

0906.HK 中粮包装

未评级

混改+员工持股助企业成为世界包装强者

2016年08月27日

市场数据

报告日期	2016.08.27
收盘价(港元)	4.16
总股本(亿股)	9.98
总市值(亿港元)	41.50
净资产(亿元)	42.92
总资产(亿元)	80.23
每股净资产(元)	4.30

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	5,046	5,257	5,295	5,104
增长率(%)	16.21%	4.19%	0.72%	-3.62%
股东净利润(百万元)	333	392	347	285
增长率(%)	16.37%	17.85%	-11.50%	-17.85%
毛利率	16.72%	17.93%	17.85%	17.75%
净利润率	6.59%	7.45%	6.55%	5.58%
每股收益(元/股)	0.37	0.39	0.35	0.28

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

相关报告**海外制造研究**

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

投资要点

- **全球经济低迷下取得不俗业绩。**中粮包装(0906.HK)8月24日公告2016年中期经营业绩: 营业收入同比下降2.2%至25.6亿元; 毛利润同比增加1%至4.9亿元; 毛利率水平从去年同期18.6%提升至19.2%; 净利润同比减少23%至1.5亿元, 每股收益为0.15元, 董事会建议派发中期股息每股2.9港仙。2016年上半年全球经济低迷, 但公司依旧取得不俗的中期业绩。由于马口铁中高毛利的业务收入占比有所上升, 因此整体毛利率略有上升。
- **引入奥瑞金, 混改取得实质性进展。**公司控股股东2016年1月完成对奥瑞金集团(002701.SZ)出售27%股份的交割, 成功引入产业资本, 混合所有制改革取得实质性进展。通过强强联合, 将提升行业整体毛利率水平。随着战略合作持续推进, 不断促进技术进步, 协同效应将逐步释放。
- **员工持股即将完成, 上下同心共创大业。**公司5月下旬与包括管理层和核心员工在内的192人签订股份认购协议, 计划将在9月30日之前完成, 认购股份超过公司股份的15%, 力度在国企改革中少见。认购完成后, 公司利益与员工利益绑定, 将大力促进公司发展。
- **我们的观点:**作为包装行业的领导者, 2016年中粮包装完成混合所有制改革, 引进奥瑞金, 发挥协同效应, 作用明显。在全球经济低迷的不利条件下销量逆势增长, 业绩保持稳定。三片罐、两片罐价格触底, 未来将给公司带来并购机会, 行业预期有进一步增长态势。此外公司推行员工持股计划, 将公司利益与员工利益绑定, 提高管理效率, 促进公司发展, 未来有望成为世界包装行业的强者。预计公司2016年业绩对应当前股价大约在14倍PE左右, 建议投资者密切关注。
- **风险提示:** 全球经济低迷, 包装产品需求下降; 产品价格持续走低。

报告正文

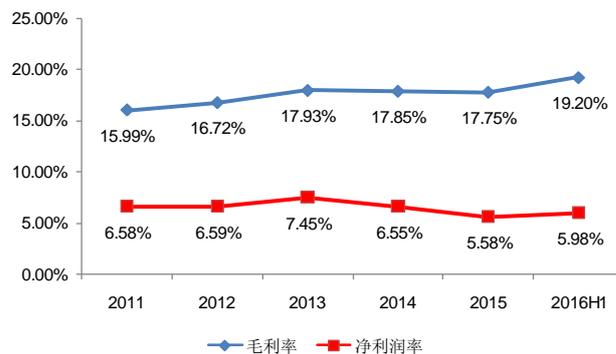
- **全球经济低迷下取得不俗业绩。** 中粮包装(0906.HK)8月24日公告2016年中期经营业绩：营业收入同比下降2.2%至25.6亿元；毛利润同比增加1%至4.9亿元；毛利率水平从去年同期18.6%提升至19.2%；净利润同比减少23%至1.5亿元，每股收益为0.15元，董事会建议派发中期股息每股2.9港仙。2016年上半年全球经济低迷，但公司依旧取得不俗的中期业绩。由于马口铁中高毛利的业务收入占比上升，因此整体毛利率略有上升。

图 1、公司营业收入和净利润



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

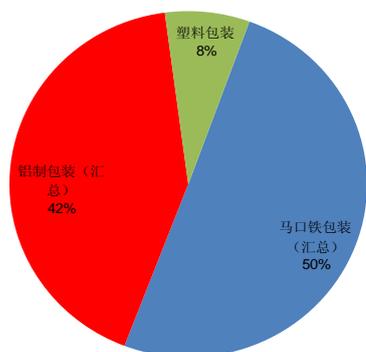
图 2、综合毛利率和净利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **引入奥瑞金，混改取得实质性进展。** 公司控股股东2016年1月完成对奥瑞金集团出售27%股份的交割，成功引入产业资本，混合所有制改革取得实质性进展。奥瑞金(002701.SZ)是国内A股上市的公司，与中粮包装在包装行业处于第一二位置，通过强强联合，将对整个包装行业未来带来巨大影响，避免行业内过多重复投资和内部消耗，提升行业整体毛利率水平。随着战略合作的进一步推进，将公司的产能消化，促进双方技术进步，同时给公司带协同效应。

图 3、2016H1 公司销售收入结构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

表 1、按产品划分的销售额及变动 (百万元)

人民币：百万元	2016H1	2015H1	变动金额	变动比例
马口铁包装 (汇总)	1,288.0	1,312.8	(24.8)	-1.89%
三片饮料罐	208.0	241.0	(33.0)	-13.69%
食品罐	270.0	228.0	42.0	18.42%
气雾罐	171.0	186.0	(15.0)	-8.06%
金属盖	204.0	241.0	(37.0)	-15.35%
印涂铁	89.0	59.0	30.0	50.85%
钢桶	237.0	240.0	(3.0)	-1.25%
方圆罐	82.0	84.0	(2.0)	-2.38%
铝制包装 (汇总)	1,078.5	1,072.8	5.6	0.53%
两片罐	1,020.2	1,041.4	(21.2)	-2.04%
单片罐	58.3	31.4	26.9	85.67%
塑料包装	196.2	234.9	(38.7)	-16.49%
总计	2,562.6	2,620.5	(57.9)	-2.21%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **员工持股即将完成，上下同心共创大业。**公司5月下旬与员工签订股份认购协议，对包括管理层和核心员工在内的192人实施员工持股计划，方案预计在9月30号之前完成。公司利益与员工利益保持高度一致，员工对公司的关注程度改变、内部考核机制、公司文化等都将发生翻天覆地的变化，为公司带来活力，未来有望成为世界包装行业的强者。员工持股计划完成后，管理层及核心员工将持有公司15.1%的股份，这在历次国企改革中是少见的。显示中央对国企改革的坚定，借助国企改革浪潮，中粮包装将翻开新的一页，未来可期。
- **创新商业模式，战略转型升级。**公司调整战略布局，将资源集中到毛利率较高和公司具有优势的产品，同时更强调与客户的直接合作，通过与客户建立合资企业、“厂中厂”等形式形成战略捆绑关系，成效显著。2016年对天津固诺的喷雾罐销售收入同比增长694.7%；在无锡为海天味业（603288.SH）设立专属工厂，完成宿迁GMP车间建设，获得3年独家供应合同，就近配套海天未来最大单体工厂；与伊利（600887.SH）签订为期3年塑胶包装合同，预计下半年开始批量供应；与银鹭达集团达成共识，有望供应成都银鹭50%的三片罐需求；方罐业务与叶氏集团合作，对其销售收入同比增长217%；天津钢桶公司通过埃克森美孚审核，实现独家供应。
- **三片罐、两片罐价格触底，行业迎来洗牌预期。**目前行业多家企业处于亏损状态，企业接单意愿不强，显示价格已处于底部。虽然形势险峻，但中粮包装经营利润、毛利还是维持稳定，略有上升，显示公司管控的技术、客户等综合方面具有明显优势。未来公司有望利用这些优势，在行业整合中占得先机，通过不断并购洗牌，扩大实力，稳固行业龙头地位。
- **我们的观点：**作为包装行业的领导者，2016年中粮包装完成混合所有制改革，引进奥瑞金，发挥协同效应，作用明显。在全球经济低迷的不利条件下销量逆势增长，业绩保持稳定。三片罐、两片罐价格触底，未来将给公司带来并购机会。此外公司推行员工持股计划，将公司利益与员工利益绑定，提高管理效率，促进公司发展，未来有望成为世界包装行业的强者。预计公司2016年业绩对应当前股价大约在14倍PE左右，建议投资者密切关注。
- **风险提示：**全球经济低迷，包装产品需求下降；产品价格持续走低。

表 2、中粮包装 2016 年中期业绩主要财务指标变动情况

	单位(千元, 人民币)			点评
	2016H1	2015H1	同比变动	
收入	2,562,743	2,620,511	-2.2%	销量上升同时价格下降
销售成本	(2,070,643)	(2,133,411)	-2.9%	
毛利	492,100	487,100	1.0%	马口铁业务收入上升
毛利率	19.2%	18.6%	3.3%	马口铁包装中高毛利部分收入占比上升
其他收入及收益-净额	14,620	49,245	-70.3%	银行利息收入减少; 政府补贴减少; 汇兑损失增加
销售及营销费用	(127,370)	(124,003)	2.7%	
行政费用	(142,471)	(129,415)	10.1%	员工薪酬增加
财务费用	(27,918)	(19,474)	43.4%	融资成本综合利率上升
除税前溢利	208,961	263,453	-20.7%	
所得税开支	(55,746)	(65,592)	-15.0%	税前利润减少, 实际税率增加
期间利润	153,215	197,861	-22.6%	
公司股东净利润	151,010	196,079	-23.0%	财政补贴下降, 去年同期有一比土地补偿收入
基本EPS (元)	0.15	0.20	-25.0%	
摊薄EPS (元)	0.15	0.20	-25.0%	

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

业绩发布会议 Q&A (2016.08.24)

1、奥瑞金成为公司大股东之后, 未来对公司的利好?

跟奥瑞金合作之后, 有很好的协同效应和互补作用。因为他原来的印涂铁方面、一些产品的产能是不够的, 严重依赖于外协加工。今年开始, 公司可以作为他的印涂铁基地, 进行有效合作, 这样既可以提升他的产品质量的和交付速度, 也可以把公司的产能和先进的技术用上去, 同时给企业带来协同效应。还有与一些包括红牛、加多宝等大客户也有很好的协同和合作。今年上半年已经很好的显现出来合作的优势, 随着后续不断地规划及实施, 这种效应会不断释放。而且以后也会有战略一致的思考, 比如说在未来并购和海外扩张方面, 都是有合作的潜力的。

2、三片罐毛利率上升, 两片罐下降, 与奥瑞金合作有关系吗?

这个没有关系, 两片罐前几年的盈利能力比较好, 现在行业处于一个调整时期。今年铝价格维持在低位, 两片罐的销售价格有所下降, 因此毛利率会受到影响。三片罐一直保持着优势, 而且三片罐总体比较稳定, 所以三片罐毛利率是上升的, 两片罐有所下降。我认为现在两片罐已经到了一个底部, 大家去看同类型的其他公司, 我们的毛利率是要远远胜过其他公司的。甚至有的企业出现了亏损, 我们有信心会成为两片罐的统领者和整合者。所以我们是瞄准了这个目标, 虽然短期内会承受一定压力, 但是公司兼顾短期盈利和长期并购的机会, 以及后续市场上打下来的战利品的一些价值。

3、公司现在账面上有 26 亿人民币等值的美元借款，未来是怎么考虑？

现在账上是有 4 亿美元的贷款，将近一半是在明年上半年到期，还有一部分是在 2018 年到期。今年年底之前会考虑归还 5,000 万美元贷款，其他部分因为现在人民币兑美元汇率波动比较大，可能会考虑用一部分人民币资金置换其他币种来归还贷款。但是整个 25 亿人民币等值的这个贷款，未来几年还是可能会保持这个额度。

资产负债率来说，我们现在算是比较低的，在经济形式不好的情况下，近三年我们都保持了比较稳健的运营策略，资产负债率只有 40% 左右。同时我们也会规避汇率的风险，包括我们员工持股的一部分钱也会用于归还美元借款。此外公司成立了一个小组，把借款的结构，包括人民币、外币，境内和境外的做一个最优的规划，既保障了运营的资金需求，也充分考虑汇率的风险。实际上我们是未来瞄准未来 2-3 年获取市场机会进一步增长态势，所以公司这两年在内部的管理、财务的安排、机制的改变，都是为了这一仗所做的准备，这些事情今年基本上已经接近尾声，在这些方面的准备工作都已经就绪，公司相信从现在开始从增长性方面，从行业兼并方面都会有一些举措。

4、员工持股 15% 在整个混改中很少见，其中的背景？未来是否有业绩目标？

现在中央对国企改革是动真格的，而且是坚定不移的去改，不改也是不行的，他要焕发活力。事实上，我们受到的制约在管理当中、在市场当中是显而易见的。中粮包装面对的是一个完全竞争型的行业，公司应该更加市场化。我们从管理层推动，中央也看到了这一点，在央企改革、国家政策、中粮战略安排方面都是相符的。所以整个董事会，包括外部股东都是非常支持，而且也都知道，中粮包装会翻开崭新的一页。

持股比例大的原因：第一，是因为我们本身就是完全市场化竞争的产物，不是政策性的，也不是国家敏感的东西，也不是中粮集团核心的粮油的业务。

第二，我们的员工持股不是送股，而是完全的真金白银，员工凑钱凑出来的。从凑钱开始，管理层从我开始都是要变卖家里的房产、抵押、或者是找亲朋借，才能把钱凑齐。就是在这样一种情况下，员工对公司的关注程度，对资金的用处，对资金产生的价值，是完全不一样的。就是通过这些举措，完全改变了内部考核、业绩导向、文化。因为大家都不允许有浪费、低效的存在，都希望公司业绩、股价的上升，从而带来回报。而且这个员工持股计划也不是解禁期之后，一锤子买卖，我们会把这个变成长效的机制，真正推动国企的改革。真正把中粮包装变成

一个市场的公司，变成一个世界包装业的强者，这都是可期待的。

业绩的目标肯定有制定，具体的数据在这也不便说太多，但是我们肯定有信心他肯定是越来越好。

5、与奥瑞金合作的协同效应具体量化？

和奥瑞金的合作，在产品的差异化、战略规划，以及大客户的一些捆绑，包括一些竞争的策略，都会做一系列的调整，现在都在逐步的规划、逐步的实施中。在未来两到三年内联合的作用会逐步显现，也会看到一些产品的毛利率会逐步上升。

6、资本性开支全年预算？

资本性支出 2.7 亿左右，下半年主要是广州跟泰昌的基建的尾款和福建的一个基建为主，全年大概在 4 亿左右。

7、加多宝上半年采购量的变化？所占份额？未来的趋势？

加多宝在整个中粮包装占比是 15% 左右，在铝制包装占比 30% 左右。在我们这里和去年同期相比略有增长，比较稳定。公司两片罐的主要客户是加多宝、可口可乐、青岛啤酒、百威啤酒等，客户结构非常好。所以未来也会根据各个产品不同阶段的变化跟毛利率来调整公司整个两片罐的结构。

8、两片罐、三片罐价格是否触底？未来趋势？

两片罐的价格基本上是触底了，原因有两个：第一个，成本摆在这里，而且很多企业，是亏损的；第二个，价格再往下已经有一些企业不愿意接单，这是一个显著的指标。而且从上半年看，有一些客户已经愿意主动把价格往上抬一抬。大家可以从财务上看到，就是在这样残酷的情况下，中粮包装经营上的利润，包括毛利还是维持稳定，略有上升。这说明在这个行业，我们管控的技术、客户综合的方面还是具有明显的优势。行业未来存在整合和洗牌的预期。

三片罐因为现在产品线比较多，比较复杂，不像两片罐是一个标准化的产品，这一块公司是有所为有所不为。把马口铁一些毛利率相对较低的产品作为公司的次要发展产品。现在把资源放在毛利率比较好、公司有优势、未来有前景的产品，这是公司的发力点。我们现在改变打法，更强调和客户直接合作，比如和海天合作，建立专属工厂；或是跟关键客户建立合资企业，或者建“厂中厂”。而且这些订单基本都是 3-5 年协议保障，公司才会投资。和客户变成一个战略捆绑，这样的运营方式虽然会加大管理难度，但是这个可以通过我们的管控体系来解决。

公司通过五年打造了一个非常好的信息化体系，从原材料的管控，到各种功率参数，以及各种费用的支出，都有很好的管控系统。通过这种管控，这种打法的效果就显现了。马口铁整体的盈利还是非常好，因为两片罐收入下降了很多，整体的经营方面，除了政府补贴减少，其他经营方面整体的毛利是上升的，这个上升就是从马口铁业务来的。

9、公告说可乐这块会有合作伙伴退出，对现有业务影响？

可乐按照现在的公告来看，可乐就是三方变两方，中粮会扩大在可乐这块的投资，中粮包装现在已经是可口可乐最大的铝罐供应商，但是有相当一部分是钢罐。我们现在跟中粮的可乐沟通非常好，当然我们跟太古的可乐沟通也非常好。随着中粮在权益方面进一步的上升，中粮包装在可乐的占比也会上升，因为我们本身之前就已经合作的非常好。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。

本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。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。