

上海紫江企业集团股份有限公司
**2009 年 10 亿元公司债券
2013 年跟踪信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：/ 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

上海紫江企业集团股份有限公司

2009年10亿元公司债券2013年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

增信方式：第三方担保

债券剩余期限：54个月

债券剩余规模：10亿元

评级日期：2013年06月28日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

增信方式：第三方担保

债券剩余期限：66个月

债券剩余规模：10亿元

评级日期：2012年06月18日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对上海紫江企业集团股份有限公司（以下简称“紫江企业”或“公司”）及其2009年12月28日发行的10亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2013年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体长期信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2012年	2011年	2010年
总资产（万元）	1,027,963.34	1,013,034.77	963,506.98
所有者权益合计（万元）	406,192.56	420,320.63	401,105.25
资产负债率	60.49%	58.51%	58.37%
有息债务（万元）	515,813.65	489,400.96	428,104.41
营业收入（万元）	805,689.38	822,775.51	644,585.41
利润总额（万元）	29,057.11	70,420.52	90,648.02
综合毛利率	17.15%	19.44%	26.77%
总资产回报率	5.75%	9.78%	12.33%
EBITDA（万元）	109,300.26	147,374.64	156,070.99
EBITDA 利息保障倍数（万元）	3.69	5.53	7.26
经营活动现金流净额（万元）	112,044.53	96,187.11	105,340.92

资料来源：公司审计报告

正面：

- 跟踪期内，公司继续维持国内饮料包装行业的龙头企业的地位，具有较强的规模优势；
- 跟踪期内，公司继续与百事可乐、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，有效保障公司产品产销量的稳定和货款回笼的及时性，经营活动现金流较好；
- 跟踪期内，公司商贸业务发展迅速，成为公司新的收入和利润增长点，有利于公司积累渠道资源，增强自身业务独立性和稳定性。

关注：

- 跟踪期内，受原材料价格波动、主要客户合作模式变化和主要产品销售定价降低的双重影响，公司 PET 瓶业务收入和毛利率有所下滑；
- 受薄膜行业形式低迷和原材料价格波动影响，公司薄膜业务收入和毛利显著下降；
- 跟踪期内，受房产调控政策影响，公司已开发完成的商品房未实现销售；
- 公司目前有息债务规模较大，存在一定的债务压力，EBITDA 利息保障倍数明显下降。

分析师

姓名：祝超 刘书芸

电话：021-51035670

邮箱：zhuch@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准上海紫江企业集团股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2009]908号）的核准，公司于2009年12月28日发行10亿元公司债券，本期债券票面利率为6.10%。

本期债券计息期限为2009年12月28日至2017年12月27日，采用按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

截至2012年12月末，本期债券本息累计兑付情况如下表。

表1 截至2012年12月31日本期债券本息累计兑付情况

本息兑付日期	期初本金余额 (亿元)	本金兑付/回售 金额(亿元)	利息支付 (万元)	期末本金余额 (亿元)
2010年12月28日	10	-	6,100	10
2011年12月28日	10	-	6,100	10
2012年12月28日	10	-	6,100	10
合计	10	-	18,300	10

资料来源：公司提供

截至2012年12月末，本期债券募集资金已全部用于偿还银行借款、补充公司流动资金。

二、发行主体概况

2012年末，公司名称、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变更。

2012年内，公司通过收购新增7家子公司，并纳入合并报表范围。

表2 2012年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
盐城市紫城食品商贸有限公司	100.00%	50.00	许可经营项目：预包装食品、乳制品（含婴幼儿配方乳粉）批发与零售（食盐限零售）。一般经营项目：商品展示展览服务，企业营销策划。	收购
慈溪宝盈乐贸易有限公司	80.00%	50.00	许可经营项目：预包装食品、乳制品（含婴幼儿配方乳粉）批发、零售（在许可证件有效期内进行）。一般经营项目：百货针纺织品、金属材料、机电设备、建材、五金交电、化工产品批发、零售；商品咨询服务。（上述经营范围不含国家法律法规规定禁止、限制和许可经营的项目）	收购
衢州市好利食品有限公司	80.00%	200.00	许可经营项目：预包装食品兼散装食品、乳制品（含婴幼儿配方乳粉）（食用油、酒，饮料，婴幼儿食品、其他食品）批发兼零售（有效期	收购

			至 2014 年 07 月 25 日止); 一般经营项目: 保健食品、日用百货、针织品、化妆品, 卫生用品销售, 会议及展览服务。(上述经营范围不含国家法律法规规定禁止、限制和许可经营的项目。)	
宁波华联商旅发展有限公司	80.00%	300.00	许可经营项目: 预包装食品, 乳制品(含婴幼儿配方乳粉)的批发、零售; 普通货物运输。(在许可证有效期内经营) 一般经营项目: 饲料、日用百货、针纺织品、金属材料、机电设备、建筑材料、装饰材料、五金交电、化工产品的批发、零售; 生活信息咨询服务。(上述经营范围不含国家法律法规规定禁止、限制和许可经营的项目)	收购
绍兴市华盛食品有限公司	100.00%	50.00	许可经营项目: 批发: 预包装食品(食品流通许可证有效期至 2016 年 02 月 03 日)。一般经营项目: 商品信息咨询。(上述经营范围不含国家法律法规规定禁止、限制和许可经营的项目)	收购
杭州华商贸易有限公司	80.00%	200.00	许可经营项目: 批发、零售: 预包装食品, 乳制品(含婴幼儿配方乳粉)许可证有效期至 2014 年 12 月 15 日止。一般经营项目: 批发、零售: 工艺美术品, 百货, 针织品, 建筑材料, 装饰材料, 机械设备, 五金, 交电, 化工原料(除化学危险品及易制毒化学品), 经济信息咨询(除证券、期货), 成年人的非文化教育培训(涉及前置审批的项目除外)。(上述经营范围不含国家法律法规规定禁止、限制和许可经营的项目。)	收购
连云港市润旺商贸有限公司	80.00%	50.00	许可经营项目: 预包装食品、乳制品(含婴幼儿配方乳粉)批发。一般经营项目: 洗涤化妆品、日用品、五金、交电、劳保用品、建筑材料、办公用品批发、零售; 太阳能电池、环保新材料研发; 计算机软件开发。	收购

资料来源: 公司审计报告

截至2012年12月31日, 公司资产总额为102.80亿元, 所有者权益合计为40.62亿元, 资产负债率为60.49%; 2012年度, 公司实现营业收入80.57亿元, 利润总额2.91亿元, 经营活动现金流净额11.20亿元。

三、经营与竞争

2012年, 公司继续维持国内饮料包装行业的龙头企业的地位, 具有较强的规模优势; 公司通过继续与百事可乐、可口可乐、统一企业等核心优质客户保持长期稳定的合作关系, 有效保障了公司产品产销量的稳定和货款回笼的及时性。2012年, 由于受宏观经济增长乏力、饮料行业增速下降、食品安全问题和公司主要目标客户饮料销售未达预期的不利影响, 公司营业收入较上年小幅下降, 主要是PET瓶及瓶坯收入下降所致, 公司快速消费品商贸业务得到了较快的发展, 对收入贡献较大。从毛利率方面看, 受上游原材料价格持续上升的影响, 除彩色纸包装

印刷、OEM饮料、喷铝纸及纸板、进出口贸易和房地产开发外，公司其他产品毛利率均有所下滑，综合毛利率较上年下降2.29个百分点。2011-2012年公司主要产品收入及毛利率情况如下表所示：

表3 公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2012年			2011年		
	收入	比重	毛利率	收入	比重	毛利率
主营业务收入	770,778.41	95.67%	16.26%	798,579.55	97.06%	19.27%
其中：PET瓶及瓶坯	179,755.59	22.31%	22.75%	223,700.67	27.19%	26.54%
彩色纸包装印刷	113,230.90	14.05%	21.35%	113,425.45	13.79%	17.81%
皇冠盖及标签	106,258.97	13.19%	18.29%	108,155.80	13.15%	20.10%
快速消费品商贸	100,616.63	12.49%	6.07%	41,477.07	5.04%	6.95%
进出口贸易	95,635.08	11.87%	5.84%	102,175.91	12.42%	5.11%
塑料防盗盖	48,197.22	5.98%	24.80%	42,689.50	5.19%	29.15%
薄膜	48,121.23	5.97%	5.31%	73,370.29	8.92%	14.44%
OEM饮料	44,701.23	5.55%	18.75%	49,319.13	5.99%	17.89%
喷铝纸及纸板	28,589.63	3.55%	19.89%	25,713.97	3.13%	15.70%
房地产开发	-2,927.87	-0.36%	-	9,452.84	1.15%	62.64%
其他	8,599.80	1.07%	31.09%	9,098.93	1.11%	29.22%
其他业务收入	34,910.98	4.33%	36.71%	24,195.96	2.94%	25.04%
营业收入合计/综合毛利率	805,689.38	100.00%	17.15%	822,775.51	100.00%	19.44%

资料来源：公司审计报告

表4 公司主要产品产能及产销量情况

产品名称	2012年			2011年		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量
PET瓶（亿只）	121.76	45.74	42.35	117.65	50.70	46.54
PET瓶坯（亿只）	104.36	73.79	72.00	88.99	67.97	59.88
高品质皇冠盖（亿只）	249.16	175.14	176.00	218.00	184.85	183.05
塑料标签（亿米）	7.79	4.92	4.87	6.17	5.20	5.15
塑料防盗盖（亿只）	141.25	94.64	103.00	115.58	93.33	90.11
彩色包装纸印刷（亿印）	4.60	4.40	4.30	4.40	4.30	4.20
喷铝纸板（万平方米）	11,700.00	10,020.13	10,076.14	15,000.00	9,631.04	9,311.02
灌装生产线（亿瓶）	12.22	8.72	8.71	12.22	8.86	8.95
薄膜（万吨）	4.46	2.72	2.68	5.46	3.67	3.47

资料来源：公司提供

受宏观经济和主要客户饮料销售未达预期的影响，公司主业经营收入和毛综合利率均有一定程度的下降

（一）包装业务

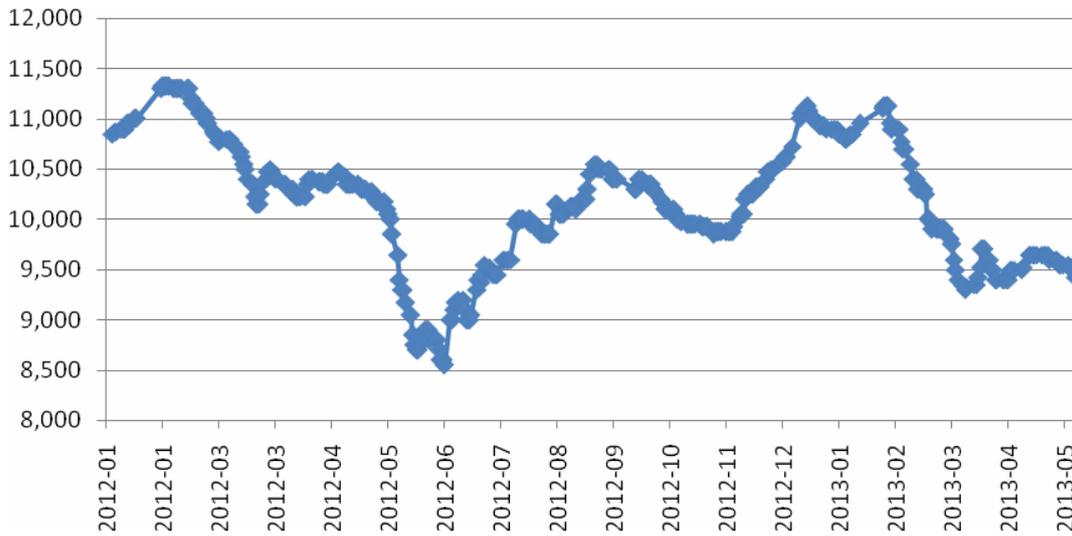
（1）PET 瓶及瓶坯业务

公司已建立了较成熟的全国性原料集中采购、产品分散生产的生产管理模式，是目前国内最大的 PET 瓶及瓶坯生产企业。截至 2012 年末，公司已拥有 69 条 PET 瓶生产线和 66 条 PET 瓶坯生产线，具备了年产 121.76 亿只 PET 瓶、104.36 亿只 PET 瓶坯的生产能力。公司 2012 年度 PET 瓶产、销量分别为 45.74 亿只、42.35 亿只，较 2011 年有所下降，当年 PET 瓶及瓶坯销售收入为 17.98 亿元，较上年下降 19.64%。

目前，公司不仅与百事可乐、可口可乐、统一企业等优质客户建立了长期稳定的战略合作关系，而且实现了连线生产、饮料 OEM、合资等模式，与核心客户的合作关系不断深化。截至 2012 年末，公司 PET 瓶业务有 18 条线与百事可乐实现直接连线生产，有 11 条线与可口可乐实现直接连线生产。同时，公司与核心客户基本形成了原料价格-产品价格的联动机制，原材料价格波动风险降低。2012 年度公司提供的 PET 瓶及瓶坯已经分别占百事可乐和可口可乐在国内对外采购量的 40%，占统一企业在国内对外采购量的 70%。除此之外，公司还与达能、康师傅、西藏冰川矿泉水等地方饮料品牌建立了合作关系。优质的客户资源保障了公司货款的稳定回流。

公司 PET 饮料容器包装原材料主要为 PET 瓶级聚酯切片。受 2012 年国际市场原油价格因素影响，聚酯切片价格变化幅度较大，从而对公司产品成本造成较大压力。因此毛利率较上年度下降 3.79 个百分点，至 22.75%。针对原材料价格的波动，公司主要通过加大来料加工比例、与核心客户建立原料——产品价格联动的机制、集中采购原料、加强成本控制、优化技术工艺等方式来控制原料价格波动风险。

图 1 2012 年以来我国聚酯切片市场价格走势（单位：元/吨）



资料来源：WIND 资讯，中纤网中纤价格指数

(2) 瓶盖标签、纸包装印刷等包装产业链

2012 年，公司皇冠盖及标签、塑料防盗盖、彩色纸包装印刷等业务的产销量基本和上年持平，具备了 7.79 亿米塑料标签、141.25 亿只塑料防盗盖、4.60 亿印彩色包装纸印刷、11,700 万平方米喷铝纸板的生产能力。

皇冠盖及标签业务方面，公司是国内最大的皇冠盖供应商，目前拥有生产线 17 条，约占全国 30% 的市场份额，连续 17 年行业产、销量第一。公司是华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒等国内主要啤酒集团的重要供应商，分别占其国内皇冠盖对外采购量的 40%、30% 和 70%。除此之外，公司还是喜力、百威、三得利等国际啤酒品牌的主要供应商之一。2012 年度，公司皇冠盖产销量分别为 175.14 亿只、176 亿只，皇冠盖及标签业务实现营业收入 10.63 亿元，同比下降 1.75%。

彩色包装印刷业务方面，2012 年以来公司继续保持了在肯德基、麦当劳等大型连锁快餐企业采购中的占有率，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。2012 年度，公司彩色纸包装印刷业务产、销量基本与上年持平。2012 年该块业务产、销量分别为 4.40 亿印、4.30 亿印，实现收入 11.32 亿元，毛利率比上年增长 3.54 个百分点。

得益于与百事可乐、可口可乐、统一企业等饮料供应商形成的长期良好合作关系，2012 年度公司塑料防盗盖业务保持了稳步增长，产、销量分别为 94.64 亿只、103 亿只，实现收入 4.82 亿元，同比增长 12.90%。同时，2012 年公司喷铝纸及纸板业务也保持了良好的发展态势，实现收入 2.86 亿元，同比增长 11.18%。

表5 公司瓶盖标签、纸包装印刷等业务占有率概况

主要产品	2012 年占有率
皇冠盖	占全国市场 30% 份额，连续 17 年细分行业产销量第一
标签	占全国市场目标客户 18% 份额
塑料防盗盖	占全国市场目标客户 25% 份额
纸包装印刷	占 KFC 国内对外采购量 45%

资料来源：公司提供

(3) 饮料 OEM 业务

公司的饮料 OEM 业务主要是非碳酸饮料代工业务，百事可乐、可口可乐、统一企业、达能是其主要客户。目前，公司拥有 9 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），分布在上海、南京、宁波、成都、桂林、合肥等地区，年生产能力约 12.22 亿瓶。2012 年公司饮料 OEM 产、销量分别为 8.72 亿瓶、8.71 亿瓶，2012 年公司 OEM 饮料收入为 4.47 亿元，毛利率为 18.75%，较上年增长 0.86 个百分点。公司未来将进一步采用与饮料生产企业合作建厂的模式推动饮料 OEM 业务的开展。

(二) 薄膜业务

2012 年，受薄膜行业形式低迷和原材料价格波动影响，公司薄膜业务收入和毛利率呈大幅下降态势

公司薄膜业务主要依托上海紫东薄膜材料股份有限公司、上海紫江新材料科技有限公司、上海紫华企业有限公司、上海紫东化工材料有限公司（以下简称“紫东薄膜、紫江新材料、紫华企业、紫东化工”）进行。截至 2012 年末，公司薄膜业务共拥有 10 条生产线，年生产能力约 4.46 万吨。2012 年公司薄膜业务较上年明显下降，全年薄膜产品的产销量分别为 2.72 万吨、2.68 万吨。2012 年公司薄膜产品收入为 4.81 亿元，较上年下降 34.41%，毛利率为 5.31%，较上年大幅下降 9.13 个百分点。

(三) 快速消费品商贸业务

2012 年，公司商贸业务发展迅速，成为公司重要的收入来源之一，有利于公司积累渠道资源，增强自身业务独立性和稳定性

为积累自身的渠道资源，增强公司自身业务的独立性和抗风险能力，公司主要以上海紫江物流有限公司为平台，以服务零售终端为业务重点，在 2012 年间，进一步加快发展了商贸物流业务。该业务主要业务内容涉及食品饮料的经销代理、城市配送及长途运输等。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。目前公司已在江苏和浙江建立有 16 家分公司，拥有仓储面积 3 万平方米，各式配送车辆 71 辆，物流配送

人员 187 人，建立有终端 9,870 家（包括城区、乡镇网点和婴童店等传统渠道 8,040 家，便利连锁店及国际、全国连锁超级市场等现代渠道 1,410 家），合作品牌超过 130 个（包括箭牌、雅培、伊利和娃哈哈等知名品牌）。自 2010 年下半年公司开展商贸物流业务以来，销售规模迅速扩张，2011-2012 年分别实现收入 4.15 亿元和 10.06 亿元，成为公司营业收入的重要补充。

（四）房地产业务

跟踪期内受房地产调控政策的影响，公司房地产收入大幅下降

公司开发的别墅项目“上海晶园”位于上海佘山国家旅游度假区核心区域，区位优势明显。项目占地 1,025 亩，规划建设 363 套别墅，总投资约 28 亿元。

该项目土地出让金 6.48 亿元已全部付清，并取得土地权证。项目分四期滚动开发，其中一期 63 栋别墅已于 2007 年 11 月销售完毕，实现资金回笼 8.06 亿元；二期 62 栋别墅已于 2007 年 9 月销售完毕，实现资金回笼 10.5 亿元；三期规划 112 栋别墅，于 2010 年 6 月开始预售，截至 2012 年末，累计售出 16 栋，实现资金回笼约 4.90 亿元；四期规划 126 栋别墅，预计 2013 年开工。预计上海晶园后续资金投入总计约 12.40 亿元。目前受房地产调控政策影响，上海别墅销售量显著下降。公司所开发“上海晶园”属高档别墅，受房地产调控政策影响较大。2012 年公司房地产销售收入为-2,927.87 万元，主要是当年发生了一笔房屋销售退款所致。

表6 截至 2012 年末“上海晶园”项目概况

上海晶园	一期	二期	三期	四期	总计
土地面积（亩）	244	155	294	332	1025
建筑面积（平方米）	27,792	20,734	39,165	44,289	131,980
别墅（幢）	63	62	112	-	-
总投资（万元）	36,530	41,381	90,000	120,000	287,911
已投资（万元）	36,530	41,381	58,585	27,464	163,960
其中：土地款（万元）	8,575	11,695	21,591	22,951	64,812
尚需投资（万元）	0	0	31,415	92,536	123,951
开工时间（年月）	2001 年 1 月	2007 年 9 月	2009 年 3 月	2015 年 1 月	-
预售时间（年月）	2005 年 2 月	2008 年 4 月	2010 年 6 月	2016 年 1 月	-
竣工时间（年月）	2005 年 6 月	2008 年 12 月	2014 年 12 月	2018 年 12 月	-
累计已售面积（平方米）	27,810	20,489	6,484	-	54,783

资料来源：公司提供

上海晶园项目目前受房地产调控政策影响，公司房地产销售和利润下滑较大。但目前公司上海晶园土地款已付清，资金支出压力不大，同时考虑到公司的上海晶园别墅项目地理位置优越，市场知名度较高，长期仍然看好。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析均基于立信会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2010-2012 年度审计报告。公司财务报表均按新会计准则编制。

财务分析

公司资产规模变化不大，资产结构相对稳定

2012年末，公司总资产为102.80亿元，较上年小幅增长1.47%，其中流动资产占41.28%，非流动资产为58.72%，基本与上年末持平。2012年末，公司资产主要由货币资金、应收账款、预付账款和存货构成。公司货币资金较上年末有所增长，绝大部分为非限制性资金，可为公司主业经营的即期支付提供一定的保障。当年末，公司应收账款较上年增长2.79%，账龄在一年以内的占98.35%，总体账龄分布较短，应收对象主要为大型饮料生产厂商，不能回收的风险较小。公司存货规模较上年下降9.70%，主要由于公司当年调整库存规模，加快存货周转所致。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2012年		较上年末 增长	2011年	
	金额	占比		金额	占比
货币资金	97,462.00	9.48%	47.24%	66,192.61	6.53%
应收账款	103,774.77	10.10%	2.79%	100,961.78	9.97%
预付款项	30,765.52	2.99%	-39.99%	51,269.78	5.06%
存货	172,715.11	16.80%	-9.70%	191,268.78	18.88%
流动资产合计	424,391.48	41.28%	-2.12%	433,567.33	42.80%
长期股权投资	102,897.66	10.01%	40.59%	73,189.88	7.22%
固定资产	397,808.51	38.70%	-4.39%	416,065.10	41.07%
非流动资产合计	603,571.87	58.72%	4.16%	579,467.44	57.20%
资产总计	1,027,963.34	100.00%	1.47%	1,013,034.77	100.00%

资料来源：公司审计报告

2012年末，公司的非流动资产主要为长期股权投资和固定资产等。公司长期股权投资较上年末增长40.59%，主要是公司当年收购了7家子公司，主要为快速消费品商贸企业，以拓展公司零售业务的规模。公司固定资产较上年下降4.39%，主要系当年新增生产线较少，而存量固定资产计提的折旧计提金额较大所致。

跟踪期内，公司营业收入和综合毛利率有所下滑，期间费用率有所上升，公司盈利规模显

著下滑

2012年，公司营业收入较上年有所下降。加之2012年，聚酯切片等原材料价格的大幅波动、劳动力成本大幅上升的同时，公司主要产品销售价格在可口可乐、百事可乐等主要销售客户的不断打压下，毛利空间不断受到压缩，使得公司2012年综合毛利率为17.15%较上年下降2.29个百分点。同时，2012年，公司的各项期间费用支出继续维持在较大规模，其中，由于融资成本上升以及汇兑收益的减少使得公司的财务费用较上年增加，公司当年的期间费用率为13.98%，较上年增加1.64个百分点。公司当年投资收益也较上年下降，主要原因是上年同期公司控股子公司上海紫江创业投资有限公司减持中恒电气股票获得收益而2012年没有所致。受以上因素影响，公司当年的营业利润较上年显著下降。

表8 公司盈利能力指标（单位：万元）

指标名称	2012年	较上年增长	2011年
营业收入	805,689.38	-2.08%	822,775.51
营业利润	26,372.71	-61.26%	68,076.97
利润总额	29,057.11	-58.74%	70,420.52
净利润	19,715.21	-65.71%	57,489.69
综合毛利率	17.15%	-2.29 个百分点	19.44%
期间费用率	13.98%	1.64 个百分点	12.33%
总资产回报率	5.75%	-4.03 个百分点	9.78%

资料来源：公司审计报告

公司经营活动现金生成能力仍表现较好，经营活动现金流量净额规模较大，基本能满足投资资金需求

2012年，尽管收入和盈利在下降，但公司注重经营环节的现金流控制，2012年，公司经营环节现金回收情况仍维持在较好水平，2012年，公司经营环节现金流入小计101.35亿元，当年营业收入现金率达到125.79%，较上年微增1.47个百分点，主营业务回款情况保持在较好水平。从经营活动来看，2012年，公司的非付现费用较上年持平，在财务费用增加和投资收益减少的情况下，公司当年的非经营损益较上年大幅增加，但是收到净利润大幅下降的影响，公司当年的经营所得现金（FFO）较上年有所下降，但仍处于较好水平。在投资环节的现金流出主要用于公司当年更新生产线购置的固定资产，以及投资收购的多家商贸零售企业，整体投资活动的现金流量净额为-6.60亿元，净流出额较上年有所减少。随着存量债务还本付息压力的增大，当年筹资活动产生的现金流呈现净流出状态，为-1.21亿元。

表9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2012年	2011年
净利润	19,715.21	57,489.69
非付现费用	51,208.55	51,067.13
非经营损益	24,421.24	7,817.99
FFO	95,345.00	116,374.80
营运资本变化	16,699.53	-20,163.02
其中：存货减少（减：增加）	27,139.68	-15,236.32
经营性应收项目的减少（减：增加）	28,188.97	-493.25
经营性应付项目增加（减：减少）	-38,629.12	-4,433.45
经营活动现金流量净额	112,044.53	96,187.11
投资活动的现金流量净额	-65,983.22	-92,846.88
筹资活动产生的现金流量净额	-12,063.62	-50,153.90
现金及现金等价物净增加额	33,542.40	-46,382.08
营业收入现金率	125.79%	124.33%
现金流动负债比	25.96%	23.98%

资料来源：公司审计报告

公司负债水平和债务结构变化不大，有息债务规模较大，存在一定的债务压力

尽管公司近年来每年能形成一定的经营积累，但近年来每年会进行一定的利润分配，因此使得2012年末公司的未分配利润较上年有所下降，整体资本实力有所减弱，当年的资产负债率为60.49%，较上年微增1.98个百分点。2012年末，公司债务仍然以短期债务为主，流动负债占69.41%，非流动负债占30.59%。当年末，公司的流动负债主要为短期借款、应付票据、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债。公司的短期借款全部为银行借款；应付票据中66.87%为银票，公司当年采购环节的采用票据支付的情况下降所致。公司当年末应付账款较上年末有小幅增长4.18%。当年末公司的一年内到期的非流动负债全部为长期借款，当年新增了6亿元短期融资券计入了其他流动负债。

表10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2012年		较上年末 增长	2011年	
	金额	占比		金额	占比
短期借款	191,009.63	30.72%	-3.44%	197,822.01	33.38%
应付票据	16,777.09	2.70%	-61.64%	43,731.50	7.38%
应付账款	57,639.58	9.27%	4.18%	55,328.57	9.33%
一年内到期的非流动负债	66,465.52	10.69%	-5.19%	70,100.77	11.83%

其他流动负债	60,010.61	9.65%	417,259.63%	14.38	0.00%
流动负债合计	431,579.27	69.41%	7.57%	401,196.41	67.69%
长期借款	87,601.24	14.09%	-1.68%	89,096.95	15.03%
应付债券	99,518.94	16.01%	0.22%	99,299.78	16.75%
非流动负债合计	190,191.51	30.59%	-0.69%	191,517.72	32.31%
负债合计	621,770.78	100.00%	4.90%	592,714.13	100.00%

资料来源：公司审计报告

2012年，公司的非流动负债以有息债务为主，主要为长期借款和应付债券。综合看来，公司当年有息债务合计51.58亿元，较上年增长5.40%，占负债总额的82.96%，刚性负债占比很高，其中又以短期刚性负债为主，存在一定的债务压力。

表11 公司有息债务结构（单位：万元）

有息债务	2012年	2011年
短期借款	191,009.63	197,822.01
应付银行承兑汇票	11,218.31	33,081.45
一年内到期的长期借款	66,465.52	70,100.77
短期融资券	60,000.00	-
长期借款	87,601.24	89,096.95
应付债券	99,518.94	99,299.78
有息债务合计	515,813.65	489,400.96
有息债务/负债合计	82.96%	82.57%

资料来源：公司审计报告

资产流动性方面，2012年，由于公司流动资产小幅下降而短期债务呈现一定上升，使得公司的流动比率较上年度下降，为0.98次；此外，尽管存货余额较上年末下降，但在短期负债增长的影响下，公司的速动比率仍然维持在较低水平，为0.58，短期偿债指标表现偏弱。此外，在净利润大幅下降的影响下，公司当年EBITDA和EBITDA利息保障倍数均较上年有所下降。

表12 公司主要偿债能力指标

指标名称	2012年	2011年
资产负债率	60.49%	58.51%
流动比率	0.98	1.08
速动比率	0.58	0.60
EBITDA（万元）	109,300.26	147,374.64
EBITDA 利息保障倍数	3.69	5.53

资料来源：公司审计报告

六、本期债券担保分析

紫竹科学园的资产规模和盈利有所增加，其对本期债券保证担保具有一定的保障作用

2012年，上海紫竹高新区（集团）有限公司（以下简称“紫竹科学园”）实现营业收入5.73亿元，净利润2.08亿元，均同比稳步增加。政府扶持资金是紫竹科学园主要资金和收入来源。根据相关文件，紫竹园区内企业所缴纳的市、区两级税收收入，扣除紫竹园区企业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，然后通过紫竹园区划拨给紫竹科学园。地方政府给予紫竹园区的这项资金扶持政策将持续至2012年（含2012年）。随着英特尔、可口可乐、微软等品牌企业入驻紫竹园区，紫竹科学园的产业集聚效应不断增强。

截至2012年12月31日，紫竹科技园总资产为89.34亿元，所有者权益为29.53亿元，2012年全年实现营业收入5.73亿元，利润总额2.81亿元，经营活动现金流净流出2.58亿元。

表13 2010-2012年紫竹科学园主要财务数据（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
总资产	893,423.21	804,064.39	743,073.00
总负债	598,153.97	541,880.03	500,658.00
所有者权益	295,269.24	262,184.36	242,415.00
营业收入	57,274.75	55,871.63	35,511.84
主营业务毛利率	68.29%	59.24%	82.14%
利润总额	28,058.94	25,430.81	21,599.12
净利润	20,834.88	18,969.44	16,110.94
流动比率	2.86	2.67	2.95
速动比率	0.27	0.21	0.11
资产负债率	66.95%	67.39%	67.38%
经营活动净现金流	-25,750.44	44,429.79	-67,321.00

资料来源：紫竹科学园提供

截至2012年末，紫竹科学园银行授信总额为61.26亿元，已使用47.81亿元，剩余额度13.45亿元，财务弹性较好。

随着园区税收返还收入的增加，紫竹科学园的资产规模和盈利能力逐渐增加，因此紫竹科学园对本期债券的保证担保具有一定保障作用。

七、评级结论

跟踪期内，由于受宏观经济增长乏力、饮料行业增速下降、食品安全问题和公司主要目标

客户饮料销售未达预期的不利影响，公司营业收入较上年下降，PET瓶和薄膜业务下滑所致，公司主要产品盈利水平呈现下降。

跟踪期内，公司资产规模增长平稳，资产结构稳定，符合主业经营特征，但经营效益较上年大幅下滑。公司当年经营环节占用资金有所减少，使得整体经营性现金流呈净流入状态，但主业经营和长期投资对外部融资的依赖程度仍较高。公司负债经营程度有所提高，有息债务规模较大，债务负担沉重。

基于上述情况，维持本期债券信用等级AA+级，维持公司主体长期信用等级AA+级，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（万元）

项目	2012年	2011年	2010年
货币资金	97,462.00	66,192.61	107,976.38
交易性金融资产	-	-	178.41
应收票据	13,120.79	13,379.76	10,353.72
应收账款	103,774.77	100,961.78	99,815.45
预付款项	30,765.52	51,269.78	33,507.12
应收股利	-	-	2,268.00
其他应收款	6,553.28	7,973.70	3,250.75
存货	172,715.11	191,268.78	168,629.56
其他流动资产	-	2,520.90	2,537.15
流动资产合计	424,391.48	433,567.33	428,516.54
可供出售金融资产	10,913.66	11,584.78	14,229.00
长期股权投资	102,897.66	73,189.88	40,161.00
投资性房地产	20,224.77	20,993.25	21,724.98
固定资产	397,808.51	416,065.10	392,870.18
在建工程	26,670.82	19,423.02	31,958.87
固定资产清理	-	-	1.37
无形资产	23,906.76	24,403.75	24,828.21
商誉	14,984.97	9,277.61	6,928.37
长期待摊费用	2,590.93	3,335.44	1,505.93
递延所得税资产	1,073.80	1,194.61	782.52
其他非流动资产	2,500.00	-	-
非流动资产合计	603,571.87	579,467.44	534,990.44
资产总计	1,027,963.34	1,013,034.77	963,506.98
短期借款	191,009.63	197,822.01	188,562.22
应付票据	16,777.09	43,731.50	33,507.31
应付账款	57,639.58	55,328.57	47,982.66
预收款项	15,018.18	15,143.85	3,124.04
应付职工薪酬	6,088.26	6,613.71	6,087.62
应交税费	1,439.92	-444.42	8,621.70
应付利息	2,474.26	1,294.30	1,010.11

应付股利	185.73	129.72	128.74
其他应付款	14,470.49	11,462.03	11,111.58
一年内到期的非流动负债	66,465.52	70,100.77	17,400.00
其他流动负债	60,010.61	14.38	40,749.19
流动负债合计	431,579.27	401,196.41	358,285.18
长期借款	87,601.24	89,096.95	100,382.67
应付债券	99,518.94	99,299.78	99,093.72
递延所得税负债	2,180.03	2,313.41	4,167.16
其他非流动负债	891.30	807.59	473.00
非流动负债合计	190,191.51	191,517.72	204,116.56
负债合计	621,770.78	592,714.13	562,401.73
实收资本（或股本）	143,673.62	143,673.62	143,673.62
资本公积	48,461.33	49,264.88	55,264.25
盈余公积	37,533.93	35,224.52	31,852.03
未分配利润	132,532.69	147,396.36	126,267.64
归属于母公司所有者权益合计	362,201.56	375,559.37	357,057.54
少数股东权益	43,991.00	44,761.26	44,047.70
所有者权益（或股东权益）合计	406,192.56	420,320.63	401,105.25
负债和所有者权益（或股东权益）总计	1,027,963.34	1,013,034.77	963,506.98

附录二 利润表（万元）

项目	2012年	2011年	2010年
一、营业总收入	805,689.38	822,775.51	644,585.41
其中：营业收入	805,689.38	822,775.51	644,585.41
二、营业总成本	784,346.34	768,388.08	560,825.99
其中：营业成本	667,527.68	662,837.66	472,022.22
营业税金及附加	3,647.06	3,741.74	8,833.65
销售费用	27,152.20	26,424.77	20,645.52
管理费用	56,101.15	53,605.45	40,930.07
财务费用	29,360.66	21,451.22	18,080.21
资产减值损失	557.59	327.24	314.31
投资收益（损失以“-”号填列）	5,029.67	13,689.53	4,429.91
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	2,666.37	1,416.10	3,813.52
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	26,372.71	68,076.97	88,189.32
加：营业外收入	3,308.99	3,313.42	3,337.85
减：营业外支出	624.59	969.87	879.16
其中：非流动资产处置损失	536.79	773.72	603.80
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	29,057.11	70,420.52	90,648.02
减：所得税费用	9,341.90	12,930.83	16,480.63
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	19,715.21	57,489.69	74,167.39
其中：被合并方在合并前实现的净利润	-	51.76	-
归属于母公司所有者的净利润	16,180.46	52,551.34	67,844.70
少数股东损益	3,534.76	4,938.35	6,322.69

附录三-1 现金流量表（万元）

项目	2012年	2011年	2010年
销售商品、提供劳务收到的现金	996,527.49	1,003,674.38	764,575.98
收到的税费返还	7,122.11	5,597.52	200.72
收到其他与经营活动有关的现金	9,853.94	13,651.42	13,263.01
经营活动现金流入小计	1,013,503.55	1,022,923.33	778,039.71
购买商品、接受劳务支付的现金	735,609.53	754,228.40	542,369.81
支付给职工以及为职工支付的现金	64,455.63	57,130.35	45,702.10
支付的各项税费	46,518.06	53,494.65	41,639.34
支付其他与经营活动有关的现金	54,875.80	61,882.82	42,987.55
经营活动现金流出小计	901,459.02	926,736.22	672,698.79
经营活动产生的现金流量净额	112,044.53	96,187.11	105,340.92
收回投资收到的现金	126,459.83	87,732.75	101,295.73
取得投资收益所收到的现金	2,599.87	7,183.70	1,472.43
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	4,888.79	2,191.11	1,209.45
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	847.57
收到其他与投资活动有关的现金	-	98.00	1,261.80
投资活动现金流入小计	133,948.49	97,205.56	106,086.96
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	41,639.02	64,856.17	68,017.05
投资支付的现金	153,445.85	115,032.46	92,962.99
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	4,652.63	10,067.81	21,432.57
支付其他与投资活动有关的现金	194.21	95.99	119.56
投资活动现金流出小计	199,931.71	190,052.43	182,532.17
投资活动产生的现金流量净额	-65,983.22	-92,846.88	-76,445.21
吸收投资收到的现金	-	2,134.71	1,085.76
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	2,134.71	1,085.76
取得借款收到的现金	506,239.69	479,010.17	337,070.00
收到其他与筹资活动有关的现金	60,000.00	-	138,900.00
筹资活动现金流入小计	566,239.69	481,144.88	477,055.75
偿还债务支付的现金	517,200.33	428,909.90	343,482.04
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	61,102.98	61,556.92	69,886.94
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	4,462.34	6,283.92	3,581.48
支付其他与筹资活动有关的现金	-	40,831.97	50,000.00

筹资活动现金流出小计	578,303.31	531,298.78	463,368.98
筹资活动产生的现金流量净额	-12,063.62	-50,153.90	13,686.77
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-455.29	431.59	452.62
现金及现金等价物净增加额	33,542.40	-46,382.08	43,035.10
加：期初现金及现金等价物余额	63,752.84	110,134.92	62,248.35
期末现金及现金等价物余额	97,295.24	63,752.84	105,283.44

附录三-2 现金流量表补充资料（万元）

项目	2012年	2011年	2010年
净利润	19,715.21	57,489.69	74,167.39
加：资产减值准备	557.59	327.24	314.31
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	48,899.49	49,249.41	44,267.38
无形资产摊销	818.29	790.98	636.26
长期待摊费用摊销	933.18	699.50	1,150.39
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	312.02	415.75	-64.81
财务费用（收益以“-”号填列）	29,050.78	21,589.86	18,145.20
投资损失（收益以“-”号填列）	-5,029.67	-13,689.53	-4,429.91
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	120.81	-406.12	-240.73
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	-32.71	-91.96	-32.71
存货的减少（增加以“-”号填列）	27,139.68	-15,236.32	-13,022.09
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	28,188.97	-493.25	-22,413.78
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-38,629.12	-4,433.45	7,169.46
其他	-	-24.67	-305.45
经营活动产生的现金流量净额	112,044.53	96,187.11	105,340.92

附录四 主要财务指标计算公式（或按旧会计准则相应替换公式）

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{列入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率（次）	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率（次）	$\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期（天）	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	营业收入现金率	$\text{经营活动现金流入小计} / \text{营业收入}$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	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	不能偿还债务。

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。