

证券研究报告|行业深度

轻工制造

行业评级 强于大市（维持评级）

2024年07月09日



复盘国内、对标海外， 金属包装行业整合之路

证券分析师：

李宏鹏 执业证书编号：S0210524050017

汪浚哲 执业证书编号：S0210524050024

李含稚 执业证书编号：S0210524060005

请务必阅读报告末页的重要声明

- **报告导读：**本文在梳理金属包装行业现状的基础上，针对近期奥瑞金公告拟以每股要约股份7.21港元的要约价，向中粮包装全体股东发起自愿有条件全面要约，以现金方式收购中粮包装全部已发行股份事项，进一步复盘国内外二片罐发展历程，探讨未来行业趋势。
- **复盘2010年-2019年我国二片罐发展历程，首轮整合开启、主导权由外资向中资转移。**行业发展历程大致分为三个阶段，阶段一：2010~2012年，下游高需求+制罐技术提升，行业进入资本开支高峰。阶段二：2013-2016年，前期扩产陆续落地，需求增速放缓；“先产能后客户”，产能过剩导致行业盈利承压。阶段三：2016-2019年，第一轮行业整合开启，行业主导权逐步由外资向中资企业转移，形成了以奥瑞金（+波尔）、中粮包装、宝钢包装、昇兴股份（+太平洋制罐）4家领先的竞争格局，CR4约74%。
- **首次整合效果欠佳，我们认为主要原因在于供求格局、客户结构、产业链发展阶段三个方面。**从近年行业情况来看，首次整合效果并不理想，我们认为主要原因有三：①供求格局未显著改善，2020-2022年上市公司资本开支再度攀升、国内新产能项目规划增加，我们估计自2019年以来行业产能利用率维持在80%左右，目前年产能接近700亿罐，而需求仅约500+亿罐。②与三片罐及海外相比，国内二片罐和下游客户无论在供应份额还是在合作时间上，客户粘性相对有限，供求形势波动时仍有通过价格策略提份额的动力。③国内所处阶段尚不成熟，下游啤酒高端化进程较慢，2018年我国啤酒高端化消费占比16.4%，远低于美国的42.1%，且国内主要啤酒品牌毛利率约40%左右，也低于海外品牌约50%+的水平，下游盈利差异或将对产业链利润分配也产生一定影响。
- **他山之石，北美金属包装行业：1) 整合路径也非一次定型；2) 整合成功后，龙头增长提速、盈利改善、享有估值溢价。整合路径上：**北美金属包装行业经历了两轮整合，分别为皇冠主导的综合包装整合、以及波尔主导的金属铝罐整合，整合过程中二者盈利也有波动。整合完毕后，波尔于2016年成为全球最大铝罐公司，估算北美饮料金属包装市占率波尔、皇冠分别为41%、31%。整合成效看：①龙头加速成长，2004-2016年波尔、皇冠营收CAGR约2-3%，2016-2023年二者营收CAGR约5-6%。②盈利改善，行业内主要经营利润率中枢自90年代的6%提升至目前约9%-10%。③估值中枢抬升，PE波尔（约23X）>皇冠（约15X）>Silgan（约13X），2000-2016年波尔逐步确立全球铝罐龙头地位。

- **行业盈利显著修复或将是长过程，但头部集中有利于趋势向上，长期发展仍可期待。**展望未来，我们认为，虽然影响前次整合效果的客户结构、下游成熟度等因素均是长变量，但若未来行业进一步集中、头部企业通过兼并收购等方式实现份额显著提升，对于行业定价权的强化预计将较快体现。目前，国内企业经营利润率与海外90年代相似，如果龙头主导带动行业供需格局优化、盈利改善，也将促进企业合作默契；此外，对比海外公司，我国金属包装企业在客户结构、海外布局方面拓展空间广阔。
- **投资建议：**建议关注金属包装相关企业：①奥瑞金，公司为金属包装龙头，三片罐业务盈利稳定、二片罐存在改善空间，若收购中粮包装落地，有望带来规模及盈利提升，夯实成长驱动；②昇兴股份，二片罐布局海外产能，三片罐受益核心客户增长；③宝钢包装，老牌国企改革焕新机，产能领先行业，二片罐业务盈利弹性大。
- **风险提示：**行业整合不及预期风险，原材料价格大幅上涨风险，下游需求不及预期风险

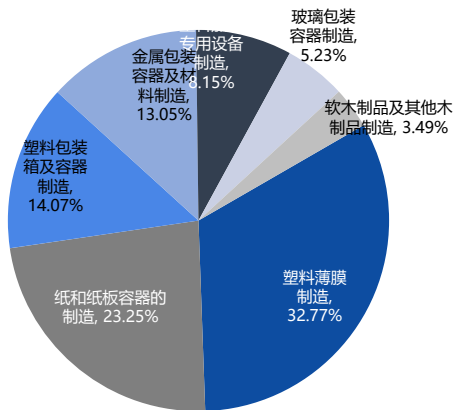
- 1、金属包装行业综述
 - 1.1 中国金属包装行业概况
 - 1.2 三片罐行业供需和格局
 - 1.3 二片罐行业供需和格局
- 2、复盘国内：二片罐行业发展进程
- 3、他山之石：北美金属包装行业整合之路
- 4、投资建议
- 5、风险提示

1.1 中国金属包装行业概况

我国金属包装约占包装市场13%，23年规模以上行业营收规模已达1500亿

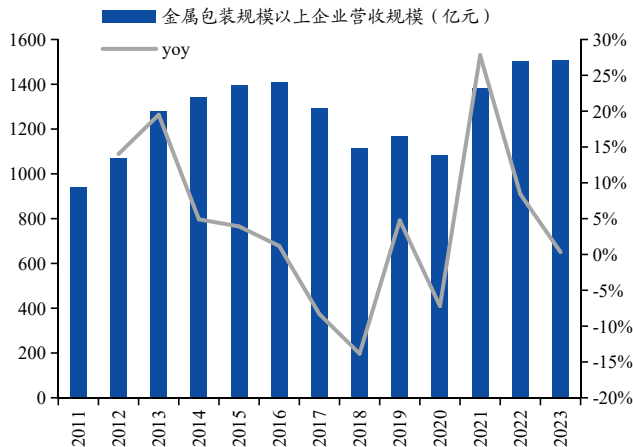
- 2023年我国包装行业规模以上企业营收1506亿元，其中金属包装约占包装行业总产值的13%；相较于全球 45-50%的水平仍有较大差距。2011-2023年我国包装行业规模以上企业营收CAGR为4%。
- 2023我国金属包装行业利润为71.72亿元，同比+16.4%；利润率4.8%，同比+0.7pct。

图：2023年金属包装占我国包装市场13%



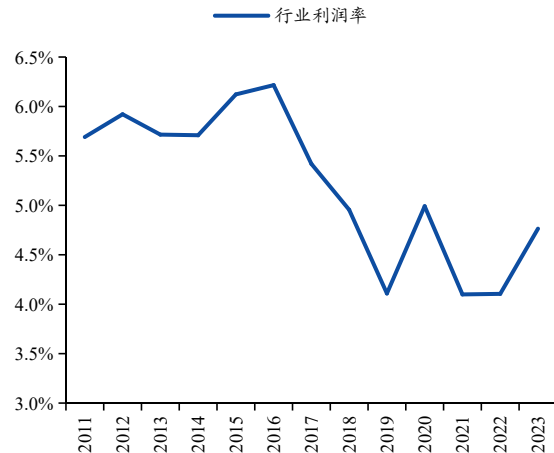
资料来源：中国包装联合会，华福证券研究所

图：我国金属包装行业营收规模约1500亿



资料来源：宝钢包装定增募集书，Wind，智研咨询，中国包装联合会，华福证券研究所

图：2020-2023年金属包装行业利润率



资料来源：中国包装联合会，wind，智研咨询，华福证券研究所

1.1 中国金属包装行业概况

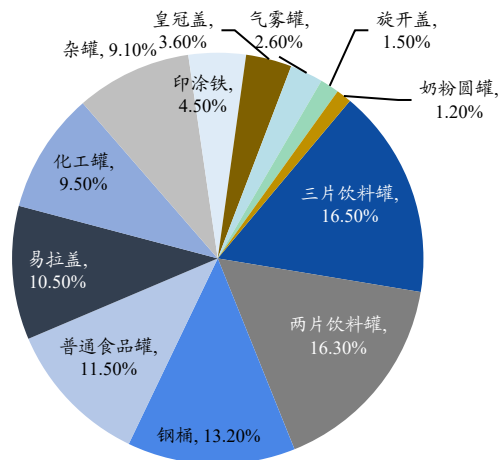
➤ 饮料罐、食品罐为金属包装行业下游最大应用

- **金属包装主要产品可细分为：**易拉罐（包括两片罐、三片罐）、气雾罐（薄钢板制成的药用罐、杀虫剂罐、化妆品罐、工业和家居护理等）、食品罐（糖果罐、奶粉罐、烟酒食品罐等）、印铁制品（听、盒）和各类瓶盖（皇冠盖、旋开盖、铝防伪瓶盖、指压保险盖）。另有钢板制成的化工桶及冷轧板、锌板制成的的钢桶。金属包装产品线丰富，应用领域十分广阔。
- 其中，二片、三片饮料罐占比最高，2020年二者分别占比16.3%/16.5%，合计占比超30%。

图：金属包装产业链



图：2020年金属包装细分品类占比



资料来源：奥瑞金可转债发行说明书，华福证券研究所

资料来源：昇兴股份招股说明书，华福证券研究所

1.1 中国金属包装行业概况

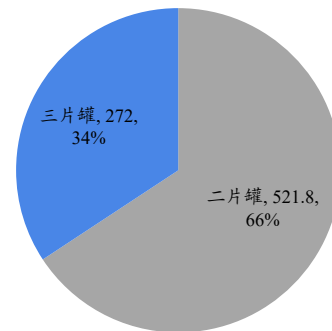
- 金属易拉罐按制造罐底、罐身与罐顶所需金属片数量的不同，分为铝质两片罐与马口铁三片罐两大类。二片罐主要用于碳酸饮料、啤酒，三片罐主要用于奶制品、功能饮料。1) 三片罐：刚性较好，能生产各种形状的罐体，材料利用率较高，容易变换尺寸，生产工艺成熟，包装产品种类多等特点，在食品、饮料行业广泛应用，三片罐制成品更为坚固、外观更加高档。2) 二片罐：具有密封性好、生产效率更高、节省原材料等优点，目前碳酸饮料和啤酒均采用二片罐作为金属包装容器，近年来随着充氮技术不断完善，很多企业纷纷从三片罐换装为二片罐。
- 二片罐年需求量约500+亿罐，三片罐年需求量约300亿罐。1) 二片罐：根据智研咨询统计，2020年我国二片罐年需求量为522亿罐，近年来下游啤酒及软饮料增速放缓，预计二片罐需求量整体稳中有增。2) 三片罐：根据智研咨询统计，2022年中国马口铁三片罐行业产量约为310.5亿罐，需求量约为305.3亿罐，国内基本实现供需平衡。

表：二片罐和三片罐对比

特点	铝质二片易拉罐	马口铁三片易拉罐
材质	主要为铝合金板	主要为镀锡薄钢板、镀铬薄钢板
制造工艺	罐体部分（含罐底和罐身）由深冲加工成型，罐顶盖与罐体结合采用卷边密封	罐身、罐盖和罐底分别加工后组装而成，罐身由矩形金属片经焊接制成圆筒状，罐身与罐底盖、罐顶盖结合采用卷边密封
印刷工艺	曲面印刷	平版印刷
性能	质轻、壁薄，密封性好，易回收，重熔性好	强度高，易加工，印刷效果好，可高温杀菌，易回收
内容物	主要用于包装碳酸饮料及其他充气饮料，如可乐、啤酒、凉茶、苏打水等	茶饮料，蛋白饮料，功能饮料，八宝粥，含乳饮料，果蔬汁及咖啡饮料等
罐型及容量	受铝质易拉罐制罐模具的制约，铝质易拉罐一般为206型，容量主要有330ml、355ml、500ml三种	马口铁易拉罐的型号较多，常见的有200型、206型、209型，容量可根据客户的需求确定
适用的灌装条件	通常是在常温下灌装，灌装的产品含气（如啤酒、碳酸饮料），或在灌装时添加氮气	可以适应食品的冷热加工、高温灭菌以及灭菌后的快速冷却等加工需要
是否适用打检	由于二片易拉罐灌装的产品含气或在灌装时添加了气体，罐内不是真空，不能使用简单的打检方法快速检测两片罐灌装食品或饮料是否变质	可以使用真空打检机对产品质量进行简单、快速检验

资料来源：昇兴股份招股说明书，华福证券研究所

图：二片罐需求量较大-2020年

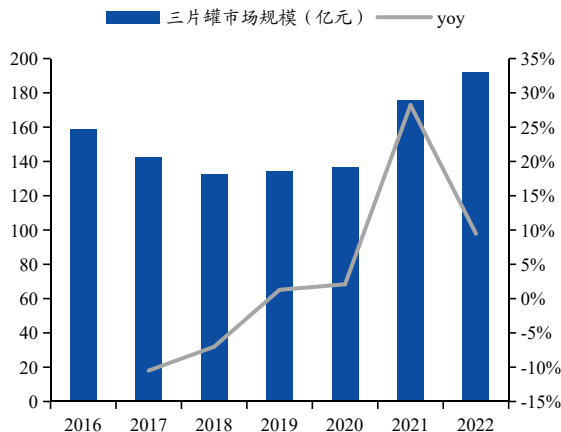


资料来源：智研咨询，华福证券研究所

1.2 三片罐：供需基本实现平衡，格局较稳定

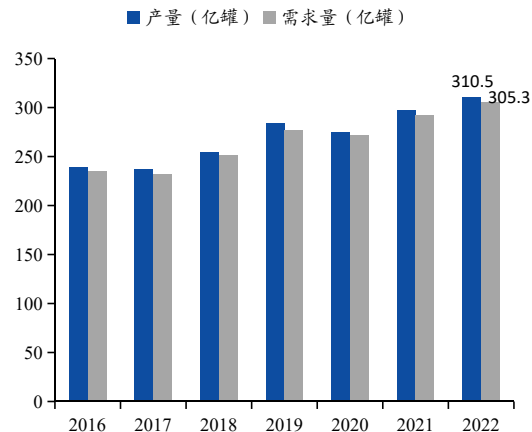
- 我国三片罐市场规模基本保持稳定，根据智研咨询，2022年中国马口铁三片罐行业市场规模约为192.3亿元，同比增长9.48%。
- 国内市场供需方面，根据智研咨询，2022年中国马口铁三片罐行业产量约为310.5亿罐，需求量约为305.3亿罐，分别同比增长4.33%、4.26%，国内实现供需平衡。同铝质二片罐相比，马口铁三片罐具有刚性好，能生产各种形状的罐，材料利用率较高，容易变换尺寸，生产工艺成熟，包装产品种类多的特点。目前三片罐广泛应用于功能饮料、奶粉、茶饮料等产品包装，此外工业上还应用于化工罐和 aerosol 罐等。
- 近年来各公司三片罐业务规模保持稳定。

图：2022年我国三片罐市场规模达192亿元



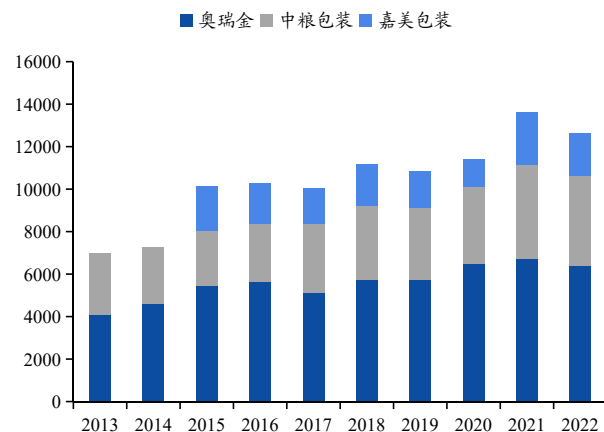
资料来源：智研咨询，华福证券研究所

图：我国三片罐行业近年来供需基本平衡



资料来源：智研咨询，华福证券研究所

图：主要金属包装公司三片罐营收规模 (百万元)

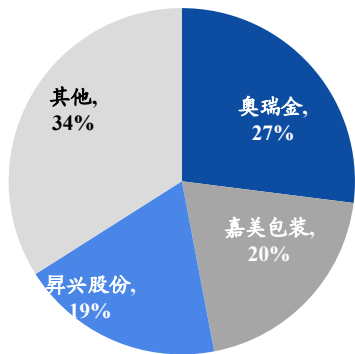


资料来源：wind，各公司公告，奥瑞金招股说明书，嘉美包装招股说明书，华福证券研究所

1.2 三片罐：供需基本实现平衡，格局较稳定

- 主要饮料公司与供应商合作关系稳定，金属包装龙头格局基本稳定。**根据智研咨询，2022年我国三片罐行业CR3达66%（销量计），行业集中度较高的原因我们认为主要有二：1) 出于食品安全和供应链稳定性的考虑，大型知名食品饮料客户对供应商的选择非常谨慎，通常需要经过严格、漫长的认证程序，一旦确立合作关系，通常选择与主要供应商长期合作；2) 同时，由于金属包装运输半径对成本、供货及时性的影响相对较大，客户与主要供应商之间容易形成一种紧密的共赢合作模式。根据奥瑞金可转债发行说明书，中国红牛、旺旺主要由奥瑞金供货，养元饮品主要由嘉美包装供货，达利集团、承德露露主要由昇兴股份供货，银鹭集团主要由吉源控股和福贞控股供货等。
- 在稳定的客户结构与行业格局背景下，近年三片罐企业均价呈稳中有升的趋势。**以嘉美包装、奥瑞金的三片罐出厂均价来看，近年来，二者三片罐均价呈现稳中有升的态势。

图：2022年三片罐行业CR3合计66%（销量计）



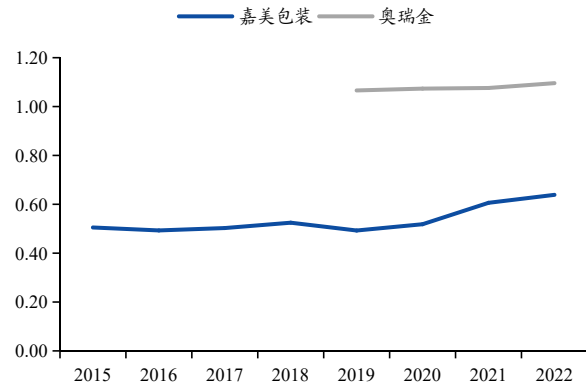
资料来源：智研咨询，华福证券研究所

表：主要三片罐厂商客户列表

公司名称	三片罐主要客户
奥瑞金	中国红牛、飞鹤、君乐宝、旺旺、露露、东鹏特饮、战马、健力宝等
嘉美包装	养元饮品、王老吉、银鹭集团、达利集团、承德露露
中粮包装	伊利、蒙牛、宝洁、上海庄臣、中石化、巴斯夫等
昇兴股份	养元饮品、天丝红牛、王老吉、银鹭集团、承德露露、达利集团、惠尔康、伊利等
皇冠	雀巢、玛氏食品、联合利华等
吉源控股	银鹭、雀巢咖啡、泰山、达利、惠尔康、欢乐家等

资料来源：奥瑞金可转债发行说明书，华福证券研究所

图：主要三片罐企业均价（元/罐）维持稳定

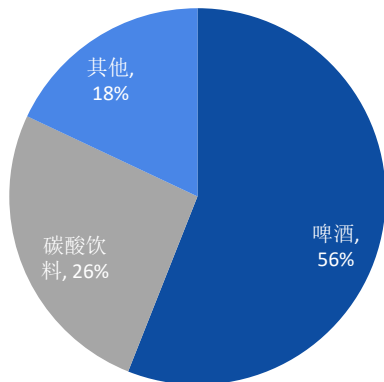


资料来源：wind，公司公告，奥瑞金招股说明书，嘉美包装说明书，华福证券研究所

1.3 二片罐：啤酒罐化率是行业需求稳增的长期驱动

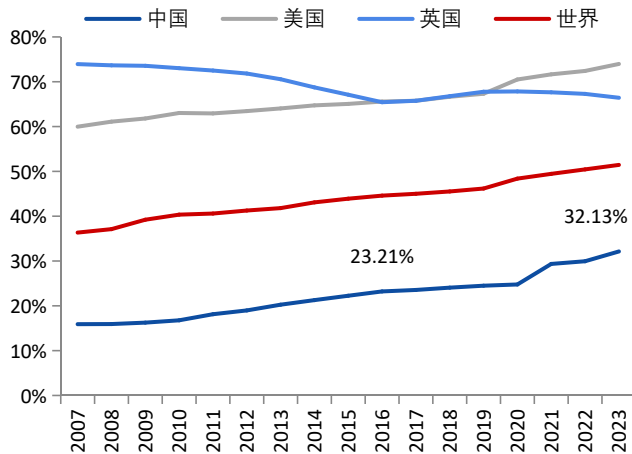
- **啤酒罐化率提升有望驱动二片罐需求持续增长。**从厂商角度，铝罐避光性强（保证风味）、可印刷个性化包装（精准营销）；从消费者角度，非即饮场景增多（增加便捷性需求），便利店/线上等消费崛起共同促进啤酒罐化率提升。根据智研咨询统计，我国两片罐主要用于啤酒和碳酸饮料包装，其中2019年啤酒、碳酸饮料的二片罐需求量占比分别为56%、26%。其中啤酒包装的二片罐需求量2014-2020年CAGR为3.7%。
- **2022年我国啤酒罐化率约27%，距离美、英、日等国仍有较大差距。**Euromonitor数据显示，近年我国啤酒罐化率持续提升，2023年约为32.1%，对比2016年的23.2%水平提升约9pct。但是，对比美国、英国、日韩等发达国家及地区超过60%的罐化率水平，未来我国啤酒罐化率仍有较大的提升空间。

图：2019年中国两片罐行业需求量结构



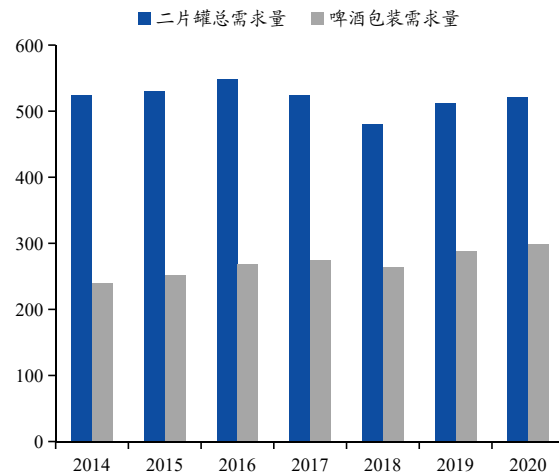
资料来源：智研咨询，华福证券研究所

图：我国啤酒罐化率仍有较大提升空间



资料来源：欧睿，华福证券研究所

图：中国两片罐及啤酒包装两片罐需求量

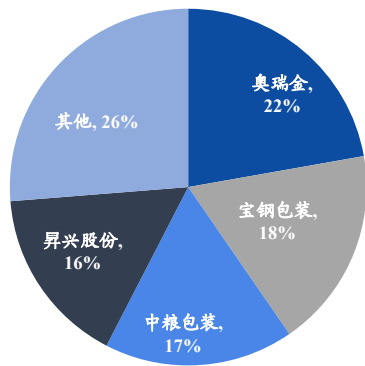


资料来源：智研咨询，华福证券研究所

1.3 二片罐：竞争格局初步成型，但近年产能增加影响供需

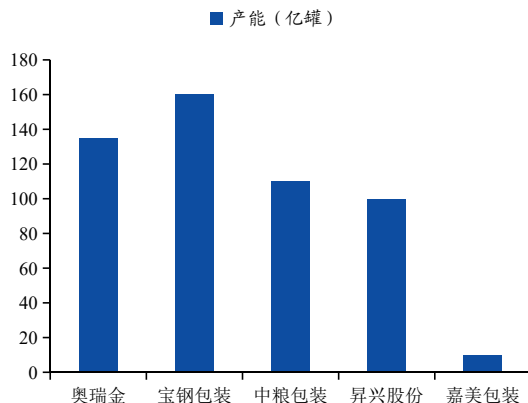
- **目前行业竞争格局初步成型，CR4超过70%。**我国二片罐行业基本形成以奥瑞金（+波尔）+中粮包装（主要客户可口可乐、百威、青啤、燕京、加多宝等，奥瑞金产能135亿罐、中粮包装国内产能110+亿罐）、宝钢包装（主要客户可口可乐、百事可乐、喜力、百威等，国内产能130+亿罐、海外20+亿罐）、昇兴股份（+太平洋制罐）（主要客户王老吉、青啤等，100亿罐左右设计产能），4家领先格局CR4超过70%。
- **2020-2022年行业资本开支再度攀升，但23年有所下降。**行业产能经过2013-2014年左右的集中投放与后续年份的持续消化，头部企业资本开支逐渐下降，并于2019年触底。2020-2022年资本开支规模增幅显著，其中，部分项目为建设海外基地（昇兴、宝钢柬埔寨项目）、部分为收购兼并（昇兴收购太平洋剩余股权，奥瑞金收购jamstrong等），还有部分用于新建国内产线，主要包括宝钢安徽、贵州项目，奥瑞金字庄项目等，顺应当地啤酒、软饮等客户需求为主。

图：2022年二片罐产能CR4超70%



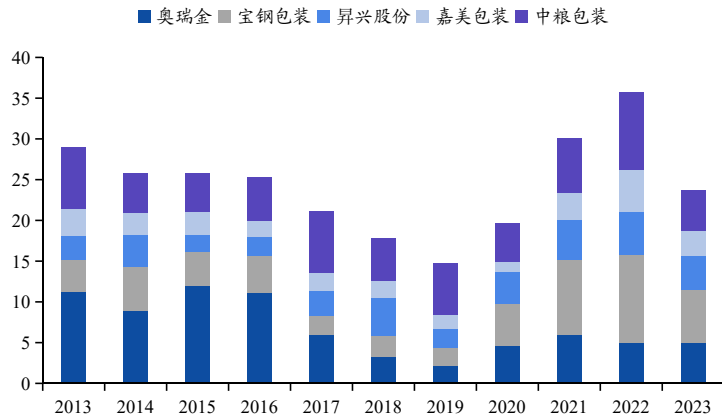
资料来源：共研产业咨询，华福证券研究所

图：2022年国内两片罐主要企业产能



资料来源：共研产业咨询，华福证券研究所

图：主要金属包装公司资本开支 (亿元)



资料来源：wind，华福证券研究所

1.3 二片罐：竞争格局初步成型，但近年产能增加影响供需

表：2019年以来上市公司新增二片罐产能项目

公司	募投项目	年份	新增产能 (亿罐)	地点	投资额 (亿元)	投产时间
奥瑞金	奥瑞金（枣庄）包装有限公司新建年产16亿只（一期9亿只）易拉罐配套项目	2023	9	枣庄	3.65	开工后15个月达产
	奥瑞金（佛山）包装有限公司迁建水都项目		10	佛山	8.8	开工后37个月达产
	云南曲靖灌装及制罐生产线建设项目	10	曲靖	5.5	2022年达产	
昇兴股份	昇兴太平洋（武汉）包装有限公司两片罐制罐生产线技改扩建及配套设施建设项目	2020	5.9	武汉	1.5	-
	昇兴（安徽）包装有限公司年产18亿只铝制两片罐项目（二、三期）	2019	7	滁州	1.4	2021年已建成
	昇兴柬埔寨铝制两片罐（一~三期）		14	柬埔寨	-	2023年6月建成
宝钢包装	马来西亚宝钢制罐一期项目	2020	8	马来西亚	4.6	2022年达产
	安徽宝钢制罐有限公司新建智能化铝制两片罐生产基地项目（一期）	2022	14	蚌埠	7.5	2023年8月
	贵州新建智能化铝制两片罐生产基地项目		10	黔南	4.3	2023年8月
	柬埔寨新建智能化铝制两片罐生产基地项目	12	柬埔寨	4.99	预计2024年末	
	越南顺化宝钢制罐隆安新建智能化铝制两片罐生产基地项目	2024	8	越南	5.25	开工后20个月达产
嘉美包装	年产10亿罐二片罐生产线项目	2019	10	滁州	3.3	延期
	二片罐生产线建设项目（鹰潭嘉美）	2020	10	鹰潭	2.2	2023年
中粮包装	云南项目	2021	10	昆明	5	2023年
	沈阳项目	2022	10	沈阳	6	2023年
	比利时二片罐项目（一期、二期）	2019	-	比利时	-	2022年
合计	国内新增二片罐产能		106			
	国外新增二片罐产能		42			

资料来源：各公司公告，华福证券研究所

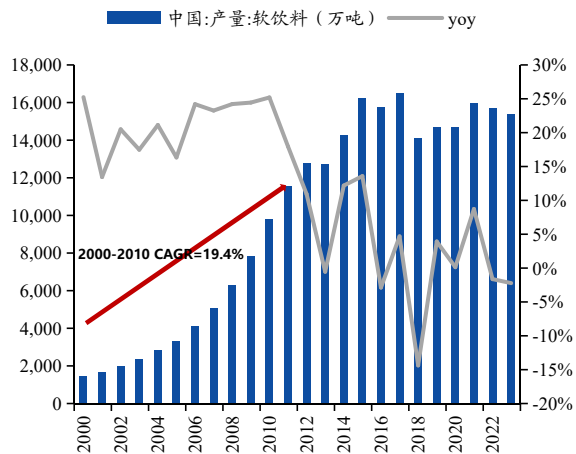
- 1、金属包装行业综述
- 2、复盘国内：二片罐行业发展进程
 - 2.1 复盘二片罐行业上一轮周期
 - 2.2 为何首次整合效果不佳？
- 3、他山之石：北美金属包装行业整合之路
- 4、投资建议
- 5、风险提示

2.1 复盘二片罐行业上一轮周期

➤ 阶段一：2010~2012年，下游高需求+制罐技术提升，行业进入资本开支高峰期。

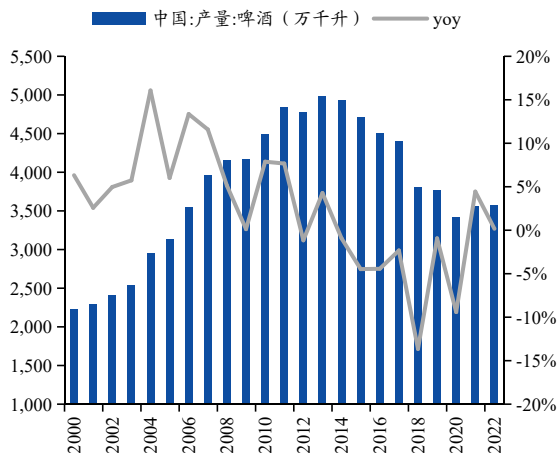
- **驱动一是下游高需求：2000年起，软饮料、啤酒产量的快速增长催生金属包装需求量显著提高。**根据国家统计局，2000-2010年，我国软饮料产量CAGR高达20.96%，此后增速放缓或下滑，产量趋于稳定，2011-2023年软饮料产量CAGR仅为2.42%；
- 2000-2010年，我国啤酒产量CAGR7.24%，自2013年起，啤酒产量触顶回落，2011-2022年啤酒产量CAGR为-2.72%。
- 根据奥瑞金招股书，2003-2012年，我国二片饮料罐需求量由74亿罐提升至190亿罐，CAGR为11%。

图：软饮料产量2000-2010年经历快速增长



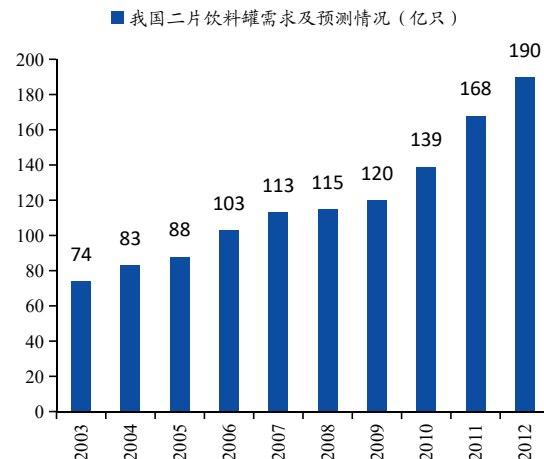
资料来源：wind，国家统计局，华福证券研究所

图：啤酒产量自2013年起触顶回落



资料来源：wind，国家统计局，华福证券研究所

图：2003-2012年我国二片饮料罐需求情况



资料来源：奥瑞金招股说明书，PPG (中国)，华福证券研究所

2.1 复盘二片罐行业上一轮周期

➤ 阶段一：2010~2012年，下游高需求+制罐技术提升，行业进入资本开支高峰期。

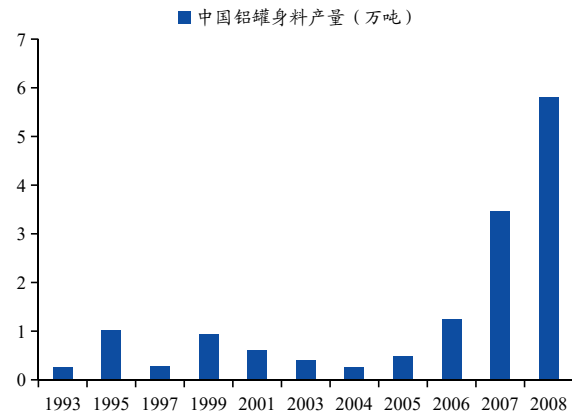
- **驱动二是制罐技术提升：**随国产铝罐料（制罐原料）的陆续投产、制罐技术的进步，二片罐制造成本逐渐降低；同时由于二片罐制罐工序没有焊缝，其结构整体性强，有着比三片罐更大的印刷面积，利于包装印刷的美观，很快占领饮料包装市场。
- **二片罐相比三片罐有诸多优点：**（1）二片罐罐身一般由铝合金板深冲加工而成，罐身无焊缝，因而密闭性更好；（2）铝质二片罐工艺简单，因而成型速度更快；（3）由于投资铝质二片易拉罐生产线资金需求较三片罐产线投入大、技术要求较高，导致铝质二片易拉罐行业进入的壁垒较高，因此仿冒铝质二片易拉罐的情况较少发生，这也是下游饮料厂商选择铝质二片易拉罐的原因之一。

表：二片罐产线单位设备投资大于三片罐

公司	产品	项目	主要设备投资额 (万元)	产能 (亿罐)	单位投资 (万元/亿罐)
奥瑞金	三片罐	佛山年产4.8亿只三片饮料罐扩建项目	5886.14	4.8	1226.28
		北京年产4.8亿只三片饮料罐扩产项目	5665.54	4.8	1180.32
		成都年产3.9亿只三片罐扩建项目	5000.25	3.9	1282.12
	二片罐	上虞年产7亿只二片饮料罐项目	26896.34	7	3842.33
		咸宁二片罐新项目（纤体罐7亿只，铝瓶罐3亿只）	64658.15	10	6465.82
昇兴股份	三片罐	山东昇兴马口铁制罐和底盖生产线建设项目	3599.91	4.48	803.55
	二片罐	昇兴集团年产4.7亿只易拉罐生产线建设项目	27479.45	4.7	5846.69

资料来源：各公司公告，华福证券研究所

图：2005-2008年我国铝罐身料产量CAGR为129%

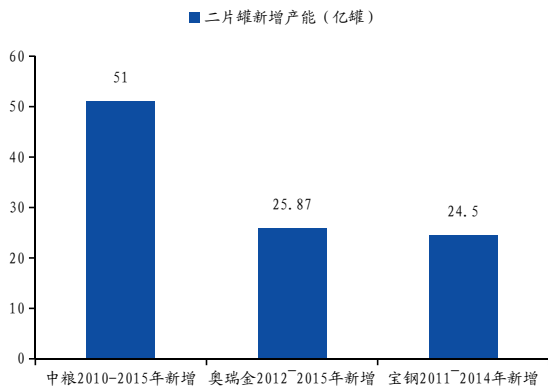


资料来源：王祝堂《改革开放30年中国铝罐料工业从无到有》，华福证券研究所

2.1 复盘二片罐行业上一轮周期

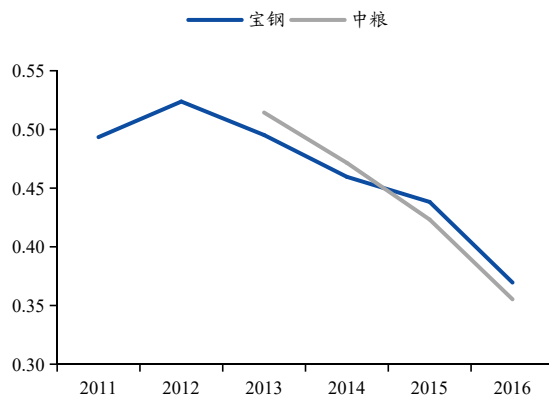
- **阶段二：2013-2016年，前期扩产陆续落地，需求增速放缓；“先产能后客户”，产能过剩行业盈利承压。**
 - **下游增速放缓：**2011-2023年软饮料产量CAGR仅为2.42%；自2013年起，啤酒产量触顶回落，2011-2022年啤酒产量CAGR为-2.72%。
 - **产能密集落地：**根据中粮包装招股书，公司首条二片罐产线2009年落地，2010-2015年中粮包装二片罐合计落地产能约51亿罐；根据奥瑞金招股书，公司自2012年起生产二片罐，2012-2015年二片罐新增产能接近26亿罐；根据宝钢包装招股书，公司2011-2014年二片罐新增产能接近25亿罐。上述三家公司2010-2015年合计新增二片罐产能超100亿罐。
 - **产能过剩导致均价和盈利回落。**根据公司公告，宝钢、中粮二片罐均价2016年分别下滑至0.37/0.36元/罐；奥瑞金、宝钢2016年二片罐毛利率明显回落。

图：2010~2015年二片罐行业合计新增产能较多



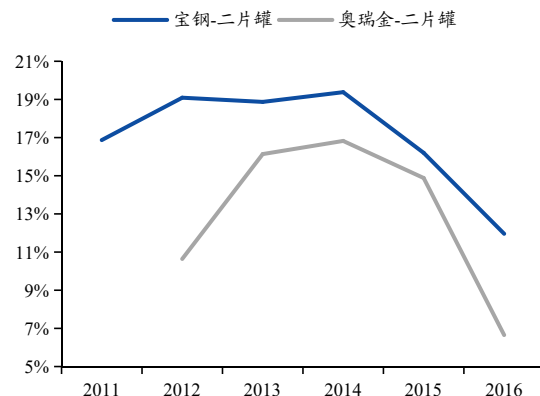
资料来源：各公司公告，华福证券研究所

图：2012-2016年二片罐均价 (元/罐) 持续回落



资料来源：wind，各公司公告，宝钢包装招股说明书，华福证券研究所

图：2016年二片罐毛利率明显下滑



资料来源：wind，各公司公告，宝钢包装招股说明书，华福证券研究所

2.1 复盘二片罐行业上一轮周期

➤ 阶段三：2016-2019年，外资逐渐退出，第一轮行业整合开启。

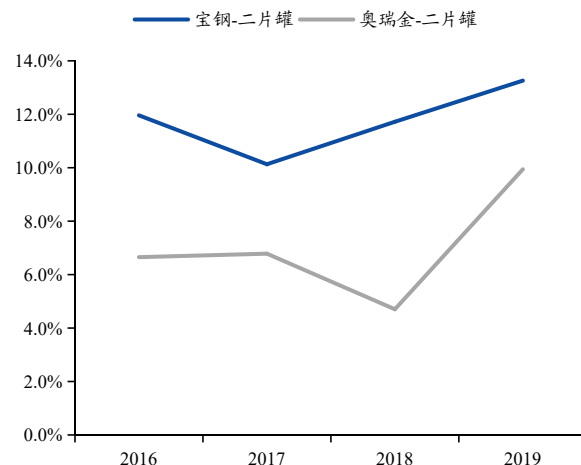
- 外资逐渐退出竞争：波尔2018年出售中国业务，皇冠关闭中国工厂。** 根据皇冠年报，2016年-2019年公司相继关闭上海工厂、北京工厂、莆田工厂、惠州工厂，并在东南亚新建产线。根据奥瑞金公告，于2018年收购Ball Asia Pacific Ltd.（波尔亚太）在中国的包装业务相关公司股权，此次收购完成后，奥瑞金持有波尔佛山100%股权、波尔北京100%股权、波尔青岛100%股权、波尔湖北95.69%股权，进一步促进二片罐行业向内资企业集中。

表：2016-2019年金属包装行业并购事件

公司名称	时间	标的	品类	交易价格
奥瑞金	2016年	中粮包装27%股份	二片罐	13.26亿元
	2017年	浙江纪鸿包装有限公司19%股权	二片罐	760万美元
	2018年	波尔佛山100%股权，波尔北京100%股权，波尔青岛100%股权，波尔湖北95.69%股权	二片罐	2.05亿美元
	2019年	黄山永新股份有限公司9.8%股权	复合彩印包装	3.76亿元
宝钢包装	2019年	河北制罐47.51%股权	二片罐	1.9亿元
		武汉包装47.51%股权	二片罐	3.23亿元
		佛山制罐47.51%股权	二片罐	4.49亿元
		哈尔滨制罐47.51%股权	二片罐	1.98亿元
中粮包装	2017年	浙江纪鸿包装有限公司51%股权	二片罐	0.67亿元
		成都高森包装容器有限公司100%股权	二片罐	0.75亿元
	2019年	无锡华鹏瓶盖有限公司23%股权	瓶盖	0.53亿元
昇兴股份	2017年	浙江纪鸿包装有限公司14.1%股权	二片罐	0.79亿元
		温州博德科技有限公司70%股权	单片罐	1.94亿元
	2019年	收购太平洋制罐下属漳州、武汉公司100%股权	二片罐	3.31亿元

资料来源：各公司公告，宝钢包装定增说明书，华福证券研究所。

图：2019年行业二片罐毛利率有所改善



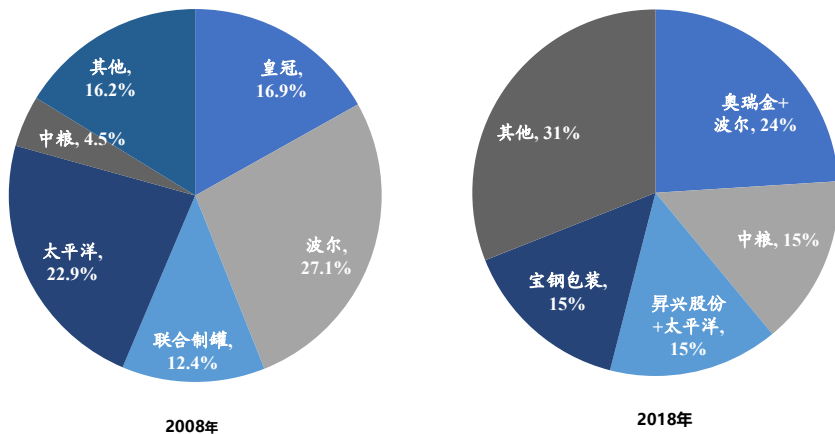
资料来源：wind，招股说明书，各公司公告，华福证券研究所。

2.1 复盘二片罐行业上一轮周期

➤ 阶段三：2016-2019年，外资逐渐退出，第一轮行业整合开启。

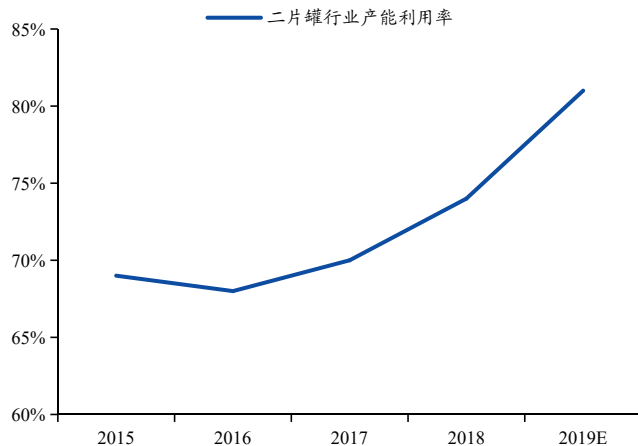
- 第一轮整合开启带来行业盈利短暂改善：**随着行业主导权由外资逐步过度到内资，2016年-2019年行业第一轮整合拉开序幕，奥瑞金收购中粮包装27%股权及波尔中国；宝钢收购河北、武汉、佛山、哈尔滨制罐47.51%股权，中粮包装收购浙江纪鸿；昇兴股份收购博德科技（70%）、太平洋制罐（漳州、武汉）等。随着行业首轮格局优化，据宝钢包装公告，2019年行业产能利用率较2018年提升了7pct至81%，同期宝钢包装二片罐业务毛利率提升1.6pct至13.3%、奥瑞金二片罐业务毛利率提升5.2pct至9.9%。

图：2008年国内二片罐市场由外资主导，2018年后逐步由内资主导



资料来源：王祝堂《改革开放30年中国铝罐料工业从无到有》，奥瑞金评级报告，华福证券研究所

图：2015-2019年二片罐行业产能利用率有所提升



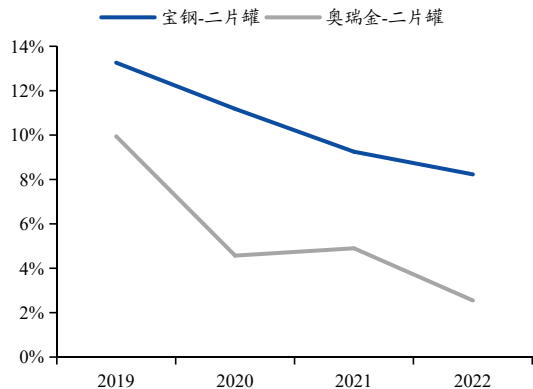
资料来源：宝钢包装公告，华福证券研究所

2.2 为何首次整合成效不佳？

原因一：供需格局，近年二片罐行业供过于求的局面未明显改善

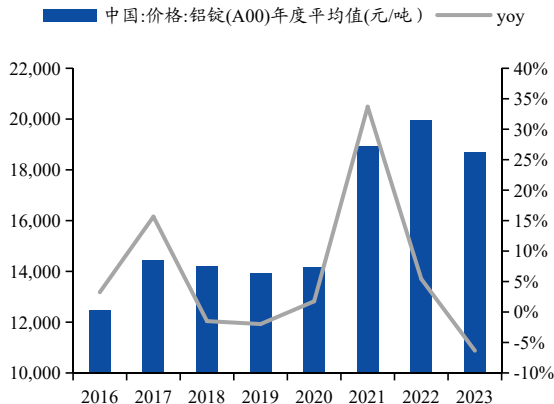
- **供过于求，竞争激烈导致议价能力弱：**首轮行业整合集中度有所提升，但行业格局并未明显改善。下游啤酒、软饮料需求增速偏弱，根据国家统计局数据，2019-2023年软饮料产量CAGR仅为1.16%，2019-2022年啤酒产量CAGR为-1.77%。根据奥瑞金2021年可转债评级报告，当年二片罐行业年产能超600亿罐，行业年需求约520多亿罐；根据近年产能释放情况，我们预计目前行业年产能接近700亿罐，而行业需求预计500+亿罐。
- **成本高企加剧盈利压力：**2021年受双碳+全球流动性宽松+能源成本上涨等因素，铝价出现较大涨幅并延续至2023年，2021-2023年国产A00铝锭均价维持在1.8万元/吨。铝在二片罐成本中占比70%以上，铝价高企压缩二片罐盈利空间。

图：2019-2022年二片罐毛利率承压



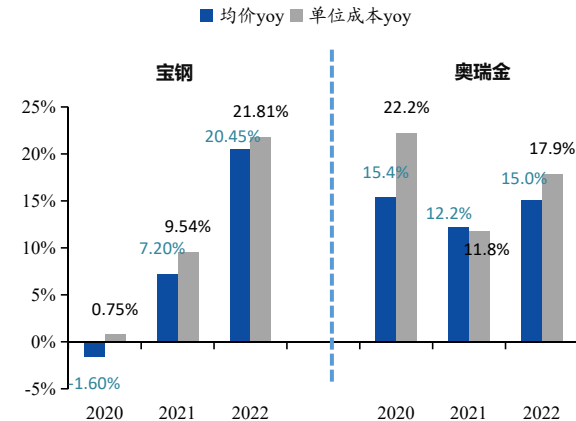
资料来源：wind，各公司公告，奥瑞金可转债审核问询函之回复，华福证券研究所

图：2021-2023年A00铝锭均价维持高位



资料来源：wind，华福证券研究所

图：二片罐提价未能充分覆盖成本涨幅



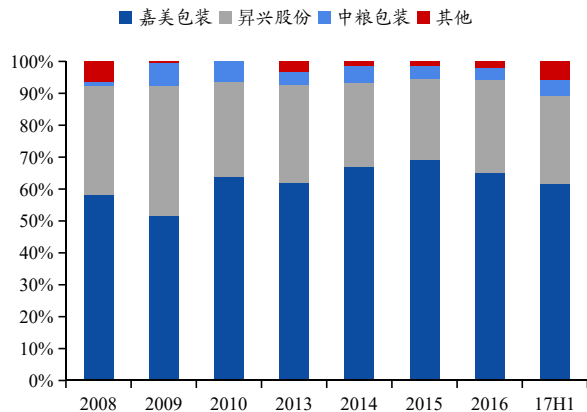
资料来源：wind，各公司公告，奥瑞金可转债审核问询函之回复，华福证券研究所

2.2 为何首次整合成效不佳？

➢ 原因二：客户结构，与三片罐相比，二片罐占下游客户份额相对不高

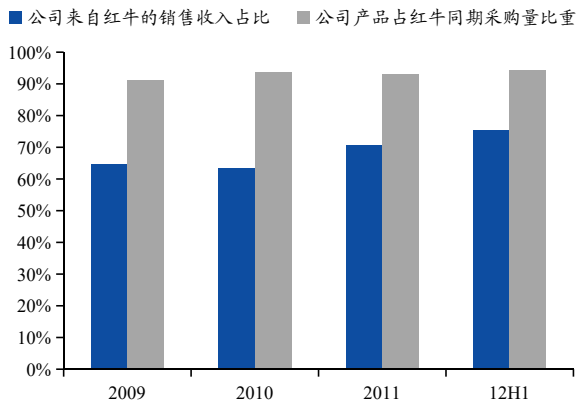
- 三片罐厂商与下游客户深度绑定，客户粘性高。**（1）以奥瑞金为例，自红牛进入中国以来，始终保持了红牛罐“主供应商”的优势竞争地位，奥瑞金红牛罐销量占红牛饮料罐总采购量比例持续90%以上，其中2004年之前奥瑞金系红牛罐唯一供应商。同时，据奥瑞金招股说明书，多年来红牛保持对奥瑞金红牛罐采购价格的相对稳定，并略高于向其他供应商的采购价格。2009-2015年，奥瑞金红牛罐毛利率保持30%以上并持续提升，2015年红牛罐毛利率高达43.78%，远高于其他产品（加多宝、旺旺等）的毛利率；（2）以养元饮品为例，2008-2017年，养元饮品向嘉美+昇兴采购易拉罐的比例合计超过90%。

图：养元饮品向嘉美、昇兴采购易拉罐占比超90%



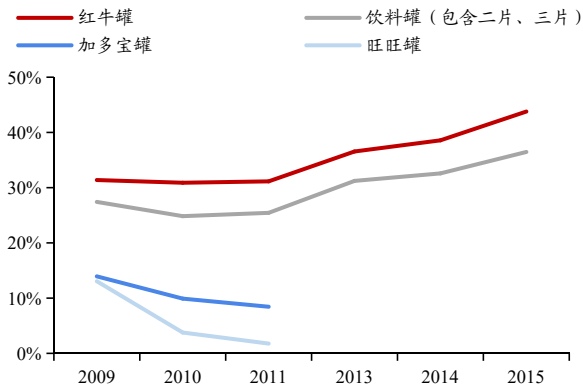
资料来源：养元饮品招股说明书，华福证券研究所

图：奥瑞金早期三片罐业务与红牛依存度较高



资料来源：奥瑞金招股书，华福证券研究所

图：奥瑞金红牛罐毛利率明显高于其他产品



资料来源：奥瑞金招股书，奥瑞金可转债募集说明书，华福证券研究所

2.2 为何首次整合成效不佳？

➢ 原因二：客户结构，与三片罐相比，二片罐占下游客户份额相对不高

- 市场化招标，预计二片罐厂商在下游客户份额有限，行业供需形势变动时，厂商仍有通过价格策略提份额的动力。**我们认为，与三片罐行业不同，由于二片罐产能过剩，且啤酒厂家一般采用招投标等市场化方式采购二片罐，行业需求承压时头部企业仍存在通过价格策略提份额的动力，导致二片罐价格未必完全跟随成本波动，或二者波动幅度之间存在较大差异。以宝钢包装为例，2012-2015年，二片罐均价与铝价波动方向及幅度基本一致，甚至存在2012年铝价下跌但罐价逆势上涨的情形；2016-2017年，行业供给过剩，公司罐价与铝价波动方向大幅偏离；2018-2019年，外资退出后行业第一轮整合开始，竞争格局优化，价格逆势上涨；2020-2022年，供需格局再次走弱，罐价与成本走势出现较大偏离。

图：啤酒厂商每年定期公开招标易拉罐采购

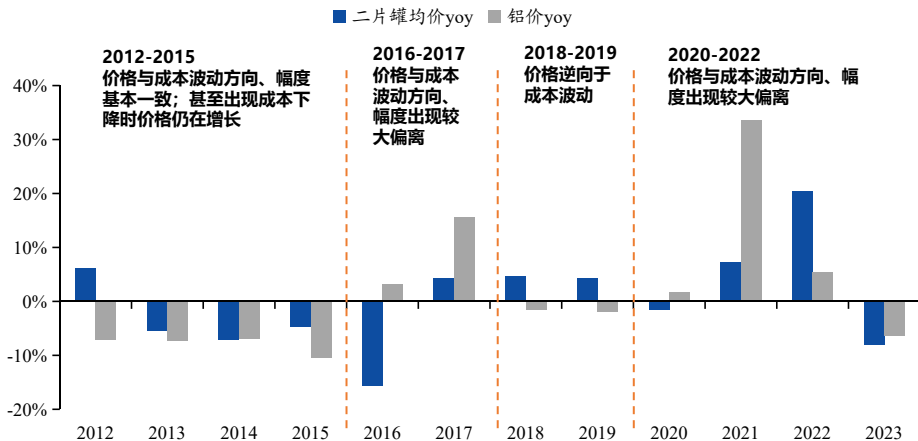
图：宝钢二片罐均价与成本波动存在一定差异

华润雪花啤酒（中国）有限公司
 2024年330ML铝瓶公开招标
 招标公告

招标公告（Z）HZBGG2023120275号

根据项目进度，华润雪花啤酒（中国）有限公司2024年330ML铝瓶公开招标已具备招标文件，现进行公开招标。

一、项目基本情况
 招标人：华润雪花啤酒（中国）有限公司
 建设地点：北京
 项目规模：/
 项目资金来源：自筹
 招标编号：H99900223SZ0116
 项目名称：华润雪花啤酒（中国）有限公司
 标段名称：2024年330ML铝瓶公开招标
 招标内容和范围：1. 华润雪花浙江区域2024年所需330ml铝瓶，预计需求量315万只。
 2. 工厂地址见第二卷第十一条、投标人认为需要提交的其他文件和资料。
 3. 预计需求数量仅作参考，实际数量以合同期内实际发生数量为准，招标人不对预计数量和实际数量的差异承担担保。
 交货期/工期：合同有效期为2024年1月1日至2024年12月31日，在此期间内的交货期以招标人订单/发货通知单要求交货时间为准。
 注：详细内容见招标文件，以招标文件为准。



资料来源：华润集团守正电子招标采购平台，华福证券研究所

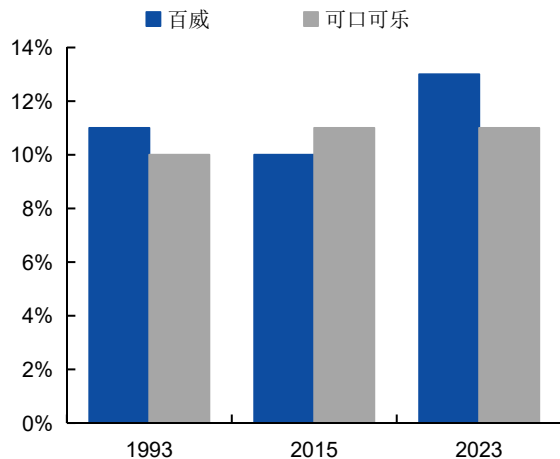
资料来源：公司公告，wind，宝钢包装招股说明书，华福证券研究所。

2.2 为何首次整合成效不佳？

➤ **原因二：客户结构，与海外相比，海外制造商与主要客户合作关系深远，而国内行业短期洗牌、震荡较大。**

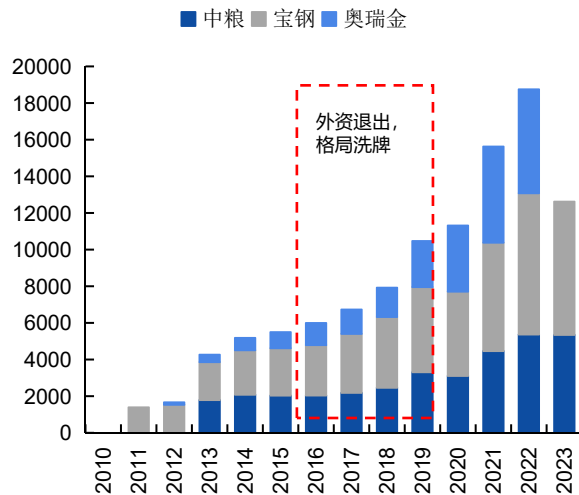
- **波尔1993年至今客户结构相对稳定，国内曾经历行业洗牌、与客户的合作积累仍有强化空间。**1993年至今，波尔主要客户结构相对稳定，百威、可口可乐分别各占总营收10%，在出售玻璃瓶业务前，亦为客户提供玻璃包装服务；随着国际饮料企业包装形态向二片罐升级、全球拓展，波尔亦跟随客户就近布局全球产能。
- 国内二片罐制造商起步较晚，大部分在2010年后才进入行业，逐步通过二片罐产品建立与啤酒客户的合作关系。另外，2016-2019年行业经历洗牌，此前由外资主导的市场逐步被国内厂商后来居上，对应啤酒客户亦面临重新分配与竞争。

图：波尔主要客户占收入比重多年稳定



资料来源：BALL官网，华福证券研究所

图：我国二片罐起步相对晚（营收：百万元）



资料来源：公司公告，奥瑞金招股说明书，宝钢包装招股说明书，iFind，wind，华福证券研究所

图：国内金属包装公司客户拓展时间

公司	备注	百威啤酒	青岛啤酒	燕京啤酒
宝钢包装		2011年开始合作	2010年开始合作	2010年开始合作
奥瑞金	2012年开始二片罐业务	2019年收购波尔亚太切入	2014年开始合作	2014年开始合作
中粮包装	2009年开始二片罐业务	2009年	2009年	

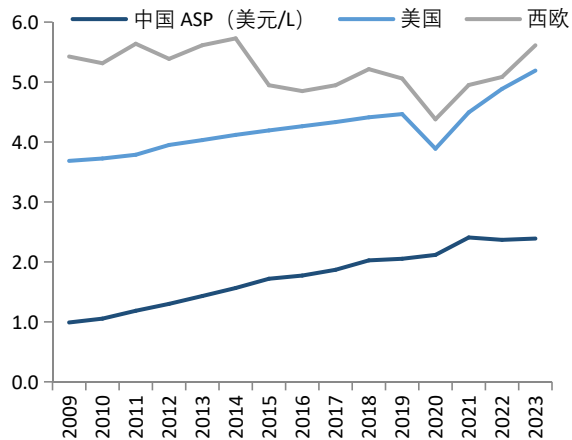
资料来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

2.2 为何首次整合成效不佳？

原因三：产业链发展阶段，成熟的市场环境也是稳定格局的重要前提

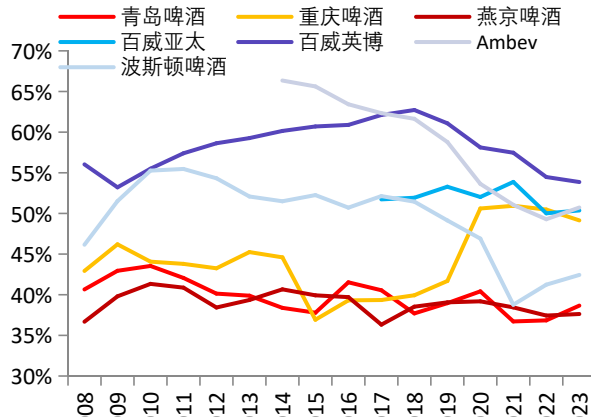
- 美国等成熟市场啤酒高端化程度高，产业链整体盈利更高。**从啤酒高端化率看，国内啤酒、饮料厂商高端化进程相对较慢，2018年我国啤酒高端化消费占比仅为16.4%，远低于美国的42.1%。从啤酒零售价看，2023年中国、美国、西欧啤酒零售单价分别为2.4美元/L、5.2美元/L、5.6美元/L，国内啤酒单价仍有倍增空间。从啤酒厂商毛利率看，国内主要品牌毛利率多在40%左右，海外品牌多在50%+。总体看，我们认为，海外下游啤酒厂商定价高、毛利较厚，给予供应链的盈利空间可能相对国内啤酒厂商更大，同时国内下游啤酒行业多年跑马圈地的格局难以保证上游的较高利润。
- 国内企业海外建厂盈利能力优于国内。**以宝钢包装为例，公司为内第一家走出去并在海外稳步发展的金属包装企业，目前公司在东南亚主要客户为可口可乐、百威啤酒、喜力啤酒等核心国际啤酒饮料企业。公司历年来外销盈利能力高于国内二片罐盈利。

图：欧美啤酒零售单价显著高于我国



资料来源：欧睿，华福证券研究所

图：海外啤酒公司毛利率也高于国内



资料来源：iFind，华福证券研究所

图：国内外啤酒厂商、制罐厂商单价、毛利率对比

	售价 (美元/L)	测算成本 (美元/L)	啤酒厂商毛利率	二片制罐厂商出厂价 (元/罐)	二片制罐厂商毛利率
国内	2.5	1.5	40%	0.4	12%
海外	5	2.5	50%	0.7	20%
海外/国内倍率	2.00	1.67		0.75	

资料来源：iFind，BALL官网，欧睿，华福证券研究所（海外制罐厂财务数据采用波尔，国内制罐厂为奥瑞金、宝钢、中粮均值）

2.2 小结：为何首次整合成效不佳？

➤ 小结：行业盈利显著修复或将是个长过程，但头部集中有利于趋势向上

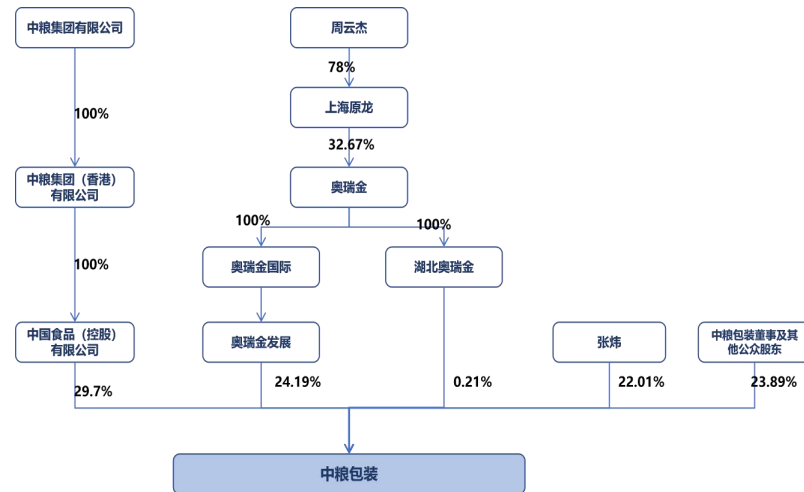
- 通过对比国内二片罐、国内三片罐、北美二片罐来看，由于三者在供求格局、客户结构、下游成熟度等方面存在差异，导致即使国内三片罐和二片罐的竞争格局相似，但行业盈利却差异明显；而北美在成熟的市场环境下，即使TOP2份额差距并非很大，但仍能呈现稳定的双寡头格局。
- 若未来头部企业份额进一步提升、定价权增强后，仍有望推动行业供需和盈利改善。**展望未来，我们认为，虽然影响前次整合效果的客户结构、下游成熟度等因素均是长变量，但若未来行业进一步集中、头部企业通过兼并收购等方式实现份额显著提升，对于行业定价权的强化预计将较快体现，仍有望推动供需格局优化和盈利改善。

图：国内三片罐、二片罐及北美二片罐行业对比

	国内三片罐	国内二片罐	北美二片罐
集中度	CR3 66% 奥瑞金、嘉美、昇兴；TOP3份额较均衡	CR4 74%，奥瑞金、宝钢、中粮、昇兴；TOP4份额较均衡	CR2 72%，波尔41%、皇冠31%
供需格局	供需平衡	过剩：需求/产能约80%	-
客户结构	各自拥有核心客户，绑定程度高，合作时间长	四家均为啤酒客户供应商，绑定程度较低，合作时间较短	核心客户合作时间长
下游成熟度	较成熟	啤酒高端化较低，产业链利润分配相对较少	啤酒高端化较高，产业链利润分配相对较高

资料来源：智研咨询，共研产业咨询，BALL官网，华福证券研究所

图：中粮包装股权结构图



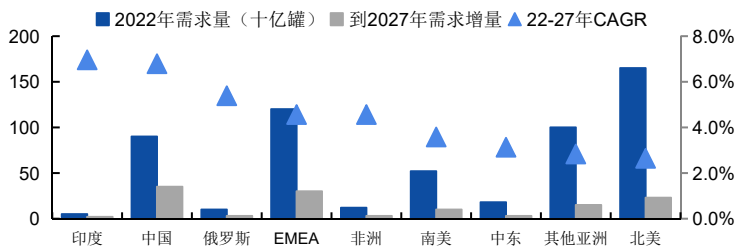
资料来源：奥瑞金重大资产购买预案，华福证券研究所

- 1、金属包装行业综述
- 2、复盘国内：二片罐行业发展进程
- 3、他山之石：北美金属包装行业整合之路
 - 3.1 行业概况
 - 3.2 北美整合路径及成效
 - 3.3 对标小结
- 4、投资建议
- 5、风险提示

3.1 行业概况：北美金属包装呈双寡头格局

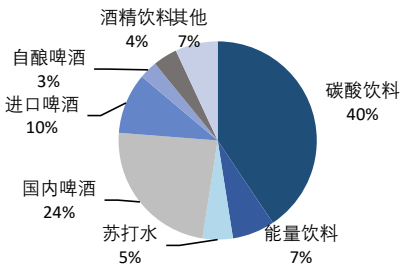
- ▶ **北美金属饮料包装以铝罐主导，龙头波尔份额达41%。**
- **北美金属饮料包装需求量稳步增长，铝罐为主要增量。**据波尔估算，22年北美金属饮料罐需求量约1650亿罐，预计22-27年需求量CAGR为2.6%。同时，铝罐为北美饮料类（除矿泉水）新产品主要采用的包装材料，未来北美地区金属饮料包装行业增量主要来自铝罐。
- **CR2为波尔、皇冠，呈双寡头格局。**据波尔，2021年其占北美市场份额约41%，以皇冠21年美洲饮料包装收入粗略测算，2021年两者于北美市占率分别达41%、31%，行业呈稳定的双寡头格局。

图：全球金属饮料罐需求量及CAGR分地区



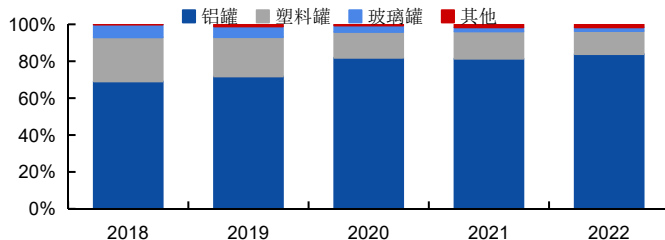
资料来源：BALL官网，华福证券研究所

图：2019年北美金属饮料罐下游结构



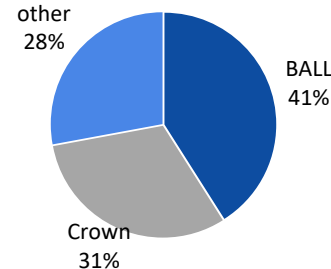
资料来源：BALL官网，华福证券研究所

图：美国饮料类（除水）新产品采用铝包装为主



资料来源：BALL官网，华福证券研究所

图：2021年北美金属饮料包装竞争格局



资料来源：彭博，BALL官网，华福证券研究所测算

3.2 经历两轮整合后，波尔成为全球最大铝罐公司

北美金属包装龙头收购历程：波尔通过并购整合成为全球最大铝罐公司。

- 第一轮整合 1990-2000年：皇冠主导的综合包装整合。**期间皇冠并购较多，标的广泛包括各地区的食品金属包装、塑料包装。波尔在此期间亦收购美国食品金属包装，并出售其玻璃包装业务，聚焦金属包装主业。
- 第二轮整合 2000-2016年：波尔主导的铝罐整合。**期间波尔并购较多，标的主要为各地区铝罐公司，亦包括上游铝块等制品生产公司成为全球最大铝块公司，波尔于2016年成为全球最大铝罐公司、且于24年退出航天业务。皇冠在此期间退出塑料包装业务、且于21年退出食品罐业务。
- 2016年至今：格局相对稳定，新增资本开支主要为配套客户建设。**2020年以来波尔、皇冠资本开支增大，主要为配套客户在全球范围扩大产能。
- 总体看来，波尔较早终止玻璃包装业务，收购历程更为聚焦，积极布局成长性突出的铝罐业务，且通过收购上游铝块生产公司全面整合供应链，打造规模化生产制造的复合优势。**

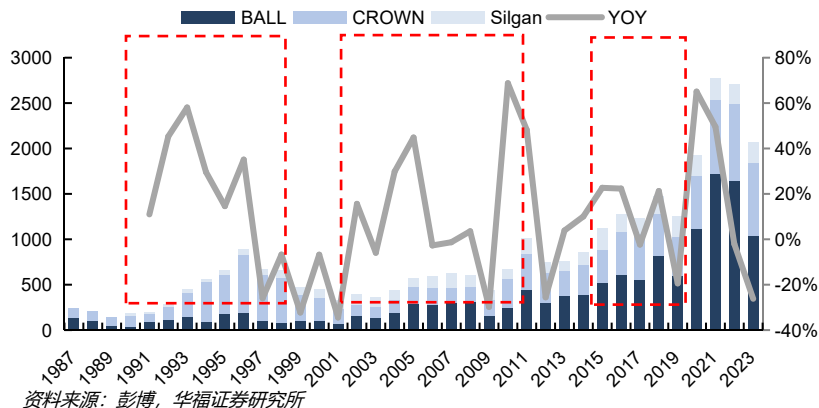
表：波尔与皇冠历史收购情况

时间	Ball	Crown
1990		收购Continental Can (北美金属包装)
1992-1993	收购Heekin Can (美国食品金属包装)	收购CONSTAR (PET包装)
1996	退出玻璃瓶业务	收购CarnaudMetalbox (欧洲金属、塑料包装)
1996	收购M.C. Packaging Ltd (中国金属包装)	
2002	收购Schmalbach-Lubeca AG (德国金属包装)	CONSTAR独立上市，公司出售其89.5%股权
2006	收购U.S. Can (美国食品、家用金属包装)	退出全球塑料包装、化妆品包装业务
2009	收购4家金属饮料包装公司，成为全球最大饮料包装公司	
2010	收购Neuman Aluminum (北美)、Aerocan S.A.S (欧洲)，成为全球最大铝块公司	
2011	收购Aerocan S.A.S (欧洲铝瓶)	
2014		收购Mivisa Envasas, SAU (欧洲二片、三片食品罐)
2015-2016	收购Rexam PLC，成为全球最大铝饮料罐公司	收购EMPAQUE (墨西哥铝罐)
2018		收购Signode (包装一体化服务)
2021		出售欧洲马口铁业务 (食品罐)
2024	出售航空航天业务	

资料来源：波尔官网，皇冠官网，华福证券研究所

注：Silgan主要为食品金属包装，主要含宠物食品包装等

图：1987年至今三家公司CAPEX (百万美元) 及合计CAPEX同比

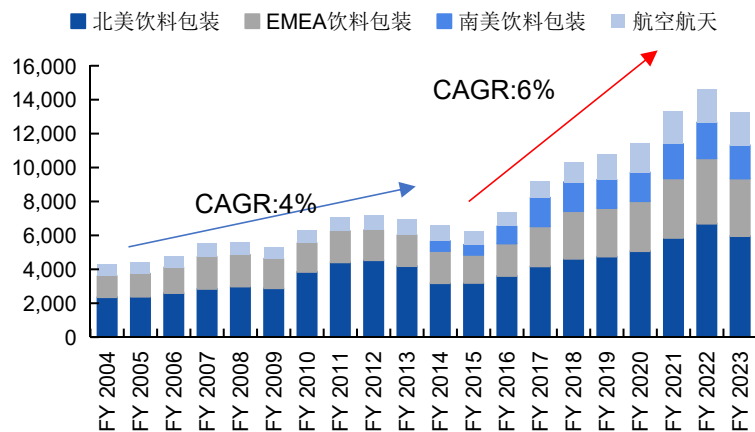


资料来源：彭博，华福证券研究所

3.2 整合成效：2016年整合后，龙头均加速成长

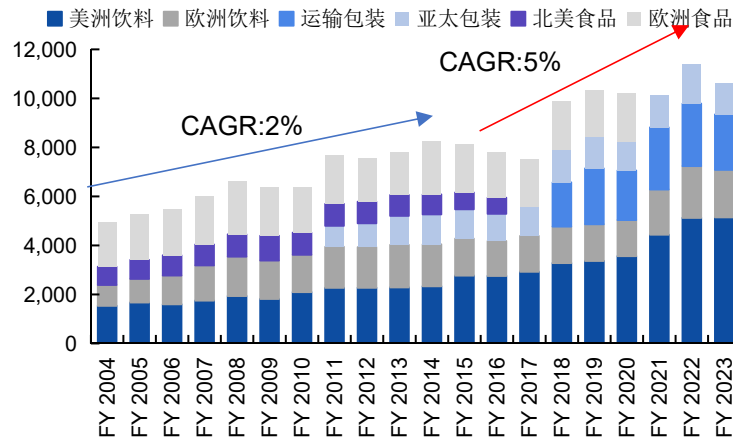
- **成长能力：16年后波尔、皇冠营收增长CAGR约5-6%，龙头加速成长。**
 - **波尔：营收以铝罐饮料罐为主，16-23年营收CAGR为6.4%。**2023年，波尔业务结构中，北美饮料、EMEA（欧洲、中东及非洲）饮料、南美饮料、航空航天占比分别为43%、24%、14%、14%，美洲+EMEA饮料包装占比约80%。16-23年，北美饮料、EMEA饮料、南美饮料收入CAGR分别为7.4%、8.5%、10%。
 - **皇冠：营收以饮料罐为主，扩展运输包装，并退出食品包装，16-23年营收CAGR为5.5%。**2023年，皇冠业务结构中，美洲饮料、欧洲饮料、运输包装、亚太（含饮料及其他包装）占比分别为43%、16%、19%、11%，美洲+欧洲饮料包装产品总体占比约60%。16-23年，美洲饮料、欧洲饮料、运输包装、亚太CAGR分别为9%、4.5%、4.6%、2%。

图：2004年至今波尔收入结构（百万美元）



资料来源：彭博，华福证券研究所

图：2004年至今皇冠收入结构（百万美元）



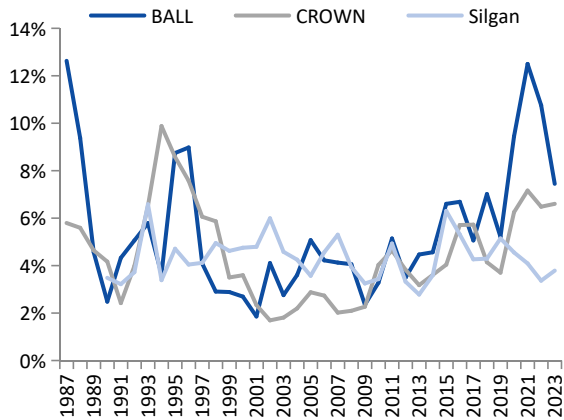
资料来源：彭博，华福证券研究所

3.2 整合成效：行业盈利中枢得以抬升

➤ **盈利能力：整体营业利润率中枢自90年代的6%提升至目前约9-10%。**

- **第一轮整合 1990-2000年：**波尔整体经营利润率中枢约在6%，且由于96年剥离玻璃包装业务业绩下滑。皇冠受益食品包装整合经营利润率中枢自约8%提升至10%。
- **第二轮整合 2000-2016年：**波尔受益铝罐整合经营利润率中枢自约6%提升至约9%，16年与Rexam业务整合业绩暂时下滑。皇冠02年出售塑料包装股权业绩下滑，期间随着剥离、优化，内生成长为为主的皇冠经营利润率持续自约6%提升至约10%+。
- **2016年-至今，行业格局较稳定：**波尔、皇冠、Silgan经营利润率中枢有所分化，皇冠（约11%）>Silgan（约9%-10%）>波尔（约8%-9%），我们认为可能与波尔近年来全球业务扩张、资本开支较大有关。

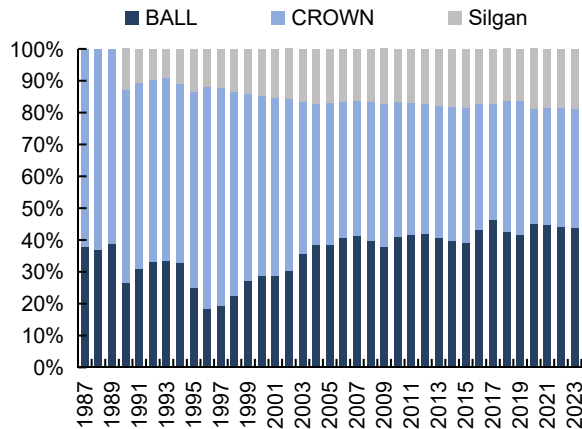
图：各海外包装公司资本支出/收入



资料来源：彭博，华福证券研究所

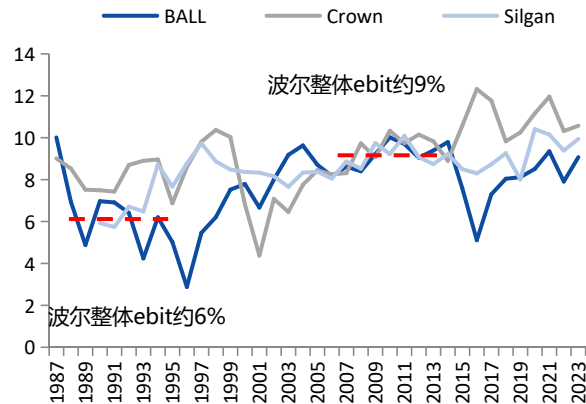
注：Silgan主要为食品金属包装，主要含宠物食品包装等

图：2010年后三家公司营收格局相对稳定



资料来源：彭博，华福证券研究所

图：1987年至今海外金属包装公司整体经营利润率 (%)



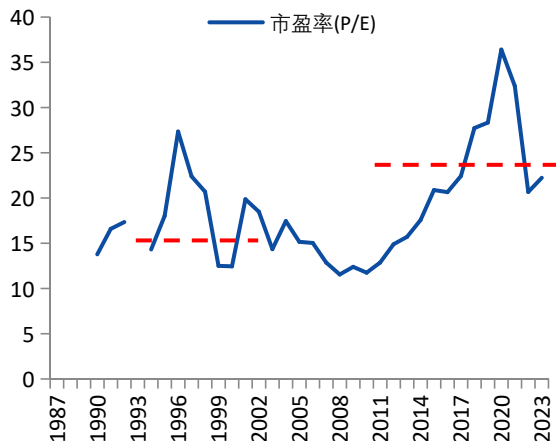
资料来源：彭博，华福证券研究所

3.2 整合成效：龙头波尔享有估值溢价

➤ 估值：PE波尔>皇冠>Silgan，龙头享有估值溢价。

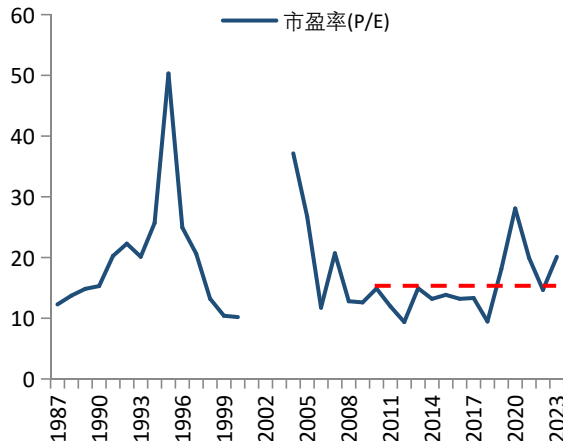
- **波尔**：1987年至今估值中枢自约15X提升至约23X。其中在2010-2016年公司通过并购逐步确立全球铝罐龙头地位，估值中枢持续提升。
- **皇冠**：1987年至今估值中枢相对平稳在15X左右。2000年以来公司塑料包装、食品包装等业务退出、优化较多，影响估值提升。
- **Silgan**：2000年以来估值中枢相对平稳在13X左右。
- 总体看来，2010年以来，伴随波尔几次对铝罐的重要并购，其估值中枢不断提升，市场给予龙头一定估值溢价。如果国内行业成功整合、龙头份额进一步提升，其估值中枢亦有望提升。

图：波尔历史PE



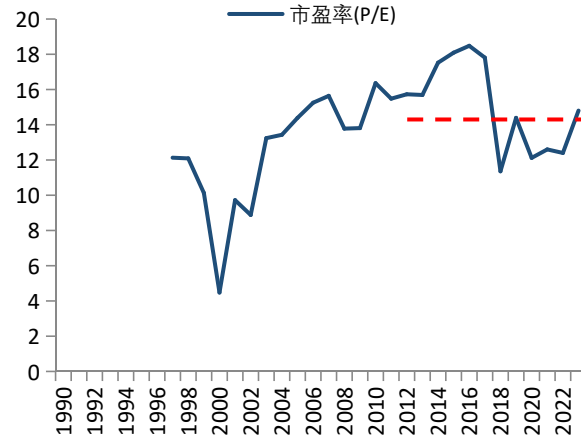
资料来源：彭博，华福证券研究所

图：皇冠历史PE



资料来源：彭博，华福证券研究所

图：Silgan历史PE



资料来源：彭博，华福证券研究所

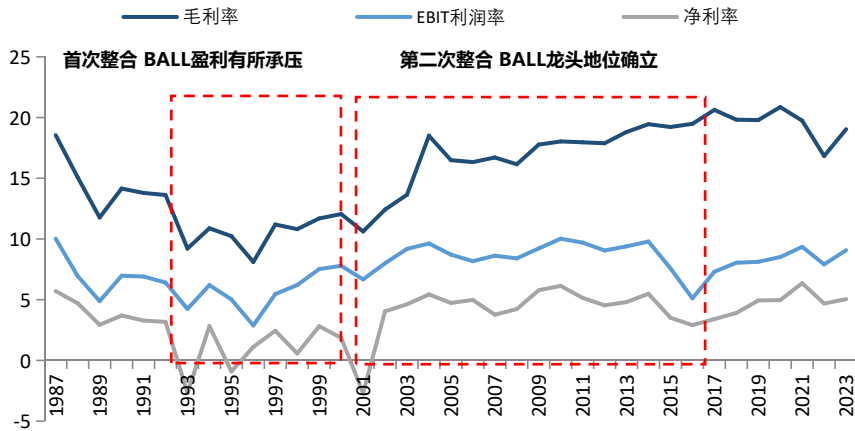
注：Silgan主要为食品金属包装，主要含宠物食品包装等

3.3 对标小结一：整合之路并非一帆风顺

➤ **整合过程可能存在盈利波动，但完成后行业逐步形成默契、经营向上。**

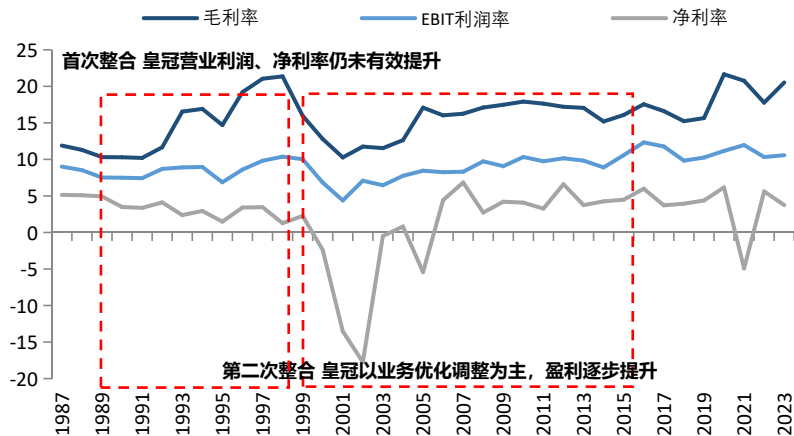
- **从波尔、皇冠过去两轮整合盈利指标变化看，整合并非一步到位，盈利存在波折。**1990-2000年首轮整合主导者皇冠营业利润率、净利率保相对平稳、并未显著提升；波尔作为跟随者，除完成少量并购外，亦存在业务剥离，盈利能力在此期间有所承压。2000-2016年第二轮整合主导者波尔领导地位逐步确立，盈利向好；皇冠作为跟随者并购较少、亦有数项业务剥离，但随后盈利仍保持稳步提升。
- **我国金属包装前次整合仍未有绝对领导者，行业默契尚未形成。**经过国内2016-2019年首轮整合，二片罐行业逐步形成了奥瑞金、宝钢、中粮、昇兴的格局，但2022年行业CR4之间的份额差异较小。若本次针对中粮包装的股权收购最终落地，行业格局届时将进一步清晰，龙头话语权提升，行业有望对标北美金属包装市场，实现盈利有序增长。

图：BALL盈利指标 (%)



资料来源：彭博，华福证券研究所

图：皇冠盈利指标 (%)



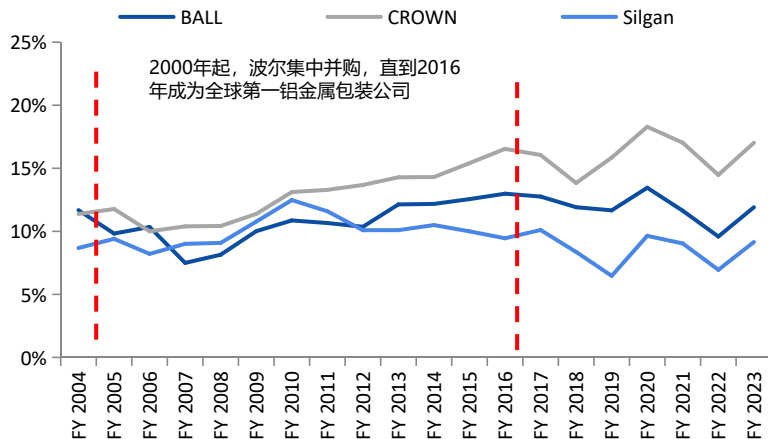
资料来源：彭博，华福证券研究所

3.3 对标小结二：国内若进一步整合后，盈利提升或可期待

➤ 当前我国金属包装公司格局较北美仍有差距，经营利润率与海外龙头90年代相似。

- **格局对比：**目前我国二片罐（铝罐）格局为奥瑞金（22%）、宝钢（18%）、中粮（17%）、昇兴（16%），对比北美波尔（41%）、皇冠（31%）的双寡头格局仍有一定差异。
- **盈利对比：**2023年我国金属包装主要公司经营利润率在4%-7%之间，其中以二片罐为主的宝钢经营利润率约4%，以三片罐为主的嘉美经营利润率约7%，与海外公司90年代整合前的整体经营利润率相似。经过第一轮整合，2004年海外公司金属包装业务的经营利润率在9%-12%之间；经过第二轮整合，2023年海外公司金属包装业务的经营利润率在9%-17%之间。

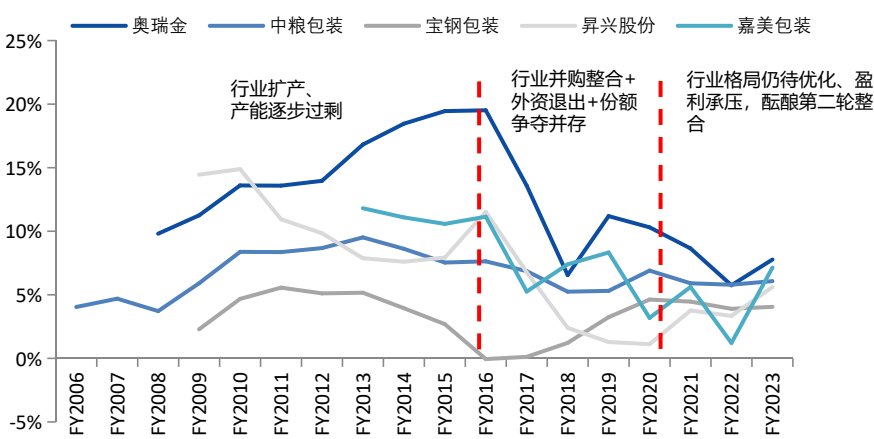
图：海外金属包装公司北美金属包装业务营业利润率



资料来源：彭博，华福证券研究所

注：Silgan主要为食品金属包装，主要含宠物食品包装等

图：我国金属包装公司经营利润率



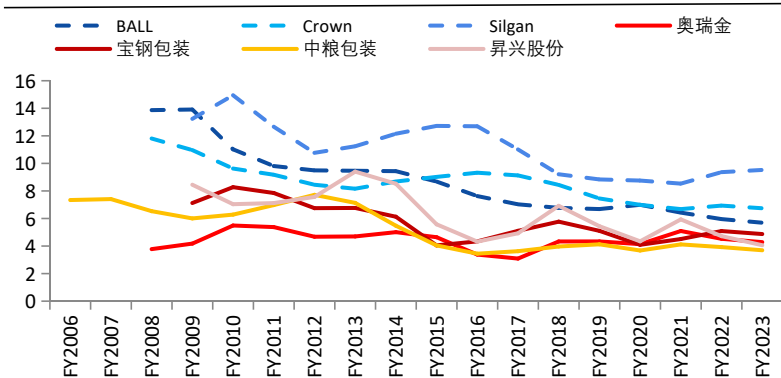
资料来源：iFind，华福证券研究所

3.3 对标小结三：国内龙头议价能力有望加强

➤ 国内外金属包装议价能力差异体现在应收账款周转率、毛利率及单罐价格。

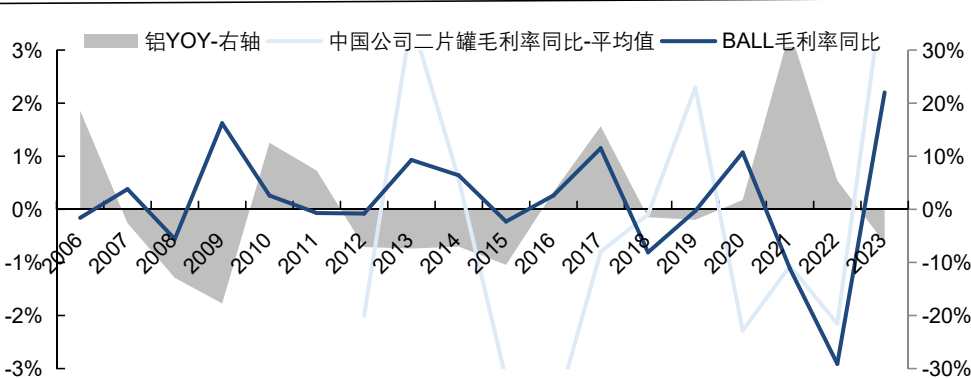
- **应收账款周转率：海外公司优于国内。** 尽管在过去20年中，国内外金属包装公司应收账款周转率均呈下降趋势，但国内金属包装公司应收账款周转率均低于海外金属包装公司。总体看，在龙头集中度高的背景下，海外金属包装商业业态相对更好，包装供应商对下游享有相对更高的议价能力。
- **原材料-毛利率传导：波尔涨多降少，国内波动较大。** 从波尔毛利率与铝价变化情况看，除2016-2017年（收购Rexma）外，其毛利率与原材料价格同比变化均呈一定的负相关，且一般毛利率上涨幅度大于下降幅度。国内公司二片罐业务毛利率变化平均值则由于行业竞争、整合等多重复杂因素影响，在历史中有较大波动。但在本轮（2021-2022年）铝价大幅上涨中，国内外公司毛利率变化趋势、幅度均较为相似。
- 据波尔年报，公司与客户订单签有协约，大部分订单约定可将原材料成本上涨传导给下游客户。且公司与原材料供应商签订采购长约，平滑成本波动。

图：国内外金属包装企业应收账款周转率对比



资料来源：iFind, 华福证券研究所

图：从原材料-毛利率传导看，本轮铝价上涨周期，国内外公司的差异不显著



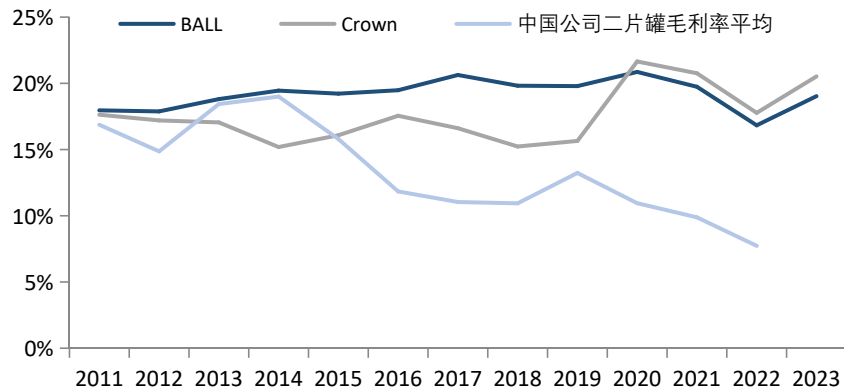
资料来源：iFind, 华福证券研究所

3.3 对标小结三：国内龙头议价能力有望加强

➤ **国内外金属包装议价能力差异体现在应收账款周转率、毛利率及单罐价格。**

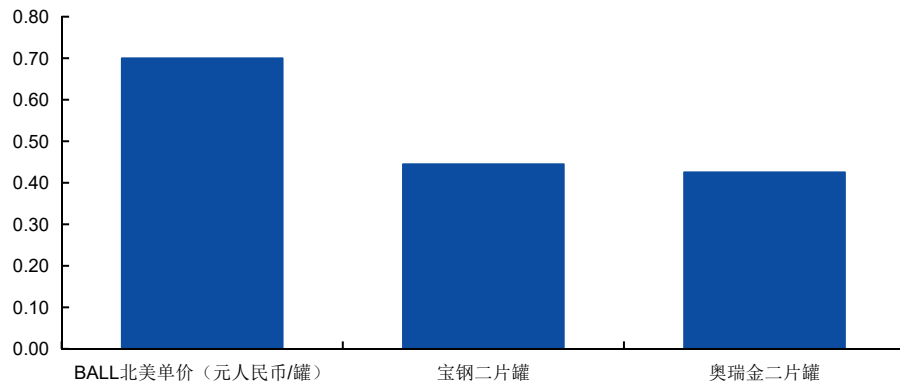
- **毛利率及单罐价格：海外公司显著优于国内二片罐。** 毛利率方面，2022年，波尔、皇冠、我国公司二片罐毛利率平均值分别为16.8%、17.8%、7.7%，我国二片罐制造商毛利率与海外龙头差距达9-10pct，也是营业利润差异的主要来源。单罐价格方面，以波尔北美地区2021年约540亿销售量、当年汇率及地区营收测算，波尔北美单罐价格约0.7元人民币/罐，而同期我国二片罐单罐价格约0.4-0.45元人民币/罐。
- 总体来看，我国金属包装公司二片罐业务对下游客户议价能力弱于海外龙头公司，主要体现在国内公司应收账款周转率相对较高、毛利率绝对值与单罐价格偏低，若未来行业成功整合，上述指标亦有较大改善空间。

图：国内外金属包装企业议价能力差异主要体现在毛利率绝对值



资料来源：彭博，iFind，wind，华福证券研究所

图：国内外金属包装企业议价能力差异主要体现在罐单价



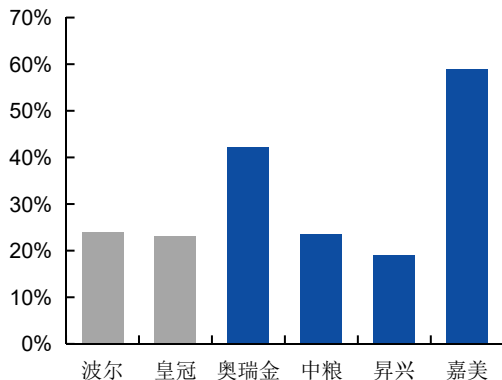
资料来源：BALL官网，公司公告，华福证券研究所

3.3 对标小结四：龙头业务布局仍有拓展空间

我国金属包装企业客户结构、海外业务仍可进一步优化开拓

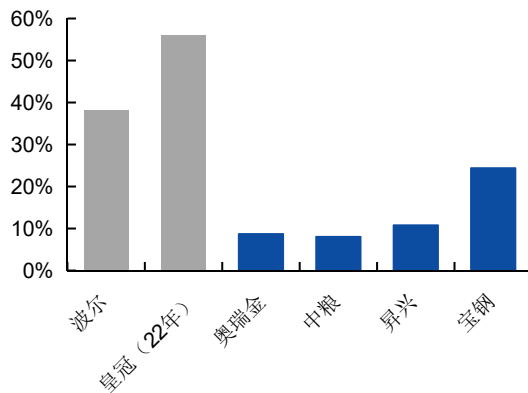
- 客户结构：**2023年波尔、皇冠前2大客户占比分别为24%、23%（波尔不计入第一大客户美国政府计算），其中波尔大客户分别为百威啤酒、可口可乐，且波尔配套国际饮料大客户在全球范围设置产能，与客户共同扩展、成长。国内部分金属包装公司前2大客户占比相对较高，客户结构仍有继续改善的空间。
- 区域结构：**2023年波尔、皇冠北美以外业务占比分别为38%、56%。国内金属包装公司除宝钢外海外业务占比均较低。未来国内公司海外业务仍有继续开拓空间。

图：国内外金属包装公司前2大客户占比对比



资料来源：BALL官网，皇冠官网，iFind，中粮包装年报，华福证券研究所

图：国内外金属包装公司本土以外区域业务占比



资料来源：彭博，皇冠官网，iFind，华福证券研究所

图：皇冠23年产能布局展望

2023 Outlook



资料来源：皇冠官网，华福证券研究所

图：波尔全球业务区域布局



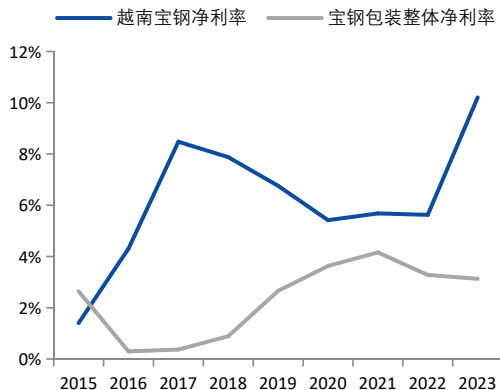
资料来源：BALL官网，华福证券研究所

3.3 对标小结四：龙头业务布局仍有拓展空间

➤ 目前我国金属包装企业海外以东南亚为主，盈利较好

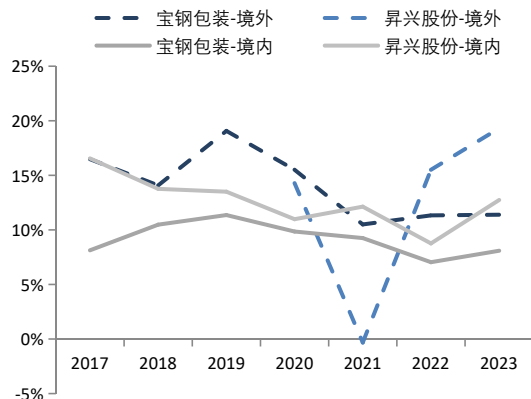
- **东南亚为我国金属包装公司主要布局区域。**2019年起我国金属包装行业逐步开始出海。其中，宝钢包装早在2012年已在越南布局产能，并逐步向马来西亚、柬埔寨拓展。昇兴股份则在2019年开始布局柬埔寨项目。中粮包装则于2019年公告在比利时建设二片罐生产线。奥瑞金于2021年收购澳洲Jamestrong食品罐。
- **当前我国金属包装出海盈利能力高于国内，接近海外龙头。**1) 毛利率方面，2023年宝钢、昇兴境外毛利率分别约11%、19%，均高于各公司境内毛利率。同时，波尔、皇冠2023年整体毛利约20%。2) 净利率方面，据宝钢包装年报，越南宝钢净利率2023年达约10%显著高于公司整体，且与波尔、皇冠经营利润率接近。

图：宝钢包装越南净利率高于整体



资料来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

图：宝钢及昇兴境外毛利率高于境内



资料来源：iFind，华福证券研究所

表：我国金属包装公司主要海外项目

时间	项目	公司
2012年	收购越南制罐70%股权	宝钢包装
2013年	收购意大利印铁70%股权	宝钢包装
2016年	越南顺化铝制二片罐项目	宝钢包装
2019年	比利时二片罐项目	中粮包装
2019年	柬埔寨二片罐项目（1-3期）	昇兴股份
2020年	马来西亚铝制易拉罐生产线项目	宝钢包装
2021年	柬埔寨铝制两片罐生产基地项目	宝钢包装
2021年	收购澳洲食品罐公司Jamestrong 100%股权	奥瑞金

资料来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

- 1、金属包装行业综述
- 2、复盘国内：二片罐行业发展进程
- 3、他山之石：北美金属包装行业整合之路
- 4、投资建议
- 5、风险提示

- 建议关注：建议关注金属包装相关企业：①奥瑞金，公司为金属包装龙头，三片罐业务盈利稳定、二片罐存在改善空间，若收购中粮包装落地，有望带来规模及盈利提升，夯实成长驱动；②昇兴股份，资源整合完毕，深度绑定战略客户；③宝钢包装，老牌国企改革焕新机，产能领先行业，二片罐业务盈利弹性大。

表：宝钢包装二片罐毛利率对成本、价格的敏感性分析

原材料变动	单价变动幅度 (元)						
	-0.06	-0.04	-0.02	0	0.02	0.04	0.06
-10%	-2.26%	1.84%	5.60%	9.04%	12.22%	15.16%	17.89%
-8%	-4.32%	-0.13%	3.71%	7.23%	10.48%	13.49%	16.27%
-6%	-6.38%	-2.09%	1.82%	5.43%	8.74%	11.81%	14.66%
-4%	-8.44%	-4.06%	-0.06%	3.62%	7.01%	10.14%	13.05%
-2%	-10.50%	-6.03%	-1.95%	1.81%	5.27%	8.47%	11.44%
0%	-12.55%	-8.00%	-3.83%	0.00%	3.53%	6.80%	9.83%
2%	-14.61%	-9.97%	-5.72%	-1.81%	1.79%	5.12%	8.21%
4%	-16.67%	-11.94%	-7.60%	-3.62%	0.05%	3.45%	6.60%
6%	-18.73%	-13.91%	-9.49%	-5.43%	-1.68%	1.78%	4.99%
8%	-20.79%	-15.87%	-11.37%	-7.24%	-3.42%	0.11%	3.38%
10%	-22.85%	-17.84%	-13.26%	-9.04%	-5.16%	-1.57%	1.76%

资料来源：公司公告，华福证券研究所。注：以宝钢包装2023年数据为例，表内为毛利率波动幅度。

表：主要公司估值表

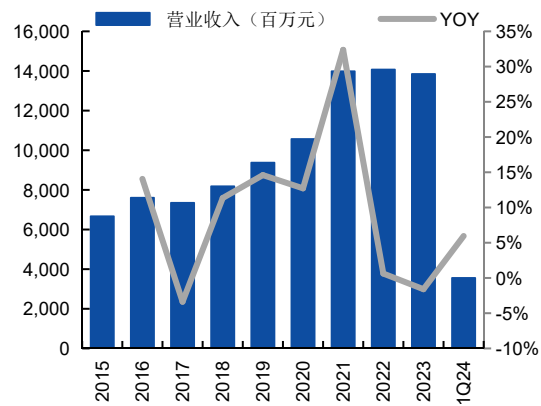
公司名称	股价	市值	-- 归母净利 (亿元) --		--- PE ---		PB	平均ROE	分红比例	股息率
	2024/7/9	(亿元)	24E	25E	24PE	25PE	(MRQ)	23%	23A	24E
002701.SZ 奥瑞金	4.04	103.96	9.42	10.74	11.03	9.68	1.3	9.12	39.70%	3.40%
601968.SH 宝钢包装	4.54	51.44	2.66	3.09	19.34	16.64	1.5	5.74	50.60%	2.40%
002752.SZ 昇兴股份	4.89	47.77	4.28	5.01	11.17	9.54	1.6	11.23	29.30%	2.30%

资料来源：wind一致预期，华福证券研究所

4.1 奥瑞金：三片罐绑定优质客户，二片罐并购加速成长

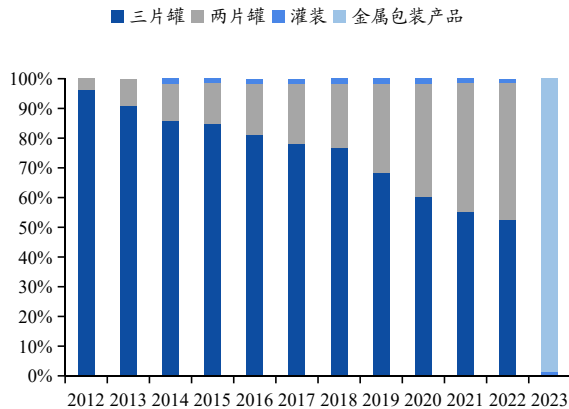
- **成功整合波尔，跃升为国内二片罐头部供应商。**奥瑞金成立于1994年，2019年随着公司完成对波尔亚太业务的并购，跃升国内二片罐头部供应商。截止2022年底，公司拥有三片罐年产能约为95亿罐、二片罐年产能约为135亿罐，在全国拥有近40家制造基地。
- **三片罐合作优质客户中国红牛，二片罐持续布局成长。**1) **三片罐：**公司核心客户为中国红牛，23年营收占比约34%，近年来随着二片罐快速扩展第一大客户占比已自17年的约60%显著下降。2) **二片罐：**公司二片罐主要为百威、青岛等啤酒品牌及可口可乐等碳酸饮料品牌供货，随着公司完成对波尔亚太约75亿罐整合二片罐业务规模进一步提升。目前公司主要在建工程为江门、枣庄二片罐项目，均为对客户配套的新增产能建设。
- **公司近期公告收购中粮包装预案，若成功整合国内金属包装格局有望重塑。**目前公司已持有中粮包装约24.4%股权，本次收购要约拟收购剩余全部股权，整体交易对价上限约合人民币55亿元，截止目前收购仍未正式落地。

图：奥瑞金营收及增速



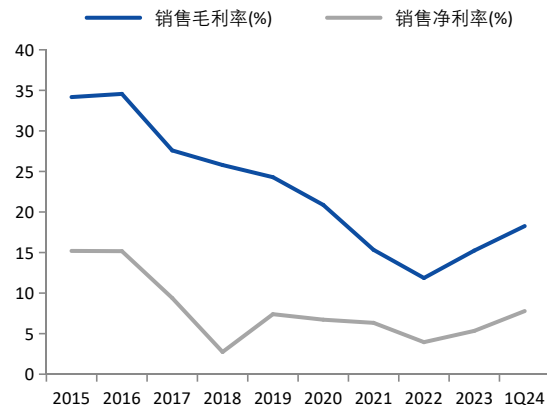
资料来源：iFind，华福证券研究所

图：奥瑞金收入结构



资料来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图：奥瑞金毛利率和净利率

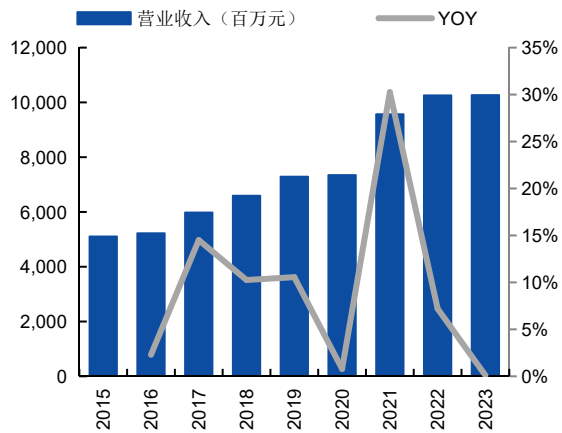


资料来源：iFind，华福证券研究所

4.2 中粮包装：二片罐布局较早，长期盈利稳健

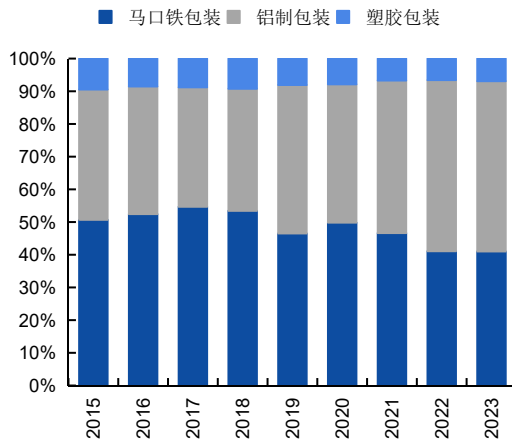
- **二片、三片罐业务并进，三片罐产品多元，多个细分品类位居国内份额第一。**2023年公司铝制包装（二片罐+少量单片罐）、马口铁包装（三片罐及其他金属包装）、塑料包装营收占比分别为52%、41%、7%。其中二片罐客户包括百威、可口可乐、雪花啤酒、加多宝、嘉士伯、青岛啤酒等知名企业；马口铁产品中的奶粉罐、旋开盖、雾气罐、钢桶的市场份额居全国第一；塑料包装客户主要包括保洁、蓝月亮、联合利华等。
- **近年公司整体盈利能力稳健。**从公司历史毛利率、净利率数据看，尽管毛利率受原材料价格波动、业务结构变化等影响有所波动，但公司净利率水平一直保持在5%左右。我们认为，主要由于公司在二片罐领域布局时间较早，在2015年公司铝制包装规模已达约20亿元。公司与行业内啤酒饮料客户合作时较长、合作关系稳定，有助于公司维持相对于同行业稳定的盈利能力。

图：中粮包装营收及增速



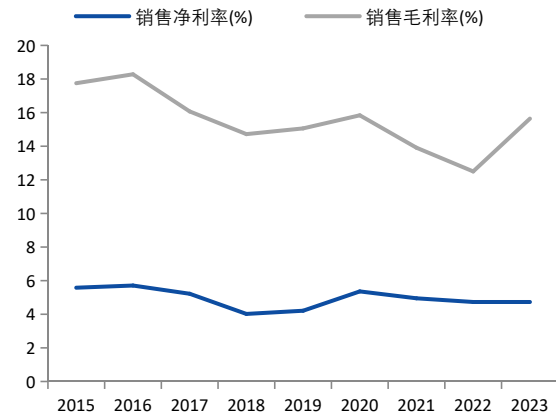
资料来源：iFind，华福证券研究所

图：中粮包装收入结构



资料来源：iFind，华福证券研究所

图：中粮包装毛利率和净利率

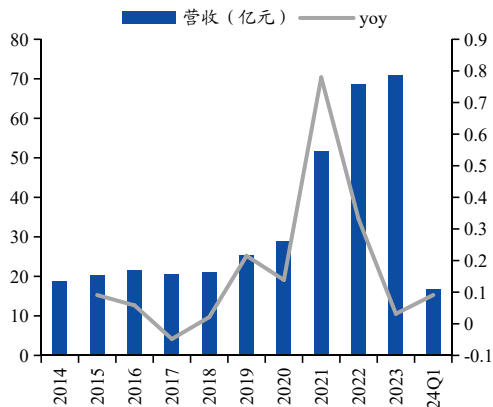


资料来源：iFind，华福证券研究所

4.3 昇兴股份：二片罐布局海外产能，三片罐受益核心客户增长

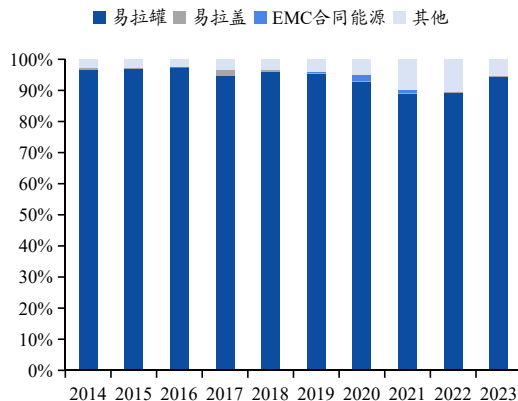
- **三片罐需求改善、泰国天丝红牛稳增，产能布局进一步完善。**随着下游需求恢复，以及核心客户泰国天丝红牛稳健增长，2023年三片罐实现了双位数销量增长。同时，公司持续优化三片罐产能布局，2023年四季度，在内江投资建设生产基地，为战略客户配套服务。
- **二片罐行业供求格局仍待改善，加快海外布局。**2023年中国两片罐行业需求增速减缓，国内总体需求不及预期，产能供给端出现了阶段性过剩。公司稳步推进产品创新和客户拓展，国内销量实现了个位数增长，略高于同行业平均增长水平。同时，继续大力推进海外业务，海外业务实现了较好增长。公司已完成了对北京太平洋的并购、以及金边昇兴III期项目，国内雅安工厂也进入商业化生产，为后续二片业务增长打下良好基础。
- **铝瓶业务紧跟啤酒行业高端化发展方向。**在收购博德科技同时新成立昇兴博德新材料公司后，不断加大投入，引入国际先进生产设备扩充高端铝瓶产能和开发新罐型，高端铝瓶产能规模、客户结构和技术水平均居于行业领先地位。

图：昇兴股份营收及增速



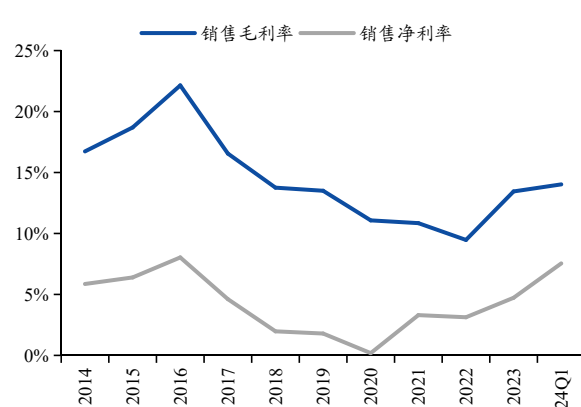
资料来源：wind，华福证券研究所

图：昇兴股份营收结构



资料来源：wind，华福证券研究所

图：昇兴股份毛利率和净利率

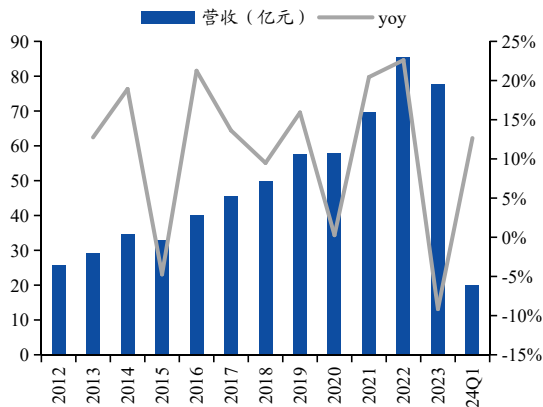


资料来源：wind，华福证券研究所

4.4 宝钢包装：老牌国企改革换新机，二片罐盈利弹性大

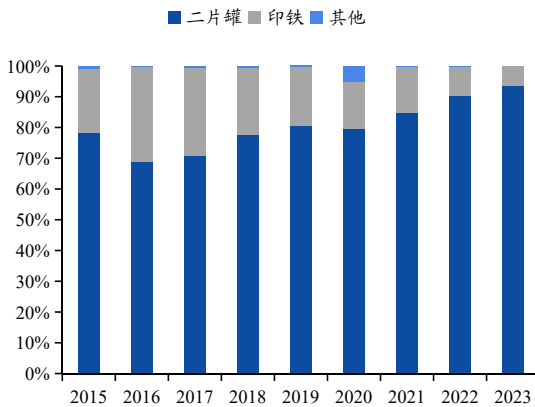
- **国资委控股，二片罐产能行业领先：**公司的实际控制人为中国宝武，是国务院国资委国有资本投资公司。公司致力于为食品、饮料等各类快速消费品客户提供金属包装整体解决方案，主要产品涵盖金属饮料罐（二片罐）及配套拉盖、彩印铁产品，并提供基于数码印刷技术的个性化包装方案的策划、设计、制造和供应等服务。
- **客户结构稳定优异：**公司凭借丰富的专业经验、高效的生产管理、快速的服务响应、创新的商业模式以及高附加值的差异化产品等，与可口可乐、百事可乐、雪花啤酒、百威啤酒、嘉士伯啤酒、青岛啤酒、王老吉等国内外知名快消品牌客户，建立了长期稳定的战略合作关系。
- 2023年9月中国宝武与国新投资作为联席要约人，共同出资设立长平实业，以长平实业作为要约人，一同推进对中粮包装控制权的收购，截止目前收购仍未正式落地。

图：宝钢包装营收及增速



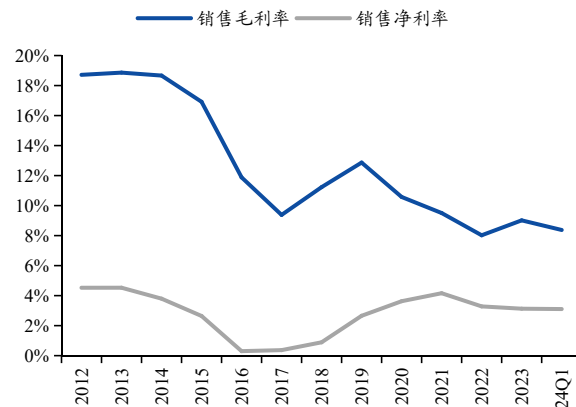
资料来源：wind，华福证券研究所

图：宝钢包装收入结构



资料来源：wind，华福证券研究所

图：宝钢包装毛利率和净利率



资料来源：wind，华福证券研究所

- 1、金属包装行业综述
- 2、复盘：二片罐在国内的发展进程
- 3、他山之石，复盘北美金属包装，展望未来
- 4、投资建议
- 5、风险提示

➤ 行业整合不及预期风险

- 若奥瑞金收购中粮包装股权进程不及预期，行业格局波动将影响公司盈利能力。

➤ 原材料价格大幅上涨风险

- 铝在二片罐生产成本中占比超70%，铝价大幅波动将影响生产成本继而影响二片罐利润率。

➤ 下游需求不及预期风险

- 啤酒及软饮料若行业增速放缓、利润下滑，将影响上游金属包装行业盈利。

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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

