



2019年广东英联包装股份有限公司 可转换公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2019年广东英联包装股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	A+	A+
评级日期	2021-04-08	2020-06-19

债券概况

债券简称：英联转债

债券剩余规模：1.52 亿元

债券到期日期：2025-10-21

偿还方式：按年计息，每年付息一次，
附债券赎回及回售条款

增信方式：保证担保

担保主体：翁伟武、翁伟炜、翁伟嘉、
翁伟博、柯丽婉、蔡沛依、翁清钦、罗
素华、翁子腾、许雪妮

联系方式

项目负责人：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：何佳欢
hejh@cspengyuan.com

联系电话：0755-8287 2123

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 2021 年跟踪评级结果为：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：公司收入持续增长，经营现金流及盈利能力相对稳定，且资本实力有望增强；同时中证鹏元也关注到，金属易开盖细分领域竞争加剧，重要子公司盈利下滑，主要原材料价格持续上涨，公司成本端压力大幅提升；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。

未来展望

- 下游食品饮料需求呈现弱周期性，金属易开盖行业需求缓慢增长，公司深耕金属易开盖领域，在行业内具有一定的品牌知名度和竞争力，预计业务持续性较好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	181,170.29	146,193.86	112,250.72
归母所有者权益	81,821.60	70,992.81	56,808.66
总债务	54,974.89	37,949.03	20,565.13
营业收入	133,218.28	117,039.13	81,895.65
净利润	7,381.61	8,223.08	4,424.24
经营活动现金流净额	15,565.14	17,662.44	8,840.91
销售毛利率	19.95%	21.28%	18.30%
EBITDA 利润率	13.46%	14.25%	11.30%
总资产回报率	6.25%	8.69%	6.35%
资产负债率	52.04%	48.07%	45.67%
净债务/EBITDA	2.69	1.44	1.75
EBITDA 利息保障倍数	9.73	10.43	17.22
总债务/总资本	38.75%	33.33%	25.22%
FFO/净债务	25.29%	49.95%	43.61%
速动比率	0.84	1.06	0.70
现金短期债务比	0.57	1.46	0.42

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司收入持续增长，经营现金流及盈利能力相对稳定。**2020年公司实现营业收入13.32亿元，同比增长13.82%；经营净现金流达1.56亿元，FFO为1.22亿元，规模较大；EBITDA利润率为13.46%，较上年变化不大。公司经营现金流及盈利能力相对稳定。
- **公司资本实力有望增强。**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8月12日获得中国证监会核准批复，未来若成功发行将有助于提升公司资本实力。

关注

- **金属易开盖细分领域竞争加剧，重要子公司盈利下滑。**2020年受细分领域竞争加剧影响，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”）亏损2,521.50万元，已连续两年亏损，主要生产奶粉易撕盖的重要子公司广东满贯包装有限公司（以下简称“满贯包装”）净利润下滑34.01%。
- **主要原材料价格持续上涨，公司成本端压力大幅提升。**公司营业成本中直接材料占比达80%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，自2020年4月以来，马口铁、铝材价格呈单边上涨，公司面临较大的成本端管控压力。
- **公司产能持续扩张，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2020年末，公司主要在建项目预计总投资为15.40亿元，尚需投入资金7.24亿元（含1.45亿元铺底流动资金），若非公开发行A股进展顺利可解决3.50亿元资金缺口，但剩余资金缺口仍较大，公司面临较大的资本支出压力。达产后公司产能预计达到230余亿片/年，新增产能大部分为饮料易开盖，该细分领域产能过剩，且新增的罐头易开盖规模较大，公司未来新增产能能否顺利消化存在不确定性。
- **公司总债务规模大幅攀升，债务压力加重。**随着营运规模的扩张，公司及子公司需求更多的银行借款来补充营运资金及资本支出。2020年末公司资产负债率为52.04%，较上年末提高3.97个百分点，总债务规模为5.50亿元，同比增长44.87%，现金短期债务比大幅下降至0.57，公司债务压力加重。

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_2021V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、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2020年12月31日，本期债券募集资金账户余额为57,866.81元。

三、发行主体概况

2020年以来，公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变化。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19,437.78万元。2020年公司可转换债券持有投资者行使转股权，增加股本455.50万元，该等变动尚未进行工商登记变更。

截至2020年末，公司注册资本为19,437.78万元，实收资本为19,893.28万元，控股股东仍为翁伟武，持有公司29.05%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67.56%。截至2020年末，公司实际控制人质押股份合计7,638.65万股，占持股总数的56.84%。

表1 截至2020年末公司前十名股东持股情况（单位：万股）

股东名称	持股数量	持股比例	质押股份占其持有股份比例
翁伟武	5,779.20	29.05%	64.58%
翁伟炜	2,755.20	13.85%	45.73%
翁伟嘉	1,747.20	8.78%	41.55%
翁伟博	1,411.20	7.09%	56.69%
蔡沛依	1,344.00	6.76%	68.50%
柯丽婉	403.20	2.03%	49.60%
王洁	114.69	0.58%	57.11%
王进南	99.57	0.50%	0.00%
孙境隆	81.95	0.41%	0.00%
朱清娟	78.51	0.39%	0.00%
合计	13,814.72	69.44%	-

注：以上持股数量均为四舍五入后列示。

资料来源：公司2020年年度报告，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。2021年3月，公司实施2020年度权益分派方案，每10股派发现金红利1.499710元现金，同时以资本公积金转增股本方式向全体股东每10股转增6股，因此本期债券转股价格由13.41元/股调整为8.29元/股，自2021年3月30日生效。截至2021年一季度末，本期债券剩余152.33万张，票面总金额15,232.77万元。

2020年，公司合并报表范围无变化，仍为6家子公司。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.8%。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大

公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

行业及区域经济环境

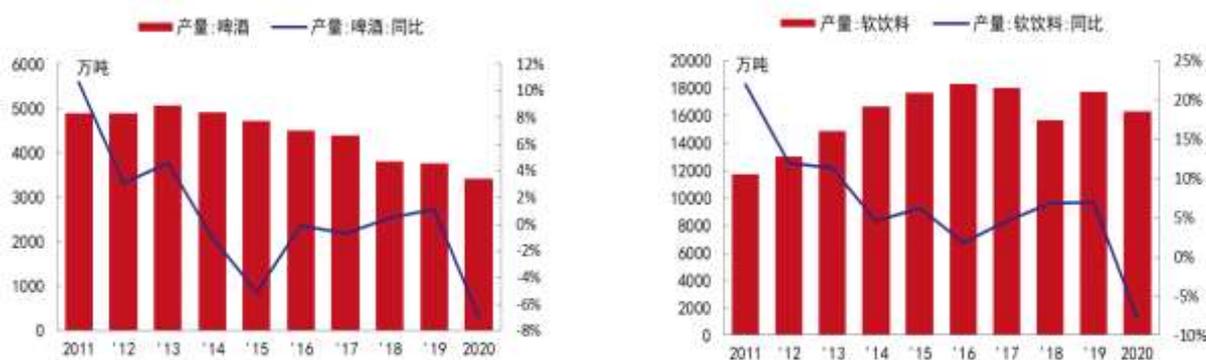
金属易开盖行业呈缓慢增长态势，疫情对其产生较大冲击

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，在食品饮料包装方面得到广泛应用。

随经济下行压力的增大，我国消费需求增速放缓。近10年我国社会消费品零售总额增速呈现逐年下降趋势，其中2020年由于新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”），全国大部分地区均采取了减少人员聚集、交通管制等措施，我国社会消费品零售总额为231.96万亿元，同比增长下降4%。

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，此外疫情对其形成较大冲击。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。啤酒、软饮料行业已进入成熟期，近年来产量增速较稳定。但啤酒、软饮料需求结构中，集聚性消费场景受疫情负面影响较大，2020年我国啤酒、软饮料产量下降7%左右。受饮食习惯及消费观念影响，我国罐头产量自2017年以来持续下滑。

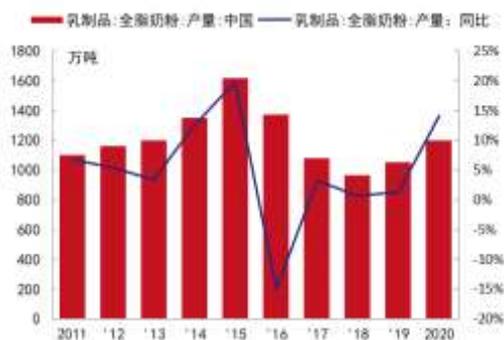
图1 近年我国啤酒、软饮料产量增速较稳定，但疫情对其冲击较大



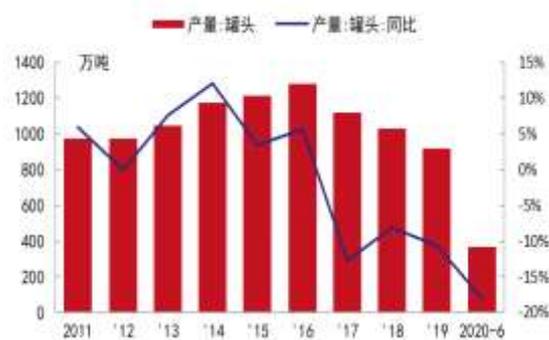
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 近年我国全脂奶粉产量企稳回升

图3 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



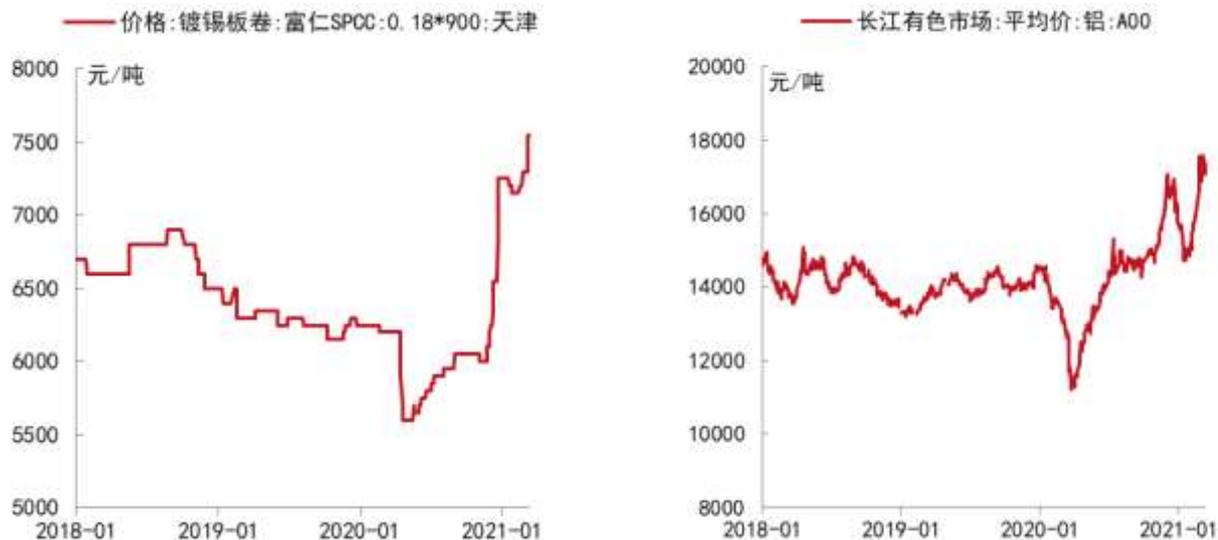
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

自2020年4月以来，马口铁、铝材价格呈单边上涨，金属易开盖行业成本端压力上升

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，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。自2020年4月以来，随着疫情复工复产的推进以及全球范围内的货币宽松，钢铁有色等大宗商品价格持续上涨。从终端价格来看，2020年马口铁（镀锡板卷）、铝价格呈现单边上涨，金属易开盖行业成本端压力上升。

图4 2020年4月以来镀锡板卷及铝价呈现单边上涨



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。如奶粉罐厂集中度较高，且奶粉单罐产品价值量较高，其自行生产易开盖产品可配套自有罐线，更好的控制产品质量。

下游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。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。

五、经营与竞争

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。公司产品品类齐全、品种繁多，可满足大型食品饮料企业一站式采购，在行业内具有一定的品牌知名度和竞争力。2020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、饮料易开盖等。2020年公司积极开拓饮料、罐头易开盖市场，当期公司实现营业收入13.32亿元，同比增长13.82%，但增速有所放缓。

2020年公司销售毛利率同比下降1.33个百分点，主要系饮料和干粉等金属易开盖细分领域市场竞争加剧所致，其中主要生产饮料易开盖的重要子公司佛山宝润持续亏损、主要生产奶粉易撕盖的（干粉易开盖的一种）满贯包装盈利大幅下降。但受益于原材料马口铁采购均价下降及罐头易开盖高毛利品类销售占比的提高，2020年罐头易开盖毛利率较上年提高5.19个百分点。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
干粉易开盖	37,126.01	27.66%	39,597.90	30.51%
罐头易开盖	37,424.10	32.15%	28,314.63	26.96%
饮料易开盖	34,858.43	3.71%	27,625.22	6.17%
其他	23,809.74	12.51%	21,501.38	16.20%
合计	133,218.28	19.95%	117,039.13	21.28%

注：其他主要为用于三片罐及非金属罐的配套金属底盖、金属废料、日化用品易开盖等产品的销售。

资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

公司产能持续释放，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，产能的持续释放不断提升公司的产量及销量，提高公司在行业内的竞争力。2020年公司年产能合计111.05亿片，较上年增长23.47亿片。

干粉易开盖主要应用于奶粉、干果、鸡精等产品，主要由公司本部、英联金属科技（潍坊）有限公司（以下简称“英联潍坊”）¹、满贯包装生产，其中满贯包装主营干粉易开盖大类中的奶粉易撕盖。2020年因疫情导致停工停产，公司干粉易开盖产能有所下降。罐头易开盖主要应用于鱼类、肉类等即食

¹ 曾用名“山东旭源包装制品有限公司”。

罐头等，主要由公司本部生产，2020年年产能较上年增加3.56亿片主要系IPO募投项目产能释放所致。饮料易开盖主要应用于啤酒、碳酸饮料等，主要由佛山宝润、英联金属科技（扬州）有限公司（以下简称“英联扬州”）生产，2020年年产能较上年增加21.49亿片，主要系扬州生产基地项目引入一条生产线投产所致。2020年公司干粉、罐头易开盖产能利用率较上年有较大提升，但饮料易开盖受细分领域竞争加剧影响产能利用率下降明显。2020年整体产销情况较上年小幅下滑，目前仍维持在较高水平。

表3 公司主要产品产能、产量、销量情况（单位：亿片）

2020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	20.74	15.71	14.93	75.77%	94.99%
罐头易开盖	25.86	24.61	23.88	95.15%	97.04%
饮料易开盖	63.45	50.77	46.05	80.01%	90.71%
日化用品易开盖	1.01	0.84	0.71	83.17%	84.52%
合计	111.05	91.93	85.56	-	-
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	-	-

注：2020年产能统计扣除了疫情停工因素；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2020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15.40亿元，尚需投入资金7.24亿元（含1.45亿元铺底流动资金），期末货币资金余额为10,333.84万元（其中本期债券募集资金余额5.79万元）。若非公开发行A股进展顺利可解决3.50亿元资金缺口，但剩余资金缺口仍较大，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/年产能主要为置换公司本部厂区现有产能及其后续释放的产能，预计净增产能8.67亿片/年。截至2021年3月末，该项目土建工程已基本完工。饮料易开盖项目为子公司英联扬州在建的生产基地，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，预计净增产能95.50亿片/年。该项目2020年已引入1条生产线投产，当期净增产能约15亿片，未来公司将稳步释放产能。智能生产基地建设项目（二期）为智能生产基地改扩建项目，公司计划非公开发行A股不超过（含发行费）5.00亿元，其中3.50亿元用于该项目。该项目拟在现有智能生产基地中引入多条自动化、柔性化、智能化程度较高的罐头易开盖生产线，引入年产能达40亿片。

考虑到终端消费增速放缓，金属包装行业增长缓慢，公司产能持续扩张，在建项目建成后公司全部产能预计可达230余亿片/年，且新增产能大部分为饮料易开盖，该细分领域产能过剩，产品附加值低，主要生产饮料易开盖的子公司佛山宝润目前仍处于亏损状态，且新增的罐头易开盖产能规模较大，公司未来新增产能能否顺利消化存在不确定性。

表4 截至2020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	2021年计划投入	建成后产能	净增产能
智能生产基地建设项目	57,026.00	18,031.20	38,994.80	52.82	8.67
扬州生产基地建设项目（饮料易开盖项目）	55,815.00	23,320.07	32,494.93	131.00	95.50
智能生产基地建设项目（二期）	41,139.08	6,525.15	-	40.00	40.00
合计	153,980.08	47,876.42	-	223.82	144.17

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，智能生产基地建设项目（二期）包含4,263.08万元铺底流动资金。

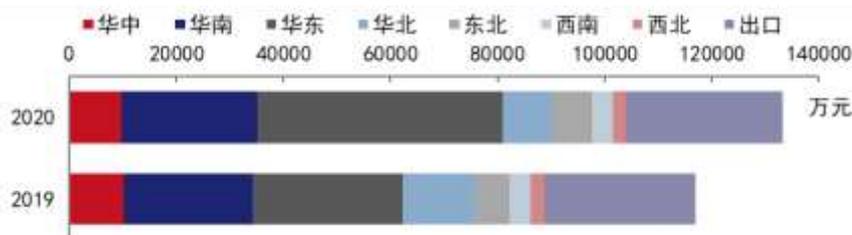
资料来源：公司提供

2020年公司华东区域销售收入快速增长，出口增速放缓；部分细分市场竞争加剧，并购的重要子公司盈利持续下滑

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，公司深耕易开盖领域，具有良好的产品品质及客户粘性。公司产品体积小便于运输，销售半径大，销售区域广泛。对于有较好增长潜力的客户或与公司形成长期稳定业务关系、信誉良好的客户，公司通常给予其30天到90天不等的信用期限；对于业务量较少、资信情况不明或有定制需求的客户，公司一般采取“预收”（款到生产）或“现销”（款到发货）的销售政策。

2020年华东区域收入同比增长62.72%，主要体现为英联扬州饮料盖新增产能打开市场空间。但值得注意的是，全球范围内的疫情管控措施加大了公司开拓海外市场的难度，海外销售同比增长仅3.39%，较上年48.02%的增速大幅减缓。大力拓展海外市场是公司的主要战略目标之一，未来公司计划开展海外经营本地化模式，减弱疫情影响。

图5 2020年公司华东区域销售收入快速增长，出口增速放缓



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表5 近年公司客户结构较稳定（单位：万元）

客户名称	2020年销售额	占年度营业收入比例
太平洋制罐及其关联方	8,423.51	6.32%
广东富春投资及其关联方	7,054.32	5.30%
上海联合制罐有限公司	6,923.27	5.20%
大满制罐及其关联方	5,521.01	4.14%
嘉美及其关联方	4,087.52	3.07%
合计	32,009.63	24.03%
客户名称	2019年销售额	占年度销售总额比例
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%

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，未计提减值准备。2020 年两者收入合计占公司合并收入比例为 41.18%。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，2020 年佛山宝润净利润亏损 2,521.50 万元，满贯包装净利润下滑 34.01%。若盈利持续下滑，公司将面临商誉减值风险。

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 2020 年末，佛山宝润产能为饮料易开盖 42.50 亿片/年。饮料易开盖细分领域经历了固定资产投资高速增长后产能严重过剩，加之饮料产品单体价值较低，饮料易开盖利润空间有限。2020 年佛山宝润销售毛利下降 4.01 个百分点至-1.10%，亏损 2,521.50 万元。此外，佛山宝润资产负债率高达 91.24%，连续两年亏损，存在较大的经营压力和投资损失风险。同为生产饮料易开盖的英联扬州自 2020 年投入运营，当期营业收入 10,447.95 万元，亏损 1,285.04 万元。公司拟通过生产设备的升级换代提高竞争力，产能扩张形成规模效应等方式应对市场竞争。

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 2020 年末，满贯包装产能主要为干粉易开盖 2.85 亿片/年。2020 年满贯包装实现收入 19,344.69 万元，同比下降 21.85%；销售毛利率同比下降 2.43 个百分点，主要系满贯包装产品较为单一，下游奶粉罐厂高度集中，其奶粉单罐产品价值量较高，易撕盖产品有较大利润空间，下游自行生产易撕盖对其形成较大替代压力，存在业绩持续下滑风险。公司与满贯包装签订的股权转让协议包含 2018-2020 年共 3 年盈利预测补偿条款，2020 年度实际净利润未达到业绩承诺要求，但满贯包装 3 年累计实现净利润数大于累计承诺净利润数，因此无须对公司进行补偿。

表6 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	
	2020年	2019年	2020年	2019年
总资产	20,678.27	21,828.10	24,586.04	24,027.29
所有者权益	1,811.63	4,305.49	14,818.90	13,136.93
营业收入	35,508.76	29,319.71	19,344.69	24,752.13
营业利润	-2,521.49	-1,047.70	1,893.85	2,889.97
净利润	-2,521.50	-1,046.11	1,681.97	2,548.72
资产负债率	91.24%	80.28%	39.73%	45.32%
销售毛利率	-1.10%	2.91%	21.76%	24.19%
经营活动现金流净额	-2,160.87	1,062.18	5,360.11	3,226.33

资料来源：佛山宝润、满贯包装2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

公司产品成本中原材料成本占比高，自2020年4月以来，马口铁、铝材价格呈单边上涨，公司成本端压力大幅提升

公司主营业务成本中直接材料占比达80%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，自2020年4月以来，马口铁、铝材价格呈单边上涨，公司面临较大的成本端管控压力。2020年公司铝材采购占比提高系饮料易开盖销量增长所致。

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，2020年前五大供应商采购金额占比由2019年的38.05%提高至42.56%，集中度较高；占比提高主要系2020年设备采购金额较大，原材料采购额实际变化不大。

表7 近年公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

供应商名称	2020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	16,119.53	12.86%
江门百得利包装材料有限公司	11,316.60	9.03%
河南中孚高精铝材有限公司	10,820.78	8.63%
粤海中粤（中山）马口铁工业有限公司	8,238.72	6.57%
广东新东方建设有限公司	6,839.45	5.46%
合计	53,335.09	42.56%
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%

资料来源：公司提供

公司与主要供应商签订年度供货协议，约定按月度采购和结算，采购价格参考梅钢马口铁板卷、上

海期货交易所铝锭价等市场价加成一定加工费方式确定，并每个月根据市场价调整一次。公司生产产品所需的主要原材料采购周期较长，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，大致为2-3个月。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。2020年，公司原材料成本端在2019年镀锡板卷价格下降、铝锭价格高位震荡及2020年一季度的快速探底后，全年采购均价有所下降。但随着2020年4月以来原材料价格的单边上涨逐步向公司传导，预计未来公司成本端压力大幅提升。

表8 近年主要原材料采购均价（单位：元/吨）

构成	2020年		2019年		
	均价	变动	均价	变动	
铝材	盖材	18,058.89	0.41%	17,985.89	0.12%
	拉环材	18,505.35	-1.39%	18,765.73	-2.41%
	铝箔	45,714.08	-3.34%	47,292.40	-6.32%
马口铁	盖材	5,654.51	-7.56%	6,117.06	-0.32%
	拉环材	6,718.92	1.97%	6,588.87	5.28%

资料来源：公司提供

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2019-2020年审计报告，报表均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围无变化。

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，2020年末同比增长23.92%，主要系银行借款增长及往来款负债增加所致。由于购建固定资产，公司流动资产占比同比下降5.94个百分点。

2020年末，公司货币资金中4,350.06万元为银行票据保证金及用电质押定期存款，货币资金规模同比下降39.18%，主要系投入在建的智能生产基地建设项目和扬州生产基地建设项目（饮料易开盖项目）所致。2020年末应收账款账面价值同比增长8.74%，账龄在1年以内的占比95%以上，已计提坏账准备2,310.24万元，坏账计提比例为9.13%；应收对象前5名合计占应收账款期末余额的40.99%，应收账款年末余额集中度高于发生额，主要系饮料易开盖市场竞争激烈，公司给予了新进的饮料罐客户较长的账期所致。公司存货主要为原材料（铝材及马口铁）、库存商品（饮料易开盖）等，2020年末占比分别为40.80%、39.29%，占比结构变化不大。2020年末公司存货账面价值增长25.91%，一方面公司收入增长备货增加，另一方面由于饮料易开盖产销率下降，库存有所积压。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。

公司固定资产以机器设备为主，在建工程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。2020年末公司固定资产和在建工程均有所增长，主要系在建的智能生产基地建设项目和扬州生产基地建设项目（饮料易开盖项目）的持续推进及转固所致。公司无形资产主要包含6宗土地使用权，较2019年末新增2宗，用于英联扬州项目。

总体来看，由于长期债务增长及往来款负债增加，公司资产规模持续增长。2020年末公司受限资产为20,920.86万元，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11.55%。2020年末应收账款及存货的账面价值合计占总资产比重为26.62%，对公司营运资金形成一定占用。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	10,333.84	5.70%	16,991.72	11.62%
应收账款	22,988.72	12.69%	21,140.27	14.46%
存货	25,241.32	13.93%	20,047.32	13.71%
流动资产合计	69,014.73	38.09%	64,362.94	44.03%
固定资产	53,696.09	29.64%	41,855.43	28.63%
在建工程	34,943.19	19.29%	18,605.75	12.73%
非流动资产合计	112,155.55	61.91%	81,830.92	55.97%
资产总计	181,170.29	100.00%	146,193.86	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

虽2020年公司收入规模继续增长，但受细分领域竞争加剧影响，公司盈利情况略有下降，公司面临较大成本管控压力

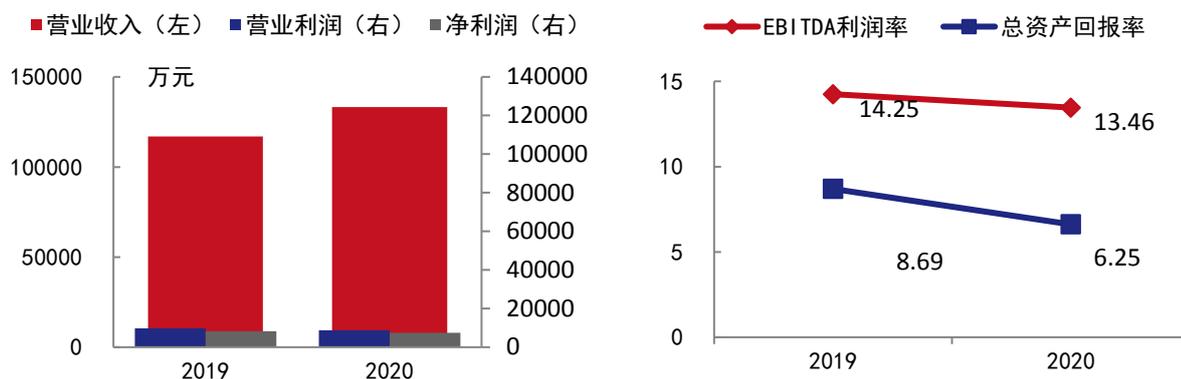
2020年公司积极开拓饮料、罐头易开盖市场，当期公司实现营业收入13.32亿元，同比增长13.82%，但增速有所放缓。未来随着在建项目投产，产能规模将进一步扩大，需关注在建产能后续消化压力。

受金属易开盖细分领域市场竞争加剧及新基地投产的财务、管理费用增加等因素影响，公司2020年增收不增利，营业利润、净利润同比分别下降9.93%、10.23%，EBITDA利润率及总资产回报率均有所下降，整体盈利情况略有下降，盈利能力相对稳定。

2020年4月以来，原材料价格呈现单边上涨，公司面临较大成本管控压力。随着公司产能的逐步释放，行业竞争加剧，叠加原材料成本压力的传导，公司盈利承压。

图6 公司收入及利润情况

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，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

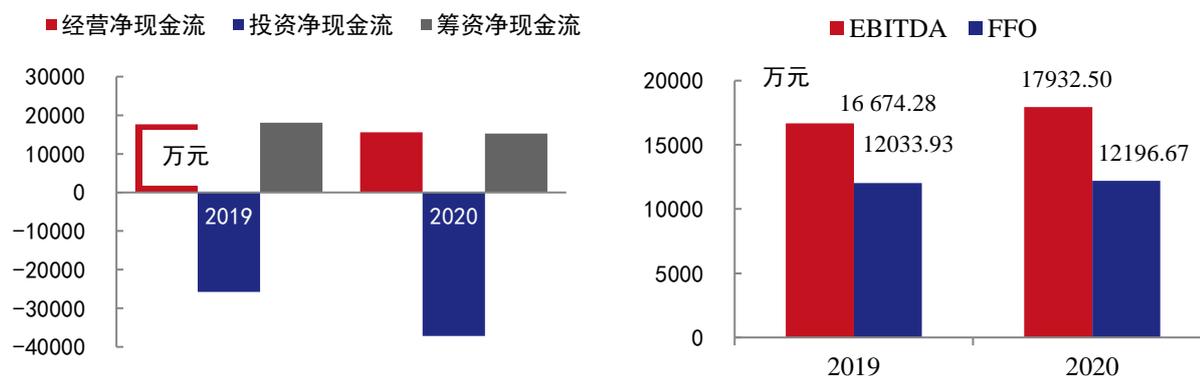
2020年公司实现营业收入13.32亿元，同比增长13.82%，经营净现金流达1.56亿元，FFO为1.22亿元，规模较大，公司营收及经营活动现金流表现较好。

随着在建的智能生产基地建设项目和扬州生产基地建设项目（饮料易开盖项目）逐步投入，公司投资活动现金净流出保持较大规模，2020年净流出规模为3.72亿元，且预计2021年投资活动现金将继续净流出。

公司对资金有较大需求。2020年公司通过银行取得借款3.95亿元，筹资活动现金净流入1.52亿元。截至2020年末，公司在建项目尚需投入7.24亿元（含1.45亿元铺底流动资金），若非公开发行A股进展顺利可解决3.50亿元资金缺口，但剩余资金缺口仍较大，公司面临较大资本支出压力。

图8 公司现金流结构

图9 公司EBITDA和FFO情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司有息债务规模大幅攀升，债务压力加重

虽受益于本期债券持有人转股及公司利润留存，2020年末公司所有者权益同比增长14.46%，但由于银行借款的增长，公司负债规模大幅提高，2020年末同比增长34.14%。受上述因素影响，公司产权比率同比提高15.92个百分点，权益对负债的保障程度下降。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，募集资金将用于智能生产基地改扩建项目（二期）（新增罐头易开盖产能40亿片/年）及补充流动资金。该申请于2020年8月12日获得中国证监会核准批复，未来若成功发行将有助于提升公司资本实力。

图10 公司资本结构

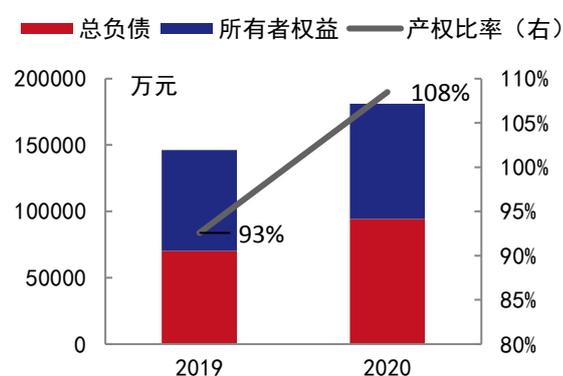
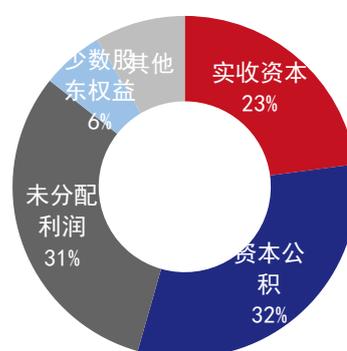


图11 2020年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

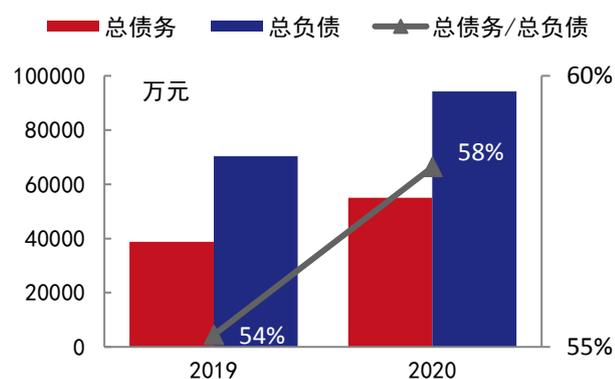
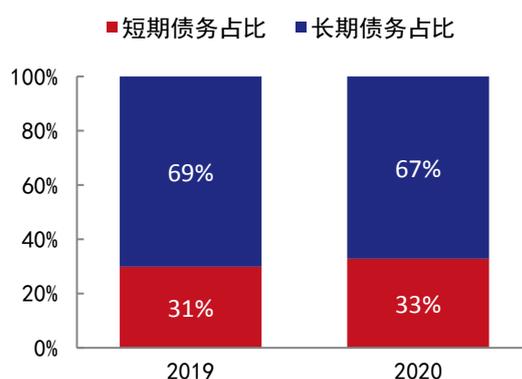
2020年末，公司短期借款为1.62亿元，同比增长67.06%。2020年末长期借款为2.33亿元，同比增长137.04%，主要为在建项目的专项借款。2020年末，公司应付票据同比增长8.50%，应付账款同比增长26.14%，主要系随着公司业务规模的扩大，公司采购量上升所致。应付债券即为本期债券，2019年10月公司成功发行2.14亿元本期债券，扣除发行费用后，截至2020年末，对应权益部分金额0.42亿元，计入其他权益工具，对应负债部分金额1.15亿元，计入应付债券。

表10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	16,170.00	17.15%	9,678.95	13.77%
应付票据	15,844.50	16.81%	14,602.91	20.78%
应付账款	12,080.08	12.81%	9,576.59	13.63%
流动负债合计	52,226.80	55.40%	41,858.51	59.56%
长期借款	23,292.91	24.71%	9,826.67	13.98%
长期应付款	2,164.42	2.30%	1,838.58	2.62%
应付债券	11,457.82	12.15%	14,664.27	20.87%
非流动负债合计	42,045.18	44.60%	28,417.98	40.44%
负债合计	94,271.98	100.00%	70,276.49	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务包括短期借款、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。2020年末总债务规模为5.50亿元，同比增长44.87%，总债务占总负债的比例有所提升，公司债务压力加重。2020年末短期债务占比较上年末提升2个百分点，占比仍不高，债务期限结构尚可。

图12 公司债务占负债比重

图13 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

受公司债务融资规模持续扩大的影响，2020年末资产负债率有所提升。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，净债务/EBITDA有所提高，FFO/净债务大幅下降。同时利息支出较大，EBITDA利息保障倍数由2019年的10.43下降至2020年的9.73。近年，公司资本支出规模较大，FCF/净债务持续为负值。

表11 公司杠杆状况指标

项目	2020年	2019年
资产负债率	52.04%	48.07%
净债务/EBITDA	2.69	1.44
EBITDA 利息保障倍数	9.73	10.43
总债务/总资本	38.75%	33.33%
FFO/净债务	25.29%	49.95%
FCF/净债务	-44.90%	-34.34%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

由于流动负债的增长，2020年末速动比率及现金短期债务比均有所下降。截至2020年末，公司在授信合同有效期内获得的银行授信总额为12.17亿元，较上年末增加4.50亿元，未使用额度为6.95亿元，较上年末增加3.35亿元。公司当前受限资产不大，公司融资渠道多样，银行授信规模尚有一定空间，具有较强融资弹性。

图14 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

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2018年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日为2021年1月11日）、满贯包装（查询日为2021年1月8日）、佛山宝润（查询日为2021年1月14日）、英联金属科技（潍坊）有限公司（查询日为2021年1月13日）、英联扬州（查询日为2021年1月22日）、英联金属科技（汕头）有限公司（查询日为2021年1月11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；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、本期债券偿还保障分析

公司实际控制人翁伟武、翁伟炜、翁伟嘉、翁伟博、柯丽婉、蔡沛侖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。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为A+。

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	2019年	2018年
货币资金	10,333.84	16,991.72	5,641.47
应收账款	22,988.72	21,140.27	19,887.55
存货	25,241.32	20,047.32	16,544.85
固定资产	53,696.09	41,855.43	38,090.65
在建工程	34,943.19	18,605.75	10,798.76
资产总计	181,170.29	146,193.86	112,250.72
短期借款	16,170.00	9,678.95	14,341.00
应付票据	15,844.50	14,602.91	9,906.07
应付账款	12,080.08	9,576.59	10,343.33
一年内到期的非流动负债	1,889.74	1,940.56	2,183.45
长期借款	23,292.91	9,826.67	1,344.00
应付债券	11,457.82	14,664.27	0.00
长期应付款	2,164.42	1,838.58	2,696.68
负债合计	94,271.98	70,276.49	51,260.84
总债务	54,974.89	37,949.03	20,565.13
归属于母公司的所有者权益	81,821.60	70,992.81	56,808.66
营业收入	133,218.28	117,039.13	81,895.65
净利润	7,381.61	8,223.08	4,424.24
经营活动产生的现金流量净额	15,565.14	17,662.44	8,840.91
投资活动产生的现金流量净额	-37,200.41	-25,761.15	-19,692.69
筹资活动产生的现金流量净额	15,216.82	18,096.02	12,207.62
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	19.95%	21.28%	18.30%
EBITDA 利润率	13.46%	14.25%	11.30%
总资产回报率	6.25%	8.69%	6.35%
产权比率	108.49%	92.57%	84.05%
资产负债率	52.04%	48.07%	45.67%
净债务/EBITDA	2.69	1.44	1.75
EBITDA 利息保障倍数	9.73	10.43	17.22
总债务/总资本	38.75%	33.33%	25.22%
FFO/净债务	25.29%	49.95%	43.61%
速动比率	0.84	1.06	0.70

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，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
短期债务	短期借款+一年内到期的非流动负债
长期债务	长期借款+应付债券+长期应付款
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	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

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。