

奥瑞金(002701)

报告日期: 2024年12月17日

两片罐整合持续推进, 关注产业长期盈利改善

——奥瑞金点评报告

投资要点

□ 并购前置条件均获通过, 公司将发起正式要约

公司公告下属子公司华瑞凤泉有限公司取得对中粮包装收购的外汇登记相关《业务登记凭证》, 本次交易的外汇登记手续已经完成, 至此公司收购要约的各项先决条件均已达成, 公司后续将根据香港特别行政区监管规则的要求, 于**2024年12月20日或2024年12月20日前发出要约文件**。考虑公司持股24%, 且与核心股东张炜(持股22%)达成不可撤销承诺(张炜同意就其持有的全部中粮包装股份接纳公司提出的要约), 双方合计持股已经达46%, 我们预计本次收购落地概率较大。

□ 短期: 本轮收购将充分增厚公司业绩

中粮包装是我国两片罐行业产能体量第三的企业, 市场份额17%(TOP4企业分别为奥瑞金22%, 宝钢包装18%, 中粮包装17%, 昇兴股份16%), 23年中粮包装实现营收102.7亿元, 同比+0.1%, 实现归母净利润4.75亿元, 同比-2.42%, 销售毛利率15.64%, 销售净利率4.73%, 业绩整体稳定。公司本次收购模式为杠杆收购, 若完全收购总资金需求55.2亿, 通过自筹等形式, 无需支付利息的资金22.6亿, 贷款规模32.7亿, 测算第一年利息支出1.6亿元。**综合, 若考虑完全收购并表, 以中粮包装23年4.75亿利润测算, 剔除额外利息支出与已经实现的投资收益, 本次收购将增厚公司25年利润1.95亿元。**

□ 长期: 产业整合长期有望优化两片罐行业盈利能力

国内复盘: 当前两片罐行业处于周期底部, 以两片罐龙头宝钢包装为例, 其24Q3毛利率9.19%, 净利率3.15%, 考虑海外业务高盈利能力, 国内业务预期微利。当前盈利底部主要系20年环保政策要求下, 金属包装核心下游啤酒罐化率大幅提升, 龙头企业加速扩张, 产能在23年陆续投产, 23年我们测算仅行业龙头新增产能达87亿罐, 考虑部分小厂亦在扩张, 行业供需显著恶化。**当前龙头资本开支显著下行, 后续规划产能较少, 随着格局改善有望复制海外格局集中, 盈利能力上行路径。**

海外复盘: 复盘看海外金属包装龙头有三轮产业整合, 1990-2000: 该阶段皇冠拓展了塑料包装业务, 波尔更为聚焦, 剥离玻璃包装业务并进行了中国市场拓展; 2000-2010: 波尔收购了两家铝原材料公司向上游延展, 同时继续聚焦主业扩大金属包装业务, 皇冠转变策略, 将塑料包装、化妆品业务逐步剥离。2010至今: 该阶段皇冠的产业整合更为频繁, 波尔收购了全球头部公司Rexam并进一步聚焦主业。经历多轮整合后, 23年北美金属包装产业CR2达到67%, 欧洲金属包装集中度相对较低, 但整体仍达到60%。波尔毛利率从06年16.33%, 到23年提升至19.03%。对标看, 国内金属包装行业盈利能力向上弹性显著。

□ 盈利预测与投资建议

不考虑并购贡献, 我们预计公司24-26年实现收入142/151/158亿元, 分别同比+2%/7%/4%, 实现归母净利润8.7/9.7/10.7亿元, 分别同比+12%/11%/11%, 对应PE 18/16/14X, 维持买入评级。

□ 风险提示

原材料价格波动风险, 收并购进展不及预期, 竞争加剧风险。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可
执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 曾伟
执业证书号: S1230524090011
zengwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 5.97
总市值(百万元)	15,281.77
总股本(百万股)	2,559.76

股票走势图



相关报告

- 《Q2业绩稳健, 期待行业格局改善优化盈利表现》2024.08.26
- 《【浙商轻工】奥瑞金: 静待盈利改善, 消费延伸可期》220423》2022.04.24
- 《【浙商轻工】奥瑞金-Q3符合预期, 消费延伸可期》211031》2021.11.01

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,843	14,157	15,103	15,752
(+/-) (%)	-1.59%	2.27%	6.68%	4.30%
归母净利润	775	868	966	1,071
(+/-) (%)	37.05%	12.13%	11.20%	10.91%
每股收益(元)	0.30	0.34	0.38	0.42
P/E	19.83	17.69	15.91	14.34

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,815	7,576	8,256	9,091
现金	1,255	1,725	2,053	2,688
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	3,370	3,351	3,642	3,801
其它应收款	148	146	173	171
预付账款	171	236	221	228
存货	1,682	1,971	2,020	2,056
其他	188	147	147	147
非流动资产	9,591	9,816	9,944	10,063
金融资产类	145	145	145	145
长期投资	2,826	2,909	2,997	3,087
固定资产	5,058	5,084	5,182	5,120
无形资产	510	508	516	526
在建工程	444	487	532	622
其他	608	683	572	562
资产总计	16,406	17,393	18,200	19,154
流动负债	6,146	6,462	6,323	6,226
短期借款	1,830	1,718	1,496	1,298
应付款项	2,195	2,494	2,562	2,629
预收账款	0	0	0	0
其他	2,120	2,251	2,265	2,299
非流动负债	1,345	1,211	1,211	1,211
长期借款	539	539	539	539
其他	805	672	672	672
负债合计	7,490	7,673	7,533	7,437
少数股东权益	181	164	145	124
归属母公司股东权	8,735	9,556	10,522	11,593
负债和股东权益	16,406	17,393	18,200	19,154

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	13,843	14,157	15,103	15,752
营业成本	11,734	11,992	12,766	13,240
营业税金及附加	93	99	106	110
营业费用	232	255	272	284
管理费用	563	566	604	630
研发费用	44	45	48	50
财务费用	264	214	195	173
资产减值损失	(53)	(5)	5	(3)
公允价值变动损益	(2)	0	0	0
投资净收益	205	198	196	197
其他经营收益	62	62	66	69
营业利润	1,076	1,240	1,379	1,528
营业外收支	(24)	(24)	(26)	(28)
利润总额	1,052	1,216	1,353	1,500
所得税	313	365	406	450
净利润	739	851	947	1,050
少数股东损益	(35)	(17)	(19)	(21)
归属母公司净利润	775	868	966	1,071
EBITDA	1,775	1,930	1,994	2,176
EPS (最新摊薄)	0.30	0.34	0.38	0.42

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-1.59%	2.27%	6.68%	4.30%
营业利润	32.99%	15.28%	11.15%	10.85%
归属母公司净利润	37.05%	12.13%	11.20%	10.91%
获利能力				
毛利率	15.24%	15.29%	15.47%	15.94%
净利率	5.60%	6.13%	6.39%	6.80%
ROE	8.87%	9.09%	9.18%	9.24%
ROIC	6.28%	7.32%	7.52%	7.68%
偿债能力				
资产负债率	45.66%	44.12%	41.39%	38.83%
净负债比率	30.79%	22.93%	15.75%	7.22%
流动比率	1.11	1.17	1.31	1.46
速动比率	0.79	0.81	0.93	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.84	0.85	0.84
应收账款周转率	4.28	4.43	4.54	4.46
应付账款周转率	5.16	5.34	5.33	5.35
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.34	0.38	0.42
每股经营现金	0.59	0.57	0.45	0.57
每股净资产	3.39	3.71	4.09	4.51
估值比率				
P/E	19.83	17.69	15.91	14.34
P/B	1.76	1.61	1.46	1.33
EV/EBITDA	7.55	7.00	6.49	5.57

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,507	1,469	1,152	1,473
净利润	739	851	947	1,050
折旧摊销	620	499	446	504
财务费用	265	221	204	183
投资损失	(205)	(198)	(196)	(197)
营运资金变动	(5)	66	(270)	(98)
其它	93	30	21	31
投资活动现金流	(312)	(550)	(399)	(456)
资本支出	(428)	(687)	(543)	(583)
长期投资	(99)	(58)	(52)	(70)
其他	216	195	196	197
筹资活动现金流	(1,385)	(441)	(426)	(381)
短期借款	(260)	(113)	(222)	(198)
长期借款	(223)	0	0	0
其他	(902)	(329)	(204)	(183)
现金净增加额	(182)	470	328	635

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“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>