

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

跟踪评级报告

主体信用等级：AA⁺ 级

债项信用等级：AA⁺ 级

评级时间：2017 年 6 月 27 日



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.

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跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100439】

存续期间 5 年期债券 15 亿元人民币, 2016 年 4 月 11 日-2021 年 4 月 11 日

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA ⁺ 级	稳定	AA ⁺ 级	2017 年 6 月
前次跟踪:	AA ⁺ 级	稳定	AA ⁺ 级	2016 年 5 月
首次评级:	AA ⁺ 级	稳定	AA ⁺ 级	2015 年 12 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	7.79	13.82	5.23	7.74
刚性债务	14.14	27.20	41.53	45.88
所有者权益	30.81	31.19	32.79	32.81
经营性现金净流入量	3.56	4.34	0.52	0.04
合并数据及指标:				
总资产	67.65	104.81	149.39	150.25
总负债	29.05	59.69	96.48	95.79
刚性债务	20.05	47.13	79.50	83.39
所有者权益	38.60	45.12	52.91	54.46
营业收入	54.55	66.62	75.99	12.96
净利润	8.05	10.13	11.53	1.60
经营性现金净流入量	7.70	11.85	7.60	-0.67
EBITDA	13.39	17.64	21.66	-
资产负债率[%]	42.95	56.95	64.58	63.75
权益资本与刚性债务 比率[%]	192.48	95.75	66.55	65.32
流动比率[%]	183.49	155.42	121.99	129.46
现金比率[%]	63.50	70.83	34.19	39.15
利息保障倍数[倍]	11.23	8.87	5.16	-
净资产收益率[%]	22.43	24.19	23.52	-
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	31.06	26.72	9.74	-
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-8.22	-20.64	-41.92	-
EBITDA/利息支出[倍]	13.23	10.35	6.01	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.84	0.53	0.34	-

注: 根据奥瑞金经审计的 2014-2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

王婷亚 贾飞宇

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内, 奥瑞金包装股份有限公司(简称“奥瑞金”、“该公司”或“公司”)持续调整产品结构、扩张产能, 2016 年业务规模和收入规模继续上升; 但 2017 年一季度因主要客户订单需求减少和原材料价格上涨, 公司收入及毛利率同比均有所下降。跟踪期内, 公司新增产能投资和对外股权投资规模较大, 同时应收账款增加较多, 使得公司资产负债率明显上升, 目前已接近偏高水平, 但公司资本实力仍较强, 经营创现能力较强, 且主要客户订单目前已恢复稳定, 公司总体偿债能力仍较强。

- 跟踪期内, 奥瑞金继续通过不断调整产品结构、扩张产能(尤其是二片罐生产)和开拓新客户等措施, 经营规模进一步提升, 产能布局进一步完善, 2016 年公司收入和利润规模继续增长。2017 年一季度因主要客户订单需求减少, 公司收入和利润有所下降, 但目前订单已恢复稳定。
- 跟踪期内, 奥瑞金客户集中度仍较高, 对中国红牛的依赖仍较强; 若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。
- 跟踪期内, 镀锡钢板和铝等主要原材料价格呈现较大波动, 对奥瑞金盈利能力产生一定影响; 2017 年一季度因原材料价格上涨, 公司毛利率有所下降。
- 跟踪期内, 奥瑞金新增较多二片罐等产能投资, 因当前二片罐市场竞争较为激烈, 未来需关注公司新增产能释放和实际销售情况。
- 跟踪期内, 奥瑞金对外股权投资规模较大, 且被投资主体增值率较高, 部分被投资主体账面价值目前低于市场公允价值较多, 虽然目前主要被投资主体经营业绩良好, 但仍需关注其未来经营状况变化及对公司利润的影响。目前公司拟让原股东或其指定第三方回购卡乐互动部分股权, 关注后续进展情况。
- 跟踪期内奥瑞金刚性债务规模快速增长, 资产负债率有明显上升, 公司存在一定的刚性债务偿付压力。同时公司拟定增募集不超过 16.40 亿元事

项已获证监会批复，若顺利实施，公司资本实力将有所增强，负债经营程度也将有所下降，关注后续定增具体实施进展情况。

- 跟踪期内，随着经营规模的扩大以及因部分客户账期延长，奥瑞金应收账款规模增长较多，且目前规模较大，在当前宏观经济下行环境下，存在一定的坏账损失风险。跟踪期内，公司的 2 个客户因经营状况恶化，共计提 50% 比例的坏账准备 0.88 亿元。
- 截至本评级报告日，奥瑞金控股股东上海原龙已将其持有的 76.57% 的公司股票用于质押（其中上海原龙将其持有的 29.22% 的公司股票用于 16 原龙 01 可交换债的信托质押），存在一定的股权质押风险。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照奥瑞金包装股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行人公司债券(以下简称“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包装股份有限公司(以下简称“奥瑞金”、“该公司”或“公司”)提供的经审计的 2016 年财务报表、未经审计的 2017 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,得出跟踪评级结论¹。

一、债券发行情况

经中国证监会证监许可【2016】237 号文核准,该公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过 15 亿元(含 15 亿元)的公司债券,债券期限不超过 5 年(含 5 年)。公司于 2016 年 4 月公开发行了 15 亿元人民币公司债券,期限为 5 年。债券存续期内前 3 年的票面利率将由公司与保荐机构(主承销商)按照国家有关规定根据市场询价结果确定,单利按年计息,逾期不另计息。同时本期债券附设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权,即在本期债券存续期第 3 年末,发行人可选择在原债券票面年利率基础上调整基点,在债券存续期后 2 年固定不变;投资者有权将持有的本期债券全部或部分回售给发行人。

截至本评级报告日,该公司已发行但尚未到期的债券本金为 26 亿元,其中 5 亿元的 14 奥瑞金 MTN001 将于 2017 年 7 月 30 日到期。

图表 1. 截至本评级报告日公司已发行尚未到期债券情况

债券名称	种类	起息时间	发行金额	票面利率	到期日
14 奥瑞金 MTN001	中期票据	2014.7.30	5 亿元	6.90%	2017.7.30
15 奥瑞金 MTN001	中期票据	2015.6.29	6 亿元	5.30%	2018.6.29
16 奥瑞金	公司债券	2016.4.11	15 亿元	4.00%	2021.4.11

资料来源:奥瑞金

¹ 本评级报告中,部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异,这些差异是由于四舍五入造成的。

二、跟踪评级分析

(一) 公司管理

经该公司股东大会批准，公司在 2016 年 5 月 6 日进行了权益分配，以 9.81 亿股为基数，向全体股东每 10 股送红股 4 股，并以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，权益分配后公司总股本增至 23.55 亿股。2015 年 8 月至本评级报告日，控股股东上海原龙投资控股（集团）有限公司²（以下简称“上海原龙”）通过公开市场累计增持公司股份 1.32%。截至本评级报告日，公司总股本为 23.55 亿股，控股股东仍为上海原龙，持股 49.46%，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共同间接控制公司 39.19% 的股权。

同时，截至本评级报告日，该公司控股股东上海原龙用于股权质押的公司股票数量（只计尚未解押的部分）合计占总股本的 37.87%，占其持有公司股份总数的比例高达 76.57%，存在一定的股权质押风险；其中，上海原龙 2016 年 10 月因发行 16 原龙 01 可交换债，将 2.38 亿股公司股票质押给债券受托管理人西部证券，并于 2017 年 6 月 17 日，上海原龙增加 16 原龙 01 可交换债的公司股票质押数量至 3.40 亿股，由此导致 16 原龙 01 可交换债的公司股票质押数量占公司总股本的比例增至 14.45%。

根据该公司 2016 年 11 月 4 日的公告《2016 年度非公开发行股票预案（三次修订稿）》，公司拟通过非公开发行股票不超过 1.74 亿股，募集资金不超过 16.40 亿元，其中 13 亿元拟用于补充流动资金，3.4 亿元用于偿还银行贷款。本次非公开发行股票的发行对象上海原龙、嘉华成美(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙)、西藏博锐奇投资有限公司、建投投资有限责任公司、西藏锦鸿创业投资管理合伙企业(有限合伙)（以下简称“西藏锦鸿”）、周云杰之子周原拟以现金方式全额认购本次非公开发行的股票，认购比例分别为 40.73%、23.17%、21.22%、9.27%、5.00%和 0.61%。根据本评级报告日测算，认购完成后，控股股东上海原龙持股比例将由 49.46%变为 48.86%，周云杰通过上海原龙及关联公司³和周原控制的公司股份比例合计将变为 38.75%。本次非公开发行方案已经公司董事会和股东大会审

² 上海原龙原名上海原龙投资有限公司，2017 年 5 月更为现名。

³ 关联公司包括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和北京原龙兄弟商贸有限公司。

议通过，公司已于2017年6月5日收到中国证监会《关于核准奥瑞金包装股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2017]282号），后续需关注公司的定增进展情况。

截至2016年末，该公司纳入合并范围的具有实质控制的子公司增至42家及一家结构化主体。2016年公司注销了控股子公司香港济仕科技有限公司，同时新增10家子公司，其中9家为2016年新设立的子公司，1家为当年新收购的法国欧塞尔足球俱乐部（以下简称“欧塞尔”）。

2016年3月，陈基华先生因工作原因辞去该公司独立董事及董事会审计委员会、提名委员会相关职务，同年5月经公司董事会和股东大会审议通过，由单喆懿女士担任公司独立董事及董事会审计委员会、提名委员会相关职务。公司第二届董事会和监事会已于2017年2月26日届满到期，并于2017年6月17日分别召开董事会会议和监事会会议，通过了《关于公司董事会换届选举的议案》和《关于公司监事会换届选举的议案》，但都尚需提交公司拟于2017年7月3日召开的2017年第一次临时股东大会审议通过。因公司董事会、监事会的换届选举工作延期举行，公司第二届董事会各专门委员会及高级管理人员的任期亦相应顺延；根据公司公告，延期换届选举不会影响公司的正常经营。

总体来看，跟踪期内，该公司法人治理结构基本保持稳定，但董事会和监事会面临延期，关注新一届董事会和监事会成员变动情况以及对公司经营管理等带来的影响。

2016年该公司的关联交易主要是与苏州华源控股股份有限公司⁴（以下简称“苏州华源”）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3.37亿元，占当年营业成本的6.79%，较上年增加2.38亿元，主要系公司当年新增与关联方中粮包装的关联交易，以及随着公司收入规模的增加，公司关联交易规模有所上升所致。2016年末应付关联方款项余额为1.51亿元，较上年末增加1.08亿元；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2.18亿元，占营业收入的2.87%，较上年大幅减少5.13亿元，主要系中国红牛⁵因高管费晓暄不再担任该公司监事，自2015年2月27日起不再作为该公司关联方所致。

⁴ 2017年1月，苏州华源由苏州华源包装股份有限公司更为现名。

2016 年末应收关联方款项余额为 1.00 亿元，较上年末增加 0.72 亿元。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。

图表 2. 2016 年公司与关联企业之间交易情况 (万元)

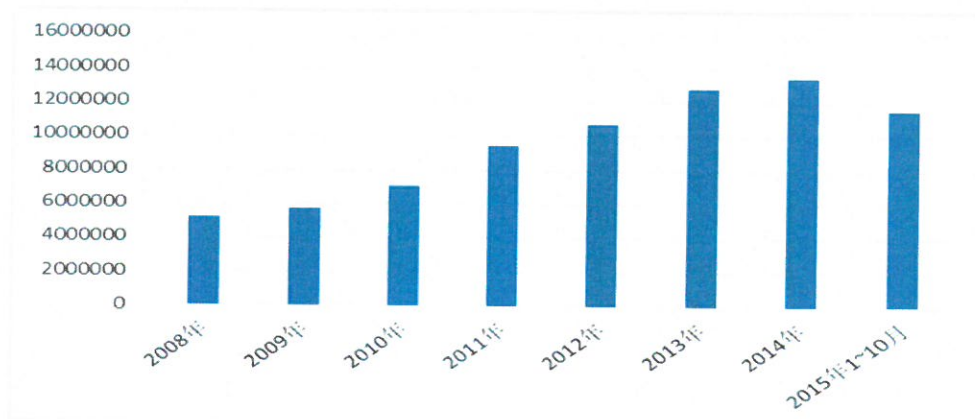
关联方名称	与公司关系	关联交易额
销售环节关联交易金额合计	—	21,805.47
其中：苏州华源	本公司独立董事担任独立董事的公司	11,555.08
中粮包装	本公司董事担任董事的公司	10,250.39
采购环节关联交易金额合计	—	33,742.91
其中：苏州华源	本公司独立董事担任独立董事的公司	18,700.46
中粮包装	本公司董事担任董事的公司	13,192.19

资料来源：奥瑞金

(二) 经营环境

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。

图表 3. 2008-2015 年我国金属容器包装工业销售产值 (万元)⁶



资料来源：WIND 资讯

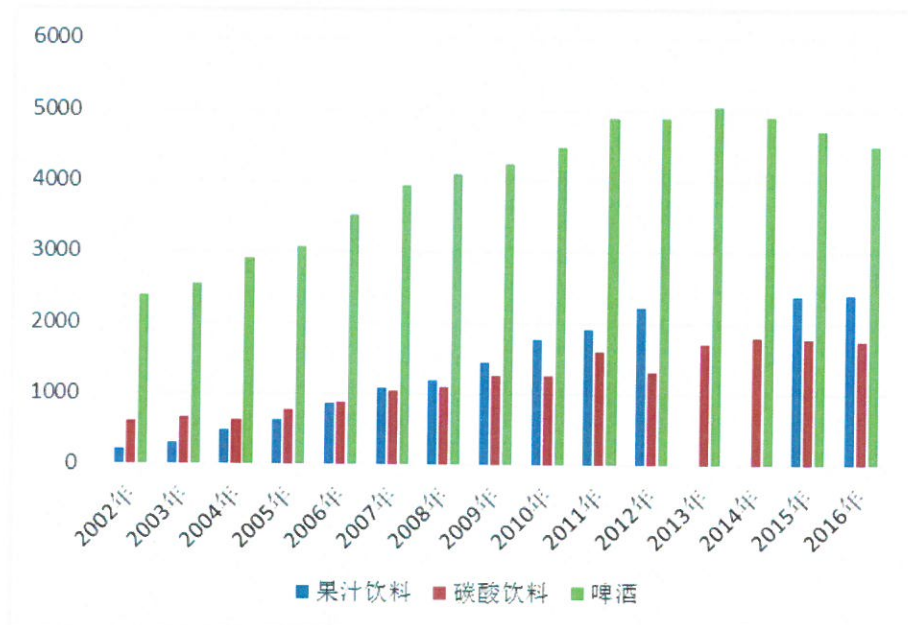
金属包装在食品行业中的饮料行业应用最为广泛。随着经济的

⁵ 根据有关规定，2015 年 2 月 27 日之前双方构成关联关系，双方之间的交易构成关联交易。红牛系因高管费晓暄不再担任该公司监事的原因，自 2015 年 2 月 27 日起不再作为该公司关联方。

⁶ 目前我国金属容器包装工业销售产值只更新至 2015 年 10 月，暂缺 2015 年 11, 12 月数据。

发展和国民生活水平的提高，近年来我国饮料市场发展迅速，已成为我国食品行业中发展最快的行业之一；其中，因我国消费者健康消费理念逐步增强，功能性饮料、果汁饮料等产量保持较快增长，而被视为“不健康饮料”的碳酸饮料近年来发展进入瓶颈期，产量正缓慢下降。根据中投顾问发布的《2016-2020 年中国功能饮料市场投资分析及前景预测报告》，该公司的核心客户红牛所处的功能性饮料行业，在 2010 年到 2014 年的 5 年时间里，行业平均销售增长率达到 32.2%，2014 年行业整体销售额达到 282.96 亿元，同比增长 19.2%，预计到 2019 年行业整体销售额将达到 692.24 亿元。伴随着饮料产量的提升，我国的金属包装企业也随之快速发展。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发展空间。

图表 4. 2002-2016 年我国果汁饮料、碳酸饮料和啤酒产量情况 (万吨)⁷



资料来源：WIND 资讯和国家统计局、中商产业研究院

饮料行业金属包装主要为二片罐和三片罐，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，现在碳酸饮料和啤酒均采用二片罐作为金属包装容器。

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。

该公司实际控制人与中国红牛饮料的合作已长达 20 多年，是红牛的第一批供应商。2016 年，中国红牛占公司营业收入的比重为 65.47%，较上年下降 5.40 个百分点，主要系公司不断开拓二片罐业务所致；公司占中国红牛罐体采购量比重仍在 95%左右，与去年基本持平。红牛是全球最早推出的功能性饮料品牌，1966 年诞生于泰国，至今已有 40 多年历史，产品畅销全球 140 多个国家和地区，是国际功能性饮料的龙头企业。自 1994 年进入中国市场以来，中国红牛在国内发展速度较快，近年来其销量增长有所放缓，但根据公开资料整理，2012-2015 年中国红牛的销售额仍有超过 24%的年复合增长率，2015 年销售额达到了 230.7 亿元，稳居国内功能性饮料销量首位，根据中投顾问发布的《2016-2020 年中国功能饮料市场投资分析及前景预测报告》，目前中国红牛在中国功能饮料市场拥有 80%左右的市场份额。公司作为中国红牛最主要的罐体供应商，依托中国红牛的快速发展，也将获得较大的市场空间。但另一方面，公司对中国红牛的依赖度过高，若中国红牛经营发生重大变动或发生重大食品安全问题等造成销量波动，则将对公司的信用质量造成严重影响。

目前国内主要食品饮料公司均有较为固定的供应商；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。

依靠与中国红牛的稳定合作关系，目前该公司在三片罐市场面临的竞争压力较小，但随着公司 2012 年开始进入二片饮料罐市场，将面临来自诸多同行业竞争对手的直接竞争，未来公司面临的市场竞争

⁷ 果汁饮料 2013-2014 年产量数据暂缺。

压力将有所增大。

2010年以来随着下游啤酒罐化率不断提升，以及加多宝、王老吉等凉茶饮料逐渐进行“三片罐改二片罐换装升级”，二片罐需求不断上升；但同时众多民营小企业等竞争者大量涌入，行业产能持续快速增长，导致近年来二片罐产能过剩，加上受消费结构升级和经济下行等因素影响，近年来下游啤酒产量在不断下滑，导致二片罐行业竞争日趋激烈，产品价格不断下降，二片罐企业盈利能力不断下降，尤其是2016年因电解铝产能不断退出，铝市供给呈现暂时性短缺现象，两片罐的主要原材料铝的价格不断上涨，使得二片罐企业盈利能力进一步下滑。总体来看，在需求端，虽然啤酒产量在下滑，但产量依然很高，且目前我国啤酒金属罐化率依然较低，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%和36%，未来二片罐仍有较大的市场发展空间；在供给端，二片罐小企业因规模小，随着行业盈利能力不断弱化将逐渐退出，而对国内如奥瑞金等包装龙头企业在整合中将占据优势，市场集中度有望显著提升，这将有助于改善金属包装行业内现有竞争格局，提高行业整体经营效率。需关注未来二片罐细分行业整合情况和盈利能力改善情况。

图表 5. 近年来上海金属网铝价走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

镀锡钢板俗称马口铁，是金属饮料罐、食品罐的主要生产原料，是指在0.10-0.32mm厚低碳钢板表面镀一层纯锡而制成的钢板，具有便于加工、延展性好、耐腐蚀性强等特点。近年来我国钢铁行业因经济下行、产能严重过剩，钢材价格呈不断下降趋势，镀锡钢板

价格也随之下降，有利于金属制罐企业获得更高的利润空间；但在钢铁企业持续大面积亏损和国家不断实施去产能、去库存的背景下，钢铁行业产能和库存逐步下降，使得 2016 年 2 月以来我国钢铁价格短期出现持续快速上涨。未来一方面我国经济仍存在下行压力，钢铁行业整体仍处于供大于求的状态，另一方面国家也将继续对钢铁行业实施去产能、调结构等政策，钢铁价格仍将呈现一定的波动性，金属制罐企业也将持续面临原料价格波动导致的经营和利润波动风险。

图表 6. 2011 年 2 月以来上海市场镀锡薄板价格走势（元/吨）



资料来源：WIND 资讯

（三）业务运营

该公司是我国较早的金属制罐企业之一，主营业务为金属罐产品（包括三片罐和二片罐）生产和销售业务及灌装业务，2016 年公司金属罐业务收入占其收入总额的比重为 90.10%。2016 年公司实现主营业务收入 69.57 亿元，较上年增长 8.33%，主要系公司近年来不断拓展二片罐业务，跟踪期内山东青岛二片罐等新增产能逐步释放，使得 2016 年二片罐业务收入同比大幅增加 3.28 亿元，同时受益于下游功能性饮料消费需求的持续增长，2016 年三片罐业务收入继续增长。2016 年公司主营业务毛利率为 37.21%，较上年提升 1.77 个百分点，虽然 2016 年原材料马口铁价格持续上涨，但整体均价相对较低，使得公司当年三片罐-饮料罐毛利率较上年上升 4.92 个百分点；同时，受二片罐市场竞争日趋激烈，产品价格有所下降影响，2016 年二片罐毛利率较上年大幅下降 8.23 个百分点至 6.65%。2017 年一季度，

公司实现主营业务收入 11.31 亿元，同比大幅下滑 30.08%，主要系一季度三片罐业务主要客户订单减少，使得三片罐-饮料罐业务收入同比大幅下滑 39.56%所致，但目前主要客户订单已恢复正常；同期公司主营业务毛利率为 29.79%，同比大幅下降 7.13 个百分点，主要系三片罐原材料马口铁价格一季度继续上涨，价格整体处于较高位，加之毛利率较高的主要客户订单业务减少，使得一季度三片罐毛利率大幅下滑。另外，2017 年一季度二片罐业务毛利率同比上升 6.54 个百分点，主要系 2017 年一季度公司啤酒罐产品价格上调所致。

此外，该公司的其他业务主要是出售原材料马口铁等，2016 年及 2017 年一季度分别实现销售收入 6.41 亿元和 1.65 亿元，同比分别增加 4.02 亿元和 0.64 亿元，同期毛利率分别为 5.86%和 4.66%，同比分别大幅上升 5.52 个百分点和 2.68 个百分点，主要系跟踪期内马口铁等原材料价格不断上涨，公司凭借自身的采购渠道优势，原材料贸易规模和毛利率均有所增加。

图表 7. 公司 2015 年以来收入和毛利率变动情况 (单位: 亿元, %)

产品	2015 年		2016 年		2016 年第一季度		2017 年第一季度	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
三片罐-饮料罐	51.74	40.11	53.67	45.03	12.47	45.74	7.54	39.11
三片罐-食品罐	2.78	16.91	2.78	17.38	0.57	7.92	0.65	2.95
二片罐-饮料罐	8.74	14.88	12.02	6.65	2.77	2.53	2.82	9.07
灌装	0.96	24.48	1.11	39.48	0.36	41.67	0.30	48.91
其他业务	2.40	0.34	6.41	5.86	1.01	1.98	1.65	4.66
合计	66.62	34.17	75.99	34.56	17.18	34.87	12.96	26.59

资料来源: 奥瑞金

此外，该公司跟踪期内进行了较大规模的外延式业务扩展股权投资。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。2016 年公司继续增持黄山永新股份有限公司（以下简称“永新股份”，002014.SZ）股票，2016 年新增投资额 2.22 亿元。截至 2016 年末，公司对永新股份累计投资账面价值达 9.89 亿元，持股比例为 14.52%，与嘉华原龙（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）等一致行动人合计持股 24.32%，成为永新股份第二大股东，并向永新股份派驻了 3 名董事。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 30.61%；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。2014-2016 年永新股份营业收入分别为 16.68 亿元、17.84 亿元和 19.04 亿元，净利润分别为 1.53 亿元、1.82 亿元和 2.08 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 16.16 亿港元受让中粮包装控股有限公司（以下简称“中粮包装”，香港上市公司，00906.HK）原第一大股东中粮集团（香港）有限公司（以下简称“中粮集团（香港）”，中粮集团有限公司在香港的控股子公司）持有的中粮包装控股有限公司（以下简称“中粮包装”）的 27% 的股份；截至 2016 末，公司持有中粮包装股份 22.93%⁸。是中粮包装的第二大股东，并派驻 2 名董事。中粮包装拥有三片饮料罐、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，也是中国最大的金属包装集团。2014-2016 年中粮包装实现营业收入分别为 52.97 亿港元、51.13 亿港元和 52.28 亿港元，实现净利润分别为 3.46 亿港元、2.83 亿港元和 2.94 亿港元，近年来收入和利润呈现一定波动，但整体经营业绩较好。

2016 年 5 月，该公司以 1 亿元认购江苏沃田集团股份有限公司⁹（以下简称“沃田集团”，证券代码 832139）1600 万股股份，认购完成后持股 20%，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 年实现营业收入 0.85 亿元，实现净利润 0.28 亿元。

另一方面，该公司也进行多元化投资，并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”）累计出资 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，并派出一名董事；2017 年 1 月，卡乐互动获投资方增资 1.5 亿元后，公司持股变为 17.17%。卡乐互动成立于 2009 年，目前控股股东仍为西藏道临，持股 35.22%，实际控制人为葛志辉；主要从事手机游戏的研发、

⁸ 中粮包装 2016 年 9 月 9 日向关联认购人和雇员以 2.6 港元/股分别配发和发行 9200 万股和 8500 万股股份，该认购事项完成后，中粮包装第一大股东中国食品（控股）有限公司（中粮集团（香港）的全资子公司）持股比例降至 28.15%，公司作为第二大股东间接持股比例降至 22.93%。

⁹ 2016 年 9 月由江苏沃田农业股份有限公司更为现名。

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。此次参股，西藏道临承诺：卡乐互动 2017-2019 年扣非后净利润分别不低于 3.95 亿元、4.84 亿元和 5.81 亿元；若在任一承诺年度的实际净利润未达到当年承诺净利润，西藏道临将以现金补偿。同时西藏道临实际控制人承诺，对前述现金补偿义务的履行提供无限连带责任担保。2015-2016 年及 2017 年一季度卡乐互动实现营业收入分别为 6.58 亿元、6.93 亿元和 2.10 亿元，实现净利润分别为 2.95 亿元、3.25 亿元和 1.67 亿元，近两年来业绩良好。2017 年 5 月 19 日，堆龙鸿晖及其他相关方与卧龙地产共同签署了《<发行股份及支付现金购买资产协议>之终止协议》，同时堆龙鸿晖与西藏道临签署了《框架协议》，约定堆龙鸿晖继续持有目标公司部分股权（对应投资款为 1.5 亿元至 2 亿元，对应持有卡乐互动 3.5%至 5%股权），西藏道临或其指定第三方回购堆龙鸿晖持有的卡乐互动其余股权，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；但该事项具体事宜尚待进一步协商确认并签署正式协议。

2016 年该公司以 0.96 亿元收购了欧塞尔 77.154%的股权。欧塞尔成立于 1905 年，集合了大量的优质国际体育资源，且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。欧塞尔 2015 财年（2014 年 7 月 1 日-2015 年 6 月 30 日）营业收入为 0.83 亿元，净利润为-0.67 亿元；购买日（2016 年 11 月 7 日）至 2016 年末纳入合并报表范围的营业收入为 0.12 亿元，净利润为-0.03 亿元。需关注未来欧塞尔亏损对公司经营业绩产生的影响。

2017 年 5 月，该公司公告拟以 0.80 亿元投资设立全资子公司北京奥原冰雪体育发展有限公司（最终名称以工商登记为准，以下简称“奥原冰雪”），并将在北京建设国际标准的冰球场馆，陆续开展冰球培训、赛事运营、体育衍生产品开发等业务，进一步拓展体育产业布局，通过体育营销带动下游客户产品销售，从而加强与核心客户粘性，提升公司核心竞争力。

总体来看，跟踪期内该公司对外股权投资规模较大，若被投资主体未来经营业绩发生较大波动，公司将产生较大的投资损失；目前公司拟让卡乐互动原股东或其指定第三方回购公司持有的大部分卡乐互动股权，后续需关注该事项进展情况。从2016年末的增值率看，中粮包装、永新股份、沃田集团和卡乐互动投资账面价值分别是按持股比例计算的净资产份额的138.89%、394.39%、193.88%和351.23%，增值率较高；且中粮包装和永新股份的账面价值目前也低于市场公允价值较多，差值分别为4.77亿元和4.86亿元，但同时考虑到公司对中粮包装和永新股份为长期战略性投资，短期的股价波动对公司的影响相对可控。

图表 8. 公司 2016 年末主要被投资主体价值分析 (单位: 亿元)

被投资主体	累计投资账面价值	公允价值	按持股比例计算的净资产份额	2016 年投资收益	2016 年股利分红
中粮包装	15.00	10.23	10.80	0.66	0.12
永新股份	9.89	5.03	2.51	0.29	0.20
沃田集团	1.04	1.55	0.54	0.04	-
卡乐互动	9.06	-	2.58	0.20	-

注：奥瑞金 2016 年审计报告

1. 生产

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，具有一定的规模生产优势。

图表 9. 公司 2015 年以来制罐产销情况

年份	2015 年	2016 年	2016 年第一季度	2017 年第一季度
产能 (亿罐)	119.04	125.92	31.12	34.52
产量 (亿罐)	81.52	95.61	22.08	18.72
销量 (亿罐)	80.47	95.16	22.81	17.68
产能利用率 (%)	68.48	75.93	70.95	54.23
产销率 (%)	98.71	99.53	103.31	94.44

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。目前公司主要产品仍为三片饮料罐，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。公司自成立以来，一直主要为中国红牛等主要客户提供三片罐产品。

为扩大市场占有率，抢占更多客户资源，该公司自 2012 年开始引入二片罐生产线，正式进入二片饮料罐市场，目前公司二片罐产能布局日趋完善。2016 年公司制罐产能为 125.92 亿罐，较上年增加 6.88 亿罐，2017 年一季度产能为 34.52 亿罐，较上年增加 3.40 亿罐，主要系跟踪期内公司继续不断进行二片罐业务的新增产能投资建设，山东青岛二片罐项目等陆续建成投产所致，目前主要在建的新增产能项目为陕西宝鸡二片罐项目（9 亿罐）、湖北咸宁新型二片罐新项目（10 亿罐）和湖北咸宁啤酒铝瓶罐包装生产线项目（2.5 亿罐），待全部建成后，公司制罐产能将达到约 160 亿罐，后续仍有一定的资金投入需求。但在这些项目建成后，公司与主要客户的合作关系将得到加强，二片罐市场占有率也将显著提升，有利于公司市场竞争力的进一步增强。

总体来看，该公司 2016 年制罐业务产能利用情况和产销情况良好，且随着二片罐产能的不断释放，当年产能利用率较上年提升 7.45 个百分点至 75.93%，但仍不高，主要系 2012 年以来公司新增较多三片罐产能，目前部分新增产能仍在产能逐渐释放阶段，需关注后续三片罐产能利用率的提升情况以及对公司经营业绩的影响。2017 年一季度公司制罐的产能利用率和产销率分别为 54.23%和 94.44%，其中产能利用率较 2016 年下滑 21.70 个百分点，主要系 2017 年一季度公司主要客户订单需求减少，加之因部分新增二片罐产能刚投产，使得产能利用率大幅下降。目前主要客户订单已恢复稳定，但后续仍需关注主要客户订单需求变化；同时未来公司还将新增较多二片罐产能，因目前二片罐市场竞争日趋激烈，后续需关注这些新增产能的产能释放情况和实际销售情况。

图表 10. 截至 2017 年 3 月末公司在建项目情况 (万元)

在建项目	计划投资金额	截至 2017 年 3 月末 已投资金额	投资资金来源
湖北咸宁啤酒铝瓶罐包装生产线项目	49,200.00	10,088.25	自筹资金
陕西宝鸡二片罐项目	48,080.00	32,901.80	自筹资金
湖北咸宁新型二片罐新项目	96,556.00	86,571.40	自筹资金
湖北饮料灌装项目	38,628.47	31,514.21	自筹资金
合计	232,464.47	161,075.66	--

资料来源：奥瑞金

2. 采购

该公司主要的生产原料为马口铁和铝材等。在采购主要原材料上，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，2016 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 57.04%，同比上升 7.40 个百分点，公司供应商集中度进一步提升。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。

跟踪期内，该公司原材料价格总体呈现上升趋势，因公司产品原材料成本占比较高，未来需持续关注原材料价格波动对公司经营业绩产生的影响。

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，不符合供应商管理要求的将不再合作。在结算上，公司与部分供应商采取预付部分货款、提货时支付剩余货款的结算方式，其余供应商不要求公司预付货款，并会给予公司一定的信用期，届时基本上以现款结算。

图表 11. 公司 2016 年及 2017 年一季度前五大供应商情况 (万元)¹⁰

供应商	2017 年一季度采购额	比重	2016 年采购额	比重
供应商一	15,413.99	17.05%	85,593.02	21.92%
供应商二	11,132.46	12.31%	36,270.36	9.29%
供应商三	10,935.88	12.10%	34,483.27	8.83%

¹⁰ 2016 年和 2017 年一季度，公司的前五大供应商可能有所变化，表格中的前五大供应商仅代表顺序，并非固定对应某一供应商。

供应商四	6,406.55	7.09%	33,487.52	8.58%
供应商五	5,937.43	6.57%	32,865.68	8.42%
合计	49,826.32	55.12%	222,699.86	57.04%

资料来源：奥瑞金

3. 销售

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 12. 公司 2014-2016 年及 2017 年一季度分地区销售情况 (万元)

分地区	2014 年		2015 年		2016 年		2017 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	123,918.51	22.72	190,907.21	28.65	230,315.38	30.31	38,815.11	29.95
西北地区	44.15	0.01	297.75	0.04	1,543.40	0.20	342.67	0.26
华北地区	95,142.63	17.44	109,010.84	16.36	125,191.58	16.48	18,143.87	14.00
华南地区	177,217.19	32.49	132,367.56	19.87	187,570.95	24.68	36,267.20	27.99
西南地区	11,624.52	2.13	10,526.74	1.58	9,678.90	1.27	3,333.10	2.57
华中地区	136,046.51	24.94	220,249.21	33.07	197,577.00	26.00	28,433.69	21.94
境外地区	--	--	--	--	1,189.65	0.16	1,906.92	1.47
东北地区	1,469.62	0.27	2,875.99	0.43	6,798.29	0.90	2,338.20	1.80
合计	545,463.13	100.00	666,235.31	100.00	759,865.16	100.00	129,580.75	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，2016 年的销售收入占比达到 97.47%。

该公司客户主要有红牛、加多宝、青岛啤酒、旺旺、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。2016 年公司前五大客户占公司全年销售比重高达 78.90%（其中公司第一大客户销售占比为 65.47%，同比下降 5.40 个百分点），同比下降 5.26 个百分点，客户集中度仍较高，但随着公司业务规模的不断扩大，尤其是不断拓展二片罐业务，近年来客户集中度呈现下降的趋势；2017 年一季度前五大客户销售占比为 75.53%，相比 2016 年全年下降 3.37 个百分点，其中公司第一大客户销售占比为 53.27%，相比 2016 年全年下降 12.20 个百分点，主要系公司主要客户一季度需求订单有所下降，而其他主要客户业务量有一定上升所致。

图表 13. 公司 2016 年及 2017 年一季度前五大客户销售情况 (万元)¹¹

客户	2017 年一季度销售额	比重	2016 年销售额	比重
客户一	69,026.69	53.27%	497,518.94	65.47%
客户二	12,748.12	9.84%	46,532.92	6.12%
客户三	5,961.55	4.60%	21,106.54	2.78%
客户四	5,709.68	4.41%	19,266.91	2.54%
客户五	4,423.30	3.41%	15,095.46	1.99%
合计	97,869.34	75.53%	599,520.76	78.90%

资料来源：奥瑞金

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。公司产品定价由客户与公司商议形成，参照市场价格。随着二片饮料罐生产线的陆续投产，公司未来二片罐的产能将得到迅速提升，目前公司二片罐市场拓展已初见成效，已成为加多宝、青岛啤酒、燕京啤酒、雪花啤酒、三得利啤酒等知名企业的供应商，未来二片罐占公司收入的比重将继续提升，但二片罐产能的释放情况将直接影响公司未来的收入和利润水平。

4. 研发

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。公司拥有国内领先的技术研发中心，经人社部和全国博管会批准，公司取得博士后科研站资格。公司拥有专业的研发团队，研发团队的质量和规模均处于国内同行领先地位。2016 年研发投入达到 9,951.23 万元，占营业收入比重为 1.31%，研发技术装备水平处于国内领先地位。

报告期内该公司主要的研发项目包括异型罐产品开发及应用、覆膜铁产品开发及食品底盖、DRD（深冲拉伸）、EOE（易开盖）用覆膜铁¹²产品优化、金属罐赋可变二维码样机研发等。其中异型罐已完成三片罐（涨筋型）新产品研发十多款，其中 QQ 罐产品、杯形罐产品、葫芦罐产品 2016 年度已完成产品发布和市场投放工作；DRD 项

¹¹ 2016 年和 2017 年一季度，公司的前五大客户可能有所变化，表格中的前五大客户仅代表顺序，并非固定对应某一客户。

¹² 覆膜铁技术是指以薄膜覆盖取代目前三片罐内壁涂层的技术，以达到降低食品污染、减少加工工序的目的，有利于提升生产效率。

目已开发深冲覆膜铁 DRD 罐，该罐型达到了国际先进水平；覆膜铁产品优化正在进行中；金属罐赋可变二维码样机研发已完成赋码设备的选型、测试、视觉检测设计、工控一体机设计、赋码样品的理化测试等。

（四）财务质量

普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016 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 2017 年第一季度财务报表未经审计。公司执行《企业会计准则（2006 版）》。

随着经营利润的积累，跟踪期内该公司资本实力有所上升，2016 年末公司所有者权益较上年末增长 17.25% 至 52.91 亿元。但因跟踪期内公司继续进行较大规模的产能扩建和经营规模扩张以及对外股权投资，而新增较多刚性债务。截至 2016 年末，公司负债总额为 96.48 亿元，较上年末大幅增长 61.63%；资产负债率为 64.58%，较上年末上升 7.63 个百分点。目前，公司拟非公开发行股票募集资金不超过 16.40 亿元的定增预案已得到证监会批复，若该定增完成，公司资本实力将得到一定补充，负债经营程度也将有所下降。

从债务期限结构来看，2016 年末该公司流动负债在总负债中占比为 47.15%，较上年末下降 8.60 个百分点，主要系 2016 年公司新增较多中长期刚性债务。从债务构成来看，2016 年末公司负债主要由刚性债务、应付账款和其他应付款构成，在总负债中的比例分别为 82.40%、10.11% 和 2.22%。

2016 年末，该公司刚性债务余额为 79.50 亿元，其中短期刚性债务为 30.24 亿元。刚性债务较上年末大幅增加 32.37 亿元，主要是为满足公司的对外股权投资、产能扩建和经营扩张需求，公司外部融资规模同比大幅增长所致。截至 2016 年末，公司刚性债务主要由银行借款、长期应付款（全部为融资租赁设备款）和应付债券构成，规模分别为 43.29 亿元、9.26 亿元和 25.80 亿元。2016 年末，公司应付账款余额为 9.76 亿元，较上年增加 3.18 亿元，主要是上游原材料供应商给予公司的商业信用，其规模随着公司采购量的扩大而相应增加；同期末，公司其他应付款金额为 2.14 亿元，较上年减少 0.49 亿元，主要为公司新建产能产生的应付工程设备款。

2017 年 3 月末，该公司总负债为 95.79 亿元，与年初基本持平，

资产负债率为 63.75%，较年初略有下降。2017 年第一季度，公司新增短期流动性借款 2.73 亿元和长期借款（不包括一年内到期部分）2.37 亿元，并支付部分应付账款，使得 2017 年 3 月末应付账款较年初减少 3.65 亿元，刚性负债进一步增加 3.89 亿元至 83.39 亿元。总体来看，公司目前刚性债务规模较大，面临一定的刚性债务偿付压力。

图表 14. 截至 2017 年 3 月末公司主要刚性负债情况（单位：亿元，%）

刚性负债项目	类型	保证借款	质押借款	信用借款	合计	利率区间
银行借款	短期借款	8.59	0.77	8.83	18.20	4.35-5.35
	一年内到期的长期借款	2.71	0.37	3.53	6.61	4.75-6.33
	长期借款	13.83	6.63	2.50	22.96	
	合计	25.14	7.77	14.86	47.77	-
长期应付款	融资租赁款	-	-	-	7.11	4.175-6.20
	一年内到期的融资租赁款	-	-	-	1.75	
	合计	-	-	-	8.86	
应付债券	14 奥瑞金 MTN001	-	-	-	4.99	6.90
	15 奥瑞金 MTN001				5.58	5.30
	16 奥瑞金				14.85	4.00
	合计（含利息）				25.82	-

注：根据奥瑞金提供的数据绘制

截至 2017 年 3 月末，该公司无对外担保等或有事项，发生或有损失的风险较小。

得益于红牛的快速发展和与中国红牛稳固的合作关系，以及二片罐业务的不断发展，2016 年该公司营业收入规模继续扩大，当年实现营业收入 75.99 亿元，同比增长 14.05%；实现营业毛利 26.26 亿元，较上年增加 3.49 亿元；同期综合毛利率为 34.56%，较上年略微上升 0.39 个百分点，整体毛利率保持在较高水平。2016 年公司的期间费用为 9.67 亿元，较上年增加 1.93 亿元，主要系随着公司经营规模的扩大，公司销售费用和管理费用相应增长，同时因 2016 年公司发行债券和增加银行借款等使得财务费用同比增加 0.88 亿元；2016 年公司期间费用率为 12.72%，整体期间费用控制仍较好。2016 年公司发生资产减值损失 2.32 亿元，较上年大幅增加 1.13 亿元，主要系客户 A 和客户 B 因经营状况恶化，多次催收无法收回，2016

年末对其全额计提坏账准备¹³，当年末公司新增坏账准备 0.88 亿元，同时当年末因部分原材料及库存商品库龄较长和固定资产部分设备老旧、开工率较低等原因，新增计提存货跌价损失和固定资产减值损失分别为 0.33 亿元和 0.36 亿元；此外，因在建工程北京 DRD 制罐二线项目部分设备技术不断下降，实际价值折损严重，计提 0.18 亿元减值损失，另外，因按成本计量的可供出售金融资产外部环境发生变化，经营状况恶化，计提 0.32 亿元的减值损失。在上述综合因素作用下，2016 年公司实现营业利润¹⁴13.58 亿元，仍较上年增加 0.27 亿元，主要受益于主业收入和毛利的增长。2016 年投资净收益和营业外净收入对公司盈利形成了一定补充。2016 年公司实现投资净收益 1.24 亿元，较上年大幅增加 1.60 亿元，主要为公司投资的中粮包装、永新股份、卡乐互动等确认的投资收益 1.16 亿元；当年实现营业外收入 0.96 亿元，较上年增加 0.20 亿元，主要为政府补助。2016 年公司实现净利润 11.53 亿元，较上年增加 1.40 亿元。

2017 年一季度，该公司实现营业收入 12.96 亿元，同比下滑 24.56%，主要受公司主要客户订单减少影响；同期综合毛利率为 26.59%，主要受马口铁等原材料上涨影响同比下滑 8.28 个百分点所致。公司 2017 年一季度营业毛利同比减少 2.54 亿元至 3.45 亿元，营业利润同比减少 2.89 亿元至 0.92 亿元；一季度公司获得营业外收入 0.83 亿元，同比增加 0.76 亿元，最终实现净利润 1.60 亿元，较上年减少 1.47 亿元。

该公司 2016 年及 2017 年一季度营业收入现金率分别为 94.88% 和 114.58%，2016 年底因对主要客户账期有所延长，使得当年销售回款有所减少，营业收入现金率同比下滑 13.17 个百分点，但 2017 年一季度回款已趋于正常。2016 年及 2017 年第一季度该公司经营性现金流量净额分别为 7.60 亿元和 -0.67 亿元，2016 年因公司主要客户账期延长原因现金净流入同比减少 4.25 亿元，但依然保持较大的净流入规模；2017 年一季度因主要客户订单需求减少，收入有所下滑，同时一季度支付较多上游货款，使得经营性净现金流呈现小幅净流出，同比减少 3.90 亿元。在投资环节，2016 年及 2017 年第一季度公司投资性现金流量净额分别为 -40.33 亿元和 0.62 亿元，其中 2016 年因继续对新增产能项目进行投资，加上公司收购中粮包

¹³ 公司客户 A 和客户 B 在经历股权变动后，经营出现恶化，同时加上所属行业景气度不断下滑，目前经营出现停滞状态，因此公司 2016 年度在 2015 年 50% 计提比例的基础上对其全额计提坏账准备，截至 2016 年末分别计提坏账准备余额为 1.26 亿元和 0.53 亿元，其中 2016 年分别计提 0.64 亿元和 0.24 亿元。

¹⁴ 财务质量部分的营业利润定义为：营业总收入-营业总成本。

装、永新股份、卡乐互动和沃田集团等的部分股权，使得当年投资性净现金流出规模较大，净流出量同比增加 19.32 亿元，给公司带来了较大的资金压力；2017 年一季度因公司收回部分理财产品投资，实现了小幅的净流入。在筹资环节，公司 2016 年及 2017 年第一季度筹资性现金流量净额分别为 23.43 亿元和 3.46 亿元，跟踪期内公司通过增加银行借款、发行债券等方式，来满足公司的资金需求，依然保持较大的融资规模。

图表 15. 公司 2014 年以来现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年
EBITDA/利息支出(倍)	13.23	10.35	6.01
EBITDA/刚性债务(倍)	0.84	0.53	0.34
经营性现金流净额(亿元)	7.70	11.85	7.60
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	39.82	45.24	19.31
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	31.06	26.72	9.74

注：根据奥瑞金提供的数据绘制

2014-2016 年度，该公司 EBITDA 分别为 13.39 亿元、17.64 亿元和 21.66 亿元，主要来源于同期的利润总额、利息支出和计提的固定资产折旧。2016 年 EBITDA/利息支出和 EBITDA/刚性债务分别为 6.01 倍和 0.34 倍，总体来看，跟踪期内公司因新增较多刚性债务，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度有所下降，但目前覆盖程度仍尚可。

跟踪期内因该公司进行较大规模对外股权投资和经营规模扩张，资产总额继续较快增长，2016 年末公司资产总额较上年末大幅增长 42.52% 至 149.39 亿元。从资产构成来看，公司长短期资产占比分别为 62.85% 和 37.15%，其中长期资产占比较高，且较上年末大幅上升 12.20 个百分点；2016 年末公司流动比率和速动比率分别为 121.99% 和 104.56%，流动资产对流动负债的覆盖程度依然良好。

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、预付款项、存货和其他流动资产构成，2016 年末在流动资产中的占比分别为 25.43%、49.13%、4.88%、9.41% 和 7.45%。公司 2016 年末货币资金余额为 14.11 亿元，较上年末大幅减少 9.17 亿元，主要系公司当年进行较多对外股权投资和固定资产投资所致。同年末公司应收账款账面价值为 27.26 亿元（其中一年以内的占比为 99.86%），同比大幅增加 9.57 亿元，主要系公司 2016 年底对主要客

户账期有所延长所致，2016 年末应收账款规模占当年营业收入的比重为 35.88%，应收账款规模较大，在当前宏观经济下行压力的背景下，公司面临一定的坏账损失风险。2016 年末，公司存货的规模为 5.22 亿元，存货规模保持相对稳定，主要是公司库存的原材料和产成品等，存货周转率为 9.08 次，变现速度尚可；2016 年末公司其他流动资产为 4.14 亿元，其中待抵扣增值税和理财产品分别为 2.48 亿元和 1.50 亿元。

截至 2016 年末，该公司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 37.63%、37.44%、13.88% 和 4.88%。2016 年末，公司长期股权投资为 35.33 亿元，较上年末大幅增加 27.60 亿元，主要系 2016 年对卡乐互动、中粮包装、永新股份等进行了较大规模的股权投资所致；固定资产和在建工程分别为 35.16 亿元和 13.03 亿元，分别同比增加 5.90 亿元和 7.66 亿元，主要系跟踪期内公司继续进行产能投资扩建所致；无形资产账面价值为 4.59 亿元，主要为土地使用权，同比增加 1.76 亿元，主要系 2016 年新增购买土地使用权 0.66 亿元用于新增产能建设，同时 2016 年公司收购欧塞尔足球俱乐部时，新增球员合同价值¹⁵8491.12 万元。

2017 年 3 月末，该公司资产总额为 150.25 亿元，较年初变化不大；其中，应收账款账面价值因主要客户等回款趋于正常，较年初减少 2.59 亿元，货币资金较年初增加 2.82 亿元至 16.93 亿元（其中受限货币资金 2.18 亿元），此外公司还有 1.50 亿元的银行理财产品¹⁶，总体来看，期末公司的可动用的货币资金存量尚可。截至 2017 年 3 月末，公司的流动比率和速动比率分别为 129.46% 和 109.34%，资产流动性状况总体尚可。

截至 2017 年 3 月末各家银行给予该公司的授信总额为 76.30 亿元，公司已使用 56.90 亿元，尚余 18.40 亿元授信额度，后续仍有一定的融资空间。

根据该公司提供的 2016 年审计报告、2017 年 5 月 5 日的《企业信用报告》以及公开信息披露，截至 2017 年 3 月末，公司无违约情况发生。

¹⁵ 在评估基准日，根据欧塞尔球员收到的第三方提出的实际报价确认球员合同的公允价值；对于不存在实际报价的球员合同，通过足球运动员交易网站，以网站上已实现交易的球员价值与欧塞尔同等资质的球员进行对比评估，确认球员合同的公允价值。评估基准日球员合同账面价值为 184.02 万元，公允价值为 8412.29 万元，增值 8228.27 万元。截至 2016 年末，计入合并报表的球员合同账面价值为 8491.12 万元。

¹⁶ 为保本型理财产品。

三、跟踪评级结论

该公司跟踪期内实际控制人未发生变化，股权结构保持相对稳定，内部管理制度仍不断完善，为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了可靠保障。

该公司生产设备较为先进，且公司具有一定的生产规模优势，采取“跟进式”生产布局，拥有稳定的核心优质客户，具有较强的市场竞争力。跟踪期内随着公司进行产能扩建和经营规模扩张，2016年公司收入规模和经营效益进一步提升，经营稳定性较强；2017年一季度因公司主要客户订单需求减少，收入和利润同比有所下降，但目前订单需求已恢复稳定。公司仍需承担原材料价格波动、市场竞争压力增大带来的经营风险，以及客户集中度偏高可能导致的经营波动风险。

跟踪期内，该公司因固定资产投资和股权投资，新增较多刚性债务，负债经营程度已处于偏高水平；但公司资本实力较强，资产质量尚可，期末仍有一定的货币资金存量，良好的经营获现能力也能够为其债务的偿还提供保障，公司总体偿债能力仍较强。

同时，我们仍将持续关注（1）该公司对中国红牛的依赖度较高，其经营和订单变化对公司收入和利润水平的影响；（2）公司近年来持续进行产能扩张，尤其是二片罐业务，在竞争日趋激烈的背景下，需关注后续产能释放和实际销售情况；（3）跟踪期内公司进行较大规模的对外股权投资，关注被投资公司未来的经营状况变化以及对公司经营业绩和财务状况的影响，并关注原股东及其指定第三方回购公司持有的家乐互动部分股权的进展情况；（4）公司主要生产原料价格波动对其经营稳定性的影响；（5）应收账款未来增长情况和客户质量变化，以及其后续回收情况对公司资产质量和利润水平的影响；（6）后续定增具体实施进展情况；（7）融资渠道通畅性。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 第一季度
资产总额 [亿元]	67.65	104.81	149.39	150.25
货币资金 [亿元]	12.06	23.28	14.11	16.93
刚性债务[亿元]	20.05	47.13	79.50	83.39
所有者权益 [亿元]	38.60	45.12	52.91	54.46
营业收入[亿元]	54.55	66.62	75.99	12.96
净利润 [亿元]	8.05	10.13	11.53	1.60
EBITDA[亿元]	13.39	17.64	21.66	—
经营性现金净流入量[亿元]	7.70	11.85	7.60	-0.67
投资性现金净流入量[亿元]	-9.73	-21.01	-40.33	-0.62
资产负债率[%]	42.95	56.95	64.58	63.75
长期资本固定化比率[%]	67.08	74.22	90.37	88.10
权益资本与刚性债务比率[%]	192.48	95.75	66.55	65.32
流动比率[%]	183.49	155.42	121.99	129.46
速动比率 [%]	135.74	132.13	104.56	109.34
现金比率[%]	63.50	70.83	34.19	39.15
利息保障倍数[倍]	11.23	8.87	5.16	—
有形净值债务率[%]	80.39	142.77	202.75	194.77
营运资金与非流动负债比率[%]	160.99	69.81	19.62	24.24
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	5.01	4.64	3.38	—
存货周转速度[次]	6.51	7.25	9.08	—
固定资产周转速度[次]	2.57	2.49	2.36	—
总资产周转速度[次]	0.90	0.77	0.60	—
毛利率[%]	30.98	34.17	34.56	26.59
营业利润率[%]	18.46	19.45	19.51	10.33
总资产报酬率[%]	18.74	17.53	14.62	—
净资产收益率[%]	22.43	24.19	23.52	—
营业收入现金率[%]	115.20	108.05	94.88	114.58
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	39.82	45.24	19.31	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	31.06	26.72	9.74	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-10.54	-34.94	-83.11	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.22	-20.64	-41.92	—
EBITDA/利息支出[倍]	13.23	10.35	6.01	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.84	0.53	0.34	—

注：表中数据依据奥瑞金经审计的2014-2016年度及未经审计的2017年第一季度财务数据整理计算。

附录二:

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产及商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/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%
经营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/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资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+报告期投资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

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人长期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 级、CCC 级（含）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（含）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。