

金属包装

报告日期：2022 年 08 月 02 日

盈利拐点专题报告之二：

提价落地、铝价回落，金属包装 Q3 盈利预期优异

投资要点

行业评级：看好(首次)

□ 提价落地、原材料回落，金属包装 Q3 盈利预期优异

原材料价格回调、年内多次提价，金属包装企业盈利迈入改善通道。海外通胀预期见顶、下游需求整体疲软情况下，金属包装原材料铝材、马口铁近期价格迎来较大回调。21 年起原材料价格大幅波动下金属包装行业转向季度调价，22 年内二片罐二次提价落地（年初、二季度各提 3-4 分），三片罐亦有向上调价。伴随原材料价格回落（三片罐原材料成本占比 80%+、二片罐原材料成本占比 70%+），格局改善，金属包装企业盈利改善值得期待，推荐关注 **宝钢包装**（纯正二片罐标的）、**奥瑞金**（金属包装龙头，二片罐盈利改善、三片罐红牛表现稳健，22/23 年预计实现利润 8.9/10.2 亿元，对应 PE 14.33/12.51X）、**昇兴股份**（泰国红牛三片罐放量、海外两片罐工厂盈利表现优秀）。

分析师：史凡可

执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

研究助理：傅嘉成

fujiacheng@stocke.com.cn

相关报告

□ 二片罐：铝价回落、供需格局修复，盈利改善可期

供需表现紧平衡，新产能扩张有序。（1）啤酒罐化率贡献需求增量，根据测算年需求增量 25-40 亿罐。（2）2021 年供给约 605 亿罐、总需求约 500+亿罐，考虑区位匹配实际供需紧平衡。（3）产能扩张有序，多为厂中厂布局，对行业供需影响有限；新增产能多集中于龙头企业，龙头集中度有所提升（CR4 超 70%）。当前奥瑞金 135 亿罐产能、宝钢国内 100 亿罐产能（海外另有 20 亿+罐）、中粮包装 100 亿罐产能、昇兴股份 85 亿罐产能。

格局修复，龙头议价能力稳步提升。14-15 年价格战后部分中小产能出清，行业均价进入缓慢修复区间，企业议价协同能力增强。2021 年以来，原材料价格大幅上涨、行业多次调价缓解成本压力，定价模式逐步转向季度调价，议价能力较以往有所提升，今年年初、二季度初二片罐价格各提 3-4 分/罐（年中价格近 0.50 元/罐），7 月部分客户下调 1-2 分。

铝价回调、提价落地，盈利具备弹性。考虑铝价已有明显回调（Q2 均价 20615.3 元/吨，环比回落 7.10%）、年内提价落地（年内二次提价，合计涨幅约 8 分），盈利具备一定向上弹性。以纯正两片罐标的宝钢包装 21 年数据为基数测算，若提价 4 分、铝价变动 10%，利润弹性超 50%。

□ 三片罐：格局稳定，盈利稳定修复

三片罐格局稳定，盈利相对较优。三片罐近年格局稳定、下游客户粘性强，奥瑞金产能 85 亿罐（红牛、奶粉客户为主）、昇兴股份产能 60 亿罐（蛋白客户、泰国红牛为主）、嘉美包装产能 80 亿罐（养元为主）。稳定供需下，三片罐盈利整体优于二片罐。

原材料回落预期盈利向上修复，泰国红牛增量亮眼。镀锡薄板现价 7650 元/吨，较高点回落 900 元/吨，看好后续盈利向上修复。需求方面，泰国红牛产能转移至国内带动需求上行，利好核心供应商昇兴股份（预期 5 亿罐增量）。

□ 风险提示

原材料价格回落不及预期、行业调价不及预期、下游需求不及预期

正文目录

1 提价落地、原材料回落，金属包装盈利改善值得期待	4
1.1 二片罐：铝价回落、供需格局修复，盈利改善可期.....	4
1.2 三片罐：格局稳定，盈利稳定修复	6
2 投资建议	7
3 风险提示	8

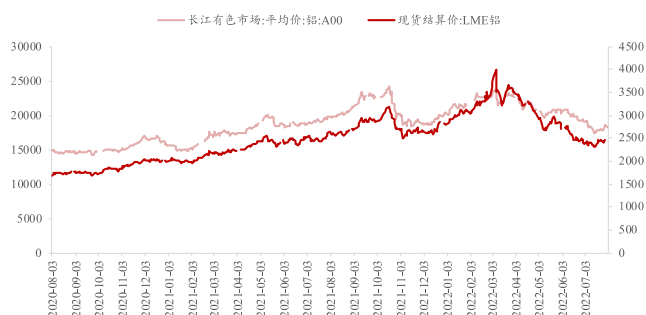
图表目录

图 1: 铝价走势	4
图 2: 镀锡板价格走势	4
图 3: 铝价走势 vs 宝钢包装毛利率	4
图 4: 金属包装公司季度毛利率	4
图 5: 全球啤酒罐化率对比	5
图 6: 啤酒罐增量测算	5
图 7: 两片罐供需格局	6
图 8: 宝钢包装两片罐单价&毛利率	6
图 9: 三片罐格局	7
图 10: 三片罐毛利率	7
图 11: 宝钢包装 PE-band	8
图 12: 奥瑞金 PE-band	8
图 13: 昇兴股份 PE-band	8
表 1: 行业新增产能	5
表 2: 宝钢包装盈利弹性测算	6
表 3: 金属包装板块估值表	7

1 提价落地、原材料回落，金属包装 Q3 盈利优异

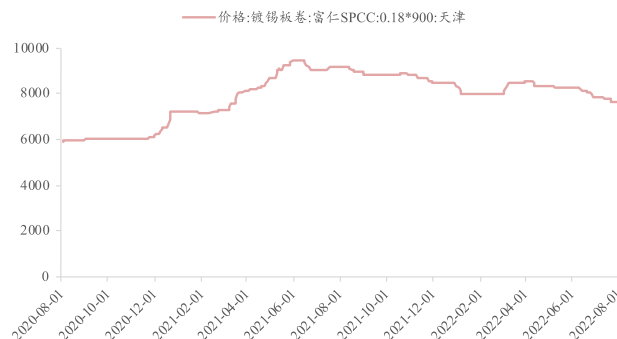
原材料价格回调、年内多次提价，金属包装企业盈利迈入改善通道。海外通胀预期见顶、下游需求整体疲软情况下，金属包装原材料铝材、马口铁近期价格迎来较大回调，铝材价格自 3 月高点 23870 元/吨回调至当前的 18280 元/吨，回落 23.42%；马口铁价格自 3 月高点 8550 元/吨回调至当前的 7650 元/吨，回落 10.53%。原材料价格大幅波动下金属包装行业转向季度调价，今年年初、二季度初二片罐价格各提 3-4 分/罐、7 月部分客户下调 1-2 分/罐；三片罐亦有向上调价。伴随原材料价格回落（三片罐原材料成本占比 80%+、二片罐原材料成本占比 70%+）、格局改善，金属包装企业盈利改善值得期待，推荐关注 **宝钢包装**（纯正二片罐标的）、**奥瑞金**（金属包装龙头，二片罐盈利改善、三片罐红牛表现稳健）、**昇兴股份**（泰国红牛三片罐放量、海外两片罐工厂盈利表现优秀）。

图1：铝价走势



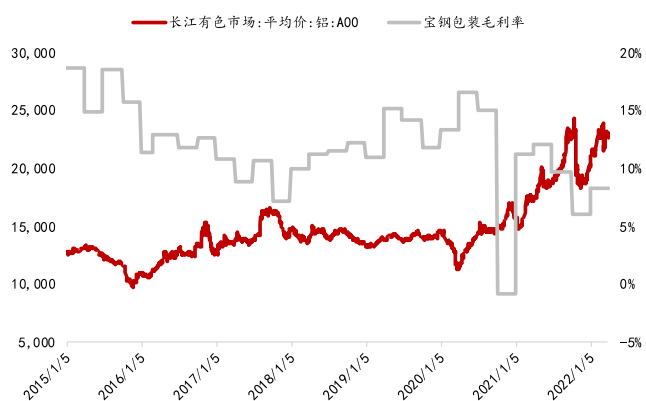
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：镀锡板价格走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：铝价走势 vs 宝钢包装毛利率



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图4：金属包装公司季度毛利率

公司	指标	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1
奥瑞金	毛利率	20.08%	17.99%	15.42%	9.81%	13.47%
	同比变化	-1.96%	-3.51%	-10.17%	-3.90%	-6.62%
	环比变化	6.38%	-2.10%	-2.57%	-5.61%	3.66%
宝钢包装	毛利率	11.18%	12.06%	9.60%	6.04%	8.22%
	同比变化	-2.14%	-4.43%	-5.44%	6.92%	-2.97%
	环比变化	12.06%	0.88%	-2.46%	-3.56%	2.18%
昇兴股份	毛利率	13.89%	9.71%	10.81%	9.86%	9.34%
	同比变化	1.36%	2.44%	-2.50%	-0.78%	-4.55%
	环比变化	3.25%	-4.19%	1.11%	-0.95%	-0.52%
嘉美包装	毛利率	15.39%	11.92%	10.68%	11.92%	9.72%
	同比变化	3.21%	9.96%	-1.46%	-6.42%	-5.67%
	环比变化	-2.95%	-3.46%	-1.25%	1.24%	-2.20%

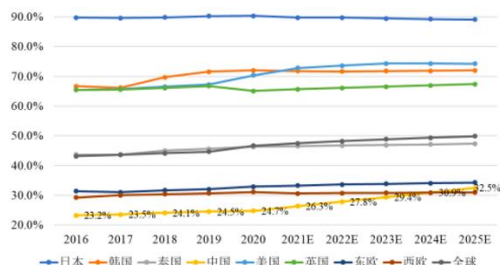
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1 二片罐：铝价回落、供需格局修复，盈利改善可期

啤酒罐化率提升&环保大趋势，二片罐需求稳健成长。罐装啤酒较玻璃瓶性价比更高、更为环保（铝罐可 100%回收），且电商大趋势&后疫情消费驱动下，罐装啤酒需求持续抬升。根据欧睿数据，2020 年我国啤酒罐化率仅为 24.7%，与美英等国家 65%以上的罐化率仍有

较大差距；2020 年疫情催化下，罐化率高点可达 30%。根据产业沟通，行业罐化率增长较为稳定，增长约 2-3pct/每年，对应年需求增量 25-40 亿罐。2022 年除夏季旺季外，年末世界杯亦将贡献啤酒需求增量。

图5：全球啤酒罐化率对比



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图6：啤酒罐增量测算

	2018	2019	2020	2021	2022E	悲观	中性	乐观
啤酒产量(万千升)	3800.8	3765.3	3411.1	3562.4	3704.896	3704.896	3740.52	3776.144
YOY		-0.94%	-9.41%	4.44%	4%	4%	5%	6%
啤酒罐化率	24.1%	24.5%	24.7%	26.3%	27%	27%	28%	29%
罐化啤酒数量(亿罐)	220.72	222.29	203.02	225.76	241.04	241.04	252.37	263.88
YOY		0.71%	-8.67%	11.20%	6.77%	6.77%	11.79%	16.88%

资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

供需表现紧平衡，新产能扩张有序。（1）供需表现紧平衡，龙头产能利用率高位：根据产业沟通，2021 年供给约 605 亿罐、总需求约 500+亿罐（15 年行业产能高峰 600+亿罐、同年需求仅有 300-350 亿罐），供需格局历经低谷已有明显改善。（2）产能扩张有序，龙头集中度提升：目前行业新增产能计划多为厂中厂模式，为满足特定客户需求投建，对行业供需影响有限；新增产能多集中于龙头企业，龙头集中度有所提升（CR4 超 70%）。

表1：行业新增产能

公司	地址	建设项目	年产能（罐）	投资额（亿）	预计投产时间及产能
宝钢包装	安徽蚌埠	易拉罐项目	11亿	4.4	
	甘肃兰州	铝质易拉罐项目	10亿	4.03	
	柬埔寨金边市	铝制两片罐项目	12亿	4.9	
	贵州省龙里县	铝制易拉罐生产线项目	10亿	4.3亿	
嘉美包装	安徽滁州	新建两片罐产能基地	10亿	2.59	2021年可达6亿罐 2022-2025年可达8亿罐
	河南临颍	新建两片罐产能基地	10亿	2.59	2021年可达6亿罐 2022-2025年可达8亿罐
	江西鹰潭	二片罐生产线建设项目	16亿	2.2	22H2
	福建	福建无菌纸包生产线建设项目	合计26.6亿包	1.2	-
	湖北孝感	孝感无菌纸包生产线建设项目		0.5	-
昇兴股份	福建泉州	两片罐制罐生产线技改增线项目	-	4.80	2022年
	云南曲靖	新增1条两片罐生产线	-	-	2022年
	武汉	昇兴太平洋（武汉）两片罐制罐生产线技改扩建及配套设施建设项目	500ml 制罐59400万只	1.5	22年12月
	安徽	制罐灌装生产线及配套设施建设项目	灌装25920万+易拉罐 24192万	1.4	22年9月
	柬埔寨金边市	两片罐制罐二期技改扩建	57000万	1.1	22H1
中粮包装	云南昆明	与大字包装合资建立二片罐工厂	10亿罐	4.85（中粮 投资占比不 低于70%）	2022年中
	沈阳	建设两片罐工厂项目	一期10亿+二期7亿	6	一期23年中投产 二期待定
奥瑞金	山东枣庄薛城区 青啤产业园区	青啤配套易拉罐生产项目	一期8亿罐二片罐+二 期8亿罐二片罐	5.1	22H2

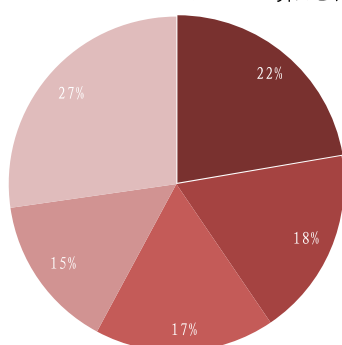
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

格局修复，龙头议价能力稳步提升。由于 10-12 年二片罐行业大量新增产能投放，14-15 年行业产能高峰达到 600+亿罐（同年需求仅 300-350 亿罐），供需压制二片罐企业的定价和盈利。以宝钢包装为例，其二片罐的单价从 14 年的 0.5 元/罐下跌至 16 年的 0.37 元/罐，

毛利率从 18.67% 下跌到 11.88%。价格战致使产业的部分中小企业、部分外资品牌陆续撤出，过剩产能得到出清。此外，金属包装龙头自 2016 年以来陆续整合，行业协同得到提升，目前二片罐基本形成以奥瑞金+中粮包装+波尔（主要客户可口可乐、百威、青啤、燕京、加多宝等，奥瑞金产能 135 亿罐）、宝钢包装（主要客户可口可乐、百事可乐、喜力、百威等，国内产能 100 亿罐+海外 20 亿罐）、昇兴股份+太平洋制罐（主要客户王老吉、青啤等，85 亿罐设计产能）三家控盘的格局。二片罐 CR3 的市场份额超 70%，企业协同能力有望提升，相对应企业的单价及盈利均有修复（宝钢的二片罐单价从 16 年低点的 0.37 元/罐回升至 21 年的 0.44 元/罐）。2021 年以来，原材料价格大幅上涨、行业多次调价缓解成本压力，定价模式逐步转向季度调价，议价能力较以往有所提升，今年年初、二季度初二片罐价格各提 3-4 分/罐（年中价格近 0.50 元/罐），7 月部分客户下调 1-2 分。

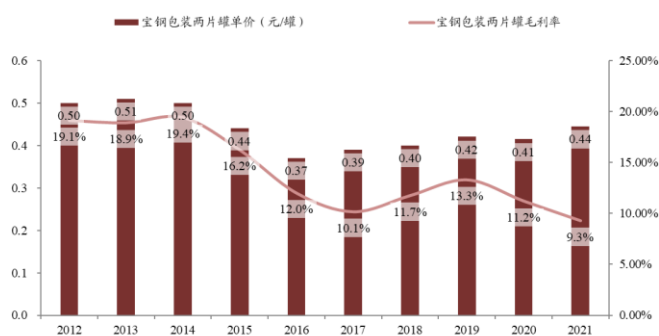
图7： 两片罐供需格局

■ 奥瑞金+波尔中国 ■ 宝钢包装 ■ 中粮包装 ■ 昇兴包装+太平洋 ■ 其它



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图8： 宝钢包装两片罐单价&毛利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

铝价回调、提价落地，盈利具备弹性。考虑铝价已有明显回调（Q2 均价 20615.3 元/吨，环比回落 7.10%）、年内提价落地（年内二次提价，合计涨幅约 8 分），盈利具备一定向上弹性。以纯正两片罐标的宝钢包装 21 年数据为基数测算，若提价 4 分、铝价变动 10%，利润弹性超 50%。

表2： 宝钢包装盈利弹性测算

净利润变动		单价变动 (元/个)										
		0.05	0.04	0.03	0.02	0.01	0	-0.01	-0.02	-0.03	-0.04	-0.05
铝价变动	-15%	454%	405%	356%	307%	258%	208%	159%	110%	61%	12%	-38%
	-10%	385%	336%	287%	237%	188%	139%	90%	41%	-9%	-58%	-107%
	-7%	343%	294%	245%	196%	146%	97%	48%	-1%	-50%	-100%	-149%
	-5%	316%	266%	217%	168%	119%	69%	20%	-29%	-78%	-127%	-177%
	-3%	288%	239%	189%	140%	91%	42%	-8%	-57%	-106%	-155%	-204%
	0%	246%	197%	148%	98%	49%	0%	-49%	-98%	-148%	-197%	-246%
	3%	204%	155%	106%	57%	8%	-42%	-91%	-140%	-189%	-239%	-288%
	5%	177%	127%	78%	29%	-20%	-69%	-119%	-168%	-217%	-266%	-316%
	7%	149%	100%	50%	1%	-48%	-97%	-146%	-196%	-245%	-294%	-343%
	10%	107%	58%	9%	-41%	-90%	-139%	-188%	-237%	-287%	-336%	-385%
	15%	38%	-12%	-61%	-110%	-159%	-208%	-258%	-307%	-356%	-405%	-454%

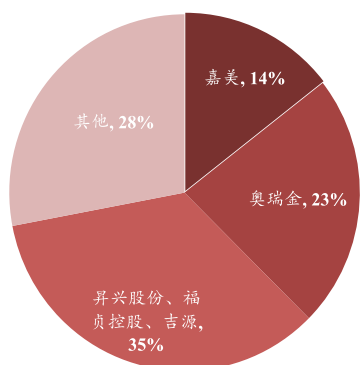
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2 三片罐：格局稳定，盈利稳定修复

三片罐格局稳定，盈利相对较优。三片罐近年格局稳定、下游客户粘性强，奥瑞金产能 85 亿罐（红牛、奶粉客户为主）、昇兴股份产能 60 亿罐（蛋白客户、泰国红牛为主）、嘉

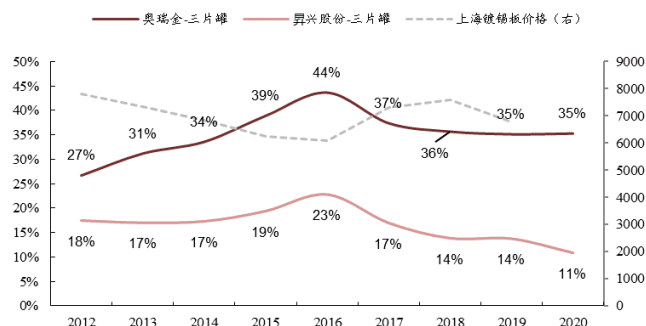
美包装产能 80 亿罐（养元为主）。稳定供需下，三片罐盈利整体优于二片罐，奥瑞金三片罐毛利率稳定在 30% 以上、昇兴股份毛利率 10% 左右。

图9：三片罐格局



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图10：三片罐毛利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

原材料回落预期盈利向上修复，泰国红牛增量亮眼。22H1 镀锌薄板均价 8193.4 元/吨，同比+0.52%、环比-7.28%；现价 7650 元/吨，较高点回落 900 元/吨，预期后续盈利向上修复。需求方面，泰国红牛产能转移至国内带动需求上行，利好核心供应商昇兴股份（预期 5 亿罐增量）。

2 投资建议

龙头估值性价比突出、盈利改善可期。推荐关注**宝钢包装**（纯正二片罐标的，盈利弹性最大）、**奥瑞金**（金属包装龙头，二片罐盈利改善、三片罐红牛表现稳健，22/23 年预计实现利润 8.9/10.2 亿元，对应 PE 14.33/12.51X）、**昇兴股份**（泰国红牛三片罐放量、海外两片罐工厂盈利表现优秀）。

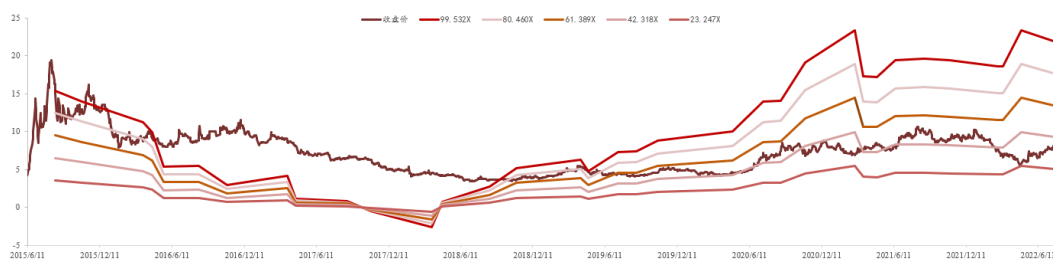
表3：金属包装板块估值表

证券简称	总市值	预测净利润（百万）		预测净利润 yoy		PE	
	亿元	(2022E)	(2023E)	(2022E)	(2023E)	(2022E)	(2023E)
宝钢包装	94.61	394.05	492.00	45.68%	24.86%	24.01	19.23
奥瑞金	130.46	889.13	1,018.12	-1.77%	14.51%	14.33	12.51
昇兴股份	49.82	272.00	326.00	59.53%	19.85%	18.32	15.28

*标红为 Wind 一致预期

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图11: 宝钢包装 PE-band



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图12: 奥瑞金 PE-band



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 昇兴股份 PE-band



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3 风险提示

- 1、原材料价格回落不及预期
- 2、行业调价不及预期
- 3、下游需求不及预期

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“本公司”）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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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