

上海紫江企业集团股份有限公司
公开发行 2020 年公司债券（第一期）

信用评级报告

概述

编号:【新世纪债评(2020)010344】

评级对象: 上海紫江企业集团股份有限公司公开发行 2020 年公司债券(第一期)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

本期发行: 基础发行规模为 2 亿元, 可超额配售不超过 3 亿元

存续期限: 5 年(3+2)

增级安排: 无

评级时间: 2020 年 3 月 13 日

发行目的: 偿还银行贷款等公司债务以及补充流动资金中的一种或多种

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金一起支付

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	6.33	9.01	10.36	12.65
刚性债务	44.65	34.66	34.79	35.28
所有者权益	41.54	40.48	42.32	42.81
经营性现金净流入量	-8.03	8.83	2.52	3.68
合并口径数据及指标:				
总资产	108.33	100.38	103.74	108.53
总负债	63.30	55.34	56.70	59.66
刚性债务	48.54	41.25	40.88	42.02
所有者权益	45.03	45.04	47.04	48.88
营业收入	83.56	85.08	90.10	70.50
净利润	2.35	5.70	4.53	4.23
经营性现金净流入量	10.36	10.61	9.98	6.52
EBITDA	10.35	13.75	12.15	-
资产负债率[%]	58.43	55.13	54.65	54.97
权益资本与刚性债务比率[%]	92.77	109.19	115.07	116.32
流动比率[%]	78.06	94.42	101.31	106.38
现金比率[%]	14.65	21.32	26.83	31.29
利息保障倍数[倍]	2.66	4.48	4.04	-
净资产收益率[%]	5.33	12.66	9.84	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	19.26	19.85	19.79	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.35	22.70	14.06	-
EBITDA/利息支出[倍]	5.35	7.15	6.69	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.21	0.31	0.30	-

注: 根据紫江企业经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年前三季度财务数据整理、计算。

评级观点

主要优势:

- 行业地位显著。紫江企业作为国内饮料包装行业龙头企业, 已形成了较为系统的包装产业链, 规模优势明显, 行业地位稳固, 综合竞争实力较强。
- 核心业务稳定。紫江企业与百事可乐、可口可乐、统一企业等核心优质客户保持了长期稳定的合作关系, 固定回报占比大, 对原材料价格和产销量波动风险有所规避, 且货款回笼及时, 公司核心业务稳定。
- 现金回笼良好。紫江企业负债经营程度稳健, 现金回笼及时, 近年来公司经营活动现金持续大规模净流入。

主要风险:

- 受宏观经济影响, 饮料相关行业景气度下滑。随宏观经济疲软, 下游饮料制造业产销量下滑, 紫江企业所涉及的 PET 饮料包装业务也间接受到影响。
- 经营存在季节性波动, 且易受下游核心客户影响。紫江企业以饮料包装为主业, 经营具有一定的淡旺交替特征; 且公司产销和资金回笼易受主要客户经营及财务状况影响。
- 债务结构偏短期, 流动性偏弱。紫江企业债务期限结构偏短期, 且短期刚性债务规模较大, 流动性偏弱。

未来展望

通过对紫江企业及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析, 本评级机构给予公司 AA⁺



分析师

蒋卫 jw@shxsj.com

武嘉妮 wjn@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

主体信用等级，评级展望为稳定，认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海紫江企业集团股份有限公司
公开发行 2020 年公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

上海紫江企业集团股份有限公司（简称“紫江企业”、“该公司”、“公司”和“发行人”）前身为上海紫江企业有限公司，1999 年 3 月经上海市人民政府沪府[1999]20 号文、上海市外国投资工作委员会沪外资委批字（99）第 287 号文批准，变更为中外合资股份有限公司，总股本为 2.38 亿股。1999 年 7 月，经中国证券监督管理委员会证监发行字（1999）82 号文核准，公司向社会公开发行人民币普通股（A 股）8500 万股，并于 1999 年 8 月在上海证券交易所上市交易（证券代码：600210.SH）。

截至 2019 年 9 月末，该公司总股本为 15.17 亿股，公司的控股股东为上海紫江（集团）有限公司（简称“紫江集团”），公司的实际控制人为沈雯先生。

该公司主要生产和销售各种 PET 瓶及瓶坯、皇冠盖、标签、喷铝纸及纸板、多种薄膜及其它新型包装材料，在多细分领域居行业首位。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经中国证监会 2019 年 4 月 1 日印发的“证监许可[2019]532 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 10 亿元的公司债券。公司本期债券基础发行规模为 2 亿元，可超额配售不超过 3 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称：	上海紫江企业集团股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）
本期发行规模：	基础发行规模为 2 亿元，可超额配售不超过 3 亿元
本期债券期限：	5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
偿还方式：	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付
增级安排：	无

资料来源：紫江企业

截至 2019 年 9 月末，该公司发行的债务融资工具已全部到期兑付。

(2) 募集资金用途

该公司本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还银行贷款等公司债务以及补充流动资金中的一种或多种。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019年，受贸易冲突及热点地缘政治因素影响，全球制造业收缩、贸易量下滑，发达经济体与新兴经济体增长同步放缓明显；全球大多数经济体货币政策由紧缩切换为宽松，主要经济体的利率水平大幅走低且资产价格已超过或明显高于全球金融危机前的水平，全球经济金融的脆弱性进一步上升，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化；为对冲压力，我国持续加大逆周期调节力度，保证了经济增长在目标区间内运行。因2020年初爆发的新冠肺炎疫情影响，我国经济增长短期内企稳的势头将受到明显冲击，但会在多项新出台的应对疫情政策下实现平稳过渡。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的持续深化，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。

2019年，受贸易冲突及热点地缘政治因素影响，全球制造业收缩、贸易量下滑，发达经济体与新兴经济体增长同步放缓明显，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化。为应对经济增长压力，全球大多数经济体货币政策由紧缩切换为宽松，主要经济体的利率水平大幅走低且创近年新低，全球主要资产价格已超过或明显高于全球金融危机前的水平，而全球杠杆水平亦明显上升、新兴经济体非金融企业部门债务压力凸显，全球经济金融的脆弱性进一步上升。在主要发达经济体中，美国经济增速由高位持续回落，美联储降息三次并快速扩表；欧盟核心成员国德国经济增长大幅放缓并拖累联盟经济增长，欧洲央行扩大负利率并重启了资产购买计划；日本因消费税上调导致消费提前，推动经济增长有所回升，但整体水平依然不高，日本央行货币政策持续保持宽松状态。在除中国外的主要新兴经济体中，普遍降息刺激经济，其中印度经济增速下降至全球金融危机以来的最低水平，俄罗斯、巴西经济增速持续在低位徘徊，南非经济则是在衰退的边缘挣扎。

2019年，我国就业情况总体稳定、物价结构性上涨，经济增长压力加大但保持在目标区间内运行。汽车零售负增长拖累消费增速下降，而消费依然是拉动经济增长的最主要动力；在基建稳增长支持下投资增速小幅回升，房地产投资增长较快但面临地产融资收紧及土地购置增速下滑带来的压力，制造业投资受贸易冲突前景不定及需求不足影响表现低迷；因对美贸易下滑及内外需求疲

弱，以人民币计价的进出口贸易增速双双下降明显，外贸区域结构则有所优化。我国工业生产增速放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；受益于减税降费，工业企业经营效益近期有所改善但仍低于上年，存在经营风险上升的可能。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出现一定区域差异。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”等区域发展战略持续推进，新的增长极和新的增长带正在形成。

为应对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大。积极的财政政策提质增效，减税降费落实有力，财政支出结构优化，为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府债券发行及资金使用效率提升，专项债券对基建补短板及重大项目建设发挥重要作用；地方政府隐性债务化解开启置换试点，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，政府债务风险总体可控。稳健的货币政策灵活适度，央行持续降准并下调了公开市场操作利率，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道，通过完善 LPR 形成机制等改革措施推动实体经济融资成本下降；宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，影子银行治理成效明显，防范化解重大金融风险攻坚战取得积极进展，货币供应、社会融资规模增长同经济发展相适应，债券市场违约风险改善且违约处置的配套机制在加快补齐。市场因素在汇率形成中的作用提升，人民币兑美元汇率波动幅度加大，在我国充足的外汇储备及长期向好的经济基本面的保障下，人民币汇率基本处于合理均衡水平。

同时，我国外商投资法及实施条例正式实施，商品进口关税进一步降低，外商投资环境持续优化；在逆全球化的大背景下我国坚持加大对外开放力度，为经济高质量发展提供了重要动力。跨境贸易中人民币结算量稳步上升，资本市场中外资持有规模快速增长，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。2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，我国春节假期延长、复工时间推迟，对各项经济活动形成较大影响，经济增长短期内企稳的势头将受到明显冲击。目前，在积极的应对措施下，疫情已逐步被控制，各项逆周期政策不断出台并落实，将确保经济增长的平稳过渡。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的持续深化，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、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

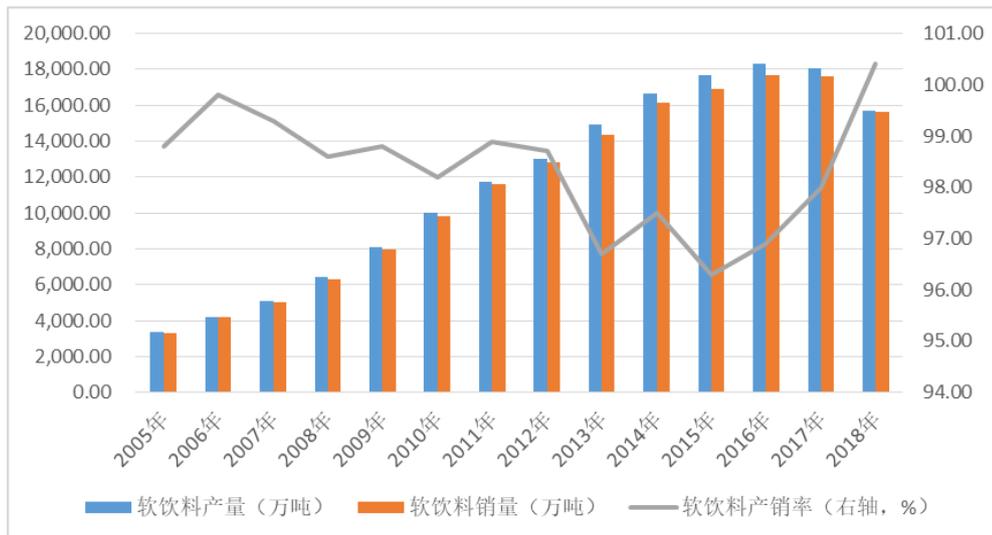
该公司主业涉及 PET 饮料包装、皇冠盖、薄膜及房地产等多个业务领域。多年来公司在 PET 饮料包装、皇冠盖等业务领域保持了较突出的市场地位。

A. PET 饮料包装行业

PET 饮料包装行业的发展与软饮料行业整体的发展密切相关，饮料品种的多元化需求推动了 PET 饮料包装行业的差异化发展。随软饮料市场需求疲软，PET 包装企业的经营压力加大。

从历史上看，食品制造业与宏观经济具有一定的相关性，软饮料制造业为食品制造业的重要子行业。随着人们消费水平的提高、消费结构的升级，我国软饮料市场不断增长，但近年来由于宏观经济增速下滑、市场竞争激烈，2017年起我国软饮料行业产、销量均出现不同程度的下滑。2016-2018 年我国软饮料产量分别为 18,345.24 万吨、18,051.20 万吨和 15,679.20 万吨。从产销比情况来看，近年来我国软饮料行业产销率大致维持在 97%-99%之间，总体处于较高水平。

图表 2. 2005-2018 年我国软饮料产销量及产销率情况



资料来源：Wind

目前，国内软饮料主要包括以可乐为主的碳酸饮料、以果汁饮料、茶饮料、含乳饮料为主的非碳酸饮料以及瓶装饮用水三大品种。随着消费观念的改变，碳酸饮料市场开始出现萎缩，消费者向果汁饮料和茶饮料转移。在饮料生产商方面，有竞争力的国内饮料企业也逐渐浮出水面，整个市场呈现出国际品牌和国内品牌共同发展的局面，但品牌仍较为集中。目前在我国的饮料市场格局中，娃哈哈、可口可乐、康师傅、百事可乐和统一等品牌所占份额较大。

饮料包装行业为软饮料制造业中重要的一环。从饮料外包的主要材质来看，主要的包装材质包括塑料、玻璃、金属和纸质等，而不同的材质具有其不同的特性。PET 瓶是塑料包装的一种，其具有透明、强度高、容量大、重量轻、易回收等特点，目前已成为最主要的饮料包装材料。但软饮料增速的放缓，也

使 PET 包装企业的经营压力加大。

目前国内碳酸饮料和热灌装饮料包装业呈寡头竞争市场格局，该公司作为国内 PET 容器包装行业的龙头企业之一，竞争优势明显。PET 饮料包装业为资本密集型行业，设备投入较大。下游碳酸饮料和热灌装饮料生产商的市场集中度高，其中碳酸饮料市场主要由可口可乐和百事可乐相对垄断，统一企业、康师傅、娃哈哈、汇源等品牌在茶饮料和果汁饮料市场占据相对优势。而各大型饮料生产商对 PET 瓶的产品质量和生产规模有严格要求，且 PET 瓶生产厂与饮料灌装厂连线生产的模式使 PET 饮料包装业的市场进入壁垒较高。紫江企业作为国内 PET 容器包装行业的龙头企业之一，在生产规模、工艺技术、质量控制、专业人才、资本实力、销售渠道网络等诸多方面具有明显的竞争优势。

瓶级聚酯切片是 PET 瓶及瓶坯的主要原材料，分别约占 PET 瓶、PET 瓶坯生产成本的 60% 和 80%。PET 饮料包装行业的下游客户议价能力较强，上游切片供应商较为集中，导致 PET 饮料包装行业存在一定的成本转嫁压力，瓶级聚酯切片价格波动对行业盈利稳定性产生一定影响。作为石化下游产品，瓶级聚酯切片价格走势受经济景气度、原油价格变化等多重因素影响，价格波动较大。2016-2017 年，随原油价格回升，聚酯切片价格略有上涨，但仍处于历史较低水平。2018 年开始，瓶级聚酯切片价格快速上涨，PET 饮料包装行业成本相应增加，2018 年 5 月国内瓶级聚酯切片市场中间价突破 10,000 元/吨，随后价格在高位小幅震荡。2018 年 10 月起，国内瓶级聚酯切片市场中间价持续下行，2019 年 11 月国内中间价降至 6,400 元/吨左右。

图表 3. 近年来国内瓶级聚酯切片价格波动情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

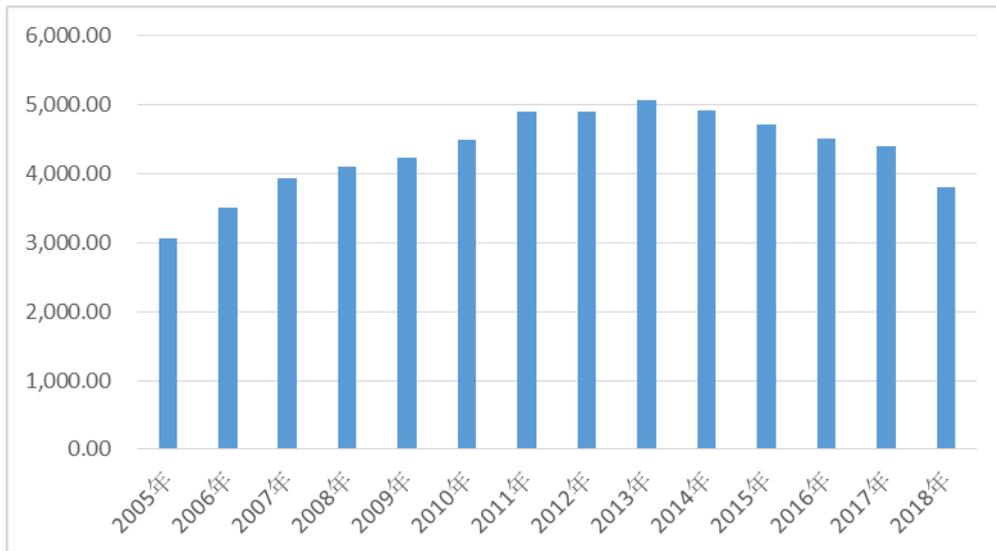
B. 皇冠盖业务

我国皇冠盖市场的发展主要靠啤酒消费量的增长带动。2013 年来我国啤酒行业产销量下降，在一定程度上限制了皇冠盖生产企业的业务增长空间。

皇冠盖主要应用于玻璃瓶装的酒业与饮料业，其中以啤酒业为主，约占全部使用量的 90%。随着我国居民消费水平的提高、消费结构的升级，我国啤酒行业不断增长，2013 年我国啤酒产量突破 5,000 万千升后见顶回落。近年来伴

随着宏观经济走弱、消费增速放缓，叠加政府抑制公款消费、大力整治酒后驾车等因素影响，我国啤酒行业出现回落。2016-2018年，我国全年啤酒产量分别为4506.40万千升、4401.50万千升及3812.24万千升。近年来啤酒行业产量下滑，消费由增量阶段转为增质阶段，差异化、低浓度、高品质啤酒成升级趋势。同时，进口啤酒出现增长。根据海关总署数据显示，2018年我国进口啤酒82.11万千升，同比上升14.65%。啤酒行业产量的下滑以及进口啤酒的增加，限制了皇冠盖生产企业的业务增长空间。

图表 4. 2005 年以来我国啤酒产量（单位：万千升）



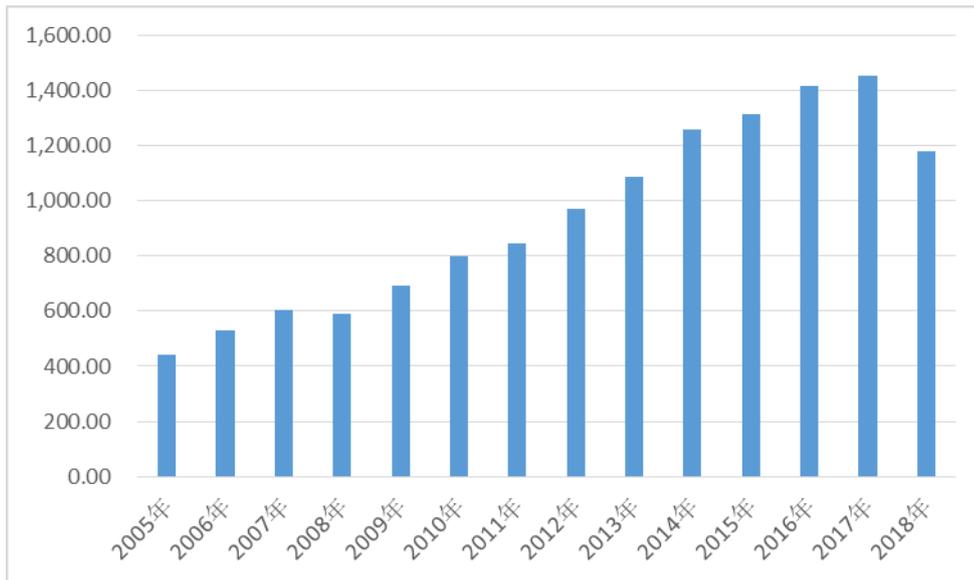
资料来源：Wind

C. 薄膜行业

薄膜细分行业个别产品产能过剩现象依然存在，但锂电池用铝塑膜等工业用膜仍有广阔的发展空间。

2005年以来，国内BOPET、BOPP、CPP等薄膜产能的快速扩张及集中释放，明显超过下游市场需求的增长，导致产能严重过剩，生产设备开工率下降，市场竞争加剧。同时因新增产能主要定位于包装用膜，结构性矛盾也非常突出，部分企业出现大额亏损。近年，得益于下游需求市场的回暖，部分生产企业通过产品结构调整，经营出现好转，但个别产品产能过剩现象依然存在。2016-2018年我国薄膜产量分别为1,419.52万吨、1,454.29万吨及1,180.36万吨。

图表 5. 2005 年以来我国薄膜产量（单位：万吨）



资料来源：Wind

尽管近年来薄膜行业的整体发展环境较为不利，但锂电池用铝塑膜等工业用膜产品仍面临广阔的发展空间。锂电池可应用于手机电池、笔记本电脑电池、数码产品电池和新能源汽车等。近年新能源汽车产销量的迅速增长也为锂电池制造提供了广阔的增长空间。作为锂电池的重要原材料，铝塑膜长期以来被昭和电工、DNP 等日本企业垄断。为改变锂电池原材料高度依赖进口的局面，国内加大了国产锂电池用铝塑膜的研发。目前在技术层面，国产铝塑膜的性能和可靠性已经获得突破性的进展，在数码领域已得到批量化的应用；在动力领域，国产铝塑膜更具有价格优势，但目前市场渗透率还较低。紫江企业控股子公司上海紫江新材料科技有限公司(简称“紫江新材料”)研发的具有自主知识产权的“锂电池铝塑膜”作为软包锂电池的封装材料，产品处于放量阶段。

D. 房地产行业

受到经济周期及政策调整的影响，房地产投资增速经历了一定的波动。2018 年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。我国房地产行业在“房住不炒”的大政方针指引下，继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。该公司“紫都·上海晶园”为上海市别墅项目，在我国严控别墅用地的背景下，上海市在售的一手别墅项目具有一定的稀缺性。

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2017 年，我国房地产开发投资完成额从 3.12 万亿元升至 10.98 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 2.24 万亿元升至 7.51 万亿元，住宅投资为房地产开发投资主力。2018 年我国房地产开发投资完成额为 12.03 万亿元，较上年增长 9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为 8.52 万亿元，较上年增长 13.00%，增速高于房地产增速。

图表 6. 2008-2018 年度房地产投资情况（单位：亿元）



资料来源：国家统计局、Wind

2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%，增幅较上年收窄 6.4 个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.2%，增幅较上年收窄 3.1 个百分点。分城市来看，一二线城市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。具体来看，2018 年 40 个大城市中一线城市商品房住宅销售面积同比由-27.37%收窄至-6.97%，跌幅较上年收窄 20.40 个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由-5.00%升至 0.59%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的 7.69%回落至 6.40%。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄。根据国家统计局数据显示，2018 年，全国 70 个大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨 7.27%，涨幅较上年回落 1.21 个百分点；其中一线城市平均销售价格上涨 0.43%，涨幅较上年大幅回落 9.63 个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨 7.52%和 7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。总的来看，2018 年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018 年全国商品房销售额为 15.00 万亿元，同比增长 12.2%，增速同比下滑 1.5 个百分点；其中住宅销售金额 12.64 万亿元，同比增长 14.7%，增速提高 3.4 个百分点。

2018 年以来，我国房地产调控政策在稳中推进，在“房住不炒”的大政方针指引下，继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给，支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。另一方面，抑制购房投机行为，严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。继 2019 年 3 月 5 日第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》中提到要“稳步推进房地产税立法”，3 月 8 日的十三届全国人大第二次会议上再次提到房地产税法，随着房地产税的逐步落地，购房需求或将回归刚需。

该公司“紫都·上海晶园”为上海市别墅项目。目前上海市市区别墅主要分布在中环线附近，郊区别墅主要分布在虹桥、佘山、闵行莘庄、浦东龙东大

道、碧云等板块。随着城市化的进一步推进，我国大型城市出现城建用地日渐稀缺的问题，政府相应出台了一系列政策限制别墅用地供应。2008年，上海市出台《关于本市低密度住宅建设项目处理意见的备忘录》，规定外环线以外地区容积率小于0.3，且建筑形态全部为三面或四面临空，带有独立式使用庭院，层数为一层至三层的住宅小区项目，定义为别墅类项目。2010年，国土资源部、住建部发布《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》，要求严格限制低密度大户型住宅项目的开发建设，住宅用地的容积率指标必须大于1。2012年，国土资源部下发《关于做好2012年房地产用地管理和调控重点工作的通知》，要求继续鼓励多配建保障性安居房，合理增加普通商品住房用地，严格控制高档住宅用地，不得以任何形式安排别墅类用地。在国家对别墅用地的严格控制下，我国别墅用地基本维持存量规模，因此上海市在售的一手别墅项目具有一定的稀缺性。

2. 业务运营

该公司是国内饮料容器包装行业最主要的生产企业之一，拥有大量优质客户资源，行业地位稳固。近年来，饮料行业景气度下滑，但随固定回报模式的采用，公司包装容器主业仍保持稳定的发展。近年来随着铝塑膜等产品的陆续放量，薄膜业务经营效益向好，但规模仍较小。此外，商贸物流业务通过发展，已成为公司收入的重要来源之一；紫都佘山别墅项目资金压力不大，且近两年陆续有签约。

该公司主要从事包装业务，包括PET瓶及瓶坯与饮料OEM、皇冠盖及标签、塑料防盗盖、纸包装印刷以及薄膜业务等包装产业链。此外，公司还从事商贸物流、房地产开发等业务。从收入结构看，包装业务一直保持公司主导地位，其中薄膜业务中的锂电池铝塑膜业务持续发展，具有一定的增长潜力。2011年起商贸物流业务快速发展，也贡献了较高的收入占比。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
PET瓶及瓶坯与饮料OEM；瓶盖标签、纸包装印刷、薄膜等包装产业链	包装业	全国	规模/成本/技术/管理
商贸物流业务	商业	全国、亚非拉	规模/资本
房地产业务	房地产业	上海市	规模/资本
PE投资业务	金融业	全国	规模/资本

资料来源：紫江企业

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2016年度	2017年度	2018年度	2019年前三季度	2018年前三季度
营业收入合计	83.56	85.08	90.10	70.50	71.77

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 前三季度	2018 年 前三季度
其中：核心业务营业收入	金额	78.43	79.78	85.11	66.78	67.16
	占比	93.86	93.78	94.46	94.73	93.57
其中：（1）PET 瓶及瓶坯	金额	12.45	13.35	15.19	12.15	12.17
	占比	15.87	16.74	17.84	18.19	18.12
（2）饮料 OEM	金额	9.54	7.96	7.00	5.26	5.76
	占比	12.16	9.98	8.22	7.87	8.58
（3）皇冠盖及标签	金额	9.25	8.17	10.24	9.03	8.62
	占比	11.79	10.24	12.03	13.52	12.83
（4）塑料防盗盖	金额	5.20	5.01	4.95	4.37	4.26
	占比	6.63	6.28	5.82	6.54	6.35
（5）彩色纸包装印刷	金额	11.79	12.45	13.80	10.68	10.29
	占比	15.04	15.61	16.22	16.00	15.32
（6）喷铝纸及纸板	金额	3.46	3.43	3.76	2.14	2.84
	占比	4.42	4.29	4.42	3.21	4.22
（7）薄膜业务	金额	4.02	4.84	3.94	3.09	3.13
	占比	5.12	6.07	4.63	4.63	4.65
（8）快速消费品商贸	金额	15.70	15.97	17.55	13.20	12.62
	占比	20.02	20.02	20.62	19.77	18.80
（9）进出口贸易	金额	7.02	8.60	7.52	6.16	7.21
	占比	8.94	10.78	8.84	9.23	10.73
（10）房地产业务	金额	-	-	1.16	0.69	0.26
	占比	-	-	1.36	1.03	0.38

资料来源：紫江企业

A. PET 瓶及瓶坯与饮料 OEM

该公司 PET 瓶及瓶坯业务主要是为饮料提供配套包装，在国内处于领先地位，是百事可乐、可口可乐、统一企业、达能等公司的主要供应商之一。公司饮料 OEM 业务系饮料代工业务，以运动饮料、果粒饮料灌装为主，是公司优化整合包装供应链并加以延伸的产业，核心客户包括可口可乐、百事可乐和统一企业等。公司建立了原料集中采购、产品分散生产的管理模式，并已较为成熟。

2016-2018 年，该公司 PET 瓶及瓶坯销售收入分别为 12.45 亿元、13.35 亿元及 15.19 亿元，同期公司饮料 OEM 业务分别实现收入 9.54 亿元、7.96 亿元和 7.00 亿元。考虑到近年来我国软饮料市场产量下滑，公司相应减少了部分产能。2018 年末，公司 PET 瓶生产线减少至 42 条，年产能减少至 72.60 亿只；PET 瓶坯生产线为 85 条，年产能减少至 106.90 亿只。2018 年由于软饮料市场需求疲软，公司饮料 OEM 产销量较上年继续下滑。2018 年，公司饮料 OEM 产量为 10.98 亿瓶，较上年下降 9.18%，销量为 10.97 亿瓶，较上年下降 9.19%。

2019 年前三季度，该公司增加 2 条 PET 瓶生产线，PET 瓶年化产能提升至 77.70 亿只。当期公司减少 2 条饮料 OEM 生产线，饮料 OEM 年化产能减少至 22.79 亿瓶。

图表 9. 2016 年以来公司 PET 瓶及瓶坯与饮料 OEM 产销情况

业务类型	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
PET 瓶				
生产线（条）	48	44	42	44
产能（亿只/年）	111.80	72.60	72.60	77.70
产量（亿只）	38.11	33.49	38.94	30.78
销量（亿只）	33.57	33.49	38.94	30.81
PET 瓶坯				
生产线（条）	86	85	85	85
产能（亿只/年）	121.10	107.30	106.90	109.60
产量（亿只）	109.25	94.01	92.13	74.26
销量（亿只）	103.72	94.31	92.00	73.76
饮料 OEM				
生产线（条）	18	18	18	16
产能（亿瓶/年）	25.10	25.10	25.10	22.79
产量（亿瓶）	16.10	12.09	10.98	8.76
销量（亿瓶）	16.10	12.08	10.97	8.74

资料来源：紫江企业

注：本报告中所有 2019 年前三季度产能均为年化产能。

作为国内最主要的 PET 瓶及瓶坯供应商之一，多年来该公司与达能、百事可乐、可口可乐和统一企业等国际饮料供应商保持了较稳定的长期战略合作关系，并通过连线生产及合资设厂等方式进一步巩固市场份额。截至 2019 年 9 月末，在 PET 瓶及瓶坯生产线中，公司有 14 条线与百事可乐实现直接连线生产，有 12 条线与可口可乐实现直接连线生产。除此之外，公司还与恒大冰泉、昆仑山、雀巢、康师傅、西藏冰川矿泉水等饮料品牌也建立了合作关系。优质的客户资源保障了公司货款回流的安全性。在饮料 OEM 生产线中，公司共拥有 16 条生产线，包括 11 条热灌装生产线（此外，公司还为可口可乐代管理 2 条无菌生产线）。

图表 10. 公司与核心客户的合作历程

核心客户	合作历程
可口可乐	①实现连线灌装生产；②实现 OEM 生产；③实现“账务公开”（Open Book）管理模式；④实现来料加工；⑤在天津、杭州、武汉、镇江等地区采取“准合资”（JV like ¹ ）模式经营；⑥奥运期间成为可口可乐在北京地区最大供应商之一；⑦上海世博期间成为可口可乐在上海地区最大供应商之一；⑧采取固定回报合作模式。
百事可乐	①实现连线灌装生产；②实现饮料 OEM 生产；③在合作期内固定加工费。
统一企业	①实现连线灌装生产；②实现饮料 OEM 生产；③合资设厂；④采取固定回报合作模式。
达能	①实现瓶坯配套生产合作项目；②采取固定回报合作模式。

资料来源：紫江企业

¹ JV like 经营模式是指客户要求供应商公开所有加工成本，并在成本费用审核认可基础上考虑适当的利润定价。目前只有少量供应商能够接受此种模式。

该公司 PET 饮料容器包装的原材料主要为 PET 瓶级聚酯切片。受国际市场原油价格因素影响，聚酯切片价格波动幅度较大，而聚酯切片价格的波动也导致 PET 饮料包装生产企业盈利波动较大。2012 年以来，公司来料加工业务比重的上升以及固定回报模式规模的扩大，使公司在一定程度上规避了原材料价格波动的影响。

固定回报合作模式是指客户保证该公司每年最低回报的一种模式，大部分投资回报基于公司固定投资金额及与客户商定的投资回报率确定；如客户在合同约定合作期间前终止合作，客户则应按固定资产净值购回设备等。采取固定回报合作模式可使公司规避生产线开工不足、原材料价格波动等经营风险和投资风险。目前，PET 瓶及瓶坯业务、饮料 OEM 业务部分采用固定回报模式。2018 年，PET 瓶及瓶坯业务中采用固定回报模式的销售收入为 10.19 亿元，占该业务总收入的 67.09%，饮料 OEM 业务中采用固定回报模式的销售收入为 5.83 亿元，占该业务总收入的 83.26%。此外，公司新生产线投资也要求签订固定回报合同，从而降低投资风险。

B. 瓶盖标签、纸包装印刷、薄膜等包装产业链

近年来，该公司皇冠盖及标签、彩色纸包装印刷和塑料防盗盖等业务均在细分市场中维持国内领先地位，随着锂电池铝塑膜业务的发展，公司薄膜业务规模逐渐扩大。2018 年，皇冠盖及标签、塑料防盗盖、彩色纸包装印刷、喷铝纸及纸板业务、薄膜业务分别实现销售收入 10.24 亿元、4.95 亿元、13.80 亿元、3.76 亿元和 3.94 亿元。截至 2019 年 9 月末，公司已形成了 211.00 亿只高品质皇冠盖、10.91 亿米塑料标签、172.80 亿只塑料防盗盖、7.60 亿印彩色包装纸印刷、1.25 亿平方米喷铝纸及纸板、3.08 万吨薄膜的年生产能力。

a. 皇冠盖及标签业务

皇冠盖主要使用于玻璃瓶装的酒业与饮料业，其中以啤酒业为主，约占全部使用量的 90%。该公司为国内最大的皇冠盖供应商，2018 年销量达到 188.89 亿只，连续 23 年位列国内同行业产、销量第一，截至 2019 年 9 月末拥有 12 条生产线。公司是青岛啤酒、英博啤酒、华润啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒等国内主要啤酒集团的重要供应商。此外，公司还与喜力、百威和三得利等国际啤酒品牌建立了长期合作关系。并且，公司是国内规模较大的标签生产企业之一，公司标签业务的主要产品为聚氯乙烯热收缩薄膜标签、绕贴标签、模内标签、不干胶标签、高透明聚乙烯热收缩印刷膜、卫生用品包装等。2016 年公司标签业务重要客户杭州娃哈哈集团有限公司自己开设标签工厂，对公司标签业务量造成一定影响。2017 年，公司进行产业结构调整，上海部分标签业务分流至安徽和沈阳区域公司，由于安徽公司标签生产经验不足造成损耗，标签业务收入较上年进一步减少。2018 年公司标签业务有所恢复，当年产、销量分别提升至 4.70 亿米和 4.09 亿米。2016-2018 年，公司皇冠盖及标签业务分别实现收入 9.25 亿元、8.17 亿元和 10.24 亿元，毛利率分别为 15.65%、11.64% 和 9.39%。

图表 11. 2016 年以来公司皇冠盖及标签产销情况

业务类型	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
皇冠盖				
产能（亿只/年）	249.00	212.00	212.00	211.00
产量（亿只）	185.11	183.22	191.27	151.84
销量（亿只）	185.29	183.24	188.89	152.64
标签				
产能（亿米/年）	7.79	10.91	10.91	10.91
产量（亿米）	4.45	3.80	4.70	4.20
销量（亿米）	4.90	3.60	4.09	4.05

资料来源：紫江企业

b. 塑料防盗盖业务

在塑料防盗盖业务方面，该公司与百事可乐、可口可乐、达能和统一企业等饮料供应商建立有长期良好的合作关系。近年来公司塑料防盗盖产、销量基本稳定。2016-2018 年，公司分别实现塑料防盗盖销售收入 5.20 亿元、5.01 亿元和 4.95 亿元。同期，公司塑料防盗盖业务毛利率分别为 24.07%、20.93% 和 23.09%，毛利率存在一定的波动性主要由于原材料价格波动所致。2019 年前三季度，公司增加 1 条塑料防盗盖生产线，当期年化产能提升至 172.80 亿只。

图表 12. 2016 年以来公司塑料防盗盖产销情况

业务类型	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
产能（亿只/年）	162.60	167.11	167.11	172.80
产量（亿只）	123.42	115.02	116.45	105.17
销量（亿只）	123.49	117.34	113.96	103.75

资料来源：紫江企业

c. 彩色纸包装印刷业务

该公司彩色纸包装印刷分为纸包装印刷和塑料包装印刷，其中纸包装印刷主要客户为肯德基、麦当劳、必胜客等大型连锁快餐企业，塑料包装印刷客户主要为联合利华、雀巢等快消品国际公司。公司积极改善业务结构，拓展新包装业务，减少低毛利率产品，并且通过提高生产效率、降低采购成本和损耗，保证了公司产品价格的竞争力。2019 年 9 月末总生产线为 15 条，产能为 7.60 亿印/年。2016-2018 年，该项业务分别实现收入 11.79 亿元、12.45 亿元和 13.80 亿元，业务收入规模逐年扩大；同期，公司彩色纸包装印刷业务毛利率分别为 21.65%、21.35% 和 23.35%。

图表 13. 2016 年以来公司彩色纸包装印刷产销情况

业务类型	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
产能（亿印/年）	5.70	6.40	6.40	7.60

业务类型	2016年	2017年	2018年	2019年 前三季度
产量（亿印）	4.88	5.86	6.69	5.39
销量（亿印）	4.83	5.80	6.62	5.41

资料来源：紫江企业

d. 喷铝纸及纸板业务

该公司喷铝纸及纸板主要适用于烟草、啤酒、食品、药品和礼品等行业的包装，耗用资源明显小于铝箔复合纸，且易回收、燃烧，废弃后易氧化降解，属于“绿色包装材料”的环保型产品。公司喷铝纸及纸板业务产能在 2014 年扩张后保持稳定。2016-2018 年，公司喷铝纸及纸板业务分别实现收入 3.46 亿元、3.43 亿元和 3.76 亿元。同期，公司喷铝纸及纸板业务毛利率分别为 26.54%、22.42%和 22.17%，2017 年和 2018 年毛利率有所下降是由于原纸、原膜、人工价格上涨。

图表 14. 2016 年以来公司喷铝纸及纸板产销情况

业务类型	2016年	2017年	2018年	2019年 前三季度
产能（万平方米/年）	12,506.00	12,506.00	12,506.00	12,506.00
产量（万平方米）	11,737.00	12,891.65	12,151.00	7,228.00
销量（万平方米）	12,433.00	12,003.88	12,582.00	7,664.00

资料来源：紫江企业

e. 薄膜业务

目前，该公司薄膜业务运营主体主要为紫江新材料、上海紫华企业有限公司²和上海紫东尼龙材料科技有限公司³三家公司。近年来公司薄膜业务持续发展，公司退出了 BOPET 薄膜的生产和销售，加之铝塑膜等陆续放量，毛利率增长。2016-2018 年薄膜业务分别实现收入 4.02 亿元、4.84 亿元及 3.94 亿元；同期薄膜业务毛利率分别为 10.68%、21.60%及 25.61%。2018 年公司薄膜业务收入较上年下降 18.64%，主要是紫东尼龙收入下降所致。2018 年公司薄膜产量为 1.59 万吨，销量为 1.60 万吨。2019 年前三季度，公司增加 1 条薄膜生产线，当期年化产能提升至 3.08 万吨。

紫江新材料主要研发、生产多层复合材料、包装膜、锂离子电池薄膜、光伏材料、光学薄膜等特殊功能性薄膜。紫江新材料被列入 2017 年度上海市“专精特新”中小企业，成功自主研发了 E91 黑色铝塑膜，成为继日本 DNP 之后全球少数铝塑膜供应商之一。随着手机、移动电源、智能装置及新能源汽车市场的持续增长，紫江新材料铝塑膜业务销售持续放量。2018 年，紫江新材料铝塑膜实现销售 883.50 万平方、销售收入 16,351.80 万元，分别较上年增长 18.90%及 71.86%。截至 2018 年末，紫江新材料的铝塑膜已有长期批量使用的

² 上海紫华企业有限公司简称“紫华企业”。

³ 原名为上海紫东化工材料有限公司，于 2017 年 8 月 7 日更名为上海紫东尼龙材料科技有限公司，简称“紫东尼龙”。

终端客户 201 家。2019 年前三季度，紫江新材料实现铝塑膜销售 800.08 万平方米，较上年同期增长 22.52%；当期实现销售收入 1.36 亿元，同比增长 11.34%。

紫华企业主要生产中高端流延 PE 膜，用于妇女卫生用品和婴幼儿护理产品，客户包括尤妮佳、金佰利、强生、湖北丝宝等品牌。2018 年紫华企业实现营业收入 1.66 亿元，较上年下降 8.79%。紫华企业拥有 5 条进口流延生产线及 1 条国产流延生产线，年产能达到 1.9 万吨/年。2019 年前三季度，紫华企业实现营业收入 1.14 亿元，较上年同期下降 8.85%。

紫东尼龙主要生产双向拉伸聚酰胺薄膜⁴、聚丙烯薄膜等新型薄膜材料。2018 年紫东尼龙实现营业收入 0.70 亿元，当年尼龙销量为 2,909 吨，收入和销量较上年降幅均较大。由于 2018 年尼龙市场较为低迷，尼龙需求量大幅减少，当年公司尼龙平均销售价格为 23,715.70 元/吨，较上年下降 14.90%。2019 年前三季度，紫东尼龙实现营业收入 7,507.19 万元，较上年同期增长 7.55%。

C. 商贸物流业务

为积累渠道资源，该公司主要以上海紫江商贸控股有限公司和上海紫江国际贸易有限公司为平台，以服务零售终端为业务重点，加快发展商贸物流业务，主要业务内容涉及快速消费品商贸和进出口贸易。

快速消费品商贸业务开展主要涉及食品饮料的经销代理、城市配送及长途运输等。该公司凭借较强的资金实力及现代化物流系统，积极拓展分销网络，形成了较明显的经营优势。2019 年 9 月末，公司已在江苏和浙江建立有 20 多家分子公司，拥有仓储面积 7.90 万平方米，各式配送车辆 178 辆，物流配送人员 293 人，建立有终端 17,169 家（包括城区、乡镇网点和婴童店等传统渠道 14,108 家，便利连锁店及国际、全国连锁超级市场等现代渠道 2,435 家），合作品牌超过 626 个（包括玛氏、雀巢、亿滋等知名品牌）。2016-2018 年公司快速消费品商贸业务分别实现收入 15.70 亿元、15.97 亿元和 17.55 亿元。同期，公司快速消费品商贸业务毛利率分别为 5.87%、5.86% 和 7.21%。

进出口贸易方面，该公司业务包括进口、出口及内贸业务，收入占比分别在 50%、30% 及 20% 左右。公司以进口业务中的供应链服务为最主要业务，为众多执行零库存管理的大企业提供报关、仓储、第三方物流等供应链配套服务，所涉及的产品主要包括化工产品及原料、医疗器械、机械设备及零件、包装材料、塑料制品、建筑材料等。公司出口业务主要为向科特迪瓦、巴拉圭、加纳、印尼等亚非拉国家客户出口农药等产品，业务开展过程中通过向中国出口信用保险公司购买出口信用保险来降低收款风险。近年来，公司加强风险管理，逐步减少了高风险、低毛利率的进出口业务，并且受全球宏观经济增速放缓的影响，公司业务量也略有下降。2016-2018 年公司进出口贸易业务分别实现收入 7.02 亿元、8.60 亿元和 7.52 亿元。同期，公司进出口贸易业务毛利率分别为 8.25%、9.31% 和 10.26%，呈小幅上升态势。

⁴ 双向拉伸聚酰胺薄膜是尼龙薄膜的一种。

D. 房地产业务

该公司下属上海紫都佘山房产有限公司开发的“紫都·上海晶园”别墅项目位于上海佘山国家旅游度假区核心区域，区位优势明显。该项目占地面积 1025 亩，规划建设 300 余幢别墅，总建筑面积为 13.20 万平方米，预计总投资 28.79 亿元，其中土地出让金 6.48 亿元。截至 2019 年 9 月末，公司已实际投入资金 18.94 亿元。

该项目分四期滚动开发，其中项目一、二期已开发完毕，并全部售完，三期 H 块已开发完毕，部分已实现销售，四期尚未开工。截至 2019 年 9 月末，公司已累计回笼资金 28.43 亿元。主要受限购、限贷等房地产调控政策的影响，2015-2017 年公司房地产业务未实现销售。2018 年公司调整了营销策略，当年签约销售 9 套别墅。2019 年前三季度，公司别墅项目签约 5 套，合同成交额为 1.50 亿元。

图表 15. 截至 2019 年 9 月末公司别墅项目开发情况

项目	一期	二期	三期	四期	总计
土地面积(亩)	244.00	155.00	294.00	332.00	1,025.00
建筑面积(平方米)	27,792.00	20,734.00	39,165.00	44,289.00	131,980.00
别墅套数(套)	63	62	112	-	237
总投资(万元)	36,530.00	41,381.00	90,000.00	120,000.00	287,911.00
其中：已投入(万元)	36,530.00	41,381.00	76,894.40	34,578.40	189,383.80
已售面积(平方米)	27,810.00	20,488.00	12,000.19	-	60,298.19
累计回笼资金(万元)	82,735.00	105,568.00	96,001.49	-	284,304.49

资料来源：紫江企业

该公司土地款已支付完毕。该项目土地取得时间较早、成本相对较低，未来继续采用滚动开发模式，资金压力不大。

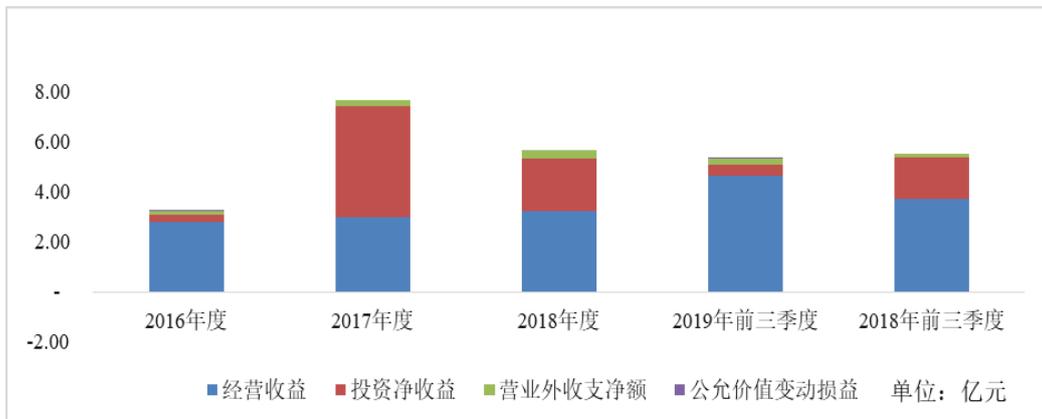
E. PE 投资

该公司主要通过控股的上海紫江创业投资有限公司（简称“紫江创投”）从事 PE 投资，近年来已先后投资了中恒电气、上海佳豪、宇顺电子、山东矿机和亚厦汽车等项目，目前的主要 PE 投资项目为中航民用航空电子有限公司（简称“中航民用”）。2018 年以来，公司无新增 PE 投资项目。

截至 2019 年 9 月末，紫江创投已完成对中航民用 6.75 亿元的投资，持股为 15%。中航民用注册资本 45.00 亿元，主要从事国内干线、支线客机的航空电子系统生产，其与美国通用的合资公司被选定为 C919 大型客机航电系统供应商，并在 2014 年 11 月完成了 BP3.0 和 SIVB3.0 系统的首飞交付。此外，中航民用投资建设的中航民用航空电子产业园一期工程也在 2014 年 8 月开园试运营。2015 年，中航民用的项目稳步推进，其首个项目是为中国民用 C919 大型客机提供 3 个航电工作包：航电核心处理系统、综合显示系统、机载维护和飞行记录系统。2017 年 5 月 5 日，中国民用 C919 大型客机试飞成功。

(2) 盈利性

图表 16. 公司盈利来源结构



资料来源：根据紫江企业所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

注：2017年5月10日，财政部公布了修订后的《企业会计准则第16号——政府补助》，企业日常活动有关的政府补助，从“营业外收入”项目重分类至“其他收益”项目，图表中列示的2017年度、2018年度、2019年前三季度和2018年前三季度营业外收支净额系将其他收益纳入核算。

该公司盈利主要来源于经营收益，除经营收益外，投资净收益及营业外收入对公司利润形成了一定补充。其中，投资净收益主要来自于参股公司的持有收益及股权处置收益，营业外收入主要是专项扶持资金等政府补助。2016-2018年，公司分别实现经营收益2.79亿元、2.96亿元和3.21亿元，经营收益逐年增加。

2016-2018年，该公司分别实现营业收入83.56亿元、85.08亿元和90.10亿元。同期，公司毛利率分别为19.31%、18.64%和18.86%，综合毛利率水平较稳定。其中PET瓶及瓶坯与饮料OEM业务、塑料防盗盖、彩色纸包装印刷、喷铝纸及纸板业务毛利率较高；随着铝塑膜业务规模的扩大，薄膜业务毛利率逐年增长；商贸物流业务毛利率相对较低。主要由于原料价格上涨，2018年公司PET瓶及瓶坯业务毛利率为24.09%，较上年减少4.98个百分点。2018年公司薄膜业务毛利率为25.61%，较上年增加4.00个百分点，主要由于铝塑膜业务规模扩大且毛利率较高。公司房地产业务毛利率高，但各年度收入实现不稳定。

近年来，该公司经营规模不断扩大，2016-2018年毛利分别为16.13亿元、15.86亿元和16.99亿元。其中，PET瓶及瓶坯与饮料OEM、彩色纸包装印刷业务毛利占比较高。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016年度	2017年度	2018年度	2019年前三季度	2018年前三季度
营业收入合计(亿元)	83.56	85.08	90.10	70.50	71.77
毛利率(%)	19.31	18.64	18.86	20.44	19.08

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 前三季度	2018 年 前三季度
其中：PET 瓶及瓶坯（%）	33.50	29.07	24.09	27.28	25.93
饮料 OEM（%）	24.88	25.76	24.24	29.78	26.72
皇冠盖及标签（%）	15.65	11.64	9.39	14.03	9.45
塑料防盗盖（%）	24.07	20.93	23.09	29.24	26.39
彩色纸包装印刷（%）	21.65	21.35	23.35	23.29	23.43
喷铝纸及纸板（%）	26.54	22.42	22.17	22.01	22.56
薄膜业务（%）	10.68	21.60	25.61	25.31	22.29
快速消费品商贸（%）	5.87	5.86	7.21	7.58	6.36
进出口贸易（%）	8.25	9.31	10.26	9.20	9.06
房地产业务（%）	-	-	36.03	35.92	38.32
毛利（亿元）	16.13	15.86	16.99	14.41	13.70
其中：PET 瓶及瓶坯（亿元）	4.17	3.88	3.66	3.31	3.16
饮料 OEM（亿元）	2.37	2.05	1.70	1.57	1.54
皇冠盖及标签（亿元）	1.45	0.95	0.96	1.27	0.81
塑料防盗盖（亿元）	1.25	1.05	1.14	1.28	1.12
彩色纸包装印刷（亿元）	2.55	2.66	3.22	2.49	2.41
喷铝纸及纸板（亿元）	0.92	0.77	0.83	0.47	0.64
薄膜业务（亿元）	0.43	1.05	1.01	0.78	0.70
快速消费品商贸（亿元）	0.92	0.94	1.27	1.00	0.80
进出口贸易（亿元）	0.58	0.80	0.77	0.57	0.65
房地产业务（亿元）	-	-	0.42	0.25	0.10
期间费用率（%）	14.83	14.21	14.05	14.17	13.22
其中：财务费用率（%）	2.80	2.33	1.94	1.62	1.84
全年利息支出总额（亿元）	1.93	1.92	1.82	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.00	0.00	0.00	-	-

资料来源：根据紫江企业所提供数据整理。

注：财政部于 2018 年颁布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》，将原计入管理费用项目的研发费用单独列示为研发费用项目，本文中列示的 2018 年度、2019 年前三季度和 2018 年前三季度“期间费用率”系将研发费用纳入核算。

近年来，该公司期间费用维持在较大规模。2016-2018 年，期间费用分别为 12.39 亿元、12.09 亿元和 12.66 亿元。2018 年，公司将管理费用中的研发费用单独列示，当年研发费用为 1.59 亿元。2018 年管理费用、研发费用、销售费用和财务费用在期间费用中占比分别为 44.38%、12.57%、29.24% 和 13.81%。公司期间费用率总体呈下降趋势，近三年分别为 14.83%、14.21% 和 14.05%。公司财务费用率与当年债务规模有关，近三年财务费用率分别为 2.80%、2.33% 和 1.94%。

图表 18. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 前三季度	2018 年 前三季度
投资净收益（亿元）	0.27	4.42	2.09	0.43	1.66
其中：权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	0.18	0.08	0.24	-	-
可供出售金融资产等取得的投资收益（亿元）	0.07	0.19	0.10	-	-
处置可供出售金融资产取得的投资收益（亿元）	-	4.04	-	-	-
丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得（亿元）	-	-	1.65	-	-
营业外收入（亿元）	0.30	0.46	0.41	0.27	0.18
其中：政府补助（亿元）	0.24	0.34	0.35	-	-
公允价值变动损益（亿元）	0.01	-	-0.01	0.01	-0.01

资料来源：根据紫江企业所提供数据整理。

注：2017 年 5 月 10 日，财政部公布了修订后的《企业会计准则第 16 号——政府补助》，企业日常活动有关的政府补助，从“营业外收入”项目重分类至“其他收益”项目，图表中列示的 2017 年度、2018 年度、2019 年前三季度和 2018 年前三季度“营业外收入”系将其他收益纳入核算。

该公司除经营收益外的其他收益主要包括投资净收益和营业外收入，公允价值变动损益较小。公司投资收益主要来源于权益法核算的长期股权投资收益、可供出售金融资产取得的投资收益、处置可供出售金融资产取得的投资收益。其中 2017 年投资净收益较高主要是公司转让其持有的上海威尔泰工业自动化股份有限公司（简称“威尔泰工业”）12.11% 股份所致。2018 年，公司取得投资净收益 2.09 亿元，其中大股东增资导致公司对紫都置业参股比例下降，公司对紫都置业的核算方式由长期股权投资变为可供出售金融资产，根据公允价值与原账面价值的差额确认 1.65 亿元投资收益。

在经营收益、投资净收益、其他收益等的综合影响下，2016-2018 年，该公司分别实现净利润 2.35 亿元、5.70 亿元和 4.53 亿元。其中，2017 年净利润规模较大，主要由于当年公司转让威尔泰工业部分股权取得投资收益规模较大。

2019 年前三季度，该公司实现营业收入 70.50 亿元，较上年同期略有下降；实现毛利 14.41 亿元，较上年同期增长 5.23%。同期公司实现投资收益 0.43 亿元，其他收益 0.23 亿元。当期公司实现净利润 4.23 亿元，较上年同期略有增长。

(3) 运营规划/经营战略

该公司将重点做好以下工作：第一，积极开拓市场。在饮料包装产业集群方面，公司将积极推动埃塞俄比亚合资工厂尽早实现满产满销，从质量、价格、服务等多方面打造紫江的品牌形象，为后续在非洲的发展打好基础。饮料 OEM 事业部要尽早实现易拉罐 OEM 代灌装业务的商业化运行，并在第二季度实现西安工厂第二条生产线的投产。饮料包装企业要积极推动互联网技术应用，将饮料包装作为媒体传播的入口端，通过二维码，实现引流功能，在为客户创造

新价值的同时，也为自己增加更多的客户资源。在软包装产业集群方面，对于 3C 数码市场，要巩固中低端市场，全力拓展中高端市场，如手机电池。对于动力和储能市场，要积极切入两轮车、低速车、储能市场。同时，要在乘用车市场方面做好准备，尽快取得一线客户的产品认证并实现销售。第二，加快公司技术创新。公司要通过加强源头管控、注重过程控制、运用创新技术等措施，加快自主研发创新工作，鼓励员工申请发明专利、实用新型专利，为公司的发展积蓄能量。第三，加强资产效率管理。公司将进一步加强应收款与应付款的管理，注重及时收回年限较长的超期应收账款，控制库存，确保资产管理机制的长期性、有效性。公司将继续挖掘和优化存量资源的有效利用，同时加强对投资项目的安全度把控，清理非生产性资产。对厂房、办公用房等占用性资源，通过工艺路线的调整与精简，获得节余面积，并积极招租，盘活资产。第四，抓好人才梯队的建设工作。公司要做好储备年轻后备干部的工作，组织部分企业中高级管理人员建班，系统地对其进行为期 2-3 年的培训，让学员基本达到高阶管理干部的业务理论水平，同时鼓励基层员工提升文化基础水平。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司是 A 股上市公司，股权结构相对分散，第一大股东持股比例较低。公司法人治理结构较完善，经营独立性较强。

(1) 产权关系

该公司控股股东为紫江集团，实际控制人为自然人沈雯先生。截至 2018 年 9 月末，沈雯先生直接持有公司 0.3956% 股权，通过相对控股的紫江集团持有公司 26.0565% 股权，持有的股权均未进行质押。公司股权结构相对分散，截至 2019 年 9 月末，前 10 大股东合计持股比例为 32.32%。公司产权状况详见附录一。

该公司控股股东紫江集团成立于 1991 年，主要从事资产经营和实业投资等。紫江集团股权亦较为分散，截至 2019 年 9 月末，除第一大股东沈雯先生持有紫江集团 36.01% 股权外，第二大股东上海杰纳投资管理有限公司持有紫江集团 10.27% 股权，第三大股东上海吉雨投资管理有限公司持有紫江集团 10.00% 的股权，第四大股东上海祥峰投资发展有限公司持有紫江集团 5.56% 股权，剩余股权分别由 30 个自然人持有。紫江集团控股子公司上海紫竹高新区（集团）有限公司（简称“紫竹高新区公司”）所开发的上海紫竹高新技术产业园区 2011 年升级为国家高新技术产业开发区。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司与关联方之间因购销、租赁以及资金拆借等原因存在一定往来，但

涉及金额一直很小。2018 年关联采购金额为 1.08 亿元，销售商品和提供劳务的关联交易金额为 0.94 亿元，当年末关联应收和应付款项余额分别为 0.31 亿元和 0.24 亿元。关联交易对公司财务和经营的影响有限。

该公司与关联方之间存在互相担保，主要是公司为紫江集团及子公司提供的借款担保。截至 2019 年 9 月末，公司本部及下属子公司为紫江集团提供的担保余额合计为 2.56 亿元。

(3) 公司治理

该公司根据相关法律法规设立了股东大会、董事会、监事会和经营管理层等决策机构、监督机构和管理团队，并就各机构的权利与义务、人员构成、职责权限和议事规则等做出相应规定，为公司保持经营独立性和决策科学性提供了较有效的支持。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司根据不同的产品系列采取事业部专业化管理模式，并通过管理总部对各事业部进行综合管理，有效地提高了管理效率。公司管理总部主要承担了投资和管理职能，具体业务主要由子公司负责运营。公司组织架构详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司制订有较完善的内部控制制度，可为公司及其下属子公司经营活动、日常资金以及投融资提供必要的制度保障。

在对下属公司管理方面，该公司总部集中行使投资管理职能，向各地分公司、全资及控股、参股子公司派驻或推荐董事、总经理、财务经理等管理人员，行使重大经营决策权，动态监控其经营状态和各项决策落实进度。公司建立了较为完善的生产成本费用控制体系和全面预算管理体系，对下属企业的客户管理、供应渠道进行统一协调规划。

(3) 投融资及日常资金管理

在投融资管理方面，该公司通过集中决策权、设定逐级审批权限和程序等手段加强投资事前控制，并对投资项目的经济效益实施专项审计。公司对外融资实行集中统一管理，必须按照相应的审批程序，在经营管理层拟定计划或方案并报经董事会审议通过后实施。并且，在债券融资方面公司专门制定了《债券信息披露事务管理制度》及《债券募集资金管理与使用制度》对债券融资进行管理。此外，原则上，除为紫江集团借款担保外，公司及下属企业不对紫江企业（包括控股、参股子公司）以外的其它企业提供融资担保，

公司为下属企业提供融资担保必须按照《公司章程》规定的投资权限经公司董事会决议批准。

在资金管理方面，该公司利用内部资金结算平台对下属全资及控股公司的资金存量实行动态监控，通过资金审批权限、收支两条线等手段对各分公司、全资及控股子公司实行额度控制条件下的资金集中管理。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的 2019 年 11 月 14 日《企业信用报告》，公司本部近三年无信贷违约记录。

财务

近年来该公司负债经营程度有所下降，债务期限结构偏短期，短期刚性债务规模较大，但公司经营活动现金流稳定，融资渠道通畅，可为债务的偿还提供较好的保障。

1. 数据与调整

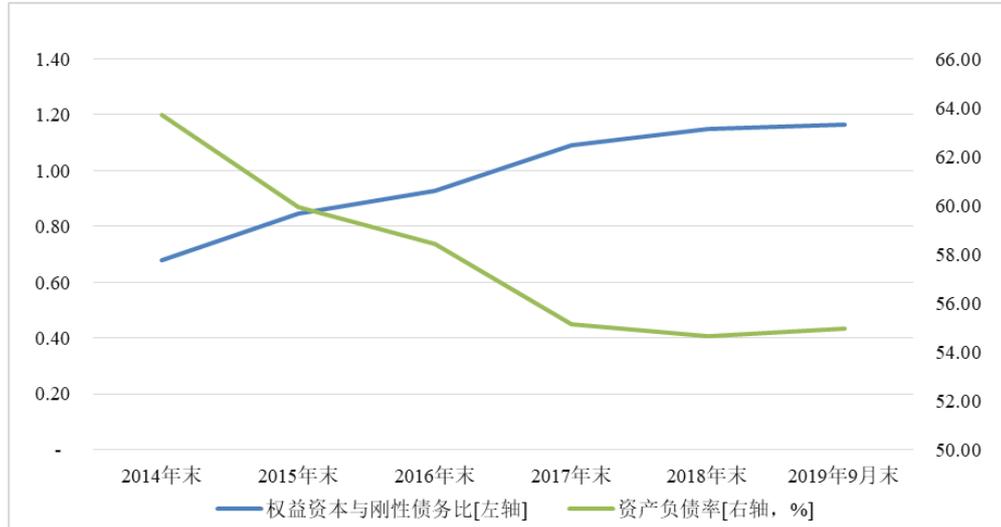
立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年至 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》的披露规定。根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），公司调整了财务报表列表，该变更对公司财务状况、经营成果和现金流量无重大影响。

2018 年，该公司新设子公司眉山紫江包装有限公司、重庆紫江包装材料有限公司、青岛紫江包装有限公司、上海紫华薄膜科技有限公司和上海紫丹包装科技有限公司并纳入合并范围，武汉紫泉饮料工业有限公司和哈尔滨欣旺包装有限公司因工商注销不再纳入合并范围。2018 年，公司合并范围内子公司共 85 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势

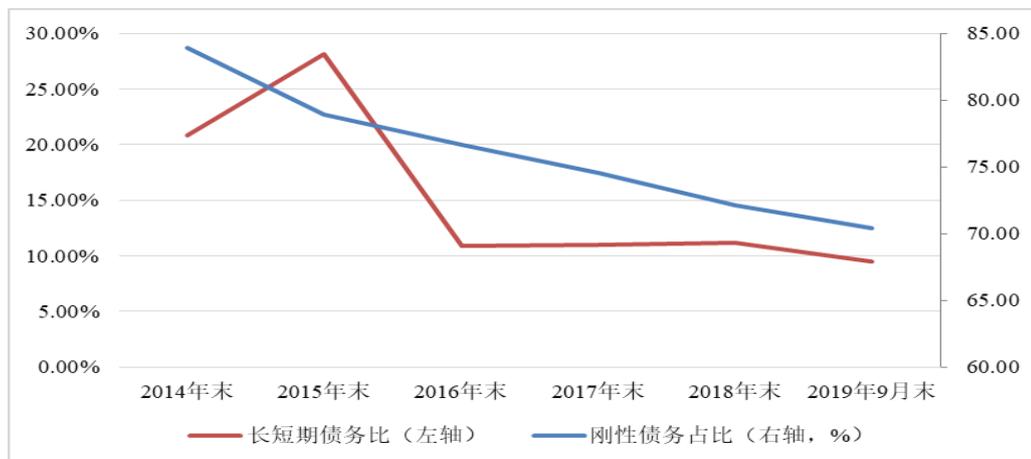


资料来源：根据紫江企业所提供数据绘制。

2016-2018 年末，该公司负债总额分别为 63.30 亿元、55.34 亿元和 56.70 亿元；同期末，公司资产负债率分别为 58.43%、55.13%和 54.65%，近三年公司负债经营程度总体呈下降趋势。受益于经营积累，2016-2018 年末公司所有者权益分别为 45.03 亿元、45.04 亿元和 47.04 亿元，所有者权益逐年增长。2016-2018 年末，得益于刚性债务规模下降及所有者权益增加，公司权益资本与刚性债务比逐年上升，分别为 92.77%、109.19%和 115.07%，权益资本对刚性债务的覆盖程度较好。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
刚性债务 (亿元)	57.73	51.10	48.54	41.25	40.88	42.02

核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
应付账款 (亿元)	6.51	8.00	8.31	8.42	8.82	9.79
预收账款 (亿元)	0.95	0.96	1.44	1.34	2.67	3.10
其他应付款 (亿元)	1.40	1.51	1.73	2.04	1.89	2.13
刚性债务占比 (%)	83.93	78.94	76.69	74.55	72.10	70.44
应付账款占比 (%)	9.47	12.36	13.12	15.22	15.56	16.41
预收账款占比 (%)	1.38	1.48	2.28	2.42	4.71	5.19
其他应付款占比 (%)	2.03	2.34	2.73	3.68	3.34	3.58

资料来源：根据紫江企业所提供数据绘制。

注：财政部于 2018 年颁布了《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》，将应付利息、应付股利和其他应付款合并计入其他应付款项目，本文中列示的 2018 年末、2019 年 9 月末“其他应付款”系将应付利息、应付股利剔除计算。

从债务构成来看，近三年该公司债务主要集中在刚性债务和应付账款。2018 年末，公司刚性债务余额为 40.88 亿元，在负债总额中占比为 72.10%，余额较上年末略有减少。当年末，公司应付账款为 8.82 亿元，在负债总额中占比为 15.56%。公司负债主要是短期负债，2016-2018 年末，公司长短期债务比分别为 10.92%、11.02%和 11.17%。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
短期刚性债务合计	46.76	38.46	43.97	36.23	35.95	37.60
其中：短期借款	32.14	25.66	12.65	33.38	33.17	34.21
一年内到期非流动负债	5.26	0.19	8.55	-	-	0.50
应付短期债券	7.00	10.00	20.00	-	-	-
应付票据	2.10	2.41	2.62	2.78	2.72	2.81
其他短期刚性债务	0.25	0.19	0.16	0.07	0.06	0.08
中长期刚性债务合计	10.97	12.63	4.57	5.02	4.93	4.42
其中：长期借款	2.42	4.08	4.57	5.02	4.93	4.42
应付债券	8.55	8.55	-	-	-	-

资料来源：根据紫江企业所提供数据整理。

该公司刚性债务以短期债务为主。2016-2018 年末，公司短期刚性债务占比分别为 90.59%、87.83%和 87.94%。短期刚性债务主要是短期借款和应付短期融资券，2018 年末短期刚性债务余额为 35.95 亿元，较上年末略有减少。其中，短期借款期末余额为 33.17 亿元，其中信用借款 28.58 亿元、保证借款 4.59 亿元。近三年公司中长期刚性债务主要是长期借款，2018 年末公司长期借款为 4.93 亿元，均为信用借款。

2019 年 9 月末，该公司资产负债率为 54.97%，与年初基本持平。当期末

权益资本与刚性债务比为 1.16，较年初略有提升，权益资本对刚性债务的覆盖程度较好。当期末公司负债总额为 59.66 亿元，较年初增长 5.21%，负债结构较年初相比变化不大。

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
营业周期（天）	151.74	151.27	148.51	-
营业收入现金率（%）	112.86	111.78	114.78	113.50
业务现金收支净额（亿元）	14.59	15.32	14.07	10.04
其他因素现金收支净额（亿元）	-4.24	-4.71	-4.09	-3.51
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	10.36	10.61	9.98	6.52
EBITDA（亿元）	10.35	13.75	12.15	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.21	0.31	0.30	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	5.35	7.15	6.69	-

资料来源：根据紫江企业所提供数据整理。

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。

长期积累的优质客户群保证了该公司贷款的及时回笼，2016-2018 年公司营业收入现金率分别为 112.86%、111.78% 和 114.78%，主营业务现金回笼情况良好。同期，公司经营环节分别实现现金净流入 10.36 亿元、10.61 亿元和 9.98 亿元，持续保持大规模净流入状态。近三年公司营业周期维持在 150 天左右，变化不大。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧与列入财务费用的利息支出构成，近三年 EBITDA 分别为 10.35 亿元、13.75 亿元和 12.15 亿元，EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖程度较高，2018 年覆盖倍数分别为 0.30 倍和 6.69 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.15	5.00	0.37	0.17
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	-2.94	-2.15	-2.47	-1.19
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-	-

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 前三季度
投资环节产生的现金流量净额	-3.09	2.86	-2.10	-1.03

资料来源：根据紫江企业所提供数据整理。

该公司投资活动现金主要用于股权、固定资产投资。2016-2018年，公司投资环节产生的现金流量净额分别为-3.09亿元、2.86亿元和-2.10亿元。其中，2017年公司转让其持有的威尔泰工业12.11%股份，转让价款为4.39亿元，当年回收投资与投资支付净流入5.00亿元，投资环节产生的现金流量净额由负转正。2018年，公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成净流出2.47亿元，当年投资环节转回净流出。

(3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 前三季度
权益类净融资额	-0.85	-1.48	-2.39	-2.40
其中：分配股利、利润支付的现金	0.85	1.63	2.39	2.40
债务类净融资额	-5.07	-9.61	-2.26	-0.27
其中：现金利息支出	1.96	2.01	1.82	1.30
筹资环节产生的现金流量净额	-5.93	-11.09	-4.65	-2.67

资料来源：根据紫江企业所提供数据整理。

2016-2018年，该公司筹资环节产生的现金流量净额分别为-5.93亿元、-11.09亿元和-4.65亿元。筹资活动产生的现金流入主要是银行借款、发行债券收到的现金。筹资活动产生的现金流出主要是偿还债务和分配股利、利润、偿付利息支付的现金。

2019年前三季度，该公司营业收入现金率为113.50%，实现经营性现金净流入6.52亿元。投资性现金净流出1.03亿元，筹资性现金净流出2.67亿元。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年 9月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	44.55	42.43	44.54	47.06	51.67	57.97
	41.27	39.30	41.12	46.88	49.81	53.42
其中：货币资金（亿元）	10.84	6.36	7.72	10.04	13.28	16.21
应收账款（亿元）	11.25	12.61	13.58	14.04	14.86	17.16
存货（亿元）	17.48	17.84	17.09	17.81	18.23	18.10
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	63.40	65.53	63.78	53.32	52.07	50.56
	58.73	60.70	58.88	53.12	50.19	46.58

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
其中：固定资产（亿元）	39.36	39.10	37.87	33.03	29.42	26.77
在建工程（亿元）	2.55	2.55	1.02	1.08	2.12	3.06
可供出售金融资产（亿元）	10.74	13.79	14.66	9.39	11.09	-
投资性房地产（亿元）	1.99	1.91	1.84	1.76	1.81	1.75
长期股权投资（亿元）	3.82	3.27	3.40	3.17	2.91	3.34
无形资产（亿元）	2.25	2.42	2.34	2.28	2.23	2.12
期末全部受限资产账面价值（亿元）	5.59	4.60	2.49	3.41	3.17	2.90
受限资产账面价值/总资产（%）	5.18	4.26	2.30	3.40	3.05	2.67

资料来源：根据紫江企业所提供数据整理。

2016-2018 年末，该公司资产总额分别为 108.33 亿元、100.38 亿元和 103.74 亿元。2018 年末公司流动资产和非流动资产占总资产的比重分别为 49.81% 和 50.19%。其中，非流动资产主要由固定资产和可供出售金融资产构成，年末账面价值占非流动资产的比例分别为 56.51% 和 21.29%。固定资产主要为机器设备、房屋及建筑物等生产资产，2018 年末余额为 29.42 亿元，较上年末减少 3.61 亿元，主要是处置机器设备所致。可供出售金融资产主要反映的是对被投资单位不具有控制、共同控制及重大影响的股权投资，2018 年末余额为 11.09 亿元，其中对中航民用投资的账面余额为 6.75 亿元、上海紫竹高新区（集团）有限公司 1.19 亿元、上海紫都置业发展有限公司（简称“紫都置业”）1.78 亿元。2018 年末可供出售金融资产较上年末增加 1.70 亿元，主要是公司当年增加对紫都置业的投资 1.78 亿元。

从流动资产的构成情况看，该公司流动资产主要由存货、应收账款、货币资金构成。其中，存货主要为房地产项目开发成本和开发产品、库存商品及原材料，其中房地产开发产品和开发成本账面价值合计为 7.35 亿元。应收账款账龄一般都在 1 年以内，客户主要为百事可乐等；根据以往收款情况来看，应收账款具有较好的变现能力。2018 年末货币资金余额为 13.28 亿元（其中受限部分金额为 0.40 亿元），较上年末增长 32.24%，现金比率为 26.83%，可为即期债务偿付提供一定保障。

2019 年 9 月末，该公司资产总额较年初增加 4.79 亿元，主要体现为货币资金、应收账款和预付款项的增长。当期末公司货币资金余额为 16.21 亿元，较年初增长 22.08%；应收账款账面价值为 17.16 亿元，较年初增长 15.54%；预付款项账面价值为 3.14 亿元，较年初增长 39.07%。2019 年，公司开始执行新金融准则，将可供出售金融资产调整至“其他权益工具投资”项目，当期末其他权益工具投资账面价值为 10.92 亿元。除此外，公司资产构成无重大变化。

2019 年 9 月末，该公司受限资产账面价值为 2.90 亿元，其中受限货币资金 0.51 亿元，均为保证金存款；受限的其他资产账面价值为 2.39 亿元，均是为紫江集团借款提供的抵押物担保。2019 年 9 月末，公司受限资产账面价值占总资产的比重为 2.67%，资产受限情况对公司影响较小。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 9 月末
流动比率 (%)	78.25	84.04	78.06	94.42	101.31	106.38
速动比率 (%)	43.34	43.55	42.27	54.20	61.13	67.41
现金比率 (%)	20.26	13.33	14.65	21.32	26.83	31.29

资料来源：根据紫江企业所提供数据整理。

2018 年末, 该公司流动比率、速动比率、现金比率分别为 101.31%、61.13% 和 26.83%, 流动性偏弱。2019 年 9 月末, 公司流动比率、速动比率、现金比率分别为 106.38%、67.41% 和 31.29%, 较年初均有所提升。

6. 表外事项

在对外担保方面, 截至 2019 年 9 月末, 该公司对合并范围外企业担保余额为 2.56 亿元, 均为对控股股东紫江集团的担保, 因担保产生的或有债务风险可控。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事 PET 瓶及瓶胚业务, 是收入、利润的主要贡献主体之一。2018 年末, 该公司本部负债总额为 44.74 亿元, 资产负债率为 51.39%, 负债水平适中。同期末资产总额为 87.06 亿元, 其中流动资产为 36.42 亿元, 主要由货币资金 10.36 亿元、应收账款 3.08 亿元、其他应收款 21.63 亿元构成, 其中其他应收款主要是与下属公司之间的往来款。非流动资产主要包括长期股权投资 40.83 亿元、其他非流动资产 5.50 亿元、固定资产 2.50 亿元和可供出售金融资产 1.63 亿元。当年末, 公司本部刚性债务余额为 34.79 亿元, 其中短期借款 28.58 亿元, 长期借款 4.93 亿元。当年, 公司本部实现营业收入 20.87 亿元, 投资收益为 4.23 亿元, 净利润为 4.11 亿元, 净利润对投资收益依赖性较强。2018 年, 公司本部经营活动产生的现金流量净额为 2.52 亿元, 投资活动产生的现金流量净额为 2.60 亿元, 筹资活动产生的现金流量净额为 -3.78 亿元。

外部支持因素

国有大型金融机构支持

该公司间接融资能力较好。截至 2019 年 9 月末, 公司及下属子公司合计拥有银行授信 119.49 亿元, 尚有 77.03 亿元额度未使用, 具有较大的外部融资空间。

债项信用分析

(1) 经营业绩可为本期债券按期偿付提供基本保障

2016-2018 年及 2019 年 1-9 月，该公司营业收入分别为 83.56 亿元、85.08 亿元、90.10 亿元及 70.50 亿元，净利润分别为 2.35 亿元、5.70 亿元、4.53 亿元及 4.23 亿元，盈利能力较好，可为本期债券的利息偿付提供基本保障。

(2) 经营活动现金回笼及时

长期积累的优质客户群保证了该公司货款的及时回笼，公司收入现金回笼能力较强。总体来看，近年来公司经营活动现金净流入规模较大，且营业收入现金率一直处于较好水平。2016-2018 年及 2019 年 1-9 月，公司经营活动现金净流入量分别为 10.36 亿元、10.61 亿元、9.98 亿元及 6.52 亿元，同期营业收入现金率分别为 112.86%、111.78%、114.78% 及 113.50%，经营活动现金回笼及时。

(3) 财务弹性较大

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，具有较强的融资能力。截至 2019 年 9 月末，公司及下属子公司合计拥有银行授信（含外资银行授信）折合人民币 119.49 亿元，尚有 77.03 亿元未使用，后续融资空间较大。

(4) 资产变现能力较强

该公司拥有一定规模地处上海的住宅、工业用地以及商业物业，同时持有如中航民用等公司的股权，这些资产变现能力较强。

评级结论

该公司是 A 股上市公司，股权结构相对分散，第一大股东持股比例较低。公司法人治理结构较完善，经营独立性较强。针对各项经营业务，公司采取以产品为对象的事业部管理模式，并通过管理总部对各事业部综合管理，以加强业务协调，经营管理效率较高。

该公司是国内饮料容器包装行业最主要的生产企业之一，拥有大量优质客户资源，行业地位稳固。近年来，饮料行业景气度下滑，但随固定回报模式的采用，公司包装容器主业仍保持稳定的发展。近年来随着铝塑膜等产品的陆续放量，薄膜业务经营效益向好，但规模仍较小。此外，商贸物流业务通过发展，已成为公司收入的重要来源之一；紫都佘山别墅项目资金压力不大，且近两年陆续有签约。

该公司盈利主要源自包装容器主业，此外，投资收益和营业外收入也为

公司利润形成了一定补充。近年来公司负债经营程度有所下降，债务期限结构偏短期，短期刚性债务规模较大，但公司经营活动现金流稳定，融资渠道通畅，可为债务的偿还提供较好的保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

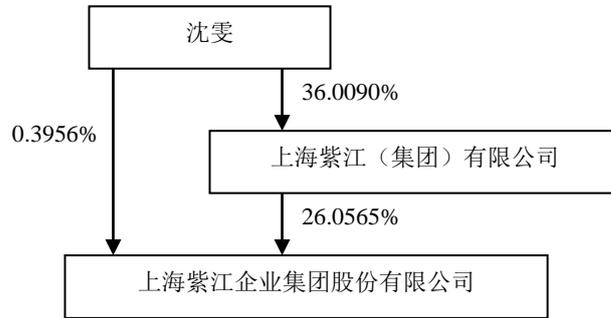
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

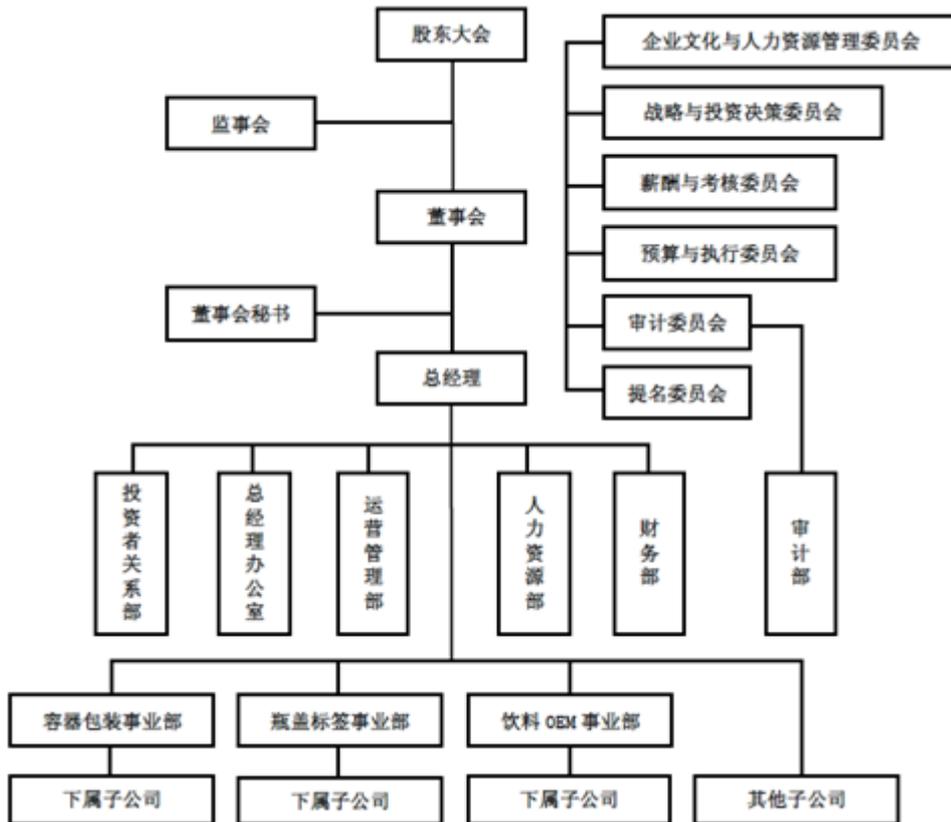
公司与实际控制人关系图



注：根据紫江企业提供的资料绘制（截至 2019 年 9 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据紫江企业提供的资料绘制（截至 2019 年 9 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据				
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)
上海紫江企业集团股份有限公司	紫江企业	本级	—	PET瓶及瓶胚业务	34.79	42.32	20.87	4.11	2.52
上海紫泉包装有限公司	紫泉包装	核心子公司	100.00	生产销售PVC、PE、铁瓶盖等	0.77	2.98	10.72	-0.02	1.36
上海紫日包装有限公司	紫日包装	核心子公司	100.00	生产销售塑料瓶盖及包装	1.37	2.39	4.87	0.19	0.99
上海紫丹印务有限公司	紫丹印务	核心子公司	100.00	生产彩印纸包装产品,销售自产产品,提供包装服务	0.30	1.46	2.64	0.22	0.31
上海紫泉饮料工业有限公司	紫泉饮料	核心子公司	100.00	生产销售开发果蔬饮料、蛋白饮料、茶饮料、咖啡饮料	0.00	3.38	5.55	0.46	0.75
上海紫江国际贸易有限公司	紫江国贸	核心子公司	100.00	经营和代理品牌进口产品	0.62	0.54	7.85	0.08	0.24

注：根据紫江企业2018年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 前三季度
资产总额 [亿元]	108.33	100.38	103.74	108.53
货币资金 [亿元]	7.72	10.04	13.28	16.21
刚性债务[亿元]	48.54	41.25	40.88	42.02
所有者权益 [亿元]	45.03	45.04	47.04	48.88
营业收入[亿元]	83.56	85.08	90.10	70.50
净利润 [亿元]	2.35	5.70	4.53	4.23
EBITDA[亿元]	10.35	13.75	12.15	-
经营性现金净流入量[亿元]	10.36	10.61	9.98	6.52
投资性现金净流入量[亿元]	-3.09	2.86	-2.10	-1.03
资产负债率[%]	58.43	55.13	54.65	54.97
权益资本与刚性债务比率[%]	92.77	109.19	115.07	116.32
流动比率[%]	78.06	94.42	101.31	106.38
现金比率[%]	14.65	21.32	26.83	31.29
利息保障倍数[倍]	2.66	4.48	4.04	-
担保比率[%]	7.99	8.30	12.15	5.23
营业周期[天]	151.74	151.27	148.51	-
毛利率[%]	19.31	18.64	18.86	20.44
营业利润率[%]	3.67	7.88	6.15	7.19
总资产报酬率[%]	4.75	8.25	7.19	-
净资产收益率[%]	5.33	12.66	9.84	-
净资产收益率*[%]	5.37	13.02	9.91	-
营业收入现金率[%]	112.86	111.78	114.78	113.50
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	19.26	19.85	19.79	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.35	22.70	14.06	-
EBITDA/利息支出[倍]	5.35	7.15	6.69	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.21	0.31	0.30	-

注：表中数据依据紫江企业经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年前三季度财务数据整理、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实地调查和诚信义务，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。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在债券存续期内有效。本期债券存续期内，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。