



# 2021年嘉美食品包装(滁州)股份有限公司 可转换公司债券2023年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

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

让评级彰显价值



## 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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2021年嘉美食品包装(滁州)股份有限公司可转换公司债券2023年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	负面	负面
嘉美转债	AA	AA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到嘉美食品包装(滁州)股份有限公司(以下简称“嘉美包装”或“公司”,股票代码:002969.SZ)是国内规模较大的金属易拉罐生产商之一,拥有规模化、多区域、多品种的饮料灌装服务能力,主要客户较为优质且保持稳定,受益于外部环境好转以及需求回暖,2023年一季度公司利润同比大幅增长。同时中证鹏元也关注到,公司2022年盈利水平大幅下滑,客户集中度仍较高,整体产能利用率较低,且在在建产能规模较大,存在新增产能消化风险及资本支出压力,同时面临一定成本控制压力。

## 评级日期

2023年6月27日

## 联系方式

项目负责人: 毕柳  
bil@cspengyuan.com

项目组成员: 顾春霞  
guchx@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标(单位:亿元)

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	41.16	44.81	46.73	35.58
归母所有者权益	24.03	23.77	23.58	20.97
总债务	11.68	14.79	16.60	9.82
营业收入	7.97	29.81	34.52	19.92
净利润	0.24	0.17	1.64	0.35
经营活动现金流净额	1.20	3.23	3.19	1.76
净债务/EBITDA	--	3.07	1.39	1.74
EBITDA 利息保障倍数	--	4.94	10.04	6.68
总债务/总资本	32.71%	38.36%	41.31%	31.90%
FFO/净债务	--	13.22%	41.36%	25.27%
EBITDA 利润率	--	9.20%	12.35%	13.78%
总资产回报率	--	1.81%	5.66%	2.43%
速动比率	0.97	0.89	1.07	0.74
现金短期债务比	1.15	0.93	1.13	0.64
销售毛利率	10.91%	8.84%	12.37%	13.06%
资产负债率	41.62%	46.94%	49.54%	41.05%

资料来源:公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表,中证鹏元整理

## 优势

- **公司在金属易拉罐生产领域拥有一定竞争力，业务区域布局广。**公司是国内规模较大的金属易拉罐生产商之一，为客户提供一站式食品饮料包装容器和灌装解决方案，产品涵盖三片罐、二片罐、无菌纸包装等，整体产能规模较大，业务布局较完善，已在安徽、河南、四川、福建、河北、湖北、湖南、广西、江西、浙江等地设立了生产基地，形成了覆盖全国的网络化供应格局，拥有规模化、多区域、多品种的饮料灌装服务能力。
- **公司主要客户较为优质且保持稳定。**公司与多家知名食品及饮料企业建立了长期稳定的合作关系，养元饮品、统一实业、王老吉、银鹭集团、承德露露连续成为公司前五大客户，其中养元饮品与公司签订战略合作框架协议，连续多年成为公司第一大客户，公司占其份额较为稳定。
- **受益于外部环境好转以及需求回暖，2023年一季度公司利润同比大幅增长。**2023年一季度，随着外部环境好转，终端需求回暖，叠加无菌纸包、二片罐产能扩张，当期公司各项产品销售均有增长，合计实现营业收入 7.97 亿元，同比增长 13.43%，销售毛利率亦有所回升，当期实现净利润 0.24 亿元，较上年同期大幅增长。

## 关注

- **2022 年公司盈利水平大幅下滑。**受外部环境影响，2022 年终端消费需求不足，同时由于公司主要客户养元饮品、王老吉等的产品带有一定礼品属性，相关产品终端消费需求受外部环境冲击更大，导致公司下游订单收缩，产品销量明显下滑，营业收入同比下降 13.65%，毛利率亦受原材料涨价等因素影响有所下滑，叠加期间费用规模较大挤压利润，全年公司经营业绩大幅下降，净利润同比下滑 89.61%。
- **公司仍面临较大的客户集中风险。**公司跟随核心客户的市场布局建立生产基地，整体经营规模对大客户较为依赖，2022 年前五大客户销售收入占比 70.75%，虽然同比有所下降，但仍处于较高水平，需持续关注主要客户经营稳定性及对公司业绩的影响。
- **公司整体产能利用率较低，存在新增产能消化风险及资本支出压力。**2022 年受终端需求下降影响，公司各产品产能利用率均有下滑，三片罐、无菌纸包、PET 瓶及灌装服务产能利用率处于较低水平，且公司在建产能规模仍较大，截至 2022 年末主要在建项目总投资 11.62 亿元，尚需投资 5.83 亿元，但下游软饮料行业已进入成熟期，市场增长缓慢，未来新增产能能否顺利消化存在一定不确定性。
- **公司仍面临一定成本控制压力。**公司营业成本中直接材料占比达 75% 左右，主要原材料包括马口铁、铝材和易拉盖等，价格易受到供求关系及相关行业周期性的影响，呈现一定波动性；2022 年公司主要原材料采购均价均有所上涨，但公司主要产品销售成本转嫁存在迟缓、不完全的情况，使得销售毛利率有所下滑，面临一定成本控制压力。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司负面的信用评级展望。我们认为，受外部环境及下游需求波动等因素影响，近年公司业绩波动较大，其中 2022 年业绩大幅下滑，且第一大客户近年销量和收入规模总体呈下滑趋势，对公司收入和利润支撑减弱，公司经营和财务稳定性仍有待观察。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	嘉美包装	昇兴股份	宝钢包装	中粮包装	奥瑞金
总资产	44.81	77.86	82.99	140.75	170.36
营业收入	29.81	68.78	85.43	102.70	140.67
净利润	0.17	2.15	2.80	4.87	5.56
销售毛利率	8.84%	9.47%	8.02%	12.50%	11.86%
资产负债率	46.94%	62.77%	52.35%	59.30%	50.47%

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	7/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>aa</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA</b>

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

## 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/负面	AA/嘉美转债	2022-6-17	马琳丽、宋晨阳、何佳欢、龚程晨	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/负面	AA/嘉美转债	2021-6-24	谢海琳、何佳欢	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
嘉美转债	7.50	7.4981	2022-6-17	2027-08-09

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2021年8月9日发行6年期7.50亿元本期债券，募集资金原计划用于年产10亿罐二片罐生产线项目（嘉美包装）、年产10亿罐二片罐生产线建设项目（临颖嘉美）、福建无菌纸包生产线建设项目和孝感无菌纸包生产线建设项目。2021年公司不再使用募集资金投入“年产10亿罐二片罐生产线建设项目（临颖嘉美）”的投资建设，将该项目拟投入的募集资金增加至新增募投项目“二片罐生产线建设项目（鹰潭嘉美）”；2022年公司已终止“孝感无菌纸包生产线建设项目”建设，并将该项目募集资金用于新增的募投项目“滁州华冠饮料有限公司无菌纸包灌装扩产项目”。截至2022年末，公司尚未使用的本期债券募集资金余额为38,953.91万元（包括利息收入、现金管理收益并扣减手续费），其中1,453.91万元存放于募集资金账户，26,000.00万元用于暂时补充流动资金，11,500.00万元受托于兴业银行股份有限公司莆田分行进行现金管理。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均无变化。由于本期债券部分转股，同时因限制性股票激励对象离职，公司回购注销相关股票25.50万股，截至2023年3月31日，公司总股本降至96,195.35万股，中国食品包装有限公司持有公司46.44%股份，仍为公司控股股东；陈民和厉翠玲间接控股公司，并签订了《一致行动协议》，仍为公司的实际控制人，二人均为中国香港籍。截至2023年3月末，公司前十大股东无股权质押或冻结情况，公司股权结构及实际控制关系见附录二。

公司主营业务仍是食品饮料包装容器的研发、设计、生产和销售及提供饮料灌装服务。2022年，公司合并范围新增1家子公司，同时简阳华置食品有限公司（以下简称“简阳华置”）因股权转让不再纳入公司合并范围。简阳华置资产规模较小，且未实际开展业务，其出表对公司影响较小。截至2023年3月末，公司合并范围内子公司共19家，详见附录四。

**表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

1、2022年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
临颖县嘉饮食品有限公司	100%	5,000.00	食品、饮料生产	新设
2、2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
简阳华置食品有限公司	100%	4,796.37	食品销售	股权转让

资料来源：公司2022年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

### 行业环境

**我国金属饮料包装行业具有一定季节性及区域性特征，近年行业规模呈缓慢增长态势，2023 年随着外部环境好转，增速有望提升**

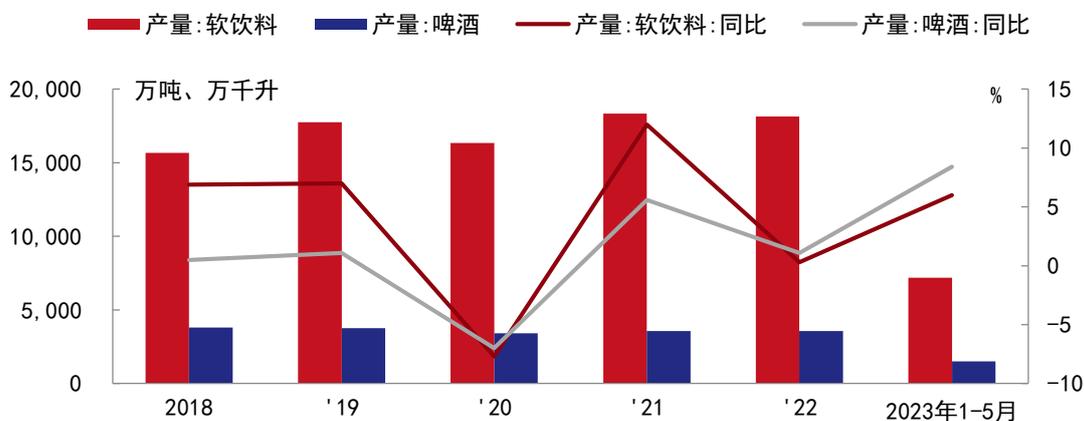
金属包装容器是指用金属薄板制造的薄壁包装器，具有环保、回收利用高、机械性能好、阻隔性能优异、保质期长、易于实现自动化生产、装潢精美、形状多样等优点，广泛应用于食品饮料包装、医药

品包装、化妆品包装、仪器仪表包装等领域。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。根据中国包装联合会金属容器委员会的预计，2022年我国食品饮料金属包装行业将实现1,190亿只的总产量。

近年来，国民经济的稳步增长、居民可支配收入的不断提高，消费者对高品质食品饮料消费需求日益增长，对饮料的营养价值愈发重视，从而带动了含乳饮料、植物蛋白饮料、凉茶、八宝粥等软饮料消费市场的快速增长，近年金属饮料包装行业呈缓慢增长态势。食品饮料金属包装可分为二片罐、三片罐和杂罐，其中二片罐主要用于啤酒、凉茶和碳酸饮料包装，三片罐主要用于含乳饮料、植物蛋白饮料、含颗粒饮料、八宝粥等软饮料。软饮料行业已进入成熟期，近年来产量整体呈缓慢增长趋势，2018-2022年复合增长率为3.71%；而受消费观念和健康意识提升影响，啤酒行业也已进入成熟期，产量较为稳定，但使用二片罐灌装的比例在稳步提升。受益于啤酒罐化率的提升、软饮料市场规模的提升、罐头食品接受度提高和限塑令等因素驱动，近年金属饮料包装行业呈缓慢增长态势。

同时，除日常消费以外，含乳饮料、植物蛋白饮料等食品还具有一定的礼品属性，春节、中秋等传统节日消费量占比较高。由于外部环境影响，2022年人员聚集减少、交通管制等使得乳饮料、植物蛋白饮料等礼品属性较强的软饮料产品终端消费量明显下降，对金属饮料包装行业需求造成一定冲击。2023年随着外部环境好转，行业增速有望得到提升。

**图 1 2022 年软饮料和啤酒产量小幅增长，2023 年 1-5 月增速有所回升**



注：软饮料产量单位：万吨，啤酒产量单位：万千升。  
 资料来源：Wind，中证鹏元整理

金属包装行业具有一定季节性及区域性特征。金属包装行业受食品及饮料产品对金属容器需求的影响，表现出一定的季节性特点，在夏季或中秋、春节等传统节日，随着食品及饮料厂商加大采购力度，金属包装销售也相应呈现增长态势。为节省运输成本，金属包装公司一般贴近下游大客户建厂，同时受地区经济发展水平、居民消费水平等因素影响，金属包装公司主要集中在华东、华南、华北等经济较发达地区，呈现区域性特征。

## 我国金属包装行业集中度不断提高，行业格局逐步稳定；受行业特性影响，本土龙头企业客户集中度普遍较高

我国的食品饮料金属包装企业主要分为本土龙头企业、国际大型金属包装企业和中小型金属包装企业。国际大型金属包装企业产品在节能环保、安全性和模具工艺等方面具有优势，代表企业有波尔亚太、皇冠。而中小型金属包装生产企业数量众多，技术水平落后，产品档次较低，普遍不具有规模经济优势，低端金属包装市场长期供过于求，相当一部分企业面临被淘汰或被整合的局面。本土龙头企业凭借丰富的本土管理和运作经验，产业布局贴近客户，发挥规模、成本优势，成为主要食品饮料公司稳定的罐体供应商，同时出于食品安全、供应链稳定可靠且降低运输成本的考虑，大型食品饮料公司一般都会选择经过严格认证且长期合作的少数几家主要供应商建立稳定的供应链，使得本土龙头企业前五大客户集中度普遍在50%以上。

经过多年的发展，我国金属包装行业逐步开始整合，行业集中度逐步提高，行业格局逐步稳定。三片罐行业的头部企业主要有奥瑞金、嘉美包装、昇兴股份、福贞控股、吉源控股等，格局已基本稳定，头部企业与下游大客户形成“共生式”发展，未来小厂生存空间或进一步被压缩。二片罐市场经过近年来的并购整合，中小产能逐渐出清，已初步形成奥瑞金、中粮包装、宝钢包装、昇兴股份等龙头企业为主要的行业格局，行业格局逐步稳定。从下游需求客户分布情况看，目前国内主要食品饮料公司均有较为固定的罐体供应商。饮料公司与罐体供应商的合作关系较为稳固，新进入者对已有饮料生产商的市场开拓较为困难，但随着国内饮料工业的快速发展，新设立饮料厂不断增多，这些新设立饮料厂的罐体供应市场竞争日趋激烈。

## 2022年马口铁和铝材等原材料价格波动明显，整体处于高位运行，使金属包装企业面临较大成本控制压力

金属饮料包装行业的主要原材料为用于生产三片罐的马口铁和用于生产二片罐的铝材，在金属包装成本中占比约70%左右，且价格呈现周期性，对金属包装行业的盈利影响较大。2021年，随着碳达峰、碳中和的政策消息面及资本市场通胀预期等宏观面因素影响，加上电力、氧化铝、铁矿石等在内的能源和物料成本全部处于上涨态势，马口铁及铝锭价格节节攀高。2021年年末随着国家稳定原材料价格导致铝铁价格短期内下降，但2022年初受俄乌冲突、欧洲能源价格的联动影响，马口铁与铝锭价格出现大幅上涨，2022年上半年，铝铁价格依然处于最近三年以来的相对高位。2022年三季度以来，随着国内铝、铁产量增长逐渐恢复，同时受经济衰退压力逐步增加、国内部分地区运输受限、需求旺季不旺等因素影响，对铝材及马口铁的需求也开始进入下行周期，相比2021年及2022年上半年的高位水平，目前马口铁及铝材价格已出现明显下跌，但整体仍处于高位运行，原材料价格的大幅波动使金属包装企业面临较大的成本控制压力。

**图 2 2022 年以来国内镀锡板卷价格有所下滑**

**图 3 2022 年国内铝锭价格波动较大，整体处于高位**


注: 此价格仅供参考

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

金属包装企业一般采用“成本加成”方式确定金属饮料包装的售价，在一定程度上可以向下游客户转移原材料价格波动的风险，但受市场竞争、原材料价格快速波动等因素影响，仍存在产品价格调整幅度小于原材料价格波动幅度、调整时间滞后等情况，对企业盈利产生不利影响。

## 五、经营与竞争

公司是国内规模较大的金属易拉罐生产商之一，拥有一定灌装服务优势和规模优势，客户较为优质且稳定，业务区域布局广

公司是我国国内规模较大的金属易拉罐生产商之一，为客户提供一站式食品饮料包装容器和灌装解决方案。公司主要产品包括三片罐、二片罐、无菌纸包装和PET瓶，主要用于含乳饮料和植物蛋白饮料、即饮茶和其他饮料以及瓶装水的包装，同时提供各类饮料的灌装服务，公司的生产经营状况与宏观经济和下游食品饮料行业紧密相关。2022年，受外部环境影响，终端消费需求不足，同时由于公司主要客户养元饮品、王老吉等的产品带有一定礼品属性，相关产品终端消费需求受外部环境冲击更大，使得公司产品订单明显下滑；此外，公司部分生产基地因外部环境因素长时间停产、秋季限电措施等亦对公司经营造成一定负面影响，综合影响下，2022年公司产品产销量明显下降。同期，公司主要产品单价随原材料价格上涨有所提升，一定程度上抵消了销量下降幅度较大的影响，2022年公司实现营业收入29.81亿元，同比下降13.65%。收入结构方面，三片罐业务仍是公司收入的主要来源，销售占比稳定在67%左右；二片罐和灌装业务收入较为稳定，收入占比小幅提升；无菌纸包业务随着市场持续开拓收入和占比均有提升；近年PET瓶业务市场需求下滑，公司逐步关闭该项业务，收入大幅下滑。毛利率方面，销量的大幅下降导致单位固定成本和人工费用明显上涨，叠加原材料价格上涨，2022年公司毛利率下滑至8.84%；其中二片罐业务因2021年让利较多，2022年提价使得毛利率有所回升，但仍处于低毛利状态。

2023年一季度，受益于外部环境好转以及需求回暖，公司产品销量同比有所增长，当期公司实现营

业收入7.97亿元，同比增长13.43%，销售毛利率回升至10.91%。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
三片罐	20.01	67.13%	8.70%	22.98	66.56%	12.57%
二片罐	3.75	12.60%	3.86%	3.80	11.00%	-1.15%
灌装服务	3.62	12.14%	11.46%	3.70	10.72%	19.48%
无菌纸包装	1.72	5.76%	1.65%	1.20	3.48%	3.54%
PET瓶及其他	0.13	0.45%	-32.46%	2.18	6.30%	11.80%
其他业务	0.58	1.93%	60.95%	0.67	1.94%	60.32%
<b>合计</b>	<b>29.81</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.84%</b>	<b>34.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>12.37%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在金属易拉罐生产领域具有一定竞争力，拥有一定灌装服务优势和规模优势；公司采取“贴近客户”的市场布局，客户粘性较高，2022年主要客户较为优质且保持稳定，客户集中度有所降低但仍处于较高水平，且对养元饮品销售收入占比仍较大，面临较大客户集中风险

公司是国内规模较大的金属易拉罐生产商之一，拥有一定灌装服务优势和规模优势。公司基于“全产业链的中国饮料服务平台”的理念，提供从饮料配方、新包装的研发到提供包材、灌装一体化的服务。公司经过多年的经营积累，目前生产规模及市场占有率位居食品饮料罐行业前列，拥有规模化、多区域、多品种的饮料灌装服务能力，具有一定的一体化灌装代工优势，且质量控制较好，2022年3月被中国包装联合会授予中国包装优秀品牌示范荣誉称号。公司核心产品为三片罐，三片罐市场占有率相对较高，近年逐步拓展二片罐、无菌纸包装、灌装服务等业务，整体业务竞争力有所提高。

公司采取“贴近客户”的市场布局，客户较为优质且稳定，客户粘性较高，但客户集中度仍较高。公司仍采取直销模式，主要客户为饮料消费类行业的知名企业，公司跟随核心客户的市场布局而建立生产基地，通过为客户提供较高品质的金属包装产品，不断提升自身在下游客户供应链中的重要性，以增加客户粘性，并且更大程度降低运输成本，保证公司产品的成本竞争力，也有利于公司与客户保持迅速而良好的沟通，提高响应速度。公司与养元饮品、统一实业、王老吉、银鹭集团、承德露露、喜多多、达利集团等知名食品饮料企业建立了稳定的合作关系，同时持续扩大客户群体，积极向乳品、啤酒、功能饮料等细分行业其他优质品牌延伸。2021年5月，养元饮品与公司签订战略合作框架协议，约定其年度用罐总量的60%以上需求量交由公司供应。2022年由于终端消费需求不足，公司主要客户销售收入均有下降，前五大客户<sup>1</sup>保持稳定，收入占比为70.75%，同比有所下降，但仍处于较高水平，其中对养元饮品销售收入占比34.42%，收入占比有所下滑，但公司占其份额仍较稳定。整体来看，2022年公司客户

<sup>1</sup> 本文统计均按照受同一实际控制人控制的客户合并计算。

稳定性较好，客户粘性较高，但需要注意的是，第一大客户养元饮品近年产品销量和收入规模总体呈下滑趋势，仍需关注主要客户经营稳定性及对公司业绩的影响。

**表3 公司前五大客户情况（单位：万元）**

年度	客户名称	主要产品	销售收入	占营业收入比例
2022	养元饮品	三片罐、灌装、无菌纸包	102,598.53	34.42%
	统一实业	三片罐、印铁	42,786.11	14.35%
	王老吉	二片罐、灌装、三片罐	30,551.24	10.25%
	银鹭集团	三片罐	19,097.05	6.41%
	承德露露	三片罐	15,841.76	5.31%
	<b>合计</b>	-	<b>210,874.69</b>	<b>70.75%</b>
2021	养元饮品	三片罐、灌装、无菌纸包	142,657.62	40.92%
	统一实业	三片罐、印铁	52,434.58	15.04%
	王老吉	二片罐、灌装	34,840.71	9.99%
	银鹭集团	三片罐	20,845.31	5.98%
	承德露露	三片罐	15,269.15	4.38%
	<b>合计</b>	-	<b>266,047.37</b>	<b>76.31%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司与客户的结算方式和信用账期无明显变化，一般按月对账，采用银行转账汇款或银行承兑汇票方式结算。产品售价方面，公司主要采用“成本加成”的定价方式，2022年受原材料价格上涨影响，公司主要产品价格均有不同程度上涨，其中二片罐由于2021年让利较多涨幅较明显。

**表4 公司主要产品销售价格情况（单位：元/罐）**

项目	2022年	2021年
三片罐	0.581	0.565
二片罐	0.458	0.358
灌装服务	0.194	0.153

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司业务布局较完善，产能储备较大，但受行业需求季节性波动及终端需求不足影响，2022年产能利用率有所下滑且整体处于较低水平；公司在建项目规模较大，面临一定的资本支出压力以及新增产能无法及时消化的风险

公司业务布局较完善，已在安徽、河南、四川、福建、河北、湖北、湖南、广西、江西、浙江等地设立了生产基地，形成了覆盖全国的网络化供应格局，2022年生产基地与上年保持稳定。公司采取“以销定产”生产模式，即公司在与客户建立合作关系后，一般在每年底与客户就下一年的供应量、定价机制、付款方式、产品要求等进行沟通，并签署下一年的年度框架协议，或对客户招标进行投标，或达成合作意向。其中对于已建立长期稳定合作关系的主要核心客户，公司还会与其签订长期战略协议。

**表5 2022年末公司主要产品生产基地情况（单位：亿罐/包/个）**

生产基地	主要产品	主要客户	可使用产能
滁州嘉美	三片罐	养元饮品、统实（旺旺）、露露、银鹭、喜多多	23.80
衡水嘉美	三片罐	养元饮品、达利、同福	12.43
临颖嘉美	三片罐	养元饮品、汇源、露露	13.47
简阳嘉美	三片罐	养元饮品、达利、旺旺、泰国红牛	18.14
长沙嘉美	三片罐	统实（旺旺）	5.64
鹰潭嘉美	三片罐	养元饮品、达利	4.04
福建冠盖	三片罐	喜多多、统实（旺旺）、达利	5.17
北海金盟	二片罐	王老吉、达利、珠江啤酒、燕京啤酒	11.09
河南华冠	金属罐灌装	养元饮品	19.81
四川华冠	金属罐灌装	养元饮品	16.98
孝感华冠	金属罐灌装	王老吉、冰峰	5.42
滁州华冠	金属罐灌装、无菌纸包灌装	王老吉、露露	7.95
简阳嘉饮	金属罐灌装、无菌纸包灌装	宁夏太子、华人爱燕窝、蒙牛	2.10
孝感铭冠	无菌纸包	汇源、盼盼	13.71
福建铭冠	无菌纸包	惠尔康	13.71
滁州泰普	PET	安徽天地精华、泉水叮咚	7.26
金华嘉饮	金属罐灌装、PET灌装	王老吉、泉水叮咚	5.48

资料来源：公司提供

公司的制罐业务与灌装服务业务仍采取不同的生产模式，对于制罐业务，采用直接生产的模式，由公司负责原材料的采购及生产；对于灌装服务业务，采用受托加工的模式，灌装服务业务中所使用的材料（如核桃仁等内容物）主要由客户提供，公司投入设备、人工、能源等负责饮料产品的灌装过程。

产能方面，为加强与核心客户的合作紧密度，加快对销售订单的响应速度，公司根据核心客户的销售扩张情况和发展趋势配备充足的产能，整体产能储备规模较大。2022年公司仅二片罐产能较上年末略有增加，其他三片罐、灌装服务等主要产品产能未变化。产能利用率方面，由于行业需求存在较为明显的季节性（一般在夏季和中秋、春节等节日前为旺季），通常全年产能利用率达到60%以上即为较高水平，2022年受终端需求下降影响，公司各产品产能利用率均有下滑且多处于较低水平，仅二片罐产能利用率较高。同期公司产品产销率仍维持在较高水平。

**表6 公司主要产品产销情况（单位：亿罐/包/只）**

年度	产品	产能	产量	销量	产能利用率	高峰期产能利用率	产销率
2022	三片罐	80.35	30.82	31.33	38.36%	53.44%	101.65%
	二片罐	10.83	8.30	8.15	76.64%	119.58%	98.19%
	无菌纸包	26.60	11.72	11.79	44.06%	-	100.60%
	PET瓶	13.98	0.74	1.01	5.29%	-	136.49%
	灌装服务	57.02	17.05	18.69	29.90%	-	109.62%

2021	三片罐	80.35	40.78	40.66	50.75%	69.84%	99.71%
	二片罐	10.00	10.10	10.22	101.00%	124.22%	101.19%
	无菌纸包	26.60	9.05	8.28	34.02%	-	91.49%
	PET 瓶	13.98	1.89	1.43	13.52%	-	75.66%
	灌装服务	57.02	18.69	18.70	32.78%	-	100.05%

注：1、产能为报告期各期末可使用产能；2、高峰期产能利用率为每年的1月和12月产能利用率的平均值。  
 资料来源：公司提供

二片罐和无菌纸包是公司的弱势领域，为提升相关领域的生产能力和布局，配合客户产能的扩张，公司通过发行本期债券募集资金开展项目建设。截至2022年末，公司主要在建项目均为本期债券募投项目，计划总投资11.62亿元，已投资5.79亿元，其中二片罐生产线建设项目（鹰潭嘉美）一期已于2023年1月正式投产，二期项目尚在建设中；滁州华冠无菌纸包灌装扩产项目已于2023年4月正式投产，公司二片罐和无菌纸包生产能力得到较大提升，有助于提高公司的市场占有率和整体竞争力。但在建项目尚需投资5.83亿元，仍面临一定的资本支出压力。需要注意的是，软饮料行业已进入成熟期，市场增长缓慢，新增产能能否及时消化存在一定不确定性，若未来市场需求、主要客户经营状况、生产成本等方面发生不利变化，将给公司带来较大的投资风险。

**表7 截至2022年末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	总投资	已投资	本期债券资金已投资
年产10亿罐二片罐生产线项目（嘉美包装）	32,945.76	7,258.08	4,434.26
二片罐生产线建设项目（鹰潭嘉美）	50,000.00	33,459.06	14,491.23
福建无菌纸包生产线建设项目	13,800.00	7,485.41	7,485.41
滁州华冠无菌纸包灌装扩产项目	19,417.68	9,675.86	9,225.86
<b>合计</b>	<b>116,163.44</b>	<b>57,878.41</b>	<b>35,636.76</b>

资料来源：公司提供

### 2022年公司原材料采购价格上涨，面临一定成本控制压力

公司营业成本中直接材料占比达75%左右，原材料价格波动对公司盈利能力产生一定影响。公司采购的原材料主要包括马口铁、铝材和易拉盖等，价格易受到供求关系及相关行业周期性的影响，呈现一定波动性。2022年公司马口铁、铝材和易拉盖采购均价分别同比上涨4.75%、10.67%和11.11%，相比之下，同期公司三片罐（以马口铁为主要原材料）销售均价同比上涨2.83%，涨幅低于原材料价格涨幅，二片罐（以钢材或铝材为主要原材料）销售均价同比上涨27.93%，涨幅高于原材料价格涨幅，主要系二片罐业务2021年让利较多导致毛利亏损，2022年提价所致。整体来看，公司原材料价格上涨向销售价格的转嫁存在迟缓、不完全的情况，公司面临一定成本控制压力。

**表8 公司主要原材料采购金额及均价（单位：万元、元/吨、元/个）**

项目名称	2022年		2021年	
	金额	均价	金额	均价
马口铁	108,720.66	8,492.58	140,826.53	8,107.11

铝材	23,858.26	22,060.60	26,483.68	19,932.92
易拉盖	26,965.53	0.10	35,017.56	0.09
<b>合计</b>	<b>159,544.46</b>	<b>-</b>	<b>202,327.76</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产所需的主要原材料市场价格透明，供应商较多且较为稳定，2022年前五大供应商采购金额占比由上年的64.02%下滑至58.23%，其中对第一大供应商采购占比15.94%，整体集中度尚可。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

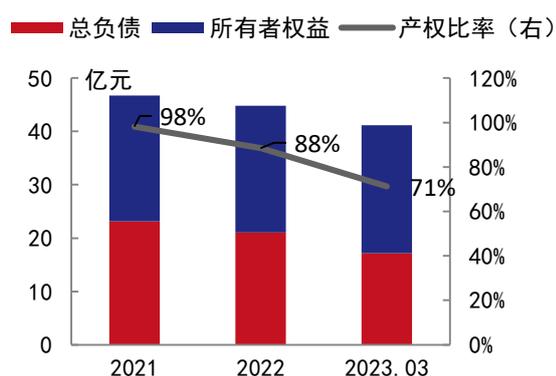
以下分析基于公司提供的经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告和未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年，公司合并范围新增1家子公司，同时因股权转让减少1家子公司，详见表1。

### 资本实力与资产质量

**2022年公司资产规模有所减少，资产主要集中于生产厂房和机器设备，整体资产流动性较弱**

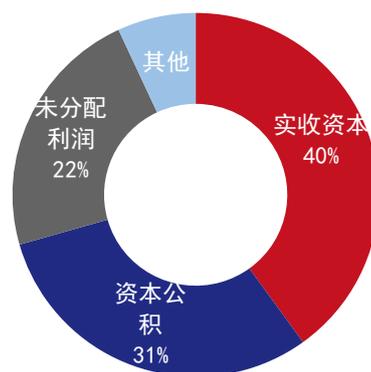
公司所有者权益仍主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，2022年受益于利润积累，所有者权益小幅增长，同期随着应付票据规模逐步减少，公司负债规模有所下降，使得产权比率有所下滑，2023年3月末为71.29%，公司所有者权益对负债的保障程度较好。

图 9 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 10 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年末公司资产规模同比下降4.12%，固定资产系公司最主要的资产。公司生产经营的厂房建设及设备购置投入规模较大，且近年投资扩产项目较多，随着本期债券募投项目二片罐生产线建设项目（鹰潭嘉美）等持续投入及完工工程陆续转入固定资产，公司固定资产规模较大且保持增长，2022年末

固定资产中房屋及建筑物7.55亿元、机器设备11.50亿元；2022年公司因关闭PET瓶业务计提固定资产减值准备0.12亿元，2023年公司已停止租用PET灌装生产线，后续将无PET瓶业务相关固定资产减值。截至2022年末，公司主要在建项目尚需投资5.83亿元，预计房产和机器设备资产仍将持续增长。公司无形资产主要为厂房建设用地，规模保持稳定。

跟踪期内，随着在建扩产项目建设持续投入以及债务的逐步偿还，公司现金类资产规模持续下降，2022年末货币资金中3.83亿元因作为银行承兑汇票保证金、保函保证金等使用受限，受限比例为65.53%；交易性金融资产主要系本期债券闲置募集资金购买的银行理财产品。2022年末公司存货主要包括原材料1.69亿元、半成品1.52亿元、产成品1.59亿元、周转材料0.88亿元，规模同比略有下降。由于公司采取“以销定产”的业务模式，根据客户订单组织生产，库存积压、滞销风险较小，截至2022年末累计计提存货跌价准备0.05亿元。2023年3月末，春节旺季过后公司存货规模有所下降。公司客户主要为知名食品饮料企业，整体资质、信誉较好，业务回款周期较短，账龄在一年以内的占比95.54%，同比保持稳定，2022年确认坏账损失0.05亿元，截至2022年末累计计提坏账准备0.28亿元，前五大应收账款对象占比为46.52%，应收对象集中度较高，若主要客户经营不善，应收账款将面临一定回收风险。

截至2022年末，公司货币资金（3.83亿元）、固定资产（4.06亿元）、无形资产（0.79亿元）中受限资产合计8.68亿元，占总资产的19.38%。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.42	8.31%	5.85	13.06%	7.96	17.03%
交易性金融资产	0.75	1.83%	1.15	2.57%	2.76	5.90%
应收账款	3.26	7.91%	3.87	8.63%	3.51	7.52%
存货	4.39	10.67%	5.62	12.54%	5.96	12.76%
<b>流动资产合计</b>	<b>13.61</b>	<b>33.07%</b>	<b>17.51</b>	<b>39.08%</b>	<b>23.14</b>	<b>49.52%</b>
固定资产	19.73	47.95%	19.84	44.28%	17.86	38.22%
在建工程	2.71	6.59%	2.41	5.37%	1.19	2.56%
无形资产	1.80	4.37%	1.81	4.04%	1.85	3.95%
<b>非流动资产合计</b>	<b>27.55</b>	<b>66.93%</b>	<b>27.29</b>	<b>60.92%</b>	<b>23.59</b>	<b>50.48%</b>
<b>资产总计</b>	<b>41.16</b>	<b>100.00%</b>	<b>44.81</b>	<b>100.00%</b>	<b>46.73</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

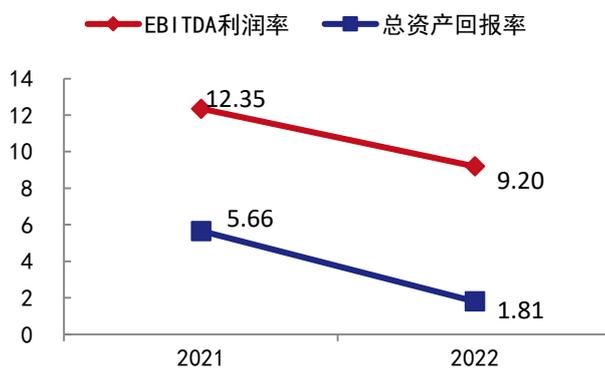
## 盈利能力

2022年受外部环境影响终端消费需求不足，公司产品销量明显缩减使得营业收入有所下降，叠加原材料价格上涨、期间费用规模较大挤压公司利润，经营业绩大幅下滑，盈利能力下降；公司第一大客户销售占比仍较高，需关注其经营情况对公司盈利能力的影响；2023年一季度，受益于外部环境好转以及需求回暖，公司利润水平大幅增长

2022年公司实现营业收入29.81亿元，同比下降13.65%，主要系受外部环境影响，终端消费需求不足导致产品销量明显下降所致。由于产品销量下降导致单位固定成本和人工费用明显上涨，叠加原材料价格上涨，2022年公司销售毛利率持续下滑。同时，公司计提固定资产、存货等资产减值损失0.17亿元，同比大幅增加，职工薪酬、折旧及摊销等管理费用规模仍较大，全年期间费用合计2.15亿元，对利润形成较大侵蚀，当期实现净利润0.17亿元，同比大幅下降，EBITDA利润率和总资产回报率随之下滑，公司盈利能力减弱。

2023年一季度，随着外部环境好转，终端需求回暖，叠加无菌纸包、二片罐产能扩张，当期公司各项产品销售均有增长，合计实现营业收入7.97亿元，同比增长13.43%，销售毛利率亦有所回升，盈利水平同比大幅提高。目前公司在建扩产项目规模仍较大，2023年整体产能仍将有所扩张，有利于提高公司业务竞争力，在下游需求好转情况下预计可为公司带来一定增量收入。同时我们也注意到，公司第一大客户养元饮品销售占比仍较高，近年公司对其销售收入持续下滑，需关注第一大客户经营情况对公司盈利的影响。

**图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

**2022年公司销售回款情况较好，经营活动现金流表现尚可，总债务规模下降使得财务杠杆水平有所降低，但盈利能力下滑使得偿债指标弱化**

2022年以来公司与客户采用票据结算的规模增加，公司将应收票据背书转让用于支付供应商材料采购款，使得应付票据和应付账款规模持续下降，带动公司负债和债务规模减少。债务结构方面，随着应付票据规模下降，公司短期债务规模及占比持续下滑，2023年3月末短期债务占总债务的40.88%，其中短期借款主要用于补充营运资金，2022年末以保证及抵押、质押借款为主，信用借款规模相对较小；应付票据全部为银行承兑汇票，用于支付供应商货款，偿付时间刚性；长期债务主要为本期债券，期限较长并存在转股的可能。

**表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.60	9.34%	1.70	8.10%	1.34	5.81%
应付账款	3.36	19.63%	3.75	17.82%	4.51	19.49%
应付票据	2.80	16.34%	5.74	27.27%	7.51	32.43%
一年内到期的非流动负债	0.37	2.18%	0.33	1.58%	1.42	6.11%
<b>流动负债合计</b>	<b>9.53</b>	<b>55.65%</b>	<b>13.31</b>	<b>63.29%</b>	<b>16.09</b>	<b>69.48%</b>
长期借款	0.00	0.00%	0.18	0.86%	0.00	0.00%
应付债券	6.65	38.83%	6.55	31.12%	5.77	24.93%
<b>非流动负债合计</b>	<b>7.60</b>	<b>44.35%</b>	<b>7.72</b>	<b>36.71%</b>	<b>7.06</b>	<b>30.52%</b>
<b>负债合计</b>	<b>17.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.03</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.15</b>	<b>100.00%</b>
<b>总债务合计</b>	<b>11.68</b>	<b>68.17%</b>	<b>14.79</b>	<b>70.33%</b>	<b>16.60</b>	<b>71.72%</b>
其中：短期债务	4.77	27.87%	7.77	36.95%	10.27	44.35%
长期债务	6.90	40.30%	7.02	33.38%	6.34	27.37%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司业务回款周期较短，2022年产品销售回款表现仍较好，经营活动现金净流入3.23亿元，与上年保持稳定，但由于盈利能力有所下滑，公司经营活动现金生成能力明显下降。公司持续进行较大规模资本性投入，2022年投资活动现金净流出规模仍然较大，未来随着在建扩产项目持续投入，或仍对外部融资有一定需求。

财务杠杆方面，随着债务规模下降，公司资产负债水平有所降低，但盈利能力下滑仍使得公司净债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数、FFO/净债务等偿债指标有所弱化。整体来看，公司债务规模有所下降，偿债压力可控。

**表11 公司杠杆状况指标**

项目	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	1.20	3.23	3.19
FFO（亿元）	--	1.11	2.44
资产负债率	41.62%	46.94%	49.54%
净债务/EBITDA	--	3.07	1.39
EBITDA 利息保障倍数	--	4.94	10.04
总债务/总资本	32.71%	38.36%	41.31%
FFO/净债务	--	13.22%	41.36%
经营活动净现金流/净债务	18.74%	38.36%	53.97%
自由现金流/净债务	-1.31%	-21.57%	-1.10%

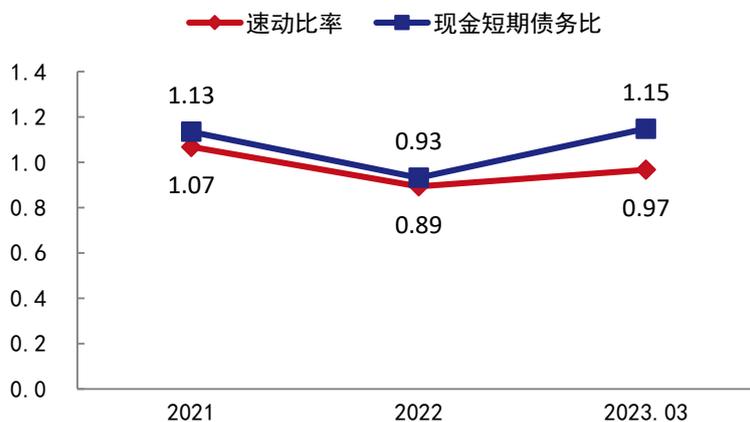
注：自由现金流/净债务指标为负，系自由现金流为负所致。

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，随着短期债务的偿付及在建扩产项目持续投入，公司现金类资产持续减少，速动比率波

动下滑，现金短期债务比亦有所波动，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。截至2022年末，公司尚未使用的授信额度为2.40亿元，仍可为公司提供一定流动性支持。

**图 9 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对公司持续经营和信用水平无重大负面影响，但公司面临一定安全生产和环保风险

#### 环境因素

环境保护方面，根据公司提供的说明，2022 年 12 月，公司因孙公司滁州华冠饮料有限公司 2 名污水处理站操作员未按照流程和技术规范进行操作，导致 COD 自动检测设备不正常运行，且两人均无自动检测（污废水）设施运维证书，收到滁州市生态环境局《行政处罚决定书》（滁环法[2022]24 号），并罚款 7.76 万元，截至目前公司已按规定缴纳罚款。除此之外，过去一年公司未发生环境污染事故或纠纷。公司生产过程中产生的污染物主要是废水、废气、噪声、固体废弃物等，近年国家环保政策趋严，若公司未能及时根据最新环保要求更新设备或优化生产工艺，可能会面临环保处罚，因此公司面临一定环保风险。

#### 社会因素

安全生产及社会责任方面，过去一年公司未因违规经营、违反政策法规、安全生产问题受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，不存在拖欠员工工资、社保、工作环境严重影响员工健康问题，未发生重大安全事故。

## 公司治理

公司治理与管理方面，跟踪期内公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司过去一年未因信息披露不合规受处罚，无涉嫌违法违规事项。

组织架构方面，根据行业特点和经营管理需要，公司设立了三片罐生产部、二片罐生产部、灌装生产部、供应链事业部、大客户事业部及财务部等职能部门，公司组织结构详见附录三。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月24日），公司本部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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月20日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、结论

公司是国内规模较大的金属易拉罐生产商之一，产品涵盖三片罐、二片罐、无菌纸包装等，同时提供灌装服务，整体产能规模较大，业务布局较完善，形成了覆盖全国的网络化供应格局，拥有规模化、多区域、多品种的饮料灌装服务能力，公司与养元饮品、统一实业、王老吉、银鹭集团、承德露露等多家知名食品及饮料企业建立了长期稳定的合作关系，2023年一季度，随着外部环境好转，终端需求回暖，叠加无菌纸包、二片罐产能扩张，当期公司各项产品销售均有增长，合计实现营业收入7.97亿元，同比增长13.43%，销售毛利率亦有所回升，盈利水平同比大幅提高。同时我们也关注到，2022年受外部环境影响，终端消费需求不足导致下游订单收缩，公司产品销量明显下滑，盈利水平大幅下降，公司整体产能利用率处于较低水平，在建产能规模仍较大，存在新增产能消化风险及资本支出压力，且客户集中度仍较高，需持续关注主要客户经营稳定性，同时面临一定成本控制压力。综合来看，公司抗风险能力尚可。

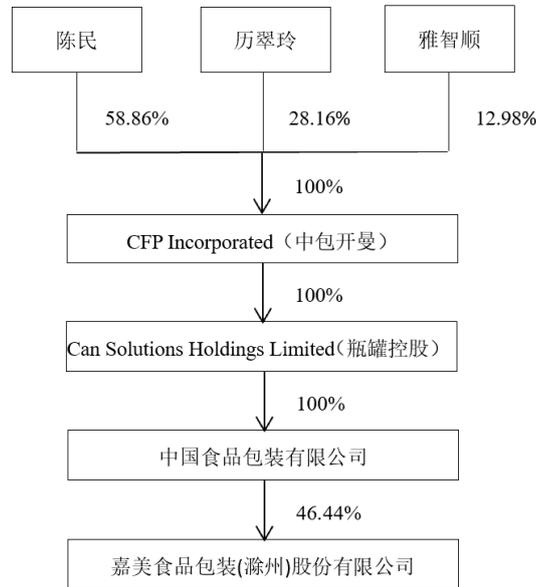
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为负面，维持“嘉美转债”的信用等级为AA。

## 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：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	3.42	5.85	7.96	5.16
存货	4.39	5.62	5.96	4.22
流动资产合计	13.61	17.51	23.14	13.96
固定资产	19.73	19.84	17.86	18.37
非流动资产合计	27.55	27.29	23.59	21.62
资产总计	41.16	44.81	46.73	35.58
应付账款	3.36	3.75	4.51	3.15
应付票据	2.80	5.74	7.51	3.89
流动负债合计	9.53	13.31	16.09	13.14
应付债券	6.65	6.55	5.77	0.00
非流动负债合计	7.60	7.72	7.06	1.47
负债合计	17.13	21.03	23.15	14.61
总债务	11.68	14.79	16.60	9.82
所有者权益	24.03	23.77	23.58	20.97
营业收入	7.97	29.81	34.52	19.92
营业利润	0.33	0.36	1.94	0.63
净利润	0.24	0.17	1.64	0.35
经营活动产生的现金流量净额	1.20	3.23	3.19	1.76
投资活动产生的现金流量净额	-0.97	-3.54	-5.98	-1.04
筹资活动产生的现金流量净额	-0.53	-0.41	3.42	-1.90
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA（亿元）	--	2.74	4.26	2.75
FFO（亿元）	--	1.11	2.44	1.21
净债务（亿元）	6.42	8.41	5.91	4.78
销售毛利率	10.91%	8.84%	12.37%	13.06%
EBITDA 利润率	--	9.20%	12.35%	13.78%
总资产回报率	--	1.81%	5.66%	2.43%
资产负债率	41.62%	46.94%	49.54%	41.05%
净债务/EBITDA	--	3.07	1.39	1.74
EBITDA 利息保障倍数	--	4.94	10.04	6.68
总债务/总资本	32.71%	38.36%	41.31%	31.90%
FFO/净债务	--	13.22%	41.36%	25.27%
速动比率	0.97	0.89	1.07	0.74
现金短期债务比	1.15	0.93	1.13	0.64

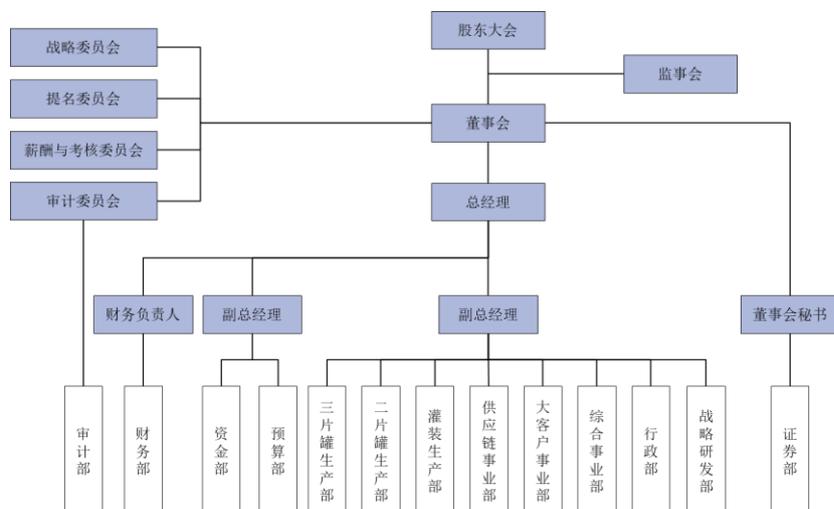
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司产权及控制关系图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	直接持股比例	间接持股比例	主营业务
福建铭冠包装材料有限公司	17,000.00	100.00%	0.00	生产与销售包装材料
衡水嘉美印铁制罐有限公司	3,315.87	100.00%	0.00	生产与销售金属容器、易拉罐及相关制品
临颖嘉美印铁制罐有限公司	6,258.00	100.00%	0.00	生产与销售马口铁三片罐
简阳嘉美印铁制罐有限公司	18,000.00	100.00%	0.00	制造、销售：金属容器（含易拉罐）及相关制品
四川华冠食品有限公司	22,300.00	100.00%	0.00	生产与销售饮料、五金制品
福建冠盖金属包装有限公司	61,500.00	100.00%	0.00	制造及加工金属包装制品
鹰潭嘉美印铁制罐有限公司	44,800.00	100.00%	0.00	生产与销售金属容器(易拉罐制品)
河南华冠养元饮料有限公司	18,000.00	100.00%	0.00	生产与销售饮料
滁州泰普饮料包装有限公司	7,000.00	100.00%	0.00	生产与销售饮料饮用水
孝感嘉美印铁制罐有限公司	5,000.00	100.00%	0.00	生产与销售印铁制品
嘉美（滁州）电子商务有限公司	1,000.00	100.00%	0.00	网上销售饮料、啤酒、金属容器、易拉罐制品等
铭冠（湖北）包装材料有限公司	4,500.00	0.00	100.00%	复合膜袋：液体食品无菌包装用纸基复合材料生产销售等
广西北海金盟制罐股份有限公司	18,000.00	70.00%	30.00%	金属包装的设计、制造、销售，包装装潢印刷，自营和代理一般商品和技术的进出口
滁州华冠饮料有限公司	47,000.00	0.00	100.00%	预包装食品，乳制品批发兼零售；饮料生产销售
孝感华冠饮料有限公司	5,000.00	0.00	100.00%	生产与销售饮料
长沙嘉美印铁制罐有限公司	7,500.00	0.00	100.00%	生产、开发和销售各种金属容器等五金制品
简阳嘉饮食品有限公司	9,000.00	100.00%	0.00	生产与销售饮料
金华嘉饮食品有限公司	8,000.00	100.00%	0.00	生产与销售饮料
临颖县嘉饮食品有限公司	5,000.00	100.00%	0.00	食品、饮料生产

资料来源：公司提供

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 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。

### 二、债务人主体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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、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。