

奥瑞金 (002701)

Q4 符合预期，拐点初现

——奥瑞金点评报告

✍️ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 ☎️ 联系人：傅嘉成、姜文镗
 ✉️ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 2020 年业绩快报：20A 营业收入 105.57 亿元(+12.68%)，20Q4 营业收入 26.78 亿元 (-8.08%)；20A 归母净利润 7.03 亿元 (+2.96%)，归母净利率 6.66% (-0.74pct)，20Q4 归母净利润 2.20 亿元 (19Q4 为-0.04 亿元)，归母净利率 8.25% (19Q4 为-0.18%)，业绩符合预期。

投资要点

□ Q4 业绩符合预期，盈利同比改善明显

(1) 收入端：Q4 收入 26.78 亿元，同比下滑 8.08%，判断主要系疫情反复下餐饮渠道恢复不及预期，对啤酒、凉茶等两片罐业务影响较大；此外，因今年春节较晚，备货周期延后。(2) 利润端：Q4 归母净利润 2.20 亿元 (19Q4 亏损 0.04 亿元)，归母净利率 8.25% (19Q4 为-0.18%)，同比显著好转，判断主要系咸宁工厂产能利用率提升、转债财务费用减少、波尔相关费用减少 (公司严格把控波尔相关管理费用与技术授权支出)；环比 Q3 归母净利率小幅下降 1.05pct，主要原因系 Q4 进入淡季产能利用率环比小幅下降、原材料价格持续上行 (Q4 铝价均价 15612 元/吨，环比上升 7.48%)。

□ Q4 疫情影响仍未消除，21 年向上修复空间较大

从我们跟踪来看：(1) 二片罐：受疫情反复影响，Q4 二片罐收入不及预期，伴随疫情逐步受控、啤酒罐化率提升、波尔协同效应释放，预计 21 年二片罐业务向上修复空间较大。(2) 三片罐：食品/奶粉罐增长亮眼，全年贡献约双位数增长；大客户红牛 20 年业绩依然稳健，全年实现 228 亿元销售额 (6 元零售价对应约 38 亿罐)，带动三片饮料罐业务稳健增长，预计 21 年三片饮料罐依托红牛稳健增长、食品罐持续放量。(3) 灌装：受益咸宁灌装产能爬坡 (预期与制罐业务匹配，Q3-4 约 70%)，预计全年灌装业务在低基数下有较好表现。伴随 12 月辽宁华彬灌装产线投产，看好 21 年灌装业务弹性。

□ 二片罐景气上行，咸宁&波尔效益释放

(1) 二片罐景气上行：伴随行业格局向好，二片罐提价顺利 (奥瑞金 18 年起逐年提升 2 分/罐以上)。此外，啤酒罐化率受益于低成本、非现饮需求增加提升顺畅，奥瑞金作为业内最大啤酒罐供应商最为受益。(2) 咸宁工厂扭亏：Q2 复工后咸宁工厂产能利用率持续爬坡 (Q2-3 至 70%、Q4 淡季小幅下降)，新兴客户如战马、元气森林、东鹏增长亮眼，Q3 已实现单季度扭亏，预计 21 年咸宁工厂将扭亏为盈，贡献业绩弹性。(3) 波尔一次性负面因素消除，进入上升通道：20 年波尔停工、大客户复工较晚、产能搬迁等一次性负面因素已经消除，伴随奥瑞金参与管理、协同效应显现，波尔效益有望释放。

□ 灌装业务迎机遇，三片罐稳健增长

(1) 顺应轻资产热潮，灌装业务迎机遇：奥瑞金制罐+灌装一体化服务模式成熟，顺应饮品企业轻资产热潮，有望成为新业绩增长亮点。此外，灌装产线折旧已基本完成，伴随咸宁产能利用率爬坡&辽宁产线投产，预计 21 年灌装业务

评级

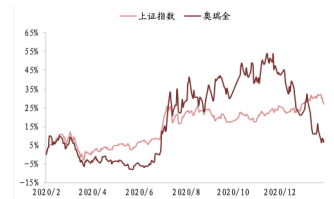
买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥4.34

单季度业绩

元/股

| | |
|--------|------|
| 2020Q1 | 0.02 |
| 2020Q2 | 0.06 |
| 2020Q3 | 0.13 |
| 2020Q4 | 0.09 |



公司简介

金属包装行业翘楚，二片罐业务受益供需格局改善、啤酒罐化率提升；灌装业务步入放量期。

相关报告

1 《【浙商轻工】奥瑞金：二片罐景气叠加灌装机遇，金属包装翘楚再起航》
 2021.01.29

报告撰写人：史凡可、马莉

联系人：傅嘉成、姜文镗

将持续放量，测算得全年利润可达 0.8 亿元。(2) **绑定优质客户，三片罐增长稳健**：红牛商标纠纷影响较小，伴随辽宁工厂投产，红牛业务预期稳中有升；公司积极开拓食品罐客户，公司早期绑定的飞鹤、君乐宝当前分别成为业内第一、第四，贡献增长动力。

□ 盈利预测及估值

预计 2020-2022 年公司实现营收 105.57/ 119.97/ 132.79 亿元，同增 12.68%/ 13.64%/ 10.69%；归母净利润 7.03/ 8.64/ 10.51 亿元，同增 2.96%/ 22.82%/ 21.70%；对应当前市值 PE 分别为 14.91X/ 12.14X/ 9.98X。考虑到公司行业龙头地位牢固、业绩向上修复确定性较强，维持“买入”评级。

□ **风险提示**：红牛诉讼事件泰方获胜、二片罐行业整合不达预期、原材料价格波动

财务摘要

| (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|---------|----------|----------|----------|
| 主营收入 | 9369.16 | 10557.15 | 11996.83 | 13279.29 |
| (+/-) | 14.60% | 12.68% | 13.64% | 10.69% |
| 净利润 | 683.24 | 703.47 | 863.72 | 1051.15 |
| (+/-) | 203.15% | 2.96% | 22.82% | 21.70% |
| 每股收益 (元) | 0.28 | 0.30 | 0.37 | 0.45 |
| P/E | 15.35 | 14.91 | 12.14 | 9.98 |

图 1：奥瑞金 20A 业绩快报拆分

| 单位：百万元 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 | 2020Q4 |
|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 2,050.90 | 2,093.08 | 2,311.29 | 2,913.89 | 1,873.33 | 2,769.66 | 3,235.85 | 2,678.32 |
| YOY | 2.90% | 2.25% | 4.59% | 51.33% | -8.66% | 32.32% | 40.00% | -8.08% |
| 归母净利润 | 236.56 | 249.47 | 200.95 | -3.74 | 43.96 | 137.73 | 300.94 | 220.85 |
| YOY | 10.98% | 0.54% | -16.56% | -99.22% | -81.42% | -44.79% | 49.76% | 5910.05% |
| 归母净利率 | 11.53% | 11.92% | 8.69% | -0.13% | 2.35% | 4.97% | 9.30% | 8.25% |
| ROE | 4.31% | 4.35% | 3.44% | -0.06% | 0.76% | 2.33% | 4.95% | 3.35% |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|---------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 单位: 百万元 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 4922 | 5477 | 6505 | 7585 | 营业收入 | 9369 | 10557 | 11997 | 13279 |
| 现金 | 583 | 1410 | 1184 | 2944 | 营业成本 | 7093 | 7963 | 8929 | 9850 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 67 | 90 | 99 | 106 |
| 应收账款 | 2573 | 2331 | 3204 | 2748 | 营业费用 | 378 | 393 | 457 | 512 |
| 其它应收款 | 0 | 13 | 5 | 7 | 管理费用 | 546 | 658 | 709 | 795 |
| 预付账款 | 202 | 428 | 329 | 341 | 研发费用 | 97 | 109 | 124 | 138 |
| 存货 | 1086 | 865 | 1333 | 1107 | 财务费用 | 294 | 329 | 305 | 309 |
| 其他 | 479 | 430 | 451 | 438 | 资产减值损失 | 76 | 31 | 30 | 32 |
| 非流动资产 | 9811 | 9770 | 9586 | 9816 | 公允价值变动损益 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 金融资产类 | 0 | 228 | 194 | 141 | 投资净收益 | 141 | 141 | 141 | 141 |
| 长期投资 | 2552 | 2449 | 2412 | 2471 | 其他经营收益 | 90 | 108 | 101 | 100 |
| 固定资产 | 5236 | 5408 | 5396 | 5469 | 营业利润 | 1048 | 1231 | 1585 | 1777 |
| 无形资产 | 684 | 713 | 758 | 820 | 营业外收支 | 1 | -3 | -1 | -1 |
| 在建工程 | 108 | 105 | 75 | 65 | 利润总额 | 1050 | 1227 | 1584 | 1775 |
| 其他 | 1230 | 866 | 750 | 849 | 所得税 | 357 | 514 | 710 | 715 |
| 资产总计 | 14733 | 15247 | 16091 | 17400 | 净利润 | 693 | 713 | 873 | 1061 |
| 流动负债 | 6524 | 6668 | 7271 | 7511 | 少数股东损益 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 短期借款 | 1719 | 1521 | 1665 | 1635 | 归属母公司净利润 | 683 | 703 | 864 | 1051 |
| 应付款项 | 2652 | 2348 | 2805 | 3227 | EBITDA | 1847 | 1979 | 2351 | 2570 |
| 预收账款 | 58 | 57 | 67 | 76 | EPS (最新摊薄) | 0.28 | 0.30 | 0.37 | 0.45 |
| 其他 | 2096 | 2743 | 2734 | 2573 | 主要财务比率 | | | | |
| 非流动负债 | 2235 | 2266 | 1875 | 2125 | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 长期借款 | 1077 | 1150 | 1024 | 1084 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 1157 | 1116 | 851 | 1041 | 营业收入 | 14.60% | 12.67% | 13.64% | 10.69% |
| 负债合计 | 8759 | 8934 | 9146 | 9636 | 营业利润 | 95.65% | 17.40% | 28.77% | 12.09% |
| 少数股东权益 | 244 | 254 | 264 | 274 | 归属母公司净利润 | 203.15% | 2.93% | 22.82% | 21.70% |
| 归属母公司股东权益 | 5729 | 6059 | 6681 | 7490 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 14733 | 15247 | 16091 | 17400 | 毛利率 | 24.29% | 24.57% | 25.57% | 25.83% |
| | | | | | 净利率 | 7.40% | 6.75% | 7.28% | 7.99% |
| | | | | | ROE | 11.79% | 11.45% | 13.03% | 14.29% |
| | | | | | ROIC | 8.68% | 8.57% | 9.51% | 10.45% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 59.45% | 58.60% | 56.84% | 55.38% |
| | | | | | 净负债比率 | 48.83% | 53.62% | 52.46% | 47.96% |
| | | | | | 流动比率 | 0.75 | 0.82 | 0.89 | 1.01 |
| | | | | | 速动比率 | 0.59 | 0.69 | 0.71 | 0.86 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.67 | 0.70 | 0.77 | 0.79 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 4.34 | 4.40 | 4.50 | 4.60 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 4.17 | 3.82 | 4.45 | 4.08 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.28 | 0.30 | 0.37 | 0.45 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.62 | 0.56 | 0.31 | 1.20 |
| | | | | | 每股净资产 | 2.43 | 2.51 | 2.76 | 3.10 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 15.35 | 14.91 | 12.14 | 9.98 |
| | | | | | P/B | 1.78 | 1.73 | 1.57 | 1.40 |
| | | | | | EV/EBITDA | 7.94 | 6.86 | 5.80 | 4.68 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金流 | 1498 | 1344 | 761 | 2910 |
| 净利润 | 693 | 713 | 873 | 1061 |
| 折旧摊销 | 486 | 419 | 449 | 474 |
| 财务费用 | 294 | 329 | 305 | 309 |
| 投资损失 | -141 | -141 | -141 | -141 |
| 营运资金变动 | 555 | -254 | -355 | 943 |
| 其它 | -390 | 278 | -371 | 262 |
| 投资活动现金流 | -1464 | -873 | -914 | -1065 |
| 资本支出 | -408 | -175 | -147 | -243 |
| 长期投资 | 42 | -100 | 53 | -2 |
| 其他 | -1098 | -598 | -820 | -820 |
| 筹资活动现金流 | -511 | 166 | -152 | -1413 |
| 短期借款 | 1719 | 1521 | 1665 | 1635 |
| 长期借款 | 1077 | 1150 | 1024 | 1084 |
| 其他 | -3308 | -2505 | -2841 | -4132 |
| 现金净增加额 | -477 | 637 | -305 | 431 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>