

奥瑞金科技股份有限公司
及其发行的 16 奥瑞金与奥瑞转债
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(2020)100465】

评级对象: 奥瑞金科技股份有限公司及其发行的 16 奥瑞金与奥瑞转债

	16 奥瑞金	奥瑞转债
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 28 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 14 日	-
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2015 年 12 月 23 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 6 月 14 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 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	9.82	9.95	2.47	6.16
刚性债务	37.45	41.32	29.37	38.58
所有者权益	36.14	30.24	28.60	28.55
经营性现金净流入量	8.00	3.35	0.90	-0.66
合并口径数据及指标:				
总资产	143.48	134.43	147.33	150.22
总负债	84.90	78.27	87.59	89.81
刚性债务	68.50	60.49	54.47	63.84
所有者权益	58.58	56.16	59.74	60.42
营业收入	73.42	81.75	93.69	18.73
净利润	6.90	2.24	6.93	0.53
经营性现金净流入量	18.91	20.78	14.98	-4.69
EBITDA	17.45	12.89	18.85	-
资产负债率[%]	59.17	58.22	59.45	59.78
权益资本与刚性债务 比率[%]	85.52	92.86	109.66	94.63
流动比率[%]	110.01	73.86	75.44	98.83
现金比率[%]	41.50	25.22	9.77	21.10
利息保障倍数[倍]	3.48	2.62	4.25	-
净资产收益率[%]	12.37	3.90	11.96	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	39.39	35.36	22.64	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	25.38	18.76	0.41	-
EBITDA/利息支出[倍]	4.47	3.95	5.86	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.23	0.20	0.33	-

注:根据奥瑞金经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

王婷亚 wty@shxsj.com
王科柯 wkk@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 奥瑞金与奥瑞转债的跟踪评级反映了 2019 年以来奥瑞金在产能布局、经营规模等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在重要客户经营风险、短期偿债、新增产能释放及内部整合、股权投资及股权质押等方面继续面临压力。

主要优势:

- **规模优势明显。**奥瑞金已基本完成二片罐的全国性产能布局,跟踪期亦完成对波尔亚太相关公司的股权收购,公司已成为全国规模最大的金属制罐企业之一,规模优势显著。
- **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。

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。目前中国红牛对奥瑞金订单总量变化不大,但相关主体红牛维他命的营业期限已到期,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。
- **债务偿付压力及投融资压力。**奥瑞金资产负债率较高,且刚性债务规模及占比仍较大,根据规划未来公司还有一定产能并购需求,公司面临债务压力及投融资压力。
- **产能释放压力及整合压力。**跟踪期内,奥瑞金完成对波尔亚太相关公司的股权收购,自建产能亦不断投放,公司二片罐产能持续增大,目前二片罐行业竞争激烈,公司产能释

大压力；此外公司后续还面临对波尔相关公司在业务、财务等方面的整合，相关情况还有待观察。

- **原材料成本控制压力。**跟踪期内，奥瑞金金属罐主要原材料马口铁和铝材价格大部分时期处于高位，公司成本控制难度较大。
- **股权投资风险。**奥瑞金对外股权投资规模仍较大，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 2020 年 3 月末，奥瑞金控股股东上海原龙已将其持有的超过 60% 的公司股票用于质押，控股股东股票质押率持续较高。

评级关注

- **奥瑞转债转股情况。**奥瑞转债将于 2020 年 8 月进入转股期，目前奥瑞金股价低于初始转股价，关注“奥瑞转债”实际转股情况。

➤ 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

及其发行的 16 奥瑞金与奥瑞转债

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及其发行的 16 奥瑞金与奥瑞转债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 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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”和“奥瑞转债”。“16 奥瑞金”发行规模 15 亿元，发行时票面利率 4.00%，期限 5 年，附第三年末发行人调整票面利率选择权，第三年末和第四年末投资者回售选择权²。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 年及 2020 年，“16 奥瑞金”两次回售之后，公司已正常支付回售部分本金及利息，目前，剩余托管数量 303.21 万张，余额 3.03 亿元。2020 年 6 月 10 日，中国银河证券股份有限公司作为“16 奥瑞金”的债券受托管理人召集“16 奥瑞金”2020 年第一次债券持有人会议，审议《关于不要求公司提前清偿债务及不要求公司提供额外担保的议案》，但未形成有效决议。

“奥瑞转债”发行规模 10.868 亿元，期限 6 年，将于 2020 年 8 月 17 日进入转股期，募集资金主要用于收购波尔亚太相关公司股权及补充流动资金。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	余额 (亿元)	期限	票面利率	发行时间	本息兑付情况
16 奥瑞金	15	3.03	3+1+1	4% (20160411-20190410) 6.95% (20190411-20210410)	2016 年 4 月	回售部分已兑付， 剩余部分未到期， 正常付息
奥瑞转债	10.87	10.87	6	0.5% (20200211-20210210) 0.8% (20210211-20220210) 1.0% (20220211-20230210) 1.7% (20230211-20240210) 2.0% (20240211-20250210) 2.3% (20250211-20260210)	2020 年 2 月	未到付息日

资料来源：Wind

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”。

² 第四年末回售选择权为 2019 年债券持有人会议审议后增加。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再

贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

金属包装行业仍处于产能过剩状态，行业竞争较为激烈。跟踪期内，由于钢、铝等原材料价格多数时段处于高位，企业成本控制压力仍较大。近年来行业内发生多起并购重组，行业集中度逐渐提升，未来随着龙头企业加强协作，行业竞争情况或有所好转。

A. 行业概况

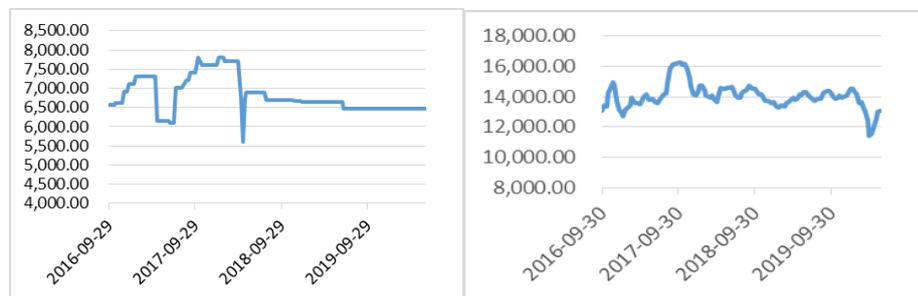
金属包装是我国包装工业的重要组成部分，其产值约占我国包装工业的 10% 左右，主要为食品、罐头、饮料、油脂、化工、药品及化妆品等行业提供包装服务。金属包装容器是指用金属薄板制造的薄壁包装器，广泛应用于食品包装、医药品包装、仪器仪表包装、工业品包装和军火包装等。我国金属包装的最大应用行业是食品工业，其次是化工产品，化妆品和药品也占一定的比例。

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。从行业现状看，我国人均年消耗饮料易拉罐的数量不到 50 罐，远低于发达国家 200-300 罐的数量；同时相较于发达国家 50-70% 的啤酒罐化率，我国啤酒罐化率仍较低，未来金属包装行业仍有较广阔的市场发展空间。

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。2019 年以来，钢铁价格总体处于高位，铝锭价格除在 2020 年初出现快速下降后回升情况，企业大部分时期仍处于高位。

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，行业整体盈利水平较低，但随着近年来行业集中度逐渐提升，龙头企业逐渐开始缓慢提价，企业盈利情况有所好转。三片罐方面，因企业客户相对稳定，毛利率相对较高，售价相对稳定，跟踪期内由于原材料成本仍处于高位，企业毛利率同比变化不大。

图表 3. 行业内部分主要企业毛利率变化情况

二片罐	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
宝钢包装	11.96%	10.13%	11.72%	13.16%
奥瑞金	6.65%	6.78%	4.70%	9.94%
三片罐	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
昇兴股份	22.88%	17.03%	13.89%	13.78%
嘉美包装	27.99%	22.86%	19.31%	19.68%
奥瑞金	45.03%	38.73%	35.71%	35.17%

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 VOCs³ 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，目前二片罐行业产能超过 500 亿罐，行业需求约 400 多亿罐，行业产能仍处于过剩状态。

近年来金属包装行业发生多起并购重组，行业集中度整体有所提升。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 年下半年中粮包装控股有限公司（简称“中粮包装”）陆续收购了浙江纪鸿包装有限公司（简称“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）；2019 年奥瑞金收购波尔亚太相关包装公司股权。此外，奥瑞金 2016 年已入股中粮包装成为其第二大股东。目前国内二片罐主要集中在奥瑞金（含波尔中国）、中粮包装、昇兴股份、太平洋制罐、宝钢包装等龙头企业（上述几家龙头市场占有率约 69%）。三片罐市场则主要集中于国内的奥瑞金、嘉美包装、昇兴股份、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，且由于行业产能过剩，行业内企业竞争较为激烈。未来随着行业集中度的提升以及龙头企业之间加强协作，包装企业议价能力或逐渐提升。

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、青岛啤酒和百威啤酒主要由奥瑞金（含波尔）供货、燕京啤酒主要由太平洋制罐供货、可口可乐

³ 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。

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，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普遍超过 50%；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

跟踪期内，该公司完成对波尔亚太相关公司的股权收购，自建产能布局也基本完成，公司二片罐业务规模优势明显提升，但需关注新建产能释放情况以及未来内部整合情况。2019 年公司核心客户中国红牛订单量同比变化不大，但 2020 年第一季度受新冠疫情影响，包含中国红牛在内的主要客户订单量有所减少，导致公司收入及利润同比发生一定下滑，后续随着各地陆续复工，相关订单已有所恢复。未来公司或还有一定产能并购需求，或可能面临一定投融资压力。

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。近年来公司通过自建产能及对外并购等方式，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，一方面依赖于中国红牛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、君乐宝等，二片罐主要客户为青啤、百威、加多宝、东鹏特饮、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

2019年，该公司实现主营业务收入83.84亿元，同比增加9.45亿元，其中三片饮料罐同比变化不大，二片罐则受益于自建产能逐渐释放以及四季度合并波尔四家公司导致收入同比增加9.13亿元⁴。同年公司主营业务毛利率小幅下降1.16个百分点，主要是毛利相对较低的二片罐占比上升所致，当年公司三片饮料罐及二片饮料罐毛利率分别较上年下降0.7和上升5.24个百分点。公司灌装业务规模仍不大，跟踪期随着对加多宝灌装业务的恢复以及引入百威、战马等客户，公司灌装业务收入及毛利率也有所提升。从业务构成看，三片饮料罐仍是公司收入的主要来源，2019年在主营业务收入中占比超过60%。2020年第一季度，公司实现营业收入18.73亿元，同比下降8.66%；同期毛利率为22.05%，同比下滑4.66个百分点，主要因新冠疫情影响，下游客户生产需求减小所致，其中红牛订单量2月份较小，之后已逐渐恢复。

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⁵。2019年及2020年一季度，公司其他业务分别实现销售收入9.85亿元和2.56亿元，同比分别增加2.49亿元和0.93亿元，同期毛利率分别为-1.24%和26.4%。其中2019年及2020年第一季度，其他业务收入中欧塞尔收入分别为0.9亿元和0.95亿元，毛利分别为-0.58亿元和0.61亿元。剔除欧塞尔影响，2019年其他业务毛利率为5.1%。总体来看，欧塞尔业绩变化较大，关注其业绩变化对公司其他业务的影响情况。

(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				
	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月	2019年1-3月	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月	2019年1-3月
三片罐-饮料罐	47.75	52.71	52.34	8.40	12.81	39.50	37.59	36.89	36.93	38.72
三片罐-食品罐	3.28	4.42	4.91	1.27	0.93	7.30	13.22	16.96	14.73	13.44
二片罐-饮料罐	13.25	15.96	25.09	6.27	4.77	6.78	4.70	9.94	2.55	10.92
灌装	1.06	1.30	1.50	0.24	0.37	13.30	1.12	16.90	16.08	15.36

⁴ 波尔四家公司2019年第四季度营收5.06亿元。

⁵ 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。2019年末欧塞尔总资产1.53亿元，净资产-0.19亿元，当年净亏损0.62亿元。

业务板块	营业收入					毛利率				
	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月	2019年1-3月	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月	2019年1-3月
主营业务合计	65.34	74.39	83.84	16.17	18.88	30.82	28.45	27.29	21.36	29.02
其他	8.08	7.36	9.85	2.56	1.63	1.44	-1.11	-1.24	26.38	0.06
合计	73.42	81.75	93.69	18.73	20.51	27.59	25.79	24.29	22.05	26.71

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。跟踪期公司完成对波尔亚太相关公司股权收购，基本完成二片罐和三片罐的全国性产能布局，截至 2020 年 3 月末，公司二片罐和三片罐产能分别约为 135 亿罐/年（其中波尔四家公司年产能约 64 亿罐⁶）和 87 亿罐，成为国内规模最大的金属制罐企业之一。

图表 6. 公司制罐产销情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年一季度	2019年第一季度
产能（亿罐）	143.38	143.76	172.35	55.42	36.42
产量（亿罐）	92.87	98.09	135.60	26.20	25.98
销量（亿罐）	91.26	99.03	133.13	25.71	25.59
产能利用率（%）	64.77	68.23	78.68	47.28	71.33
产销率（%）	98.27	100.96	98.18	98.13	98.50

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。

2019 年及 2020 年第一季度，该公司三片罐年化产能分别约为 86 亿罐及 87 亿罐，整体变化不大，少量调整主要系甘南奶粉项目投产（飞鹤奶粉厂中厂项目，产能约 5000 万罐/年）、公司处置部分老旧生产设备、通过技改等方式优化部分生产线所致。2019 年，公司三片罐产能利用率同比变化不大；但 2020 年第一季度，受新冠疫情影响，公司三片罐产能利用率同比下滑约 23 个百分点至 43%，后续随着国内疫情有效控制，各地逐渐复工复产（其中湖北地区 3 月中旬复产），产能利用率或逐渐恢复。跟踪期，公司三片罐产销率保持良好，2019 年及 2020 年一季度产销率分别为 99.86% 和 98.92%。

跟踪期，该公司二片罐产能大幅提升至约 135 亿罐/年。公司二片罐主要分

⁶ 波尔四家公司二片罐设计产能为 75 亿罐/年，考虑检修、换型等因素后，实际产能按照 64 亿罐/年计算，此外波尔北京公司产能 2020 年 4 月起陆续搬迁至陕西基地，2020 年内对产能造成一定影响。

为自建和收购两部分。自建方面，跟踪期公司山东 500ml 罐型生产线（5.2 亿罐）项目 2019 年 9 月正式投产，目前自建二片罐产能约 71 亿罐/年。此外，公司于 2019 年 10 月完成对 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”、“波尔四家公司”）股权的收购⁸，波尔四家公司共有二片罐产能约 64 亿罐/年。目前公司已基本完成二片罐产能布局，二片罐生产基地已覆盖东、中、西部多个城市，包含浙江、广东、广西、山东、陕西、湖北等。收购波尔四家公司后，公司将对二片罐业务进行统一管理，未来规模效应或进一步发挥。但是目前由于市场竞争激烈、人员负担较大等原因，波尔亚太相关公司整体处于亏损状态，关注实际整合情况。2019 年，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；2020 年第一季度，公司二片罐业务同样受到新冠疫情影响，产能利用率同比下滑约 29 个百分点至 50%，尽管后期随着各基地陆续复工复产，产能利用率有所提升，但由于下游啤酒行业未完全恢复至往年水平，预计全年公司二片罐产量同比将发生一定下滑。

此外，该公司的子公司波尔亚太（北京）金属容器有限公司（简称“波尔北京”）已与北京雁栖中诚科技发展有限公司（简称“雁栖发展”）签署《怀柔科学城区域配套资源整理协议》，公司将向雁栖发展移交波尔北京相关的土地、房屋、附属物及设备设施等，雁栖发展则向公司支付整理补偿补助款 2.06 亿元。同时公司考虑到陕西基地产能已出现不足现象，因此计划将波尔北京的生产线搬迁至陕西基地⁹。目前波尔北京相关生产线已停工，搬迁工作正在进行，预计 2020 年 7 月底完成搬迁工作。根据公司初步估算，上述补偿补助款覆盖相关搬迁成本后略有盈余。搬迁完成前，原波尔北京相关订单将分配至其他二片罐基地。

该公司其他在建项目已较少，主要是北京生产基地仍在厂房升级改造中，完成后将扩大研发中心并新增三片异形罐产能约 1 亿罐/年，该项目未来主要用作新罐型研发以及小试、中试需求，其中中试产量相对较多，可用于对外出售。

图表 7. 截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目	计划投资金额	已投资金额	投资资金来源
北京厂房升级改造项目	1.40	0.78	自有资金
合计	1.40	0.78	--

资料来源：奥瑞金

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 此次股权收购交易采用基础资产法作为评估结果，最终交易作价 15.67 亿元（产生商誉 0.59 亿元），未要求交易对方做出业绩承诺，公司于 2019 年 10 月开始合并波尔相关公司报表。本次收购另设置了交叉持股安排，波尔有义务购买价值不低于 5000 万美元的奥瑞金普通股股票，奥瑞金有权利购买价值不超过 2 亿美元的波尔普通股股票，上述交叉持股安排未来或加深两家公司在全球的商业合作关系。

⁹ 主要设备及部件搬迁，另补充一部分设备，完成后新产能略大于原北京基地产能。

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¹⁰。公司与供应商签订的基本上为季度合同，2019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 52.80%，同比上升 2.7 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。

2019 年及 2020 年一季度，该公司用于生产的马口铁采购量分别为 21.83 万吨和 5.80 万吨，同比均小幅增长；同期公司铝采购量分别为 11.38 万吨和 3.28 万吨，同比均发生一定增长，主要是业务规模有所扩大所致。同期马口铁采购均价分别为 6032 元/吨和 5695 元/吨，同比分别上升 8.18% 和 6.45%；铝的采购均价分别为 17558 元/吨和 16873 元/吨，分别同比上升 2.22% 和 2.24%。总体看跟踪期马口铁和铝的价格仍处于高位，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. 公司前五大供应商采购情况（万元、%）

供应商	2020 年一季度采购额	比重	2019 年采购额	比重	定价原则
供应商一	14,323.54	15.64	78,440.67	15.64	市场定价
供应商二	11,521.67	12.58	50,975.09	10.16	市场定价
供应商三	10,791.00	11.78	50,456.62	10.06	市场定价
供应商四	9,808.91	10.71	43,162.66	8.61	市场定价
供应商五	8,756.22	9.56	41,780.35	8.33	市场定价
合计	55,201.34	60.27	264,815.38	52.80	--

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，跟踪期仍按上述账期执行¹¹。

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，主要生产基地紧邻客户而建，以降低运输成本，满足客户快速、大批量采购需求。

¹⁰ 波尔四家公司现有采购合同将于 2020 年底到期，到期后纳入公司集采系统。

¹¹ 波尔四家公司目前与主要供应商账期 180 天，相关采购政策将于目前合同到期后纳入公司集采系统。

图表 9. 公司分地区销售情况（亿元）

分地区	2019 年		2020 年第一季度	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
华东地区	28.79	30.73	5.36	29.86
华南地区	24.04	25.66	5.81	32.37
华中地区	20.20	21.56	3.49	19.44
华北地区	10.71	11.43	1.47	8.18
西北地区	4.39	4.68	0.71	3.97
西南地区	2.06	2.20	0.30	1.69
东北地区	1.95	2.08	0.62	3.45
境外地区	1.56	1.66	0.19	1.04
合计	93.69	100	17.95	100

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，销售收入占比 90% 左右。公司原主要客户包含中国红牛、青岛啤酒、加多宝、旺旺、东鹏特饮、战马、露露、燕京啤酒、雪花啤酒等，收购波尔四家公司后，向百威啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、雪花啤酒、可口可乐及百事可乐等的供应量有所增加。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，波尔的主要客户账期 120 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。2019 年及 2020 年第一季度，公司前五大客户销售额占总销售额的比重分别为 73.74% 和 74.17%，其中第一大客户中国红牛销售占比分别为 57.18% 和 48.16%。公司目前客户集中度仍很高，但随着二片罐业务拓展以及波尔四家公司业务并入，中国红牛销售占比有所下降。考虑到 2019 年波尔业务仅合并了第四季度¹²，而 2020 年第一季度以来，受疫情影响，啤酒客户订单量减少，预计未来业务逐渐恢复后，公司对红牛销售占比仍有下降空间。

该公司与中国红牛饮料的合作已长达 20 多年，是中国红牛的核心供应商。2019 年，公司占中国红牛罐体采购量比重仍在 95% 左右。中国红牛的主要经营主体之一红牛维他命的营业期限已于 2018 年 9 月 29 日到期¹³，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¹⁴，一旦上述事件导致中国红牛业务出现异常，将对公司生产经营造成很大影响。

¹² 2019 年第四季度，波尔四家公司前五名客户销售额约占波尔销售额的 65%。

¹³ 2020 年 1 月，北京市高级人民法院终审裁定，维持一审法院未受理红牛泰国公司、英特公司以股东身份提出的强制清算红牛维他命饮料有限公司的申请。

¹⁴ 根据公开信息，2019 年 11 月 25 日，北京市高级人民法院一审判决，驳回中国红牛关于广告宣传费的索赔诉求以及确认商标所有权归中国红牛或双方共同所有的请求。中国红牛发布声明称，公司在上述案件中的核心诉求是请求法院确认公司对“红牛系列商标”享有合法权益，即有权使用“红牛系列商标”并享有其上所附收益等合法权益，中国红牛同时认为一审判决回避了前述核心问题，将向最高人民法院提起上诉。

图表 10. 公司前五大客户销售情况（亿元、%）

客户	2020 年一季度销售额	比重	2019 年销售额	比重	定价原则
客户一	7.82	48.16	47.27	57.18	市场定价
客户二	1.81	11.14	6.14	7.3	市场定价
客户三	1.32	8.14	2.96	3.52	市场定价
客户四	0.60	3.69	2.86	3.4	市场定价
客户五	0.49	3.04	1.97	2.34	市场定价
合计	12.04	74.17	61.19	73.74	--

资料来源：奥瑞金

跟踪期，该公司三片罐和二片罐销售均价均小幅上升，主要因原材料铝及马口铁的价格多数时间处于高位，公司对相关产品进行了小幅提价（约 1-2 分/罐）。在结算上，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、百威啤酒、加多宝、漓泉啤酒、东鹏特饮、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，对中国红牛的销售占比虽有所下滑，但仍处于较高水平，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。2019 年，公司研发投入金额为 0.97 亿元，占营业收入比重为 1.04%。公司拥有专业的研发团队，截至 2019 年末研发人员数量为 81 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。

(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，同时为提高公司向下游客户提供品牌宣传等增值服务的能力，公司也进行了部分多元化投资。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。目前公司主要投资标的包含黄山永新股份有限公司（简称“永新股份”，002014.SZ）、中粮包装、江苏沃田集团股份有限公司（简称“沃田集团”，832139.OC）、天津卡乐互动科技有限公司（简称“卡乐互动”）和 SNK Corporation（简称“SNK”）等。

跟踪期内，该公司以 3.76 亿元购买上海原龙持有的永新股份股权，截至 2019 年末，公司及其子公司对永新股份累计投资 13.73 亿元，持股 12249.65 万股（质押比例 99.97%），持股比例为 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。2019 年，永新股份实现营业收入 26.00 亿元，净利润为 2.74 亿元。

截至 2019 年末，该公司持有中粮包装 2.72 亿股股份，占比 23.40%，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。2019 年中粮包装实现营业收入 73.08 亿元，实现净利润 3.02 亿元。¹⁵

截至 2019 年末，该公司持有沃田集团 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。沃田集团 2019 年实现营业收入 2.30 亿元，净利润 0.43 亿元。

多元化投资方面，该公司主要持股仍为天津卡乐互动科技有限公司（以下简称“卡乐互动”）和 SNK Corporation（简称“SNK”）股权，上述公司主要从事手机游戏的研发、发行、运营等相关业务。截至 2019 年末，公司对上述公司合计投资额为 2 亿元，对卡乐互动和 SNK 持股比例分别为 3.77% 和 2.83%¹⁶。

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，将对公司业绩或权益¹⁷构成一定影响。

图表 11. 2019 年末公司主要被投资主体价值分析（单位：%、亿元）

被投资主体	持股比例	累计投资	账面价值	按持股比例计算的净资产份额	2019 年投资收益	2019 年股利分红
中粮包装	23.40	13.73	9.37	11.55	0.71	0.33
永新股份	24.32	14.10	13.99	4.52	0.47	0.26
沃田集团	17.85	1.04	1.26	0.80	0.08	-
卡乐互动	3.77	1.20	1.02	-	0.14	-
SNK	2.83	0.80	0.55	-	-	-

资料来源：奥瑞金

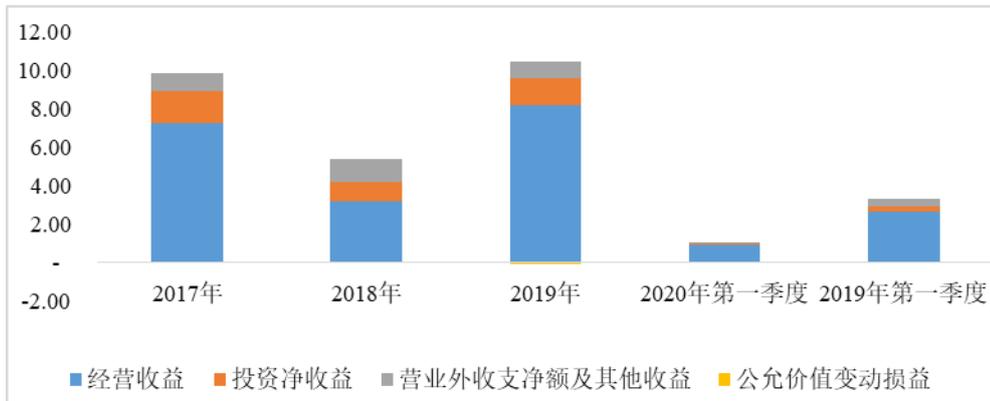
¹⁵ 根据中粮包装相关公告，其已与加多宝（天津）饮料有限公司（简称“加多宝天津”）等相关方签订协议，由加多宝天津回购其持有的清远加多宝本草 30.58% 的股权。

¹⁶ 2018 年，卡乐互动将控股子公司 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，之后 SNK 在韩国证券交易所上市，公司间接持有 SNK 股权比例摊薄至 2.83%。

¹⁷ 2019 年起，公司将卡乐互动及 SNK 股权计入其他权益工具投资，未来相关股权公允价值变动计入其他综合收益。

(3) 盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构（亿元）¹⁸



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¹⁹和资产处置收益）仍是公司盈利的重要补充。

2019年及2020年第一季度，该公司经营收益分别为8.19亿元和0.90亿元，同比分别增加5.01亿元和减少1.78亿元。其中2019年公司经营收益增长，主要是上年公司对所持中粮包装股权进行减值测试并计提5.01亿元减值准备等导致当年资产减产损失5.58亿元，2019年无上述因素影响。2020年第一季度，公司经营收益下降主要是由于年初受新冠疫情影响，公司及上下游企业均出现一段时间停工所致。

2019年，该公司合并范围增加了波尔四家公司相关数据（第四季度），同时中国红牛订单同比变化不大，公司收入及毛利同比均有一定增长；2020年主要受新冠疫情影响，公司收入及毛利同比均发生一定下滑。2019年及2020年第一季度，公司分别实现营业毛利为22.76亿元和4.13亿元，同比分别增长7.97%和降低24.62%。

期间费用方面，该公司2019年及2020年一季度的期间费用分别为13.15亿元和3.03亿元，同比分别小幅增加1.57亿元和0.38亿元，主要系销售费用和管理费用增加所致。2019年，公司销售费用、管理费用和财务费用分别为3.78亿元、5.46亿元和2.94亿元，其中管理费用同比增长17.76%，主要是职工薪酬增长所致；销售费用同比增长21.77%，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；财务费用同比变化不大。

¹⁸ 图表中营业净收入含其他收益和资产处置收益。

¹⁹ 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。

图表 13. 公司经营收益结构分析

公司经营收益结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业毛利 (亿元)	20.26	21.08	22.76	4.13	5.48
期间费用 (亿元)	11.67	11.58	13.15	3.03	2.65
其中: 销售费用 (亿元)	2.36	3.10	3.78	0.70	0.70
管理费用 (亿元)	5.29	4.63	5.46	1.40	1.20
财务费用 (亿元)	4.02	2.92	2.94	0.87	0.75
期间费用率 (%)	15.89	14.17	14.03	16.19	12.93
其中: 财务费用率 (%)	5.48	3.57	3.14	4.65	3.68
资产减值损失 (亿元)	0.60	5.58	0.76	0.05	0.00
经营收益 (亿元)	7.29	3.18	8.19	0.90	2.68
全年利息支出总额 (亿元)	3.90	3.26	3.22	-	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.21	0.21	0.05	-	-

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 1.41 亿元和 0.11 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 0.91 亿元和 0.05 亿元, 主要来源为政府补助。此外 2019 年公司无形资产处置利得 0.27 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	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益 (亿元)	1.62	1.04	1.41	0.11	0.24
营业外净收入 (含其他收益和资产处置收益) (亿元)	0.98	1.19	0.91	0.05	0.41

资料来源: 根据奥瑞金所提供数据整理。

2019 年, 该公司利润总额和净利润分别为 10.50 亿元和 6.93 亿元, 同比分别增长 94.17% 和 209.88%, 主要是消除了上年资产减值损失影响相关因素所致。2020 年第一季度, 公司利润总额和净利润分别为 1.05 亿元和 0.53 亿元, 同比分别下降 68.39% 和 77.72%, 主要因新冠疫情等相关因素影响所致。

(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, 以已有项目维修技改为主, 并初步规划在条件具备时实施对部分金属制罐企业的收购。其中 Jamestrong Packaging NZ Limited 和 Jamestrong Packaging Australia Pty Ltd (两家公司合称“Jamestrong”) 为公司控股股东上海原龙投资控股 (集团) 有限公司 (简称“上海原龙”) 控股的企业, 主要于新西兰及澳大利亚经营金属二片罐及瓶罐生产销售业务, 下游客户为当地奶粉、番茄酱等生产企业。上海原龙于 2019 年 11 月承诺, 其“将根据 Jamestrong 的经营情况及其与奥瑞金整体业

务布局的匹配性，在 Jamestrong 符合中国境内企业境外投资以及中国境外公司被收购的监管政策，以及满足监管部门在上市公司（重大）资产收购监管过程中对标的资产的相关合法合规性等要求之后，并在最晚不晚于 2022 年 12 月 31 日前，择机将 Jamestrong 注入公司”。奥瑞金也将适时启动研究收购 Jamestrong 的可行性。此外，公司也在研究对中国大陆以外地区其他中小型金属包装企业收购的可行性，以提高对国际化市场的适应能力和产业链国际协同能力。总体来看，公司未来仍有一定的投资资金需求，关注投融资情况。

图表 15. 公司 2020 年~2022 年投融资规划

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度
资本性支出计划（亿元）	3.56	5	2
其中：现有项目维修与技改等（亿元）	1.76	1.5	2
投资与并购（亿元）	1.8	3.5	-
融资安排（净额，亿元）	8	5	2
其中：权益类融资（亿元）	-	-	-
债务类融资（亿元）	8	5	2

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

管理

跟踪期内，该公司控股股东持股比例有所下降，但控股股东及实际控制人未发生变化。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。

跟踪期，该公司控股股东上海原龙通过深圳证券交易所大宗交易系统分次减持其持有的公司股份，截至 2020 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比例为 39.86%，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 40.62% 的股权。

股权质押方面，截至 2020 年 3 月 30 日，控股股东上海原龙及其一致行动人累计质押该公司股份 62188.42 万股，占其所持公司股份的 66.24%，占公司总股本的 26.40%，质押比例较高，面临较大的股权质押风险。

跟踪期，该公司实施限制性股票激励计划，向包含公司部分董事、高级管理人员、中层管理人员等的共 10 名对象进行股票激励，涉及限制性股票 2209.036 万股。上述激励计划设置了相关限制性股票解除限售的考核要求（2019-2021 年），其中第一、第二、第三个解除限售期的业绩考核目标分别为以 2018 年净利润值为基数，2019-2021 年净利润增长率分别不低于 255%、290% 和 320%。鉴于 2019 年，公司实现归属于上市公司股东的净利润同比增长率为 203%，当年公司层面业绩考核不达标，相关激励计划第一个限售期涉及的 441.81 万股限制性股票由公司进行回购注销。

2019 年，该公司与关联方发生资产转让涉及金额 4.60 亿元，其中公司购买上海原龙持有的永新股份相关股权（3.76 亿元），向中粮包装出售纪鸿包装股权（0.79 亿元），相关资产定价方式均为协商定价。此外，公司与关联公司的日常交易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）、中粮包装及其他关联方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 1.29 亿元，占当年营业成本的 1.81%；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 0.90 亿元，占营业收入的 0.96%，上述关联交易按市场价格计算。2019 年末应收关联方款项余额为 0.04 亿元，应付关联方款项余额为 0.63 亿元，均较上年有所减少。

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 2019 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。

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	2020.4.9	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.6.2	正常付息	正常付息	无	无
诉讼	公开信息披露	2020.6.2	无	1	无	1
工商	公开信息披露	2020.6.2	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2020.6.2	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2020.6.2	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，该公司债务期限结构有所改善，但融资成本有所上升，支付波尔相关公司股权收购款及偿还到期债务后，公司货币资金存量减少、且 2020 年一季度受新冠疫情影响下游客户订单有所减少，公司经营性现金流出现净流出，公司仍面临一定短期债务压力。2020 年“奥瑞转债”发行后，上述情况有所好转，且前期归还到期债务后，公司固定资产等抵押比例降低，融资环境或逐步改善。未来随着二片罐产能逐渐释放以及整合波尔亚太相关业务后，公司仍有一定的营运资金需求，投资方面亦或存在并购资金需求，关注上述情况进展及相关资金安排对公司财务的影响。

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 2019 年财务报表

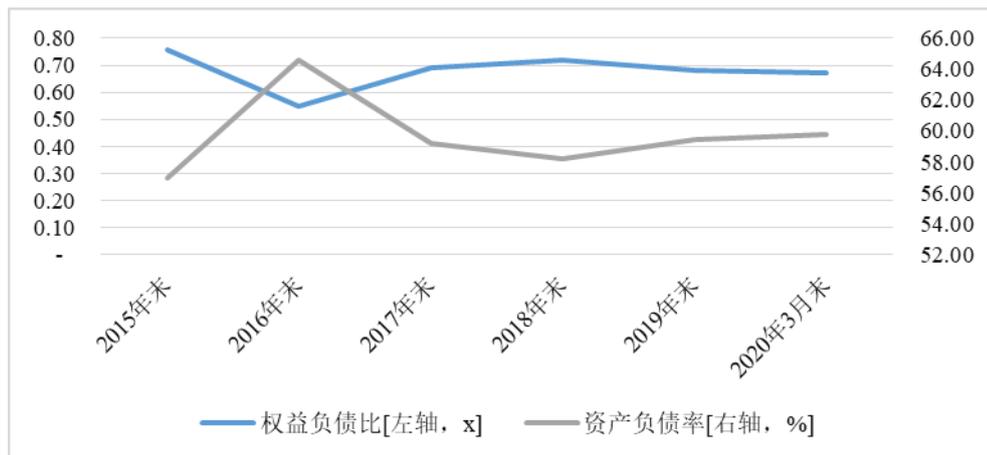
进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2020 年第一季度财务报表未经审计。公司执行财政部于 2006 年 2 月 15 日及以后期间颁布的《企业会计准则——基本准则》、各项具体会计准则及相关规定、以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》等相关规定。

跟踪期，该公司以 15.67 亿元购买波尔亚太(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，自 2019 年 10 月 1 日起，公司合并范围新增上述 4 家子公司。自购买日至年末，上述波尔四家公司实现营业收入 5.06 亿元，净亏损 0.19 亿元，经营性净现金流为-2.08 亿元；购买日波尔四家公司净资产公允价值为 15.08 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。

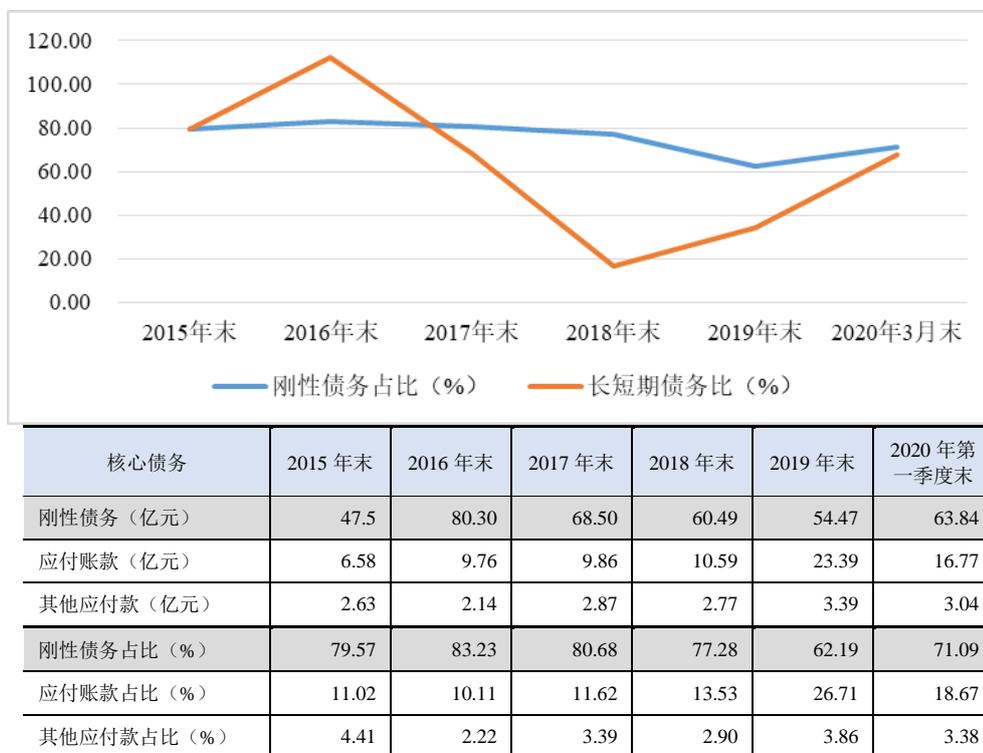
2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司总负债分别为 87.59 亿元和 89.81 亿元，较 2018 年末的 78.27 亿元有所增加，系跟踪期内公司通过融资租赁、可转换公司债券融资额增加所致。权益资本方面，同期末公司的所有者权益分别为 59.74 亿元和 60.42 亿元，较 2018 年末的 56.16 亿元有所增加，主要未分配利润增长所致。截至 2020 年 3 月末，公司权益资本主要由实收资本及未分配利润构成，分别占比 38.98% 和 55.13%，未分配利润占比很高，从近年数据看，2017 年以及 2019 年公司均进行了一定的现金分红²⁰，若未来公司进行大额利润分配，将对公司权益资本实力产生较大影响。同期末，公司资产负债率分别为 59.45% 和 59.78%，较 2018 年末的 58.22% 有所提升，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其他股权收购

²⁰ 2017 年及 2019 年，公司现金分红分别为 4.13 亿元和 4.00 亿元，占归属于上市公司普通股股东的净利润的比率分别为 58.68% 和 58.56%。

安排，预计公司负债率或仍可能提升。

(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，但非流动负债占比有所提升，2019 年末及 2020 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 34.25% 和 67.79%（2018 年末为 16.17%）。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，2019 年末在总负债中的占比分别为 62.19%、26.71% 和 3.86%。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司的刚性债务余额分别为 54.47 亿元和 63.84 亿元，较 2018 年末的 60.98 亿元有所波动，系跟踪期内公司偿还及新增债务所致；同期末，公司的应付账款分别为 23.39 亿元和 16.77 亿元，主要为应付原材料及货款，应付款较 2018 年末的 10.59 亿元大幅增加，主要因新增波尔四家公司应付款（约 9 亿元）所致；同期末，公司其他应付款分别为 3.39 亿元和 3.04 亿元，主要是应付工程款、应付运费等，其中 2019 年末新增应付限制性股票回购款 0.50 亿元导致其他应付款有所增长。

(3) 刚性债务

图表 19. 2020 年 3 月末公司刚性债务构成

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年第一 季度末
短期刚性债务合计	21.6	31.04	35.76	51.34	35.12	31.10

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年第 一季度末
其中：短期借款	14.71	15.47	10.89	17.54	17.19	16.77
一年内到期的长期借款	5.56	7.23	10.19	9.49	5.32	11.82
应付短期债券	-	-	-	-	-	-
应付票据	0.34	1.15	2.74	6.02	3.13	2.51
其他短期刚性债务	1.00	7.18	11.95	18.30	9.49	-
中长期刚性债务合计	25.90	49.26	32.74	9.14	19.35	32.75
其中：长期借款	9.44	20.59	15.29	8.45	10.77	11.14
应付债券	10.91	20.82	14.88	-	-	2.99
其他中长期刚性债务	5.55	7.86	2.57	0.69	8.58	18.62
综合融资成本（年化，%）	5.23	4.36	5.18	5.42	5.61	5.57

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

截至 2019 年末，该公司刚性债务为 54.47 亿元，较上年末减少 6.02 亿元，主要是归还了“16 奥瑞金”等到期债务，年末“16 奥瑞金”减少至 5.19 亿元（含利息）²¹。公司刚性债务主要由银行借款、公司债券、融资租赁款及应付票据等构成。2019 年末，公司短期借款为 17.19 亿元，较上年末变化不大，利率区间 2.80-8.00%，其中质押借款、信用借款、抵押借款和保证借款分别为 8.24 亿元、3.93 亿元、3.52 亿元和 1.50 亿元，其中质押物主要包含货币资金等银行保证金、银行承兑汇票以及公司所持上市公司股票（2019 年末市值 7.55 亿元，主要包含永新股份股票 1.22 亿股、SNK 股票 60 万股），抵押物主要为固定资产 2.84 亿元和无形资产 1.10 亿元；一年内到期的长期借款为 5.32 亿元；其他短期刚性债务为 9.49 亿元，包含“16 奥瑞金”5.19 亿元及一年内到期的融资租赁款 4.29 亿元。同年末，公司长期借款为 10.77 亿元，利率区间为 0.97%-7.5%，其中质押借款和保证借款分别为 6.75 亿元和 4.03 亿元，质押物主要是公司所持波尔相关公司股权（相关并购贷款），保证借款为公司内部担保²²；其他中长期刚性债务为 8.58 亿元，包含融资租赁款 7.18 亿元及应付合伙企业有限合伙人本金及收益 1.40 亿元²³，融资租赁主要为向建信租赁、瑞泽租赁等融资租赁公司等的借款，期限一般 3 年，利率 4.75%-6.30%。2020 年 3 月末，公司刚性债务余额较年初增加 9.37 亿元至 63.84 亿元，主要是新增 10.65 亿元“奥瑞转债”，另“16 奥瑞金”未回售部分计入应付债券，因此公司长期债务绝对值及占比均有所提高。

²¹ 目前余额 3.03 亿元。

²² 公司本部或子公司为其他子公司担保。

²³ 公司全资子公司 2018 年参与的有限合伙企业，目前名称为咸宁奥瑞金智能制造投资中心（有限合伙），2019 年原合伙人咸宁香城新兴产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）及武汉宏睿泰坤企业管理咨询中心（有限合伙）退伙，公司将退伙企业相关出资额 1.38 亿元及收益 0.02 亿元确认为长期应付款（目前相关款项已支付）；同时咸宁高泰创业投资基金有限公司入伙成为有限合伙人。

图表 20. 截至 2019 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	3.52	0.75	4.27
质押借款	8.23	7.03	15.26
信用借款	3.93	2.25	6.18
保证借款	1.50	6.07	7.57
合计	17.19	16.09	33.28

资料来源：奥瑞金。

从融资成本来看，该公司 2019 年和 2020 年第一季度的综合融资成本分别约为 5.61% 和 5.57% (2018 年为 5.42%)。总体来看，跟踪期内公司发行“奥瑞转债”后，债务期限结构有所好转，但公司刚性债务规模先下降后上升，且刚性债务占比仍较高，仍需关注相关债务压力。

图表 21. 公司 2020 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构 (亿元)

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	0.02	0.02	-	-	10.65
3%~4% (不含 4%)	1.45	-	-	-	-
4%~5% (不含 5%)	5.15	4.91	0.36	-	-
5%~6% (不含 6%)	15.23	1.14	3.21	1.39	6.74
6%~7% (不含 7%)	3.62	2.31	1.58	-	-
7% 及以上	3.12	-	-	-	-
合计	28.59	8.38	5.15	1.39	17.38

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020Q1
营业周期 (天)	128.98	148.18	162.19	128.32	130.19	-
营业收入现金率 (%)	108.05	94.88	119.39	107.65	101.59	127.02
业务现金收支净额 (亿元)	17.25	13.89	25.76	27.17	23.27	-3.24
其他因素现金收支净额 (亿元)	-5.39	-6.29	-6.85	-6.39	-8.29	-1.45
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	11.85	7.60	18.91	20.78	14.98	-4.69
EBITDA (亿元)	17.64	21.65	17.45	12.89	18.85	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.52	0.34	0.23	0.20	0.33	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	10.35	6.01	4.47	3.95	5.86	-

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。

2019 年及 2020 年一季度，该公司的营业收入现金率分别为 101.59% 和 127.02%，公司现金回笼情况整体较好；2019 年公司的营业周期为 130.19 天，同比变化不大。同期，公司经营性净现金流分别为 14.98 亿元和 -4.69 亿元，其中 2020 年一季度为净流出，主要因公司当期支付了到期供应商货款以及在铝价下跌时加大原材料采购等导致当期购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅增长所致。

该公司 2019 年 EBITDA 为 18.85 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 55.68%、21.19% 和 16.78%，受益于利润总额增长，当年 EBITDA 同比增加 5.96 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提升至 0.33 倍和 5.86 倍

(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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020Q1
回收投资与投资支付净流入额	-9.43	-28.58	9.48	-1.56	-14.55	-0.01
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	-11.94	-10.97	-5.83	-3.10	-1.85	-0.17
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.36	-0.78	0.47	-0.82	1.76	-0.04
投资环节产生的现金流量净额	-21.01	-40.33	4.11	-5.48	-14.64	-0.20

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

2019 年及 2020 年一季度，该公司投资环节产生的现金净流量分别为 -14.64 和 -0.20 亿元，跟踪期内公司完成对波尔亚太等相关公司股权收购，投资支付现金表现为大额净流出，同时公司基本完成二片罐等产能布局，购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的现金流逐渐减少。根据公司未来 3 年的投融资规划，公司未来在现有项目维修与技改方面仍有一定投资需求但规模不大，除此外可能仍有部分投资与并购需求，关注相关投资及并购进展及对公司资金情况的影响。

(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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020Q1
权益类净融资额	-3.89	-4.36	0.14	-4.13	-2.25	-
债务类净融资额	22.06	27.79	-20.59	-15.97	-2.86	8.97
其中：现金利息支出	1.48	2.67	3.37	3.10	2.75	0.45
筹资环节产生的现金流量净额	18.16	23.43	-20.46	-20.10	-5.11	8.97

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

2019 年及 2020 年一季度，该公司筹资性净现金流分别为 -5.11 亿元和 8.97 亿元，其中 2019 年公司偿还部分刚性债务，筹资性现金流仍为净流出，但流

出规模已有所减小，2020 年一季度随着“奥瑞转债”发行，公司筹资活动现金流转为净流入。未来随着投资及并购开展，公司或仍有一定筹资需求。

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	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	51.72	55.49	55.56	49.51	49.22	52.90
	49.34	37.15	38.72	36.83	33.41	35.21
其中：货币资金（亿元）	23.28	14.11	19.81	15.86	5.83	10.62
应收账款（亿元）	17.70	27.26	20.25	17.49	25.73	21.82
存货（亿元）	5.74	5.22	7.62	7.03	10.86	11.74
其他流动资产（亿元）	1.67	4.14	4.09	3.18	2.72	3.01
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	53.10	93.89	87.92	84.92	98.11	97.32
	50.66	62.85	61.28	63.17	66.59	64.79
其中：固定资产（亿元）	29.25	35.16	46.6	46.80	52.36	51.70
在建工程（亿元）	5.37	13.03	4.18	2.55	1.08	1.08
可供出售金融资产（亿元）	0.98	1.58	3.31	3.55	2.57	2.57
长期股权投资（亿元）	7.73	35.33	25.59	22.36	25.52	25.81
无形资产（亿元）	2.83	4.59	4.75	5.17	6.84	6.68

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司总资产分别为 147.33 亿元和 150.22 亿元，较 2018 年末的 134.43 亿元有所增加，主要是合并范围增加波尔亚太等 4 家公司所致。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，2019 年末及 2020 年 3 月末非流动资产占比分别为 66.59% 和 64.79%。

从流动资产构成来看，该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成，2019 年末上述科目在流动资产中的占比分别为 11.85%、52.27%、22.05% 和 5.04%。截至 2019 年末，公司货币资金为 5.83 亿元，其中受限部分为 1.36 亿元，主要用于银行借款质押以及开具信用证、保函、银行承兑汇票等相关的保证金等，因当年归还到期债务以及支付波尔亚太相关公司收购款，公司货币资金明显减少；2020 年 3 月末，随着“奥瑞转债”相关资金到位，公司货币资金增至 10.62 亿元（受限部分 2.03 亿元）。2019 年末及 2020 年 3 月末公司应收账款分别为 25.73 亿元和 21.82 亿元，较 2018 年末的 17.49 亿元有所增加，系跟踪期内合并范围增大所致，2019 年末公司应收账款共计提坏账准备 2.62 亿元，应收账款前五名共计 9.54 亿元；同期末公司的存货规模分别为 10.86 亿元（原材料和库存商品分别为 6.82 亿元和 3.95 亿元）和 11.73 亿元，较 2018 年末的 7.03 亿元明显增长，主要是合并范围变化所致（2019 年末波尔四家公司存货约 3.87 亿元）。2019 年公司的存货周转率和应收账款周转率分别为 7.93 次和 4.34 次，周转效率较好。同期末，公司其他流动资产分别为 2.72 亿元和 3.01 亿元，主要为待抵扣增值税。

从非流动资产构成来看，该公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资

产、无形资产和其他非流动资产构成，2019 年末上述科目在非流动资产中的占比分别为 26.02%、53.37%、6.98%和 5.88%。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司长期股权投资分别为 25.52 亿元和 25.81 亿元，较 2018 年末的 22.36 亿元有所增加，主要增加对永新股份投资，2019 年末公司长期股权投资主要由中粮包装（9.37 亿元）、永新股份（13.99 亿元）和沃田集团（1.26 亿元）等股权构成。同期末固定资产分别为 52.36 亿元和 51.70 亿元，较 2018 年末的 46.80 亿元有所增加，主要是新增波尔亚太四家工厂相关资产，另外山东制罐二线等项目完工转固所致；同期末无形资产账面价值分别为 6.84 亿元和 6.68 亿元，较 2018 年末的 5.17 亿元有所增长，其中新增波尔亚太四家工厂使得 2019 年末土地使用权增加 1.98 亿元至 5.31 亿元，其他无形资产主要为欧塞尔的球员合同价值以及山东青鑫销售网络²⁴等；同期末其他非流动资产分别为 5.77 亿元和 5.60 亿元，主要是未实现售后租回损益（融资租赁）。此外 2019 年末，公司商誉规模 0.88 亿元，其中因收购波尔相关公司产生的商誉为 0.59 亿元²⁵。

受限资产方面，截至 2019 年末，该公司受限资产金额 22.16 亿元，占总资产的 15.02%。

图表 26. 截至 2019 年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	1.36	0.92	用于向银行申请短期借款、长期借款、开具信用证、保函及承兑汇票所存入的保证金
固定资产 ²⁶	4.10	2.78	用于向银行申请短期借款、长期借款的抵押
应收款项融资	0.42	0.28	用于向银行申请短期借款的质押
无形资产	1.74	1.18	用于向银行申请长期借款的抵押
持有的其他公司股权	14.54	9.86	用于向银行申请短期借款、长期借款的抵押
合计	22.16	15.02	-

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	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年第一季末
流动比率（%）	155.42	121.99	110.01	73.86	75.44	98.83
速动比率（%）	132.13	104.56	90.23	59.46	55.72	70.05
现金比率（%）	70.83	34.19	41.50	25.22	9.77	21.10

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

²⁴ 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益，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。

²⁵ 每年进行减值测试，波尔相关公司商誉当年未减值。

²⁶ 未包含融资租赁部分。

跟踪期内，该公司流动负债规模有所下降，资产流动指标跟随货币资金变化整体呈现波动状态，但相较 2018 年末整体有所好转。

6. 表外事项

截至 2020 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 2020 年 3 月末母公司总资产为 116.29 亿元，其中货币资金（6.16 亿元）、存货、应收账款和固定资产等经营性资源，合计 14.83 亿元；期末公司本部总负债为 87.73 亿元，资产负债率为 75.45%，负债经营程度偏高。

该公司本部负责部分三片罐业务，2019 年及 2020 年一季度实现营业收入分别为 25.33 亿元和 3.93 亿元，净利润分别为 0.90 亿元和 -0.07 亿元，经营性净现金流分别为 0.90 亿元和 -0.66 亿元，其中 2020 年第一季度受疫情影响，公司本部收入有所下滑，而费用类等刚性支出仍正常支付，导致当期净利润为负。

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制力较强²⁷，且公司本部拥有一定比例的经营性资产，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 2020 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 57.39 亿元，其中贷款授信 48.00 亿元（其余主要为融资租赁融资授信），已放贷规模 37.18 亿元，后续融资空间有限。

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）	57.39	48.00	37.18	0.97-7.5%	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）	-	-	-	-	
工农中建交五大商业银行（亿元）	13.13	13.13	13.36	4.35-5.46%	
其中：大型国有金融机构占比（%）	22.87	27.35	30.56	-	-

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理（截至 2020 年 3 月 31 日）。

²⁷ 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。

跟踪评级结论

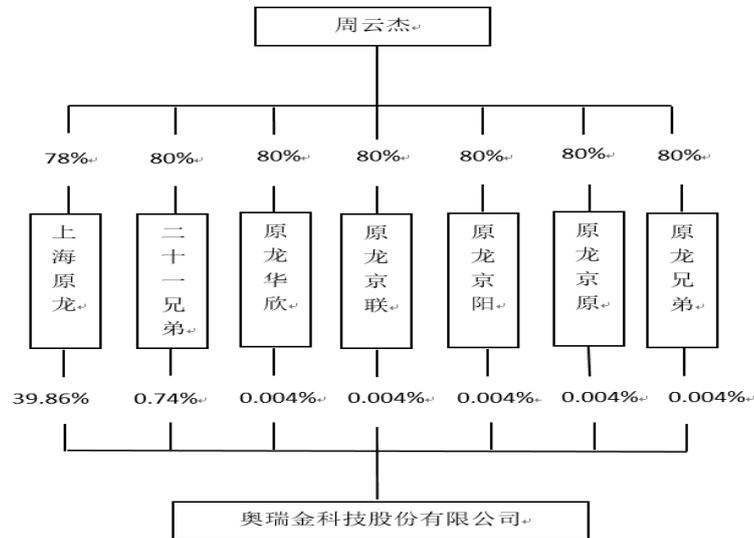
跟踪期内，该公司控股股东上海原龙持股比例有所下降，但控股股东、实际控制人保持不变，此外上海原龙所持公司股权的质押比例已较高，存在一定的股权质押风险。

跟踪期内，该公司完成对波尔四家公司股权收购，规模优势显著提升，客户结构也得到一定改善，但是中国红牛在公司收入中占比仍较高，其对公司的影响仍较大。2019年，中国红牛的订单量同比变化不大，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。2020年第一季度，受新冠疫情影响，包含中国红牛在内的主要客户订单量同比发生一定下滑，导致当期公司经营受到影响，但后期随着疫情得到控制，公司各工厂陆续复工，主要客户订单亦陆续恢复。跟踪期内，由于原材料价格大多时期处于高位，公司仍面临一定成本控制压力。

跟踪期内，该公司债务期限结构有所改善，但公司资产负债率仍较高，且未来随着二片罐产能逐渐释放以及整合波尔亚太相关业务后，公司仍有一定的营运资金需求，投资方面亦或存在并购资金需求，关注相关的债务压力及投融资压力。

附录一：

公司与实际控制人关系图

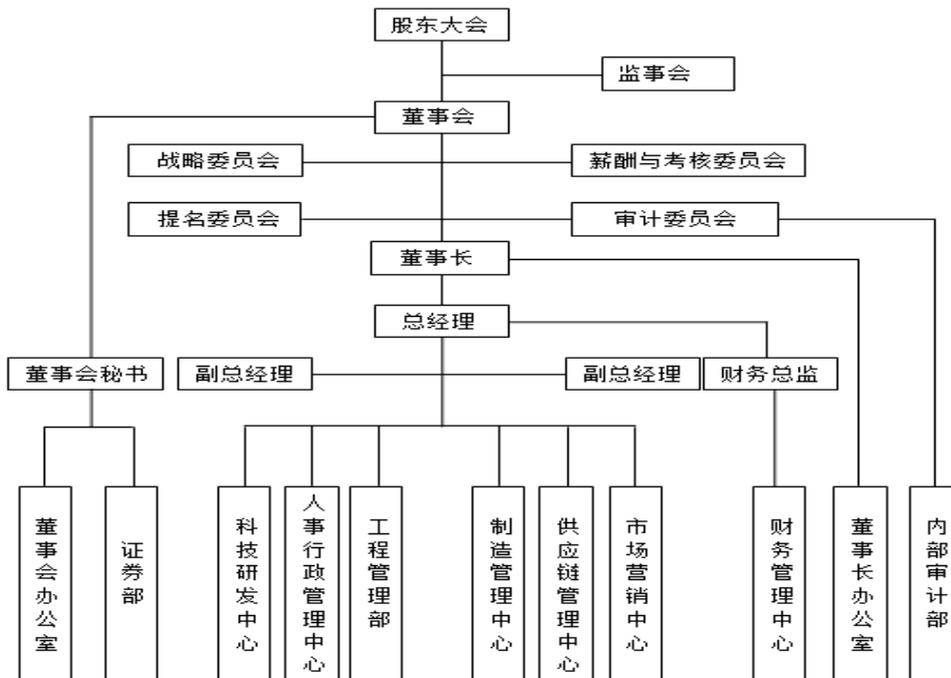


注：根据奥瑞金提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

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 2020 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	2019 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)	84.06	52.61	103.76	1.36	16.78	16.47	
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	29.37	28.60	25.33	0.90	0.90	3.60	
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	6.94	20.54	16.02	4.24	5.0	5.98	
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	1.76	13.19	15.89	3.73	3.15	5.18	

注：根据奥瑞金 2019 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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额[亿元]	143.48	134.43	147.33	150.22
货币资金[亿元]	19.81	15.86	5.83	10.62
刚性债务[亿元]	68.50	60.49	54.47	63.84
所有者权益[亿元]	58.58	56.16	59.74	60.42
营业收入[亿元]	73.42	81.75	93.69	18.73
净利润[亿元]	6.90	2.24	6.93	0.53
EBITDA[亿元]	17.45	12.89	18.85	—
经营性现金净流入量[亿元]	18.91	20.78	14.98	-4.69
投资性现金净流入量[亿元]	4.11	-5.48	-14.64	-0.16
资产负债率[%]	59.17	58.22	59.45	59.78
权益资本与刚性债务比率[%]	85.52	92.86	109.66	94.63
流动比率[%]	110.01	73.86	75.44	98.83
现金比率[%]	41.50	25.22	9.77	21.10
利息保障倍数[倍]	3.48	2.62	4.25	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	162.19	128.32	130.19	-
毛利率[%]	27.59	25.79	24.29	22.05
营业利润率[%]	13.58	6.55	11.19	5.57
总资产报酬率[%]	9.29	6.15	9.70	—
净资产收益率[%]	12.37	3.90	11.96	—
净资产收益率*[%]	13.04	4.08	12.31	—
营业收入现金率[%]	119.39	107.65	101.59	127.02
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	39.39	35.36	22.64	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	25.38	18.76	0.41	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.47	3.95	5.86	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.23	0.20	0.33	—

注：表中数据依据奥瑞金经审计的2017~2019年度及未经审计的2020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。