



信用等级通知书

信评委函字[2017]G498-F2号

上海紫江（集团）有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“上海紫江（集团）有限公司公开发行2017年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一七年十一月八日

上海紫江（集团）有限公司 公开发行 2017 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	上海紫江（集团）有限公司
发行总额	本期债券基础发行规模为人民币1亿元，可超额配售不超过人民币1亿元（含1亿元）
债券期限	5年期，附第3年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	本期债券票面利率通过簿记建档方式确定，在债券存续期前3年内固定不变。在本期债券存续期限的第3年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分债券票面年利率为债券存续期限前3年票面年利率加调整基点，在债券存续期限后2年固定不变。
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务。

概况数据

紫江集团	2014	2015	2016	2017.H1
所有者权益（亿元）	66.03	69.01	72.76	75.29
总资产（亿元）	235.11	231.28	235.83	243.09
总债务（亿元）	143.53	135.51	126.28	132.30
营业总收入（亿元）	112.58	99.30	116.79	50.27
营业毛利率（%）	24.06	23.35	26.29	26.68
EBITDA（亿元）	18.80	15.20	17.86	-
所有者权益收益率（%）	8.90	5.03	6.97	6.48
资产负债率（%）	71.92	70.16	69.15	69.03
总债务/EBITDA（X）	7.64	8.91	7.07	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.36	2.01	2.56	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2017年上半年所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“上海紫江（集团）有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定上海紫江（集团）有限公司（以下简称“紫江集团”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，该级别反映了紫江集团偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司饮料包装业务在国内饮料塑料包装行业的寡头垄断地位、盈利能力增强、公司子公司上海紫竹高新区（集团）有限公司（以下简称“紫竹高新集团”）获得政府的大力支持及融资渠道畅通、财务弹性较好等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到公司债务规模较大、财务杠杆较高和公司房地产业务收入波动较大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- 国内饮料塑料包装行业的寡头垄断地位。公司与可口可乐、百事可乐、统一等饮料巨头建立了稳定的合作关系，且主要采用设备连线生产、固定回报合作模式及合资办厂等合作模式，签订的合作协议期限均为 5~10 年，使得公司在国内饮料塑料包装行业的寡头垄断地位较为稳固。
- 盈利能力增强。公司收入主要来源于饮料包装板块，受益于该板块毛利率水平的提升，公司整体盈利能力增强，2014-2016 年及 2017 年上半年公司营业毛利率分别为 24.06%、23.35%、26.29%和 26.68%。
- 政府支持。作为紫竹高新区的重要建设投资主体，紫竹高新集团获得了上海市人民政府以及闵行区政府的在政策及资金上的多项支持，其中

分析师

米玉元 yymi@ccxr.com.cn

邓晓洁 xjdeng@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年11月8日

2014~2016年及2017年上半年,紫竹高新区分别收到政府扶持资金13.65亿元、15.14亿元、17.00亿元和10.90亿元,2016年及2017年上半年归属紫竹高新集团的金额分别为10.12亿元和6.82亿元。

- 公司融资渠道较为畅通,财务弹性较好。公司与多家金融机构保持良好的合作关系,截至2017年6月末,公司共获得银行授信总额207.83亿元,其中未使用授信额度为111.96亿元,备用流动性较为充足。同时公司两家上市子公司可通过增发、配售股票等方式进行股权融资,也可通过发行短期融资券等债务融资工具进行债务融资,融资渠道较为广泛。

关注

- 债务规模较大,财务杠杆较高。截至2017年6月底,公司总债务为132.30亿元,其中短期债务和长期债务规模分别为82.33亿元和49.97亿元,整体规模较大;同期末资产负债率为69.03%,总资本化比率为63.73%,处于较高水平。
- 公司房地产业务收入波动较大。2014~2016年及2017年上半年,公司房地产业务分别实现收入15.57亿元、2.49亿元、20.55亿元和0亿元,公司房地产业务收入波动较大,对公司业务稳定性造成不利影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本期评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

发债主体概况

公司前身为集体所有制企业上海紫江（集团）公司，1997年7月，经闵行区人民政府批准，上海紫江（集团）公司由集体所有制企业改制为有限责任公司，改制后的上海紫江（集团）公司注册资本为18,888万元，自然人沈雯等18名高级管理人员、职工持股会、闵行区马桥镇俞塘五队、上海马桥农工商实业公司为公司股东。公司后续进行了多次增资及股权变更，截至2017年6月30日，公司注册资本为30,018万元，自然人沈雯持有公司36.10%股权，为公司第一大股东，上海杰纳投资管理有限公司、上海吉雨投资管理有限公司、上海祥峰投资发展有限公司分别持有公司10.27%、10.00%和5.56%股权。沈雯作为公司第一大股东，负责经营管理、投资决策、人事任命和制度设定等方面事务，为公司实际控制人。

公司的经营范围为对实业投资、资产经营、国内贸易（除专项规定外）；仓储服务（仅限分支机构经营）。（经营范围涉及行政许可的，凭许可证经营）。目前公司形成了以饮料包装业务为核心，商贸物流、房地产、园区开发、房屋租赁和仪器仪表等业务为重要补充的业务格局。2016年公司饮料包装业务、商贸物流、房地产、园区开发、房屋租赁和仪器仪表分别实现业务收入56.64亿元、23.04亿元、20.55亿元、4.35亿元、3.23亿元和0.96亿元，占营业总收入的比重分别为48.50%、19.73%、17.59%、3.73%、2.77%和0.83%。其中，园区开发业务系对紫竹高新区的开发，同时部分房屋租赁业务及房地产业务在紫竹高新区内开展。

截至2016年12月31日，公司总资产为235.83亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为72.76亿元，资产负债率为69.15%；2016年，公司实现营业收入116.79亿元，净利润5.07亿元，经营活动净现金流37.24亿元。

截至2017年6月30日，公司总资产为243.09亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为75.29亿元，资产负债率为69.03%；2017年上半年，公

司实现营业收入50.27亿元，净利润2.44亿元，经营活动净现金流2.96亿元。

本期债券概况

表1：本期公司债基本条款

基本条款	
债券名称	上海紫江（集团）有限公司公开发行2017年公司债券（第一期）
发行总额	本期债券基础发行规模为人民币1亿元，可超额配售不超过人民币1亿元（含1亿元）。
票面金额和发行价格	本期债券面值100元，按面值平价发行。
债券期限	5年期，附第3年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率或其确定方式	本期债券票面利率通过簿记建档方式确定，在债券存续期前3年内固定不变。在本期债券存续期限的第3年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分债券票面年利率为债券存续期限前3年票面年利率加调整基点，在债券存续期满后2年固定不变。
还本付息方式及支付金额	本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券于每年的付息日向投资者支付的利息金额为投资者截至付息债权登记日收市时所持有的本期债券票面总额分别与债券对应的票面年利率的乘积之和；于兑付日向投资者支付的本息金额为投资者截至兑付债权登记日收市时各自所持有的本期债券到期最后一期利息及等于债券票面总额的本金。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务。
调整票面利率选择权	若发行人在本期债券第3个计息年度付息日前的第30个交易日，在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于放弃行使赎回权的公告，将同时发布关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度的公告。发行人有权决定是否在本期债券存续期的第3年末调整本期债券后2年的票面利率。若发行人未行使调整票面利率选择权，则本期债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。
发行人赎回选择权	发行人将于本期债券第3个计息年度付息日前的第30个交易日，在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否行使赎回选择权的公告，若决定行使赎回权利，本期债券将被视为第3年全部到期，发行人将以票面面值加最后一期利息向投资者赎回全部公司债券。赎回的支付方式与本期债券到期本息支付相同，将按照本期债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，按照债券登记机构的相关规定办理。若不行使赎回，则本期债券将继续在第4年、第5年存续。
投资者回售选择权	发行人发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券第3个计息年度付息日将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给发行人。本期债券第3个计息年度付息日即为回售支付日，发行人将按照上海证券交易所和中国证券登记公司相关业务规则完成回售支付工作。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

饮料包装行业

包装行业概况

改革开放以来,我国包装行业实现了持续快速发展,形成了独立、完整、门类齐全的工业体系。按包装材料分类,包装行业可分为纸包装、金属包装、塑料包装、玻璃包装及其他包装等细分子行业。

纸包装具有可再生利用的特点,是被公认的绿色包装品,在节约能耗、节省资源、保护环境方面具有一定优越性。随着国民经济的发展,环境保护越来越受到重视,纸包装行业的发展获得了国家政策的支持,成为国内包装业产值贡献率第一大子行业。

塑料包装材料具有质量轻、成型容易、透明性较好和加工成本低等特点,广泛应用于我国消费品行业外包装。消费升级以及消费品行业的快速发展带动了塑料包装需求的迅速增长,市场规模不断扩大。随着塑料包装新材料、新工艺、新技术、新产品的不断涌现,塑料包装产业保持了高速增长态势,在包装产品结构占比中仅次于纸包装排名第二。

金属包装材料具有较强的阻热阻气、防潮和遮光等性能,主要应用于食品、饮料、化工、药瓶、化妆品、仪器仪表、工业品及军火等行业的包装。

玻璃包装凭借其较好的抗氧化能力,在高档酒类包装中得到广泛使用,但其不便于运输和搬运及生产成本较高的特点,使之在日化、食品饮料以及医药领域逐渐被塑料等其他包装材料替代。

包装行业属于典型的下游驱动型行业,在产业链中属于配套下游行业发展的行业,下游行业的发展状况将直接影响其发展变化趋势。

PET 饮料包装行业

塑料因其在物理性质、生产成本、物流运输等方面的优势,而被广泛地用于碳酸饮料、果蔬汁和饮用水等饮料的包装。目前,国内用于饮料包装的塑料包装容器的原料主要包括 PET、PE、PVC、PP 等。与其他塑料包装材料相比,PET 具有较好的气

体阻隔性和透明度,是传统玻璃瓶的最佳替代品,目前已经成为最主要的饮料包装材料之一。

碳酸饮料、饮用水等软饮料的包装容器以 PET 瓶为主,PET 瓶约占碳酸饮料包装容器的 60%。PET 热灌瓶还被用于果汁、茶等需要热灌装的饮料包装,果汁、茶是近年来增长最快的饮料品种,PET 热灌瓶的生产因此得到快速发展。同时,随着性能的优化和加工水平的提高,PET 瓶的应用逐渐拓展到食用油、调味品、啤酒等产品的包装。

随着我国消费模式的不断升级,饮料类快速消费品行业内各细分领域的行业集中度正在逐渐提高,除少数具有品牌地位的公司形成一定程度寡头垄断优势外,行业内诸多企业竞争充分,其中碳酸饮料市场主要由可口可乐和百事可乐相对垄断,茶饮料和果汁饮料市场中统一企业、康师傅、哇哈哈等品牌处于优势地位。多数中小 PET 饮料包装制造企业面对下游客户的议价能力相对较弱,向下游客户转嫁成本的空间相对有限。而优势 PET 饮料包装企业的下游客户多为大型优质客户,这些客户的品牌知名度高,盈利能力强,对 PET 包装质量以及供应稳定性具有很高的要求。下游客户严格挑选 PET 包装行业的优质龙头企业,并为之建立起长期、稳定的战略合作关系。优质 PET 包装企业依托自身技术、管理、成本规模优势,与客户形成良性的成本互动与转嫁。综合来看,下游产业波动对中小 PET 饮料包装企业的盈利能力造成的影响较大,而对优势 PET 饮料包装企业盈利能力造成的影响相对有限。

目前,PET 饮料包装行业形成了以紫江企业和珠海中富实业股份有限公司(以下简称“珠海中富”)为核心的双寡头垄断格局,两家公司约占国内碳酸饮料和热灌装饮料 PET 瓶 80% 的市场份额。

软饮料行业

软饮料通常指酒精含量低于 0.5% (质量比) 的天然的或人工配制的饮料。按原料和加工工艺可分为碳酸饮料、果汁及其饮料、蔬菜汁及其饮料、植物蛋白质饮料、植物抽提液饮料、乳酸饮料、矿泉水和固体饮料 8 类。

历经碳酸饮料、瓶装水、茶饮料、果汁、凉茶、含乳饮料等多次产业浪潮后，软饮料行业已成为我国发展最快的消费行业之一，自 2001 年至 2014 年均保持两位数增长，但 2015 年以来，我国经济增长放缓，外部经济环境不乐观，饮料行业也进入了降速增长的“新常态”发展阶段。在新常态这一大经济环境的影响下，中国软饮料行业的年增长率滑向 10% 以下。随着我国消费升级和饮食理念的变化，饮料消费者对于高含糖量、高热量饮料的偏好度持续走低，饮料市场消费健康、营养等功能特征更受关注，消费者需求出现从碳酸饮料向果汁饮料和茶饮料转移的趋势。

根据国家统计局数据显示，2016 年我国软饮料行业全年累计总产量 18,345.2 万吨，同比增长 1.90%，其中一季度产量 4,241.5 万吨，二季度 4,738.0 万吨，三季度 5,174.7 万吨，四季度 4,191.0 万吨，行业季节性波动较大。据中国食品工业协会行业统计调查，从各类饮料产量占比来看：2016 年包装饮用水类饮料的比重继续加大，占到 51.6%，比上年同期增加 2.0 个百分点；碳酸饮料类比重为 9.6%，比上年同期降低 0.7 个百分点；果汁和蔬菜汁类比重为 13.1%，比上年同期降低 1.2 个百分点；除了以上三大类饮料以外的饮料比重为 25.7%，比上年同期降低 1.0 个百分点。2017 年上半年，我国软饮料产量 9,772.8 万吨，同比增长 7.8%，其中一季度产量为 4,506 万吨，二季度产量为 5,266.8 万吨，季节性波动趋势延续。

2016 年，我国 2,110 家规模以上软饮料制造企业实现主营业务收入 6,429.80 亿元，同比增长 4.24%，其中主营业务成本 4,996.88 亿元，同比增长 4.93%，主营业务毛利润 1,432.92 亿元，同比增长 2.34%，饮料企业获利能力逐步增长，在食品工业中保持较高水平，实现利润总额 559.93 亿元，同比增长 0.68%，行业增长势头趋缓，但主要经济指标增速均向好。从各类饮料情况来看：碳酸饮料制造实现主营业务收入 823.36 亿元，同比增长 0.94%，占饮料行业比重 12.81%，其中主营业务成本 598.91 亿元，同比增长 0.91%；瓶（罐）装饮用水制造实现主营业务收入 1,354.04 亿元，同比增长 5.90%，

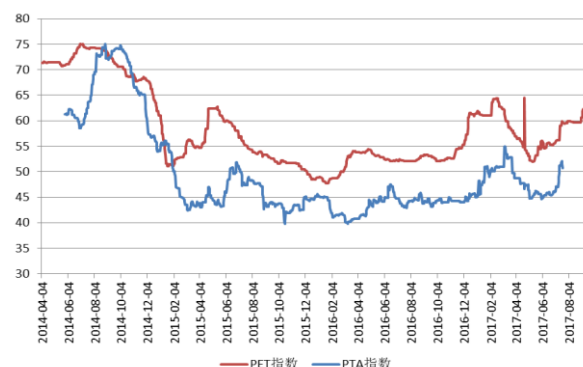
占饮料行业比重为 21.06%，主营业务成本 1,011.41 亿元，同比增长 5.89%；果汁及蔬菜汁饮料制造实现主营业务收入 1,253.36 亿元，同比增长 4.72%，占饮料行业比重 19.49%，主营业务成本 1,031.94 亿元，同比增长 4.67%；含乳饮料和植物蛋白饮料制造实现主营业务收入 1,192.01 亿元，同比增长 3.84%，占饮料行业比重 18.54%，主营业务成本 936.10 亿元，同比增长 3.78%；固体饮料制造实现主营业务收入 608.37 亿元，同比增长 11.00%，占饮料行业比重 9.46%，主营业务成本 493.74 亿元，同比增长 12.32%；茶饮料及其他饮料制造实现主营业务收入 1,198.66 亿元，同比增长 1.51%，占饮料行业比重 18.64%，主营业务成本 924.77 亿元，同比增长 4.37%。

2007~2016 年，我国软饮料产量年均复合增长率为 15.26%，其中 2007~2010 年年均复合增长率为 25.01%，而 2011~2016 年年均复合增长率为 9.30%。近年来，饮料行业增长速度放缓趋势明显，行业竞争压力不断增大。

PET 片行情

PET 饮料包装产品的主要原材料为 PET 片，PET 是以对苯二甲酸（PTA）和 EG（乙二醇）为主要原料，采用酯化法生产而成，其销售价格与 PTA 和原油价格等高度相关。2014 年以来，受行业内新增产能集中释放、行业开工率不足、原油价格下跌导致石化产业链产品价格快速下滑等因素影响，PET 市场整体表现疲弱，价格持续下滑，2016 年，随着原油价格回升，聚酯切片价格略有上涨，但仍处于较低水平。

图 1：近年来 PTA、PET 切片价格指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

总体来看，受制于产能过剩因素影响，上游PTA及PET价格持续低迷，有利于饮料包装行业生产经营，但长期来看，原料价格还受原油价格波动等其他因素影响，如何规避原材料价格风险是影响饮料包装企业盈利稳定的关键因素。

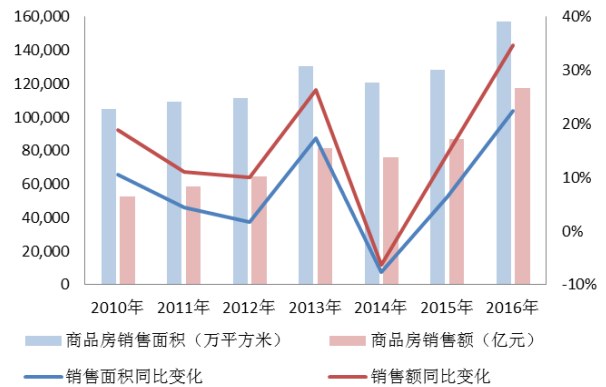
房地产开发行业

2010年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升，2013年房地产市场延续上升势头；2014年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑；进入2015年，随着一系列宽松的行业政策出台，中国房地产市场总体上呈现回暖趋势。2016年10月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期均有所上升。2016年房地产市场的明显回暖使得当年房地产业对GDP增长贡献率达7.8%，较上年增加了5.4个百分点，房地产业增加值占GDP的比重亦达到历史最高位的6.47%。

房地产销售

从销售情况看，受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响，2014年全国商品房销售量有所下滑，当年全国商品房销售面积和销售额分别为120,649万平方米和76,292亿元，同比分别下降7.6%和6.3%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降9.1%和7.8%。进入2015年，得益于频出的利好政策，全年销售面积和销售额均有所上升，2015年全国商品房销售面积与销售额分别为128,495万平方米和87,281亿元，同比分别增长6.5%和14.4%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长6.9%和16.6%。2016年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售额分别为157,349万平方米和117,627亿元，同比分别增长22.4%和34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长22.4%和36.1%。

图 2：2010~2016 年商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

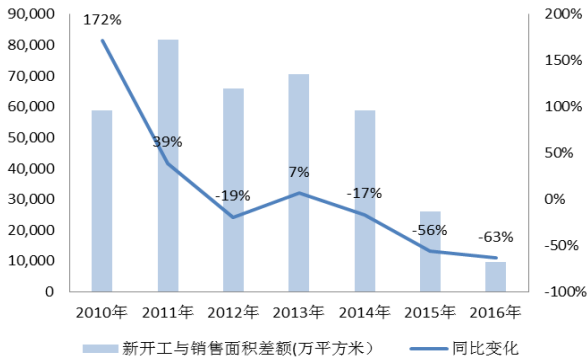
房地产投资和施工

在房地产投资方面，近年来房地产开发投资额保持增长，但增速有所放缓。根据国家统计局数据显示，2014年全年完成房地产开发投资95,036亿元，同比增长10.5%，增速下降9.3个百分点；2015年房地产行业投资增速延续回落态势，当年全国房地产开发投资95,979亿元，同比增长仅1.0%；2016年，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资102,581亿元，同比增长6.9%，增速较上年上涨5.9个百分点。

施工方面，近年房地产新开工面积呈现波动下滑态势。具体来看，2014年房地产销售形势不佳使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，当年房地产新开工面积179,592万平方米，同比下降10.7%。2015年，房地产开发企业房屋新开工面积154,454万平方米，同比进一步下降14.0%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降导致短期内新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。2016年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加速开发节奏以及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积166,928万平方米，同比上升8.1%。从新开工面积与销售面积的差额来看，近年来商品房新开工面积始终高于同年商品房销售面积，但新开工面积与销售面积差额呈逐年收窄态势。2016年，全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销

售面积) 9,579万平方米, 同比下降63.10%, 商品房库存去化压力有所减轻。

图 3: 2010~2016 年商品房新开工与销售面积差额



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

土地市场方面, 在去库存的大背景下, 近三年全国房地产用地供给逐年收紧。根据国土资源局数据显示, 2014~2016年全国房地产建设用地供应面积分别为15,470万平方米、11,970万平方米及10,750万平方米。土地成交面积受供应减少的影响亦逐年下降, 而供应的减少加剧了房企在土地市场的竞争, 加之房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市, 土地成交均价呈现上升趋势。2014~2016年, 我国房地产业开发企业购置土地面积分别为33,383万平方米、22,811万平方米和22,025万平方米, 同期土地成交价款分别为10,020亿元、7,622亿元和9,129亿元。受此影响, 2016年房地产企业土地购置成本涨至4,144.84元/平方米, 近三年年均复合增长率为17.51%。

进入2017年, 房地产调控政策进一步趋紧, 在限购限贷的基础上, 厦门市、杭州市、福州市、广州市、青岛市、启东市、保定市徐水区、保定白沟新城、长乐市、常州市、惠州市、珠海市、东莞市、扬州市、成都市和海南省等还先后加入限售条款, 新购住房取得产权证未满一定年限, 不可上市交易, 进一步抑制房地产投机炒作, 持续的调控政策使得部分城市短期内购房需求得到抑制, 市场成交量收缩明显, 2017年以来房地产销售金额和面积增速逐月下滑, 6月份单月增速明显回升, 主要系房企冲刺半年业绩所致, 在五限(限购、限贷、限售、限价、限商)政策的作用下, 预计下半年增速将继续缓慢下行。在宏观经济增速下滑和持续调控的背景下, 国内房地产行业开始步入调整阶段。

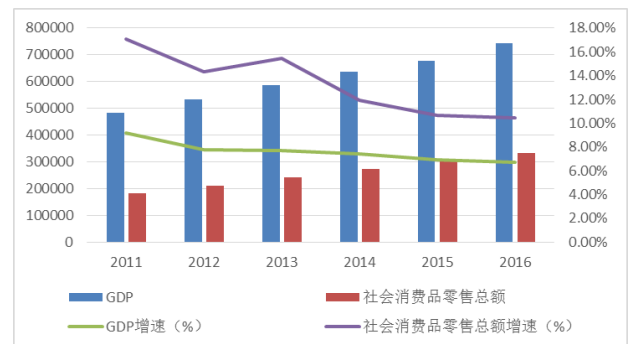
商贸物流行业

内贸行业概况

从国内贸易情况来看, 近几年我国经济规模保持了不断扩大的良好势态, 刺激国内贸易景气度不断上升。2014年国内生产总值636,463亿元, 同比增长7.4%; 社会消费品零售总额262,394亿元, 同比名义增长12.0%(扣除价格因素, 实际增长10.9%)。2015年国内生产总值676,708亿元, 同比增长6.90%; 社会消费品零售总额300,931亿元, 同比名义增长10.70%(扣除价格因素, 实际增长10.60%)。2016年国内生产总值744,127亿元, 同比增长6.7%; 社会消费品零售总额332,316亿元, 同比名义增长10.9%(扣除价格因素, 实际增长9.2%)。2017年上半年国内生产总值381,490亿元, 同比增长6.9%; 2017年上半年, 社会消费品零售总额172,369亿元, 同比增长10.4%。

图 4: 近年来国内生产总值和社会消费品零售额增速对比

单位: 亿元



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

内贸政策方面, 商务部的《国内贸易发展规划(2011~2015)》中指出将着力加强流通基础设施建设, 重点加强农村和农产品流通基础设施建设; 加强现代流通体系建设, 完善分销体系, 推动内贸领域改革与创新, 全面提高国内贸易的服务水平。此内贸规划有望从政策上加大对消费的开拓力度, 形成扩大消费的长效机制, 更好地服务经济结构调整转型。2016年8月24日, 商务部表示将编制“国内贸易流通‘十三五’发展规划”, 加快流通现代化进程, 基本实现线上线下融合发展, 建立规范市场秩序的长效机制, 形成公平、公正、公开竞争的营商环境。

总体来看，近年来我国劳动力、资金、环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。但考虑到我国消费市场起点较低，未来经济发展将会促进我国内需的释放；同时十八大以来，以调结构为重点的新型城镇化路线的提出，有利于促进城乡一体化发展，也为我国未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

外贸行业概况

2012年以来外贸行业受欧债危机影响，整体市场处于较为低迷的状态，国际大宗商品价格波动下行、各国贸易保护主义倾向日益加深，国际市场环境趋于复杂。同时，人民币汇率双边波动加大，我国劳动力和资金等要素成本上升，中小企业经营困难增加，我国外贸出口增长空间受到一定抑制。再加上近年来发达经济体引导产业回归，并更加重视扩大出口，东盟等新兴市场和发展中国家利用低成本优势加快发展外向型产业，致使我国订单向外转移的趋势明显，中国在国际市场竞争中压力加大。

但另一方面，近期世界经济保持复苏，外部需求有所改善。同时国内经济结构调整持续推进，内生增长动力有效增强；政府也通过推进丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路合作建设、扩大自贸试验区布局、实行以备案制为主的对外投资管理方式、完善出口退税负担机制等系列措施，推进我国外贸转型升级，构建开放型经济新体制。上述因素均对我国未来外贸增长和质量优化形成了正面的支撑力量，也对外贸企业的发展提供了良好的空间。

紫竹高新区概况

紫竹高新区是上海市除张江高科技园区和漕河泾新兴技术开发区之外的第三个国家级高科技园区，在发展过程中得到了地方政府大力支持。

紫竹高新区规划占地面积为13平方公里，由大学园区、研发基地和紫竹配套区三部分组成。大学园区以上海交通大学和华东师范大学为核心，通过校企互动合作，充分发挥大学的科研和人才优势；研发基地聚焦于世界科技革命中的新兴产业领域和传统产业的新兴发展方向，充分发挥大学的科研与

人才优势，大力吸引各类研发机构和高科技企业入驻，同时，大力促进EDA平台、IP库平台、设计企业孵化中心、多项目芯片加工服务中心和创业投资中心等技术支撑平台建设；紫竹配套区即紫竹半岛，位于紫竹高新区东南角，将规划建设大型生态化国际社区，主要规划建设高层公寓、豪华多层公寓、滨湖高层、花园洋房以及高级洋房等多种物业。

在功能定位来看，紫竹高新区集产业功能、服务功能、孵化功能、引资功能、辐射功能及支撑区域内城市化建设、发展功能等为一体。

产业功能定位上，紫竹高新区以集成电路与软件、新能源、航空、数字内容、新材料和生命科学等六大类产业作为主导产业；服务功能方面，紫竹高新区为进入高新区的科研人员和国内外高科技人才提供科技创新的服务；孵化功能方面，紫竹高新区主要利用上海交通大学、华东师范大学和高新区内科研机构的科研成果，建立完善的孵化体系和硬件设施，支撑科研成果产业化的转化；引资功能方面，紫竹高新区运用政府所赋予的优惠政策，依托高新区内形成的人才和科研优势，坚持科学的产业功能定位，形成产业链，最大限度地降低企业运行成本，重点吸引区域总部、研发中心、风险投资公司及高科技制造企业入驻，实现人才与产业集聚的放大效应；辐射功能方面，紫竹高新区形成具备向传统产业的辐射功能，为提升吴泾、闵行老工业基地的产业附加值和技术能级作出贡献；支撑区域内城市化建设、发展功能方面，随着紫竹高新区建设的推进，形成辐射效应，改善吴泾、老闵行地区的社会综合水平，与浦东新浦江镇建设形成互动。

园区吸引了中广核、国核等一批国家和市级重大项目落户，入驻有英特尔、微软、GE、可口可乐等世界 500 强公司研发中心和地区总部。截至 2017 年 6 月末，紫竹高新区入驻企业共有 1417 家，其中外资企业 189 家，内资企业 1,228 家；累计吸引合同外资约 31.60 亿美元，投资总额约达 62.01 亿美元，吸引内资约 274.68 亿元人民币。2014~2016 年，紫竹高新区分别实现税收总收入 41.64 亿元、50.77 亿元和 56.18 亿元，保持较快增长。2014~2016 年，紫竹高新区分别实现工业总产值 165 亿元、130

亿元和 114 亿元，同期，分别实现固定资产投资 14.78 亿元、8.94 亿元和 9.54 亿元。

2016 年园区内企业全年累计专利申请量约为 0.19 万件，其中发明专利占 91.8%；期末园区内企业从业人员 2.2 万人，其中大专以上学历占 82%，科研人员占 32.86%；R&D 经费支出达 51.85 亿元；有国家级企业技术中心或研发机构数 18 个，高新技术企业 60 家，世界 500 强企业地区总部 5 家。

政府支持方面，2010 年 3 月上海市闵行区人民政府、上海市闵行区吴泾镇人民政府和紫竹高新集团于签署《关于建设上海紫竹科学园区的框架协议》，上海市和闵行区在“十二五”和在“十三五”期间先后设立 46.25 亿元和 37.5 亿元的专项发展资金支持紫竹地区经济社会发展。2014~2016 年，紫竹高新区分别收到政府扶持资金 13.65 亿元、15.14 亿元和 17.00 亿元，呈逐年增长趋势。

总体来看，紫竹高新区在上海市功能定位明确，税收收入保持快速增长，招商引资情况较好，未来具备一定的发展空间。

竞争优势

公司在国内饮料塑料包装行业处于寡头垄断地位

目前，我国软饮料生产商排名前三的是可口可乐、百事可乐及统一，三大厂商占我国软饮料市场 30% 以上的市场份额，而公司子公司上海紫江企业集团股份有限公司（以下简称“紫江企业”，股票代码“600210”）是三大厂商在国内最主要的 PET 瓶供货商，系饮料塑料包装市场双寡头之一。

紫江企业与可口可乐、百事可乐、统一签订的合作期限均在 5~10 年，主要采用设备连线生产¹和固定回报模式²的合作方式，合作情况较为稳定，

¹ 设备连线生产是指吹瓶企业与灌装企业签订合作协议，双方通过自动传输的方式将各自的吹瓶系统和饮料灌装系统联成一体；并且合作双方从计划安排到每道工序的实施均协同一致，以保证双方的生产管理效率最优化，从而较大幅度的降低吹瓶企业的加工成本和灌装企业的采购成本，以达到双赢的一种合作模式。

² 固定回报模式是指公司根据下游客户需求添置产能，客户需保证该产能每年最低回报率的一种合作模式，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

公司寡头垄断的行业地位将长期维持，且由于公司治理体系完善、管理高效，近年来市场份额逐渐扩大，业务发展情况较好。

政府的大力支持

作为紫竹高新区的建设投资主体，上海紫竹高新区（集团）有限公司（以下简称“紫竹高新集团”）获得了上海市人民政府的大力支持。具体来看，根据上海市闵行区人民政府、上海市闵行区吴泾镇人民政府和紫竹高新集团于 2010 年 3 月签署的《关于建设上海紫竹科学园区的框架协议》，紫竹高新区内企业所缴纳的市、区两级税收收入扣除其出口退税超基数地方负担部分后，列入上海市和闵行区两级政府预算，建立专项资金通过紫竹高新区管委会划拨给紫竹高新集团。2011 年 7 月，各方对上述协议签订了补充协议，同时根据《关于印发〈上海紫竹高新技术产业开发区专项发展资金使用和管理办法〉的通知》（沪财预[2011]81 号），上海市和闵行区在“十二五”期间共同设立 46.25 亿元的专项发展资金，其中闵行区与吴泾镇出资 27.75 亿元（2013~2017 年）；继续执行每年区级地方收入全返还政策；对于 2013~2017 年紫竹高新区取得收入超过上海市规定的专项发展资金区级匹配部分，闵行区将通过建立专项资金方式用于支持大紫竹地区经济社会发展；对于研发一、二期及紫竹半岛六类用地出让金的取得净收益，继续实行建立专项资金的办法，支持高新区基础设施和公共配套建设。2016 年 9 月，上海市财政局、上海市发展和改革委员会、上海市科学技术委员会、闵行区人民政府共同印发《关于印发〈上海紫竹高新技术产业开发区专项发展资金使用和管理办法〉的通知》（沪财预【2016】146 号），为进一步支持紫竹高新区在上海建设具有全球影响力的科技创新中心工作中发挥重要作用，上海市设立“上海紫竹高新技术产业开发区专项发展资金”（以下简称“专项资金”）。

确定，若生产产值低于最低回报，客户会就差额予以补偿；如客户在合同约定合作期间终止合作，客户则应该按照固定资产净值购回设备等。采取固定回报合作模式，加强了合作紧密程度和稳定性，保证了产能投资的最低年回报，一定程度上可使公司避免生产线开工不足、原材料价格波动等经营风险和投资风险。

专项资金由上海市政府和闵行区政府共同设立，在“十三五”期间共同设立 37.5 亿元的专项资金，其中上海市财政安排 15 亿元，闵行区财政安排 22.5 亿元。专项资金主要用于：一是为园区内符合条件的企业提供财政贴息；二是用于维持园区正常运营，这部分资金归属于紫竹高新集团（计入主营业务收入）；三是用于补贴入园企业，由园区管理委员负责管理转拨需扶持企业；四是对紫竹高新集团的专项补贴（极少量），计入营业外收入。专项资金中，归属入园企业、园区财政贴息及归入公司主营业务收入的比例早期约为 5: 2: 3，随着园区的深入发展及招商引资的推进，对入园企业的资金扶持比例最终将稳定在 30% 左右。2014~2016 年及 2017 年上半年，紫竹高新区分别收到政府扶持资金 13.65 亿元、15.14 亿元、17.00 亿元和 10.90 亿元，逐年增长。2016 年及 2017 年上半年政府扶持资金中归属于紫竹高新集团的金额分别为 10.12 亿元和 6.82 亿元。

总体来看，紫竹高新集团在资金和政策等多方面得到了各级政府的支持。

业务运营

公司是国内饮料塑料包装行业的龙头企业之一，拥有优质客户资源，行业地位稳固。目前公司形成了以饮料包装业务为核心，商贸物流、房地产、园区开发、房屋租赁和仪器仪表等业务为重要补充的业务格局。受公司房地产业务收入大幅波动影响，近年公司整体业务规模亦呈波动趋势，2014~2016 年公司营业总收入分别为 112.58 亿元、99.30 亿元和 116.79 亿元。从 2016 年收入构成来看，饮料包装业务、商贸物流业务、房地产业务是公司收入主要来源，2016 年公司饮料包装业务实现收入 56.64 亿元，同比增长 4.81%，占营业务总收入的比重为 48.50%；商贸业务实现收入 23.04 亿元，同比下降 4.96%，占公司营业总收入的 19.73%；房地产业务实现收入 20.55 亿元，同比大幅增加 723.74%，占公司营业总收入的 17.59%，主要系当年紫竹半岛房地产销售收入大幅增长所致。

表 2：2014~2017.H1 公司各板块业务收入构成

单位：亿元、%

板块	2014		2015		2016		2017.H1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
饮料包装	53.51	47.53	54.04	54.42	56.64	48.50	28.59	56.88
仪器仪表	1.19	1.06	0.95	0.96	0.96	0.83	0.37	0.73
商贸物流	26.27	23.34	24.24	24.42	23.04	19.73	12.24	24.35
园区开发	4.87	4.32	5.01	5.05	4.35	3.73	3.12	6.21
房地产	15.57	13.83	2.49	2.51	20.55	17.59	0.00	0.00
房屋租赁	2.46	2.18	2.72	2.74	3.23	2.77	2.07	4.13
其他	8.71	7.74	9.85	9.91	8.01	6.86	3.87	7.70
合计	112.58	100.00	99.30	100.00	116.79	100.00	50.27	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

饮料包装业务

饮料包装业务是紫江集团的传统产业和核心业务，主要由子公司紫江企业经营。截至 2017 年 6 月末，紫江企业注册资本 151,674 万元，紫江集团对其持股比例为 27.06%。该业务系紫江集团主要的收入和利润来源，其产品涵盖 PET 瓶及瓶胚、皇冠瓶盖、塑料彩印、标签、薄膜、防盗盖等十几种类别，并延伸至饮料灌装业务。近年来，随着居民收入和消费水平的提高，饮料消费总量持续扩大，公

司包装业务规模稳中有增。2014-2016 年及 2017 年上半年公司饮料包装业务收入分别为 53.51 亿元、54.04 亿元、56.64 亿元和 28.59 亿元。

2016 年，紫江企业生产的 PET 瓶及瓶坯、皇冠盖及标签、喷铝纸及纸板、薄膜、塑料防盗盖、彩色纸包装印刷和饮料 OEM 这 7 项产品收入分别为 12.45 亿元、9.25 亿元、3.46 亿元、4.02 亿元、5.20 亿元、11.79 亿元和 9.54 亿元，同比分别增加

4.62%、-7.83%、4.92%、10.09%、-0.81%、6.28% 和 21.30%。

表 3: 2014~2017.H1 饮料包装业务主要产品销售收入及毛利率

单位: 万元、%

产品	2014		2015		2016		2017.H1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
PET 瓶及瓶胚	132,967.70	26.85	118,992.41	31.95	124,484.21	33.50	63,948.99	28.98
皇冠盖及标签	106,049.01	14.76	100,356.63	14.90	92,499.82	15.65	49,181.87	12.77
喷铝纸及纸板	27,545.28	23.23	33,008.37	25.16	34,631.61	26.54	14,654.20	25.56
薄膜	34,901.37	5.06	36,505.90	6.51	40,187.97	10.68	21,529.45	15.19
塑料防盗盖	54,295.88	21.56	52,419.64	24.57	51,992.66	24.07	27,235.18	23.86
彩色纸包装印刷	111,633.74	18.59	110,949.28	18.78	117,921.88	21.65	59,402.75	23.02
饮料 OEM	58,893.53	23.26	78,650.31	28.32	95,400.28	24.88	44,884.49	31.31
合计	526,286.51	20.08	530,882.54	22.54	557,118.43	23.59	280,836.93	23.52

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 4: 饮料包装业务主要产品产能及产销情况

项目名称		2014	2015	2016	2017.H1
PET 瓶	生产线(条)	50	48	48	45
	产能(亿只/年)	111.40	110.50	111.80	73.60
	产量(亿只)	36.36	35.13	38.11	19.80
	销量(亿只)	36.48	35.13	33.57	18.02
PET 瓶坯	生产线(条)	82	84	86	85
	产能(亿只/年)	113.00	118.20	121.10	107.30
	产量(亿只)	91.38	97.13	109.25	61.41
	销量(亿只)	85.05	96.82	103.72	64.95
饮料 OEM	生产线(条)	12	14	18	18
	产能(亿瓶/年)	16.33	18.31	25.10	25.10
	产量(亿瓶)	11.06	13.19	16.10	7.04
	销量(亿瓶)	11.08	13.15	16.10	7.03
皇冠盖	生产线(条)	17	17	17	14
	产能(亿只/年)	229.00	249.00	249.00	212.00
	产量(亿只)	190.43	184.41	185.11	94.05
	销量(亿只)	189.61	183.17	185.29	92.83
彩色纸包装印刷	生产线(条)	13	13	13	15
	产能(亿印/年)	4.60	4.60	5.70	6.40
	产量(亿印)	4.69	4.37	4.88	2.66
	销量(亿印)	4.64	4.33	4.83	2.64
标签	生产线(条)	15	15	15	14
	产能(亿米/年)	7.79	7.79	7.79	10.91
	产量(亿米)	5.85	5.95	4.45	2.06
	销量(亿米)	5.79	5.89	4.90	1.94
塑料防盗盖	生产线(条)	42	43	45	46
	产能(亿只/年)	155.60	154.45	162.60	167.10
	产量(亿只)	114.29	115.62	123.42	64.87
	销量(亿只)	115.66	116.11	123.49	63.49
喷铝纸及纸板	生产线(条)	-	-	-	-
	产能(亿只/年)	12,506.00	12,506.00	12,506.00	12,506.00
	产量(亿只)	9,446.00	12,290.05	11,737.00	5,343.00
	销量(亿只)	9,375.00	11,481.66	12,433.00	5,095.00
薄膜	生产线(条)	11	11	11	8
	产能(亿只/年)	4.78	4.78	4.78	2.18
	产量(亿只)	1.88	1.95	1.93	0.88
	销量(亿只)	1.76	2.05	2.05	0.89

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

PET 瓶及瓶坯

公司生产的 PET 瓶及瓶坯主要应用于饮料行业，主要客户包括可口可乐、百事可乐、统一等大型饮料企业。通过采取设备连线生产、固定回报合作模式和合资办厂等方式，公司与主要客户保持了较为稳定的长期战略合作关系。此外公司还与恒大冰泉、昆仑山、康师傅、达能和西藏冰川矿泉水等饮料品牌建立了合作关系。2015~2016 年，PET 瓶及瓶坯业务中采用固定回报模式的销售收入分别为 6.98 亿元和 7.66 亿元，占该业务总收入的 58.66% 和 61.55%。

产能布局方面，为加深与核心客户的合作关系、加快订单响应速度，公司依核心客户产能扩张情况而配备产能，并在核心客户新增产能地区就近新建生产线。近年来，下游饮料企业部分消费需求从 PET 瓶转换为 PET 瓶坯，公司逐步扩张 PET 瓶坯产能，PET 瓶坯产销量逐年扩大，并一定程度上促进 PET 瓶及瓶坯业务盈利能力的提升。截至 2017 年 6 月末，紫江企业拥有 45 条 PET 瓶生产线，产能达到 73.6 亿只/年，其中 18 条线与“百事可乐”实现直接连线生产，13 条线与“可口可乐”实现直接连线生产，由于饮料销售具有较强的季节性，且部分产能进行连线生产（无法在产线闲置时生产其他品牌产品），致使 PET 瓶生产线产能利用率较低，2014~2016 年产能利用率分别为 32.64%、31.79% 和 34.09%；同期末，公司拥有 85 条 PET 瓶坯生产线，产能达到 107.3 亿只/年，2014~2016 年 PET 瓶坯产能利用率分别为 80.87%、82.17% 和 90.21%。

公司 PET 瓶及瓶坯的原材料主要为 PET 片，原材料以公司自购为主，部分由下游客户自主采购，公司仅提供加工服务。近年来原油价格波动较大，来料加工业务比重的上升，一定程度上减轻了公司的成本控制压力。

饮料 OEM 业务

公司积极拓展饮料 OEM 业务，主要为非碳酸饮料代工业务，主要客户为可口可乐、百事可乐、达能和统一等，均采用固定回报合作模式。2014~2016 年及 2017 年上半年，饮料 OEM 业务销

售收入分别为 5.89 亿元、7.87 亿元、9.54 亿元和 4.49 亿元。

公司提供饮料代灌装服务，主要针对热灌装饮料和饮用水。饮用水由客户提供品牌，公司负责原材料矿泉水及包装瓶的采购和灌装，而热灌装饮料由客户提供品牌和饮料浓缩液，公司仅负责产品加工（勾兑及灌装）。生产方面，饮料 OEM 业务主要采取连线生产模式，由于饮料消费季节性明显，为满足饮料消费旺季的产能需求，公司对产能进行最大化配备，致使产能利用率较低。随着业务拓展和产能布局的逐步推进，公司饮料 OEM 业务规模和产销量实现稳步增长，但由于该业务仍处于扩张期间，使得整体毛利率呈现一定波动，2014~2016 年及 2017 年上半年饮料 OEM 业务毛利率分别为 23.26%、28.32%、24.88% 和 31.31%。

皇冠盖及标签

紫江企业为国内最大的皇冠盖供应商，其皇冠盖产品占国内市场份额的 30%，主要用于玻璃瓶装的酒类和饮料业。公司是华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒和哈尔滨啤酒等国内主要啤酒厂商的重要供应商，且经持续拓展下游客户，现已成为喜力、三得利等国际啤酒品牌的主要供应商。皇冠盖销售订单获取方面，公司通过参加皇冠盖采购商举行的市场招投标获取订单并确定产品价格，市场招投标举办周期为一年。同时，公司也是国内规模较大的标签生产企业之一，公司标签产品主要包括聚氯乙烯热收缩薄膜标签、膜内标签、不干胶标签、绕贴标签、高透明聚乙烯热收缩印刷膜和卫生用品包装等，主要用于啤酒及饮料行业。

产能方面，截至 2017 年 6 月末公司共有 14 条皇冠盖生产线，年生产能力达 212 亿只，14 条标签生产线，年生产能力达 10.91 亿米。皇冠盖及塑料标签业务均采用连线生产模式，2014~2016 年皇冠盖产能利用率分别为 83.16%、74.06% 和 74.34%，标签产能利用率分别为 75.10%、76.38% 和 57.12%。

近年皇冠盖业务发展较为平稳，产销量较为稳定；但随着饮料行业增速持续放缓，部分饮料企业着手完善产业链，设厂自主生产标签，下游需求的减少，致使公司标签业务产销量持续下降，从而使

得皇冠盖及标签业务收入呈下滑趋势。2014~2016年及2017年,公司该业务分别实现收入10.60亿元、10.04亿元、9.25亿元和4.92亿元。

彩色纸包装印刷、塑料防盗盖等包装产业链

彩色包装纸印刷应用面较广,市场空间较大,竞争较为激烈。公司主要客户包括肯德基、麦当劳、必胜客等大型连锁快餐企业和联合利华、雀巢等国际快销品公司。近年公司该业务实现稳定发展,产销量较为稳定,其中2016年产能实现扩张,带动公司产销量小幅增加,2014-2016年及2017年该项业务分别实现收入11.16亿元、11.09亿元、11.79亿元和5.94亿元。

公司生产的塑料防盗盖主要用于PET碳酸及非碳酸类饮料瓶的一次性密封盖,客户主要为可口可乐公司、百事可乐、统一和达能等饮料生产企业。近年公司塑料防盗盖业务产销较为稳定,2014-2016年及2017年上半年塑料防盗盖业务分别实现收入5.43亿元、5.24亿元、5.20亿元和2.72亿元,保持平稳状态。

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,公司产能布局保持稳定,近三年产销量明显上升,随着产销量的持续扩大,摊薄了固定成本,单位产品获利空间增大。2014~2016年及2017年上半年,喷铝纸及纸板业务分别实现收入2.75亿元、3.30亿元、3.46亿元和1.47亿元,呈稳步增长趋势;同期,毛利率分别为23.23%、25.16%、26.54%和25.56%。

原材料采购方面,公司塑料防盗盖、彩色纸包装印刷和喷铝纸及纸板业务的原材料均由相关事业部集中采购,公司与各大主要供应商建立了长期合作的关系,原材料供应较为稳定。在销售定价方面,公司采用加工费加原料的定价模式,定价周期为一个季度。

薄膜

公司薄膜业务主要由紫江企业旗下子公司上海紫东薄膜材料股份有限公司(以下简称“紫东薄膜”)、上海紫江新材料科技有限公司(以下简称“紫江新材料”)、上海紫华企业有限公司和上海紫东化工材料有限公司运营,主要产品包括PET膜、铝

塑膜、PE膜及PA膜,其中紫东薄膜持续亏损,已于2017年初被关停。随着薄膜行业整体产能过剩,公司逐步将重点向工业用膜转型,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,目前已经通过部分客户认证,有望打破日本企业的垄断。截至2016年末,公司已有长期批量客户69家,铝塑膜业务进入快速发展阶段。亏损子公司的处置和铝塑膜业务的快速发展,推动公司薄膜业务稳步发展,毛利率呈上升趋势。

总的来看,下游行业销售的季节性致使公司产能利用率较低,但公司产销结构合理,市场需求量较为稳定,寡头垄断格局使得公司业务平稳发展。

商贸物流

公司商贸物流业务主要由紫江企业下属上海紫江商贸控股有限公司(以下简称“紫江商贸”)及公司子公司上海紫江国际贸易有限公司(下称“紫江国贸”)经营。紫江国贸从事进出口贸易,经营产品涉及化工产品、医疗产品和包装材料等;紫江商贸从事零售批发业务,主要经营商品为食品。

紫江商贸主要通过渠道商直接从厂家进货,然后布货给下游的零售终端(商场等),从厂商及零售终端获取渠道费、差价以及品牌产品的区域销售代理等方式盈利。2010年下半年以来,为积累渠道资源,紫江商贸以服务零售终端为重点进行业务拓展,截至2017年6月末,商贸板块已在江苏和浙江建立20家子公司(分公司),拥有仓储面积5.9万平方米,各式配送车辆151辆,物流配送人员279人,建立终端9,788家,合作品牌(厂家)超过300个。未来紫江商贸将继续通过收购周边省内商贸物流企业来完善商贸物流网络,进一步增强渠道控制力。

紫江国贸盈利模式为通过经营和代理各类产品的进出口业务及咨询获得的相关价差及收费。目前,紫江国贸的国外客户主要分布于欧洲、美洲、埃及、尼日利亚、韩国、日本及东南亚等多个地区和国家,所涉及的进出口产品主要有化工产品及原料、医疗器械、机械设备及零件、包装材料、塑料制品、建筑材料、家居装潢等。

表5：2016年公司商贸物流板块前五客户及供应商情况

客户/供应商名称	销售额/采购额（元）	占板块年度销售/采购总额比例（%）
客户		
杭州联华华商集团有限公司	207,580,742.79	8.64
上海复星医疗系统有限公司	80,727,409.96	3.36
杭州天天物美商业有限公司	67,212,479.85	2.80
上海嘉维精细化工销售中心	42,503,223.32	1.77
SPX HYDRAULIC TECHENILIGIES	39,867,381.33	1.66
合计	437,891,237.25	18.23
供应商		
大昌洋行（上海）有限公司	251,697,276.22	12.14
费列罗贸易（上海）有限公司	175,656,595.98	8.48
内蒙古伊利实业集团股份有限公司	104,232,308.64	5.03
玛氏食品（中国）有限公司	101,781,416.31	4.91
惠氏（上海）贸易有限公司	71,529,073.49	3.45
合计	704,896,670.64	34.01

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年，全球经济增速放缓，公司逐渐减少高风险、低毛利的纯进出口代理业务，公司商贸物流业务规模逐年缩减，毛利率则呈小幅上升态势。2014~2016年及2017年上半年，公司商贸物流业务收入分别为26.27亿元、24.24亿元、23.04亿元和12.24亿元；同期，毛利率分别为5.75%、6.49%、6.78%和7.16%。

园区开发及房屋租赁

公司子公司紫竹高新集团系紫竹高新区内的建设开发及运营主体，主要负责区内的基础设施建设、土地一级开发以及配套设施建设。截至2017年6月末，紫竹高新集团注册资本和实收资本均为25亿元，其中紫江集团持股比例为50.25%，上海联和投资有限公司、紫江企业、上海交大产业投资管理（集团）有限公司、上海市闵行资产投资经营有限公司、上海吴泾经济发展有限公司和上海交通大学教育发展基金会分别持股20%、4.75%、2.5%、10%、10%和2.5%。2014~2016年及2017年上半年紫竹高新集团分别实现营业收入22.65亿元、10.61亿元、28.56亿元和6.43亿元，主要包括园区开发、房屋租赁和房地产开发收入等。

目前紫竹高新集团开发和运营园区获得的收入主要来源于四个部分：一是园区土地批租收入（根据相关政策，土地出让收入的70%由区财政返还用于弥补公司土地开发成本），随着园区内未开发土地资源的日益减少，入园企业的门槛标准不断提高，土地批租速度减慢。受此影响，2014年园区内土地出让规模仅为15.66亩，当年紫竹高新集团获得土地出让收入返还949.09万元，2015年及2016年，园区内未发生土地出让；二是专项发展基金收入及产业发展服务收入；三是公司对入驻企业提供的相关基础设施服务及人力资源服务等取得的收入，规模较小；四是为入驻企业提供办公场所收取的租金、物业管理等服务收入。

表6：2014~2017.H1紫竹高新集团开发和运营园区收入

时间	土地批租收入	专项发展基金收入及产业发展服务收入	单位：亿元	
			提供的相关基础设施服务及人力资源服务等取得的收入	提供办公场所收取的租金、物业管理等服务收入
2014	0.09	4.71	0.23	2.12
2015	-	5.01	0.74	2.34
2016	-	4.35	0.82	2.83
2017.H1	-	3.12	1.83	1.48

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

紫竹高新集团可租赁资产主要为数码港与创意港项目的办公楼，合计可出租面积为 220,477.39 平方米，截至 2017 年 6 月末，已出租面积 173,647.9 万平方米，出租率为 78.76%。此外，随着紫竹网络视听产业基地建设的逐步推进及相关资产转固，紫竹高新集团可租赁资产实现增长，该项目总建筑面积为 363,870.92 平方米，截至 2017 年 6 月末，已竣工转固面积 185,962.8 平方米，可出租面积 74,873.86 平方米，已签约出租面积 34,468.00 平方米。随着该项目的逐步投入运营以及建设网络视听产业基地的建成，未来该项目有望成为公司的另一利润来源。

2014~2016 年及 2017 年上半年紫竹高新集团分别获得园区开发业务收入 4.87 亿元、5.01 亿元、4.35 亿元和 3.12 亿元；同期分别获得租赁业务收入 2.12 亿元、2.34 亿元、2.83 亿元和 1.48 亿元（同期紫江集团获得房屋租赁业务分别实现收入 2.46 亿元、2.72 亿元、3.23 亿元和 2.07 亿元，部分房屋租赁收入来自公司旗下其他子公司）。

目前紫竹高新区内的基础设施建设基本完成，未来紫竹高新集团将更多地投资于楼宇经济。截至 2017 年 6 月末，公司主要在建工程预计投资总额为 41.65 亿元，主要为紫竹高新区的相关项目，截至 2017 年 6 月末，公司已完成投资 26.70 亿元，2017

年-2019 年拟投入 6.20 亿元、5.00 亿元和 4.59 亿元，未来存在一定资本支出压力。

仪器仪表业务

公司的仪器仪表业务主要由控股上市子公司上海威尔泰工业自动化股份有限公司（以下简称“威尔泰”）经营。威尔泰是国内领先的仪器仪表生产厂商，主要产品包括压力变送器、电磁流量计和调节阀，适用领域主要集中于传统工业领域，下游客户所处行业主要为石油化工、冶金、电力等。受下游行业产能过剩、景气度下滑影响，威尔泰各产品产销量均呈下降趋势，业务收入下滑，2014~2016 年及 2017 年上半年威尔泰营业总收入分别为 1.23 亿元、0.98 亿元、1.00 亿元和 0.38 亿元。面对上述市场环境的变化，2016 年威尔泰确定将未来市场开拓的重心转移至水利工程、供水管网改建、污水处理及供热供暖等市政、环保、民生相关行业。为了配合市场开拓的步伐，公司将研发方向放在了电磁式水表及热量表等适用于民生领域的产品上。

总体来看，威尔泰传统市场景气度下滑，致使主要产品产销量以及营业收入总体呈现下滑态势，公司逐步将市场开拓和研发重心转移至适用于民生领域的产品上，中诚信证评将持续关注后续业务发展情况。

表 7：2014~2017.H1 威尔泰主要产品产能及产量情况

名称	2014			2015			2016			2017 年 1~6 月		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
压力变送器	80,000	48,091	47,955	80,000	40,616	38,148	80,000	48,733	49,535	40,000	27,258	21,305
电磁流量计	8,500	4,752	4,690	8,500	4,183	4,113	13,000	4,422	4,390	9,000	2,283	1,835
调节阀	5,000	2,285	3,129	5,000	2,233	2,817	2,500	609	1,376	750	131	211
其他仪器仪表	7,000	6,707	6,649	7,000	5,587	5,304	7,000	5,010	5,037	3,500	1,999	1,449
合计	100,500	61,835	62,423	100,500	52,619	50,382	102,500	58,774	60,338	53,250	31,671	24,800

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

房地产开发业务

房地产业务方面，公司目前运营项目包括紫竹半岛、紫晶南园和佘山晶园。其中：1、紫竹半岛，系紫竹高新园区内的配套居住项目，分三期开发，规划建设高层小户型公寓和多层复式公寓。项目用地总面积 1,035 余亩（土地出让金 11.87 亿元），

其中一期项目规划用地 350 亩，总建筑面积约 43.80 万平方米，分 A、B、C 三个区块建设，截至 2017 年 6 月末 A 区已基本完建，B 区和 C 区处于在建阶段。具体来看，A 区项目建筑面积 13.81 万平方米，项目计划总投资 20.00 亿元，已完成投资 19.80 亿元，目前住宅已售罄，仅余部分车库未售，回笼资

金 28.30 亿元。B 区建筑面积 19.67 万平方米，计划总投资 21.00 亿元，已投资 16.92 亿元，累计回笼资金 27.16 亿元。C 区计划总投资 6.89 亿元，已投资 1.85 亿元，尚未对外销售。2、紫晶南园，项目规划用地 262 亩，分两期开发，由于项目开工时间较早，目前项目一、二期均已完工售罄，仅余一期南块的 99 亩土地尚未开发。3、佘山晶园，项目位于上海佘山国家旅游度假区，占地面积 1,025 亩，合计建筑面积 13.20 万平方米，规划建设 300 余幢别墅，计划分四期开发。项目计划总投资 28.79 亿元，其中土地出让金 6.48 亿元。具体来看，项目一、二期分别投资 3.65 亿元和 4.14 亿元，目前已完工售罄，分别回笼资金 8.27 亿元和 10.56 亿元；项目

三期于 2009 年 3 月开工建设，占地面积 294 亩，建筑面积 3.92 万平方米，规划建设 112 套别墅，计划投资 9 亿元，目前已投资 6.85 亿元，可售面积 15,523.50 平方米，已售面积 7,296.4 平方米，资金回笼 5.38 亿元。

总体来看，公司紫竹半岛项目定位较好，符合园区内消费群体主流需求，随着 2016 年房地产行业回暖，整体销售情况较好，去化压力较小；佘山晶园项目规划建设别墅，整体定位较为高端，2015 年以来，公司别墅成交情况下滑明显，在现有市场环境下，项目开发进度有所减慢。公司未来房地产业务主要完成现有地块的开发和房产销售。

表 8：截至 2017 年 6 月末，公司房地产项目开发情况

项目	佘山晶园 一期	佘山晶园 二期	佘山晶园 三期	佘山晶园 四期	紫竹半岛 一期 A 区	紫竹半岛 一期 B 区	紫竹半岛 一期 C 区	紫晶南园 一期南块
完工情况	完工	完工	在建	未开工	完工	在建	在建	未开工
土地面积 (亩)	244.00	155.00	294.00	332.00	107.00	186.00	57.00	99.00
建筑面积 (平方米)	27,792.00	20,734.00	39,165.00	44,289.00	138,141.00	196,729.73	103,098.53	-
房屋/别墅 套数(套)	63	62	112	-	936	1,252	270	-
计划总投资 (万元)	36,530.00	41,381.00	90,000.00	120,000.00	200,000.00	210,000.00	68,921.00	-
已投资 (万元)	36,530.00	41,381.00	68,562.50	34,662.40	198,016.00	169,209.20	18,500.00	-
建设周期	2001.01- 2005.06	2007.09- 2008.12	2009.03- 2018.12	未定	2008.6- 2016.12	2015.1- 2018.12	2016.12- 2020.12	-
预售时间	2005.02	2008.04	2010.06	-	2010.02	2016.03	-	-
可售面积 (平方米)	27,792.00	30,734.00	15,523.50 (15,523.50 平方米是指 H 块(44 套); G 块未开工)	-	-	-	-	-
已售面积 (平方米)	27,810.00	20,488.00	7,296.40	-	10,6289.48 (含车库 20,958.3)	65,412.82	-	-
累计回笼资 金(万元)	82,735.00	105,568.00	53,777.00	-	283,040.33 (含车库 9,821.3)	271,607.23	-	-

注：建筑面积为预测面积，已售面积按实测面积，存在一定误差。
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

发展规划

包装制造业方面，公司未来将在保持自身所掌控的资源和优势的同时，加快集团经营发展模式的转型，重点培育和发展以食品饮料生产和包装、商贸物流和零售超市为代表的大消费全产业链；并且

逐步建立适合商贸物流的管理体系，实现企业现金流的平衡。

园区经营方面，随着紫竹高新区升级国家级高新区后，公司逐步确立楼宇不动产租赁收入为主，财政奖励收入、股权投资收入和地产开发收入为辅

的赢利模式框架。同时，公司将积极探索除了利用战略、资本及预算外，还利用文化、品牌纽带去联结每个企业，树立紫江品牌，为下一步区域和行业扩展和复制、对外资本市场收购兼并，以及紫江品牌公共传播打下坚实基础。

公司管治

公司治理

公司建立了股东会、董事会、监事会和经营层等完备的法人治理结构。公司股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。股东会会议由股东按照出资比例行使表决权；公司董事会由 9 人组成，董事由股东推选，经股东会选举产生。董事会设董事长 1 人，副董事长 2 人，常务董事 2 人，董事长和副董事长由董事会选举产生。董事会决议的表决，实行一人一票。监事会由股东代表 2 人和职工代表 1 人组成，职工代表由公司职工民主选举产生。公司现有 4 名高级管理人员，分别担任总裁、执行副总裁、行政副总裁、副总裁一职。公司内设公共关系部、战略研究部、投资部、法律事务部、人力资源部、总裁办公室及财务部等“六部一室”。

内部管理

在企业内部控制方面，公司在组织架构上根据发展战略需要，形成了适合企业特点的资源配置机制、程序机制、治理与监督机制以及授权与决策机制。公司董事会与经营者、母公司与子公司之间建立了明确的“责、权、利”关系，形成了决策权、监督权和经营权的分离和相互制衡。

财务管理上，企业内部建立了较为健全的财务管理内控制度。公司根据《会计法》、《上海市会计基础工作规范》的要求以及公司业务的需要，设立财务部，进行会计核算和开展财务工作。财务部组织编制预算，审核各项财务经济指标，并运用各种会计资料，开展经济活动分析。财务部随时掌握公司内部资金调配方案和资金结余状况，及时编制信贷计划、办理信贷业务，以保障公司各项资金调配平衡。内控体系内容涉及会计机构设置和财务人员职责、会计核算工作规定、现金核算与管理规定、资金使用与审批规定、集团费用报销制度、固定资

产管理制度、财务报表管理制度、财务报表分析制度、会计档案管理制度、税务管理制度及集团内部控制制度工作原则等一系列共计 20 余项财务管理制度及其他相关管理制度。

投资管理方面，公司制定了《紫江集团投资管理制度》，管理公司及下属子公司的各类股权投资、购置固定资产（不含乘用车辆）、购置无形资产等行为。公司对投资活动的管理实行授权审批管理制度，即各级审批机构拥有不同的审批权限，在权限范围内履行各自的审批权利，并对其审批行为负责。对于各类股权投资，单项投资金额在 10 亿元以下的项目由公司总裁决定，单项投资金额在 10-15 亿元的项目提交董事会审议决定，单项投资金额在 15 亿元以上的项目在提交董事会审议的基础上，提交股东大会审议决定。

总体来看，公司建立了较为规范的法人治理结构，内部管理制度比较健全，为公司发展提供了有力支持。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年度财务报告以及未经审计的 2017 年半年财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。公司子公司上海紫竹半岛地产有限公司分期开发现有土地，各期房产开发成本中除包括可直接认定的直接成本（土地成本、基础设施费、建安成本等）外，还包括需在各期房产间合理分摊的间接成本（滨江改造费、教育配套费等）。2015 年因对间接成本分摊口径发生变化，故对已交付的一期 A 区高层项目的历年已确认成本进行追溯调整。重述当期合并财务报表的期初数（上年数），重述的主要影响为：存货增加 2.43 亿元、固定资产增加 0.94 亿元、递延所得税资产增加 0.19 亿元、应交税费增加 0.90 亿元、未分配利润增加 1.46 亿元、少数股东权益增加 1.20 亿元、营业成本减少 3.49 亿元、营业利润和利润总额增加 3.45 亿元、净利润增加 2.72 亿元、归属于母公司所有者权益的净利润增加 1.50 亿元、少数股东损益增加 1.23 亿元，中诚信证评以下财务分析采用调整后的数据。

资本结构

近三年，公司主要业务板块发展较为平稳，公司资产规模基本保持稳定。2014~2016 年末，公司总资产分别为 235.11 亿元、231.28 亿元和 235.83 亿元。同期，公司所有者权益分别为 66.03 亿元、69.01 亿元和 72.76 亿元，受益于近年较好的盈余积累，公司自有资本实力逐年提升；2014~2016 年末，公司负债总额分别为 169.08 亿元、162.27 亿元和 163.08 亿元，整体规模保持稳定。截至 2017 年 6 月末，公司总资产 243.09 亿元，同期公司负债总额为 167.81 亿元；随着利润的累积，所有者权益达到 75.29 亿元。

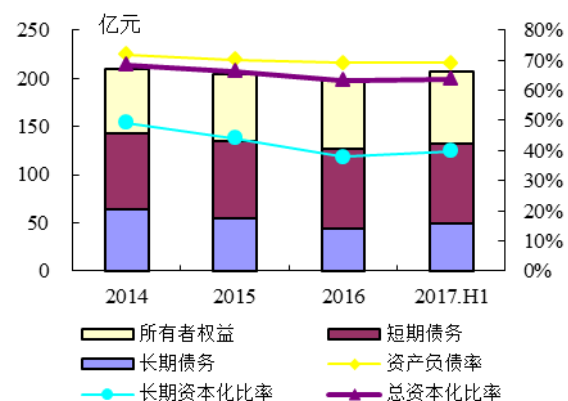
财务杠杆比率方面，2014~2016 年末，公司资产负债率分别为 71.92%、70.16% 和 69.15%；总资本化比率分别为 68.49%、66.26% 和 63.45%，公司财务杠杆比率处于较高水平，但呈逐年降低态势。截至 2017 年 6 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 69.03% 和 63.73%。

从资产结构看，公司资产以流动资产为主，2014~2016 年末，公司流动资产分别为 140.83 亿元、134.06 亿元和 137.30 亿元，分别占资产总额的 59.90%、57.97% 和 58.22%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，截至 2016 年末，上述三项在流动资产中占比分别为 22.99%、10.71% 和 59.29%。其中，货币资金规模为 31.57 亿元，主要为库存现金、银行存款和其他货币资金，其中受限金额为 0.39 亿元（系银行承兑汇票保证金、信用证保证金和保函保证金等），货币资金相对充足；存货规模为 81.41 亿元，存货除包含下属企业的原材料、在产品 and 生产制成品外，主要是子公司在紫竹高新区园区开发和房地产项目上的开发成本，尽管房地产市场调控政策的变化使公司房地产项目销售受到一定影响，存货周转速度较慢，但公司名下房产项目地段较佳，随着市场回暖公司存货跌价风险较小；同期应收账款为 14.70 亿元，应收账款逐年增长主要系公司日常业务开展所致，1 年以内的应收账款占总应收账款的 95.24%，已计提坏账准备 0.51 亿元。非流动资产方面，截至 2016 年末，公司非流动资产为 98.53 亿元，占总资产的比率为

41.78%。非流动资产主要由固定资产、在建工程、投资性房地产和可供出售金融资产构成，分别占比 42.91%、22.41%、15.80% 和 9.73%。其中固定资产主要是房屋建筑、机器设备和办公用品；在建工程主要是紫竹高新集团的在建工程。

从负债结构看，公司负债以流动负债为主，2014~2016 年末，公司流动负债分别为 104.41 亿元、107.02 亿元和 117.97 亿元，分别占负债总额的 61.75%、65.95% 和 72.34%，主要由短期借款、应付账款、预收账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成，截至 2016 年末，上述五项在流动负债中的占比分别为 22.33%、10.35%、12.68%、27.85% 和 17.06%。其中，短期借款主要是信用借款和保证借款；应付账款主要系应付货款；预收账款主要系预收房款和预收货款，2016 年公司预收账款同比增长 282.53%，主要系预收房款大幅增长所致；公司一年内到期的非流动负债为主要为一年内到期的长期借款和应付债券；其他流动负债主要为短期应付债券。同期末，公司非流动负债合计 45.10 亿元，占负债总额的比重为 27.66%，主要由长期借款和应付债券构成，占比分别为 85.29% 和 13.30%。

图 5：公司 2014 年~2017.H1 资本结构分析

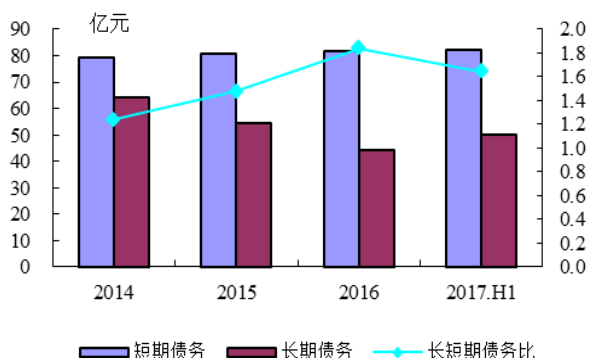


资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，随着有息债务的到期偿还，公司债务规模逐年减少，2014~2016 年末公司总债务分别为 143.53 亿元、135.51 亿元和 126.28 亿元。从债务期限结构看，公司短期债务占比较高，2014~2016 年末，公司长短期债务比分别为 1.24、1.48 和 1.84。截至 2017 年 6 月末，公司总债务为 132.30 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）

为 1.65 倍。总的来看，公司债务规模较大，且公司短期债务占比较高，债务期限结构有待改善。

图 6：公司 2014 年~2017.H1 债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，近年公司资产规模较为稳定，自有资本实力不断增强，财务杠杆比率呈逐年下降趋势，但杠杆比例整体仍处于较高水平，且以短期债务为主的债务结构使得公司面临着一定的短期偿债压力。

盈利能力

2014~2016 年，公司营业总收入分别为 112.58 亿元、99.30 亿元和 116.79 亿元。近年房地产板块收入的大幅波动，致使公司营业总收入呈波动趋势。

从收入构成来看，饮料包装业务是公司主要收入来源，2016 年该板块占营业总收入的比重为 48.50%，紫江企业饮料包装业务市场占有率居于行业领先，预计该板块收入将维持在较为稳定的水平。公司营业收入的其他部分来自于仪器仪表制造、紫竹高新区开发、房地产和商贸业务等。其中仪器仪表制造业务收入规模较小，但威尔泰已成功上市，且具备一定技术研发优势，近年受下游行业下行影响，仪器仪表收入出现下滑；公司房地产项目由于地理位置和品质较好，销售情况较好，但受项目开发周期影响，业务收入波动较大，2016 年紫竹半岛项目逐步实现销售，房地产收入大幅上升，达到 20.55 亿元；受实体零售行业低迷以及电商、移动购物等线上消费模式冲击影响，商贸物流收入近年来呈小幅下滑趋势，但收入规模仍维持在 20 亿元以上。2017 年上半年，公司实现营业总收入

50.27 亿元，同比增长 1.05%，公司业务实现稳定发展。

表 9：公司 2014~2017.H1 分板块毛利率情况

板块	单位：%			
	2014 毛利率	2015 毛利率	2016 毛利率	2017.H1 毛利率
饮料包装	20.18	22.40	23.42	23.59
仪器仪表	41.35	36.20	39.32	38.44
商贸物流	5.75	6.49	6.78	7.16
园区开发	85.23	89.72	90.72	100.00
房地产	37.62	36.70	36.94	-
房屋租赁	87.18	68.69	61.00	66.21
其他	24.63	19.18	24.86	29.77
合计	24.06	23.35	26.29	26.68

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从毛利率来看，2014~2016 年，公司综合毛利率分别为 24.06%、23.35% 和 26.29%。其中，饮料包装板块随着主要产品产能释放率的提升及亏损子公司的处置，毛利水平逐年有所提升；园区开发板块，根据园区的主业性质，部分发展基金进入园区营业收入（用于维持园区正常运营），与此相对应的主营业务成本较低，因此具有较高的毛利率，但由于在主营业务收入中占比较小，对总体毛利率水平拉动有限；房地产业务获利空间稳定在 36% 以上，但整体业务规模波动性较大，负面影响综合毛利的稳定性；此外，商贸业务板块毛利率在 6% 左右浮动。2017 年上半年，公司综合毛利率为 26.68%。

期间费用方面，2014 年~2016 年，公司期间费用合计金额分别为 17.46 亿元、19.34 亿元和 19.79 亿元，呈增长态势，占收入的比重分别为 15.51%、19.47% 和 16.94%。从三费构成看，公司三费以管理费用为主，主要是工资福利费用及折旧费用等，2014~2016 年，公司管理费用分别为 9.34 亿元、9.95 亿元和 11.06 亿元；同时，公司债务融资规模较大，财务费用相对较高，2014~2016 年，公司财务费用分别为 4.29 亿元、5.04 亿元和 4.23 亿元。总体来看公司三费收入占比保持较高水平，对利润形成一定侵蚀，公司期间费用控制能力有待加强。2017 年 1-6 月公司期间费用为 9.42 亿元，三费收入占比为 18.73%。

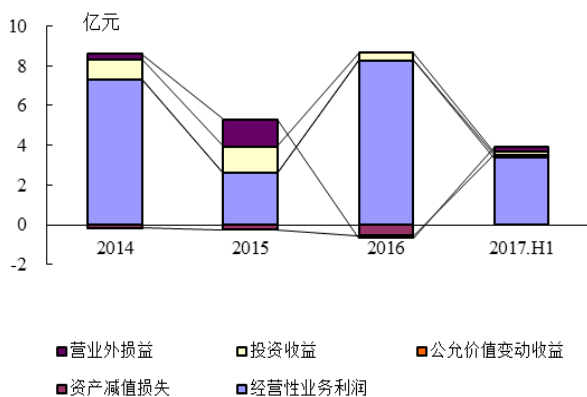
表 10: 公司 2014 年~2017.H1 期间费用情况

	单位: 亿元、%			
	2014	2015	2016	2017.H1
销售费用	3.83	4.34	4.50	2.22
管理费用	9.34	9.95	11.06	5.42
财务费用	4.29	5.04	4.23	1.77
三费合计	17.46	19.34	19.79	9.42
营业总收入	112.58	99.30	116.79	50.27
三费收入占比	15.51	19.47	16.94	18.73

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

公司利润总额主要来自经营性业务利润, 2014 年~2016 年, 公司利润总额分别为 8.44 亿元、5.06 亿元和 7.97 亿元, 其中经营性业务利润分别为 7.32 亿元、2.61 亿元和 8.26 亿元, 受房地产板块业务收入大幅波动影响, 近年来经营性业务利润亦呈大幅波动趋势。此外, 公司每年均能获得一定规模的投资收益和营业外损益, 2014~2016 年公司投资收益分别为 0.99 亿元、1.31 亿元和 0.38 亿元; 营业外损益主要系政府补助, 2014~2016 年, 公司营业外损益分别为 0.30 亿元、1.38 亿元和 -0.12 亿元。2017 年上半年, 公司经营性业务利润、投资收益和营业外损益分别为 3.38 亿元、0.15 亿元和 0.23 亿元, 实现利润总额 3.97 亿元。

图 7: 2014 年~2017.H1 公司利润总额构成分析



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司主要业务板块经营良好, 但公司三费占比较高, 未来费用控制能力值得关注。房地产收入的波动对公司营业总收入的影响较大。中诚信证评将持续关注公司房地产开发及销售情况。

偿债能力

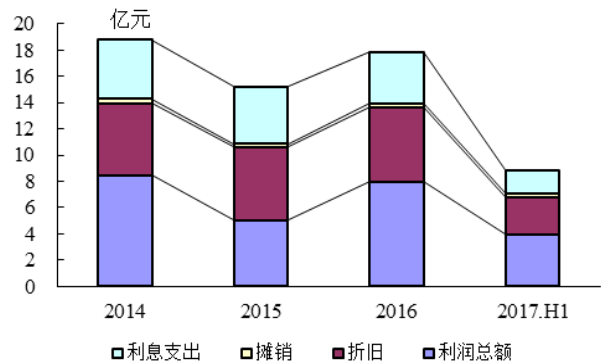
表 11: 2014~2017.6 公司部分偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017.6
总债务 (亿元)	143.53	135.51	126.28	132.30
EBITDA (亿元)	18.80	15.20	17.86	-
经营活动净现金流 (亿元)	19.68	13.08	37.24	2.96
总债务/EBITDA (X)	7.64	8.91	7.07	-
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.36	2.01	2.56	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.14	0.10	0.29	0.04
经营活动净现金流/利息支出 (X)	2.47	1.73	5.34	-
资产负债率 (%)	71.92	70.16	69.15	69.03
总资本化比率 (%)	69.49	66.26	63.45	63.73

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和折旧构成, 2014~2016 年, 公司 EBITDA 分别为 18.80 亿元、15.20 亿元和 17.86 亿元。同期公司总债务/EBITDA 分别为 7.64 倍、8.91 倍和 7.07 倍; 同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.36 倍、2.01 倍和 2.56 倍, EBITDA 对债务本息具有一定保障程度。

图 8: 2014 年~2017.H1 公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

从现金流方面看, 2014~2016 年, 公司经营活动净现金流分别为 19.68 亿元、13.08 亿元和 37.24 亿元, 其中 2016 年, 房地产业务销售情况较好, 当年资金回笼较快, 经营性现金流净额大幅提升。2014~2016 年, 公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.14 倍、0.10 倍和 0.29 倍; 同期, 公司经营活动净现金流利息保障倍数分别为 2.47 倍、1.73 倍和 5.34 倍, 公司经营活动净现金流可以完全覆盖当期债务利息支出, 但对总债务覆盖能力较弱。

财务弹性方面，截至 2017 年 6 月底，公司共获得银行授信总额 207.83 亿元，其中未使用授信额度为 111.96 亿元，备用流动性较充足。同时公司子公司紫江企业和威尔泰系上市公司，可通过增发、配售股票等方式进行股权融资，也可通过发行中期票据、短期融资券等债务融资工具进行债务融资。整体来看，公司融资渠道较为畅通，财务弹性较大。

或有事项方面，截至 2017 年 6 月末，公司对外担保余额 100,800.00 万元，其中为上海紫华包装有限公司担保 500.00 万元，下属房地产企业根据房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保 100,300.00 万元。

受限资产方面，截至 2017 年 6 月末，公司受限资产规模为 29.73 亿元，占总资产的比例为 12.23%，主要系用于借款抵押的投资性房地产、固定资产和在建工程等。

总体来看，公司负债水平相对偏高，且以短期债务为主的债务结构使公司面临着一定的短期偿债压力；但近年来公司业务平稳发展，融资渠道通畅，财务弹性较好，且闵行区经济的快速发展对公司业务的未来发展起到了积极作用，为公司债务偿还提供了一定的保障。

结 论

综上，中诚信证评评定上海紫江（集团）有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“上海紫江（集团）有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AA⁺**。

关于上海紫江（集团）有限公司 公开发行2017年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

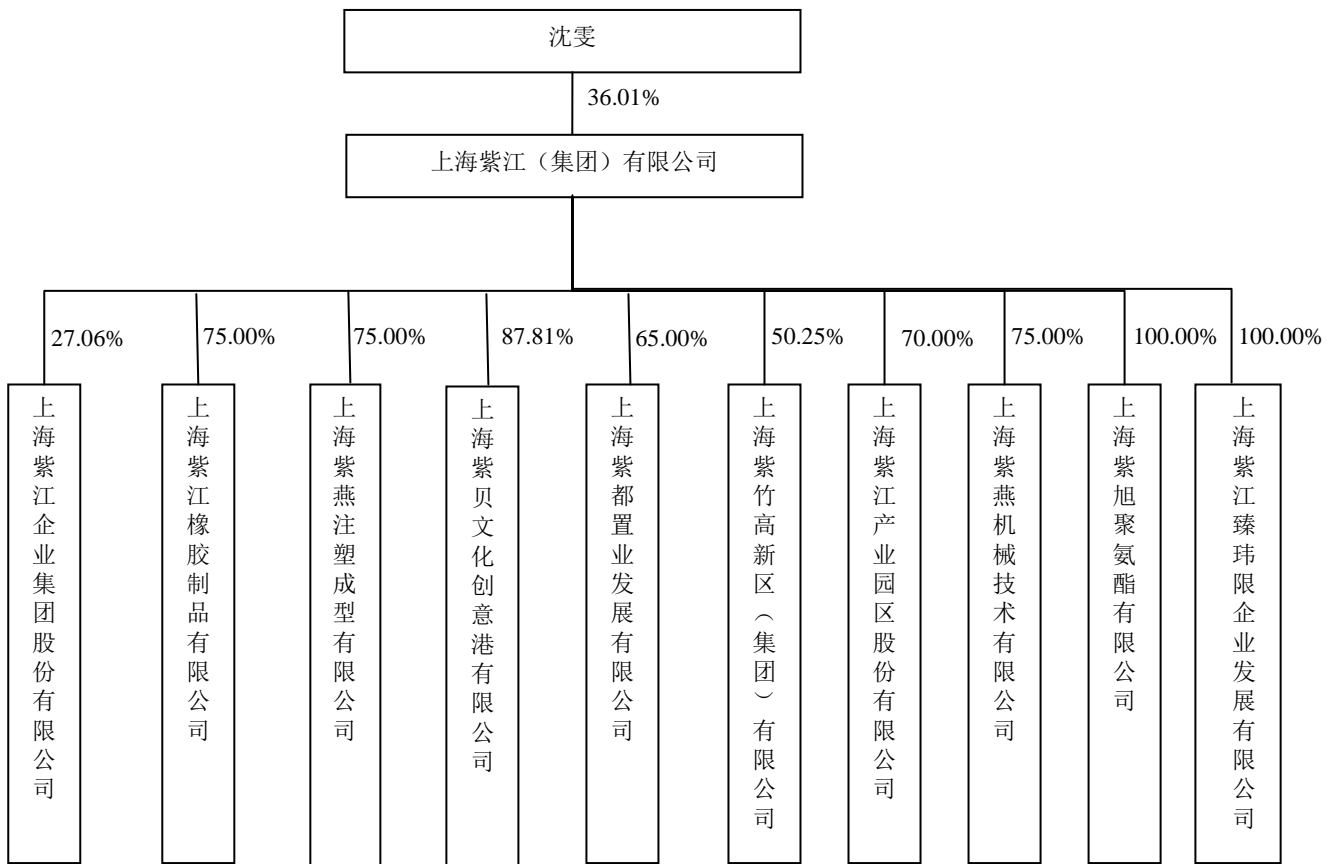
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本期评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

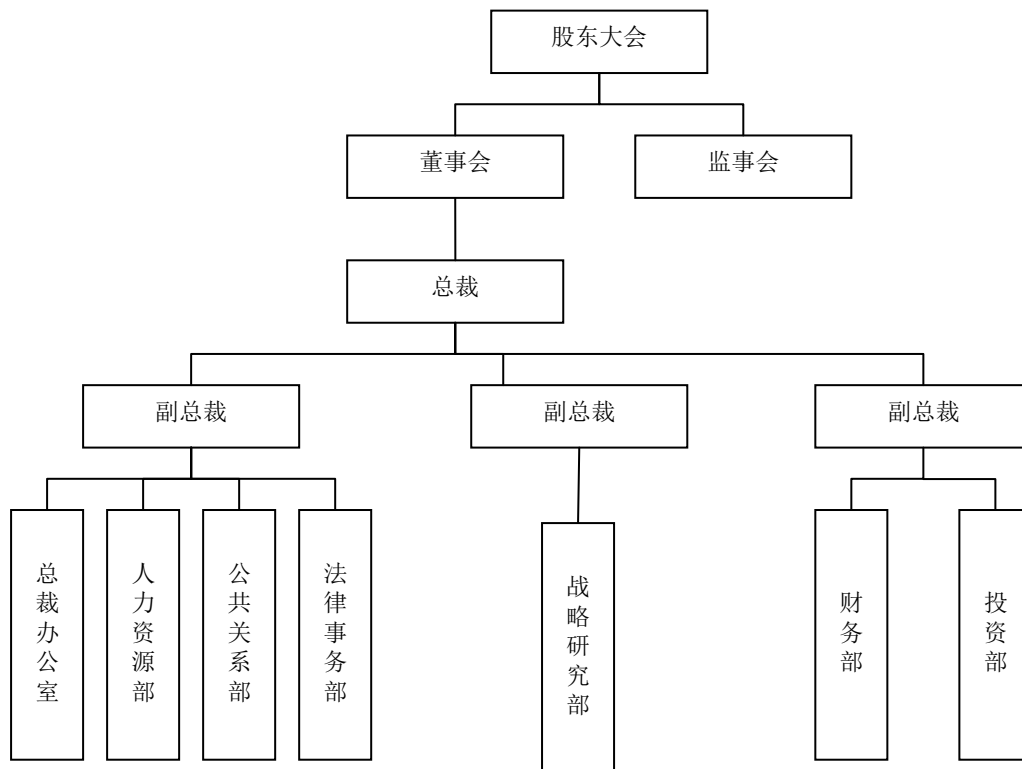
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：上海紫江（集团）有限公司股权结构图（截至 2017 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：上海紫江（集团）有限公司组织架构图（截至 2017 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：上海紫江（集团）有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.H1
货币资金	327,541.71	211,746.16	315,690.31	322,434.26
应收账款净额	125,170.80	139,763.56	147,027.22	171,946.32
存货净额	889,093.05	905,485.35	814,112.20	831,672.64
流动资产	1,408,266.64	1,340,593.03	1,372,988.87	1,445,767.23
长期投资	131,785.52	118,508.22	125,709.90	130,559.22
固定资产合计	444,119.52	440,063.22	422,857.44	405,863.39
总资产	2,351,149.44	2,312,752.73	2,358,332.06	2,430,937.90
短期债务	793,907.72	808,084.24	818,143.38	823,331.77
长期债务	641,438.85	547,011.23	444,690.00	499,650.00
总债务（短期债务+长期债务）	1,435,346.57	1,355,095.46	1,262,833.38	1,322,981.77
总负债	1,690,832.86	1,622,669.20	1,630,776.26	1,678,076.31
所有者权益（含少数股东权益）	660,316.58	690,083.53	727,555.80	752,861.59
营业总收入	1,125,811.30	993,002.73	1,167,850.87	502,674.86
三费前利润	247,837.98	219,491.92	280,482.48	127,971.22
投资收益	9,887.66	13,104.05	3,755.42	1,478.91
净利润	58,751.14	34,706.29	50,721.78	24,390.93
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	187,980.87	152,015.08	178,627.13	-
经营活动产生现金净流量	196,762.07	130,775.88	372,412.70	29,587.66
投资活动产生现金净流量	-138,700.58	-121,012.62	-86,174.70	-70,338.24
筹资活动产生现金净流量	48,878.58	-127,766.90	-179,049.55	46,404.45
现金及现金等价物净增加额	107,201.57	-118,140.21	107,569.30	5,494.56
财务指标	2014	2015	2016	2017.H1
营业毛利率（%）	24.06	23.35	26.29	26.28
所有者权益收益率（%）	8.90	5.03	6.97	6.48
EBITDA/营业总收入（%）	16.70	15.31	15.30	-
速动比率（X）	0.50	0.41	0.47	0.52
经营活动净现金/总债务（X）	0.14	0.10	0.29	0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	0.25	0.16	0.46	0.07
经营活动净现金/利息支出（X）	2.47	1.73	5.34	1.67
EBITDA 利息倍数（X）	2.36	2.01	2.56	-
总债务/EBITDA（X）	7.64	8.91	7.07	-
资产负债率（%）	71.92	70.16	69.15	69.03
总资本化比率（%）	68.49	66.26	63.45	63.73
长期资本化比率（%）	49.27	44.22	37.93	39.89

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

2.公司 2017 年上半年所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。



营业执照

发行使用

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201707250409

名称 中诚信证券评估有限公司

类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)

住所 青浦区新业路 599 号 1 幢 968 室

法定代表人 关敬如

注册资本 人民币 5000.0000 万元整

成立日期 1997 年 8 月 20 日

营业期限 1997 年 8 月 20 日 至 2027 年 8 月 19 日

经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一支。

【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

仅供上海紫江集团



登记机关



2017年 07 月 25 日



中华人民共和国
证券市场资信评级业务许可证

公司名称:中诚信证券评估有限公司
业务许可种类:证券市场资信评级
法定代表人:关敬如
注册地址:上海市青浦区新业路599号1幢968室
编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)
2012年1月20日



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



米玉元, 证件号码:430524198208186014, 于2009年11月28日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2009113103271301



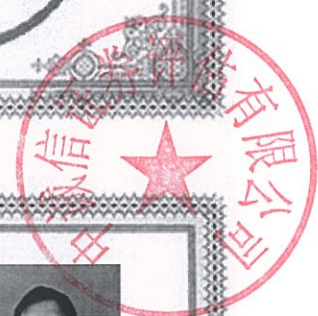
SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



米玉元, 证件号码:430524198208186014, 于2009年11月28日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2009113103271204



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证

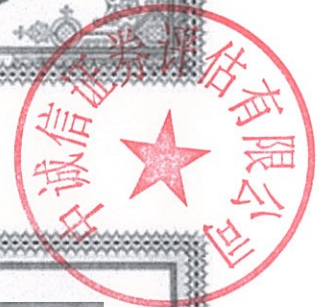


邓晓洁, 证件号码:430221199206297123, 于2017年04月08日参加发布证券研究报告业务考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



20170431000061197500310000



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



邓晓洁, 证件号码:430221199206297123, 于2015年03月29日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致



201504421714418042