



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造：包装印刷

杨志威\*

证券投资咨询业务证书编号：S1300515060001  
(8621)20328510  
zhiwei1.yang@bocichina.com

\*赵综艺为本报告重要贡献者

# 奥瑞金：牵手中粮包装，大格局下迎来快速发展期

## 事件

奥瑞金(002701.CH/人民币 28.47, 买入)与**中粮包装**(0906.HK/港币 5.09, 持有)发布公告，奥瑞金与中粮集团（香港）签订买卖协议，奥瑞金将以自筹资金 16.16 亿港元或 14.96 亿港元受让中粮包装约 27%或 25%的股权，受让完成后，中粮集团（香港）将持有中粮包装 33.15%或 35.15%的股权，维持控股地位。本次奥瑞金参股的成本为 6 港元/股，对应 2014 年净利润的市盈率为 13.64 倍。

## 点评

**强强联手，协同显著。**两者同属金属包装龙头公司，股权合作后，我们认为将会在以下方面有望产生协同：1、客户共享，中粮包装的客户覆盖范围是国内金属包装企业中最广的，除红牛、加多宝、雪花、青啤、百威英博等与奥瑞金共有的客户外，中粮还拥有可口可乐、养元、达利、露露、美赞成、贝因美、联合利华、伊利、宝洁等知名集团客户，中粮集团下还有厨房食品、休闲零食、快餐即食类、酒、乳制品、保健品和饮品等食品产业，其中不乏蒙牛、长城葡萄酒、屯河等知名品牌，这些客户基础将为奥瑞金大包装战略的实施提供帮助；2、技术合作，中粮包装目前单片罐技术国内领先，奥瑞金也正建设铝瓶罐、纤体罐生产线，两者合作将加强技术领先地位。

**有助于改变两片罐竞争格局。**由于啤酒罐化率以每年 2%的速度提升，带来每年接近 30 亿罐的需求增量，两片罐市场毫无疑问是未来金属包装的主要市场，但目前行业产能过剩严重，500 亿罐左右的现有及在建产能远超 305 亿罐的销量。中粮是目前国内最大的两片罐供应商，2014 年两片罐销量 44 亿罐，加上奥瑞金的 12 亿罐，二者将占总销量的 18.5%，议价能力将明显提升，双方在与波尔、皇冠、太平洋等外资金属包装龙头企业的竞争中更具优势，在产能过剩改善之时将首先获益。

**外延发力，大格局下迎来跨越成长期。**两者的结合对于金属包装行业是标志性事件，行业的整合时代已经开启。奥瑞金转型综合性包装提供商后，相继收购了软塑包装龙头永新股份 20.21%的股权，和此次金属包装龙头中粮包装 25%-27%股权，公司的格局正在持续做大。此次收购除了在财务上能够贡献 10.7%增厚（按照 14 年计），更重要的是显示出公司做大格局的魄力和能力，公司在横向以及其他包装领域进一步外延拓展值得期待。

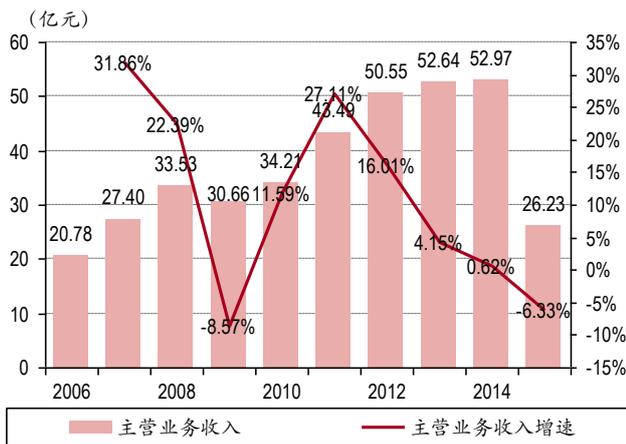
公司正在向综合包装服务商的道路上加速前进，本次与中粮包装的股权合作对公司现有业绩提升和未来外延发展均有益，公司未来在产业内的整合中将更具话语权。我们继续强烈推荐，维持**买入**评级。

## 中粮包装介绍

### 产品线齐全、客户覆盖面更广的金属包装龙头企业

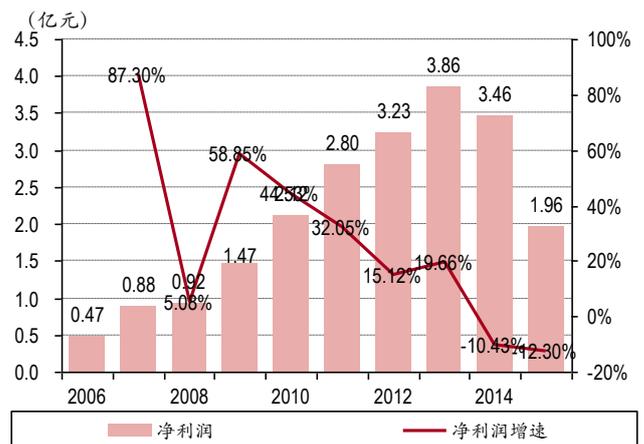
中粮包装隶属于中粮集团，主要从事消费品包装的生产，覆盖食品、饮料、日化等消费品市场，主要产品包括铝制包装（占比41%）、马口铁包装（占比50%）和塑料包装（占比9%）。截止至2014年底，公司共设立22家子公司，为全国客户服务。公司在奶粉罐、气雾罐、旋开盖等多个细分市场领域排名第一。2014年，公司营业收入达到52.97亿元，综合毛利率18.58%，净利润达到3.46亿元，与奥瑞金同属国内金属包装的第一梯队。

图表 1. 2006-1H2015 中粮包装营收及其增速



资料来源：万得

图表 2. 2006-1H2015 中粮包装净利润及其增速



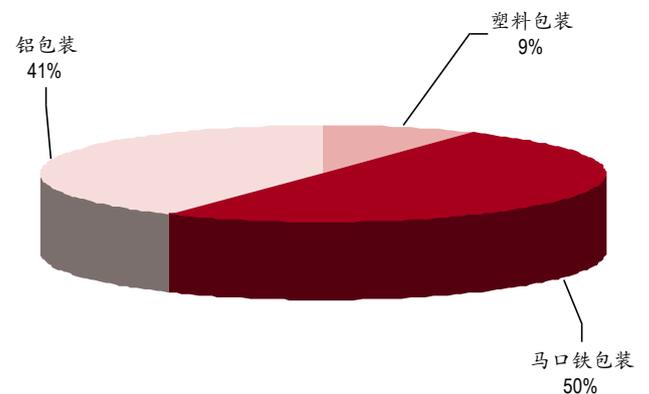
资料来源：万得

图表 3. 中粮包装子公司分布



资料来源：公司公告

图表 4. 2014 年中粮包装收入结构



资料来源：万得，中银国际证券整理

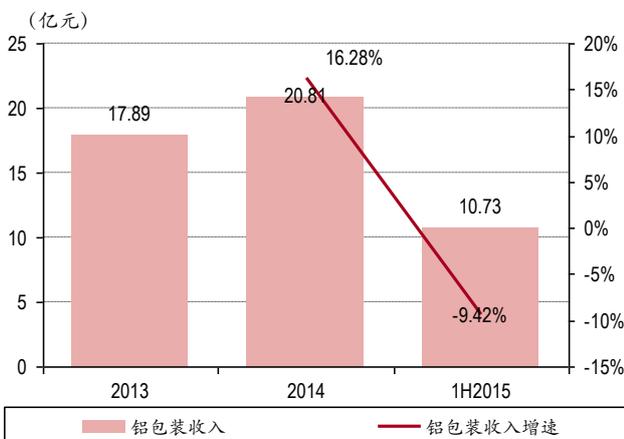
**产品线齐全，客户覆盖面广。**2014年前五大客户占收入总额的38.5%，相比同行业的奥瑞金（86.34%）、昇兴股份（76.62%）和宝钢包装（70.33%）明显偏低，主要原因是公司产品线更为丰富，包含两片罐、单片罐、三片饮料罐、食品罐、金属盖、其他工业用罐和塑料包装等。相应地，公司产品的应用领域和客户分布也更加广泛，客户包括茶饮料、功能饮料、碳酸饮料、啤酒、奶粉、食品、工业、日化用品等各领域内的龙头集团。

**图表 5. 中粮包装产品和主要客户一览**

	应用领域	主要客户
两片罐	啤酒、碳酸饮料、茶饮料	加多宝、华润雪花啤酒、可口可乐中国、青岛啤酒、百威英博
单片罐	日化用品、啤酒、碳酸饮料、医药用品	百威英博、SMB GLOBAL、杭州华艺、东阳医药
三片罐	蛋白饮料、功能饮料、茶饮料、八宝粥、果蔬汁及咖啡饮品等	红牛、养元、达利集团、露露、泰奇食品、旺旺集团
食品罐	奶粉罐、普通食品罐	美赞成、贝因美、惠氏、联合利华、伊利、飞鹤乳业
气雾罐	汽车护理用品、空气清新剂、个人护理和除虫产品等	深圳彩虹、上海庄臣、中山榄菊、车仆实业
金属盖	包括旋开盖和皇冠盖	海天、欢乐家、老干妈、华润雪花啤酒、百威英博、青岛啤酒
钢桶	散装食用油、果汁、果酱、工业用香精香料、润滑油等	中石化、中石油、国都化工、壳牌、金刚化工、中涂化工等
方圆罐	化工油漆、涂料、小包装油脂	华润涂料、阿克苏诺贝尔、嘉宝莉、益海嘉里、中国粮油等
印涂铁	各种礼品糖果盒、食品、化工瓶盖、电池和其他电子电器产品	东山电池、苏泊尔、上海松下、中石化、美的等
塑料包装	个人护理、日化产品及食品饮料	宝洁、蓝月亮、利洁时、庄臣、琼森及贝亲等

资料来源：公司公告

**较完善的二片罐产能布局+差异化产品“单片罐”。**中粮包装的二片罐产能配备相比奥瑞金更完善，根据公开资料，公司已经在杭州、武汉、成都、天津、广州和南宁拥有 7 条二片罐生产线。除加多宝、雪花啤酒、青岛啤酒、百威英博等国内外知名饮料品牌客户外，公司还入选了可口可乐的核心供应商，最多能够为可口可乐提供其在中国 1/3 的用罐量。此外，中粮包装通过研发创新，自主开发生产模具，拥有单片罐生产能力，以差异化产品满足客户的个性化需求。

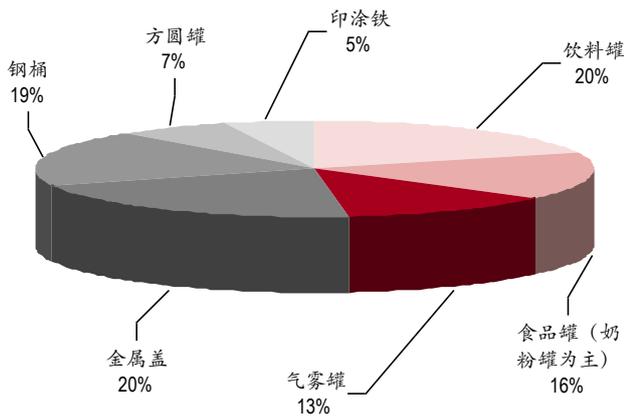
**图表 6. 2013-1H2015 铝包装营收及其增速**


资料来源：万得

**图表 7. 中粮包装单片罐产品**


资料来源：公司公告

**马口铁罐品类齐全，在多个细分市场处于领先地位。**公司的马口铁罐不止于消费包装，还提供工业包装，公司在奶粉罐、气雾罐、旋开盖等多个细分市场领域排名第一。在细分品类的增长情况方面，2014 年除饮料罐和印涂铁有较大下滑外，其余品类均维持稳定或增长。饮料罐下滑因加多宝由三片罐换为二片罐，印涂铁预计大部分为自用，且收入占比不大。

**图表 8. 中粮包装马口铁包装业务结构**


资料来源：公司公告，中银国际证券整理

**图表 9. 2014 年马口铁各品类产品收入增速**

产品类别	2014 年收入增速(%)
饮料罐	(41.22)
食品罐 (奶粉罐为主)	10.27
气雾罐	(0.89)
金属盖	0.00
钢桶	13.13
方圆罐	46.55
印涂铁	(14.01)

资料来源：公司公告，中银国际证券整理

受核心客户需求低迷的影响，塑料包装收入出现下滑。受益于并购整合，公司的塑料包装业务在 2013 年之前发展迅速，2010-2013 年收入 CAGR 为 64.56%。目前，公司塑料包装的主要客户有宝洁、蓝月亮、强生等。受主要客户需求低迷的影响，公司塑料包装收入自 2014 年起出现下滑，2014 年和 2015 年上半年增速分别为-1.34%和-8.03%。

**图表 10. 2010-1H2015 塑料包装收入及其增速**


资料来源：万得

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371