

2019 年广东英联包装股份有限公司
可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【366】号 01

债券简称：英联转债

增信方式：保证担保

担保主体：翁伟武、翁
伟伟、翁伟嘉、翁伟博、
柯丽婉、蔡沛依、翁清
钦、罗素华、翁子腾、
许雪妮

债券剩余规模：2.09 亿
元

债券到期日期：2025 年
10 月 21 日

债券偿还方式：按年计
息，每年付息一次，附
债券赎回及回售条款

分析师

姓名：
王先宗 钟继鑫

电话：
0755-8287 3175

邮箱：
wangxz@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于中证
鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897
网址：

www.cspengyuan.com

2019 年广东英联包装股份有限公司可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	A+	A+
发行主体长期信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 19 日	2019 年 12 月 23 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对广东英联包装股份有限公司（以下简称“英联股份”或“公司”，股票代码：002846.SZ）及其 2019 年 10 月 21 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 A+，发行主体长期信用等级维持为 A+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到得益于良好的产品质量及客户粘性，公司收入增长较快；同时中证鹏元也关注到，金属易开盖行业竞争激烈，公司规模较小，抗风险能力弱；公司产能扩张较快，面临较大的资本支出压力，未来新增产能能否顺利消化存在不确定性，且公司有息债务规模大幅攀升，债务压力加重等风险因素。

正面：

- 得益于良好的产品质量及客户粘性，公司收入增长较快。出于食品安全考虑，下游食品、饮料企业对产品质量要求较高。得益于公司良好的产品品质及客户粘性，2019 年公司新增年产能合计 22.87 亿片，主要销售区域华南、华东、海外均实现销售额大幅增长，同比增速分别为 38.67%、62.29%、48.02%，全年销售收入同比增长 42.91%。

关注:

- **金属易开盖行业竞争激烈，公司规模较小，抗风险能力弱。**2019 年受细分领域激烈竞争影响，主要生产饮料易开盖的重要子公司佛山宝润金属制品有限公司（以下简称“佛山宝润”）净利润亏损 1,046.11 万元。目前公司本部主要产品干粉、罐头易开盖毛利较高，但由于金属易开盖行业准入门槛较低、投资周期短，资本进入将导致行业产能过剩压缩盈利空间，公司规模较小，抗风险能力弱。
- **公司产能扩张较快，面临较大的资本支出压力，未来新增产能能否顺利消化存在不确定性。**截至 2019 年末，公司主要在建项目预计总投资为 11.28 亿元，尚需投入资金 6.02 亿元（含 1.02 亿元铺底流动资金），公司面临较大的资本支出压力。达产后公司产能预计达到 190 余亿片/年，新增产能主要为饮料易开盖，该细分领域产能过剩，未来能否顺利消化存在不确定性。
- **公司有息债务规模大幅攀升，债务压力加重。**随着营运规模的扩张，公司及子公司更多的需求银行借款来补充营运资金及资本支出。2019 年末公司资产负债率为 48.07%，有息债务规模同比增长 84.53%，债务压力加重。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	149,704.48	146,193.86	112,250.72	69,911.66
归属于母公司所有者权益合计	73,686.99	70,992.81	56,808.66	52,586.27
有息债务	43,213.13	37,949.03	20,565.13	1,666.25
资产负债率	47.40%	48.07%	45.67%	23.05%
流动比率	1.51	1.54	1.06	2.24
速动比率	0.98	1.06	0.70	1.50
营业收入	20,187.59	117,039.13	81,895.65	45,789.80
营业利润	1,783.09	9,698.01	5,294.48	4,990.48
净利润	1,482.61	8,223.08	4,424.24	4,542.22
综合毛利率	20.93%	21.28%	18.30%	21.90%
总资产回报率	-	8.69%	6.35%	9.66%
EBITDA	-	16,615.37	9,163.28	7,059.08
EBITDA 利息保障倍数	-	10.40	17.05	80.80
经营活动现金流净额	-1,077.75	17,662.44	8,840.91	2,498.98

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年10月21日发行6年期2.14亿元可转换公司债券，募集资金计划用于收购广东满贯包装有限公司（以下简称“满贯包装”）76.60%股权及投入智能生产基地建设项目。根据公司公告，截至2019年12月31日，本期债券募集资金账户余额为2,992.92万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变化。2019年4月26日，因部分股权激励对象离职，公司回购其所持已获授但尚未解锁的限制性股票10.88万股，回购价格为10.95元/股。2019年5月20日，公司限制性股票回购完成注销，公司注册资本由原来的19,464.32万元变更为19,453.44万元。2020年5月8日，因部分股权激励对象离职、违反有关法规、考核不合格等因素，公司以自有资金回购其所持已获授但尚未解锁的限制性股票15.664万股，回购价格为10.95元/股。本次回购注销后，公司注册资本由19,453.44万元变更为19,437.776万元。

截至2020年3月末，公司注册资本及实收资本均为19,453.44万元，控股股东仍为翁伟武，持有公司29.71%的股份，实际控制人为翁氏家族的翁伟武、翁伟炜、翁伟嘉、翁伟博、蔡沛依、柯丽婉，为一致行动人，持股比例合计为69.08%。截至2020年3月末，公司实际控制人质押股份合计7,666.64万股，占持股总数的57.04%。

表1 截至2020年3月末公司前十名股东持股情况

股东名称	持股数量（万股）	持股比例（%）	质押股份占其持有股份比例
翁伟武	5,779.20	29.71	63.30
翁伟炜	2,755.20	14.16	45.73
翁伟嘉	1,747.20	8.98	57.69
翁伟博	1,411.20	7.25	58.11
蔡沛依	1,344.00	6.91	68.49
方平	449.40	2.31	-
柯丽婉	403.20	2.07	-
中国工商银行-易方达价值成长混合型证券投资基金	249.99	1.29	-
吕英	234.89	1.21	-
华夏人寿保险股份有限公司-自有资金	192.60	0.99	-

合计	14,566.88	74.94	-
----	-----------	-------	---

注：以上持股数量均为四舍五入后列示。“-”表示无公开数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2020年5月，公司实施2019年度权益分派方案，每10股派1.297679元人民币现金。因此，本期债券转股价格由13.54元/股调整为13.41元/股，自2020年6月1日起生效。2019年，公司合并报表范围新增一家在扬州新设的子公司，见表1。

表2 2019 年公司合并报表范围变化（单位：万元）

2019 年新纳入公司合并范围子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式	主营业务
英联金属科技（扬州）有限公司	100%	20,000	新设	金属材料加工

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

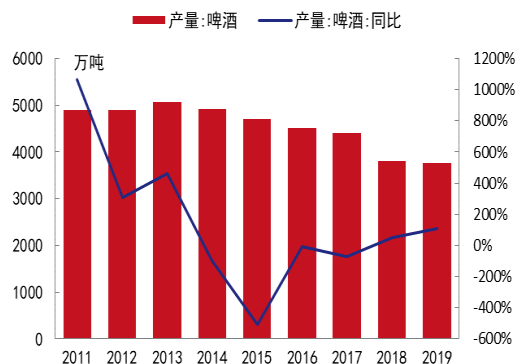
金属易开盖行业呈缓慢增长态势，但COVID-19疫情对供需产生短期冲击

金属易开盖行业是金属包装行业的细分领域，与快速消费品行业发展密切相关，也与宏观经济形势、下游消费需求有高度关联性。金属包装具有环保、回收利用高、机械性能好、阻隔性能优异、保质期长、易于实现自动化生产、装潢精美、形状多样等优点，在快速消费品的生产制造领域得到广泛使用。根据科尔尼公司的调研统计，国内金属包装约70%的需求来自食品饮料包装行业。

随经济下行压力的增大，我国消费需求增速放缓。2019年，我国社会消费品零售总额为411,649.00亿元，同比增长8.00%，增速较2018年下降0.98个百分点。受COVID-19疫情影响，2020年1月下旬开始，全国大部分地区均采取了减少人员聚集、交通管制等措施，生产及消费均受到短期冲击。2020年1-4月我国社会消费品零售总额106,757.50亿元，同比下降16.2%。

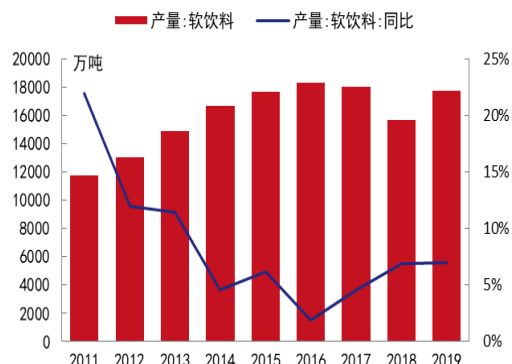
近年随下游消费需求增速的放缓，金属包装行业呈现缓慢增长态势。食品饮料金属包装主要应用于啤酒、软饮料（碳酸饮料、含乳饮料、植物蛋白饮料等）、奶粉、罐头等领域。软饮料行业已进入成熟期，近年来产量增速保持在2%-8%之间，保持缓慢增长；受消费观念和健康意识提升影响，啤酒行业已进入成熟期，产量保持稳定，罐头行业产量大幅下滑。

图1 近年我国啤酒产量保持稳定



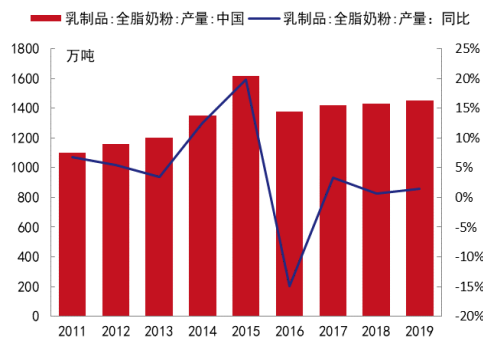
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图2 2019年我国软饮料产量保持增长



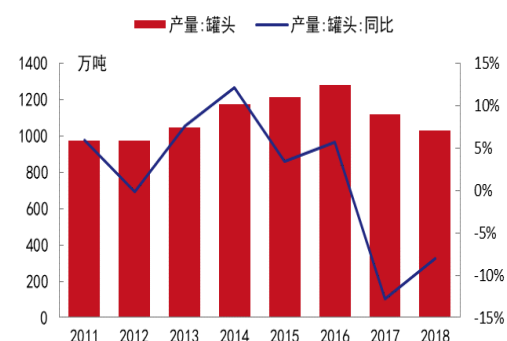
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图3 近年我国全脂奶粉产量趋稳



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图4 2017年以来我国罐头产量大幅下滑



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

近年来，马口铁、铝材价格呈下降趋势，金属易开盖行业成本端压力减弱

金属易开盖行业直接客户以制罐类包装企业为主，下游主要是饮料、食品等消费品行业，因下游企业集中度较高，竞争非常激烈，金属包装企业向下的成本转嫁能力弱，产品盈利水平易受原材料价格波动影响。

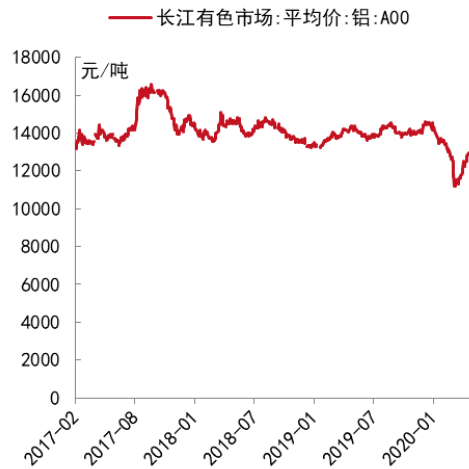
金属易开盖的原材料主要为马口铁、铝材等原材料冶炼、加工行业，其价格受钢铁、铝的大宗商品价格影响而有所波动。在环保政策边际放松、产能置换项目投入使用下，行业产量较快增长，供给偏紧得到缓解，2018年四季度以来钢价呈现下降趋势。从终端价格来看，2019年马口铁（镀锡板卷）、铝价格维持下降趋势，金属易开盖行业成本端压力减弱。

图5 近年国内镀锡板卷价格呈下降趋势



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图6 2020年以来国内铝锭价格出现大幅下跌



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

金属易开盖行业市场分散、竞争激烈，未来集中度有望提高

金属易开盖国内生产企业较为分散、同质化严重，行业内以小规模企业为主。行业准入门槛较低，资本投入周期较短。行业整体竞争激烈。除行业内自有竞争外，行业面临一定的下游延伸冲击。个别大型罐厂自行生产易开盖产品，一方面，可避免易开盖供应商供应不及时；另一方面，可满足自身产品定制化配套需求。

下游食品饮料制造企业市场集中度较高，金属罐制造行业在经历高速扩张后迎来行业整合期，代表案例如奥瑞金入股中粮包装和黄山永新股份有限公司，昇兴股份收购太平洋制罐有限公司国内业务等。食品饮料制造商及金属罐生产商行业集中度的提升将导致供给向大型易开盖制造商集中，金属易开盖行业集中度有望提高。

四、经营与竞争

2019年公司主营业务收入仍主要来源于易开盖销售，主要产品有干粉易开盖、罐头易开盖、饮料易开盖、日化用品易开盖。得益于公司良好的产品品质及客户粘性，2019年公司实现营业收入11.70亿元，同比增长42.91%。受益于高毛利产品干粉易开盖收入大幅增长，罐头易开盖毛利率大幅提升且收入大幅增长，公司综合毛利率同比上升2.98个百分点。

受COVID-19疫情影响，公司一季度实现收入2.02亿元，同比下降27.33%；毛利率20.93%，较2019年下降0.35个百分点。2020年3月末，国内疫情基本得到控制，公司基本实现复工复产。考虑到下游食品、饮料刚性需求稳定，预计疫情对2020年全年收入影响有限。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月		2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
干粉易开盖	6,990.53	26.14%	39,597.90	30.51%	22,391.68	28.13%
罐头易开盖	4,883.25	31.49%	28,314.63	26.96%	17,661.60	17.73%
饮料易开盖	4,735.85	8.17%	27,625.22	6.17%	24,311.25	10.99%
日化用品易开盖	221.35	40.95%	1,285.59	49.61%	1,476.98	40.70%
其他产品	2,127.15	16.32%	12,924.44	19.98%	11,030.63	19.42%
主营业务收入合计	18,958.13	22.10%	109,747.79	22.45%	76,872.14	19.31%
其他业务	1,229.45	2.80%	7,291.34	3.61%	5,023.50	2.90%
营业收入合计	20,187.59	20.93%	117,039.13	21.28%	81,895.65	18.30%

注：其他产品指用于三片罐及非金属罐的配套金属底盖，其他业务为销售金属废料。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

通过自建，公司产能扩张较快，产能利用率较高，但面临较大的资本支出压力，未来新增产能能否顺利消化存在一定不确定性

为扩大市场占有率，近年来公司不断加大在金属易开盖领域的投资，通过新增释放及同业并购，不断提升公司的产量及销量，提高公司在行业内的竞争力。得益于公司本部及子公司新增产能释放，截至2019年末，公司产能合计87.58亿片/年，同比增长22.87亿片/年。

公司对干粉易开盖技术进行升级改造，部分落后产能停产，导致干粉易开盖产能利用率较低。未来公司计划通过对外出售或报废等方式处置该部分落后产能。除此之外，2019年公司其他产品产能利用率均达80%以上，总体产能利用率继续维持在较高水平。

表4 公司主要产品产能、产量、销量情况（单位：亿片）

2019 年					
产品类别	年产能	产量	销量	产能利用率	产销率
干粉易开盖	22.36	14.33	14.27	64.09%	99.60%
罐头易开盖	22.30	18.18	17.93	81.53%	98.61%
饮料易开盖	41.96	40.24	39.69	95.89%	98.64%
日化用品易开盖	0.96	0.84	0.75	88.28%	88.87%
合计	87.58	73.59	72.64	-	-
2018 年					
产品类别	年产能	产量	销量	产能利用率	产销率
干粉易开盖	16.18	11.02	10.00	68.10%	90.70%
罐头易开盖	12.17	11.40	11.31	93.67%	99.15%
饮料易开盖	35.38	32.84	32.23	92.81%	98.15%
日化用品易开盖	0.98	0.87	0.84	88.78%	96.35%
合计	64.71	56.13	54.38	-	-

注：该表内饮料易开盖产能产量数据包括了佛山宝润为外部机构代工生产的饮料盖数据。

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司在建项目为本期债券募投项目智能生产基地建设项目与饮料易开盖项目，预计总投资为11.28亿元，尚需投入资金6.02亿元（含1.02亿元铺底流动资金），期末货币资金余额为16,991.72万元（含本期债券募集资金余额2,992.92万元），在建项目资金缺口较大，公司面临较大的资本支出压力。

本期债券募投项目智能生产基地建设项目主要为公司新建的厂房，建成后52.84亿片/年产能主要为置换老厂区现有产能及其后续释放的产能，预计新增产能8.67亿片/年。饮料易开盖项目为子公司英联金属科技（扬州）有限公司在建的生产基地，该项目位于江苏省扬州市，主要建设内容为建筑工程、设备搬迁及设备购置。项目完工后将拥有近131亿片/年的产能，包括拟引进的子公司佛山宝润4条饮料盖生产线及其配套设施，拟采购的4条高速自动化饮料盖生产线及相关软硬件配套设施，预计新增产能95.50亿片/年。预计2020年引入2条生产线，全年满产产能约60亿片，当期释放年产能约10-15亿片。

考虑到终端消费增速放缓，金属包装行业增长缓慢，公司产能扩张较快，在建项目建成后公司产能预计可达190余亿片/年，且新增产能主要为饮料易开盖，该细分领域产能过剩，毛利低，主要生产饮料易开盖的子公司佛山宝润目前处于亏损状态。未来新增产能能否顺利消化存在不确定性。

表5 截至 2019 年末公司主要在建项目（单位：万元、亿片/年）

项目名称	预计总投资	已投资额	2020 年计划投入	建成后产能	新增产能
智能生产基地建设项目	57,026.00	9,838.37	24,000.00	52.82	8.67
扬州生产基地建设项目 （饮料易开盖项目）	55,815.00	9,113.91	21,000.00	131.00	95.50
合计	112,841.00	18,952.29	45,000.00	183.82	104.17

注：智能生产基地建设项目（本期债券募投项目）包含29,990.00万元设备购置款，均为公司本部现有生产设备、在建工程转固及IPO募投项目涉及的生产设备，包含0.37亿元佛山宝润转入的固定资产，无需额外资金投入；饮料易开盖项目包含1.02亿元铺底流动资金。

资料来源：公司提供

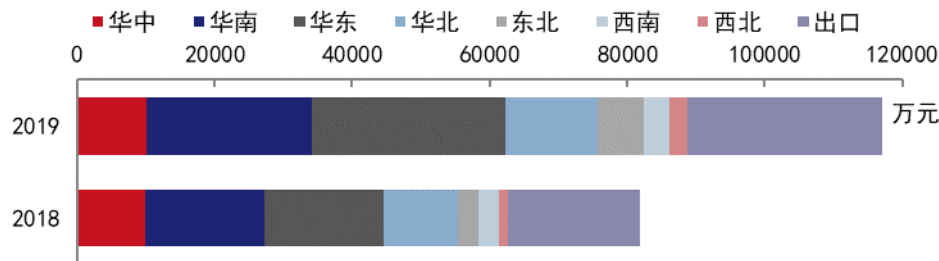
公司海外地区、华东市场销售额大幅增长，海外销售有望成为收入增长的主要来源，出口退税政策利好公司海外销售业务盈利；但细分市场竞争激烈，重要子公司存在盈利下滑趋势

公司核心产品为预刻有一定深度的刻线并铆有拉环、开启时能沿着刻线安全打开的金属易开盖，应用于快速消费品包装。公司产品品种繁多，产品线覆盖干粉、罐头、饮料和日化用品易开盖，在行业内具有一定的品牌知名度和竞争力，系当前国内专注于易开盖制造企业中唯一的上市公司。公司产品体积小便于运输，销售半径大，销售区域广泛。

出于食品安全考虑，下游食品、饮料企业对产品质量要求较高。得益于公司良好的产品品质及客户粘性，2019年主要销售区域华南、华东、海外均实现销售额大幅增长，同比增速分别为38.67%、62.29%、48.02%，全年销售收入同比增长42.91%。2019年，国内销售毛利率较为稳定，得益于出口退税政策影响，出口销售毛利率提高8.45个百分点，大幅提高了公司盈利水平。

近年，公司海外销售增长较快，同时大力拓展海外市场也是公司的主要战略目标。根据公司方称，公司已于2020年2月通过雀巢全球认证体系，海外订单存在增长潜力，未来海外地区收入有望成为公司收入增长的主要来源。

表6 2019年公司主要销售区域收入均实现大幅增长



资料来源：公司提供

表7 近年公司客户结构稳定（单位：万元）

客户名称	2019 年销售额	占年度营业收入比例
嘉美及其关联方	7,925.75	6.77%
广东富春投资有限公司	5,882.51	5.03%
奥瑞金及其关联方	5,750.02	4.91%
大满制罐及其关联方	4,539.41	3.88%
中粮包装及其关联方	4,315.37	3.69%
合计	28,413.06	24.28%
客户名称	2018 年销售额	占年度销售总额比例
嘉美及其关联方	10,140.35	12.38%
广东富春投资有限公司	3,650.94	4.46%
奥瑞金及其关联方	2,420.91	2.96%
中粮包装及其关联方	2,345.69	2.86%
大满制罐及其关联方	2,261.60	2.76%
合计	20,819.49	25.42%

资料来源：公司提供

公司于 2017 年 8 月出资 600.00 万元收购佛山宝润、于 2018 年 9 月出资 12,256.00 万元收购满贯包装，分别形成商誉 0.00 万元、3,424.73 万元。2019 年两者收入合计占公司合并收入比例为 46.20%。

佛山宝润成立于 2011 年，是一家专门从事生产、加工、销售铝质易拉盖和底盖的企业，已为国内诸多品牌企业（如红牛、旺旺、银鹭、养元、达利园、王老吉、启力、喜多多等）提供产品。截至 2019 年末，佛山宝润产能为饮料易开盖 38.61 亿片/年。

饮料易开盖细分领域前期的高毛利吸引各方资本进入导致行业产能过剩，加之饮料产品单体价值较低，饮料易开盖利润空间有限。2019 年佛山宝润综合毛利下降 5.49 个百分点至 2.91%，净利润亏损 1,046.11 万元。公司拟对生产设备进行升级换代，提高生产效率，降低生产成本。

表8 佛山宝润、满贯包装主要财务指标（单位：万元）

项目	佛山宝润		满贯包装	
	2019年	2018年	2019年	2018年
总资产	21,828.10	17,198.82	24,027.29	23,471.09
所有者权益	4,305.49	5,270.86	13,136.93	10,588.21
营业收入	29,319.71	25,872.88	24,752.13	23,597.30
营业利润	-1,047.70	287.50	2,889.97	2,985.18
净利润	-1,046.11	287.16	2,548.72	2,344.91
资产负债率	80.28%	69.35%	45.32%	54.89%
综合毛利率	2.91%	8.40%	24.19%	27.82%
经营活动现金流净额	1,062.18	3,469.88	3,226.33	3,570.27

注：表中2018年数据均采用2019年审计报告年初数（上期数）。

资料来源：佛山宝润、满贯包装2019年审计报告

满贯包装成立于2002年，作为国内较早进入奶粉易撕盖领域的企业，其在奶粉易撕盖的技术研发、操作工艺和生产经验等方面优势突出。主要客户包括奥瑞金、中粮包装、大满集团、吉盛制罐等。截至2019年末，满贯包装产能主要为干粉易开盖3.25亿片/年。

2019年满贯包装实现收入24,752.13万元，同比小幅增长4.89%；综合毛利率同比下降3.63个百分点，主要系满贯包装产品较为单一，下游客户自行生产易撕盖对其形成一定的替代压力。

公司与满贯包装签订的股权转让协议包含盈利预测补偿条款，条款约定满贯包装2018-2020年净利润（扣除非经常性损益前后孰低）分别不低于1,800.00万元、2,000.00万元、2,200.00万元。若低于上述净利润，则满贯包装原股东黎泽棉需对公司进行补偿。2019年满贯包装实现净利润2,548.72万元，达到业绩承诺要求。

总的来看，金属易开盖行业市场分散、同质化严重。受细分领域激烈竞争影响，2019年佛山宝润净利润亏损1,046.11万元。目前公司本部主要产品干粉、罐头易开盖毛利较高，但由于金属易开盖行业准入门槛较低，资本投入周期较短，资本进入将导致行业产能过剩压缩盈利空间，公司规模较小，抗风险能力弱。

公司产品成本中原材料成本占比高，2019年以来主要原材料价格趋于下行，公司成本压力持续减弱

公司营业成本中直接材料占比达70%以上，原材料对公司产品质量和生产成本有较大影响。公司采购的原料主要包括马口铁、铝材，市场价格透明，2019年以来，马口铁价格呈下降趋势，铝材价格波动下降。2019年公司马口铁采购占比提高系罐头易开盖销量增长所致。

表9 2018-2019年原材料占成本的比重（单位：万元）

构成	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
铝材	30,529.11	35.87%	31,681.88	51.08%
马口铁	34,522.24	40.56%	14,450.07	23.30%
其他	4,930.68	5.79%	4,798.55	7.74%
合计	69,982.03	82.23%	50,930.50	82.11%

资料来源：公司提供

为了控制产品质量及稳定性，公司建立了严格的供应商筛选体系，因此公司原材料供应商结构较为稳定，2019年，前五大供应商采购金额占比由2018年的47.24%下降至38.05%，集中度不高；占比下降主要系2018年设备采购金额较大，原材料采购额实际变化不大。

表10 2018-2019年公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

供应商名称	2019 年采购额	占年度采购总额比例
江门百得利包装材料有限公司	9,622.24	10.42%
丽岛新材料及关联方小计	7,233.13	7.83%
中山中粤马口铁工业有限公司	6,521.24	7.06%
明泰及关联方小计	6,112.35	6.62%
河南中孚及关联方小计	5,652.50	6.12%
合计	35,141.46	38.05%
供应商名称	2018 年采购额	占年度采购总额比例
苏州斯莱克精密设备股份有限公司	11,228.43	14.94%
江门百得利包装材料有限公司	8,158.35	10.85%
明泰及关联方小计	6,327.67	8.42%
丽岛新材料及关联方小计	5,004.36	6.66%
中山中粤马口铁工业有限公司	4,784.63	6.37%
合计	35,503.44	47.24%

资料来源：公司提供

公司生产产品所需的主要原材料采购周期较长，如铝盖材的采购周期通常为30-45天，铝拉环材和马口铁盖材的采购周期为60天左右，从稳定公司生产经营出发，需维持一定规模的原材料安全库存，且采购过程存在一定的时耗。公司采购价格变化较原材料镀锡板卷

及铝锭价格变化有一定的滞后性。2019年，公司原材料成本端受2018年镀锡板卷价格下降及铝锭价格高位震荡影响，压力有所减弱。随着原材料价格下降逐步向公司传导，预计未来成本压力将进一步减弱。

表11 2018-2019年主要原材料采购均价（单位：元/吨）

构成		2019 年		2018 年	
		均价	变动	均价	变动
铝材	盖材	17,985.89	0.12%	17,964.26	16.63%
	拉环材	18,765.73	-2.41%	19,229.65	-2.73%
	铝箔	47,292.40	-6.32%	50,485.49	-0.27%
马口铁	盖材	6,117.06	-0.32%	6,136.92	13.05%
	拉环材	6,588.87	5.28%	6,258.69	16.00%

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，以及未经审计的2020年第一季度报告，报表均采用新会计准则编制。2019年，公司合并范围内新增设立于扬州的子公司英联金属科技（扬州）有限公司1家。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但较大规模的应收账款及存货对公司营运资金形成一定占用

公司资产规模持续增长，截至2020年3月末，公司总资产规模为14.97亿元，较2018年末增长33.37%，主要系长期债务增长、利润留存所致。2019年末，公司流动资产占比为42.14%，同比变化不大。

截至2019年末，公司货币资金余额为16,991.72万元，其中4,086.99万元为保证金及质押定期存款。2019年末货币资金规模同比增长201.19%，主要系本期债券发行所致。截至2019年末应收账款账面价值21,140.27万元，同比增长6.30%；应收账款账龄在1年以内的占比95%以上，已计提坏账准备1,754.92万元；应收对象前5名合计占应收账款期末余额的38.30%。公司存货主要为原材料、库存商品，2019年末占比分别为44.65%、38.17%，占比结构变化不大。2019年公司存货账面价值增长21.17%，主要系收入增长持续备货所致。

公司产品种类丰富、原材料采购周期较长等因素决定公司需保持较高规模的存货储备，但大规模库存对营运资金形成一定占用。

截至2019年末，公司固定资产账面价值4.19亿元，以机器设备为主；在建工程账面价值为1.86亿元，主要为公司首次公开发行股票（IPO）募投项目、本期债券募投项目投入。2019年末公司固定资产和在建工程均有所增长，主要系公司产能扩张、在建项目的持续推进所致。公司无形资产主要包含3宗土地使用权，2019年末账面价值为8,602.75万元。公司商誉为并入满贯包装所形成，截至2019年末为3,424.73万元，未计提减值。公司其他非流动资产主要为在建项目预付设备采购款，随项目建设有所波动。截至2019年末，公司受限资产为19,042.95万元，主要为用于银行抵押借款的土地使用权、厂房及生产设备等资产，占当期末总资产的比重为13.03%。

总体来看，由于长期债务增长、利润留存，公司资产规模持续增长。2019年末应收账款及存货合计占总资产比重为28.17%，对公司营运资金形成一定占用。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 3 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13,281.94	8.87%	16,991.72	11.62%	5,641.47	5.03%
应收账款	20,067.32	13.40%	21,140.27	14.46%	19,887.55	17.72%
存货	21,867.80	14.61%	20,047.32	13.71%	16,544.85	14.74%
流动资产合计	63,092.77	42.14%	64,362.94	44.03%	48,612.22	43.31%
固定资产	43,625.87	29.14%	41,855.43	28.63%	38,090.65	33.93%
在建工程	20,564.33	13.74%	18,605.75	12.73%	10,798.76	9.62%
无形资产	8,449.98	5.64%	8,602.75	5.88%	9,043.44	8.06%
商誉	3,424.73	2.29%	3,424.73	2.34%	3,424.73	3.05%
其他非流动资产	9,597.20	6.41%	8,374.46	5.73%	1,498.92	1.34%
非流动资产合计	86,611.71	57.86%	81,830.92	55.97%	63,638.50	56.69%
资产总计	149,704.48	100.00%	146,193.86	100.00%	112,250.72	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

资产运营效率

公司净营业周期缩短，总资产周转效率变化不大

公司下游客户以金属罐制造企业为主，数量众多且主要合作对象经营实力较强，销售以现金结算为主。2019年公司应收账款周转天数和存货周转天数较上年下降，主要系公司加强了对应收账款及存货的管理力度。公司应付账款主要为应付原材料和设备供应商款

项，以现金、商业承兑汇票结算，结算期限在90天以内。2019年公司应付账款周转天数小幅提高。综合以上原因，公司2019年净营业周期缩短约17天至47.79天。

2019年，公司收入规模及资产规模均大幅提升，流动资产及固定资产周转天数均小幅缩短，总资产周转效率变化不大。

表13 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收账款周转天数	63.10	72.15
存货周转天数	71.49	75.53
应付账款周转天数	86.80	82.59
净营业周期	47.79	65.09
流动资产周转天数	173.75	183.26
固定资产周转天数	122.95	129.11
总资产周转天数	397.47	400.38

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入规模持续增长，整体盈利情况有所改善，预计疫情对2020年全年收入影响有限

受益于产能快速释放及下游需求的增长，2019年公司实现营业收入11.71亿元，同比增长42.91%。未来随着在建项目投产，产能规模将进一步扩大，需关注在建产能后续消化压力。受COVID-19疫情影响，2020年1-3月公司营业收入同比下降27.33%。2020年3月末，国内疫情基本得到控制，公司基本实现复工复产。考虑到下游食品、饮料刚性需求稳定，预计疫情对2020年全年收入影响有限。

2019年，公司高毛利产品收入提升，外加金属制品出口退税率的大幅提高以及采购价的小幅回落，公司综合毛利率、营业利润率分别同比提高2.98个百分点和1.83个百分点，整体盈利情况有所改善。

表14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
营业收入	20,187.59	117,039.13	81,895.65
营业利润	1,783.09	9,698.01	5,294.48
利润总额	1,735.33	9,710.62	5,248.81
净利润	1,482.61	8,223.08	4,424.24
综合毛利率	20.93%	21.28%	18.30%

期间费用率	14.81%	12.44%	11.19%
营业利润率	8.83%	8.29%	6.46%
总资产回报率	-	8.69%	6.35%
净资产收益率	-	12.01%	7.71%
营业收入增长率	-27.33%	42.91%	78.85%
净利润增长率	-40.31%	85.86%	-2.60%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，但由于产能扩张较快，公司面临较大资本支出压力

2019年公司FFO为1.52亿元，同比增长73.68%，经营活动获取现金能力大幅提升。由于公司应付款项的大幅上涨，营运资本对公司资金的占用减少，2019年经营活动净现金流为1.77亿元，同比增长99.78%。

出于扩大产能的需要，公司主要投资活动由购买银行保本理财产品变为在建项目投入。随着在建项目逐步投入，公司投资活动现金净流出保持较大规模，2019年净流出规模为2.58亿元。

公司对资金有较大需求。2019年，公司通过银行取得借款1.42亿元，发行本期债券募集资金2.14亿元；筹资活动产生的现金流量净额为1.81亿元。截至2019年末，公司在建项目尚需投入6.02亿元（含1.02亿元铺底流动资金），面临较大资本支出压力。

表15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
净利润	8,223.08	4,424.24
非付现费用	5,744.96	4,186.35
非经营损益	1,191.61	118.02
FFO	15,159.65	8,728.61
营运资本变化	2,324.32	-724.55
其中：存货减少（减：增加）	-3,547.75	-1,947.34
经营性应收项目的减少（减：增加）	-1,398.59	-4,704.33
经营性应付项目的增加（减：减少）	7,270.66	5,927.12
经营活动产生的现金流量净额	17,662.44	8,840.91
投资活动产生的现金流量净额	-25,761.15	-19,692.69
筹资活动产生的现金流量净额	18,096.02	12,207.62
现金及现金等价物净增加额	10,209.19	1,512.19

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模大幅攀升，债务压力加重

由于本期债券的发行，公司负债规模大幅提高，2019年末同比增长37.10%。受益于利润留存，2019年末公司所有者权益同比增长24.48%。受上述因素影响，公司产权比率同比提高8.52个百分点，权益对负债的保障水平小幅下降。此外，公司计划申请非公开发行A股不超过58,360,320股，募集资金总额不超过（含发行费）50,000万元，该申请于2020年6月5日获得中国证监会受理。

表16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	70,952.60	70,276.49	51,260.84
所有者权益	78,751.88	75,917.36	60,989.88
产权比率	90.10%	92.57%	84.05%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

2019年，由于本期债券的发行及长期借款的增加，公司非流动负债占比由2018年的10.73%提高至40.44%。2019年末，公司短期借款为0.97亿元，同比减少32.51%。2019年末长期借款为0.98亿元，同比增长631.15%，主要为在建项目的专项借款。应付债券即为本期债券，2019年10月公司成功发行2.14亿元可转换公司债券，扣除发行费用后，截至2019年末，对应权益部分金额0.59亿元，计入其他权益工具，对应负债部分金额1.47亿元，计入应付债券。

表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	14,170.09	19.97%	9,678.95	13.77%	14,341.00	27.98%
应付票据	11,299.12	15.92%	14,602.91	20.78%	9,906.07	19.32%
应付账款	10,131.89	14.28%	9,576.59	13.63%	10,343.33	20.18%
流动负债合计	41,871.74	59.01%	41,858.51	59.56%	45,759.24	89.27%
长期借款	9,558.11	13.47%	9,826.67	13.98%	1,344.00	2.62%
应付债券	14,998.99	21.14%	14,664.27	20.87%	0.00	0.00%
非流动负债合计	29,080.85	40.99%	28,417.98	40.44%	5,501.60	10.73%
负债合计	70,952.60	100.00%	70,276.49	100.00%	51,260.84	100.00%
其中：有息债务	43,213.13	60.90%	37,949.03	54.00%	20,565.13	40.12%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

公司有息债务为短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、长期应付款和应付债券，其中2019年末长期应付款为应付融资租赁款1,838.58万元。截至2019年末有息债务规模为3.79亿元，同比增长84.53%。有息债务快速增加，公司偿债压力增大。截至2019年末，公司在授信合同有效期内获得的银行授信总额为7.67亿元，未使用额度为3.60亿元。公司当前受限资产不大，银行授信规模尚有一定空间，具有一定融资弹性。从偿还期限来看，2020年公司需偿还1.17亿元，占2019年末有息债务的30.84%，2019年公司面临一定的短期偿债压力。

表18 截至 2019 年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
本金	11,705.11	2,051.40	3,316.23	20,876.29

资料来源：公司提供

受公司融资规模持续扩大的影响，2019年末资产负债率有所提升。由于流动负债的减少，2019年末流动比率及速动比率均有所上升。EBITDA规模随公司收入增长而稳步上升，但由于债务规模迅速增长，利息支出较大，EBITDA利息保障倍数由2018年的17.05下降至2019年的10.40。

表19 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
资产负债率	47.40%	48.07%	45.67%
流动比率	1.51	1.54	1.06
速动比率	0.98	1.06	0.70
EBITDA（万元）	-	16,615.37	9,163.28
EBITDA 利息保障倍数	-	10.40	17.05
有息债务/EBITDA	-	2.28	2.24
债务总额/EBITDA	-	4.23	5.59
经营性净现金流/流动负债	-0.03	0.42	0.19
经营性净现金流/负债总额	-0.02	0.25	0.17

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

公司实际控制人翁伟武、翁伟炜、翁伟嘉、翁伟博、柯丽婉、蔡沛依及其直系亲属翁清钦、罗素华、翁子腾、许雪妮为本期债券的本金及应付利息、因违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为实现债权而产生的一切合理费用提供全额无条件不可撤销的连带责

任保证担保。担保人承担连带保证责任的期间为本期债券的存续期及到期之日起两年或主债权消灭之日（以先到者为准）。上述担保方式对本期债券的偿付提供了一定保障。

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日为2020年4月7日）、满贯包装（查询日为2020年4月14日）、山东旭源包装制品有限公司（查询日为2020年4月9日）均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、评级结论

得益于良好的产品质量及客户粘性，2019年公司收入增长较快。同时中证鹏元也关注到金属易开盖细分领域竞争激烈，重要子公司佛山宝润及满贯包装收入表现不佳、盈利下滑。总的来看，由于行业准入门槛较低、投资周期短，资本进入将导致行业产能过剩压缩盈利空间，公司规模较小，抗风险能力弱。公司产能扩张较快，面临较大的资本支出压力，且新增产能主要为饮料易开盖，该细分领域产能过剩，毛利率低，生产饮料易开盖的子公司目前处于亏损状态。未来新增产能能否顺利消化存在不确定性，且公司有息债务规模大幅攀升，债务压力加重等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为A+，公司主体长期信用等级维持为A+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	13,281.94	16,991.72	5,641.47	2,647.61
应收账款	20,067.32	21,140.27	19,887.55	10,238.90
存货	21,867.80	20,047.32	16,544.85	11,528.66
固定资产	43,625.87	41,855.43	38,090.65	20,652.70
在建工程	20,564.33	18,605.75	10,798.76	3,308.89
资产总计	149,704.48	146,193.86	112,250.72	69,911.66
短期借款	14,170.09	9,678.95	14,341.00	1,570.00
应付票据	11,299.12	14,602.91	9,906.07	5,844.69
应付账款	10,131.89	9,576.59	10,343.33	4,602.68
一年内到期的非流动负债	1,985.33	1,940.56	2,183.45	96.25
长期借款	9,558.11	9,826.67	1,344.00	0.00
应付债券	14,998.99	14,664.27	0.00	0.00
长期应付款	1,834.22	2,696.68	2,696.68	0.00
负债总额	70,952.60	70,276.49	51,260.84	16,117.65
有息债务	43,213.13	37,949.03	20,565.13	1,666.25
所有者权益合计	78,751.88	75,917.36	60,989.88	53,794.00
营业收入	20,187.59	117,039.13	81,895.65	45,789.80
营业利润	1,783.09	9,698.01	5,294.48	4,990.48
净利润	1,482.61	8,223.08	4,424.24	4,542.22
经营活动产生的现金流量净额	-1,077.75	17,662.44	8,840.91	2,498.98
投资活动产生的现金流量净额	-6,206.57	-25,761.15	-19,692.69	-21,211.18
筹资活动产生的现金流量净额	4,362.39	18,096.02	12,207.62	16,734.44
财务指标	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
应收账款周转天数	-	63.10	72.15	79.49
存货周转天数	-	71.49	75.53	83.05
应付账款周转天数	-	86.80	82.59	85.53
净营业周期（天）	-	47.79	65.09	77.01
流动资产周转天数	-	173.75	183.26	213.49
固定资产周转天数	-	122.95	129.11	139.17
总资产周转天数	-	397.47	400.38	428.16
综合毛利率	20.93%	21.28%	18.30%	21.90%
期间费用率	14.81%	12.44%	11.19%	11.43%
营业利润率	8.83%	8.29%	6.46%	10.90%
总资产回报率	-	8.69%	6.35%	9.66%

净资产收益率	-	12.01%	7.71%	11.03%
营业收入增长率	-27.33%	42.91%	78.85%	34.81%
净利润增长率	-40.31%	85.86%	-2.60%	-18.04%
资产负债率	47.40%	48.07%	45.67%	23.05%
流动比率	1.51	1.54	1.06	2.24
速动比率	0.98	1.06	0.70	1.50
EBITDA（万元）	-	16,615.37	9,163.28	7,059.08
EBITDA 利息保障倍数	-	10.40	17.05	80.80
有息债务/EBITDA	-	2.28	2.24	0.24
债务总额/EBITDA	-	4.23	5.59	2.25
经营性净现金流/流动负债	-0.03	0.42	0.19	0.16
经营性净现金流/负债总额	-0.02	0.25	0.17	0.16

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末应付票据}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

附录三 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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。