

金属包装： 二片罐格局预期改善，原材料回落业绩加速释放

行业评级：看好

2024年09月21日

分析师

史凡可

研究助理

曾伟

邮箱

shifanke@stocke.com.cn

邮箱

zengwei@stocke.com.cn

证书编号

S1230520070002

证书编号

S1230122070039

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

1、收并购有序推进，行业集中度预期提升

- 奥瑞金&宝钢包装母公司公告计划收购中粮全部已发行股份，其中宝武集团收购在截至首个截止日期（24年9月3日下午4时）收到有效接纳要约股份数占中粮包装已发行股本30.9%，要约接纳条件未能达成，宝武集团本轮要约失效，而奥瑞金收购仍在有序推进，随着收购落地行业集中度有望持续提升。

2、供需复盘：短期失衡将延续

从两片罐价格与毛利率周期看，两片罐行业可以分为三个阶段：

- 1) 2012-2015：下游需求承压，龙头扩产，行业竞争加剧。**两片罐行业需求核心来源是啤酒与饮料，但从2000年来我国啤酒产量需求持续下行，对应需求承压，而2008年后王老吉从三片罐向两片罐切换且两片罐具有更好的展示效果带来增量需求，龙头积极扩产，资本开支快速扩大，行业供需失衡，盈利能力承压。
- 2) 2016-2019：长尾企业开始逐步出清，龙头开启行业整合，行业盈利能力有所修复。**多年经营承压下，长尾企业开始逐步出清，对应16年金属包装规模企业数量733家，相比15年下降32家。此外龙头开启行业整合，外资逐步放弃对国内市场的布局，对应奥瑞金收购波尔中国，昇兴收购太平洋，长尾产能的部分出清+行业集中度提升下，行业盈利能力有所修复。
- 3) 2020-至今：宝钢包装为代表的企业恢复扩产，两片罐行业供需再次失衡。**2020年3月27日《排污许可证申请与核发技术规范 工业炉窑（HJ1121—2020）》执行，环保政策要求大幅提升，这导致金属包装性价比优势开始显现，2021年我国罐化率相比2020年提升4.6pct，需求改善&盈利能力较好，行业龙头快速扩产，23年龙头投产87亿罐，行业供需再次失衡。

3、龙头对比：宝钢经营高效率，两片罐盈利弹性显著

- 整体看宝钢包装两片罐盈利能力显著高于友商，拆分看主要源于宝钢为近两轮周期中扩产最为积极的企业，新产能占比高，而其扩产新产能主要为500ml啤酒罐（罐化率提升主要品类）、Sleek等高毛利且需求更好的产品，此外宝钢作为国内龙头在东南亚拥有最多产能的企业，亦受益于海外优秀供需环境，最后由于宝钢扩产积极，在供应商议价过程中报价较低，往往取得更多的供货份额，三大原因共同驱动高产能利用率与高毛利率。此外宝钢成本控制能力较强，低负债率带来低期间费用率。

4、海外对标：格局集中，高盈利水平

- **海外需求稳步增长，龙头份额集中，整体高毛利率水平。**根据波尔，北美22年金属包装需求约为1650亿罐，至27年需求复合增长率2.6%，欧洲区域22年金属包装需求约为1200亿罐，至27年需求复合增长率4.6%。北美金属包装产业CR2达到67%，核心龙头形成市场垄断，欧洲金属包装集中度相对较低，但整体仍达到60%。较高集中度源于行业自1990年来持续的整合进程，且持续整合过程中，龙头议价能力提升，盈利能力逐步改善，当前波尔、皇冠毛利率均在20%左右。

5、投资建议

两片罐行业格局改善在途，推荐关注金属包装投资机会。当前看，格局改善有望成为本轮金属包装投资机会的核心催化，长期看需求端随着罐化率提升逐步改善的逻辑仍在持续验证，核心龙头后续产能规划较少，伴随长尾产能逐步出清，参考海外龙头成长历程，行业供需改善将逐步带来产业链整体盈利能力提升，建议关注**奥瑞金（24年PE 12X）、昇兴股份（24年PE 9X）、宝钢包装（24年PE 19X）**。

6、风险提示

产业整合进展不及预期、原材料价格波动、行业竞争加剧。

目录

CONTENTS

- 01 收并购有序推进，行业集中度预期提升
- 02 供需复盘：短期失衡将延续
- 03 龙头对比：宝钢经营高效率，两片罐盈利弹性显著
- 04 海外对标：格局集中，高盈利水平
- 05 投资建议
- 06 风险提示

01

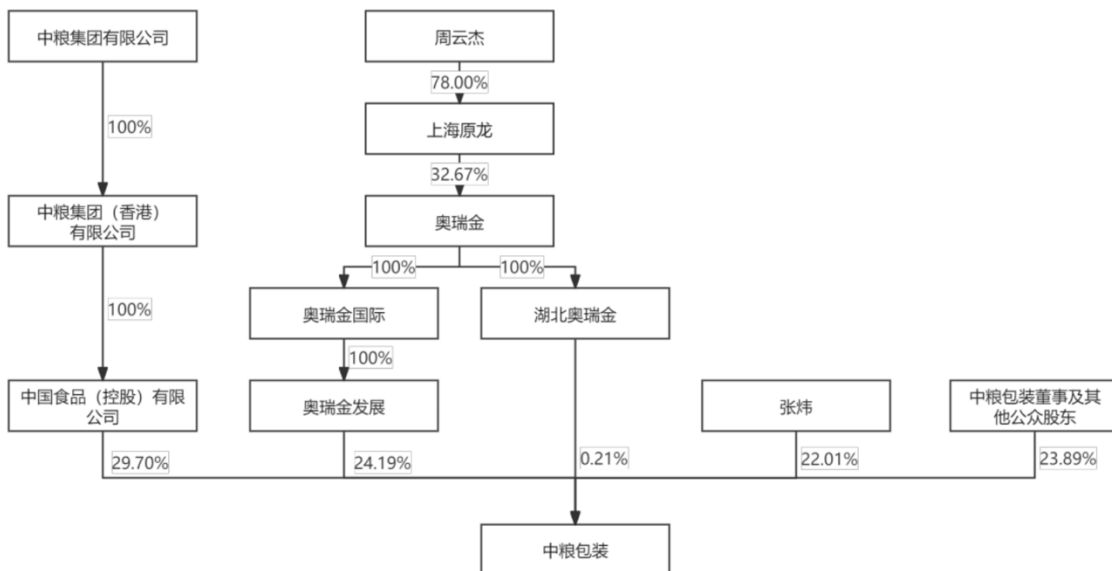
**收并购有序推进，行
业集中度预期提升**

01 宝钢、奥瑞金计划收购中粮包装，行业格局有望集中

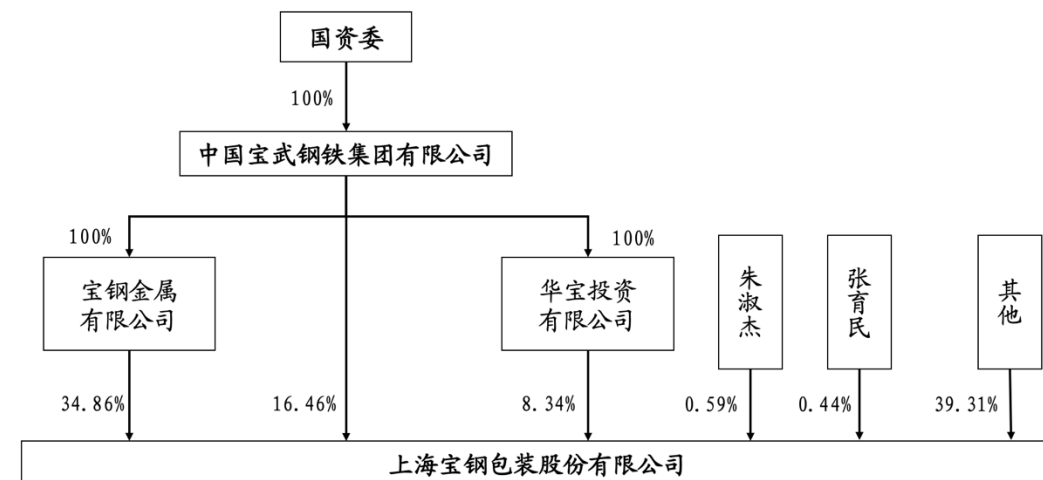
中粮包装公告宝钢包装母公司宝武集团计划要约收购中粮全部已发行股份。根据中粮的公告，宝钢包装母公司宝武集团拟计划以6.87港元/股收购中粮包装（收购主体为长平实业，宝武集团与国新投资分别持股61.54%/38.46%），收购需得到市场监管总局、反垄断审查机构、发改委、商务部、外汇管理局、国资委批准，同时收购达成条件还包括接纳要约的股份数需达到50%总股本。**此外宝武集团与中粮包装控股股东中国食品达成不可撤销承诺，中国食品将接受该收购要约。**

当前宝武集团要约失效，关注奥瑞金审批进展。截至首个截止日期（24年9月3日下午4时），宝武集团的收购主体收到有效接纳要约股份数占中粮包装已发行股本30.9%，要约接纳条件未能达成，宝武集团本轮要约失效。

图表：中粮包装股权结构（截至6月8日）



图表：宝钢包装股权结构（截至9月18日）



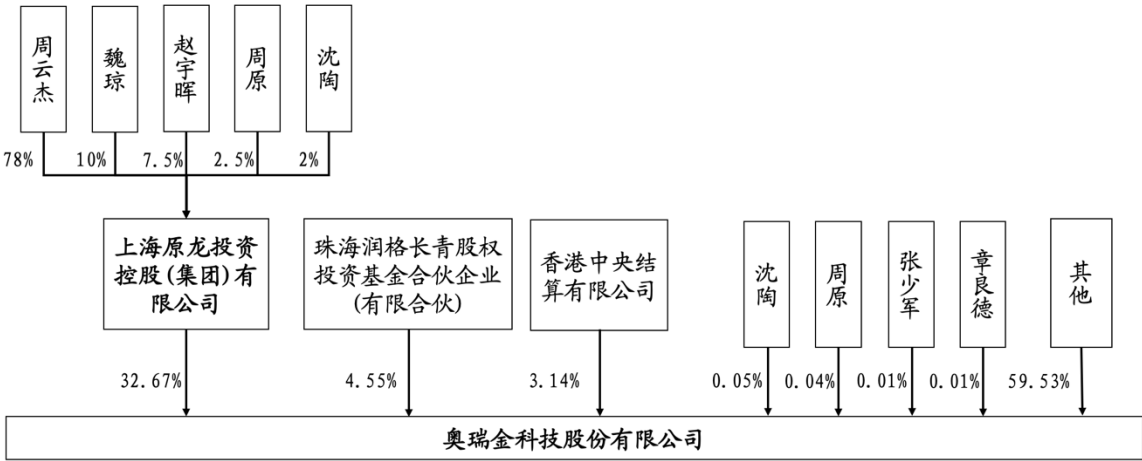
奥瑞金计划收购中粮包装，定价相比宝钢高约5%。6月7日奥瑞金公告重大资产购买预案，公司计划收购中粮所有已发行股份，每股收购对价为7.21港元，相比宝钢包装定价高约5%，奥瑞金收购亦需要得到发改委、商务部、外管局等机构同意，此外奥瑞金与中粮包装个人股东张玮达成不可撤销承诺，张玮在要约的最终截至日前，就其持有的全部中粮包装股份接纳本次要约。

伴随收并购落地两片罐行业格局将大幅优化。中粮包装是我国两片罐行业核心龙头，23年中粮包装实现营收102.8亿元，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4.72%，业绩整体稳定。整体看，无论宝钢包装母公司宝武集团或奥瑞金收购中粮包装后均将推进行业集中度提升。

图表：中粮包装收并购过程梳理

	时间	事项
宝钢包装	2023. 12. 06	中粮包装公告长平实业要约收购公司全部已发行股份
	2024. 02. 19	中粮包装公告宝武收购要约获得国资委批准，国资委亦批准控股股东中国食品向要约人转让出售股份
	2024. 02. 23	中粮包装公告宝武收购要约获得商务部批准
	2024. 04. 15	中粮包装公告宝武收购要约获得发改委批准
	2024. 05. 17	中粮包装公告宝武收购要约获得国家外汇局与越南竞争委员会无条件反垄断许可批准
	2024. 07. 15	中粮包装公告宝武收购要约获得市场监管总局反垄断许可，收购要约所有先决条件已获达成。
	2024. 07. 30	中粮包装公告宝武收购要约进入要约接纳阶段，首个截止日期为9月3日
	2024. 09. 03	中粮包装公告首个截止日期，宝武集团未能取得50%股东接纳，相关收购要约失效
奥瑞金	2023. 12. 12	发布公告，正在筹划以现金方式收购中粮包装全部已发行股份
	2024. 06. 07	发布重大资产购买预案，正式提出现金要约收购中粮包装所有已发行股份
	2024. 08. 28	收购要约获得新西兰商业委员会通过
	2024. 08. 29	收购要约获得

图表：奥瑞金股权结构（截至9月18日）

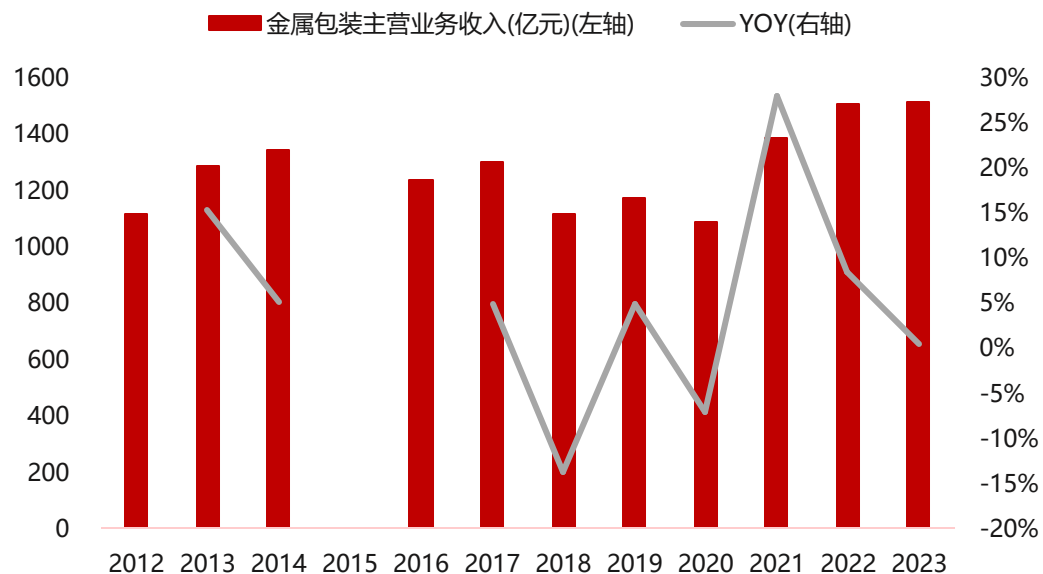


02

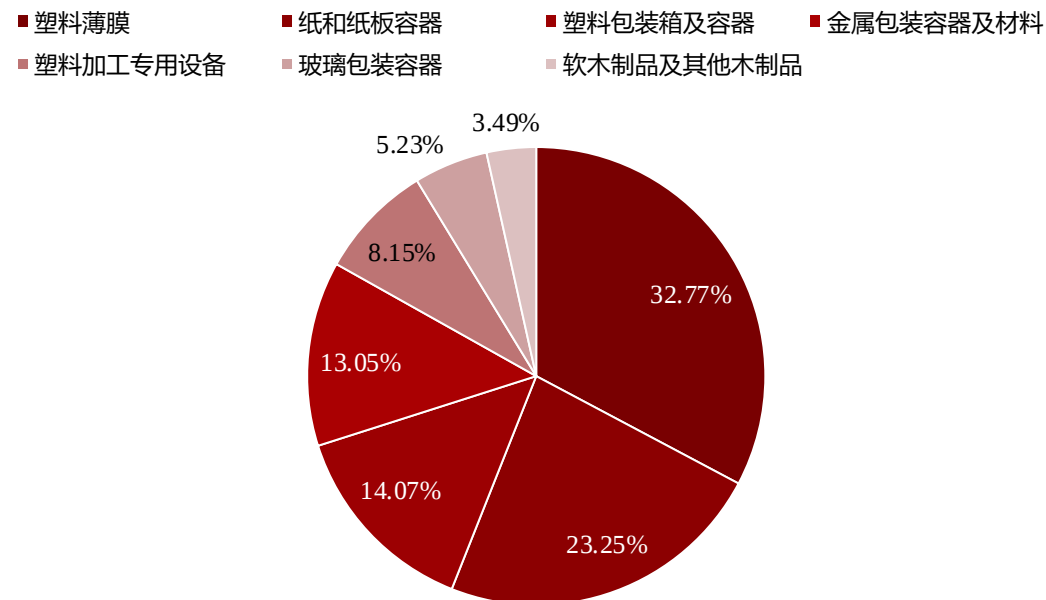
**供需复盘：短期失衡
将延续**

金属包装需求稳步增长，替代逻辑持续演绎。2023年金属包装容器及材料制造完成累计主营业务收入1505.62 亿元，同比-1.56%，受竞争环境承压与原材料下行影响，值得注意的是金属包装对玻璃包装的替代持续演绎。23年金属包装占包装行业比例13.05%，同比+0.84pct，而玻璃包装23年占比5.23%，同比-0.99pct，预计随着环保政策持续推进，金属包装份额有望持续提升。

图表：金属包装主营业务收入



图表：金属包装份额持续提升(2023年)



金属罐主要包括三片罐与二片罐。三片罐通常也叫马口铁三片罐，所用材料通常由马口铁组成，三片罐由身、罐底和罐盖三部分组成，罐身有接缝、罐身与罐底和罐盖卷封。常用于食品、饮料、干粉、化工产品、喷雾剂类产品的罐装容器。**二片罐**主要由铝制成，其是由罐盖（顶，下同）和带底的整体无缝的罐身两个部分组成的金属容器，这种杯状容器的成型方法属冲压加工，所以二片罐也常称为冲压罐，两片罐应用在各类啤酒、饮料中。

三片罐格局稳定，客户强绑定。根据智妍咨询，22年金属包装CR3达到66%，其中奥瑞金占比27%，嘉美包装20%，昇兴股份19%，三片罐的核心厂商与下游客户强绑定，其中奥瑞金绑定国内红牛，嘉美包装绑定养元，而昇兴核心客户为天丝红牛，他们均有较强的绑定关系，整体行业投产节奏与下游客户需求扩张同步，对应三片罐构成这些企业业绩基本盘。**本文重点分析历史供需波动较大，当前格局有望优化的两片罐。**

图表：金属包装两种产品

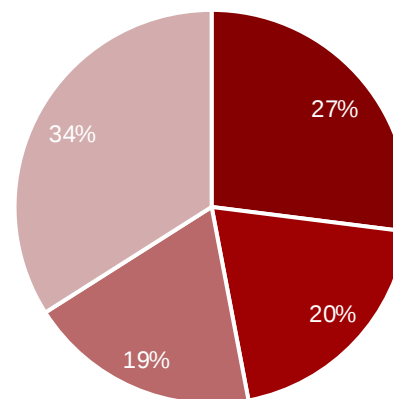
三片罐



二片罐



图表：金三片罐竞争格局(2022年)

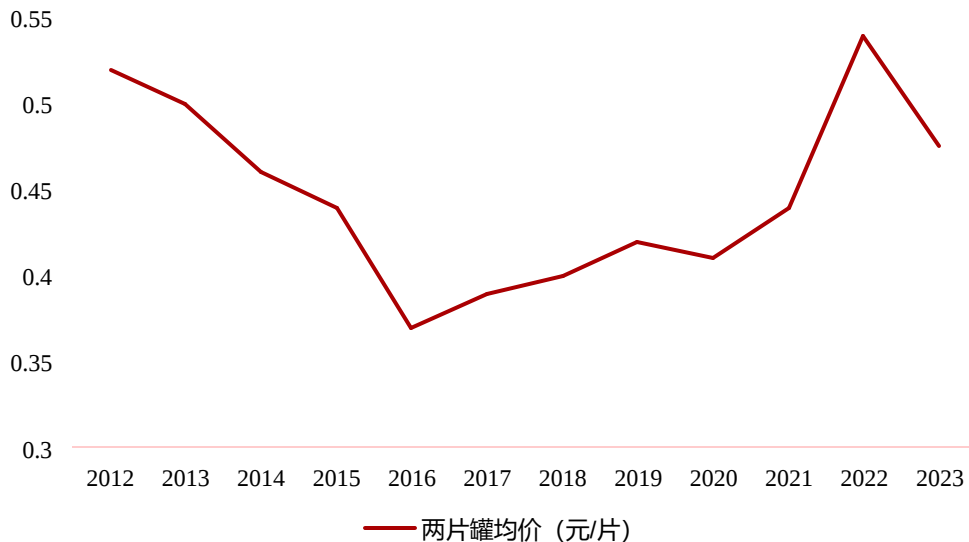


■ 奥瑞金 ■ 嘉美包装 ■ 昇兴股份 ■ 其他

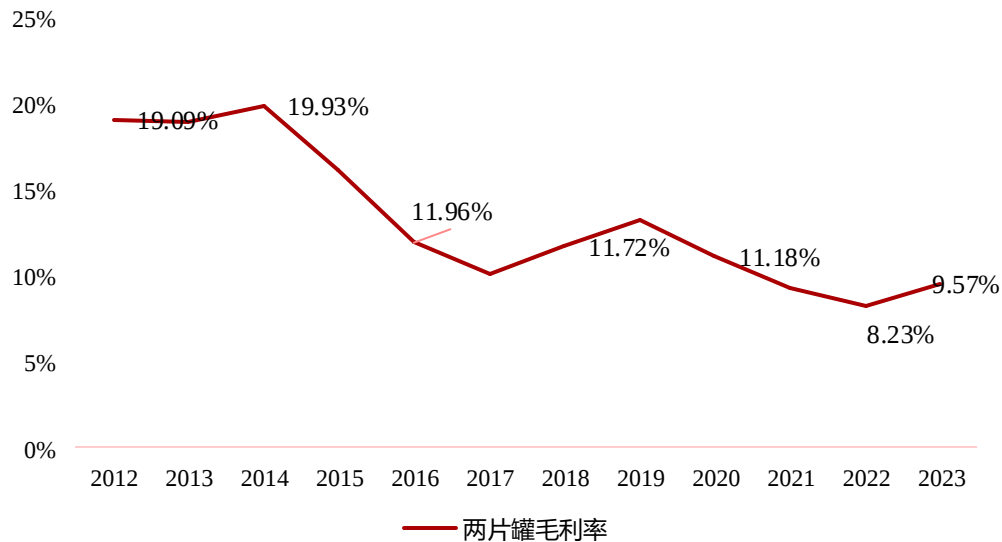
从两片罐价格与毛利率周期看，两片罐行业可以分为三个阶段：

- 1) 2012-2015：下游需求承压，龙头扩产，行业竞争加剧。
- 2) 2016-2019：长尾企业开始逐步出清，龙头开启行业整合，行业盈利能力有所修复。
- 3) 2020-至今：宝钢包装为代表的企业恢复扩产，两片罐行业进一步承压。

图表：宝钢包装两片罐均价（元/片）



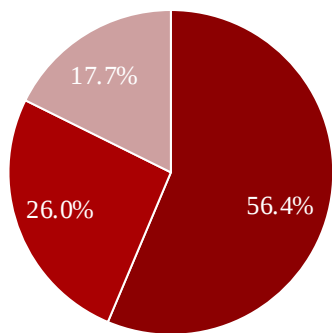
图：宝钢包装两片罐毛利率



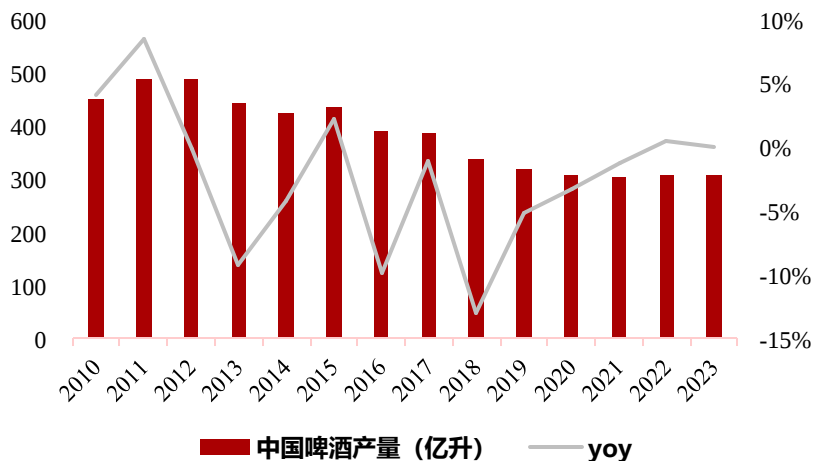
二片罐需求核心为啤酒，2012年以来持续承压。根据华经产业研究院，两片罐行业的需求主要集中在啤酒，其中啤酒占比56%，茶饮料及其他26%，碳酸饮料18%。而从2012年开始，我国啤酒产量需求持续下行，到2023年我国啤酒产量下降至307亿升。从饮料产品产量看，需求亦维持稳定。

图表：两片罐行业需求结构（2019年）

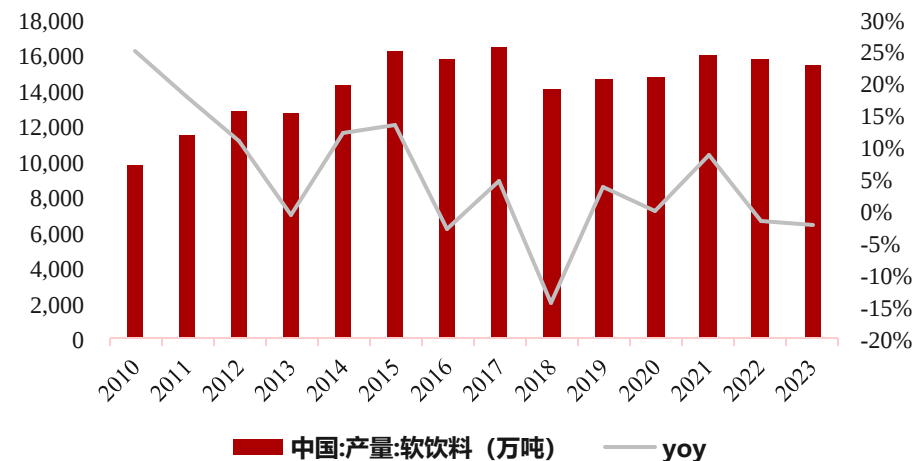
■ 啤酒 ■ 茶饮料及其他 ■ 碳酸饮料



图表：我国啤酒产量



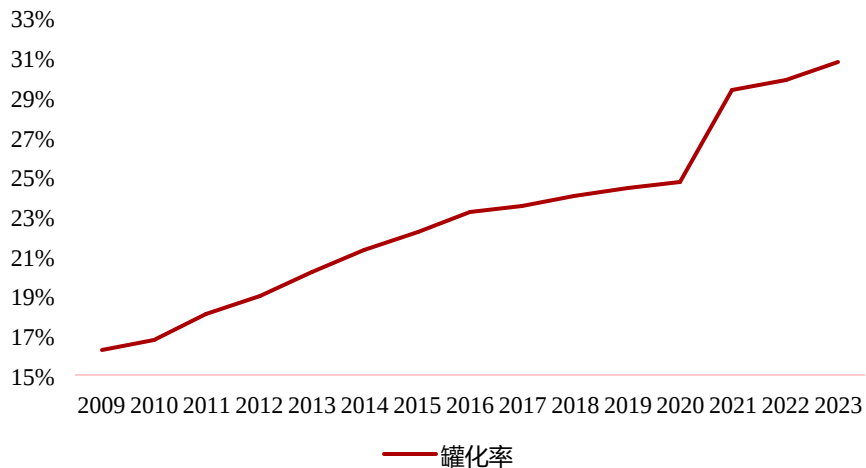
图表：我国软饮料产量



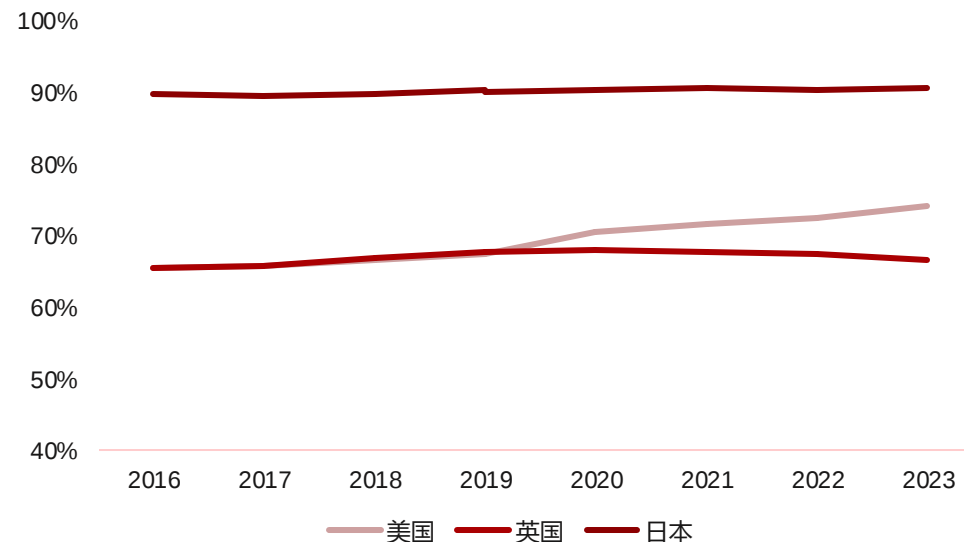
罐化率稳步提升，对比海外仍有较大提升空间。罐装啤酒较玻璃瓶性价比更高、更为环保（铝罐可 100%回收），且电商大趋势下，罐装啤酒需求持续抬升。根据欧睿数据，2023年我国啤酒罐化率仅为 30.8%，同比增长0.9pct，与美英日等国家 65%以上的罐化率仍有较大差距，长期看提升空间广阔。

23年测算国内两片罐需求507亿罐。以23年我国啤酒产量306.6亿升，30.8%罐化率，330ml标准啤酒罐型计算，23年我国啤酒对两片罐需求约286亿罐，考虑啤酒在两片罐需求占约56.4%，**对应我国两片罐行业总需求约507亿罐，而罐化率每提升1%，对应啤酒两片罐需求多约9.3亿罐。**

图：我国啤酒罐化率

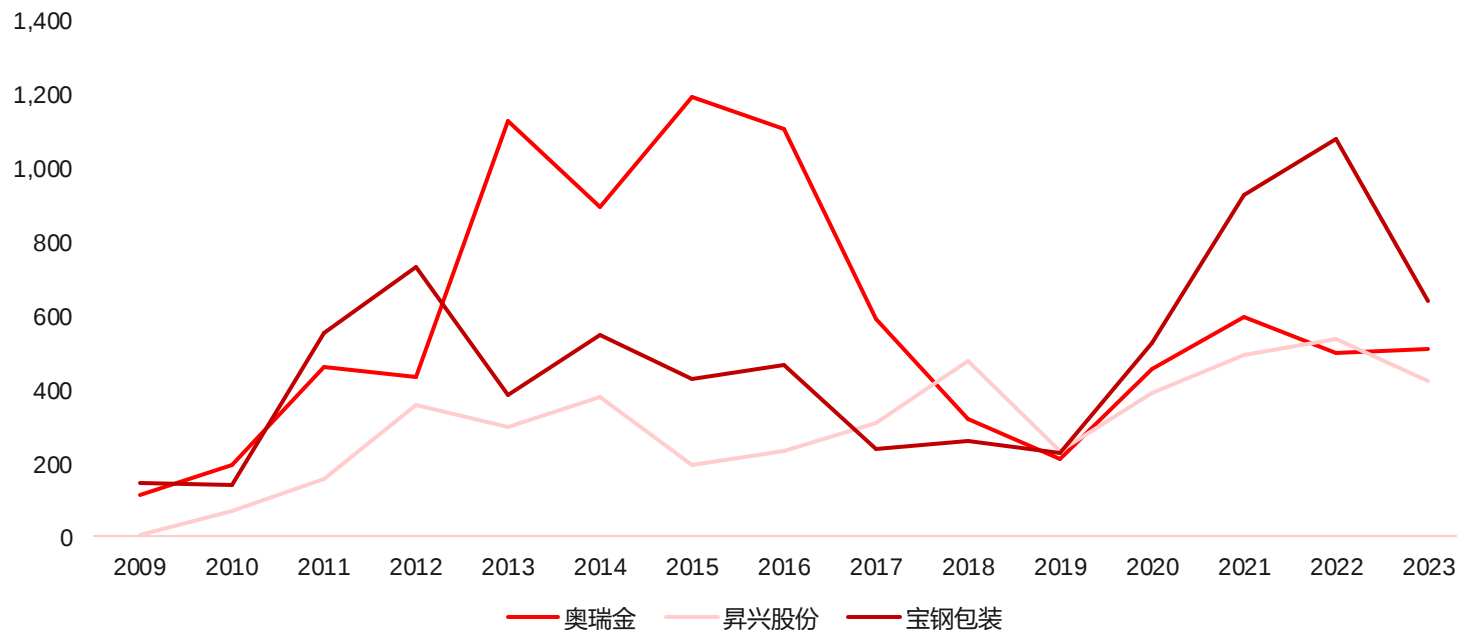


图：啤酒罐化率对比

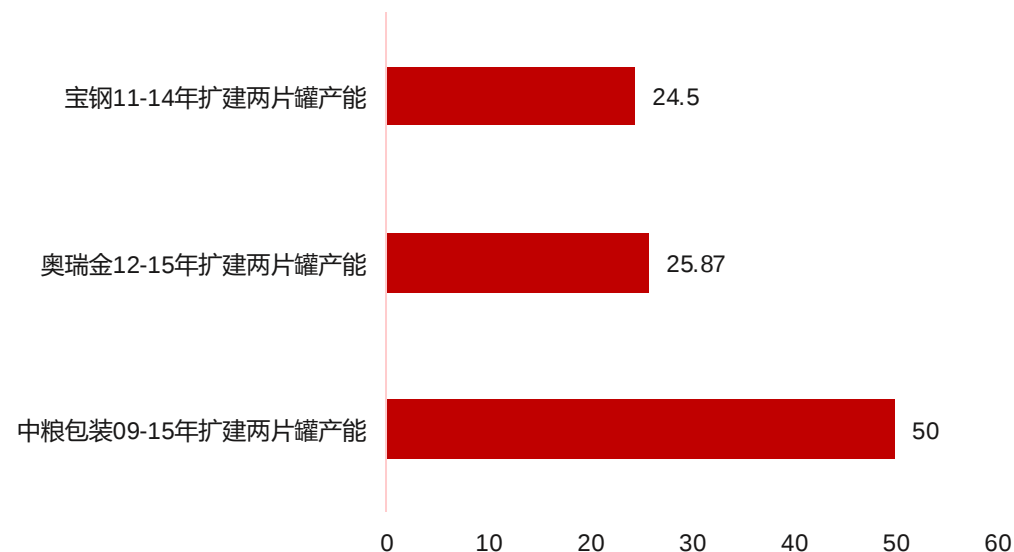


龙头产能陆续释放，行业供需失衡，盈利能力下行。2012年前啤酒、饮料需求快速增长叠加王老吉从三片罐向两片罐切换，此外两片罐产品没有接缝，产品展示效果更好，共同驱动两片罐需求释放，龙头快速投产，从资本开支看2009年后龙头资本开始大幅扩张，13-15年左右达到高峰，行业产能当时快速释放。如中粮包装随着09年底杭州第一条产线7亿罐落地后，到15年南宁产能落地，新增产能50亿罐。奥瑞金2012年进入两片罐行业，到15年新增产能25.87亿罐，宝钢此前为钢制两片罐，11-14年扩张24.5亿罐。

图表：金属包装龙头资本开支（百万元）



图表：主要龙头产能扩张进程（亿罐）

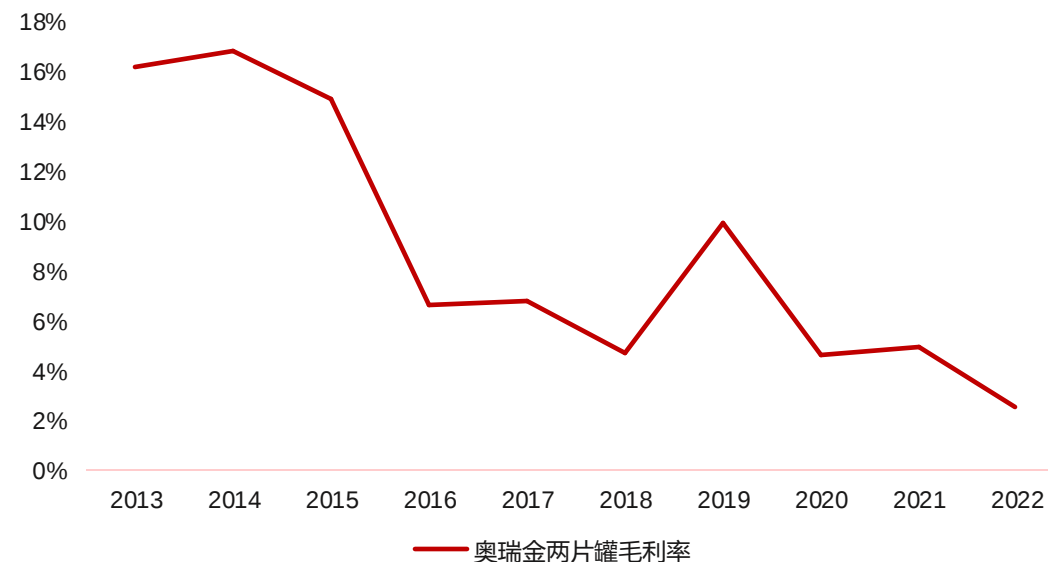


长尾企业部分出清，海外龙头退出国内市场，行业盈利能力有所修复。多年经营承压下，长尾企业开始逐步出清，对应16年金属包装规模企业数量733家，相比15年下降32家，截至到19年，维持在735家。此外龙头开启行业整合，外资逐步放弃对国内市场的布局，对应奥瑞金收购波尔中国，昇兴收购太平洋，长尾产能的部分出清+行业集中度提升下，行业盈利能力有所修复。

图表：金属包装行业龙头近年收购

公司	时间	标的	品类	交易价格
宝钢包装	2019 年	河北制罐 47.51%股权	二片罐	1.90 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
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	浙江纪鸿包装有限公司 14.1%股权	二片罐	0.79 亿元
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
昇兴股份	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
	2021 年	收购太平洋制罐下属沈阳太平洋100%股权	二片罐	1.71 亿元
	2022 年	沈阳太平洋100%股权、青岛太平洋100%股权、北京太平洋100%股权、肇庆太平洋100%股权	二片罐	7.31 亿元

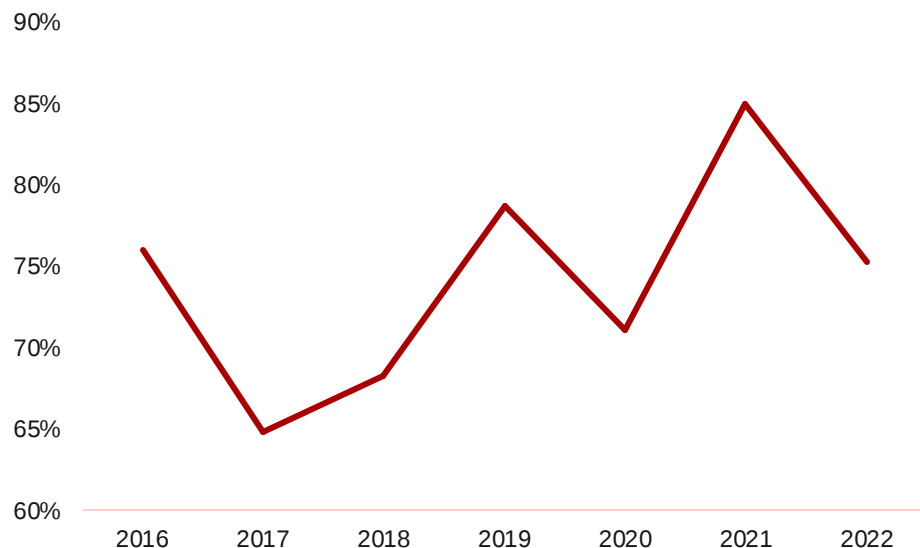
图表：奥瑞金两片罐毛利率



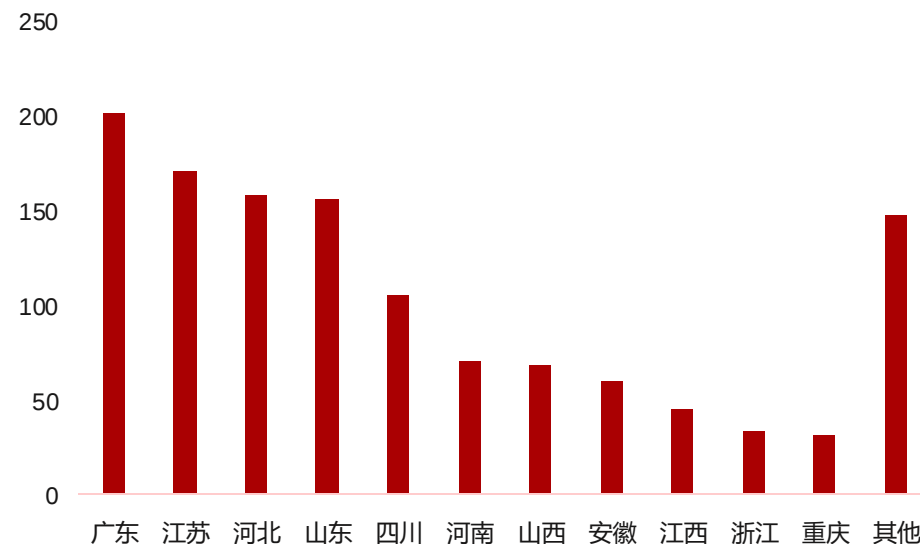
龙头整合叠加新增产能减少后，行业产能利用率有所优化。随着行业正好逐步推进与外资退出市场，行业产能利用率开始逐步提升，根据宝钢包装公告，2018年两片罐行业产能利用率约75%，较2017年实现了一定提升，同时伴随行业整合的加快等多重因素影响，金属包装行业供需关系改善，整体呈现逐渐回暖的态势。而根据奥瑞金的公告，公司19年产能利用率相比18年提升了10pct，剔除2020年卫生事件影响，2021年进一步提升至。

政策驱动啤酒罐化率大幅提升，行业需求改善。2020年3月27日《排污许可证申请与核发技术规范 工业炉窑（HJ1121—2020）》执行，截至2020年11月28日，玻璃制品制造行业共发放排污许可证1250家，环保政策要求大幅提升，这导致金属包装性价比优势开始显现，**2021年我国罐化率相比2020年提升4.6pct。**

图表：奥瑞金制罐产能利用率



图表：截至2020年11月28日玻璃制造排污许可证发放情况



供需关系改善下，行业再次进入产能扩张阶段，2023年加速释放。整体看在行业需求大幅优化下，20-21年龙头项目加速扩张，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，**对应两片罐产品均价从23H2开始快速下行。**

后续龙头新增产能规划较少，静待需求向上、长尾产能出清改善供需。根据共研产业咨询数据，22年行业总产能约614亿罐，供给仍大于需求，且23年行业总产能大幅扩张，供需进一步走弱。展望24年我们目前跟踪，龙头待投放新产能较少，随着行业罐化率稳步提升，需求端向上，供需关系有望逐步改善，此外当前行业龙头两片罐盈利能力重回底部，小厂或处于亏损状态，中小厂有望逐步出清，另一方面收并购结束后，行业绝对龙头出现有望提升行业整体议价能力，盈利能力有望复制16-19年进入逐步改善阶段。

图表：金属包装龙头近年产能规划

公司	地址	建设项目	公告时间	年产能（罐）	投资额（亿）	进度
宝钢包装	安徽蚌埠	铝制两片罐	2020/9/22	一期14亿，二期6亿（可扩建到11亿）	7.5	一期23年已投产，二期尚未开始
	甘肃兰州	铝制易拉罐	2020/2/19	10亿	4.03	21年投产
	贵州龙里	铝制两片罐	2021/4/13	10亿	4.27	23年投产
嘉美包装	安徽滁州	两片罐	2019上市+可转债募投项目	10亿	3.1	根据业务需求适时推进
	江西鹰潭	两片罐	2022/2/24	16亿	4	23年投产
	河南临颍	两片罐	2020可转债项目	10亿	2.89	22年项目停止
昇兴股份	福建泉州	两片罐技改增线	2019非公开发行项目	-	4.8	21年项目变更停止
	云南曲靖	1条两片罐产线	2019非公开发行项目	-	5.45亿	23年投产
	安徽	制罐灌装生产线	2021/5/11	灌装2.59亿+易拉罐2.42亿	1.39	23年投产
	武汉	两片罐制罐技改扩建	2021/5/11	500ml制罐5.94亿	1.49	23年投产
中粮包装	成都	成都两片罐三线	/	10亿	/	23年投产
	云南昆明	合资建立二片罐工厂	2021/1/28	10亿	4.85	23年投产
	沈阳	两片罐	2022/3/25	一期10亿+二期7亿	6	一期23年投产，二期未开始
奥瑞金	山东枣庄	两片罐	2021/5/14	一期9亿+二期7亿	3.65亿（一期）	23年底投产一期

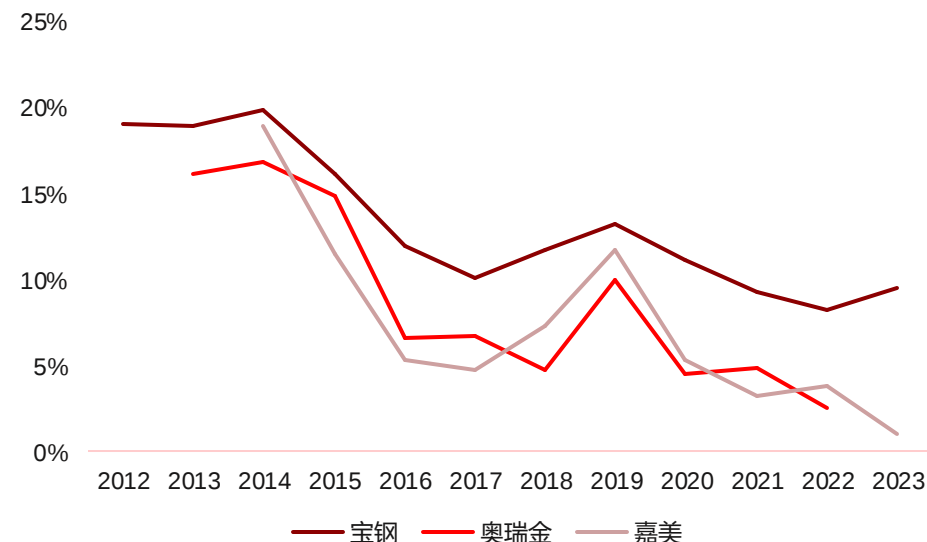
03

**龙头对比：宝钢经营
高效率，两片罐盈利
弹性显著**

03 宝钢高产能利用率、优质产品&市场结构带来高毛利率

宝钢包装毛利率显著高于友商。从两片罐产品维度，宝钢包装在盈利能力上显著高于奥瑞金、嘉美等企业，但我们拆分看宝钢在制造端优势并不明显（单罐的单位成本大多时候高于友商），其盈利能力优势主要源于折旧摊销占收入比例相比友商具有优势，此外价格端表现较好。

图表：各企业两片罐毛利率



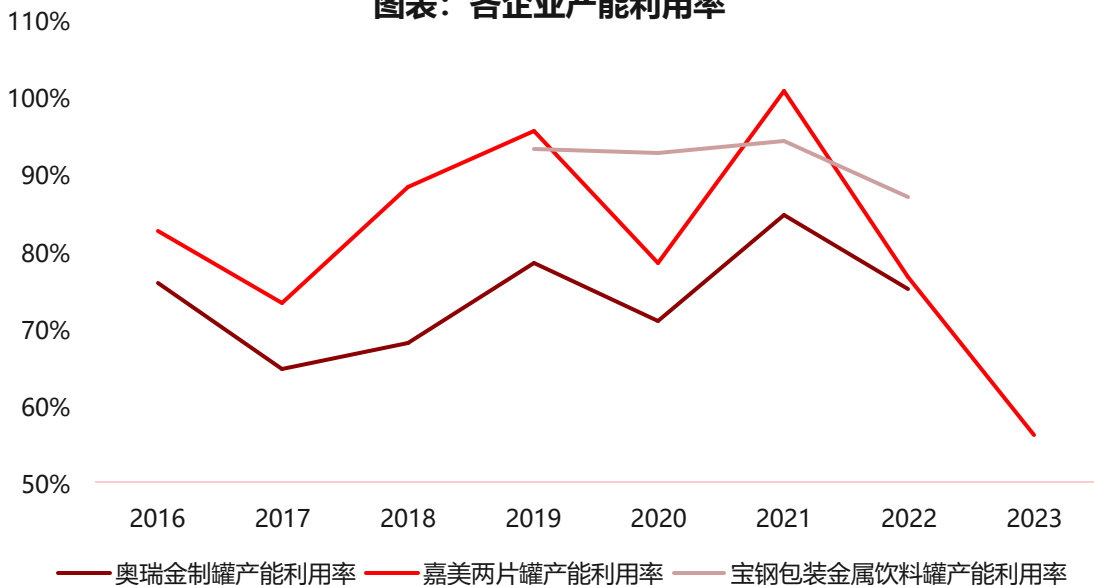
图表：各企业折旧摊销/收入

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
宝钢包装	5.43%	5.12%	4.96%	4.48%	4.64%	3.95%	3.74%	5.02%
奥瑞金	4.07%	5.29%	5.37%	5.23%	5.54%	3.17%	4.12%	4.03%
昇兴股份	6.86%	7.71%	7.42%	7.69%	7.70%	4.89%	4.35%	5.00%
嘉美包装	4.54%	5.21%	6.04%	6.02%	8.17%	4.85%	5.84%	6.31%
中粮包装	5.17%	4.42%	4.55%	4.94%	5.50%	4.58%	4.50%	4.72%

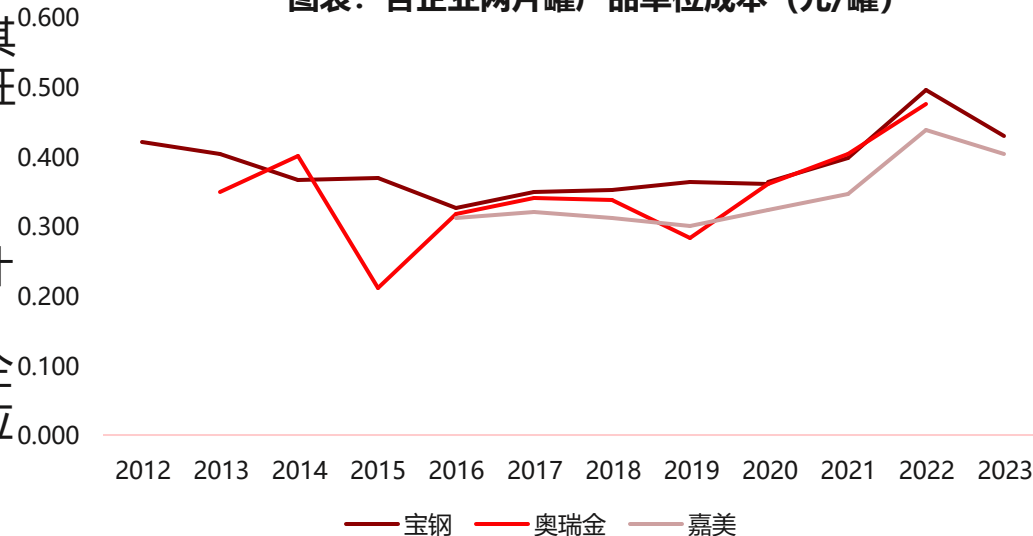
低折旧摊销源于高产能利用率。 宝钢折旧摊销低于友商主要源于其产能利用率在行业内处于领先地位，多年维持在90%以上，对应旺季产能利用率或约满产。

优秀产品&市场结构带来高单价与产能利用率。 由于宝钢近两轮周期中扩产最为积极的企业，新产能占比高，而行业扩产新产能预计多为500ml啤酒罐（罐化率提升主要品类）、Sleek等高毛利且需求更好的产品，此外宝钢作为国内龙头在东南亚拥有最多产能的企业，亦受益于海外优秀供需环境，最后由于宝钢扩产积极，在供应商议价过程中报价较低，往往取得更多的供货份额。

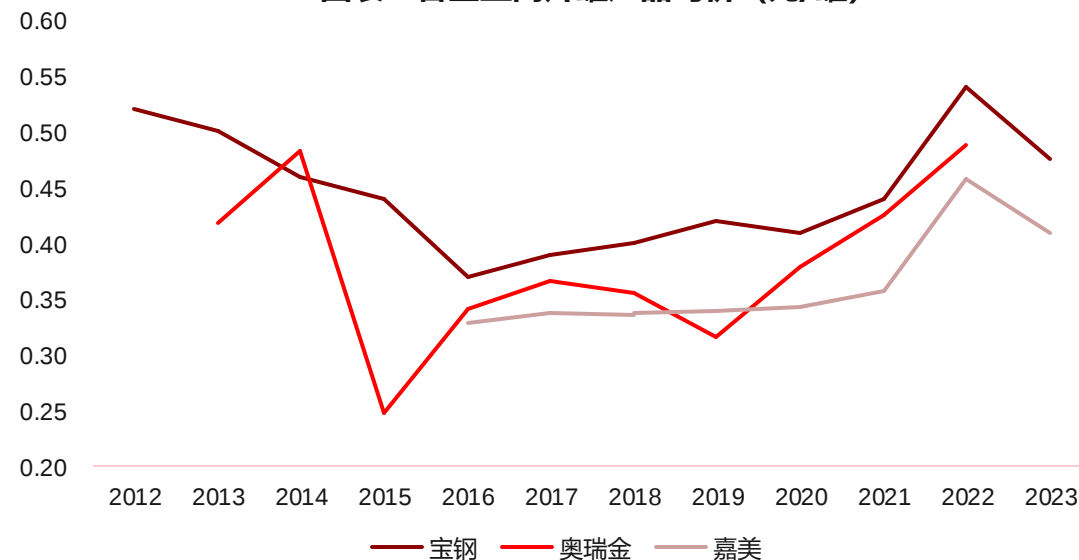
图表：各企业产能利用率



图表：各企业两片罐产品单位成本（元/罐）



图表：各企业两片罐产品均价（元/罐）



经营高效率，宝钢期间费用低于友商。从23年看，宝钢/昇兴/嘉美/奥瑞金/中粮包装期间费用率分别为4.2%/5.9%/6.9%/8.0%/10.2%。拆分看，宝钢现金流良好，财务费用率较低以及高管理效率贡献主要超额。

原材料是金属包装核心成本，Q3原材料下行，季度盈利弹性显著。金属包装制造自动化程度较高，23年看奥瑞金、昇兴股份营业成本构成中直接材料占比均超过80%。当前铝价快速下行，叠加季度调价模式下预计24Q2成本高位有所提价，24Q3金属包装企业盈利具弹性。

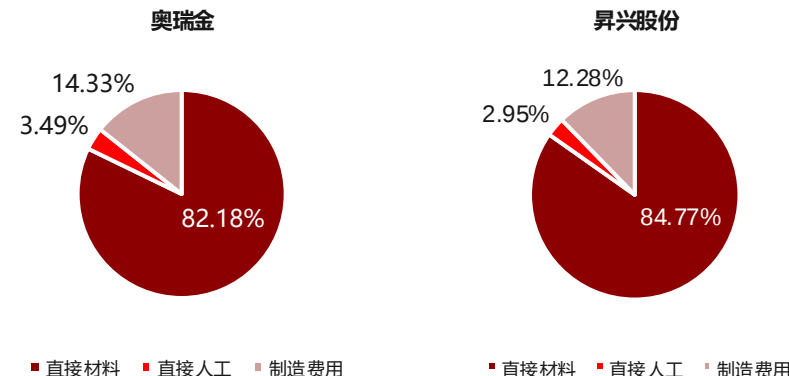
图表：沪铝价格24Q3快速下行



图表：金属包装企业期间费用率

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
宝钢包装	11.34%	8.99%	9.00%	9.02%	5.06%	4.75%	3.59%	4.23%
奥瑞金	12.72%	15.89%	14.17%	14.03%	11.44%	8.13%	7.55%	7.97%
昇兴股份	8.76%	10.41%	11.19%	12.05%	9.19%	6.57%	5.52%	5.90%
嘉美包装	9.39%	13.64%	9.95%	10.66%	10.01%	6.18%	7.22%	6.89%
中粮包装	11.68%	9.82%	10.10%	10.46%	10.18%	9.21%	8.60%	10.19%

图表：奥瑞金&昇兴股份成本构成（2023年）



Q2提价落地，Q3成本下行，业绩弹性突出，长期看行业格局改善亦有望推动罐价逐步提升。以纯正两片罐标的宝钢包装23年数据为基数测算，铝价相比23年均价维持不变的情况下，若提价5分，利润相比23年有220%增幅。

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%	-27%	18%	62%	106%	150%	194%	238%	282%	326%	370%	414%
	-10%	-91%	-47%	-3%	41%	85%	129%	173%	217%	261%	306%	350%
	-7%	-130%	-86%	-42%	2%	46%	90%	135%	179%	223%	267%	311%
	-5%	-156%	-112%	-68%	-24%	21%	65%	109%	153%	197%	241%	285%
	-3%	-182%	-138%	-93%	-49%	-5%	39%	83%	127%	171%	215%	259%
	0%	-220%	-176%	-132%	-88%	-44%	0%	44%	88%	132%	176%	220%
	3%	-259%	-215%	-171%	-127%	-83%	-39%	5%	49%	94%	138%	182%
	5%	-285%	-241%	-197%	-153%	-109%	-65%	-20%	24%	68%	112%	156%
	7%	-311%	-267%	-223%	-179%	-134%	-90%	-46%	-2%	42%	86%	130%
	10%	-350%	-305%	-261%	-217%	-173%	-129%	-85%	-41%	3%	47%	91%
	15%	-414%	-370%	-326%	-282%	-238%	-194%	-150%	-106%	-61%	-17%	27%

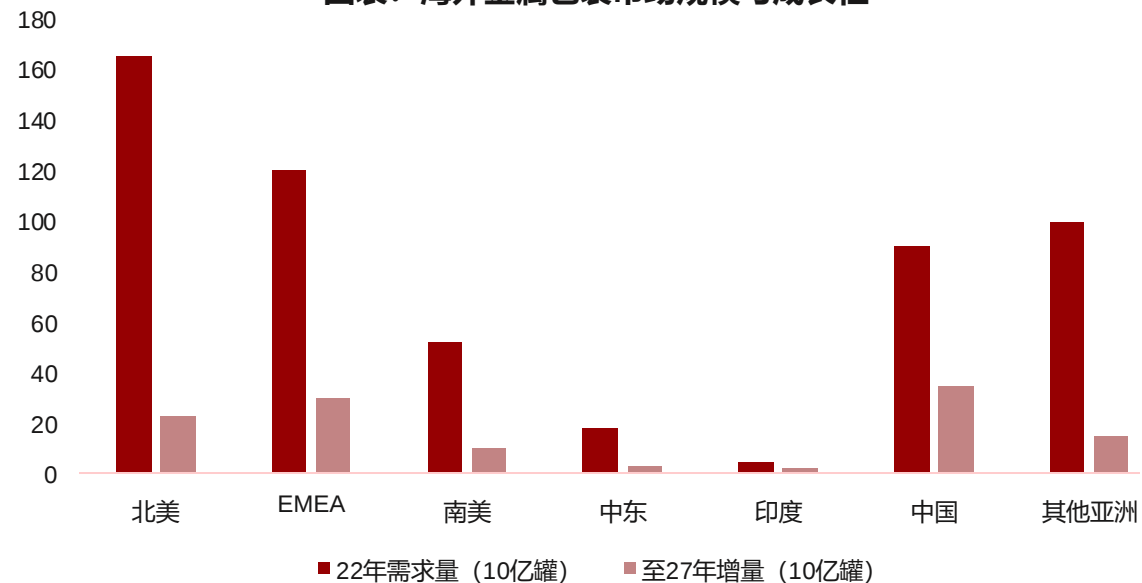
04

海外对标：格局集中，
高盈利水平

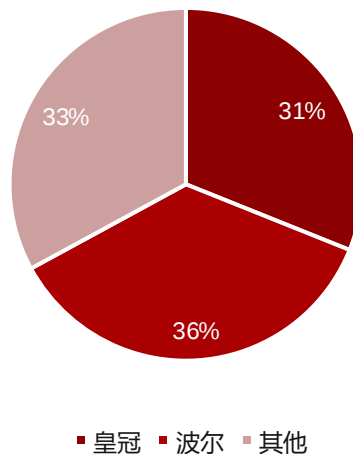
海外金属包装需求稳健增长。根据波尔，北美22年金属包装需求约为1650亿罐，至27年预计新增需求230亿罐，需求复合增长率2.6%，欧洲区域22年金属包装需求约为1200亿罐，至27年预计新增需求300亿罐，复合增长率 4.6%。

经历整合后，行业形成两大巨头割据的格局。根据波尔公布数据测算，北美金属包装产业CR2达到67%，核心龙头形成市场垄断，欧洲金属包装集中度相对较低，但整体仍达到60%。

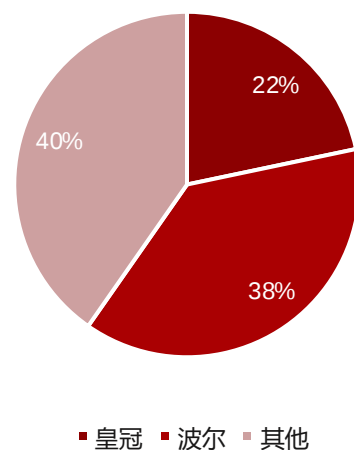
图表：海外金属包装市场规模与成长性



图表：23年北美金属包装集中度



图表：23年欧洲金属包装集中度



复盘看海外金属包装龙头有三轮产业整合：

1990-2000：皇冠多元拓展，波尔聚焦金属包装。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：波尔延伸上游，皇冠聚焦金属产品。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：行业整合持续稳步推进。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。

阶段	时间	皇冠	波尔
1990-2000	1990	收购美国头部金属罐制造商Continental Can	
	1992	收购美国PET瓶核心制造商CONSTAR	
	1993		收购美国金属包装主要玩家Heekin Can
	1996	收购法国金属包装公司CarnaudMetalbox	剥离玻璃瓶包装业务，同年收购新加坡企业MC Packaging的中国香港与大陆地区业务
2000-2010	2002	推动塑料包装业务CONSTAR上市并出售主要股权，精简业务	收购了曾经德国最大金属包装公司Schmalbach-Lubeca
	2006	再次精简，剥离全球塑料包装业务与化妆品包装业务	收购美国金属包装公司U. S. CAN
	2009		收购全球4家饮料包装公司，成为该行业全球龙头
	2010		延伸上游，收购北美、法国两大铝原材料公司Neuman Aluminum和Aerocan S. A. S
2010至今	2014	收购西班牙食品罐公司Mivisa Envases	
	2015	收购喜力在墨西哥的金属饮料罐业务EMPAQUE	
	2016		收购全球领先的饮料罐制造商Rexam PLC，波尔成为全球最大饮料罐制造商
	2018	产业延伸，收购运输包装系统和解决方案提供商Signode	
	2021	聚焦核心业务，出售欧洲食品罐业务	
	2024		出售航空航天业务

多轮收并购中，波尔更为聚焦，2000后收并购进程加快，公司营收同步提速，盈利能力稳定改善。

(美元)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入/百万	6622	7475	7562	7345	7630	8631	8736	8468	8570	7997	9061	10983	11635	11474	11781	13811	15349	14029
YOY	15.13%	12.89%	1.15%	-2.86%	3.88%	13.12%	1.21%	-3.06%	1.20%	-6.69%	13.30%	21.21%	5.94%	-1.38%	2.68%	17.23%	11.14%	-8.60%
毛利率	16.33%	16.71%	16.15%	17.34%	18.03%	17.96%	17.88%	18.81%	19.45%	19.22%	19.48%	20.63%	19.82%	19.79%	20.86%	19.74%	16.83%	19.03%
销售及管理费用率	4.33%	4.33%	3.81%	4.48%	4.68%	4.41%	4.42%	4.95%	5.45%	5.64%	5.65%	4.68%	4.11%	3.63%	4.46%	4.29%	4.08%	3.98%
税前利润	462	377	467	551	724	670	594	584	648	350	140	545	638	607	681	1034	891	834
所得税	132	96	147	163	176	201	165	150	150	47	-126	165	185	71	99	156	159	123
非经常性损益	40	-130	-45	-45	11	-30	-103	-79	-81	-195	-337	-221	-191	-244	-262	-142	-71	-153
归母净利润/百万	330	281	320	388	468	444	404	407	470	281	263	374	454	566	585	878	719	707
YOY	26.04%	-14.65%	13.58%	21.41%	20.65%	-5.13%	-9.12%	0.82%	15.54%	-40.23%	-6.37%	42.21%	21.39%	24.67%	3.36%	50.09%	-18.11%	-1.67%
归母净利率	4.98%	3.76%	4.23%	5.28%	6.13%	5.14%	4.62%	4.80%	5.48%	3.51%	2.90%	3.41%	3.90%	4.93%	4.97%	6.36%	4.68%	5.04%
总资产/百万	5841	6021	6369	6488	6928	7285	7507	7820	7571	9777	16173	17169	16554	17360	18252	19714	19909	19303
净资产/百万	1166	1344	1087	1583	1658	1378	1290	1391	1240	1261	3541	4046	3562	3019	3337	3685	3527	3837
有息负债/百万	2452	2359	2410	2596	2812	3144	3305	3605	3169	5132	7532	6971	6729	7817	7800	7737	8948	8569
资产负债率	80.03%	77.68%	82.93%	75.60%	76.07%	81.08%	82.82%	82.21%	83.63%	87.10%	78.11%	76.43%	78.48%	82.61%	81.72%	81.31%	82.28%	80.12%
应收款项/百万	580	583	737	562	850	910	930	859	957	885	1491	1634	1802	1631	1738	2560	2594	2334
经营性现金流量净额/百万	401	673	628	560	515	948	853	839	1013	1007	194	1478	1566	1548	1432	1760	301	1863
投资性现金流量净额/百万	-993	-266	-418	-581	-110	-738	-356	-379	-391	-2721	672	-545	-206	-422	-1181	-1639	-786	-1053
资本性支出/百万	280	309	307	187	250	444	305	378	391	528	606	556	816	598	1113	1726	1651	1045
股利支付率	12.63%	15.20%	11.98%	9.70%	8.35%	11.31%	16.35%	18.50%	15.27%	25.64%	32.91%	37.53%	30.10%	34.97%	33.53%	27.75%	35.12%	35.66%
ROE	32.95%	22.43%	26.31%	29.09%	30.20%	32.44%	34.58%	35.15%	42.10%	24.59%	11.22%	10.14%	12.27%	17.67%	18.80%	25.44%	20.29%	19.56%
PE	12.80	11.03	10.00	10.83	10.35	11.41	13.34	14.24	16.05	19.23	19.15	20.99	26.20	27.01	34.95	31.33	20.24	22.10

皇冠在2010年后的收购更为积极，收入增长亦有提速，但整体业务更为多元，毛利率水平低于波尔。

(美元)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入/百万	6982	7727	8305	7938	7941	8644	8470	8656	9097	8762	8284	8698	11151	11665	11575	11394	12943	12010
YOY	-	10.67%	7.48%	-4.42%	0.04%	8.85%	-2.01%	2.20%	5.09%	-3.68%	-5.46%	5.00%	28.20%	4.61%	-0.77%	-1.56%	13.59%	-7.21%
毛利率	12.78%	13.29%	14.71%	15.03%	15.74%	15.59%	15.08%	15.50%	15.19%	16.08%	17.55%	17.23%	15.23%	15.65%	16.52%	16.83%	14.22%	16.36%
销售及管理费用率	4.53%	4.98%	4.77%	4.80%	4.53%	4.57%	4.51%	4.91%	4.38%	4.45%	4.44%	4.27%	5.00%	5.41%	5.30%	5.12%	4.30%	4.85%
税前利润	335	201	442	457	617	590	641	576	516	639	769	829	744	791	932	-416	1098	809
所得税	-62	-400	112	7	165	194	-17	148	41	178	186	401	216	166	244	-57	243	222
非经常性损益	-15	-20	-23	-69	-58	-109	-48	-87	-163	-75	-81	-55	-44	-1	-34	-40	41	-115
归母净利润/百万	309	528	226	334	324	282	557	324	387	393	496	323	439	510	579	-560	727	450
YOY	-	70.87%	-57.20%	47.79%	-2.99%	-12.96%	97.52%	-41.83%	19.44%	1.55%	26.21%	-34.88%	35.91%	16.17%	13.53%	-196.72%	-229.82%	-38.10%
归母净利率	4.43%	6.83%	2.72%	4.21%	4.08%	3.26%	6.58%	3.74%	4.25%	4.49%	5.99%	3.71%	3.94%	4.37%	5.00%	-4.91%	5.62%	3.75%
总资产/百万	6358	6979	6774	6532	6899	6868	7490	8030	9708	10020	9599	10663	15262	15505	16670	13858	14301	15034
净资产/百万	-266	338	36	383	229	-239	123	289	387	435	668	923	1286	2092	2604	2330	2287	2864
有息负债/百万	3541	3437	3337	2798	3048	3532	3665	3842	5259	5518	4911	5343	8692	7955	8211	6262	6977	7474
资产负债率	104.18%	95.16%	99.47%	94.14%	96.68%	103.48%	98.36%	96.40%	96.01%	95.66%	93.04%	91.34%	91.57%	86.51%	84.38%	83.19%	84.01%	80.95%
应收款项/百万	749	747	882	813	1112	1107	1223	1270	1287	1116	1032	1243	1778	1762	2037	2132	2095	1910
经营性现金流量净额/百万	355	509	422	756	590	379	621	885	912	956	930	760	571	1163	1315	905	803	1453
投资性现金流量净额/百万	-111	-94	-186	-200	-281	-372	-362	-246	-1021	-1548	-442	-509	-3843	-374	-535	1507	-642	-804
资本性支出/百万	191	156	174	180	320	401	324	275	328	354	473	498	462	432	587	816	839	793
股利支付率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.66%	-18.97%	14.98%	25.99%
ROE		-199.25%	-149.67%	-206.81%	-635.29%	-99.12%	-175.43%	-410.13%	629.27%	298.86%	194.51%	66.80%	57.09%	38.49%	29.61%	-27.25%	38.66%	21.13%
PE	11	20	12	12	14	12	9	14	13	13	13	13	9	17	27	19	14	20

05

投资建议

综合看，两片罐行业格局改善在途，9月或迎来重要催化，推荐关注金属包装投资机会。短期看9月宝钢包装收购或落地，格局改善有望成为本轮金属包装投资机会的核心催化，长期看需求端随着罐化率提升逐步改善的逻辑仍在持续验证，核心龙头后续产能规划较少，伴随长尾产能逐步出清，行业供需改善将逐步带来产业链整体盈利能力提升，**建议关注奥瑞金、昇兴股份、宝钢包装。**

奥瑞金 (24年PE 12X)：稳健推进收并购，新能源构建第二成长曲线。公司本轮要约价格比宝武集团要约价高约5%，此外获得了核心股东承诺，从交易角度看具有优势，当前稳步推进相关审批工作，若成功收购奥瑞金将成为两片罐行业绝对龙头。另一方面公司积极推进新能源结构件业务，有望逐步成为第二增长曲线。

昇兴股份 (24年PE 9X)：天丝红牛&柬埔寨稳健增长，受益格局改善。公司三片罐业务充分绑定天丝红牛，近年来天丝红牛随着产品&渠道稳步推进增长较为稳健，公司充分受益，此外昇兴前瞻布局柬埔寨工厂，供应当地二片罐需求，海外市场竞争格局更优，高盈利，23H2柬埔寨新一期产能投产，将支撑业务成长。

宝钢包装 (24年PE 19X)：两片罐核心龙头，业绩弹性最为突出。公司当前仅有两片罐业务，一方面海外产能高盈利能力，另一方面国内市场产能更大而盈利能力持续位于低位，若本轮母公司宝武集团成功收购，宝钢将成为两片罐行业绝对龙头，在央企提质增效的大背景下，有望带动行业议价能力提升，公司两片罐业务最纯粹，将充分受益于行业盈利能力向上。

06

风险提示

1.产业整合进展不及预期。产业整合是当前行业核心催化，若相关进展不及预期，对于金属包装相关企业或有负面影响，此外若收并购后产能无法如期整合，对行业格局改善亦难有明显贡献。

2.原材料价格波动。金属包装80%以上成本为原材料，当前两片罐季度调价机制已经建立，但是季度内原材料压力波动将显著影响相关企业季度利润表现，若原材料大幅上涨，业绩将承压。

3.行业竞争加剧。短期看，行业后续产能规划较少，但参考历史，若行业盈利能力改善&需求向上，新增产能预计亦较多致竞争环境恶化，盈利能力承压。

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

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>