

申万宏源证券发布奥瑞金研报：两片罐趋势向上，灌装模式成熟，共同贡献利润弹性

近日，申万宏源证券发布了关于奥瑞金的深度报告，研报总结了二片罐行业向上改善的逻辑，以及新灌装商业模式的发展趋势。以下是研报的主要观点：

供求关系优化，提价稳步落地，咸宁工厂减亏，两片罐有望体现较大弹性

两片罐从零走到行业龙头。奥瑞金于 2012 年上市后正式布局两片罐业务产线：在上虞和肇庆等地相继建设两片罐产线；2018 年 12 月公司宣布收购波尔亚太在国内的四大工厂，奥瑞金当时有两片罐产能约 40 亿罐，但主要客户为国内啤酒客户，波尔亚太约 70 亿罐产能，且拥有优质客户包括百威啤酒、可口可乐等，在全国工厂布局、产能规模、客户结构等各方面均对奥瑞金起到了较好的补充和协同效应。**截至 2020 年底，通过技改及扩线，公司已有两片罐产能约 130-140 亿罐，为我国第一大两片罐厂商，市占率约 19%。**

供求关系改善，两片罐已出现盈利拐点。2016~2017 年两片罐几大龙头积极整合行业、落后小产能淘汰出局，2017 年以来两片罐无大规模新增产能。行业需求端稳健增长，带动产能利用率提高（受多罐型换线影响，产能利用率 $\approx 80\%$ 为供需平衡， $>80\%$ 则供给紧张）。随奥瑞金收购波尔亚太后，2020 年供求关系进一步改善，行业产能利用率提升至 83%左右，金属包装行业议价能力进一步提升。2018-2020 年两片罐每年提价 3-5%，从金属包装同行的财务数据来看，已明显观察到两片罐毛利率提升；而奥瑞金则短期受到一些非经常性经营因素影响，暂未体现利润弹性，我们认为目前负面因素基本消除，未来持续看好两片罐价格持续向上改善，行业利润重回合理水平，预计将为公司带来显著利润弹性。假设中长期两片罐从 0.4 元/罐逐渐修复至 0.45 元/罐（假设原材料铝价不变），假设产量为 130 亿罐，则对应提升税前利润 6.5 亿元。

图 1：两片罐行业供需恢复，利用率大幅提升

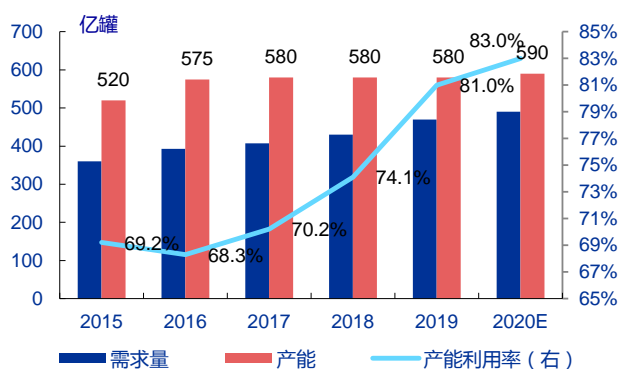
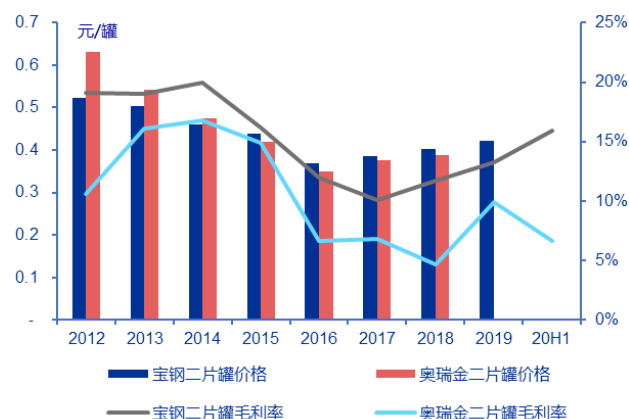


图 2：两片罐价格+毛利率明显改善



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

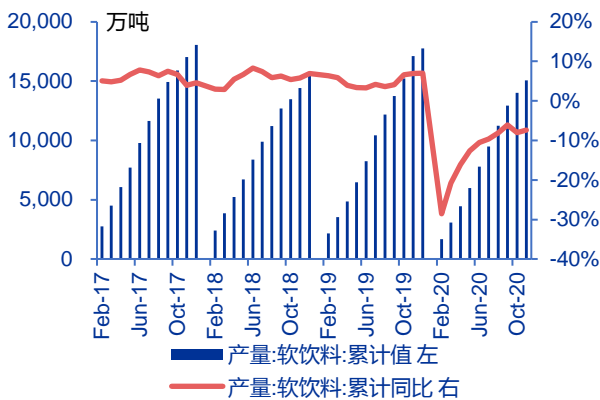
注*：20H1 奥瑞金毛利率下降系湖北咸宁工厂受疫情影响等因素，后文详细展开阐述

下游饮料行业需求增加：

①**饮料啤酒消费相对稳定。**2020年1-11月软饮料累积产量1.51亿吨，yoy-7.4%，分季度来看20Q1/20Q2/20Q3/20年10-11月分别同比增速为-21%/-2%/1%/-15%；2020年1-11月累计产量2813.5万千升，yoy-6.8%，分季度同比增速为-23%/7%/-3%/-11%。**软饮料和啤酒在20Q2-Q3环比明显修复，体现需求刚性属性。**奥瑞金三片罐大客户红牛的销售情况也好于此前预期，2020年中国实现销售额超过228亿元，同比增长约2%，即便在疫情影响下，仍超过年初设定的销售目标。

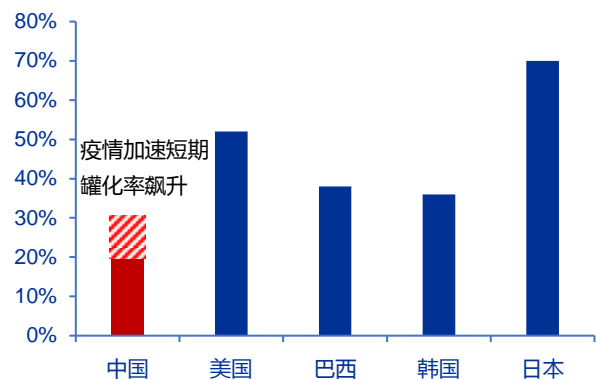
②**疫情带来啤酒罐化率短期+长期提升。****短期受疫情影响：**由于消费者居家时间、外卖需求大幅增加，罐装啤酒保质期长（12个月VS瓶装6个月）、不易破损运输半径更长、不用清洗回收更加卫生安全，商超和线上渠道消费恢复快于餐饮渠道，**使得啤酒罐化率在疫情期间出现快速提升现象。**2020Q4虽然饮料啤酒同比增速下降，但是受益于罐化率提升，制罐厂依旧处于紧密排单生产状态。**长期来看，**我们认为随着下游饮料厂商增加易拉罐配套灌装产线，啤酒罐化率仍将持续提升，按照2019年我国啤酒产量4543.1万千升计算，罐化率每提升1%将对增加两片罐需求约9.1~11.8亿罐（330~500ml/罐），我国目前罐化率约20-30%，对比美国50%+、日本70%+还至少有翻倍成长空间。

图3：软饮料增速体现一定刚性，20年1-11月yoy-7.4%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图4：我国啤酒罐化率明显提升，对比海外国家还有较大向上空间



资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们认为公司两片罐利润端弹性较大，主要来自：

①**行业层面：**竞争格局优化改善，提价持续落地。两片罐行业经历无序扩张期，2014~2017年供求严重失衡，2016~2017年价格降至低谷（0.34元/罐）；2016~2018年行业并购整合加速，目前行业寡头格局显现，奥瑞金+波尔、中粮包装、宝钢包装、昇兴+太平洋，四大龙头集团市占率达到65%，龙头话语权提升。2018年供求恢复平衡，2018~2020年两片罐单价每

年提升 3%~5%，2021 年基准价提价约 2 分/罐。我们从以下 3 点认为两片罐价格还会继续回升至正常水平（0.5~0.6 元/罐）：

1) 龙头阵营市占率和议价能力大幅提升，且龙头们经历了约 4 年亏损后，盈利改善诉求高度一致；

2) 客户粘性强，行业无新进入者威胁，产能投放节奏将趋于合理；

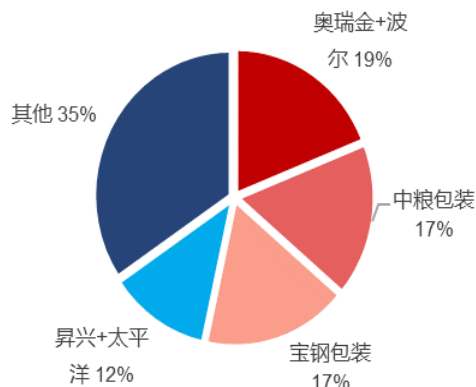
3) 下游啤酒客户盈利情况处于上升通道中，且罐化率提升有助于下游啤酒企业实现产品结构升级和差异化营销，改善啤酒企业盈利能力，两片罐提价空间较大。目前啤酒企业在新投资的灌装线设备时，更倾向于投资金属罐的灌装线（而非玻璃瓶灌装），在未来将系统性地提升啤酒罐化率。

②**波尔并表后带来协同减亏**。波尔亚太有一大工厂位于湖北，疫情期间生产经营受到冲击；且其主要客户为百威啤酒，而百威定位偏高端，疫情后销售恢复速度慢于其他品牌，导致波尔亚太四大工厂开工率偏低、经营亏损。此外，北京波尔工厂产能迁至陕西宝鸡也对开工率造成一定影响。除了这些短期负面因素消除之外，我们认为随着奥瑞金收购波尔的协同整合顺利开展，盈利改善还将体现在：1) 订单排产优化，随着公司工厂布局日趋优化，邻近工厂可优化客户订单排产情况，减少版面更换、换线带来的效率损失。2) 优化中后台冗余人员，提升整体管理效率。

③**2020 年上半年湖北咸宁受疫情拖累，2020 年中开始已恢复正常经营**。2020 年湖北为疫情受影响较重的区域，公司湖北咸宁新工厂有多个月份未能开机生产，导致开工率显著低于预期，无法覆盖较高的折旧等费用。2020 年中以来湖北咸宁已恢复正常生产，经营业绩表现较好，预期 2021 年纤体罐、瓶罐等高附加值关系将贡献更高盈利弹性。

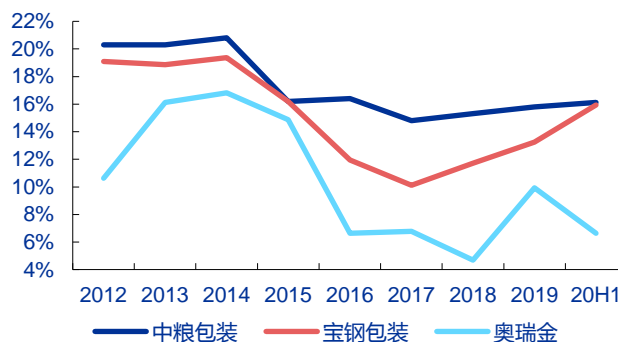
从宝钢包装和中粮包装包装的毛利率来看，已经明显看到随着两片罐提价带来的毛利率改善，而奥瑞金由于湖北咸宁工厂和波尔四大工厂承压，导致 2020H1 两片罐毛利率呈下降趋势，我们认为行业层面两片罐提价落地已经逐步兑现，公司层面疫情一次性影响消除，2021 年公司两片罐利润率恢复将是大概率事件。我们假设 2020 年公司实现归母净利润 6.8 亿元，在考虑原材料价格波动因素下，2021 年两片罐毛利每扩张 1 分/罐，净利润增速增加 13pct。

图 5：两片罐 CR4=65%，集中度较高



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：疫情冲击下，奥瑞金两片罐毛利率有待恢复



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2018~2020H1 中粮包装两片罐毛利率为测算值

表 1：奥瑞金两片罐敏感性分析

原材料价格变动幅度 %	两片罐涨价幅度 (分/罐)					
	-1.0	-0.5	0.0	0.5	1.0	1.5
6%	-36%	-29%	-23%	-16%	-10%	-3%
3%	-25%	-18%	-11%	-5%	2%	8%
0%	-13%	-7%	0%	7%	13%	20%
-3%	-2%	5%	11%	18%	25%	31%
-6%	10%	16%	23%	29%	36%	43%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 灌装业务扭亏为盈，一体化服务模式获客户认可

灌装指液体、气体、膏体、粉末等物料填充至金属容器（或非金属容器）的这一过程，金属罐灌装普遍可被分为热灌装与冷灌装，热灌装一般指 85 度以上，普遍应用于蛋白饮料、茶饮料、功能饮料等，冷灌装普遍为常温灌装，对杀菌的要求更为复杂，需要人为保持无菌环境以及罐体杀菌，对口味和维生素保持效果更好，普遍应用于碳酸饮料、含果汁饮料等。2019 年公司灌装业务收入为 1.50 亿元，占公司收入 1.6%。此业务虽然收入占比不高，但是对增加服务附加值属性和绑定客户至关重要，且一旦产能利用率提升，贡献利润情况也较为可观。公司目前已有的灌装客户包括红牛、战马、可乐、元气森林、安利、Monster 等优质饮料客户。

灌装业务核心看点：

①**咸宁工厂产能利用率提升带来盈利改善。**目前下游饮料企业倾向轻资产化发展，新饮料品牌不具备制造端基因和重资产布局意愿，且功能饮料含咖啡因，灌装资质获取难度大于其他饮料产品，下游客户更偏好制罐厂商提供一体化解决方案。咸宁工厂主要为可乐、Monster、战马、元气森林、安利等客户提供制罐+灌装的一体化服务，此类客户毛利率水平较好，随开工率提升，利润端有望体现较高弹性；

②**新投产辽宁开原产线。**中国红牛于 2020 年 12 月在我国东北首条生产线建成投产，奥瑞金继续为其提供配套制罐灌装服务，预计红牛灌装业务也将贡献较好毛利水平；

公司在行业内业务模式趋于成熟，从单客户→多产线、多客户→一体化综合服务供应商模式受到越来越多客户认可，加深客户粘性。

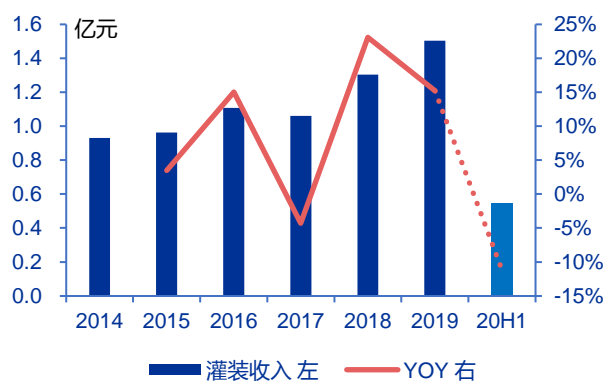
灌装 1.0 时代：公司最早在 2004 年与加多宝签订灌装服务协议，为其建立了 5 个灌装厂，制罐与灌装厂分离。当时下游客户对灌装模式的整体接受度仍在培育期。

灌装 2.0 时代：奥瑞金在 2017 年建立咸宁工厂灌装中心，实现制罐+灌装一体化服务，成功吸引例如安利、战马、元气森林等客户，逐渐扩大客户和产线数量。目前咸宁工厂共有 5 条灌装产线，多采用德国、韩国、日本、美国等进口设备，以确保高效生产以及客户对于饮料安全等要求。

灌装 3.0 时代：2020 年公司跟随大客户红牛在辽宁开原建设灌装厂，灌装模式成熟后，未来有望进一步实现异地扩张和复制。在客户层面，越来越多核心客户开始认可灌装制罐一体化服务模式，自身转向轻资产运营，除了红牛外，可口可乐，Monster，脉动等客户也与奥瑞金签订了灌装合作模式。大客户的认同和合作模式开启，有望打造行业内标杆，实现快速扩张和复制。未来奥瑞金有望通过延伸服务价值链，吸引更多优质客户，打造饮料行业的平台型制造服务商。

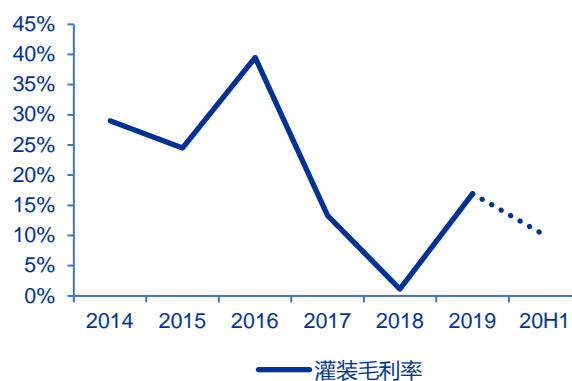
随着规模效应的释放，我们预计未来灌装业务毛利率有望恢复至合理水平，达到约 20%+ 毛利率水平。

图 7：疫情影响下，公司灌装收入端短期承压



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：公司灌装业务毛利率有望回归合理水平



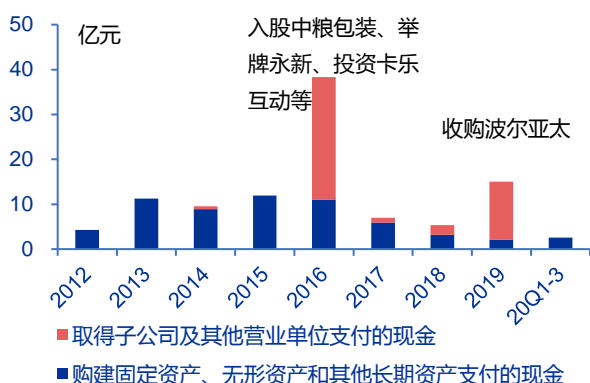
资料来源：公司公告，申万宏源研究

注*：20H1 灌装毛利率为估算值

3. 从现金流看利润释放空间

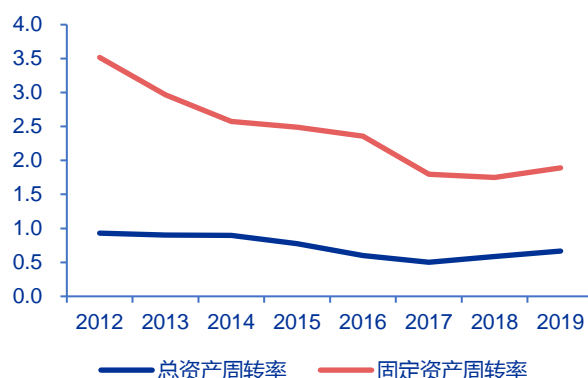
高速投资期已过，进入产能爬坡收获期。从公司过去几年 CAPEX 支出来看，2012 年前公司基本无两片罐产能，至 2020 年末已有约 130 亿罐产能，公司在 8 年内大幅增加 CAPEX 支出，平均每年购买固定资产、无形资产和其他长期资产花费约 7 亿元，处于快速投资、强化市场占有率的阶段。在收购波尔亚太后，公司基本完成对国内两片罐业务的大型产能布局，产能体量、客户群位居国内龙头地位，未来我们认为公司将进入产能爬坡阶段。近几年公司的固定资产周转率和总资产周转率处于逐步爬升趋势，2019 年分别为 1.89 次和 0.67 次，对比 2017 年两片罐低谷期的 1.80 次和 0.50 次已明显提升，未来我们认为将延续此趋势。

图 9：2017-2019 公司现金流远好于净利润表现



资料来源：公司公告，申万宏源研究

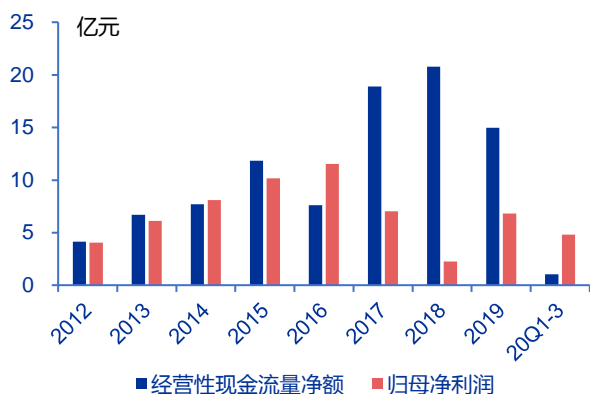
图 10：公司未来折旧和资产减值有望趋于稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

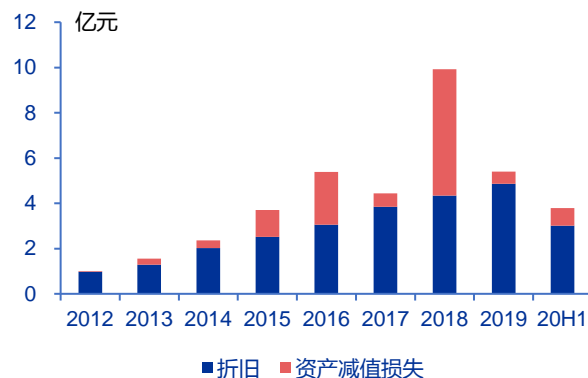
现金流优异，折旧边际减少，期待贡献利润弹性。奥瑞金 2016-2020Q1-3 合计经营性现金流量净额为 63.3 亿元，而净利润仅 32.5 亿元，其中差额为 30.8 亿元。经营性现金流体现了公司作为金属包装公司，具有经营稳定、现金流良好的特点；而净利润则受到新建工厂折旧和资产减值损失影响（包括长期股权投资减值等），导致出现阶段性波动，但并不一定完全反应公司真实的经营业绩情况。2016-2020H1 奥瑞金合计折旧 19.1 亿元、合计资产减值损失为 9.8 亿元，是净利润低于经营现金流的主要原因。我们认为随着公司（包括收购的波尔工厂）部分生产线折旧完毕，折旧费用边际递减，未来良好的现金流有望转化为利润弹性。

图 11：2017-2019 公司现金流远好于净利润表现



资料来源：公司公告，申万宏源研究

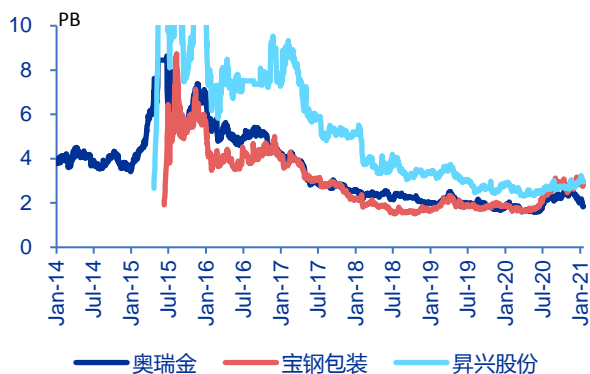
图 12：公司未来折旧和资产减值有望趋于稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

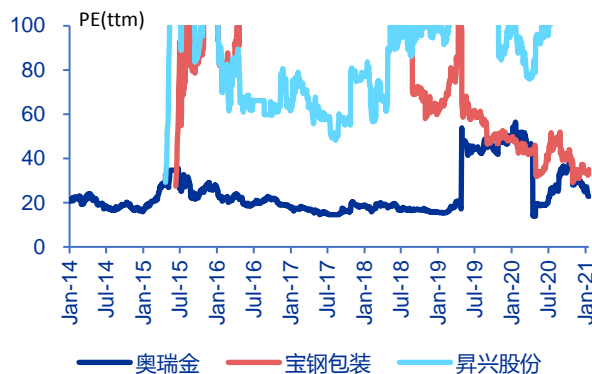
从公司历史 PE/PB-band 来看，目前公司 PE 和 PB 都处于历史较低水平。横向对比，宝钢包装目前 PE (ttm) 约 35X，而奥瑞金仅 23X，宝钢包装目前 PB 为 3.0X，而奥瑞金仅 1.8X，显著低于同行。

图 13：公司 PB 处于行业较低水平



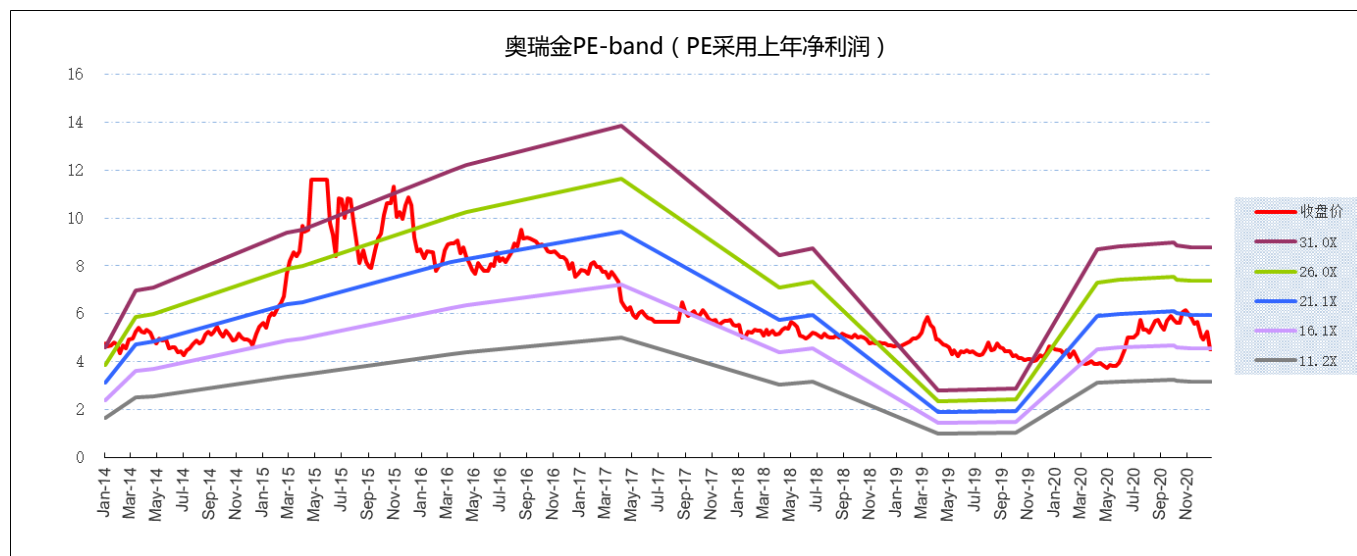
资料来源：Wind，申万宏源研究

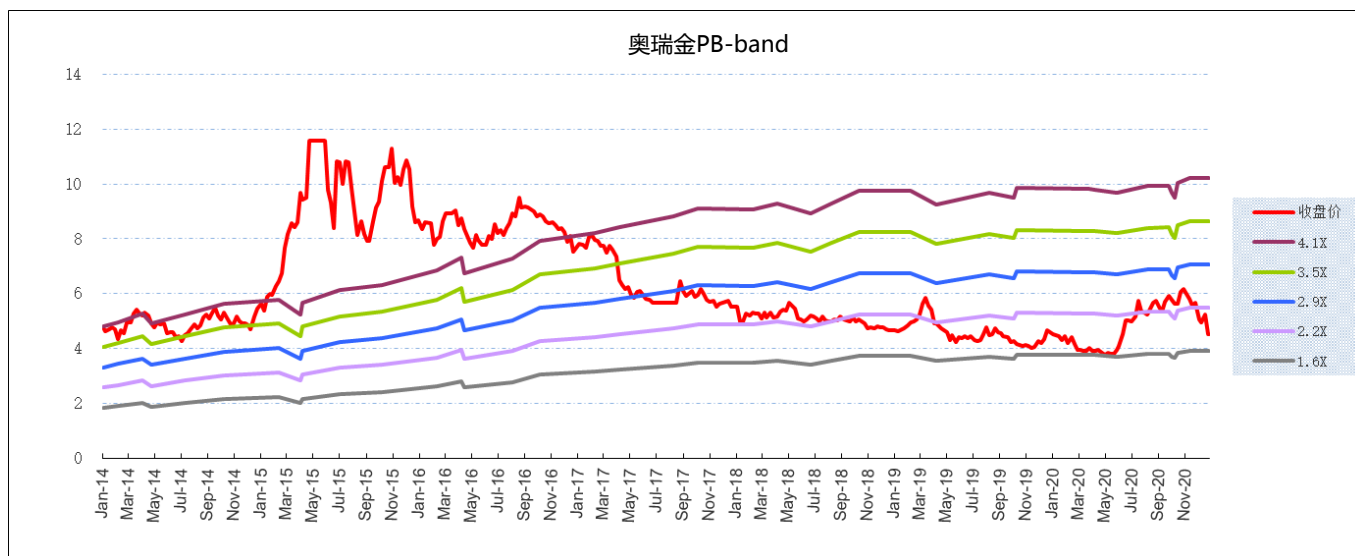
图 14：公司 PE 处于行业较低水平



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：奥瑞金目前 PE/PB-band 处于历史较低水平





资料来源：Wind，申万宏源研究

公司业绩有望迎来拐点，收入利润大幅改善。长期两片罐盈利改善逻辑兑现中，完成波利亚太收购后将进一步促进两片罐行业整合，龙头议价能力提升有望带来利润弹性。大客户经营稳定，同时公司积极开拓新客户，降低单一客户风险。下游客户对产品质量和服务愈发看重，奥瑞金不断从灌装一体化、设计、附加服务等方面入手提升产品附加值，打造综合包装解决方案提供商！随着未来金属包装对 PET 包装逐渐取代、罐化率提升，行业整合恢复秩序，两片罐提价策略开始落实，行业盈利有望筑底反转（部分公司已于报表上体现盈利反转）。由于大客户销售表现好于预期，以及辽宁开原等工厂顺利投产，我们上调公司 2020-2022 年 EPS 至 0.28 元、0.38 元、0.42 元（原为 0.27 元、0.35 元和 0.42 元）的盈利预测，归母净利润为 6.80 亿元、9.07 亿元、10.24 亿元，yoy 分别为-0.5%、33.5%、12.9%（原为 6.55 亿元，8.45 亿元和 10.13 亿元，yoy 分别为-4%/29%/20%），目前股价（4.53 元/股）对应 2020-2022 年 PE 为 16 倍、12 倍和 11 倍。