

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(2018)100344】

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+/2018 年 6 月 25 日

前次跟踪： AA+/稳定/AA+/2017 年 6 月 27 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 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	13.82	5.23	9.82	5.96
刚性债务	27.53	42.31	37.45	37.71
所有者权益	31.19	32.79	36.14	35.93
经营性现金净流入量	4.34	0.52	8.00	-1.98
合并口径数据及指标：				
总资产	104.81	149.39	143.48	141.58
总负债	59.69	96.48	84.90	81.74
刚性债务	47.50	80.30	68.50	64.78
所有者权益	45.12	52.91	58.58	59.84
营业收入	66.62	75.99	73.42	19.93
净利润	10.13	11.53	6.90	2.10
经营性现金净流入量	11.85	7.60	18.91	-1.27
EBITDA	17.64	21.65	17.45	—
资产负债率[%]	56.95	64.58	59.17	57.73
权益资本与刚性债务 比率[%]	95.00	65.88	85.52	92.38
流动比率[%]	155.42	121.99	110.01	101.77
现金比率[%]	70.83	34.19	41.50	31.04
利息保障倍数[倍]	8.87	5.16	3.48	—
净资产收益率[%]	24.19	23.52	12.37	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	45.24	19.31	39.39	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-20.64	-41.92	25.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	10.35	6.01	4.47	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.52	0.34	0.23	—

注：根据奥瑞金经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 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 2017 年以来奥瑞金在产业布局、渠道资源、经营规模及偿债保障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、应收账款规模及股权质押等方面继续面临压力。

主要优势：

- **产业布局优势。**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、扩张产能（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。
- **较充裕的可变现资产能够为到期债务偿付提供一定保障。**奥瑞金仍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：

- **客户集中度高。**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。2017 年一季度受中国红牛合作纠纷事项影响，使得当期收入和利润有所下滑；虽然目前中国红牛相对稳定，但其合作纠纷事项仍未解决，需关注后续进展及对公司的影响。
- **短期刚性债务偿付压力。**跟踪期内，奥瑞金临时延长个别客户付款期，应收账款快速增长，同时公司短期刚性债务规模持续增大，存在一

定的营运资金周转压力和短期偿债压力。

- **产能释放压力及业绩压力。**跟踪期内，奥瑞金二片罐产能持续增大，产能释放面临较大压力，此外受国家供给侧改革影响，公司主要原材料价格持续上涨，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，目前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情况。
- **股权质押风险。**截至本评级报告日，奥瑞金控股股东上海原龙已将其持有公司股票的 77.74%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。**截至 2018 年 3 月末，奥瑞金权益资本中未分配利润占比达 54.58%，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 2017 年财务报表、未经审计的 2018 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本金为 21 亿元，其中 6 亿元的 15 奥瑞金 MTN001 将于 2018 年 6 月 29 日到期。截至 2018 年 6 月 13 日，受益于核心客户的大量回款，公司的货币资金余额约 17 亿元，能够覆盖 15 奥瑞金 MTN001 本息，但仍需关注后续实际偿债情况；另外，16 奥瑞金将于 2019 年 4 月 11 日进入回售选择权的行权期，需关注后续该债券的投资者回售情况。

图表 1. 截至本评级报告日公司已发行但尚未到期债务情况

债券名称	种类	起息时间	发行金额	票面利率	到期日
15 奥瑞金 MTN001	中期票据	2015.6.29	6 亿元	5.30%	2018.6.29
16 奥瑞金（3+2）	公司债券	2016.4.11	15 亿元	4.00%	2021.4.11

资料来源：奥瑞金

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断

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”。

推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。总体来看，该公司主业金属包装业务与宏观经济的关联度不强。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，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。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求

为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。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和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

该公司主业为金属包装业务，与宏观经济运行状况存在一定的关联度，但总体关联度不强，其业务运营受宏观经济的影响一般。

(2) 行业因素

跟踪期内，因下游需求下滑，金属包装行业收入规模出现一定下滑，短期内或进一步下滑，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，跟踪期内受国家不断推进供给侧改革影响，钢、铝等原材料价格持续上涨，使得产能过剩、议价能力较弱的金属包装行业的企业经营效益进一步下降，但也使得部分二片罐龙头企业因毛利率过低和行业集中度提升而开始出现提价。

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

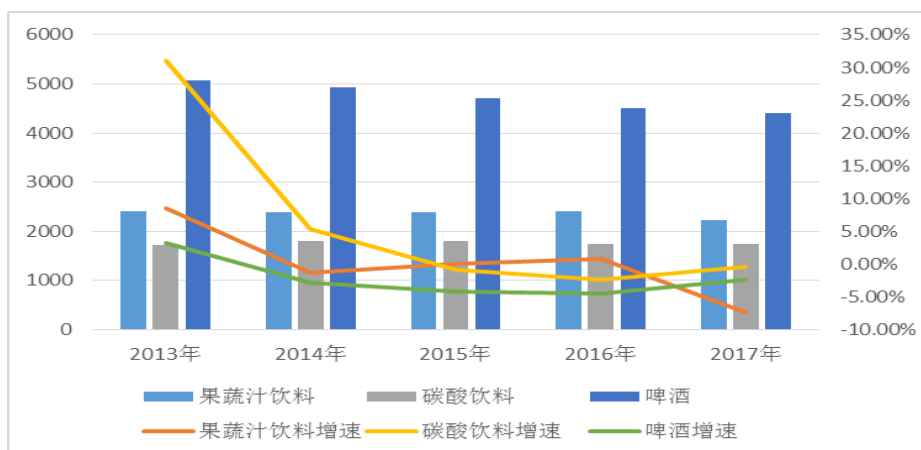
金属包装是我国包装工业的重要组成部分，其产值约占我国包装工业的10%左右，主要为食品、罐头、饮料、油脂、化工、药品及化妆品等行业提供包装服务。金属包装容器是指用金属薄板制造的薄壁包装器，广泛应用于食品包装、医药品包装、仪器仪表包装、工业品包装和军火包装等。我国金属包装

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，现在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。

跟踪期内，从下游需求来看，受宏观经济增速放缓、下游消费疲软等影响，2017 年我国果蔬汁饮料产量为 2228.50 万吨，同比下滑 7.33%；随着人们健康观念的提升，被视为“不健康饮料”的碳酸饮料 2017 年产量为 1744.41 万吨，同比继续下滑 0.45%；2017 年啤酒的产量为 4401.50 万千升，同比继续下滑 2.33%，主要受人们健康观念的提升、消费市场的碎片化和个性化发展趋势以及人口老龄化等因素综合作用影响所致。

图表 2. 2013 年以来我国果蔬汁饮料、碳酸饮料和啤酒的产量情况（万吨、万千升）

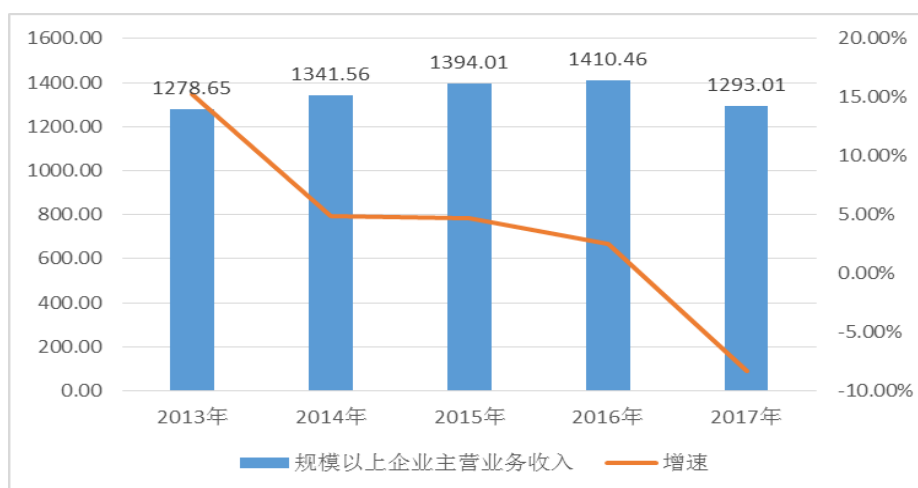


资料来源：wind

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

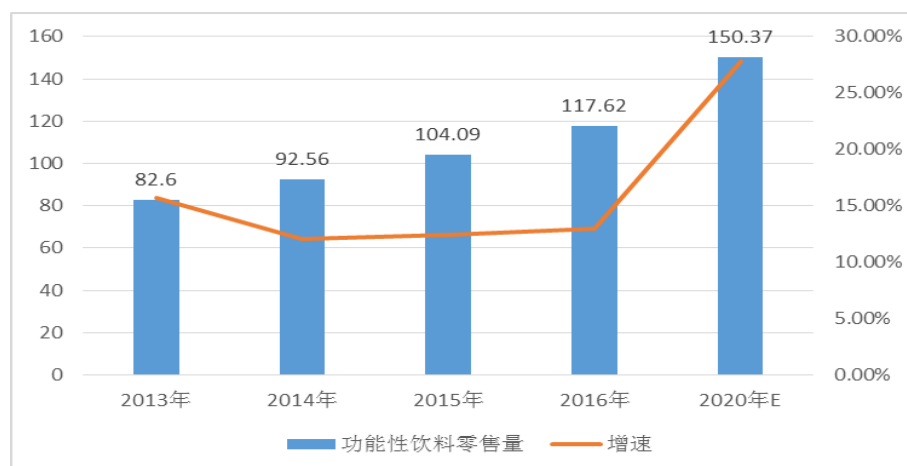
求低迷影响，金属包装行业规模短期内或将进一步下滑；但从中长期来看，未来金属包装行业仍有较广阔的市场发展空间：1. 根据中国包装联合会金属容器委员会统计，2012 年，我国金属包装人均消费仅为 5 美元/年，而世界金属包装人均消费为 13.60 美元/年，可见我国的金属包装市场仍有较大的提升空间；2.因金属罐包装密封性能优越，同时材料较轻，便于运输、携带和开启，加之具备良好的可回收性、重复利用乃至可再生利用性,属于典型的绿色包装产品，未来有望在多个领域逐步替代玻璃、塑料和纸包装；3.2015 年我国啤酒金属罐化率仅 15%，而美国、英国、巴西、韩国的啤酒罐化率已经达到 52%、49%、38%、36%，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，根据智研咨询数据，2016 年我国功能性饮料零售量达到了 117.62 亿升，预计到 2020 年将达到 150.37 亿升，未来有望带动金属包装行业的增长。

图表 3. 2013 年以来我国金属包装行业规模以上企业主营业务收入情况（亿元）



资料来源：中国包装联合会

图表 4. 2013 年以来我国功能性饮料零售量增长情况（亿升）



资料来源：智研咨询

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。2017 年以来，因国家持续对钢铁、电解铝等产能过剩行业进行供给侧改革，钢铁价格和铝价总体呈现震荡上行趋势，2017 年末上海市镀锡薄板价格和上海金属网铝价分别为 7610 元/吨和 14710 元/吨，分别较上年末上涨 7.03%和 13.24%，2018 年以来受美国钢铝关税影响，价格都出现高位回落，但后又很快回升，目前总体仍处于高位震荡状态。

图表 5. 2013 年以来上海镀锡薄板（左）和上海金属网铝（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，使得跟踪期内随着原材料价格的上涨，行业整体盈利水平进一步下滑。2017 年，金属包装容器制造行业累计亏损面 17.75%，同比上升 2.83 个百分点。但二片罐行业因近年来持续激烈的竞争，产品价格持续下降，毛利率也不断下滑，甚至低于 10%，但过低的毛利率以及行业集中度的逐步提升，使得行业内龙头企业 2017 年以来面对原材料价格上涨压力，开始出现提价。而三片罐市场因客户相对稳定，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 6. 2015 年以来行业内部分主要企业毛利率变化情况（元/罐）

二片罐		2015 年	2016 年	2017 年
宝钢包装	毛利率	16.21%	11.96%	10.13%
奥瑞金	毛利率	14.88%	6.65%	6.78%
三片罐		2015 年	2016 年	2017 年
昇兴股份	毛利率	19.46%	22.88%	17.03%
奥瑞金	毛利率	40.11%	45.03%	38.73%

资料来源：奥瑞金、上市公司年报

B. 政策环境

跟踪期内，一方面工信部、商务部于 2016 年 12 月联合发文《关于加快我国包装产业转型升级发展的指导意见》，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。

总体来看，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

目前国内金属包装龙头企业主要为奥瑞金、中粮包装、宝钢包装、昇兴股份等国内企业，皇冠、波尔等传统的外资金属包装企业，但同时行业仍存在大量中小企业，截至 2017 年末仍有金属包装企业达 744 家，相较欧美的寡头垄断，我国尚未出现占据明显优势地位的巨头，行业市场集中度还有较大的提升空间，行业龙头企业的话语权仍较弱。

从供给端来看，金属包装行业目前产能过剩明显，2017 年行业整体产能利用率约 65%。截至 2017 年末，二片罐市场总产能和总产量分别约为 600 亿罐和 410 亿罐，主要集中于国内的宝钢包装、中粮包装、奥瑞金和国外的波尔、皇冠、联合制罐和太平洋制罐，产能和产量占比合计分别为 78.33%和 79.51%，其中奥瑞金 2017 年在二片罐市场的产能和产量占比分别为 9.1%和 9.3%，分别位居行业第四和第五，目前已基本完成产能布局；2017 年三片罐市场总产量约为 236 亿罐，主要集中于国内的奥瑞金、嘉美、昇兴、福贞、吉源等公司，产量占比约为 72%，其中奥瑞金在三片罐市场的产量占比为 23.28%，仍然位居行业第一。总体来看，目前金属包装行业产能产量主要集中于行业内规模较大的主要几家龙头企业，但行业内主要企业之间产能和产量规模相差不大，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，尤其是三片罐饮料市场。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等；三片罐行业，中国红牛、旺旺主要由奥瑞金供货，六

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。

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。该公司依靠与红牛的稳定合作关系，目前公司在三片罐市场面临的竞争压力较小。但随着二片饮料罐市场竞争压力较大。

此外，跟踪期内金属包装行业发生了若干起较大的收并购事项。其中，2017年1月昇兴股份参与产业基金收购了太平洋制罐，拓展了二片罐产能，但目前尚未并表；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，实现了二片罐产能扩张26-27亿罐。

总体来看，目前金属包装行业整体竞争格局仍较为分散，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，2017年行业内主要企业该公司、宝钢包装和昇兴股份的前5大客户收入占比分别为76%、57%和66.48%；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。

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。2017年，中国红牛占公司营业收入的比重为59.68%，较上年下滑5.79个百分点，一方面系当年因红牛品牌纠纷，公司来自中国红牛的营业收入有所减少，另一方面系公司不断拓展非红牛业务所致；公司占中国红牛罐体采购量比重仍在95%左右，与上年基本持平。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。但近年来国内功能性饮料市场竞争日趋激烈，竞争品牌日益增加，根据尼尔森的零售监测数据，2015-2017年中国红牛的销售收入分别为230.4亿元、210.0亿元和196.0亿元，在国内功能饮料市场的份额分别为80%、63%和59%，受市场竞争和红牛品牌纠纷事件影响，2015年以来中国红牛的销售收入和市场占有率呈下滑趋势。

此外，2017 年 8 月 21 日，该公司核心客户中国红牛在其官方网站上发布了《关于对“红牛商标使用权”相关媒体报道的声明》，声明称华彬集团相关主体与泰国天丝相关主体在中国共同设立合资公司后，在股权结构、分红管理、红牛系列注册商标使用授权许可、竞争禁止等相关层面的事实和纠纷，其已经按相关程序积极应诉，有待人民法院的司法审理和判决。目前，中国红牛上述纠纷仍处于解决过程中，目前中国红牛正常向公司安排生产订单。

总体来看，该公司客户集中度较高，对中国红牛的依赖较强，若中国红牛由于自身原因、行业竞争或终端消费需求变化导致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就红牛系列注册商标使用许可纠纷解决进展和最终结果对公司的影响。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司继续投资扩张二片罐产能，目前已基本完成二片罐和三片罐的全国性产能布局，后续的资本性投资支出规模已不大。2017 年受核心客户中国红牛品牌纠纷事项影响，公司主业收入出现一定下滑，加之原材料成本上升、期间费用增加，以及新拓体育相关业务的运营亏损，使得当年经营收益明显下滑。2018 年一季度，受益于二片罐业务收入的增加以及红牛事件相对平稳，当期公司收入和利润同比显著增加。跟踪期内，公司利润仍主要来自主业经营收益，投资收益和政府补助仍是重要的盈利补充。

跟踪期内，因新产能陆续投产，该公司二片罐产能利用率同比发生较大下降，在行业产能过剩和竞争日趋激烈背景下，需关注后续产能释放和效益实现情况。

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。

该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。

2017 年该公司实现主营业务收入 65.34 亿元，同比减少 4.23 亿元，主营业务毛利率为 30.82%，同比下滑 6.39 个百分点，主要系 2017 年一季度受核心客户中国红牛品牌纠纷事项影响当年高毛利率的三片罐业务收入下滑，加之 2017 年以来受马口铁等原材料价格上涨影响，公司三片罐业务毛利率有所下滑。2018 年一季度公司实现主营业务收入 18.66 亿元，同比大幅增加 7.34 亿元，

主要系当期红牛事件相对平稳，同时二片罐业务收入继续上升所致；同期公司主营业务毛利率为 28.97%，较 2017 年下滑 1.86 个百分点，受原材料价格上涨影响，毛利率继续下降。

从分业务情况来看，跟踪期内该公司收入和利润仍主要来自三片罐-饮料罐业务，2017 年实现相关业务收入 47.75 亿元，虽受中国红牛品牌纠纷事项影响公司三片饮料罐收入同比减少 5.92 亿元，但在主营业务收入中占比仍达 73.08%，当年毛利率为 39.50%，同比下滑 5.53 个百分点，主要受马口铁价格持续上涨所致；跟踪期内公司继续扩张二片罐产能，2017 年实现二片罐-饮料罐业务收入 13.25 亿元，同比增加 1.23 亿元，未来随着新建二片罐产能的陆续投产和产能释放，二片罐业务将是公司业务收入的主要增长点，但受二片罐市场竞争日趋激烈，加之原材料铝的价格持续上涨，公司二片罐业务毛利率仍较低，2017 年为 6.78%，与上年基本持平，2018 年一季度随着原材料的继续上涨，二片罐毛利率下滑至 4.22%。

图表 7. 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等，二片罐主要客户为加多宝、青啤、燕京漓泉等	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

该公司的其他业务主要是出售马口铁等原料和易拉盖等产品，2017 年及 2018 年一季度分别实现销售收入 8.08 亿元和 1.28 亿元，同比分别增加 1.67 亿元和减少 0.38 亿元，同期毛利率分别为 1.44%和-3.83%，较 2016 年的 5.86% 有所下滑。其中 2017 年其他业务收入中欧塞尔收入 0.82 亿元，毛利亏损 0.42 亿元，剔除欧塞尔影响，2017 年其他业务毛利率为 7.39%；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。

此外，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。2017 年公司以 1.26 亿元的交易对价从民生加银鑫牛资管计划受让其持有的黄山永新股份有限公司（以下简称“永新股份”，002014.SZ）3.34%的股权，因民生加银鑫牛资管计划为公司合并报表范围内的结构化主体，公司合并报表范围实际未新增投资；截至 2017 年末，公司及其子公司对永新股份累计投资账面价值达 9.94 亿元，持股比例仍为 14.52%，与一致行动人上海原龙³合计持股 24.32%，是永新股份第二大股东，并向永新股份派驻了 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，

³ 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%。

在塑料软包装行业拥有领先地位。2015-2017 年永新股份营业收入分别为 17.84 亿元、19.04 亿元和 20.08 亿元，净利润分别为 1.82 亿元、2.08 亿元和 2.11 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，跟踪期内未新增投资，目前持股 22.93%，是中粮包装的第二大股东，并派驻了 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。2015-2017 年中粮包装实现营业收入分别为 60.92 亿港元、58.38 亿港元和 71.52 亿港元，实现净利润分别为 3.40 亿港元、3.33 亿港元和 3.73 亿港元，近年来收入和利润均有所上升，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（以下简称“沃田集团”，证券代码 832139）1600 万股股份，跟踪期内公司又参与沃田集团定增，新增投资 0.04 亿元购买其 60 万股股份，目前持股比例为 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 2015-2017 年实现营业收入分别为 0.34 亿元、0.85 亿元和 1.16 亿元，近年来业务规模和收入呈现较快增长态势，实现净利润分别为 0.15 亿元、0.28 亿元和 0.09 亿元，其中 2017 年净利润下滑较多系当年因定增价和实际发行价不一致，差额 0.19 亿元作股份支付⁴处理所致，剔除该因素影响，当年沃田集团净利润为 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，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%，并派出一名董事。2017 年 6 月，堆龙鸿晖以 7.69 亿元的现金交易对价⁵处置了卡乐互动 13.40% 的股权；目前该交易的现金支付和股权转让已全部完成，堆龙鸿晖仅持有卡乐互动 3.77% 的股权并不再对其委派董事，并将卡乐互动由原以权益法核算的长期股权投资转入以公允价值计量的可供出售权益工具，2017 年末的公允价值为 2.15 亿元。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；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

⁴ 2017 年沃田集团对高管进行了一次定增，定增价为 6.92 元/股，实际发行价为 4.00 元/股，差额部分作为沃田集团对高管的股份支付。

⁵ 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。

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。2015-2017 年卡乐互动实现营业收入分别为 6.58 亿元、6.93 亿元和 6.39 亿元，实现净利润分别为 2.95 亿元、3.25 亿元和 3.08 亿元，近年来业绩良好。

2016 年该公司以 0.96 亿元收购了法国欧塞尔足球俱乐部（以下简称“欧塞尔”）77.154%的股权。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，但其经营目前处于亏损状态。2015-2017 年欧塞尔营业收入分别为 0.83 亿元、0.12 亿元和 0.82 亿元，净利润分别为-0.67 亿元、-0.03 亿元和-0.61 亿元；2017 年欧塞尔进行了大部分人员更换，有望提升球队成绩，同时，公司计划通过欧塞尔在国内开展青少年培训来创收，需关注未来欧塞尔的业绩改善情况。

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 8. 公司 2017 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	2017 年投资收益	2017 年股利分红
中粮包装	13.47	13.94	11.41	0.71	0.46
永新股份	9.94	5.85	2.56	0.30	0.24
沃田集团	1.10	1.15	0.64	0.015	-
卡乐互动	2.15	2.15 ⁶	0.33	0.50	-
欧塞尔	0.96	-	0.96	-	-

资料来源：奥瑞金

⁶ 卡乐互动 2017 年末公允价值来自奥瑞金 2017 年年报数据。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司业务收入及变化情况（亿元，%）

业务板块	营业收入					毛利率				
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2017 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2017 年 1-3 月
三片罐-饮料罐	51.74	53.67	47.75	13.06	7.54	40.11	45.03	39.50	38.37	39.11
三片罐-食品罐	2.78	2.78	3.28	0.98	0.65	16.91	17.38	7.30	6.10	2.94
二片罐-饮料罐	8.74	12.02	13.25	4.02	2.82	14.88	6.65	6.78 ⁷	4.22	9.07
灌装	0.96	1.11	1.06	0.59	0.30	24.48	39.48	13.30 ⁸	19.51	48.91
主营业务合计	64.22	69.57	65.34	18.66	11.31	35.44	37.21	30.82	28.97	29.28
其他	2.40	6.41	8.08	1.28	1.65	0.34	5.86	1.44	-3.83	4.66
合计	66.62	75.99	73.42	19.93	12.96	34.17	34.56	27.59	26.87	26.59

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 10. 公司 2015 年以来制罐产销情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年一季度	2017 年第一季度
产能（亿罐）	119.04	125.92	143.38	37.81	34.52
产量（亿罐）	81.52	95.60	92.87	24.75	18.72
销量（亿罐）	80.47	95.15	91.26	25.55	17.68
产能利用率（%）	68.48	75.93	64.77	65.46	54.23
产销率（%）	98.71	99.53	98.27	103.22	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。

2017 年该公司三片罐产能规模为 88.71 亿罐，较上年下降 1.96 亿罐，近年来产能呈现下滑趋势，主要系公司逐渐处置部分老旧生产设备所致；但因 2018 年一季度河北奶粉罐生产线项目建成投产，使得三片罐产能增至年化后的 93.88 亿罐；2017 年及 2018 年一季度公司三片罐产能利用率分别为 61.92% 和 62.77%，较 2016 年的 66.50% 有所下降，主要系 2017 年一季度公司受中国红

⁷ 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，投产初期业务量较少，使得当年毛利率有大幅下滑。

⁸ 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。

牛品牌纠纷事项影响所致，2018 年一季度公司新增产能仍在释放过程中所致；公司目前三片罐产能利用率仍不高，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。跟踪期内，公司的三片罐业务产销率保持良好，2017 年及 2018 年一季度产销率分别为 100.39%和 100.34%。

为扩大市场占有率，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，近年来持续进行二片罐产能的扩张，目前公司二片罐产能布局日趋完善。2017 年及 2018 年一季度公司二片罐产能分别为 54.67 亿罐和 57.36 亿罐（年化后），较 2016 年的 35.25 亿罐有大幅增加，主要系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）正式投产所致。公司目前在建项目主要是湖北咸宁啤酒铝瓶罐包装生产线项目（2.5 亿罐）及山东 500ml 罐型生产线（5.2 亿罐），涉及的产能规模及后续投入资金需求已不大，待全部建成投产后，公司二片罐产能将增至 60 亿罐左右，除此之外公司后续暂无其他新增产能投资计划。2017 年及 2018 年一季度公司二片罐的产能利用率分别为 69.40%和 69.86%，跟踪期内因大量新增产能投产，产能释放和客户及产品认证仍需一定时间和过程，使得公司产能利用率较 2016 年的 100.17%有大幅下滑，但产销率仍较好，分别为 95.19%和 107.46%。总体来看，公司二片罐投资规模较大，但目前产能利用率还不高，且后续仍有一定在建产能即将投产，而二片罐市场产能明显过剩、竞争日趋激烈，后续需关注新增产能的产能释放情况和效益实现情况。若后续新增产能无法得到释放，将对公司整体经营业绩产生一定不利影响。

图表 11. 截至 2018 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 2018 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（2.5 亿罐）	4.92	3.96	自筹资金
山东 500ml 罐型生产线（5.2 亿罐）	1.52	0.15	自有、融资租赁
合计	6.44	4.11	--

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，2017 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 54.34%（其中第一大供应商宝钢集团供应占比为 21.30%，同比下降 0.62 个百分点），同比下降 2.70 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。

2017 年及 2018 年一季度，该公司用于生产的马口铁采购量分别为 17.19 万吨和 3.95 万吨，其中因 2017 年一季度红牛采购订单减少等原因，导致 2017

年马口铁采购量同比下滑 15.41%；随着二片罐产能和产量的持续上升，跟踪期内公司对铝的采购量继续上升，2017 年及 2018 年一季度采购量分别为 7.51 万吨和 2.10 万吨，分别同比增长 9.30%和 20.29%。同期马口铁采购均价分别为 5424 元/吨和 6004 元/吨，分别同比上升 25.06%和 12.94%；铝的采购均价分别为 16926 元/吨和 17369 元/吨，分别同比上升 15.50%和 11.53%，受国家供给侧改革等影响，2016 年下半年以来马口铁和铝的价格持续上涨，使得跟踪期内公司原材料采购均价出现较大幅度上升。总体来看，跟踪期内，公司原材料价格呈现持续较快上升趋势，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。

图表 12. 2017 年以来前 5 大供应商采购情况（万元）

供应商	2018 年一季度采购额	比重	2017 年采购额	比重	定价原则
供应商一	19824.01	15.77%	96059.26	21.30%	市场定价
供应商二	11918.69	9.48%	38974.73	8.64%	市场定价
供应商三	11861.67	9.43%	38541.49	8.54%	市场定价
供应商四	11839.50	9.42%	36180.07	8.03%	市场定价
供应商五	11246.33	8.94%	35338.24	7.83%	市场定价
合计	6690.20	53.04%	245093.79	54.34%	--

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，公司采购原材料马口铁和铝采用 100%的预付款，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。

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 13. 2015 年以来分地区销售情况（万元）

分地区	2015 年		2016 年		2017 年		2018 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	190907.21	28.65	230315.38	30.31	212997.42	29.01	56634.55	28.42%
西北地区	297.75	0.04	1543.40	0.20	17863.53	2.43	9827.76	4.93%
华北地区	109010.84	16.36	125191.58	16.48	121451.17	16.54	30947.27	15.53%
华南地区	132367.56	19.87	187570.95	24.68	194419.73	26.48	52594.62	26.39%
西南地区	10526.74	1.58	9678.90	1.27	20340.04	2.77	3441.32	1.73%
华中地区	220249.21	33.07	197577.00	26.00	150954.00	20.56	40006.20	20.07%
境外地区	--	--	1189.65	0.16	8211.18	1.12	1782.40	0.89%
东北地区	2875.99	0.43	6798.65	0.90	8000.51	1.09	4072.70	2.04%
合计	666235.31	100.00	759865.16	100.00	734237.59	100.00	199306.83	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，2017 年的销售收入占比达到 92.59%。

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。；其中对中国红牛的账期正常为 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。2017 年公司前五大客户占公司全年销售比重高达 76.00%（其中公司第一大客户红牛销售占比为 59.68%，同比下降 5.79 个百分点），同比下降 2.90 个百分点，主要系 2017 年因品牌纠纷导致来自中国红牛的收入有所减少所致；2018 年一季度前五大客户占公司全年销售比重又回升至 83.16%（其中公司第一大客户红牛销售占比回升至 64.97%）。总体来看，公司目前客户集中度仍很高，但未来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，客户集中度有望逐步下降。

图表 14. 2017 年以来前 5 大客户销售情况（万元）

客户	2018 年一季度销售额	比重	2017 年销售额	比重	定价原则
客户一	119158.02	64.97%	438170.92	59.68%	市场定价
客户二	13238.33	6.67%	43569.36	5.93%	市场定价
客户三	11316.59	5.86%	39265.77	5.35%	市场定价
客户四	5885.54	3.22%	21041.82	2.86%	市场定价
客户五	3598.85	2.44%	15973.81	2.18%	市场定价
合计	153197.33	83.16%	558021.69	76.00%	--

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，二片罐销售均价有一定上升，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相应的提价。

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，并成为加多宝、青岛啤酒、漓泉啤酒、雪花啤酒、可口可乐和百事可乐、漓泉啤酒等知名企业的供应商，目前仍有较多客户和产品仍处于认证过程中，未来二片罐占公司收入的比重将继续提升。

D. 技术因素

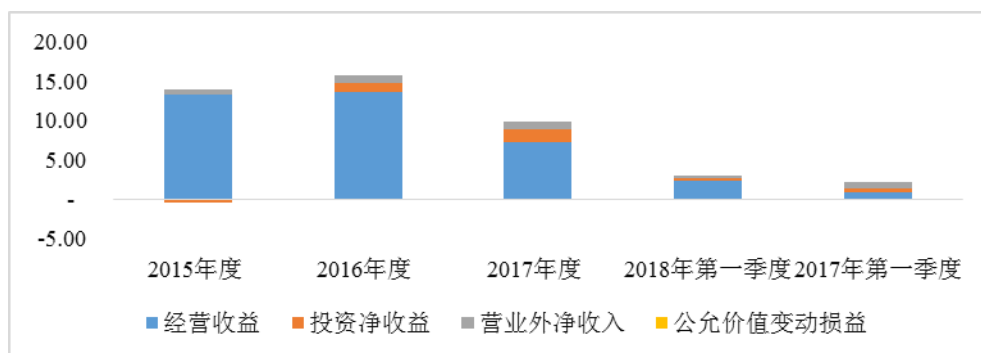
该公司金属饮料罐生产工艺已较为成熟，在此基础上，公司仍然保持较大的研发投入力度，一方面持续改进生产工艺，提高生产效率，从而降低成本，扩大利润；另一方面也在不断提升和丰富公司的产品和服务，为客户提供综合包装解决方案和增值服务，提升市场竞争力。公司已在北京和上海建立了研发中心，2017 年研发投入达到 0.84 亿元，较上年减少 0.16 亿元，占营业收入比重为 1.14%，研发技术装备水平处于国内领先地位。公司拥有专业的研发团队，

截至 2017 年末研发人员数量为 86 人，占公司总员工数量的 10.70%，研发团队的质量和规模均处于国内同行领先地位。

2017 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，食品底盖、DRD（深冲拉伸）、EOE（易开盖）用覆膜铁⁹产品优化，金属旋开盖、复合盖的开发及应用等。目前公司已完成新产品研发十多款，包括 1L 竖楞罐、380ML 修身罐、QQ 罐、中国尊罐、精品茶叶小金属罐等；梳理了需解决的问题并进行了实验室评估及中小批量测试，覆膜铁产品优化正在进行中；完成了金属旋开盖、复合盖产品设计，并成功实现推广。

（2）盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构（亿元）¹⁰



资料来源：根据奥瑞金所提供数据绘制。

注：经营收益=营业总收入-营业总成本。

跟踪期内，该公司利润仍主要来自主业的经营收益，投资收益和营业外收入（含其他收益¹¹和资产处置收益）仍是公司盈利的重要补充。

2017 年，受中国红牛品牌纠纷事项影响，公司红牛订单有所减少，同时马口铁、铝等原材料的价格持续上涨，使得公司营业毛利显著下降，2017 年公司实现营业毛利为 20.26 亿元，同比大幅减少 6.00 亿元；而 2018 年一季度因红牛事件相对稳定，加之二片罐业务收入继续增加，当期实现营业毛利 5.36 亿元，同比增加 1.91 亿元。

期间费用方面，该公司 2017 年及 2018 年一季度的期间费用分别为 11.67 亿元和 2.85 亿元，同比分别增加 2.00 亿元和 0.44 亿元，主要系跟踪期内销售费用和财务费用显著增加所致。同期公司的销售费用分别为 2.36 亿元和 0.74 亿元，同比分别增加 0.66 亿元和 0.42 亿元，主要系公司经营规模尤其是二片罐业务规模不断扩大，相关运输费和人工费不断相应上升，2017 年较上年增加 0.32 亿元，同时公司通过欧塞尔和冰球运动等进行建立营销渠道和营

⁹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。

¹⁰ 图表中营业净收入含其他收益和资产处置收益。

¹¹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。

销推广，使得 2017 年宣传费用较上年增加 0.43 亿元。同期，公司的财务费用分别为 4.02 亿元和 1.04 亿元，分别同比增加 1.61 亿元和 0.15 亿元，主要系公司存在外币性借款，2017 年因外币升值使得公司产生汇兑收益-0.43 亿元（2016 年为 0.37 亿元）；同时随着公司新增产能项目的逐步投产，相应的利息支出由资本化逐步变为费用化，加之跟踪期内市场融资成本上升所致。

此外，该公司 2017 年产生资产减值损失 0.60 亿元，主要系新增计提应收账款坏账准备、存货跌价损失准备、在建工程减值准备和长期股权投资减值准备分别为 0.08 亿元、0.10 亿元、0.19 亿元和 0.15 亿元，其中长期股权投资计提减值系参股的北京冰世界和上海荷格经营未达预期，存在明显减值迹象，在建工程计提减值系已暂停建设的北京 DRD 制罐二线项目因技术更新，设备的实际价值下降而全额计提资产减值。总体来看，跟踪期内公司的资产减值损失较 2016 年明显减少（2016 年主要因个别客户经营状况恶化而计提大额的资产减值损失 2.32 亿元）。

图表 16. 公司经营收益结构分析

公司经营收益结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业毛利（亿元）	22.77	26.26	20.26	5.36	3.45
期间费用（亿元）	7.74	9.67	11.67	2.85	2.40
其中：销售费用（亿元）	1.57	1.70	2.36	0.74	0.32
管理费用（亿元）	4.64	5.56	5.29	1.07	1.19
财务费用（亿元）	1.53	2.41	4.02	1.04	0.89
期间费用率（%）	11.62	12.72	15.89	14.28	18.55
其中：财务费用率（%）	2.30	3.17	5.48	5.21	6.89
资产减值损失（亿元）	1.19	2.32	0.60	0.00	-
经营收益（亿元）	13.32	13.58	7.29	2.34	0.92
全年利息支出总额（亿元）	1.70	3.60	3.90	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.15	0.75	0.21	-	-

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

在上述因素综合作用下，该公司 2017 年及 2018 年一季度实现经营收益分别为 7.29 亿元和 2.34 亿元，同比分别减少 6.29 亿元和增加 1.43 亿元。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 0.98 亿元和 0.44 亿元，分别同比增加 0.08 亿元和减少 0.39 亿元，仍主要来自政府补助；同期公司实现投资收益分别为 1.62 亿元和 0.28 亿元，分别同比增加 0.38 亿元和减少 0.14 亿元，仍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。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	-0.36	1.24	1.62	0.28	0.42
营业外净收入（含其他收益和资产处置收益）	0.61	0.91	0.98	0.44	0.83

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
(亿元)					

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

2017 年及 2018 年一季度，该公司实现净利润分别为 6.90 亿元和 2.10 亿元，分别同比减少 4.63 亿元和增加 0.49 亿元，主要受来自红牛的业务收入波动和原材料价格上涨所致。

(3) 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，主要是在建项目的推进以及已有项目维修技改等大约需要 9.70 亿元，投资并购方面支出约 8.30 亿元。总体来看，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 18. 公司 2018 年~2020 年投融资规划

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度
资本性支出计划（亿元）	8.00	5.00	5.00
其中：现有项目维修与技改等（亿元）	3.40	2.00	2.00
投资与并购（亿元）	2.30	3.00	3.00
融资安排（净额，亿元）	20.00	15.00	15.00
其中：权益类融资（亿元）	-	-	-
债务类融资（亿元）	20.00	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，该公司控股股东对公司股权进行了增持，控股股东、实际控制人和组织架构保持稳定，但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；同时公司公告将回购部分股权用于实施股权激励，目前仍在实施过程中。此外，2017 年公司及其子公司被泰国天丝起诉，目前案件已中止，但仍需关注进一步发展及对公司经营产生的影响。

2017 年以来，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”）通过公开市场累计增持该公司股份 1.14%。截至 2018 年 3 月末，公司总股本为仍为 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间接控制公司合计 50.22% 的股权。公司于 2018 年 3 月由“奥瑞金包装股份有限公司”更为现名。

此外，该公司于 2018 年 3 月公告称，将于 2018 年 2 月 7 日至 2018 年 8 月 26 日，通过深圳证券交易所交易系统回购公司股份用于实施股权激励，回购股份的平均价格不超过 7.00 元/股，回购总金额不超过 1.80 亿元，不低于 1.00

亿元，资金来源为自有资金。截至 2018 年 5 月末，公司累计回购公司股份 1126.92 万股，占公司总股本的 0.48%，支付总金额（含交易费用）0.65 亿元，公司总股本保持不变。

股权质押方面，截至 2018 年 3 月末，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）为 9.06 亿股，合计占总股本的 38.45%，其中上海原龙用于 16 原龙 01 可交换债的质押股票数量为 3.404 亿股（占总股本的 14.45%）；目前控股股东上海原龙已质押公司股份数量占其所持公司股份总数的 77.74%，质押比例较高，面临较大的股权质押风险。

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。

2017 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 4.33 亿元，占当年营业成本的 8.14%，较上年增加 0.96 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 2.96 亿元，占营业收入的 4.03%，较上年大幅增加 0.78 亿元，主要系随着公司二片罐业务收入规模的增加，公司关联交易规模有所上升所致。2017 年末应收关联方款项余额为 0.90 亿元，较上年末减少 0.10 亿元，应付关联方款项余额为 0.96 亿元，较上年末减少 0.55 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。

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 2017 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形成的或有负债情况如下：

该公司 2017 年 7 月公告称收到北京市东城区人民法院电话告知，泰国天丝医药保健有限公司（简称“泰国天丝”）向公司及全资子公司北京奥瑞金包装容器有限公司提起民事诉讼：立即停止伪造、擅自制造泰国红牛“红牛”、“REDBULL”及图形等注册商标标识，立即停止销售上述伪造、擅自制造的泰国红牛“红牛”、“REDBULL”及图形等注册商标标识；立即收回并销毁所有已销售及库存的伪造、擅自制造的泰国红牛“红牛”、“REDBULL”及图形等注册商标标识，销毁用于伪造泰国红牛“红牛”、“REDBULL”及图形等注册商标标识的工具；连带赔偿泰国红牛经济损失供给 3000 万元人民币及泰国

红牛因制止侵权行为产生的合理支出共计 50 万元人民币；就侵权行为在 www.orgcanmaking.com 及 www.orgpackaging.com 网站首页和《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《证券日报》上发布声明，公开赔礼道歉，消除侵权影响，所发布内容须事先经泰国红牛审核同意；承担本案全部诉讼费。但后经公司申请¹²，于当年 9 月收到北京市东城区人民法院（2017）京 0101 民初 11384 号民事纠纷裁定书，裁定本案中止诉讼，目前本案仍处于中止诉讼状态。公司认为承担诉讼责任的可能性不大，未计提预计负债。同时公司将继续按照与中国红牛签署的战略合作协议及其技术要求、订单计划等正常安排生产；在中国红牛与天丝公司就红牛系列注册商标使用许可纠纷解决之前，预计本次诉讼短期内对公司无重大影响。

图表 19. 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	2018.04.20	无	无	未提供	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.06.10	正常付息	正常付息	无	无
诉讼	公开信息披露	2018.06.10	无	1	无	1
工商	公开信息披露	2018.06.10	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2018.06.10	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2018.06.10	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，该公司通过处置大部分卡乐互动股权等，偿还部分债务，负债规模和资产负债率有所下降，但未来公司仍有较大的营运资金需求和投资性支出需求，资产负债率或还将回升；同时公司应收账款和短期刚性债务规模较大，面临较大的营运资金压力。但公司资本实力较强且随着经营利润的积累不断提升，公司持有一定上市公司股权和货币资金存量，良好的经营获现能力也能够为其债务的偿还提供一定保障。

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 2017 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 2018 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

¹²公司认为，对公司涉诉事项的认定应以泰国天丝与中国红牛就红牛系列注册商标使用许可纠纷的解决结果作为前提依据，因此，公司在接到诉讼材料当即向北京市东城区人民法院提交了诉讼中止申请。

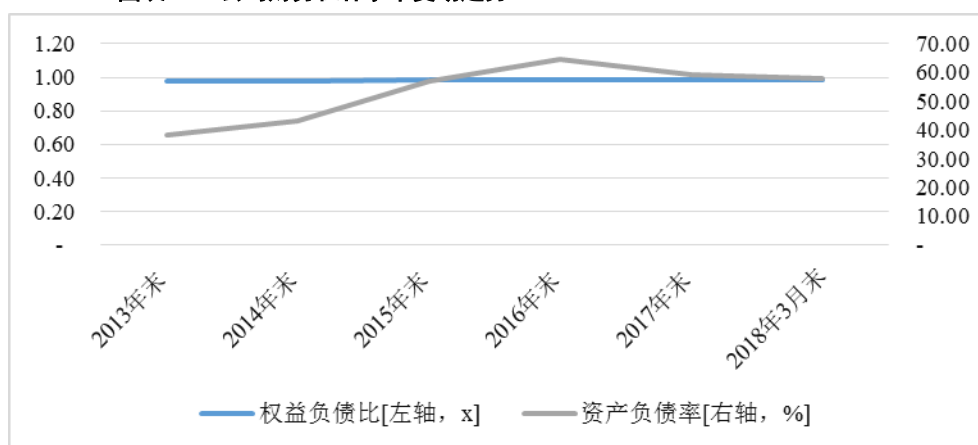
后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）。

截至 2017 年末，该公司纳入合并报表范围的二级子公司为 46 家，2017 年新增新设成立的西藏瑞达、奥众体育、奥瑞金美食、圈码互联、上海鸿金，注销了清远奥瑞金包装有限公司和结构化主体民生加银鑫牛战略投资 5 号资产管理计划，上述公司因规模较小，对公司影响较为有限。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势

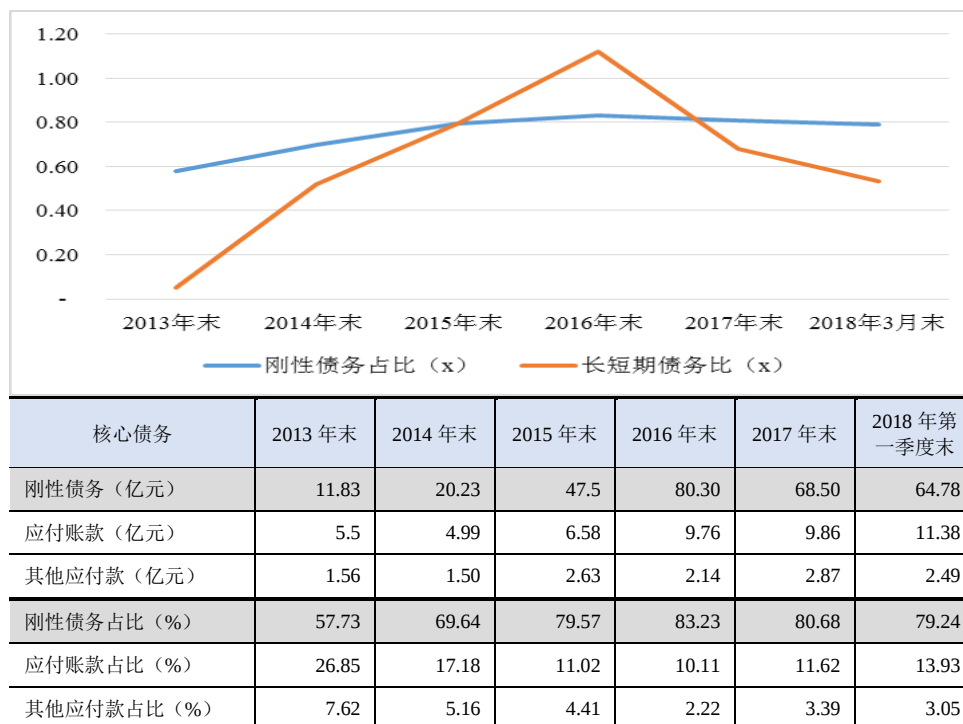


资料来源：根据奥瑞金所提供数据绘制。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司总负债分别为 84.90 亿元和 81.74 亿元，较 2016 年末的 96.48 亿元有明显减少，系跟踪期内公司通过出售卡乐互动股权等，偿还了部分刚性债务。权益资本方面，同期末公司的所有者权益分别为 58.58 亿元和 59.84 亿元，较 2016 年末的 52.91 亿元有所增加，系经营利润积累所致；截至 2018 年 3 月末，公司权益资本主要由实收资本未分配利润构成，分别占比 39.36%和 54.58%，未分配利润占比很高，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，总体来看，公司权益资本稳定性较弱。跟踪期内，因公司偿还较多债务，2017 年末及 2018 年 3 月末资产负债率分别为 59.17%和 57.73%，较 2016 年末的 64.58%有所回落，目前公司负债经营程度处于较合理水平；但未来公司仍有较大的投融资需求，尤其随着二片罐新增产能的逐步释放，公司有较大的营运资金需求，资产负债率预计将有所回升。同期末，公司权益对刚性债务的覆盖倍率分别为 0.86 倍和 0.92 倍，虽较 2016 年末的 0.66 倍有明显上升，但覆盖程度仍不高。

(2) 债务结构

图表 21. 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，2017 年末及 2018 年 3 月末流动负债占比分别为 59.49%和 65.19%，较 2016 年末的 47.15%有大幅提升，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，2017 年末在总负债中的占比分别为 80.68%、11.62%和 3.39%。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司的刚性债务余额分别为 68.50 亿元和 64.78 亿元，较 2016 年末的 80.30 亿元有明显减少，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 9.86 亿元和 11.38 亿元，其中 2018 年 3 月末较 2016 年末的 9.76 亿元有所增加，主要为应付上游供应商的货款，因原材料价格不断上涨，公司当期增加原材料备货，使得应付账款相应有所增加；同期末，公司的其他应付款分别为 2.87 亿元和 2.49 亿元，较 2016 年末的 2.14 亿元有一定增加，主要为公司在建项目产生的应付工程设备款和运费等。

(3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	10.91	10.44	21.6	31.04	35.76	37.93
其中：短期借款	9.67	9.51	14.71	15.47	10.89	11.50

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
一年内到期的长期借款	1.22	0.75	5.56	7.23	10.19	12.00
应付短期债券	-	-	-	-	-	-
应付票据	-	-	0.34	1.15	2.74	1.16
其他短期刚性债务	0.03	0.18	1.00	7.18	11.95	13.27
中长期刚性债务合计	0.92	9.79	25.90	49.26	32.74	26.84
其中：长期借款	0.92	4.84	9.44	20.59	15.29	10.80
应付债券	-	4.95	10.91	20.82	14.88	14.89
其他中长期刚性债务	-	-	5.55	7.86	2.57	1.15
综合融资成本（年化，%）	6.39	5.96	5.23	4.36	5.18	5.38

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

截至 2018 年 3 月末，该公司刚性债务为 64.78 亿元，其中短期刚性债务占比为 58.56%，金额为 37.93 亿元，短期刚性债务占比较高，规模较大，而公司期末可直接用于偿还短期刚性债务的现金类资产主要为非受限货币资金和应收票据合计仅为 13.96 亿元，面临较大的资金周转压力。2018 年 3 月末，公司的刚性债务主要由银行借款、应付债券和融资租赁款等构成，期末分别为 34.31 亿元、20.89 亿元和 28.41 亿元。

从融资成本来看，因市场整体融资成本上升，该公司 2017 年和 2018 年一季度的综合融资成本分别约为 5.18%和 5.38%，较 2016 年的 4.36%有所上升。总体来看，跟踪期内公司刚性债务虽有所下降但规模仍较大，融资成本有所上升，存在一定的刚性债务偿付压力和财务负担压力，尤其是存在较大的短期刚性债务压力。

图表 23. 公司 2018 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	1.55				
3%~4%（不含 4%）	0.01				
4%~5%（不含 5%）	15.59	4.25	1.00	15.00	
5%~6%（不含 6%）	16.48	3.50	0.50	2.48	
6%~7%（不含 7%）	1.00				
7%及以上	-				
合计	34.63	7.75	1.50	17.48	

资料来源：奥瑞金。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
营业周期（天）	144.89	128.91	128.98	148.18	162.19	
营业收入现金率（%）	110.98	115.20	108.05	94.88	119.39	72.20
业务现金收支净额（亿元）	9.96	11.86	17.25	13.89	25.76	0.22
其他因素现金收支净额（亿元）	-3.27	-4.16	-5.39	-6.29	-6.85	-1.49
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	6.69	7.70	11.85	7.60	18.91	-1.27
EBITDA（亿元）	10.07	13.39	17.64	21.65	17.45	
EBITDA/刚性债务（倍）	0.85	0.84	0.52	0.34	0.23	
EBITDA/全部利息支出（倍）	10.63	12.54	10.35	6.01	4.47	

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。

2017 年及 2018 年一季度，该公司的营业收入现金率分别为 119.39%和 72.20%，2017 年公司业务的现金回笼情况仍较好，但 2018 年一季度公司与个别客户协商后临时延长其付款期，使得应收账款显著上升，营业收入现金率出现大幅下降；2017 年公司的营业周期为 162.19 天，同比增加 14.01 天，经营效率进一步下降。

2017 年及 2018 年一季度，该公司实现经营环节的净现金流量分别为 18.91 亿元和-1.27 亿元，分别同比增加 11.30 亿元和减少 0.60 亿元，其中 2017 年因客户回款较多¹³使得净现金流入同比增加较多，而 2018 年一季度因公司临时延长个别客户付款期，使得经营性净现金流出现净流出。

该公司 2017 年 EBITDA 为 17.45 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 56.74%、18.64%和 21.20%，因利润总额减少，使得当年 EBITDA 同比显著减少 4.20 亿元。同期，公司的 EBITDA 对刚性债务的保障倍数为 0.23 倍，覆盖程度仍较低且进一步下降；同期公司的 EBITDA 对全部利息支出的保障倍数为 4.47 倍，对利息支出的覆盖程度有所下降但仍相对较好。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
回收投资与投资支付净流入额	-	-	-9.34	-1.70	9.77	-

¹³ 2016 年底应收红牛的部分款项延后至 2017 年支付。

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
其中：理财产品投资回收与支付净额	-	-	-0.40	-1.70	-0.07	-
其中：与主业有关的投资净额	-	-	-8.94	-	9.84	-
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	-11.65	-8.92	-11.94	-10.97	-5.83	-0.67
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.00	-0.82	-9.07	-29.36	9.95	-0.33
投资环节产生的现金流量净额	-11.65	-9.73	-21.01	-40.33	4.11	-1.00

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

2017 年及 2018 年一季度，该公司投资环节产生的现金净流量分别为 4.11 和 -1.00 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 -5.83 亿元和 -0.67 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净现金流分别为 9.77 亿元和 0 亿元，其中 2017 年因处置卡乐互动股权收回较多资金，使得当年投资性净现金流出现较多净流入。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，公司未来的资本性支出已不大，但仍有一定股权投资性支出计划。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
权益类净融资额	-3.75	-2.66	-3.89	-4.36	0.14	-
其中：永续债及优先股						
债务类净融资额	2.98	6.67	22.06	27.79	-20.59	-0.72
其中：现金利息支出	-	0.90	1.48	2.67	3.37	0.29
筹资环节产生的现金流量净额	-0.78	4.01	18.16	23.43	-20.46	-0.72

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

2017 年及 2018 年一季度，该公司筹资性净现金流分别为 -20.46 亿元和 -0.72 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，加之公司未来仍有一定的投资性支出计划，公司未来将持续面临较大的筹资性压力。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	29.36	35.1	51.72	55.49	55.56	54.23
	54.67%	51.89%	49.34%	37.15%	38.72%	38.30%
其中：现金类资产（亿元）	10.77	12.15	23.57	15.55	20.96	16.54
应收账款（亿元）	10.77	11.02	17.70	27.26	20.25	23.14
存货（亿元）	5.20	6.36	5.74	5.22	7.62	7.89
其他流动资产 ^注 （亿元）	0.85	1.32	1.67	4.14	4.09	3.35

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	24.35	32.54	53.10	93.89	87.92	87.36
	45.33%	48.11%	50.66%	62.85%	61.28%	61.70%
其中：固定资产（亿元）	18.10	24.29	29.25	35.16	46.6	45.78
在建工程（亿元）	2.28	3.61	5.37	13.03	4.18	4.28
可供出售金融资产（亿元）	-	0.01	0.98	1.58	3.31	3.32
长期股权投资（亿元）	0.01	-	7.73	35.33	25.59	25.81
无形资产（亿元）	2.20	2.30	2.83	4.59	4.75	4.66

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

跟踪期内通过处置卡乐互动股权等偿还部分债务，该公司 2017 年末及 2018 年 3 月末总资产分别为 143.48 亿元和 141.58 亿元，较 2016 年末的 149.39 亿元有所下降。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，2017 年末及 2018 年 3 月末非流动资产占比分别为 61.28%和 61.70%，较 2016 年末的 62.85%变化不大。

从流动资产构成来看，该公司 2017 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 37.73%、36.45%、13.72%和 7.37%。截至 2018 年 3 月末，公司现金类资产为 16.54 亿元，其中货币资金为 13.82 亿元（其中受限货币资金为 2.60 亿元），其余为应收银行票据。2017 年末及 2018 年 3 月末公司应收账款账面价值分别为 20.25 亿元（其中一年以内的占比超过 96%）和 23.14 亿元，较 2016 年末的 27.26 亿元有明显减少，系跟踪期内公司收到客户较多回款所致，但 2018 年一季度因个别客户结算回款有所延后，使得期末应收账款又有所回升；同期末公司的存货规模分别为 7.62 亿元和 7.89 亿元，较 2016 年末的 5.22 亿元有所增加，系跟踪期内二片罐业务规模不断扩大，加之原材料价格持续上涨，公司增加了原材料备货所致。2017 年公司的存货周转率和应收账款周转率分别为 8.28 次和 3.09 次，存货周转效率较好，但应收账款周转速度较低，较大规模的应收账款使得公司的营运资金压力较大。同期末，公司其他流动资产分别为 4.09 亿元和 3.35 亿元，主要为待抵扣增值税。

从非流动资产构成来看，该公司 2017 年末非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产构成，在非流动资产中的占比分别为 29.11%、53.00%、4.75%和 5.40%。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司长期股权投资分别为 25.59 亿元和 25.81 亿元，较上年末的 35.33 亿元大幅减少，主要系当年公司处置了大部分卡乐互动股权，并将剩下的卡乐互动股权账面价值转入可供出售金融资产所致，使得 2017 年末可供出售金融资产较上年末增加 1.73 亿元至 3.31 亿元，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。同期末固定资产分别为 46.60 亿元和 45.78 亿元，较 2016 年末的 35.16 亿元大幅增加，同期末在建工程分别为 4.18 亿元和 4.28 亿元，较 2016 年末的 13.03 亿元大幅减少，系二片罐等项目逐步建成转固所致；同期末无形资产账面价值分别为 4.75 亿元和 4.66 亿元，较 2016 年末的 4.59 亿元变

化不大，主要为土地使用权和欧塞尔的球员合同价值，2017 年末分别为 3.48 亿元和 0.68 亿元。

受限资产方面，截至 2018 年 3 月末，该公司受限资产金额 12.71 亿元，占总资产的 8.98%。

总体来看，该公司目前的应收账款仍较大，需关注未来其规模进一步增长情况以及相应的坏账损失风险和营运资金压力。

图表 28. 截至 2018 年 3 月末公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产	账面价值
货币资金	2.60
固定资产	9.37
无形资产	0.75
合计	12.71

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 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动比率（%）	150.42	183.49	155.42	121.99	110.01	101.77
速动比率（%）	115.22	135.74	132.13	104.56	90.23	82.07
现金比率（%）	55.17	63.50	70.83	34.19	41.50	31.04

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理。

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司流动比率分别为 110.01%和 101.77%，速动比率分别为 90.23%和 82.07%，现金比率分别为 41.50%和 31.04%，总体较 2016 年末有所下降。

6. 表外事项

截至 2018 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；公司本部拥有相当部分的资产和负债，截至 2018 年 3 月末母公司总资产为 99.99 亿元，其中货币资金(5.96 亿元)、存货、应收账款和固定资产等经营性资源，合计 22.58 亿元，以及永新股份的上市公司股权 7.84 亿元（期末市值为 5.30 亿元）；期末公司本部总负债为 64.07 亿元，资产负债率为 64.07%，负债经营程度相对偏高。

该公司本部负责部分的三片罐制造业务，2017 年及 2018 年一季度实现营

业收入分别为 25.13 亿元和 6.70 亿元，净利润分别为 3.34 亿元和 0.28 亿元，经营性净现金流分别为 8.00 亿元和 -1.98 亿元，跟踪期内经营情况良好。

总体来看，该公司本部拥有相当部分的经营性资产和上市公司股权等公司资源，跟踪期内本部负债经营程度偏高，但目前经营情况良好，且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¹⁴，偿债能力仍较强。

外部支持因素

金融机构支持方面，截至 2018 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 65.21 亿元，其中尚未使用额度为 32.70 亿元，后续仍有较大的财务弹性和融资空间。

外币授信方面，该公司获得境外金融机构的港币授信 9400.00 万港币和 1183.82 万欧元的授信额度，均已使用完，利率区间分别为 HIBOR 上浮 3% 和 1.95-3.20%，无附加条件。

图表 30. 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）	65.21	65.21	32.51	4.70-6.50%	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	3.00	3.00	2.90	2.90%	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	18.28	18.28	9.11	4.70-6.50%	
其中：大型国有金融机构占比（%）	32.63	32.63	36.94	-	-
其中：湖北交行	7.63	7.63	4.61	-	母公司成都 房地产抵押
怀柔工行	3.00	3.00	3.00	-	江苏公司房 地产抵押
恒生银行	0.80	0.80	0.80	-	湖北饮料公 司部分设备 抵押
汇丰银行	4.00	4.00	-	-	广东红牛应 收账款质押

资料来源：根据奥瑞金所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司控股股东对公司股权进行了增持，控股股东、实际控制人和组织架构保持稳定，但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；同时公司公告将回购部分股权用于实施股权激励，目前仍在实施过程中。此外，2017 年公司及其子公司被泰国天丝起诉，目前案

¹⁴ 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。

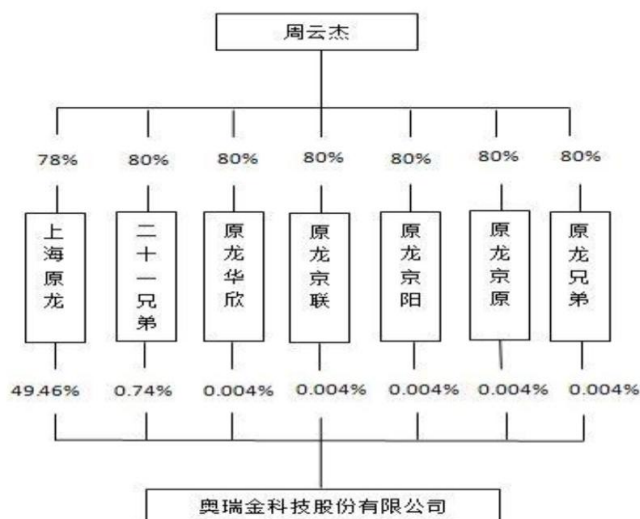
件已中止，但仍需关注进一步发展及对公司经营产生的影响。

跟踪期内，该公司继续投资扩张二片罐产能，目前已基本完成二片罐和三片罐的全国性能布局，后续的资本性投资支出规模已不大。2017 年受核心客户中国红牛品牌纠纷事项影响，公司订单有所减少，主业收入出现一定下滑，加之原材料成本上升、期间费用增加，以及来自体育相关业务的运营亏损，使得当年经营收益明显下滑，但总体经营效益仍较好，整体毛利率水平有所下降但仍较高，且 2018 年一季度因红牛事件相对稳定以及受益于二片罐业务收入的增加，当期公司收入和利润同比显著增加。跟踪期内，公司利润仍主要来自主业经营收益，来自长期股权投资的投资收益和政府补助仍是重要的盈利补充。

跟踪期内，该公司通过处置大部分卡乐互动股权等，偿还了部分债务，负债规模和资产负债率有所下降，但未来公司仍有较大的营运资金需求和投资性支出需求，资产负债率或还将回升；同时公司短期刚性债务规模较大，存在较大的短期偿债压力。但公司资本实力较强且随着经营利润的积累不断提升，公司持有一定上市公司股权和货币资金存量，良好的经营获现能力也能够为其债务的偿还提供一定保障。

附录一：

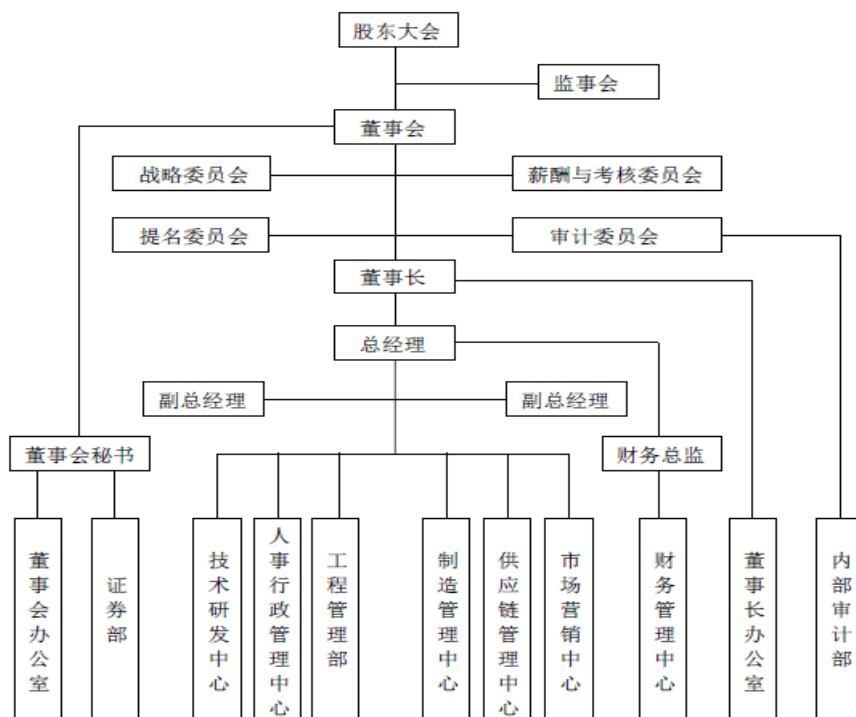
公司与实际控制人关系图



注：根据奥瑞金提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

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 2018 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	2017 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）	96.28	54.39	83.23	3.70	17.30	16.79	
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	37.48	36.14	25.13	3.34	8.00	7.07	
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	8.01	14.56	16.70	3.69	38.29	5.60	
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	2.45	8.70	13.45	3.64	19.17	5.19	

注：根据奥瑞金 2017 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]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
资产总额[亿元]	104.81	149.39	143.48	141.58
货币资金[亿元]	23.28	14.11	19.81	13.82
刚性债务[亿元]	47.50	80.30	68.50	64.78
所有者权益[亿元]	45.12	52.91	58.58	59.84
营业收入[亿元]	66.62	75.99	73.42	19.93
净利润[亿元]	10.13	11.53	6.90	2.10
EBITDA[亿元]	17.64	21.65	17.45	—
经营性现金净流入量[亿元]	11.85	7.60	18.91	-1.27
投资性现金净流入量[亿元]	-21.01	-40.33	4.11	-1.00
资产负债率[%]	56.95	64.58	59.17	57.73
权益资本与刚性债务比率[%]	95.00	65.88	85.52	92.38
流动比率[%]	155.42	121.99	110.01	101.77
现金比率[%]	70.83	34.19	41.50	31.04
利息保障倍数[倍]	8.87	5.16	3.48	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	128.98	148.18	162.19	-
毛利率[%]	34.17	34.56	27.59	26.87
营业利润率[%]	19.45	19.51	13.58	15.19
总资产报酬率[%]	17.53	14.62	9.29	—
净资产收益率[%]	24.19	23.52	12.37	—
净资产收益率*[%]	25.08	24.36	13.04	—
营业收入现金率[%]	108.05	94.88	119.39	72.20
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	45.24	19.31	39.39	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-20.64	-41.92	25.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	10.35	6.01	4.47	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.52	0.34	0.23	—

注：表中数据依据奥瑞金经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 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。