

奥瑞金科技股份有限公司

16 奥瑞金

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2019)100194】

评级对象： 奥瑞金科技股份有限公司 16 奥瑞金

16 奥瑞金

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 14 日

前次跟踪： AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 25 日

首次评级： AA+/稳定/AA+/2015 年 12 月 23 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	5.23	9.82	9.95	16.24
刚性债务	42.31	37.45	41.32	37.27
所有者权益	32.79	36.14	30.24	30.58
经营性现金净流入量	0.52	8.00	3.35	2.13
合并口径数据及指标：				
总资产	149.39	143.48	134.43	138.35
总负债	96.48	84.90	78.27	79.98
刚性债务	80.30	68.50	60.49	60.26
所有者权益	52.91	58.58	56.16	58.37
营业收入	75.99	73.42	81.75	20.51
净利润	11.53	6.90	2.24	2.37
经营性现金净流入量	7.60	18.91	20.78	6.62
EBITDA	21.65	17.45	12.89	—
资产负债率[%]	64.58	59.17	58.22	57.81
权益资本与刚性债务 比率[%]	65.88	85.52	92.86	96.86
流动比率[%]	121.99	110.01	73.86	91.68
现金比率[%]	34.19	41.50	25.22	36.04
利息保障倍数[倍]	5.16	3.48	2.62	—
净资产收益率[%]	23.52	12.37	3.90	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	19.31	39.39	35.36	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-41.92	25.38	18.76	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.01	4.47	3.95	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.23	0.20	—

注：根据奥瑞金经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

王婷亚 wty@shxsj.com

贾飞宇 jfy@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对奥瑞金科技股份有限公司（简称奥瑞金、发行人、该公司或公司）及其发行的 16 奥瑞金的跟踪评级反映了 2018 年以来奥瑞金在产能布局、经营规模及现金流等方面所取得的积极变化，同时也反映了公司在客户集中度、短期偿债、新增产能释放、原材料价格波动、股权投资及股权质押等方面继续面临压力。

主要优势：

- **产能布局优势。**奥瑞金是我国较早开展金属制罐经营的企业之一，在国内率先采用“跟进式”生产布局，提高了对客户的响应速度，降低了运输成本，提升了公司的竞争力。
- **经营规模持续提升。**跟踪期内，奥瑞金继续通过不断调整产品结构、增加产能（尤其是二片罐生产）和开拓新客户等措施，产能布局进一步完善，经营规模进一步提升。此外公司计划收购波尔亚太相关公司包装业务，届时规模优势将进一步增强。
- **现金流情况较好。**奥瑞金经营性现金流情况较好，且公司拥有一定上市公司股权、货币资金存量以及可用银行授信额度，可为公司的债务偿付提供一定保障。

主要风险：

- **重要客户经营风险。**中国红牛仍是奥瑞金最主要的客户，若中国红牛经营发生重大波动或发生重大食品安全事件，则将对公司的信用质量产生较大影响。跟踪期虽然中国红牛对奥瑞金订单情况相对稳定，但其营业期限已到期，且合作纠纷事项仍未有定论，需关注后续进展及对公司的影响。
- **投资压力和刚性债务偿付压力。**跟踪期，奥瑞金短期刚性债务规模及占比快速增大，存在较

大的营运资金周转压力和短期偿债压力。此外公司计划收购波尔亚太相关业务，涉及的资金支出规模较大，或将导致公司债务压力进一步增大。

- 产能释放压力及业绩压力。跟踪期内，金属二片罐行业竞争仍较为激烈，近年来奥瑞金二片罐产能持续增大，产能释放面临较大压力，此外受主要原材料价格持续上涨影响，盈利空间受到挤压。
- 股权投资风险。奥瑞金对外股权投资规模仍较大，跟踪期公司投资的中粮包装股权出现大额减值，且目前仍有部分被投资主体账面价值低于市场公允价值，关注相关投资损失风险。
- 股权质押风险。截至 2019 年 5 月末，奥瑞金控股股东上海原龙已将其持有超过 70% 的公司股票用于质押，若奥瑞金股价进一步下降，该比例或将进一步上升，进而影响公司股权结构的稳定性。
- 权益资本结构稳定性较弱。跟踪期，奥瑞金权益资本中未分配利润占比超过 50%，需关注公司利润分配政策对权益资本稳定性的影响。

➤ 未来展望

通过对奥瑞金及其发行的上述公司债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债还本付息安全性很强，并维持上述公司债 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



奥瑞金科技股份有限公司

16 奥瑞金

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照奥瑞金科技股份有限公司¹发行的奥瑞金包装股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（简称“16 奥瑞金”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据奥瑞金提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对奥瑞金的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至本评级报告日，该公司已发行但尚未到期的债券为“16 奥瑞金”，“16 奥瑞金”发行规模 15 亿元，发行时票面利率 4.00%，起息日为 2016 年 4 月 11 日，期限 5 年，附第三年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。2019 年，公司上调债券票面利率至 6.95%，并在债券存续期后 2 年固定不变。2019 年 4 月，“16 奥瑞金”回售数量为 1000.65 万张，回售金额为 10.41 亿元（含利息），公司已正常支付回售部分本金及利息，回售完成后，剩余托管数量 499.35 万张，余额 4.99 亿元。此外，2019 年 5 月，公司发布《关于召开“16 奥瑞金”2019 年第一次债券持有人会议的通知》，提请全体债券持有人审议《关于“16 奥瑞金”增加一次投资者回售选择权的议案》（简称“《议案》”）。根据议案内容，“16 奥瑞金”在第四年末增加一次投资者回售选择权，投资者有权于公司第一次发布关于提示投资者行使回售选择权的公告之日起 3 个交易日内，按照 100 元/张的价格将其持有的本期债券全部或部分回售给发行人。上述议案已经 2019 年 5 月 23 日召开的“16 奥瑞金”2019 年第一次债券持有人会议审议通过。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国

¹ 2018 年 3 月，该公司由“奥瑞金包装股份有限公司”更名为“奥瑞金科技股份有限公司”。

单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的

内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业因素

跟踪期，因下游需求下滑，金属包装行业收入规模出现一定下滑，但中长期来看未来金属包装行业仍有较为广阔的市场发展空间。同时，跟踪期，钢、铝等原材料价格处于高位，使得产能过剩、议价能力较弱的金属包装行业原材料成本控制压力进一步增大，部分二片罐龙头企业逐渐开始出现提价，但空间不大。

竞争格局方面，目前金属包装行业产能显著过剩，虽然产能产量主要集中于包括公司在内的少数龙头企业，但龙头企业之间规模差距不大，且都拥有较为稳定的客户群体，行业整体集中度仍不高；但未来随着行业整合，行业集中度和上下游议价能力有望得到不断提升，从而改善行业盈利状况。

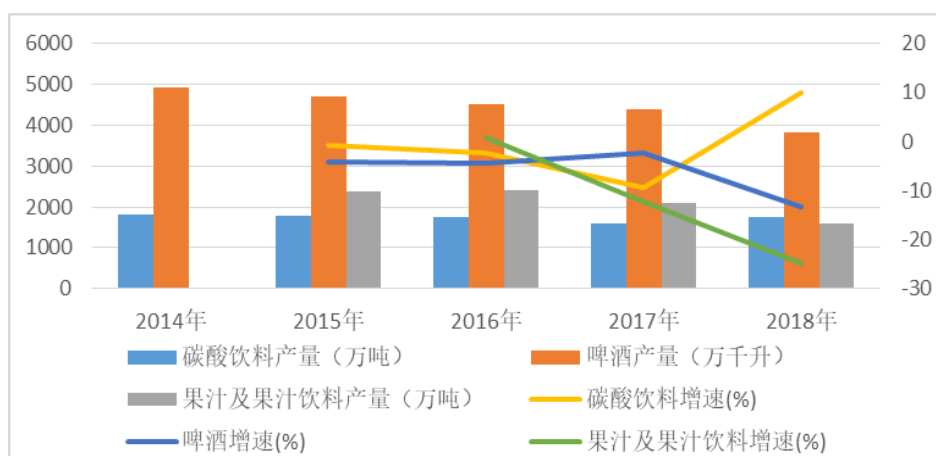
A. 行业概况

金属包装是我国包装工业的重要组成部分，其产值约占我国包装工业的10%左右，主要为食品、罐头、饮料、油脂、化工、药品及化妆品等行业提供包装服务。金属包装容器是指用金属薄板制造的薄壁包装器，广泛应用于食品包装、医药品包装、仪器仪表包装、工业品包装和军火包装等。我国金属包装的最大应用行业是食品工业，其次是化工产品，化妆品和药品也占一定的比例。

金属包装主要分为二片罐和三片罐，其中三片罐出现时间较早，至今已有200多年历史。三片罐是指以金属薄板为材料经压接、粘接合电阻焊接加工成型的罐型包装容器，由罐身、罐底和罐盖三部分组成，故称三片罐。三片罐具有刚性好，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。而二片罐的历史比三片罐短得多，二片罐是20世纪中叶问世的，整个罐体仅由罐身和罐盖组成，故称二片罐。二片罐的罐身是由金属薄板通过冲床冲压拉伸加工出来的，相对于三片罐来说，减少了罐体和罐底粘合这一步骤，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。2009年下半年开始，随着经济回暖、充氮技术不断完善，二片罐生产体量扩大，规模效应显现，很多企业纷纷从三片罐换装为二片罐，比如加多宝2012年起改用二片罐包装，王老吉2014年开始使用二片罐包装。虽然二片罐的运用越来越广泛，但三片罐仍有其不可替代的优势。三片罐罐身更加坚固，运输要求比二片罐低，且三片罐罐体印刷性比二片罐好，做成的产品外观更加高档。目前国内仍有许多中高档饮料如红牛等仍以三片罐作为金属包装形式。未来二片罐和三片罐都将在食品饮料行业的带动下获得较大的市场空间，均具有较好的发展前景。

从下游需求来看，受宏观经济增速放缓、下游消费疲软以及人们健康观念改变、个性化发展趋势等影响，近年来我国碳酸饮料、啤酒、果汁及果汁饮料产量整体呈下降趋势，2018年碳酸饮料产量同比虽有一定增长，但其总量不及2016年之前水平。

图表 1. 2014 年以来我国果汁及果汁饮料、碳酸饮料和啤酒的产量情况

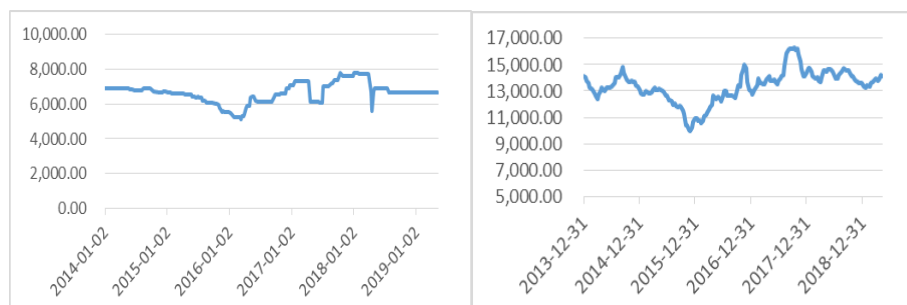


资料来源: wind

因下游需求下滑，2017 年全国规模以上金属包装企业实现主营业务收入 1293.01 亿元，同比下滑 8.33%，系近年来首次出现下滑。未来受下游行业需求低迷影响，金属包装行业规模短期内或将进一步下滑；但从中长期来看，未来金属包装行业仍有较广阔的市场发展空间：1. 根据中国包装联合会金属容器委员会统计，2012 年，我国金属包装人均消费仅为 5 美元/年，而世界金属包装人均消费为 13.60 美元/年，可见我国的金属包装市场仍有较大的提升空间；2. 因金属罐包装密封性能优越，同时材料较轻，便于运输、携带和开启，加之具备良好的可回收性、重复利用乃至可再生利用性，属于典型的绿色包装产品，未来有望在多个领域逐步替代玻璃、塑料和纸包装；3. 2015 年我国啤酒金属罐化率仅 15%，而美国、英国、巴西、韩国的啤酒罐化率已经达到 52%、49%、38%、36%，未来我国啤酒罐化率仍有较大的提升空间；4. 近年来随着我国消费者健康消费理念逐步增强，功能性饮料等产量保持较快增长，根据前瞻产业研究院整理的的数据，近年来我国功能性饮料的零售额和零售量均保持均增长，2017 年我国功能性饮料零售量和销售额分别为 127.83 亿升和 415.2 亿元，达到了 117.62 亿升，预计到 2018 年分别增长至 139.60 亿升和 456.7 亿元。

上游原材料方面，三片金属罐的主要原材料为镀锡钢板俗称马口铁，在三片金属罐中的成本占比在 80%以上；二片金属罐的主要原材料为铝，在二片金属罐中的成本占比在 70%以上。2018 年以来，钢铁价格和铝价总体处于高位震荡状态。

图表 2. 2013 年以来上海镀锡薄板（左）和全国铝锭（右）价格走势（元/吨）



资料来源：wind

从行业效益来看，因金属包装行业尤其是二片罐市场总体供过于求，行业竞争较为激烈，行业内企业对下游客户议价能力较弱，难以将原材料成本向下游传导，因此近年来随着原材料价格的上涨，行业整体盈利水平有所下滑，部分企业毛利率甚至低于 10%。但随着行业集中度逐渐提升，龙头企业逐渐开始缓慢提价。三片罐方面，因客户相对稳定，毛利率相对较高，售价相对稳定，跟踪期内因原材料成本上涨，毛利率普遍有所回落。

图表 3. 2015 年以来行业内部分主要企业毛利率变化情况

二片罐	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
宝钢包装	16.21%	11.96%	10.13%	11.72%
奥瑞金	14.88%	6.65%	6.78%	4.70%
三片罐	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年

昇兴股份	19.46%	22.88%	17.03%	13.89%
奥瑞金	40.11%	45.03%	38.73%	35.71%

资料来源：奥瑞金、上市公司年报

B. 政策环境

政策方面，工信部、商务部于 2016 年 12 月联合发文《关于加快我国包装产业转型发展的指导意见》，提出到 2020 年，包装产业年主营业务收入达到 2.5 万亿元，形成 15 家以上年产值超过 50 亿元的企业或集团；大中型包装企业两化融合水平处于集成提升阶段以上的超过 80%，中小企业应用信息技术开展研发、管理和生产控制的比例由目前 30% 提高到 55% 以上，提升信息化和智能化水平；并支持将绿色包装产业列为国家重点鼓励发展的产业目录，加大对取得绿色包装认证的企业、创新型企业以及低成本、低能耗、近零排污包装工艺与设备研发的政策扶持力度。

另一方面，国家层面出台了众多环保政策，涵盖水处理、大气污染防治、土壤修复等多领域，与金属包装相关的主要是 2017 年 9 月环境保护部、国家发展和改革委员会等联合发文《“十三五”挥发性有机物污染防治工作方案》，提出到 2020 年，建立健全以改善环境空气质量为核心的 VOCs² 污染防治管理体系，实施重点地区、重点行业 VOCs 污染减排，排放总量下降 10% 以上；重点推进石化、化工、包装印刷、工业涂装等重点行业的涉 VOCs 排放的“散乱污”企业的综合治理。

跟踪期内政府部门出台的政策，一方面扶持和鼓励包装行业内企业向绿色环保和信息化、智能化方向；另一方面也通过出台相关严格的环保政策，加速对金属包装行业内涉 VOCs 违规排放的“散乱污”中小企业进行清理和整顿。总体来看，在环保趋严的政策背景下，金属包装企业环保成本显著增加，中小企业因产能利用率低，生存压力不断增加，预计将加速行业供给端的出清速度。

C. 竞争格局/态势

我国金属包装整体处于产能过剩状态，根据公开资料估计，2018 年二片罐行业产能约 540-560 亿罐，行业需求约 420-430 亿罐，行业产能过剩仍较明显。

目前国内金属包装龙头企业主要为奥瑞金、中粮包装控股有限公司（简称“中粮包装”）、宝钢包装、昇兴股份等国内企业，以及皇冠、波尔等传统的外资金属包装企业，2016 年以来，昇兴股份通过产业并购基金收购太平洋制罐的 6 大工厂（产能约 65-70 亿罐），并收购博德科技扩充铝瓶产能；2017 年下半年中粮包装陆续收购了浙江纪鸿包装 51% 股权以及成都高森包装容器有限公司 100% 的股权（产能约 26-27 亿罐）；奥瑞金则于 2018 年末公布拟收购波利亚太相关包装产能。此外，奥瑞金 2016 年已入股中粮包装成为其第二大股东。二片罐基本形成奥瑞金+中粮包装+波尔、昇兴股份+太平洋制罐、宝钢包

² 挥发性有机物（VOCs）是指参与大气光化学反应的有机化合物，包括非甲烷烃类（烷烃、烯烃、炔烃、芳香烃等）、含氧有机物（醛、酮、醇、醚等）、含氯有机物、含氮有机物、含硫有机物等，是形成臭氧（O₃）和细颗粒物（PM_{2.5}）污染的重要前体物。

装等三大联合主体的情况，三大主体市场占有率约 69%。三片罐市场则主要集中于国内的奥瑞金、嘉美、昇兴、福贞、吉源等公司，产量占比约 70%，其中奥瑞金在三片罐市场的产量占比约 23%，仍然位居行业第一。除上述企业外，行业内仍存在大量的中小企业，目前我国金属包装行业约有 2000 多家企业，其中年收入超过 1 亿元的大约 110 家。并且由于目前三大联合主体形成时间不长，行业中小企业众多，因此在行业产能整体过剩的情况下，行业内企业竞争较为激烈。

从下游需求客户分布情况看，目前国内主要食品饮料公司均有较为固定的供应商。如目前二片罐行业，加多宝主要由中粮包装供货、王老吉主要由宝钢包装供货、青岛啤酒主要由奥瑞金供货、燕京啤酒主要由太平洋制罐供货、百威啤酒主要由波尔供货、可口可乐主要由宝钢包装、波尔供货等；三片罐行业，红牛维他命饮料有限公司（简称“中国红牛”）、旺旺主要由奥瑞金供货，六个核桃主要由嘉美供货，达利园、露露主要由昇兴供货，银鹭主要由吉源和福贞供货等。饮料公司与罐体供应商的合作关系较为稳固，新进入者对已有饮料生产商的市场开拓较为困难，但随着国内饮料工业的快速发展，新设立饮料厂不断增多，而这些新设立饮料厂的罐体供应市场竞争则日趋激烈。

总体来看，目前金属包装行业在产能过剩、竞争日趋激烈以及环保政策趋严、原材料成本上涨等因素作用下，中小制罐企业经营压力增大将逐步退出市场，未来行业仍有望通过不断进行兼并收购等来提升行业集中度，从而提升行业在产业链中的话语权，改善行业盈利状况。

D. 风险关注

成本控制压力。金属包装的原材料成本占比高，近年来受国家供给侧改革影响，主要原材料钢、铝价格呈现不断上涨趋势，使得行业内企业面临较大的成本控制压力。

行业产能过剩。金属包装行业尤其是二片罐市场目前整体处于明显的产能过剩状态，行业内企业竞争较为激烈。

客户集中度较高。金属包装行业的下游行业主要为食品饮料行业，由于消费者对食品饮料的质量和安全性要求很高，因此食品饮料行业具有典型的品牌效应特征，知名品牌的市场规模往往远大于一般品牌，食品饮料行业的集中度也相应较高，从而使得金属包装行业的客户结构也相对集中，2018 年行业内主要企业该公司、宝钢包装和昇兴股份的前五大客户收入占比分别为 71.46%、56%和 64.32%；若未来主要客户由于自身原因或市场竞争的重大不利变化而导致对产品的需求大幅下降，最终将对企业经营业绩产生不利影响。

2. 业务运营

跟踪期，该公司核心客户中国红牛订单相对正常，三片罐业务运营总体稳定；二片罐方面，公司基本完成全国性产能布局，后续在建项目支出不大，但

需关注产能释放情况。此外公司计划收购波尔亚太相关公司股权，相关投资压力很大。跟踪期，公司主业收入同比均出现一定增长，但原材料成本处于高位，毛利率有所下滑，且 2018 年公司对所持中粮包装股权计提大额减值，业绩同比发生较大下滑。

该公司是我国较早的金属制罐企业之一，主要产品为金属罐，包括三片罐和二片罐。近年来公司主要通过横向扩张二片罐产能进行规模化发展，目前已基本完成三片罐和二片罐的全国性生产布局。公司金属包装业务的发展，一方面依赖于红牛、加多宝、青岛啤酒和旺旺等长期合作的优质渠道客户；另一方面需要跟随客户进行全国性的生产布局，形成规模化，并有效降低运输等成本；此外，因二片罐投资金额较大，需要具备较强的资本实力。因此金属包装业务的核心驱动因素为渠道、规模和资本等因素。

图表 4. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
金属包装业务	国内市场/三片罐主要客户为红牛、旺旺、飞鹤等，二片罐主要客户为青啤、加多宝、燕京漓泉、战马等	横向拓展二片罐产能，进行规模化发展	渠道、规模、资本

资料来源：奥瑞金

2018 年，该公司实现主营业务收入 74.39 亿元，同比增长 13.86%，主要是红牛经营相对稳定三片饮料罐订单正常，另外公司二片罐产能逐渐释放，订单有所增长。但公司毛利率同比继续下滑，主要是由于马口铁、铝等原材料价格整体处于高位，外加二片饮料罐市场竞争较为激烈，公司三片饮料罐及二片饮料罐毛利率分别较上年下降 1.91 和 2.08 个百分点。此外灌装业务受到加多宝阶段停产的影响，同时湖北灌装业务仍处于产能释放期，毛利率同比发生较大下滑，目前加多宝经营已恢复正常，湖北灌装业务也逐渐引入百威、战马等知名客户，未来毛利率或逐渐回升。从业务构成看，三片饮料罐仍是公司收入的主要来源，2018 年在营业收入中占比为 64.48%。2019 年第一季度，公司实现营业收入 20.51 亿元，同比小幅增长 2.90%；同期毛利率为 26.71%，同比小幅下滑 0.16 个百分点。

该公司其他业务主要是出售马口铁等原料和易拉盖等产品，另有 2016 年收购的法国欧塞尔足球俱乐部（以下简称“欧塞尔”）相关业务³。2018 年及 2019 年一季度，公司其他业务分别实现销售收入 7.36 亿元和 1.63 亿元，同比分别减少 0.72 亿元和增加 0.35 亿元，同期毛利率分别为-1.11%和 0.06%。其中 2018 年其他业务收入中欧塞尔收入 0.76 亿元，毛利亏损 0.65 亿元，剔除欧塞尔影响，2018 年其他业务毛利率为 7.74%；总体来看，公司其他业务规模仍较小，毛利率仍较低，对公司整体业绩影响较为有限。

³ 欧塞尔成立于 1905 年，拥有成熟的足球俱乐部运作经验以及青少年培训体系，此次投资将有助于公司提升为下游客户进行品牌包装和宣传的综合服务能力。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司业务收入及变化情况（亿元，%）

业务板块	营业收入					毛利率				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月	2018 年 1-3 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月	2018 年 1-3 月
三片罐-饮料罐	53.67	47.75	52.71	12.81	13.06	45.03	39.50	37.59	38.72	38.37
三片罐-食品罐	2.78	3.28	4.42	0.93	0.98	17.38	7.30 ⁴	13.22	13.44	6.10
二片罐-饮料罐	12.02	13.25	15.96	4.77	4.02	6.65	6.78	4.70	10.92	4.22
灌装	1.11	1.06	1.30	0.37	0.59	39.48	13.30 ⁵	1.12	15.36	19.51
主营业务合计	69.57	65.34	74.39	18.88	18.66	37.21	30.82	28.45	29.02	28.97
其他	6.41	8.08	7.36	1.63	1.28	5.86	1.44	-1.11	0.06	-3.83
合计	75.99	73.42	81.75	20.51	19.93	34.56	27.59	25.79	26.71	26.87

资料来源：奥瑞金

A. 规模因素

该公司自 1997 年成立以来一直从事金属制罐业务，已具备自钢板至金属罐的完整工艺流程。公司产能处于国内同行前列，目前已基本完成二片罐和三片罐的全国性的产能布局，具有一定的规模优势和运输成本优势。

图表 6. 公司 2016 以来制罐产销情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年一季度	2018 年第一季度
产能（亿罐）	125.92	143.38	143.76	36.42	37.81
产量（亿罐）	95.60	92.87	98.09	25.98	24.75
销量（亿罐）	95.15	91.26	99.03	25.59	25.55
产能利用率（%）	75.93	64.77	68.23	71.33	65.46
产销率（%）	99.53	98.27	100.96	98.50	103.22

资料来源：奥瑞金

该公司主要生产线设备采购自美国、瑞士、德国和我国台湾等地，少部分部件由国产设备商提供，经过持续的技术改造和保养，目前公司总体技术装备水平仍处于国内领先地位，自动化程度较高。目前公司主要产品为三片饮料罐，其生产需经过马口铁裁剪、印刷、内涂层（涂布）、再次裁剪、制罐、焊接、补涂层、缩颈加工、封口、再次喷涂、烘干等多道工序，虽然步骤较为复杂，但技术上较为成熟，不存在技术依赖风险。

2018 年及 2019 年第一季度，该公司三片罐年化产能为 88.92 亿罐及 87.72 亿罐，整体变化不大，少量调整主要系处置部分老旧生产设备同时通过技改等方式优化部分生产线所致。跟踪期，公司的三片罐业务产销率保持良好，2018 年及 2019 年一季度产销率分别为 100.95% 和 95.50%。此外，公司对北京生产基地进行厂房升级改造，完成后将扩大研发中心并新增三片异形罐产能约 1 亿

⁴ 食品罐业务一方面受原材料价格上涨影响，另一方面因新的生产线投产，投产初期业务量少，使得当年毛利率有大幅下滑。

⁵ 跟踪期内因新的湖北灌装线投产，产能释放较慢，使得整体毛利率有明显下滑，但随着产能逐步释放，2018 年一季度已有所回升。

罐/年⁶。甘南奶粉项目主要是针对新客户飞鹤奶粉建设的厂中厂项目，完成后主要向飞鹤奶粉提供奶粉罐，产能约 5000 万罐/年。

跟踪期，该公司湖北咸宁啤酒铝瓶罐包装生产线项目（2.5 亿罐/年）正式投产，二片罐产能达到 57.95 亿罐/年，除在建的山东 500ml 罐型生产线（5.2 亿罐）项目外，公司已基本完成自建部分二片罐产能布局。目前公司二片罐生产基地已覆盖东、西部多个城市，包含浙江、广东、广西、山东、陕西、湖北等。跟踪期，随着前期投放项目产能的逐渐释放，公司二片罐产能利用率已逐渐提升，且目前产销情况较好。

此外，该公司于 2018 年 12 月公告，将自筹 2.05 亿美元收购 Ball Asia Pacific Ltd. 于中国包装业务相关公司⁷（简称“波尔亚太相关公司”）股权，波尔亚太相关公司共有二片罐产能约 70 亿罐/年，主要客户为百威啤酒、青啤、健力宝、可口可乐等客户，上述收购将有利于公司进一步扩大二片罐业务规模，提升未来竞争能力。但是近年来由于市场竞争激烈、人员负担以及技术使用费⁸支出压力大等原因，波尔亚太相关公司整体处于亏损状态。公司收购上述业务后，可以填补华中、华北等地二片罐标准类产品空白的缺口，产能方面也能够有一定协同作用，且随着行业竞争情况改善，或能逐步改变亏损状态，但是由于收购涉及的资金规模较大，也需关注相关收购资金来源以及未来的融资压力和债务偿付压力。

图表 7. 截至 2019 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

在建项目	计划投资金额	截至 2019 年 3 月末 已投资金额	投资资金来源
山东 500ml 罐型生产线（5.2 亿罐）	1.52	1.47	自有、融资租赁
北京厂房升级改造项目	1.4	0.31	自有资金
甘南奶粉罐项目	0.75	0.18	自有资金
合计	3.67	1.96	--

资料来源：奥瑞金

B. 成本因素

该公司主要的生产原料为马口铁和铝材等。在采购上，公司采取集中采购的方式，即由公司统一与供应商议价并确定采购量后，再由各子公司与供应商签订供货合同。公司与供应商签订的基本上为季度合同，2018 年公司前五大供应商采购金额占年度采购总额的比例达到 50.10%，同比下降 4.24 个百分点，公司供应商集中度仍较高。但公司与主要供应商合作基本上均具有 10 年以上历史，合作关系较为稳固，原料供应较有保障。

2018 年及 2019 年一季度，该公司用于生产的马口铁采购量分别为 20.54

⁶ 主要用作新罐型研发以及小试、中试需求，中试产量相对较多，可用于对外出售。

⁷ 包含波尔亚太（佛山）金属容器有限公司 100%股权、波尔亚太（北京）金属容器有限公司 100%股权、波尔亚太（青岛）金属容器有限公司 100%股权、波尔亚太（湖北）金属容器有限公司 95.69%股权。

⁸ 向波尔总部支付的费用。

万吨和 5.00 万吨，同比分别增加 3.35 万吨和 1.05 万吨，主要是三片罐产量有所增长所致；同期公司铝采购量分别为 7.40 万吨和 2.22 万吨，同比分别下降 0.11 万吨和增长 0.12 万吨。同期马口铁采购均价分别为 5576 元/吨和 5350 元/吨，分别同比上升 2.80%和下降 10.89%；铝的采购均价分别为 17177 元/吨和 16504 元/吨，分别同比上升 1.48%和下降 4.98%，总体看 2016 年下半年以来马口铁和铝的价格总体上涨，跟踪期原材料涨幅已有所回落，但仍处于高位，由于公司产品原材料成本占比较高，且未采取套保措施，因此原材料价格波动对公司经营业绩仍将产生较大的影响。

图表 8. 2018 年以来前 5 大供应商采购情况（万元、%）

供应商	2019 年一季度采购额	比重	2018 年采购额	比重	定价原则
供应商一	18787.10	11.60	91290.00	18.92	市场定价
供应商二	11584.77	7.15	45360.77	9.40	市场定价
供应商三	14157.25	8.74	37445.03	7.76	市场定价
供应商四	12537.28	7.74	35968.52	7.45	市场定价
供应商五	10373.27	6.40	31720.62	6.57	市场定价
合计	67439.67	41.63	241784.93	50.10	--

资料来源：奥瑞金

该公司设有专门的质量检验部进行原料质量检验和评估，每年均会重新对供应商进行筛选。在结算方面，公司马口铁和铝采购原按照 100%预付款，其他材料采购采取预付部分货款（30-50%）、提货时支付剩余货款的结算方式。2018 年以来经和供应商协商，公司部分马口铁采用 90 天账期，大部分铝采用 60-90 天账期结算的方式，账期整体有所延长。

C. 渠道因素

由于金属罐体体积大、重量轻，因此单位运输成本较高，销售半径有限。该公司在国内率先采取“跟进式”生产布局，所有生产基地均紧邻客户而建，以降低运输成本，满足客户快速、大批量采购需求。

图表 9. 近年来公司分地区销售情况（万元）

分地区	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
华东地区	230315.38	30.31	212997.42	29.01	245665.17	30.05	58020.71	28.29
西北地区	1543.40	0.20	17863.53	2.43	36212.95	4.43	9957.59	4.86
华北地区	125191.58	16.48	121451.17	16.54	130762.67	15.98	30085.65	14.67
华南地区	187570.95	24.68	194419.73	26.48	211476.48	25.87	53222.24	25.95
西南地区	9678.90	1.27	20340.04	2.77	17194.47	2.10	4430.16	2.16
华中地区	197577.00	26.00	150954.00	20.56	152762.67	18.69	41733.42	20.35
境外地区	1189.65	0.16	8211.18	1.12	7740.48	0.95	1726.67	0.84
东北地区	6798.65	0.90	8000.51	1.09	15746.35	1.93	5913.37	2.88
合计	759865.16	100.00	734237.59	100.00	817561.24	100.00	205089.81	100.00

资料来源：奥瑞金

经过多年发展，该公司已拥有一批稳定客户，主要集中在华中、华东、华北和华南地区，2018 年的销售收入占比达到 90.59%。

该公司客户主要有红牛、青岛啤酒、加多宝、旺旺、战马、露露、燕京啤酒、雪花啤酒等；公司与客户相互协商确定相应的结算方式，不同客户会有所不同。其中对中国红牛的账期为 45 天，其他主要客户为 30-90 天，其他客户全额预付或部分预付、180 天账期不等。2018 年公司前五大客户占公司全年销售比重高达 71.46%（其中公司第一大客户红牛销售占比为 59.10%，同比下降 0.58 个百分点），同比下降 4.54 个百分点。总体来看，公司目前客户集中度仍很高，但随着二片罐业务拓展，客户集中度已逐渐有所降低。

该公司与中国红牛饮料的合作已长达 20 多年，是红牛的核心供应商。2018 年，公司占中国红牛罐体采购量比重仍在 95% 左右。跟踪期内，中国红牛正常向公司安排生产订单，但其营业期限已于 2018 年 9 月 29 日到期，且中国红牛相关主体与泰国天丝医药保健有限公司（简称“泰国天丝”）相关主体就“红牛商标使用权”、分红管理、竞争禁止等方面的纠纷仍未有定论，一旦上述事件导致红牛业务出现异常，将对公司生产经营造成很大影响。

图表 10. 2018 年以来前五大客户销售情况（万元）

客户	2019 年一季度销售额	比重	2018 年销售额	比重	定价原则
客户一	116264.70	56.32	483169.34	59.10	市场定价
客户二	13404.76	6.49	46836.03	5.73	市场定价
客户三	6149.64	2.98	24145.05	2.95	市场定价
客户四	5993.32	2.90	16289.03	1.99	市场定价
客户五	4677.62	2.27	13803.4	1.69	市场定价
合计	146490.04	70.96	584242.85	71.46	--

资料来源：奥瑞金

在销售价格方面，该公司三片罐价格相对稳定，二片罐销售均价小幅上升，主要是跟踪期内因原材料价格铝的价格持续上涨，在利润空间已非常有限的情况下，包括公司在内的行业内龙头企业进行了小幅提价（约 1-2 分/罐）。

在结算上，该公司根据与客户达成的结算条款，给予一定的货款信用期，基本上以现款结算，同时也接受部分核心客户的银行承兑汇票结算。公司产品定价由客户与公司商议形成，基本上以市场价格为准。目前公司全国生产基地布局已基本完成，并已成为青岛啤酒、加多宝、漓泉啤酒、战马、雪花啤酒、可口可乐和百事可乐等知名企业的供应商，目前仍有较多客户和产品处于认证过程中，未来二片罐占公司收入的比重将继续提升。

总体来看，该公司客户集中度仍较高，对中国红牛的依赖较强，若中国红牛经营发生重大波动或发生重大食品安全事件，将对公司正常生产经营和信用质量造成负面影响；未来仍需持续关注泰国天丝与中国红牛诉讼进展及中国红牛营业存续等情况对公司的影响。

D. 技术因素

该公司金属饮料罐生产工艺已较为成熟，在此基础上，公司仍然保持较大的研发投入力度，一方面持续改进生产工艺，提高生产效率，从而降低成本，扩大利润；另一方面也在不断提升和丰富公司的产品和服务，为客户提供综合包装解决方案和增值服务，提升市场竞争力。2018 年，公司研发投入金额为 0.93 亿元，占营业收入比重为 1.14%。公司拥有专业的研发团队，截至 2018 年末研发人员数量为 87 人，占母公司总员工数量的 12%，研发技术装备水平和研发团队规模均处于国内同行领先地位。

2018 年该公司主要研发项目包括差异化金属罐产品开发及应用差异化金属罐产品开发及应用，三片罐表面特殊印刷及装饰工艺开发与应用，水性全喷漆在饮料罐上的研发应用等。目前公司已完成 900g 哑铃奶粉异型新产品、210g 灯笼罐、第三代碗罐、杯形罐等的开发，并实现批量应用；同时开发了两种金属包装外表面装潢差异化方案，并完成小批量市场推广；饮料罐领域进行测试及可行性评估，批量化生产待验证。

(2) 对外投资

近年来该公司进行了较大规模的与主业相关的股权投资。一方面，公司在包装行业进行股权投资，在获得投资收益的同时，也寻求一定的业务合作。公司自 2015 年起陆续购入黄山永新股份有限公司（简称“永新股份”，002014.SZ）股权，截至 2018 年末，公司及其子公司对永新股份累计投资账面价值 10.06 亿元，持股 7313.76 万股（其中 7310 万股已质押），持股比例仍为 14.52%；与一致行动人上海原龙⁹合计持股 24.32%，是永新股份第二大股东，并向永新股份派驻 3 名董事，其中公司董事周原任永新股份的副董事长。永新股份成立于 1992 年，并于 2004 年在深圳证券交易所上市，控股股东为黄山永佳投资有限公司，持股 31.70%；主要生产彩印复合包装材料、塑料软包装薄膜、油墨和真空镀铝包装材料等产品，在塑料软包装行业拥有领先地位。2016-2018 年永新股份营业收入分别为 19.04 亿元、20.08 亿元和 23.32 亿元，净利润分别为 2.08 亿元、2.11 亿元和 2.31 亿元，近年来收入和利润保持增长，经营业绩良好。

2016 年 1 月，该公司以 13.60 亿元投资中粮包装股权，并于 2018 年在二级市场购入 232.6 万股股票（587.66 万元）。截至 2018 年末，公司持股中粮包装 2.71 亿股，占比 23.13%，是中粮包装的第二大股东，并派驻 2 名董事。中粮包装拥有二片饮料罐、食品罐、气雾罐、金属盖、印铁、钢桶和塑胶等七大类主要包装产品，是综合性消费品金属包装领域的龙头企业之一。2017-2018 年中粮包装实现营业收入分别为 59.78 亿元和 65.91 亿元，实现净利润分别为 3.12 亿元和 2.65 亿元。2018 年，由于中粮包装与其投资的清远加多宝草本植物科技有限公司（简称“清远加多宝”）之间存在诉讼，且安永会计师事务所

⁹ 2017 年，公司控股股东上海原龙通过大宗交易平台先后受让五道口创新（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）、嘉华原龙（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）持有的永新股份 3.37%和 5.53%的股份，上海原龙对永新股份的持股比例由 0.90%增至 9.80%。

（简称“安永”）未能取得清远加多宝相关的可靠历史财务资料，因此安永对中粮包装关于清远加多宝减值评估事项发表保留意见。受此影响，公司对所持中粮包装股权进行评估，并计提 5.01 亿元减值准备。2018 年末，公司对中粮包装股权投资的账面价值为 8.95 亿元。

该公司自 2016 年以来，先后以 1.04 亿元购买江苏沃田集团股份有限公司（简称“沃田集团”，832139.OC），跟踪期内未新增投资。截至 2018 年末，公司持有沃田集团 1660 万股股份，持股比例为 17.85%，为其第二大股东，并派驻一名监事。沃田集团是一家专业从事蓝莓种植、品种研发、苗木繁育、技术管理、果品生产、鲜果及深加工果品销售的大型国际化现代农业企业，是中国市场优质蓝莓鲜果、蓝莓苗木和蓝莓深加工产品的最主要供应商。公司参股沃田集团一方面是看好蓝莓产业的发展前景，另一方面也是对下游消费行业进行延伸投资。沃田集团 2016-2018 年实现营业收入分别为 0.85 亿元、1.16 亿元和 2.17 亿元，净利润分别为 0.28 亿元、0.09 亿元¹⁰和 0.42 亿元，近年来收入及盈利呈现增长态势；同期沃田集团经营性净现金流分别为 0.11 亿元、0.07 亿元和 -0.05 亿元，由于预付上游供应商款项增多，2018 年沃田集团经营性现金流为负。

该公司也进行了多元化投资，以提升为下游客户提供品牌宣传等增值服务的能力。2016 年公司通过孙公司堆龙鸿晖新材料技术有限公司（以下简称“堆龙鸿晖”）出资 9.10 亿元从西藏道临信息科技有限公司（以下简称“西藏道临”）获得天津卡乐互动科技有限公司（以下简称“卡乐互动”）17.67%股权。2017 年，堆龙鸿晖以 7.69 亿元的现金交易对价¹¹处置卡乐互动 13.40%的股权；考虑卡乐互动获得增资等因素后，截至 2018 年末，公司对卡乐互动投资额为 2 亿元，持股比例为 3.77%。卡乐互动成立于 2009 年，目前控股股东仍为西藏道临，持股 38.46%，实际控制人为葛志辉；卡乐互动主要从事手机游戏的研发、发行、运营等相关业务。公司近年来正在向智能包装发展，通过包装形式与内容创新、以二维码为代表的新技术应用以及大数据应用等方面带动包装产品的功能性拓展，并利用互联网整合多方资源与流量创造价值的能力提升包装产品的应用理念，此次通过参股卡乐互动来获得内容创新与功能拓展的基础平台；同时，公司下游客户所面对的消费者群体与卡乐互动等手游公司的用户群体高度匹配，也可以借此为客户进行品牌宣传。跟踪期，卡乐互动将控股子公司 SNK Corporation（简称“SNK”）采用名义对价方式转让给各股东控制的境外子公司，公司对卡乐互动的持股变为持有卡乐互动和 SNK 各 3.77%股权。2016-2018 年卡乐互动实现营业收入分别为 6.93 亿元、6.39 亿元和 5.97 亿元，实现净利润分别为 3.25 亿元、3.08 亿元和 1.64 亿元。此外跟踪期 SNK 在韩国证券交易所上市，公司间接持有 SNK 股权比例为 2.83%¹²（截至 2019 年 5 月

¹⁰ 2017 年净利润下滑较多，系当年沃田集团对高管进行定增，因定增价和实际发行价不一致，差额 0.19 亿元作为沃田集团对高管的股份支付处理所致。

¹¹ 回购价格为投资本金与按照年化单利 10%计算的投资收益（出资时间不同的，分段计算）之和。

¹² SNK 首次公开发行后，奥瑞金间接持有其股权摊薄至 2.83%。

8 日，市值约 1.26 亿元¹³)。

总体来看，目前该公司对外股权投资规模仍较大，若未来被投资主体经营业绩或股价发生较大波动，将对公司业绩构成较大影响。

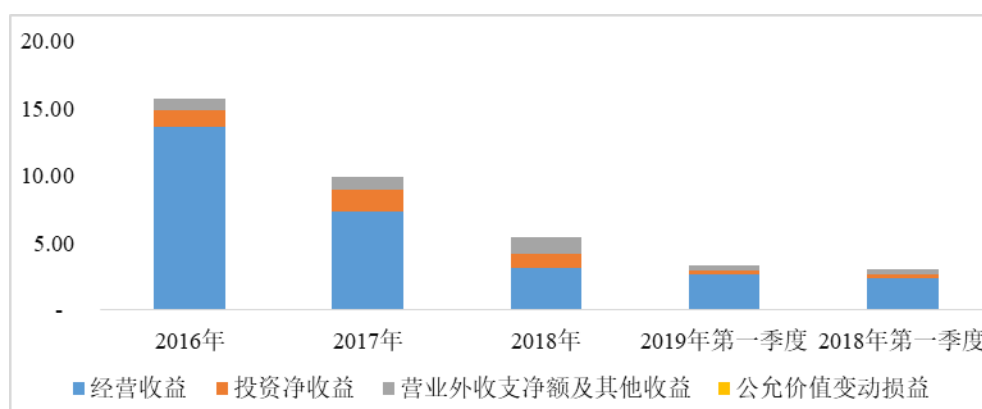
图表 11. 公司 2018 年末主要被投资主体价值分析（单位：亿元）

被投资主体	账面价值	按持股比例计算的净资产份额	2018 年投资收益	2018 年股利分红	2018 年计提减值准备
中粮包装	8.95	11.33	0.59	0.33	5.01
永新股份	10.06	2.67	0.33	0.22	-
沃田集团	1.17	0.72	0.08	-	-
卡乐互动与 SNK	2.27	-	-	-	-

资料来源：奥瑞金

(3) 盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构（亿元）¹⁴



资料来源：根据奥瑞金所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益。

跟踪期内，该公司利润仍主要来自主业经营收益，投资收益和营业外收入（含其他收益¹⁵和资产处置收益）仍是公司盈利的重要补充。

2018 年及 2019 年第一季度，该公司经营收益分别为 3.18 亿元和 2.68 亿元，同比分别减少 4.12 亿元和增加 0.34 亿元。其中 2018 年，公司资产减值损失 5.58 亿元，主要是由于公司的联营企业中粮包装被出具保留意见审计报告后，公司对所持中粮包装股权进行减值测试并计提 5.01 亿元减值准备，此外公司坏账损失（应收账款计提坏账 0.27 亿元）和商誉减值损失分别为 0.28 亿元和 0.18 亿元。

跟踪期，该公司红牛订单正常，收入及毛利同比均有一定增长，但由于原材料价格处于高位，毛利增幅低于收入。2018 年及 2019 年第一季度，公司分别实现营业毛利为 21.08 亿元和 5.48 亿元，同比分别增长 4.08% 和 2.31%。

¹³ 按 SNK2019 年 5 月 8 日收盘价计算，其总市值约人民币 44.38 亿元。

¹⁴ 图表中营业净收入含其他收益和资产处置收益。

¹⁵ 根据财政部于 2017 年度发布的《企业会计准则第 16 号——政府补助》，2017 年开始部分政府补助计入“其他收益”项目。

期间费用方面，该公司 2018 年及 2019 年一季度的期间费用分别为 11.58 亿元和 2.65 亿元，同比分别小幅减少 838.42 万元和 1942.80 万元，主要系随着债务偿付，财务费用同比减少所致。2018 年，公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 3.10 亿元、5.57 亿元和 2.92 亿元，其中销售费用同比增长 31.74%，财务费用同比下降 27.52%，其中销售费用增长主要是随着公司经营规模尤其是二片罐业务规模不断扩大，相关运费、人工费等相应增加；财务费用则随着债务规模下降而有所减少。

图表 13. 公司经营收益结构分析

公司经营收益结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
营业毛利（亿元）	26.26	20.26	21.08	5.48	5.36
期间费用（亿元）	9.67	11.67	11.58	2.65	2.85
其中：销售费用（亿元）	1.70	2.36	3.10	0.70	0.74
管理费用（亿元）	5.56	5.29	5.57	1.20	1.07
财务费用（亿元）	2.41	4.02	2.92	0.75	1.04
期间费用率（%）	12.72	15.89	14.17	12.93	14.28
其中：财务费用率（%）	3.17	5.48	3.57	3.68	5.21
资产减值损失（亿元）	2.32	0.60	5.58	0.00	0.00
经营收益（亿元）	13.58	7.29	3.18	2.68	2.34
全年利息支出总额（亿元）	3.60	3.90	3.26	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.75	0.21	0.21	-	-

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

除经营收益外，该公司还有一定投资收益和营业外净收入。跟踪期公司投资净收益分别为 1.04 亿元和 0.24 亿元，主要是中粮包装、永新股份等按权益法确认的投资净收益。同期，公司实现营业外净收入（含其他收益和资产处置收益）分别为 1.19 亿元和 0.41 亿元，主要来源为政府补助。此外 2018 年公司无形资产处置利得 0.37 亿元，主要是欧塞尔球员转会收益。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度	2018 年 第一季度
投资净收益（亿元）	1.24	1.62	1.04	0.24	0.28
营业外净收入（含其他收益和资产处置收益）（亿元）	0.91	0.98	1.19	0.41	0.44

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

2018 年，该公司利润总额和净利润分别为 5.41 亿元和 2.24 亿元，同比分别降低 45.39%和 67.58%，主要是受资产减值损失影响所致。2019 年第一季度，公司利润总额和净利润分别为 3.33 亿元和 2.37 亿元，同比增长 8.60%和 12.74%。

(4) 运营规划/经营战略

根据该公司未来三年的投融资规划，资本性支出方面，主要是少量在建项目的推进以及已有项目维修技改等每年大约需要 3 亿元，投资并购方面主要是计划收购波尔亚太相关公司股权支出约 2.05 亿美元（含已支付的 2000 万美元）。公司未来的资金需求仍很大，公司目前主要计划通过发行债券和新增银行借款等方式进行外部融资，筹资压力较大。

图表 15. 公司 2019 年~2021 年投融资规划

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年度
资本性支出计划（亿元）	16.03	3.00	3.00
其中：现有项目维修与技改等（亿元）	3.03	3.00	3.00
投资与并购（亿元）	13.00	-	-
融资安排（净额，亿元）	25.00	15.00	15.00
其中：权益类融资（亿元）	-	-	-
债务类融资（亿元）	25.00	15.00	15.00

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

管理

跟踪期内，该公司控股股东转让 5% 股权，但控股股东、实际控制人和组织架构保持稳定。目前控股股东所持公司股权的质押比例已较高，存在一定的股权质押风险。公司及其子公司被泰国天丝起诉案件仍为中止状态，仍需关注相关发展及对公司经营产生的影响。

2019 年 3 月，该公司控股股东上海原龙投资控股（集团）有限公司（以下简称“上海原龙”）将其持有的公司约 11776.1280 万股无限售流通股股份（占公司总股本的 5%）转让给中泰证券（上海）资产管理有限公司管理的中泰资管 5 号集合资产管理计划（简称“中泰资管 5 号”）。上述转让后，上海原龙持有公司 104720.0044 万股股份，占公司总股本的 44.46%，仍为公司控股股东。中泰资管 5 号持有公司股份 11,776.1280 万股，占公司总股本的 5%，成为公司第三大股东。截至 2019 年 3 月末，公司总股本为仍为 23.55 亿股，控股股东上海原龙持股 44.46%，实际控制人仍为自然人周云杰，其通过上海原龙和其他公司间接控制公司合计 45.22% 的股权。

股权质押方面，截至 2019 年 5 月 30 日，控股股东上海原龙累计质押该公司股份 74,231.71 万股（包含其非公开发行可交换公司债券划入担保及信托财产专户的 36,671.80 万股股份），占其所持公司股份的 70.89%，占公司总股本的 31.52%，质押比例较高，面临较大的股权质押风险。

此外，该公司于 2018 年 2 月至 2018 年 8 月完成股份回购，通过深圳证券交易所交易系统累计回购股份 2209.0360 万股（含交易费用共支付 1.25 亿元），

占公司总股本的 0.94%。上述回购方案未导致公司总股本发生变化，相关股份将用于股权激励计划，激励对象范围包括在公司任职的董事、高级管理人员、部分核心人员，以及公司董事会认为需要进行激励的相关员工，不包括公司的独立董事、监事、单独或合计持有公司 5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女。

跟踪期内，该公司组织架构未发生重大变化，但董监高等高管发生了一定变化，除了因第二届董事会和监事会届满到期进行正常的换届选举，原独立董事梁仲康、原监事孙亚莉和马斌云任期届满离任外，2018 年 4 月和 5 月，赵宇晖先生因工作安排原因申请辞去公司董事、董事会提名委员会委员及副总经理职务，陈中革先生因工作安排原因申请辞去公司监事会主席、监事职务，陈颖女士因工作安排原因申请辞去公司监事职务，完美女士因工作安排原因申请辞去公司监事职务，辞职后赵宇晖先生不担任公司任何职务，陈中革先生、陈颖女士和完美女士辞职后仍在公司担任其他职务。2019 年 4 月，公司监事会主席黄志锋因个人原因，申请辞去公司监事会主席、监事职务，辞职后黄志锋先生不在公司担任任何职务。

该公司于 2019 年 4 月 27 日披露业绩快报修正公告，称由于 2018 年对所持中粮包装股权计提大额减值准备，导致当年净利润与业绩快报差异较大。针对上述事件，深圳证券交易所中小板公司管理部向公司发出监管函，认为公司未能及时、准确地履行相关信息披露义务。上述事件表明公司在信息披露管理方面存在瑕疵。

2018 年该公司的关联交易仍主要是与苏州华源控股股份有限公司（原名苏州华源包装股份有限公司）和中粮包装之间采购和销售商品。当年公司向关联方采购商品、接受劳务产生的关联交易规模为 2.43 亿元，占当年营业成本的 4.01%，较上年减少 1.89 亿元，当年公司向关联方销售商品、提供劳务产生的关联交易规模为 1.56 亿元，占营业收入的 1.92%，较上年大幅减少 1.39 亿元。¹⁶2018 年末应收关联方款项余额为 0.11 亿元，应付关联方款项余额为 0.78 亿元，均较上年有所减少。公司与关联企业之间的关联交易均按市场价格计价，且跟踪期内关联交易金额不大，关联交易未对公司经营产生负面影响。

跟踪期内，该公司及其主要的关联方未发生需要披露的欠贷欠息事件，存续债券付息正常；未发生重大工商、质量、安全事故。截至 2018 年末，公司及其合并范围的子公司涉及的重大未决诉讼或未决仲裁仍为因红牛事件被泰国天丝提起的民事诉讼。上述诉讼于 2017 年 9 月至今处于诉讼中止状态。

此外，该公司因废气收集设施等环境原因被北京市怀柔区环境保护局下发行政处罚决定书，共计罚款 26 万元，公司已根据相关要求整改，上述处罚对公司业务影响较小。

¹⁶ 关联交易减少主要因中粮包装天津业务调整所致。

图表 16. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019.5.15	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.05.14	正常付息	正常付息	无	无
诉讼	公开信息披露	2019.05.14	无	1	无	1
工商	公开信息披露	2019.05.14	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2019.05.14	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2019.05.14	无	无	无	无

资料来源：根据奥瑞金所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，该公司通过经营资金回笼，储备了一定规模货币资金，且随着到期债务偿付，负债规模和资产负债率有所下降，但公司短期债务占比快速上升，流动性资金压力很大。目前公司持有一定上市公司股权和货币资金存量，经营获现能力也较好，能够为到期债务的偿还提供一定保障。未来随着二片罐产能逐渐释放以及对外股权收购等，公司仍有较大的营运资金需求和投资性支出需求，资产负债率或将回升。

1. 数据与调整

普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2019 年第一季度财务报表未经审计。公司执行财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）。

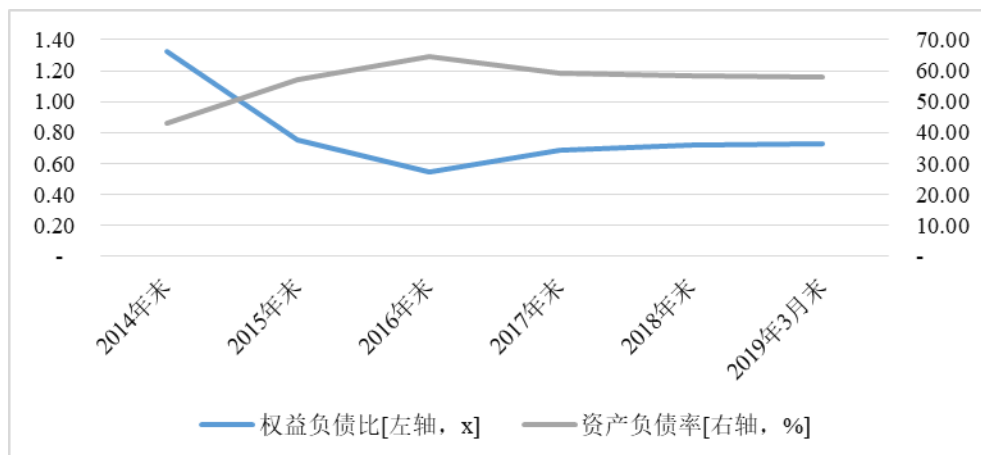
2018 年 5 月 31 日，该公司以 1.11 亿元购买山东青鑫实业有限公司（简称“山东青鑫”）¹⁷51%股权，合并范围新增一家二级子公司，年末公司纳入合并报表范围的二级子公司为 25 家。合并范围的变化对公司影响较为有限。

¹⁷ 自购买日至年末，山东青鑫实现收入 1.54 亿元、净利润 0.12 亿元，经营性净现金流 0.23 亿元；购买日山东青鑫净资产 0.79 亿元。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



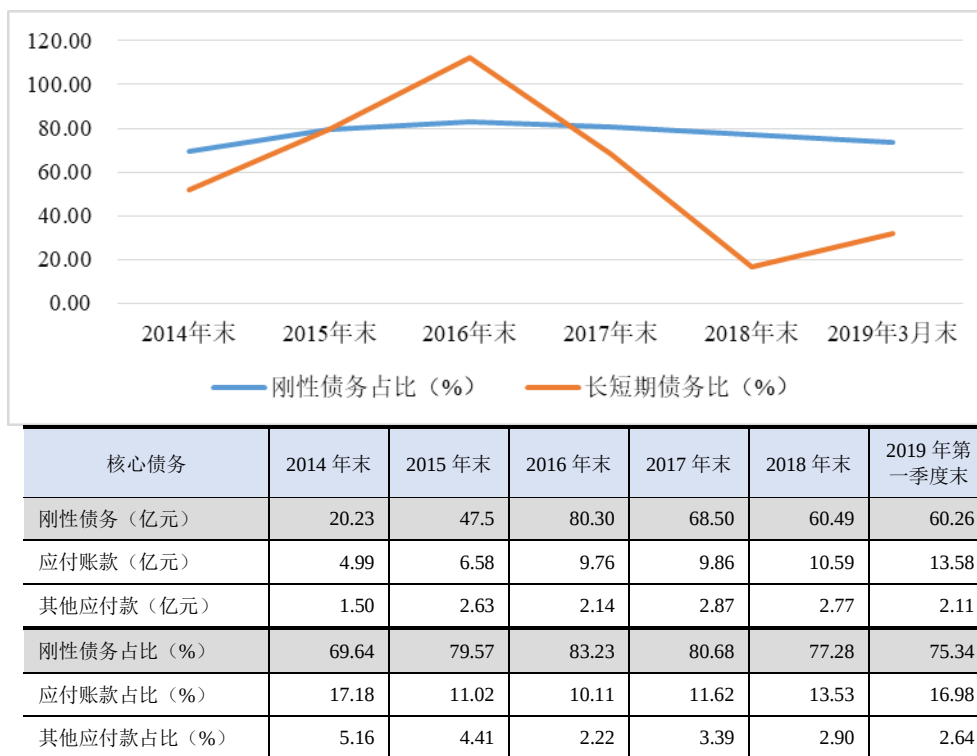
资料来源：根据奥瑞金所提供数据绘制。

2018 年末及 2019 年 3 月末, 该公司总负债分别为 78.27 亿元和 79.98 亿元, 较 2017 年末的 84.90 亿元有所减少, 系跟踪期内公司偿还部分刚性债务所致。权益资本方面, 同期末公司的所有者权益分别为 56.16 亿元和 58.37 亿元, 较 2017 年末的 58.58 亿元有所波动, 系利润分配及经营利润积累所致; 截至 2019 年 3 月末, 公司权益资本主要由实收资本及未分配利润构成, 分别占比 40.35% 和 53.25%, 未分配利润占比很高, 从近年数据看, 2013-2015 年以及 2017 年公司均进行了一定的现金分红¹⁸, 若未来公司进行大额利润分配, 将对公司权益资本实力产生较大影响。跟踪期内, 随着公司到期债务偿付, 2018 年末及 2019 年 3 月末资产负债率分别为 58.22% 和 57.81%, 较 2017 年末的 59.17% 有所回落, 目前公司负债经营程度处于较合理水平; 但未来随着二片罐新增产能的逐步释放以及收购波尔亚太相关公司股权, 预计公司有较大的资金需求, 资产负债率将有所回升。

¹⁸ 2013-2015 年以及 2017 年, 公司现金分红分别为 3.07 亿元、4.05 亿元、4.42 亿元和 4.13 亿元, 占净利润的比例分别为 49.86%、50.04%、43.42% 和 58.68%。

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据奥瑞金所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，跟踪期内该公司负债主要以流动负债为主，2018 年末及 2019 年 3 月末流动负债占比分别为 85.64%和 75.78%，较 2017 年末的 59.49%大幅提升，主要系跟踪期内公司部分长期债务因临近到期而陆续转入流动负债所致。从债务构成来看，公司负债仍主要由刚性债务、应付账款和其他应付款构成，2018 年末在总负债中的占比分别为 77.28%、13.53%和 2.90%。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司的刚性债务余额分别为 60.49 亿元和 60.26 亿元，较 2017 年末的 68.50 亿元进一步减少，系跟踪期内公司偿还部分债务所致；同期末，公司的应付账款分别为 10.59 亿元和 13.58 亿元，较 2017 年末的 9.86 亿元持续增加，主要因 2019 年 2 月“16 奥瑞金”进入回售期，因此公司与供应商协商后适当调整付款周期，储备较多货币资金所致；同期末，公司的其他应付款分别为 2.27 亿元和 2.11 亿元¹⁹，较 2017 年末的 2.87 亿元有所减少，主要支付了在建项目相关的应付工程设备款和运费等。

(3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
短期刚性债务合计	10.44	21.6	31.04	35.76	51.34	42.73

¹⁹ 未包含应付利息。

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
其中：短期借款	9.51	14.71	15.47	10.89	17.54	16.84
一年内到期的长期借款	0.75	5.56	7.23	10.19	9.49	5.70
应付短期债券	-	-	-	-	-	-
应付票据	-	0.34	1.15	2.74	6.02	6.12
其他短期刚性债务	0.18	1.00	7.18	11.95	18.30	14.07
中长期刚性债务合计	9.79	25.90	49.26	32.74	9.14	17.53
其中：长期借款	4.84	9.44	20.59	15.29	8.45	7.84
应付债券	4.95	10.91	20.82	14.88	-	4.92
其他中长期刚性债务	-	5.55	7.86	2.57	0.69	4.77
综合融资成本（年化，%）	5.96	5.23	4.36	5.18	5.42	5.17

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

截至 2018 年末，该公司刚性债务为 60.49 亿元，较上年末减少 8.01 亿元，但短期刚性债务较上年末增长 43.57%至 51.34 亿元，其中短期借款和一年内到期的长期借款分别为 17.54 亿元和 9.49 亿元，一年内到期的融资租赁款 2.89 亿元，另外公司“16 奥瑞金”附第三年末即 2019 年一季度发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，公司因此于 2018 年末将相关债券本息 14.91 亿元计入一年内到期的非流动负债。此外，2018 年末公司长期刚性债务为 9.14 亿元，其中长期借款 8.45 亿元。从银行借款类型看，2018 年末公司信用类借款²⁰16.70 亿元，较上年末减少 7.6 亿元，其余银行借款包含抵押借款和质押借款，主要使用房屋建筑物、机器设备、土地使用权及保证金存款、所持上市公司股票²¹、定期存单等作为抵质押物。2019 年 3 月末，公司刚性债务余额为 60.26 亿元，但长短期债务比例有所调整，主要是“16 奥瑞金”未回售部分 4.92 亿元调整至应付债券，另新增约 5 亿元融资租赁借款²²。

图表 20. 截至 2018 年末公司银行借款类型（亿元）

类型	短期借款	长期借款 （含一年内到期的长期借款）	合计
抵押借款	0.30	3.89	4.19
质押借款	14.52	0.07	14.59
信用借款	2.72	13.98	16.70
合计	17.54	17.93	35.47

资料来源：奥瑞金。

从融资成本来看，该公司 2018 年和 2019 年一季度的综合融资成本分别约为 5.42%和 5.17%。总体来看，跟踪期内公司刚性债务规模有所下降，但融资成本有所上升且公司短期刚性债务占比很高，规模很大，面临很大的资金周转压力，同时应关注外部融资环境变化可能带来的压力。

²⁰ 由该公司的母公司或其子公司担保的借款统计时计入信用类借款。

²¹ 公司使用 7310 万股永新股份股票质押借款。

²² 共 6 笔，期限均为 3 年，利率 4.75%。

图表 21. 公司 2019 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	0.76	0.06	-	-	-
3%~4%（不含 4%）	-	-	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	19.75	2.50	5.00	-	-
5%~6%（不含 6%）	15.60	3.73	0.80	2.16	-
6%~7%（不含 7%）	0.60	0.97	-	-	-
7%及以上	-	-	1.75	-	-
合计	36.70	7.27	7.55	2.16	-

资料来源：奥瑞金。

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1
营业周期（天）	128.91	128.98	148.18	162.19	128.32	-
营业收入现金率（%）	115.20	108.05	94.88	119.39	107.65	94.30
业务现金收支净额（亿元）	11.86	17.25	13.89	25.76	27.17	8.66
其他因素现金收支净额（亿元）	-4.16	-5.39	-6.29	-6.85	-6.39	-2.04
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	7.70	11.85	7.60	18.91	20.78	6.62
EBITDA（亿元）	13.39	17.64	21.65	17.45	12.89	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.84	0.52	0.34	0.23	0.20	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	12.54	10.35	6.01	4.47	3.95	-

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2018 年及 2019 年一季度，该公司的营业收入现金率分别为 107.65%和 94.30%，公司现金回笼情况整体较好；2018 年公司的营业周期为 128.32 天，同比有所降低，主要是公司加强应收账款催收，回收情况有所改善。同期，公司经营性净现金流分别为 20.78 亿元和 6.62 亿元，分别同比增加 1.87 亿元和 7.89 亿元。

该公司 2018 年 EBITDA 为 12.89 亿元，仍主要来自公司利润总额、固定资产折旧和列入财务费用的利息支出，占比分别为 41.93%、27.58%和 24.36%，因利润总额减少，使得当年 EBITDA 同比显著减少 4.56 亿元。同期，EBITDA 对刚性债务及对全部利息支出的保障倍数分别为 0.20 倍和 3.95 倍，覆盖程度进一步下降。

(2) 投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1
回收投资与投资支付净流入额	-0.64	-9.43	-28.58	9.48	-1.56	-0.04
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-8.92	-11.94	-10.97	-5.83	-3.10	-0.20
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.19	0.36	-0.78	0.47	-0.82	0.12
投资环节产生的现金流量净额	-9.73	-21.01	-40.33	4.11	-5.48	1.10

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

2018 年及 2019 年一季度，该公司投资环节产生的现金净流量分别为-5.48 和 1.10 亿元，其中购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额分别为-3.10 亿元和-0.20 亿元，系跟踪期内公司继续推进二片罐在建项目所致，回收投资与投资支付现金流净额已较小。根据公司未来 3 年的投融资规划，随着二片罐产能布局的逐步完成，公司未来产能方面的资本性支出已不大，但随着波尔亚太相关公司股权收购事项的推进，预计公司还将有大额股权投资性支出。

(3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019Q1
权益类净融资额	-2.66	-3.89	-4.36	0.14	-4.13	-0.11
债务类净融资额	6.67	22.06	27.79	-20.59	-15.97	-1.32
其中：现金利息支出	0.90	1.48	2.67	3.37	3.10	0.38
筹资环节产生的现金流量净额	4.01	18.16	23.43	-20.46	-20.10	-1.43

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

2018 年及 2019 年一季度，该公司筹资性净现金流分别为-20.10 亿元和-1.43 亿元，因跟踪期内公司偿还部分刚性债务，使得筹资性现金流呈现净流出。但公司目前营运资金压力较大，且未来随着二片罐产能的逐步释放，营运资金需求仍较大，加之投资性支出需求，公司未来将持续面临较大的筹资性压力。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	35.1	51.72	55.49	55.56	49.51	55.57
	51.89%	49.34%	37.15%	38.72%	36.83	40.17
其中：现金类资产（亿元）	12.15	23.57	15.55	20.96	17.03	22.51
应收账款（亿元）	11.02	17.70	27.26	20.25	17.49	16.71
存货（亿元）	6.36	5.74	5.22	7.62	7.03	7.54
其他流动资产（亿元）	1.32	1.67	4.14	4.09	3.18	3.02
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	32.54	53.10	93.89	87.92	84.92	82.78

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
	48.11%	50.66%	62.85%	61.28%	63.17%	59.83%
其中：固定资产（亿元）	24.29	29.25	35.16	46.6	46.80	43.87
在建工程（亿元）	3.61	5.37	13.03	4.18	2.55	2.67
可供出售金融资产（亿元）	0.01	0.98	1.58	3.31	3.55	-
长期股权投资（亿元）	-	7.73	35.33	25.59	22.36	21.10
无形资产（亿元）	2.30	2.83	4.59	4.75	5.17	5.00

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司总资产分别为 134.43 亿元和 138.35 亿元，较 2017 年末的 143.48 亿元有所减少，主要是公司通过回笼下游资金偿付到期债务以及长期股权投资评估减值所致。从资产期限结构来看，跟踪期内公司资产仍主要集中于非流动资产，2018 年末及 2019 年 3 月末非流动资产占比分别为 63.17%和 59.83%。

从流动资产构成来看，该公司 2018 年末流动资产主要由现金类资产、应收账款、存货和其他流动资产构成，在流动资产中的占比分别为 34.41%、35.32%、14.19%和 6.42%。截至 2019 年 3 月末，公司现金类资产为 22.56 亿元，其中货币资金为 21.78 亿元（其中受限货币资金为 6.41 亿元），主要是“16 奥瑞金”于 2019 年 2 月进入回售期，公司提前储备较多货币资金以备还款。2018 年末及 2019 年 3 月末公司应收账款分别为 17.49 亿元（其中一年以内的占比超过 96%）和 16.71 亿元，较 2017 年末的 20.25 亿元继续减少，系跟踪期内公司加快客户回款所致，2018 年末公司应收账款共计提坏账准备 2.39 亿元（当年计提 2714 万元），应收账款前五名共计 8.39 亿元；同期末公司的存货规模分别为 7.03 亿元和 7.54 亿元，较 2017 年末的 7.62 亿元变化不大。2018 年公司的存货周转率和应收账款周转率分别为 8.28 次和 4.33 次，存货周转效率较好，同时公司已加快客户回款。同期末，公司其他流动资产分别为 3.18 亿元和 3.02 亿元，主要为待抵扣增值税。

从非流动资产构成来看，该公司 2018 年末非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产构成，在非流动资产中的占比分别为 26.33%、55.11%、3.01%和 6.08%。2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长期股权投资分别为 22.36 亿元和 21.10 亿元，较上年末的 25.59 亿元进一步减少，主要系 2018 年末公司对持有的中粮包装股权减值 5.01 亿元，2019 年 3 月公司将间接持有的纪鸿包装 14.1%股权作价 7850 万元转让（转让后公司不再持有纪鸿包装股权）所致。目前公司长期股权投资主要由中粮包装、永新股份和沃田集团等股权构成。同期末固定资产分别为 46.80 亿元和 43.87 亿元，较 2017 年末的 46.60 亿元变化不大，同期末在建工程分别为 2.55 亿元和 2.66 亿元，随着二片罐等项目逐步建成转固公司在建工程规模已不大；同期末无形资产账面价值分别为 5.17 亿元和 5.00 亿元，较 2017 年末的 4.75 亿元小幅增长，主

要为土地使用权、欧塞尔的球员合同价值以及新增山东青鑫销售网络²³等。

受限资产方面，截至 2019 年 3 月末，该公司受限资产金额 32.64 亿元，占总资产的 24.28%。

总体来看，该公司通过回笼经营性资金等方式筹集了较多现金类资产以备到期债务的偿付，同时公司新增债务导致受限资产增多，需关注后续营运资金压力以及资产流动性压力。

图表 26. 截至 2019 年 3 月末公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产	账面价值	受限部分占总资产比例（%）	受限原因
货币资金	6.41	4.77	用于向银行申请长短期借款、开具信用证、保函及承兑汇票所存入的保证金
固定资产	14.91	11.09	用于融资借款的房屋及建筑物和机器设备
无形资产	1.27	0.94	用于长期借款抵押
长期股权投资	10.05	7.48	用于短期借款质押
合计	32.64	24.28	-

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
流动比率（%）	183.49	155.42	121.99	110.01	73.86	91.68
速动比率（%）	135.74	132.13	104.56	90.23	59.46	74.59
现金比率（%）	63.50	70.83	34.19	41.50	25.22	36.04

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 73.86%和 91.68%，速动比率分别为 59.46%和 74.59%，现金比率分别为 25.22%和 36.04%，总体较 2017 年末有所下降。

6. 表外事项

截至 2019 年 3 月末，该公司不存在对合并报表外的企业提供对外担保的事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部是公司主要的经营主体之一，同时对下属生产性的主要子公司进行经营管理，并进行对外股权投资和管理；截至 2019 年 3 月末母公司总

²³ 主要是山东青鑫与青岛啤酒客户关系，山东青鑫为青岛啤酒的“永久经销商”（全球仅 15 个）。销售网络采用多期超额收益法评估。先估算被评估无形资产与其他贡献资产共同创造的整体收益，在整体收益中扣除其他贡献资产的贡献，将剩余收益确定为超额收益，并作为被评估无形资产所创造的收入，将上述收益采用恰当的折现率折现以获得无形资产评估价值。

资产为 107.14 亿元，其中货币资金（16.24 亿元）、存货、应收账款和固定资产等经营性资源，合计 25.33 亿元；期末公司本部总负债为 76.55 亿元，资产负债率为 71.45%，负债经营程度偏高。

该公司本部负责部分的三片罐业务，2018 年及 2019 年一季度实现营业收入分别为 27.79 亿元和 6.24 亿元，净利润分别为-0.45 亿元和 0.34 亿元，经营性净现金流分别为 3.35 亿元和 2.13 亿元，因 2018 年公司对所持中粮包装的股权投资计提减值准备，当年净利润为负。

总体来看，该公司本部对下属子公司在财务和业务经营等方面管控力较强²⁴，且公司本部拥有相当部分的经营性资产，但本部负债经营程度偏高，2018 年因长期股权投资减值等原因导致母公司经营亏损。

外部支持因素

金融机构支持方面，截至 2019 年 3 月末，该公司合并口径已获得商业银行等金融机构授信总额（不含已使用完的外币授信）为 67.05 亿元，其中尚未使用额度为 26.75 亿元，后续仍有一定融资空间。

图表 28. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	67.05	67.05	40.30	4.35-5.46%	部分含房地 产抵押、股 票质押、保 证金质押等 附件条件
其中：国家政策性金融机构（亿元）	3.00	3.00	2.50	4.9875%	
工农中建交五大商业银行（亿元）	17.63	17.63	8.81	4.35-5.46%	
其中：大型国有金融机构占比（%）	30.77	30.77	28.07	-	-

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理（截至 2019 年 3 月 31 日）。

跟踪评级结论

跟踪期，该公司控股股东上海原龙转让 5%股权，控股股东、实际控制人和组织架构保持稳定，此外上海原龙所持公司股权的质押比例已较高，存在一定的股权质押风险。

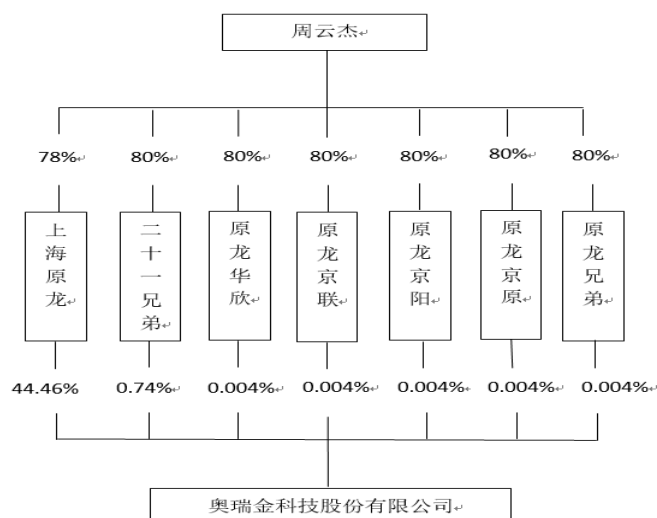
跟踪期，该公司主要客户中国红牛订单情况正常，公司收入同比小幅增长，但中国红牛营业期限已到期，且其与泰国天丝纠纷未有定论，公司及其子公司与泰国天丝的诉讼案件也仍为中止状态，仍需关注相关诉讼进展及对公司经营产生的影响。此外，由于原材料价格处于高位、公司投资的中粮包装发生减值等原因，公司业绩出现明显下滑。

²⁴ 公司本部通过推荐、委派等方式，派出相关人员担任子公司的董事、监事和高级管理人员；并对下属子公司实施统一集中的财务和资金管理。

跟踪期，该公司基本完成全国性产能布局，同时公布计划收购波尔亚太相关公司股权，相关收购有助于公司进一步提高规模优势，但投资规模较大，且公司短期债务规模及占比已较高，目前即期债务压力已较大，上述投资或导致公司债务压力进一步增大。

附录一：

公司与实际控制人关系图

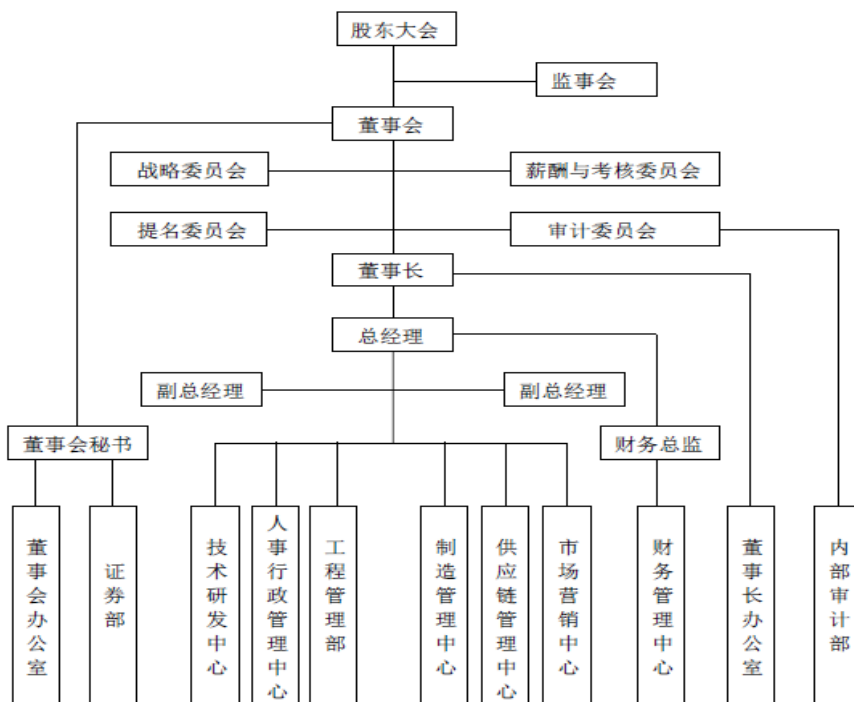


注：根据奥瑞金提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

上图公司名称为简称，全称如下：上海原龙投资控股（集团）有限公司、北京二十一兄弟商贸有限公司、北京原龙华欣科技开发有限公司、北京原龙京联咨询有限公司、北京原龙京阳商贸有限公司、北京原龙京原贸易有限公司、北京原龙兄弟商贸有限公司

附录二：

公司组织结构图



注：根据奥瑞金提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
上海原龙投资控股（集团）有限公司	上海原龙	公司之控股股东	—	对高新技术产业的投资、实业投资、资产管理（除金融业务）	94.96	49.96	91.70	0.12	18.95	12.89	
奥瑞金科技股份有限公司	奥瑞金科技	本级	—	金属容器的研发、生产、销售及灌装和数据服务等	60.49	56.16	81.75	2.24	20.78	12.89	
湖北奥瑞金制罐有限公司	湖北奥瑞金	核心子公司	100	生产和销售金属包装产品	6.57	18.70	14.50	4.14	6.58	6.05	
江苏奥瑞金包装有限公司	江苏奥瑞金	核心子公司	100	生产和销售金属包装产品	0.28	9.45	15.71	4.06	4.02	5.71	

注：根据奥瑞金 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
资产总额[亿元]	149.39	143.48	134.43	138.35
货币资金[亿元]	14.11	19.81	15.86	21.77
刚性债务[亿元]	80.30	68.50	60.49	60.26
所有者权益[亿元]	52.91	58.58	56.16	58.37
营业收入[亿元]	75.99	73.42	81.75	20.51
净利润[亿元]	11.53	6.90	2.24	2.37
EBITDA[亿元]	21.65	17.45	12.89	—
经营性现金净流入量[亿元]	7.60	18.91	20.78	6.62
投资性现金净流入量[亿元]	-40.33	4.11	-5.48	1.10
资产负债率[%]	64.58	59.17	58.22	57.81
权益资本与刚性债务比率[%]	65.88	85.52	92.86	96.86
流动比率[%]	121.99	110.01	73.86	91.68
现金比率[%]	34.19	41.50	25.22	36.04
利息保障倍数[倍]	5.16	3.48	2.62	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	148.18	162.19	128.32	-
毛利率[%]	34.56	27.59	25.79	26.71
营业利润率[%]	19.51	13.58	6.55	16.13
总资产报酬率[%]	14.62	9.29	6.15	—
净资产收益率[%]	23.52	12.37	3.90	—
净资产收益率*[%]	24.36	13.04	4.08	—
营业收入现金率[%]	94.88	119.39	107.65	94.30
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	19.31	39.39	35.36	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-41.92	25.38	18.76	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.01	4.47	3.95	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.23	0.20	—

注：表中数据依据奥瑞金经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率* (%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。