的 EPS 为 1.83、2.25、2.88, 对应 13-15 年的 PE 分别是 15.7X, 12.8X, 10.0X。鉴于公司的成长性, 我们认为公司估值偏低, 给予增持评级。

图 43、奥瑞金的历史 PE



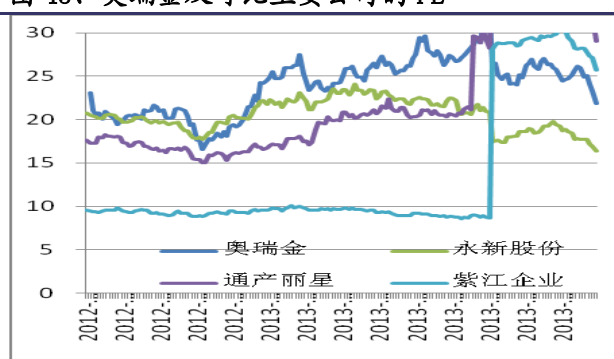
数据来源: wind、兴业证券研究所

图 44、奥瑞金的历史 PB



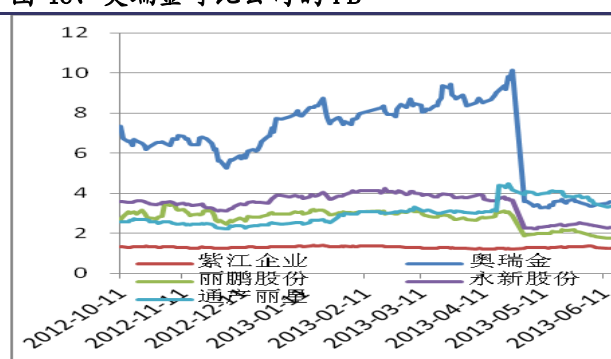
数据来源: wind、兴业证券研究所

图 45、奥瑞金及可比主要公司的 PE



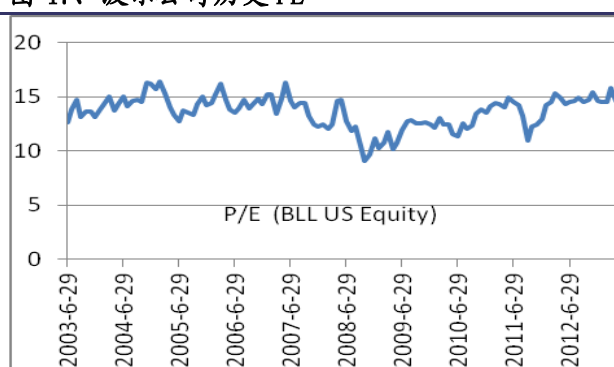
数据来源: wind、兴业证券研究所

图 46、奥瑞金可比公司的 PB



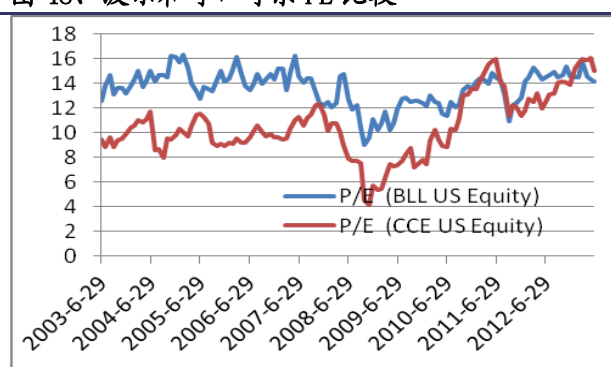
数据来源: wind、兴业证券研究所

图 47、波尔公司历史 PE



数据来源: wind、兴业证券研究所

图 48、波尔和可口可乐 PE 比较



数据来源: wind、兴业证券研究所

表 20: 可比公司 PE、PB、PS 值

	代码	市值	PE	PB	PS
永新股份	002014.SZ	29.25	15.9	2.1	1.9
通产丽星	002243.SZ	21.86	30.4	2.9	2.1
丽鹏股份	002374.SZ	12.52	19.6	3.0	2.5
奥瑞金	002701.SZ	88.47	17.8	1.1	1.5
紫江企业	600210.SH	41.52	26.6	1.1	0.5
合兴包装	002228.SZ	18.66	20.8	2.1	0.8
美盈森	002303.SZ	42.73	24.9	2.4	4.0
中粮包装	0906.HK	43.35	13.6	1.2	0.9
雷盛	REX LN Equity	362.40	15.6	1.8	1.0
皇冠	CCK US Equity	364.49	10.1		0.7
波尔	BLL US Equity	398.78	14.2	5.9	0.7

资料来源: Bloomberg、wind

5、风险提示

5.1 原材料波动风险

尽管公司是包括宝钢股份在内的国内主要马口铁供应商的战略客户，与主要供应商均为长期稳定合作关系，能够享受较一般客户更为优惠的采购价格，并且公司一般会与客户约定合理的成本转移机制，但若马口铁价格因宏观经济变动、上游行业供应情况、下游行业需求情况等因素影响而上涨幅度过大，公司无法通过与客户的常规成本转移机制有效化解成本压力，公司经营业绩短期内将会受到重大不利影响。

5.2 大客户食品安全风险

近年来，社会对食品安全问题关注程度日益提高，重大食品安全事件对食品饮料行业的影响日益凸显。尽管公司主要客户均为食品饮料领域具有较强市场地位和较高品牌知名度的优势企业，但若该等客户由于自身原因发生重大食品安全事件，其市场声誉将严重受损，销售收入将大幅下滑，进而导致其对公司产品的需求大幅下降，公司经营业绩将受到重大不利影响。

5.3 新产能不能顺利消化的风险

目前公司的竞争对手主要是中粮包装、波尔系企业、皇冠系企业、太平洋系企业等，在加之，上海宝钢包装、福建昇兴等积极筹备 IPO 事宜，未来随着金属包装行业的迅猛发展，新的上市公司和龙头企业还将不断涌现，进而分割奥瑞金的市场份额，因此未来新产能的消化仍然存在一些不确定性。另外目前来看，加多宝广东二片罐的采购量远低于公司的供应量，公司需要继续开拓市场消化项目全部投产后新增产能。

5.4 限售股解禁，小非减持对股价造成短期冲击

公司 2013.10.11 日共有 7245 万股解禁，占流通比例的 23.62%。其中除弘灏持有的 6%和公司有合作关系外，其他为财务投资者（17.62%），减持的可能性大。短期内小非减持可能给股价带来一定的压力。

表 21、奥瑞金限售股解禁时间表

解禁时间	股数（万股）	占流通股比例（%）	占总股本比例（%）	解禁后限售股数（万股）	解禁方
2013.10.11	7245	94.50	23.62	157,55	中瑞创业、弘灏集团、嘉华投资、加华威特、阿达集团
2014.04.11	1293.75	16.87	4.22	14461.25	佳锋控股有限公司
2015.10.12	14461.25	188.62	47.16	0	海南原龙和二十一兄弟

资料来源：wind

6、附注

6.1 股权结构

实际控制人周云杰控通过海南原龙投资持有公司和北京二十一兄弟商贸有限公司持有上市公司 146,919,317 股，占总股本的 47.13%。高管魏琼、赵宇晖、沈陶通过海南原龙间接持有上市公司 10.2%的股份。

表 22、截止 2013.3.31 的前十大股东股权结构表

股东	股份占比	性质	实际控制人
海南原龙投资有限公司	46.39%	限售股	周云杰
中瑞创业投资有限公司	6.19%	限售股	国开行和瑞士联邦对外经济事务秘书处
弘灏集团控股有限公司	6%	限售股	红牛实际控制人 YANBIN
嘉华投资基金管理有限公司	5.25%	限售股	
佳锋控股有限公司	4.22%	限售股	中信集团
加华威特技术有限公司	3.09%	限售股	
阿达集团有限公司	3.09%	限售股	
中国农业银行-鹏华动力增长混合型证券投资基金	1.26%	流通股	
北京二十一兄弟商贸有限公司	0.74%	限售股	
中国银行-华夏回报证券投资基金	0.65%	流通股份	

资料来源：wind

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3251	3023	4148	5252
货币资金	1578	807	1281	1756
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	868	1120	1475	1802
其他应收款	9	14	18	21
存货	495	614	808	990
非流动资产	1522	2367	2478	2445
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	8	8	7	7
固定资产	1269	2073	2224	2205
在建工程	61	96	48	24
油气资产	0	0	0	0
无形资产	70	82	95	106
资产总计	4773	5390	6626	7697
流动负债	1644	1345	1506	1764
短期借款	664	200	100	100
应付票据	0	0	0	0
应付账款	629	833	1095	1342
其他	351	312	311	322
非流动负债	159	815	1257	1256
长期借款	129	789	1229	1229
其他	30	26	28	27
负债合计	1803	2159	2763	3020
股本	307	307	307	307
资本公积	1724	1724	1724	1724
未分配利润	881	1141	1705	2430
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	2971	3231	3864	4677
负债及权益合计	4773	5390	6626	7697

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	405	561	689	882
折旧和摊销	97	88	117	127
资产减值准备	4	-7	6	3
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	77	32	61	55
投资损失	-0	0	0	0
少数股东损益	-1	-0	0	0
营运资金的变动	-162	-318	-402	-376
经营活动产生现金流量	415	363	474	691
投资活动产生现金流量	-430	-938	-235	-96
融资活动产生现金流量	1384	-196	234	-120
现金净变动	1369	-771	474	475
现金的期初余额	-152	1578	807	1281
现金的期末余额	1522	807	1281	1756

投资评级说明

利润表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3506	4683	6092	7474
营业成本	2613	3469	4564	5591
营业税金及附加	16	32	42	51
销售费用	59	108	122	127
管理费用	225	301	391	480
财务费用	100	32	61	55
资产减值损失	4	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	490	738	910	1167
营业外收入	27	10	10	10
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	516	748	919	1176
所得税	112	187	230	294
净利润	404	561	689	882
少数股东损益	-1	-0	0	0
归属母公司净利润	405	561	689	882
EPS (元)	1.32	1.83	2.25	2.88

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长性 (%)				
营业收入增长率	23.4%	33.6%	30.1%	22.7%
营业利润增长率	26.9%	50.8%	23.2%	28.3%
净利润增长率	27.7%	38.5%	22.9%	28.0%
盈利能力 (%)				
毛利率	25.5%	25.9%	25.1%	25.2%
净利率	11.5%	12.0%	11.3%	11.8%
ROE	13.6%	17.4%	17.8%	18.9%

1. 偿债能力 (%)

资产负债率	37.8%	40.1%	41.7%	39.2%
流动比率	1.98	2.25	2.75	2.98
速动比率	1.68	1.79	2.22	2.42

营运能力 (次)

资产周转率	92.9%	92.2%	101.4%	104.4%
应收帐款周转率	466.9%	470.2%	468.9%	455.5%

每股资料 (元)

每股收益	1.32	1.83	2.25	2.88
每股经营现金	1.35	1.18	1.55	2.25
每股净资产	9.68	10.53	12.59	15.24

估值比率 (倍)

PE	23.2	16.7	13.6	10.6
PB	3.2	2.9	2.4	2.0

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15%
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
韩吟华	010-66290195	hanyh@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn	肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元戥	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
地址: 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503 (518048) 传真: 0755-82562090					
海外销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【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。

【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。

【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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。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。