

# 嘉美食品包装（滁州）股份有限公司

## 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券

### 跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：盛京京 [jjsheng@ccxi.com.cn](mailto:jjsheng@ccxi.com.cn)

项目组成员：黄仁昊 [rhhuang@ccxi.com.cn](mailto:rhhuang@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 8 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

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

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0573 号

## 嘉美食品包装（滁州）股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为负面；

维持“16 嘉美债”的债项信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月八日

**评级观点：**中诚信国际维持嘉美食品包装（滁州）股份有限公司（以下简称“嘉美包装”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为负面；维持“16 嘉美债”的债项信用等级为 **AA**。本次评级展望为负面主要基于 2020 年公司客户集中度仍较高且核心客户业绩严重下滑，使其盈利及经营获现水平均大幅下降，加之受限资产比例较高、短期偿债压力较大，公司持续面临一定的流动性压力；同时，中诚信国际也注意到公司单年度业绩波动较大主要系疫情影响，肯定了公司的规模优势和 2021 年一季度经营业绩有所好转等因素对其整体信用水平提供的支持，未来将持续关注行业景气度和公司盈利、偿债能力及信用水平变化情况。

### 概况数据

嘉美包装（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	34.19	37.94	35.58	35.90
所有者权益合计（亿元）	16.03	20.80	20.97	21.49
总负债（亿元）	18.16	17.14	14.61	14.42
总债务（亿元）	14.01	12.07	9.82	10.22
营业总收入（亿元）	29.60	26.24	19.92	7.51
净利润（亿元）	1.75	1.72	0.35	0.49
EBIT（亿元）	2.96	2.77	0.89	--
EBITDA（亿元）	4.73	4.34	2.51	--
经营活动净现金流（亿元）	5.30	3.22	1.76	1.89
营业毛利率（%）	17.44	18.69	13.06	15.39
总资产收益率（%）	8.62	7.68	2.43	--
资产负债率（%）	53.10	45.18	41.05	40.15
总资本化比率（%）	46.64	36.72	31.90	32.23
总债务/EBITDA（X）	2.96	2.78	3.92	--
EBITDA 利息倍数（X）	6.31	7.25	6.10	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理，2018 年使用天衡审字【2019】00353 号审计报告期末数据。

### 正面

- **产能布局完善，具备一定规模优势。**公司业务布局较完善，目前已围绕核心客户在安徽、河南、四川、福建、湖北和湖南等地设立了生产基地，网络化供应格局覆盖全国，具备一定规模优势。
- **客户资源稳定。**公司与养元饮品、王老吉、银鹭集团、统一实业等国内多家著名食品与饮料品牌企业建立了稳定合作关系，客户粘性得以增强，为业务发展奠定了良好基础。

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
16 嘉美债	AA	AA	2020/05/26	4.80	0.28	2016/12/08~2021/12/08 (3+1+1)	回售，票面利率选择权

### 关注

- **客户集中度较高。**2020 年，公司前五大客户销售额占比超过 70%，其中对单一最大客户养元饮品销售额占比为 40%，客户集中度仍较高；养元饮品经营业绩受疫情冲击较为严重，公司经营情况亦受核心客户影响，具有较大潜在业务波动风险。
  - **2020 年盈利及经营获现水平大幅下降。**受下游客户订单规模减少等影响，2020 年公司营业总收入和净利润分别同比下降 24.07% 和 79.91%，经营活动净现金流亦大幅减少 45.37%，公司面临较大的经营压力。2021 年一季度公司经营业绩有所好转，净利润及经营活动净现金流回升至疫情前正常水平，但仍需关注未来盈利及经营获现水平的持续性。
  - **受限资产比例较高，短期偿债压力较大。**截至 2020 年末，公司受限资产占净资产比重为 54.06%，受限比例较高，一定程度上限制了该部分资产的流动性。截至 2021 年 3 月末，短期债务占总债务比重接近 90%，存在较大长期资金错配风险，非受限货币资金及未使用授信对短债覆盖能力偏弱，短期偿债压力较大。
- ### 评级展望
- 中诚信国际认为，嘉美食品包装（滁州）股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内可能下降。
- **可能触发评级下调因素。**受宏观经济或行业供需等因素影响，产品价格持续下滑、下游需求大幅减少，大幅侵蚀利润水平；债务规模大幅扩大，偿债能力显著弱化，面临流动性压力。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

本次跟踪的债务融资工具募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致，且已全部使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策

边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

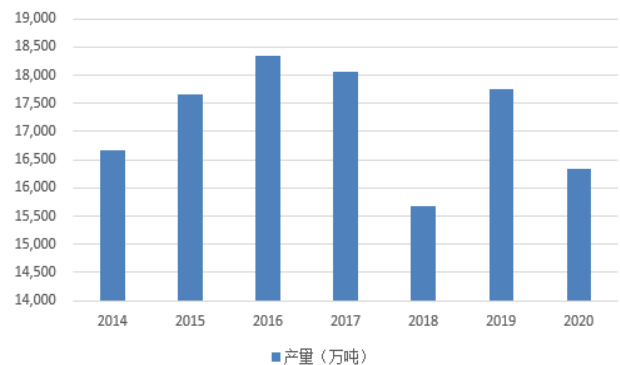
## 近期关注

### 2020 年，新冠疫情对金属包装行业及下游食品饮料企业的经营造成负面影响，但相关市场规模较大，预计未来仍将稳定健康发展

市场通常将包装根据不同材料区分为纸包装、塑料包装、金属包装、玻璃包装、软木及其它木制品包装等，金属包装作为包装产业的重要组成部分，主要应用于食品饮料行业。目前，我国金属包装行业市场分散，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，未来集中度有望进一步提高。本土龙头企业凭借丰富的管理和运作经验，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。

2020 年，随着新冠疫情的蔓延和爆发，我国饮料市场受到一定冲击。据国家统计局数据显示，全国规模以上饮料制造企业产量达到 16,347.3 万吨，累计下降 7.7%，全国规模以上饮料制造企业营业收入 3,007.3 亿元，累计下降 8.6%；但全国饮料类累计零售额达到 2,294 亿元，累计增长 14%，高于同期社会消费品零售总额增速 17.9 个百分点。

图 1：近年来我国饮料行业产量情况



资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

近年来，随着人们对健康关注度的增加，加之居民收入水平提升、消费升级，国内碳酸饮料产品发展趋势逐步转向气泡水、苏打水、果味水，无糖、低糖或采用代糖的碳酸饮料受到消费者的较多关注，受益于此，2020 年国内碳酸饮料产量增至 1,971.3 万吨，累计增长 4.7%。目前，啤酒行业已经进入成熟期，中国作为全球最大的啤酒生产及消费市场，前五大啤酒企业已占近 80% 的份额，且市场集中度不断上升，形成了相对稳定的市场竞争格局，随着行业加快向高端化、特色化、多元化等高附加值产品转型升级，中高端产品占比将逐步提高，未来啤酒消费市场仍具有较大的发展潜力。植物蛋白饮料是近年来饮料行业中增速较快的细分领域，该类产品的绿色、天然、健康属性，契合了当下消费观念的升级方向，消费群体不断扩大，2014~2019 年我国植物蛋白饮料产量年复合增长率超过 9%，2020 年天猫植物蛋白饮料市场销量增速高达 800%，在饮料市场中成长贡献比达到 15.5%，其中养元饮品、承德露露和维维股份等龙头企业竞争优势较强，但 2020 年经营业绩均受到新冠疫情不同程度的影响，且该行业市场竞争激烈、产品同质化等问题仍有待改善。

表 1：植物蛋白饮料行业部分上市公司营收情况（亿元）

公司名称	2018	2019	2020
养元饮品	81.44	74.59	44.27
承德露露	21.22	22.55	18.61
维维股份	50.33	50.39	47.99

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

中诚信国际认为，2020 年新冠疫情影响波及食

品饮料行业各个领域，工厂复工推迟、物流运输滞缓、传统旺季消费锐减，亦对位于产业链上游的金属包装企业短期业绩造成影响；然而从中长期来看，随着国内疫情较快得到全面控制，加之产业结构调整升级、消费趋势发生积极变化，涵盖碳酸饮料、啤酒和植物蛋白饮料等产品在内的食品饮料行业仍具有一定的潜在增量市场，受益于此，金属包装行业内的龙头企业仍将稳定健康发展。

### 公司业务布局完善，具备一定规模优势，但 2020 年新冠疫情对主要产品订单及产能利用率均造成较大影响

公司业务布局较完善，目前已围绕核心客户在安徽、河南、四川、福建、湖北和湖南等地设立了生产基地，网络化供应格局覆盖全国。鉴于金属罐等主要产品数量多、体积大、质量轻的特点，单位运输成本相对较高，公司长期采取“伴生模式”产能布局，与其主要客户在地缘空间上相邻建设，保证了产品的成本价格竞争力。公司制罐业务采用直接生产模式，灌装业务则为受托加工模式，其中所使用的材料（如核桃仁等内容物）主要由客户提供，公司基于“全产业链的中国饮料服务平台”理念，提供从饮料配方、新包装研发到提供包材、灌装一体化的服务。

**表 2：公司主要产品产能及产量情况（亿罐/亿包/亿只、%）**

三片罐	2018	2019	2020	2021.1~3
生产线（条）	45	46	46	46
产能	85.50	77.72	80.35	20.09
产量	36.67	34.59	26.83	7.98
产能利用率	42.89	44.51	33.39	39.72
高峰期产能利用率	73.75	75.93	69.51	69.51
二片罐	2018	2019	2020	2021.1~3
生产线（条）	1	1	1	1
产能	10.00	10.00	10.00	2.50
产量	8.83	9.58	7.87	2.29
产能利用率	88.30	95.78	78.68	91.71
高峰期产能利用率	108.09	105.32	116.99	116.99
无菌纸包	2018	2019	2020	2021.1~3
产能	26.60	26.60	26.60	6.65
产量	11.55	11.09	8.63	1.69
产能利用率	43.42	41.69	32.46	25.43

<sup>1</sup> 公司高峰期统计口径为 12 月和次年 1 月，三片罐业务高峰期 1 个月左右，若统计周期为连续 30 天，三片罐产能利用率接近 100%。

灌装服务	2018	2019	2020	2021.1~3
产能	44.16	47.60	55.88	13.97
产量	18.47	16.76	11.63	5.41
产能利用率	41.83	35.21	20.80	38.73
PET	2018	2019	2020	2021.1~3
产能	14.79	13.98	13.98	3.50
产量	0.95	0.80	1.60	0.55
产能利用率	6.42	5.72	11.43	15.63

注：高峰期即春节与元宵节销售旺季，一般为 12 月和次年 1 月。

资料来源：公司提供

近年来，公司生产高峰期产能较为饱和<sup>1</sup>，但淡季产能过剩，整体产能利用率仍有待提高。2020 年受新冠疫情影响，各地出台延迟复工、限制物流、人流等防控政策，公司下游食品饮料客户销售受阻，终端需求不足导致产品订单显著下滑，尽管下半年国内疫情得到控制，公司及产业链下游客户经营逐步恢复正常，但全年订单规模仍受到较大影响，三片罐、二片罐、无菌纸包和灌装产量及产能利用率均存在不同程度的下降。此外，公司 2019 年设立的金华嘉饮食品有限公司投产，内含 PET 灌装业务产线，带动 PET<sup>2</sup>产品产量及产能利用率逆势增长。2021 年一季度，随着国内生产、生活恢复正常，加之 1 月份处于全年高峰期，公司产能利用率均较上年有所提升。

为缓解高峰期公司生产线压力、弥补彩印铁及底盖铁产能不足的局面、提高部分产品供货效率，公司对部分马口铁的彩印和涂布环节，采用外协加工的生产模式，2020 年外协加工金额为 591.12 万元。此外，作为金属包装容器生产及灌装服务商，公司产品直接接触食品和饮料等，随着食品安全问题受关注程度日益提升，大型食品饮料公司会对供应商进行严格认证，食品包装企业面临的产品质量管控压力亦将升高。

### 2020 年订单规模下降，原材料采购量亦随之减少，但平均采购成本较为稳定；公司对核心供应商依赖度较高，不利于分散采购风险

公司采取“分级管控、集中采购、分散执行”

<sup>2</sup> 一种塑料容器，PET 塑料具有质轻、透明度高、耐冲击、不易碎裂等特性。

的采购模式，对一级管控物料马口铁、易拉盖和铝材等主要原材料集中采购，采购金额占主营业务成本的80%左右，对二级管控物料包装材料、运输费用和水电费等交由各分、子公司负责，对三级管控物料生产设备、五金配件、办公用品等进行差别采

购。公司的采购模式为以产定采，随着2020年订单规模的减少，对马口铁、铝材和易拉盖的采购量均呈下降趋势。采购价格方面，原材料大多以“上游采购价+加工费”的模式定价，2020年各类原材料的平均采购成本较为稳定，受疫情影响有限。

**表 3：公司原材料采购情况**

项目	2019			2020		
	采购量 (万吨、万个)	采购额 (万元)	平均采购成本 (元/吨、元/个)	采购量 (万吨、万个)	采购额 (万元)	平均采购成本 (元/吨、元/个)
马口铁	13.09	79,208.64	6,051.08	10.76	65,012.37	6,040.42
铝材	1.18	18,026.11	15,276.68	1.01	15,666.73	15,439.55
易拉盖	325,972.02	24,165.66	0.07	233,547.41	17,405.76	0.07

资料来源：公司提供

采购渠道方面，公司已与多家供应商建立了长期合作关系，目前主要供应商有统一马口铁<sup>3</sup>、中粤浦项<sup>4</sup>、厦门保沣实业有限公司和龙口南山铝压延新材料有限公司等，各品类原料供应商基本稳定。但公司原材料采购对核心供应商依赖程度较高，若上述企业出现供给不足等问题，或对公司正常运营造成影响。

**表 4：2020 年公司前五大供应商情况 (万元、%)**

马口铁供应商	采购材料	采购额	占比
统一马口铁	马口铁、彩印铁	34,045.43	24.22
中粤浦项	马口铁、彩印铁	12,293.65	8.75
首钢(青岛)钢业有限公司	易拉盖、铝底盖	10,389.17	7.39
厦门保沣实业有限公司	易拉盖、铝底盖	9,384.09	6.68
龙口南山铝压延新材料有限公司	铝材	8,696.08	6.19
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>74,808.43</b>	<b>53.22</b>

资料来源：公司提供

**表 5：公司主要产品收入情况 (亿元、%)**

产品	2018		2019		2020		2021.1~3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
三片罐	19.60	67.11	16.96	65.76	12.66	63.55	4.78	63.64
二片罐	4.92	16.84	4.05	15.70	3.14	15.76	0.96	12.72
灌装服务	2.72	9.32	2.69	10.43	1.77	8.89	0.96	12.74
其他	2.36	6.73	2.54	8.11	2.35	11.8	0.81	10.9
<b>合计</b>	<b>29.60</b>	<b>100.00</b>	<b>26.24</b>	<b>100.00</b>	<b>19.92</b>	<b>100.00</b>	<b>7.51</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

公司采用“贴近大客户、覆盖小客户、跟进新市场”的营销手段，深耕金属制罐领域多年，目前

养元饮品、王老吉、银鹭集团、承德露露和统一实业均为公司长期合作的重点客户。2020年，公司对

<sup>3</sup> 统一马口铁主要包括江苏统一马口铁有限公司和福建统一马口铁有限公司。

<sup>4</sup> 中粤浦项主要包括粤海中粤浦项(秦皇岛)马口铁工业有限公司和粤海中粤(中山)马口铁工业有限公司。



前五大客户的销售额占销售总额比重为 71.78%，其中核心客户养元饮品 2020 年受疫情冲击较为严重，营业总收入、净利润和经营活动净现金流分别同比下降 40.65%、41.46 和 35.34%，核心客户业绩大幅下滑亦使得公司销售端受到较大影响。尽管公司与重点客户之间合作关系稳定，且近年来前五大客户销售额占比有所下降，但目前客户集中度仍较高，存在较大的潜在业务波动风险，中诚信国际将对此保持关注。

**表 6：2020 年公司前五大客户销售情况（亿元、%）**

客户名称	销售额	占比
养元饮品	8.02	40.23
统一实业	2.31	11.62
王老吉	2.09	10.50
银鹭集团	1.18	5.93
承德露露	0.70	3.50
<b>合计</b>	<b>14.30</b>	<b>71.78</b>

资料来源：公司提供

此外，在销售布局上，除优先保证核心客户的产品供应外，公司还关注生产基地销售半径内中小客户、新进客户的成长情况以及创新产品的商业化运用，为其提供相应服务。同时，公司承接同业代工订单，作为业务发展及产能消化的补充。

公司于年初与客户签订总体供货协议后分阶段实行，客户每月根据具体情况下单，明确产品型号、数量、单价和金额等。2020 年下游客户订单减少，公司各类产品销量均存在 15%~37% 不等的降

幅。售价方面，公司延续了成本加成的定价模式，对主要客户的销售价格根据马口铁、铝材等主要原材料价格波动情况予以调整，2020 年以来基本保持稳定。同时，公司与养元饮品等客户战略合作协议的签署及实施有助于巩固合作关系，为双方长期稳定合作打下了坚实基础。

**表 7：公司主要产品销售情况（亿罐/亿包/亿个、元）**

产品	2019		2020	
	销量	均价	销量	均价
三片罐	34.43	0.49	24.89	0.51
二片罐（生产）	9.40	0.34	7.68	0.34
二片罐（贸易）	2.47	0.35	1.55	0.33
无菌纸包	10.74	0.13	9.10	0.15
灌装	16.77	0.16	11.64	0.15

资料来源：公司提供

### 为扩大经营规模、提升市场竞争力，公司规划多条产线项目建设，配套融资情况值得关注

公司在建及拟建项目主要系各类产品的生产线建设项目，计划总投资 11.14 亿元，其中 2.16 亿元来自 2019 年首次公开发行股票募集资金<sup>5</sup>，7.50 亿元来自公开发行可转换公司债券募集资金，截至 2020 年末公司累计投资 0.81 亿元，未来存在一定的资本支出压力。但目前可转债发行申请已获得证监会审批通过，未来若顺利发行，公司投资压力有望得到缓解，中诚信国际将对其战略布局和配套融资情况保持关注。

**表 8：截至 2020 年末公司在建及拟建项目情况（亿元）**

项目名称	计划总投资	累计投资	资金来源
二片罐生产线项目（嘉美包装）	3.29	-	可转债、自有资金
二片罐生产线建设项目（临颖嘉美）	2.89	-	可转债、IPO
三片罐生产线建设项目（简阳嘉美）	1.96	0.96	IPO
福建无菌纸包生产线建设项目	1.38	-	可转债、自有资金
孝感无菌纸包生产线建设项目	1.37	-	可转债、自有资金
滁州嘉美研发项目	0.25	0.03	自有资金
<b>合计</b>	<b>11.14</b>	<b>0.99</b>	

资料来源：公司提供

## 财务分析

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

2018~2020 年度审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，2018 年使用天衡审字【2019】00353 号审计报告，财务数据均为各期财务报告期

<sup>5</sup> 受新冠疫情影响，2020 年上半年公司下游食品饮料客户销售受阻，终端消费需求不足导致公司产品订单明显下滑，公司根据宏观经济和

行业发展情况谨慎推进相关募集资金投资项目的投入规模和建设进度。

末数。

## 2020 年受疫情影响，公司盈利能力大幅弱化；随着下游需求回暖，2021 年一季度利润规模已达疫情前正常水平

从毛利率水平来看，2020 年整体社会消费在一定程度上受到疫情影响，食品饮料包装行业的市场环境较为严峻，公司各类产品盈利水平亦有所下滑，加之执行新收入准则，部分运输费用调整计入营业成本，营业毛利率同比下降 5.63 个百分点。2021 年一季度，公司持续在老客户份额、新客户拓展、新产品开发等领域发力，加之国民经济趋于正常，营业毛利率有所回升。

表 9：近年来公司主要产品毛利率情况(%)

产品	2018	2019	2020	2021.1~3
三片罐	19.31	19.68	15.91	14.21
二片罐	7.34	11.68	5.46	12.17
灌装	25.53	22.05	5.73	23.98
无菌纸	8.90	13.77	10.94	11.31
PET 及其他	1.58	16.53	-1.92	9.43
<b>主营业务毛利率</b>	<b>17.08</b>	<b>18.26</b>	<b>12.41</b>	<b>14.85</b>
<b>营业毛利率</b>	<b>17.44</b>	<b>18.69</b>	<b>13.06</b>	<b>15.39</b>

资料来源：公司提供

2020 年，公司期间费用同比下降近 30%，主要系疫情期间国内物流、人流受阻，以及执行新收入准则的影响，销售费用大幅减少，加之成本较高的融资租赁规模持续压降，带动财务费用呈下行趋势，当年期间费用率亦小幅下降。2021 年一季度，受益于营业总收入的大幅回升，公司期间费用率有所下降。

利润总额主要由经营性业务利润和其他收益构成，2020 年下降较多主要系经营性业务利润大幅减少所致；同期，以政府奖励和企业扶持资金为主的其他收益对公司利润提供了一定补充；此外，2020 年公司以河北等地三片罐落后产能报废损失为主的营业外支出为 0.17 亿元，亦对当年利润造成负面影响。盈利指标方面，由于公司盈利能力显著弱化，EBITDA 利润率和总资产收益率均大幅下滑。2021 年一季度，受益于下游需求回暖、主要产

品销售情况较好，公司当季利润总额已达疫情前正常水平，但需关注未来公司盈利水平的持续性。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	0.66	0.76	0.14	0.04
管理费用	1.48	1.39	1.41	0.38
财务费用	0.80	0.65	0.45	0.09
期间费用合计	2.95	2.80	2.00	0.51
期间费用率	9.95	10.66	10.01	6.78
经营性业务利润	2.24	2.13	0.66	0.61
其他收益	0.25	0.24	0.23	0.03
利润总额	2.21	2.17	0.48	0.63
EBITDA 利润率	15.98	16.53	12.58	--
总资产收益率	8.62	7.68	2.43	--

注：中诚信国际分析时，将研发费用合并计入管理费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 公司财务杠杆水平持续改善，但资产流动性有所受限，且短期偿债压力较大，债务结构仍有待优化

资产构成方面，公司资产仍以非流动资产为主，2020 年末非流动资产占总资产的比重超过 60%，主要由固定资产和无形资产构成，其中固定资产以房屋建筑物和机器设备为主，无形资产主要为土地使用权。公司流动资产主要由货币资金、存货及应收账款构成，2020 年末上述三项合计占流动资产比重为 90.64%。公司使用自有资金偿付部分利率成本较高的融资租赁款，当期末货币资金有所下降，其中票据保证金及定期存单质押 3.05 亿元，受限比例较高，对资产流动性存在一定影响；应收账款规模较为稳定，其中 95% 左右的应收账款账龄在一年以内，2020 年末前五大欠款方以公司核心客户为主，坏账风险可控；存货以原材料、半成品和产成品为主，2020 年有所增长主要系下游订单减少，原材料规模上升。2021 年一季度，公司销售情况较好，存货呈下降趋势，其他资产科目基本保持稳定。

表 11：近年来公司主要资产科目情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	4.38	7.33	5.16	5.83
应收账款	2.30	3.35	3.25	3.28
存货	2.92	3.35	4.22	3.68
<b>流动资产</b>	<b>11.84</b>	<b>15.49</b>	<b>13.96</b>	<b>13.54</b>
固定资产	18.84	18.82	18.37	18.23
无形资产	1.99	1.95	1.89	1.87

非流动资产	22.35	22.45	21.62	22.36
总资产	34.19	37.94	35.58	35.90

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，2020 年末流动负债占总负债比重接近 90%，主要由短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。具体来看，截至 2020 年末，短期借款包括 1.64 亿元保证抵押借款、0.50 亿元抵押借款和 0.30 亿元保证质押借款，应付票据和应付账款随采购规模的减小而呈下降态势；同期末，受益于公司偿还到期债务，一年内到期的非流动负债进一步下降。此外，非流动负债主要由以应付融资租赁款为主的长期应付款构成，公司持续压降融资租赁款规模，2020 年末长期应付款大幅减少 60% 以上。

有息债务方面，2020 年末公司总债务为 9.82 亿元，近年来呈持续下降态势；但短期债务仍维持较大规模，2021 年 3 月末短期债务占总债务比重为 88.44%。整体来看，以短期债务为主的债务结构增加了公司的短期偿债风险，债务结构仍有待优化。

所有者权益方面，2020 年 11 月公司实施限制性股票激励计划，定向增发 770.28 万股，授予价格 3.71 元/股，使得股本增至 9.60 亿元，资本公积增加 0.21 亿元。2020 年，公司现金分红金额（含税）960.33 万元，占归属上市公司普通股股东净利润比重为 27.80%。当年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 41.05% 和 31.90%，财务杠杆水平逐年改善。2021 年一季度，受益于利润积累，未分配利润较上年末增长 13.33%，带动所有者权益规模进一步上升。

**表 12：近年来公司主要负债及权益科目情况（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	2.12	2.29	2.72	2.55
应付票据	3.01	4.52	3.89	4.41
应付账款	3.56	3.63	3.15	2.74
一年内到期的非流动负债	7.07	2.59	2.18	2.08
<b>流动负债</b>	<b>16.78</b>	<b>14.04</b>	<b>13.14</b>	<b>12.75</b>
长期应付款	0.91	2.66	1.02	0.64
<b>非流动负债</b>	<b>1.38</b>	<b>3.10</b>	<b>1.47</b>	<b>1.66</b>
<b>总负债</b>	<b>18.16</b>	<b>17.14</b>	<b>14.61</b>	<b>14.42</b>
短期债务	12.20	9.41	8.80	9.04

<b>总债务</b>	<b>14.01</b>	<b>12.07</b>	<b>9.82</b>	<b>10.22</b>
股本	8.57	9.53	9.60	9.60
资本公积	5.07	7.19	7.41	7.43
未分配利润	1.96	3.58	3.68	4.17
<b>所有者权益</b>	<b>16.03</b>	<b>20.80</b>	<b>20.97</b>	<b>21.49</b>
资产负债率	53.10	45.18	41.05	40.15
总资本化比率	46.64	36.72	31.90	32.23

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2020 年公司盈利水平及经营活动净现金流下降，相关偿债指标均有弱化；2021 年一季度，公司经营获现能力有所回升

受新冠疫情影响，2020 年公司收入规模下滑，经营获现能力进一步弱化，同时公司新建项目投资净流出敞口收窄；同期，公司持续偿还到期公开债务和融资租赁款，筹资活动现金净流出规模有所扩大。2021 年一季度，公司生产经营活动恢复正常，经营活动现金净流入规模已超去年全年水平。

偿债指标方面，受公司盈利水平及经营活动获现能力下降影响，2020 年经营活动净现金流、EBITDA 对债务本息以及货币资金对短期债务的保障能力均有弱化。

**表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	5.30	3.22	1.76	1.89
投资活动净现金流	-2.02	-1.69	-1.04	-0.81
筹资活动净现金流	-2.84	-0.08	-1.90	-0.81
经营活动净现金流/总债务	0.38	0.27	0.18	0.74*
经营活动净现金流/短期债务	0.43	0.34	0.20	0.84*
经营活动净现金流/利息支出	7.07	5.38	4.28	--
（CFO-股利）/总债务(%)	33.48	22.86	14.34	--
总债务/EBITDA	2.96	2.78	3.92	--
EBITDA/短期债务	0.39	0.46	0.28	--
EBITDA 利息保障倍数	6.31	7.25	6.10	--
货币资金/短期债务	0.36	0.78	0.59	0.65

注：加“\*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

到期债务分布方面，2021 年公司有息债务到期偿付金额较大，其中公开市场债券存续规模 0.28 亿元、待偿还流动资金贷款 2.72 亿元、应付融资租赁款 2.00 亿元，面临一定的债务偿还压力。

**表 14：公司到期债务分布情况（亿元）**

年份	2021	2022	2023	2024 及以后
金额	5.24	1.07	0.15	0.02

注：2022 年及以后年份到期债务数据统计不包括流贷。

资料来源：公司提供

### 公司或有风险较小，但财务弹性较弱，受限资产比例较高，对资产流动性有所影响

或有事项方面，截至 2020 年末，公司无对外担保，亦不存在可能对其生产经营产生重大影响的未决诉讼、仲裁事项。

银行授信方面，截至 2020 年末，公司获得各家银行授信总额 27,800 万元，其中未使用额度 600 万元，较上年末减少 2,794 万元，备用流动性较弱。此外，公司作为 A 股上市企业，具备一定的直接融资能力。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 11.34 亿元，其中受限固定资产 7.58 亿元，主要系融资租赁资产和抵押担保，受限货币资金为 3.05 亿元，主要系银行承兑汇票保证金和定期存单质押，受限无形资产为 0.71 亿元。受限资产占净资产比重为 54.06%，受限比例较高，限制了该部分资产的流动性。截至 2021 年 3 月末，公司前十名股东不存在股权质押或冻结情况。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，报告期内公司未出现延迟支付债务本金及其利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

### 公司作为 A 股上市企业，直接融资渠道较畅通，政府补助较为稳定，但实际控制人对其支持能力较弱

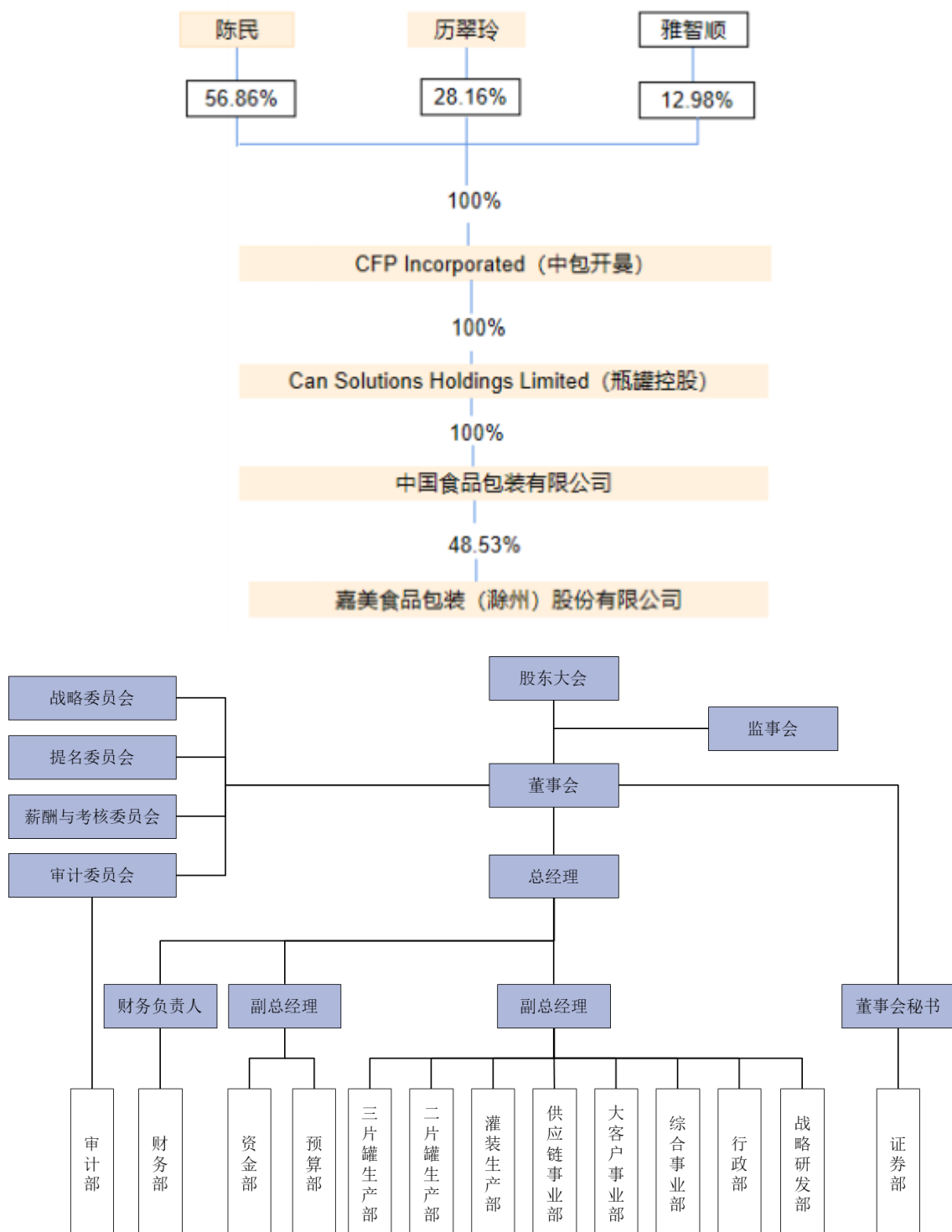
公司于 2019 年完成首次公开发行股票并上市，直接融资渠道较为畅通。此外，2018~2020 年公司获得计入当期损益的政府补助（含企业发展扶持资金、政府奖励及其他补助）分别为 0.25 亿元、0.24 亿元和 0.23 亿元，对日常经营提供了一定支持。此外，公司实际控制人无其他产业，嘉美包装与其关联程度较高，若公司信用恶化将对其信誉影响很

大，因此对公司支持意愿极强；但由于公司实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限，对公司支持能力较弱。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持嘉美食品包装（滁州）股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为负面；维持“16 嘉美债”的债项信用等级为 **AA**。

## 附一：嘉美食品包装（滁州）股份有限公司股权结构图及组织机构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：嘉美食品包装（滁州）股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	43,780.66	73,255.61	51,647.27	58,322.99
应收账款净额	23,004.41	33,541.25	32,544.40	32,763.36
其他应收款	4,132.02	2,983.35	2,025.05	1,590.35
存货净额	29,200.78	33,491.68	42,186.00	36,837.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	188,409.00	188,241.47	183,678.97	182,268.65
在建工程	7,328.14	7,563.24	2,404.87	1,944.01
无形资产	19,871.10	19,491.72	18,851.85	18,718.63
总资产	341,901.20	379,425.04	355,804.12	359,014.79
其他应付款	947.86	680.50	4,004.81	3,967.79
短期债务	121,969.47	94,056.06	87,998.01	90,389.94
长期债务	18,175.64	26,642.46	10,244.68	11,812.88
总债务	140,145.11	120,698.52	98,242.69	102,202.82
净债务	96,364.45	47,442.91	46,595.42	43,879.83
总负债	181,566.13	171,425.23	146,064.25	144,150.94
费用化利息支出	7,462.04	5,971.84	4,107.92	--
资本化利息支出	33.03	9.52	0.00	--
所有者权益合计	160,335.07	207,999.81	209,739.87	214,863.85
营业总收入	296,042.65	262,414.84	199,240.95	75,116.71
经营性业务利润	22,353.15	21,322.04	6,634.91	6,109.26
投资收益	0.00	0.00	-89.67	0.00
净利润	17,453.59	17,192.17	3,453.90	4,907.63
EBIT	29,565.59	27,703.53	8,926.08	--
EBITDA	47,315.30	43,369.63	25,055.03	--
经营活动产生现金净流量	53,020.66	32,170.26	17,573.66	18,932.89
投资活动产生现金净流量	-20,227.20	-16,863.10	-10,405.09	-8,130.81
筹资活动产生现金净流量	-28,440.35	-787.76	-19,043.78	-8,109.18
资本支出	20,250.62	17,016.69	12,237.24	8,130.81
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	17.44	18.69	13.06	15.39
期间费用率(%)	9.95	10.66	10.01	6.78
EBITDA 利润率(%)	15.98	16.53	12.58	--
总资产收益率(%)	8.62	7.68	2.43	--
净资产收益率(%)	11.51	9.34	1.65	9.25*
流动比率(X)	0.71	1.10	1.06	1.06
速动比率(X)	0.53	0.86	0.74	0.77
存货周转率(X)	7.66	6.81	4.58	6.43*
应收账款周转率(X)	12.21	9.28	6.03	9.20*
资产负债率(%)	53.10	45.18	41.05	40.15
总资本化比率(%)	46.64	36.72	31.90	32.23
短期债务/总债务(%)	87.03	77.93	89.57	88.44
经营活动净现金流/总债务(X)	0.38	0.27	0.18	0.74*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.43	0.34	0.20	0.84*
经营活动净现金流/利息支出(X)	7.07	5.38	4.28	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	33.48	22.86	14.34	--
总债务/EBITDA(X)	2.96	2.78	3.92	--
EBITDA/短期债务(X)	0.39	0.46	0.28	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.31	7.25	6.10	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.94	4.63	2.17	--

注：1、中诚信国际在分析时将租赁负债及长期应付款中的融资租赁款计入长期债务，将研发费用合并计入管理费用，将信用减值损失合并计入资产减值损失；2、2021年一季报未经审计；3、带“\*”指标经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。