

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（2020）

项目负责人：盛京京 jjsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：汤梦琳 mltang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 5 月 26 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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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）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 [2020]跟踪 0350 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：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，将评级展望由稳定调整为负面；
维持“16 嘉美债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月二十六日

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**，将评级展望由稳定调整为负面；维持“16 嘉美债”的信用等级为 **AA**。本次评级展望调整为负面主要基于 2019 年以来公司客户集中度较高且需求放缓，使其收入规模和盈利能力下降，加之受限资产比例较高、短期偿债压力较大，公司面临一定的流动性压力，另外叠加疫情影响，2020 年行业景气度下滑，对公司业务影响较大；同时，中诚信国际也肯定了公司的规模优势和资本结构有所改善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）	2017	2018	2019	2020.Q1
总资产（亿元）	34.40	34.19	37.94	35.09
所有者权益合计（亿元）	14.29	16.03	20.80	20.60
总负债（亿元）	20.11	18.16	17.14	14.49
总债务（亿元）	16.13	14.01	12.07	11.71
营业总收入（亿元）	27.47	29.60	26.24	2.88
净利润（亿元）	0.85	1.75	1.72	-0.20
EBIT（亿元）	2.03	2.96	2.77	-
EBITDA（亿元）	3.45	4.73	4.34	-
经营活动净现金流（亿元）	3.19	5.30	3.22	-1.03
营业毛利率（%）	17.56	17.44	18.69	12.18
总资产收益率（%）	6.21	8.62	7.68	-
资产负债率（%）	58.46	53.10	45.18	41.29
总资本化比率（%）	53.02	46.64	36.72	36.25
总债务/EBITDA（X）	4.67	2.96	2.78	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.68	6.31	7.25	-

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2018 年公司前期财务报表进行差错更正处理，中诚信国际分析采用 2017 年财务数据为 2018 年审计报告（天衡审字【2019】00353 号）期初数。

正面

■ **具备一定规模优势，产能利用率进一步提高。**2019 年，公司持续优化业务结构，并主动收缩二片罐贸易业务。截至 2019 年末，公司三片罐和二片罐年产能分别为 77.72 亿罐和 10.00 亿罐，产能利用率分别为 44.50% 和 95.78%，较上年有所提升。

■ **客户资源稳定。**公司与养元饮品、王老吉、银鹭集团、达利集团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。

■ **公司上市开拓了直接融资渠道，财务杠杆比率下降。**2019 年，受益于公司首次公开发行股票，募集资金净额 3.08 亿元，开拓了直接融资渠道，资本实力有所增强，当年末资产负债率及总资本化比率均大幅下降。

同行业比较

部分金属包装企业主要指标对比表

公司简称	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
昇兴股份	42.07	54.94	25.49	0.46	3.11
宝钢包装	68.51	48.05	57.70	1.53	6.50
奥瑞金	150.22	59.78	93.69	6.93	14.98
嘉美包装	35.09	41.29	26.24	1.72	3.22

注：“昇兴股份”为“昇兴集团股份有限公司”简称；“宝钢包装”为“上海宝钢包装股份有限公司”简称；“奥瑞金”为“奥瑞金科技股份有限公司”简称；表中资产总额和资产负债率为 2020 年 3 月末数据，营业总收入、净利润和经营活动净现金流为 2019 年数据。

资料来源：中诚信国际整理

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	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
16 嘉美债	AA	AA	4.80	0.49	2016/12/08~2021/12/08 (3+1+1)

关注

■ **客户集中度较高。**2019 年，公司前五大客户销售额占比合计为 77.58%，其中对单一最大客户养元饮品销售额占比为 52.29%，客户集中度较高；2019 年以来，养元饮品经营业绩呈下滑态势，公司经营情况易受核心客户影响，具有较大潜在业务波动风险。

■ **收入规模和盈利能力下降。**受下游客户需求放缓、2020 年初新冠病毒疫情影响，2020 年一季度公司营业总收入同比下降 49.63%，净利润亦出现亏损，面临较大的经营压力。

■ **短期偿债压力较大。**公司短期债务规模相对较大，2020 年 3 月末为 9.14 亿元，且占总债务比重较高，存在较大的长期资金错配风险；同期末，非受限货币资金为 1.58 亿元，未使用授信额度为 0.34 亿元，对短期债务的覆盖能力偏低，面临较大的短期偿债压力。

■ **受限资产比例较高。**截至 2020 年 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 14.30 亿元，占净资产比重为 69.41%，受限比例较高，一定程度上限制了该部分资产的流动性。

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，面临较大流动性压力。

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：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来

负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需

求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

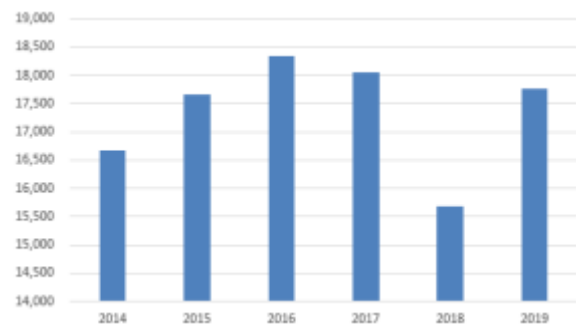
近期关注

2019 年以来，我国食品饮料行业景气度企稳回升；2020 年初新冠疫情对金属饮料包装业短期需求造成一定影响，但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。

根据公开资料显示，2019 年我国饮料市场发展趋于稳定，饮料行业全年累计产量为 17,763.48 万吨，同比增长 7%。从各省市来看，2019 年全国饮料产量排名第一的广东省，其产量为 3,264.44 万吨，同比增长 10.27%；其次为四川省、陕西省、湖北省，其产量分别为 1,952.58 万吨、1,386.82 万吨、1,252.13 万吨。2019 年全国饮料累计零售额达到 2,099 亿元，同比增长 10.4%，食品饮料行业景气度有所回升。

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

从细分领域来看，2019 年国内各品类饮料市场亦向好发展。近年来，随着人们对健康关注度的增加，加之消费升级以及碳酸饮料替代品日益更新，国内碳酸饮料市场较为低迷，而受益于饮料行业景气度整体回升，2019 年产量大幅增至 1,845.33 万吨，同比增长 6.6%。此外，植物蛋白饮料是近年来饮料行业中增长速度较快的细分，参考我国动物蛋白行业发展过程，植物蛋白饮料行业发展进程较缓慢，目前正在推进第三轮高端产品、第四轮发酵产品的产业升级。以豆奶为例，早期豆奶产品以豆奶粉为主，2017 年各大乳制品公司顺应消费升级趋势，开始布局即饮豆奶市场，2018 年达利食品植物蛋白含乳饮料（包括豆本豆）销售额同比大幅增长 27.0% 至 27.84 亿元。植物蛋白饮料凭借完善的营养结构具备明显的竞争优势，但目前行业存在市场过于分散、集中度不高、品牌竞争激烈和产品同质化严重等问题。根据嘉美包装 2019 年年报显示，预计 2020 年我国食品饮料金属包装行业总产量将达到 1,318 亿罐，实现 9.23% 的年复合增长率。

表 1：植物蛋白饮料行业部分上市企业营收情况（亿元）

公司名称	2017	2018	2019
养元饮品	77.41	81.44	74.59
承德露露	21.12	21.22	22.55
维维股份	46.47	50.33	50.39

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

中诚信国际认为，2019 年以来我国食品饮料行业景气度企稳回升，以碳酸饮料和植物蛋白饮料为代表的各品类饮料产量亦有所提高，下游客户对金属饮料包装需求稳步增长。2020 年初，新冠肺炎疫情影响波及全国各个行业，工厂复工推迟、物流运

输滞缓、食品饮料行业消费锐减，行业内不确定性因素增多，短期内对金属饮料包装需求亦造成一定影响。然而从中长期来看，随着国内疫情形势得到全面控制，加之产业结构升级、消费趋势发生积极变化，预计未来金属饮料包装行业仍将稳定健康发展。

公司具备一定规模优势，2019 年产能利用率保持较高水平；2020 年一季度，新冠疫情对公司主要产品产量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、四川和福建等地设立了生产基地。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，公司投入设备、人工、能源等负责饮料产品灌装等工序。

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.Q1
生产线（条）	45	46	46
产能	85.50	77.72	20.09
产量	36.67	34.59	4.43
产能利用率	42.89	44.51	22.05
高峰期产能利用率	73.75	75.93	-
二片罐	2018	2019	2020.Q1
生产线（条）	1	1	1
产能	10.00	10.00	2.50
产量	8.83	9.58	1.38
产能利用率	88.30	95.78	55.34
高峰期产能利用率	108.09	105.32	-
无菌纸包	2018	2019	2020.Q1
产能	26.60	26.60	6.65
产量	11.55	11.09	1.82
产能利用率	43.42	41.69	27.43
灌装服务	2018	2019	2020.Q1
产能	44.16	47.60	15.94
产量	18.47	16.76	2.44
产能利用率	41.83	35.21	15.31
PET	2018	2019	2020.Q1
产能	14.79	13.98	3.50

¹ 公司高峰期统计口径为 12 月和次年 1 月，三片罐业务高峰期为 1 个

产量	0.95	0.80	0.10
产能利用率	6.42	5.72	2.97

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

2019 年以来，公司生产高峰期产能较为饱和¹，但淡季产能过剩，整体产能利用率仍有待提高。2019 年受淘汰落后产线影响，公司三片罐产能有所下降，但公司已于简阳基地新设一条三片罐生产线，预计 2020 年 12 月建成投产。国内二片罐行业竞争激烈，公司近年来以消化过剩产能为主，主动减少外购二片罐量以充分释放自身产能，2019 年产量及产能利用率均有所提升。此外，随着宏观经济增速放缓、下游客户需求减弱，无菌纸包、灌装服务和 PET 的产量及产能利用率均有不同程度的下降。2020 年一季度，新冠病毒疫情蔓延抑制了消费需求，国内饮料行业景气度下滑，公司各类主要产品产量及产能利用率情况亦受到较大影响。

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，2019 年外协加工金额为 1,853.57 万元，占营业总成本比重为 0.76%。此外，作为金属包装容器生产及灌装服务商，公司包装产品直接接触食用和饮料等，随着食品安全问题受关注程度日益提升，并逐渐延伸至食品饮料包装环节，其面临的产品质量管理压力日趋升高。

2019 年公司原材料采购渠道保持顺畅，受益于主要原材料价格下降，成本控制压力有所减轻，但供应商集中度较高，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”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，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。随着订单量的提升，2019 年公司马口铁和铝材的采购量同步增长；易拉盖采购量大幅

月左右，若统计周期为连续 30 天，三片罐产能利用率接近 100%。

下降，主要系 2018 年下游客户产品需求转型，带动当年采购量较高所致，后续采购规模将趋于平稳。采购价格方面，2019 年钢铁和铝材价格小幅波动下

降，带动马口铁、铝材和易拉盖采购价格均同比下降，公司成本控制压力有所减轻。

表 3：公司原材料采购情况

项目	2018			2019		
	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	12.84	79,859.56	6,219.59	13.09	79,208.64	6,051.08
铝材	1.01	15,634.92	15,480.12	1.18	18,026.11	15,276.68
易拉盖	470,274.61	38,471.67	0.08	325,972.02	24,165.66	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²、中粤马口铁³、厦门保洋实业有限公司和龙口南山铝压延新材料有限公司，各品类原料供应商基本稳定。但公司采购集中度较高，若核心供应商出现供给不足等问题，或对公司日常业务运营造成影响。

表 4：2019 年公司主要供应商情况 (亿元、%)

马口铁供应商		采购额	采购占比
统一马口铁		4.19	52.86
中粤马口铁		2.07	26.14
首钢(青岛)钢业有限公司		1.26	15.91
合计		7.52	94.92
铝材供应商		采购额	采购占比
龙口南山铝压延新材料有限公司		1.03	57.36
邹平宏发铝业科技有限公司		0.56	31.19
奥科宁克(秦皇岛)铝业有限公司		0.21	11.45
合计		1.80	100.00
易拉盖供应商		采购额	采购占比
厦门保洋实业有限公司		0.76	31.54
佛山宝润金属制品有限公司		0.69	28.36
天津嘉顺制盖有限公司		0.42	17.33
霸州市胜威包装制品有限公司		0.19	7.83
山东龙口博瑞特金属容器有限公司		0.13	5.54
合计		2.19	90.60

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

公司客户基础稳定，为日常运营提供了有效保障，但 2019 年以来需求端压力上升，收入规模有所下降，且仍存在较大客户集中度风险

公司系国内领先的食品饮料企业金属包装容器供应商之一，下游合作客户包括养元饮品、王老

吉和统一实业等。2019 年，受需求端压力上升等影响，三片罐收入规模有所下降，加之公司主动优化业务结构、收缩二片罐贸易业务，当年实现营业收入 26.24 亿元，同比下降 11.36%。

表 5：公司主要产品收入情况 (亿元、%)

产品	2018		2019	
	收入	占比	收入	占比
三片罐	19.60	67.11	16.96	65.76
二片罐	4.92	16.84	4.05	15.70
灌装服务	2.72	9.32	2.69	10.43
其他	2.36	6.73	2.54	8.11
合计	29.60	100.00	26.24	100.00

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

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、达利集团、喜多多和统一实业均为公司核心客户。2019 年，公司对前五大客户的销售额占销售总额比重为 77.58%，其中最大客户养元饮品 2019 年营业总收入、净利润和经营活动净现金流均呈下行趋势，分别同比下降 8.41%、4.99% 和 19.00%；2020 年一季度受新冠疫情影响，养元饮品营业总收入和净利润进一步大幅下滑，分别同比减少 48.78% 和 38.16%。尽管公司与养元饮品等大客户之间合作关系稳定，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。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

² 统一马口铁指开曼福建统一控股有限公司及其附属企业，包括江苏统一马口铁有限公司、福建统一马口铁有限公司等。

³ 中粤马口铁包括中粤浦项(秦皇岛)马口铁工业有限公司、粤海中粤(中山)马口铁工业有限公司等。

况，为其提供相应服务。同时，公司承接同业代工订单，作为公司业务发展及产能消化的补充。

表 6: 2019 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	13.72	52.29
王老吉	3.06	11.64
统一实业	2.42	9.22
达利集团	0.67	2.54
喜多多	0.49	1.88
合计	20.36	77.58

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

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。2019 年公司下游客户需求下降，除二片罐（生产）外各产品销量均呈下降态势，三片罐、无菌纸包和灌装服务产品销量分别同比下降 8.03%、13.53% 和 9.35%；由于清退小客户，二片罐（贸易）进一步大幅下降 56.44%。

2019 年以来，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。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奠定了法律保

障。2019 年，鉴于主要原材料价格小幅下降，公司相应调整产品售价，三片罐产品销售均价同比下降 5.77%。

表 7: 公司主要产品销售情况（亿罐/亿包/亿个、元）

产品	2018		2019	
	销量	均价	销量	均价
三片罐	37.36	0.52	34.43	0.49
二片罐（生产）	8.71	0.34	9.40	0.34
二片罐（贸易）	5.67	0.35	2.47	0.35
无菌纸包	12.42	0.13	10.74	0.13
灌装	18.50	0.15	16.77	0.16

资料来源：公司提供

为扩大经营规模、提升市场竞争力，公司规划了多条生产线建设项目，未来面临一定的资本支出压力

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 11.54 亿元，其中 2.16 亿元来自公开发行股票募集资金。此外，根据公司 2020 年 4 月披露的公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告，拟募集资金 7.50 亿元投入相关生产线建设项目。截至 2019 年末，公司已投资 1.04 亿元，尚需投资 10.49 亿元，未来存在一定的资本支出压力，但若可转债顺利发行，公司投资压力或将得到有效缓解，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 2019 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	预计完工时间
年产 10 亿罐二片罐生产线项目（嘉美包装）	3.29	-	-
年产 10 亿罐二片罐生产线建设项目（临颖嘉美）	2.89	-	2021 年 12 月
三片罐生产线建设项目（简阳嘉美）	1.96	0.78	2020 年 12 月
福建无菌纸包生产线建设项目	1.38	-	-
孝感无菌纸包生产线建设项目	1.37	-	-
滁州嘉美研发项目	0.25	0.03	-
河南华冠纸包灌装线	0.11	0.08	-
孝感华冠碳酸饮料生产线	0.18	0.06	-
金华嘉饮灌装线	0.10	0.10	-
合计	11.54	1.04	-

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

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 2017~2019 年度审计报告以及未经审计的 2020 年

一季度财务报表。2018 年公司对前期财务报表进行差错更正处理，中诚信国际分析时，2017 年财务数据为 2018 年审计报告（天衡审字【2019】00353 号）期初数，2018~2019 年财务数据为审计报告（天衡审字【2019】00353 号、天衡审字【2020】00610 号）

期末数。

2019 年公司营业毛利率有所上升，盈利水平基本保持稳定；2020 年一季度受疫情影响，盈利能力大幅弱化

从毛利率水平来看，受益于原材料价格下降，2019 年金属饮料包装行业毛利水平有所回升，公司主营业务毛利率和营业毛利率分别同比增长 1.18 和 1.25 个百分点，处于业内平均水平。2019 年以来，公司三片罐销售均价虽有所下降，但成本压力亦相应减少，毛利率小幅增长；同期，公司持续优化业务结构而减少二片罐贸易量，带动二片罐毛利率水平同比大幅提升；此外，灌装业务由于营业成本上升，2019 年毛利率有所下降。2020 年一季度，受新冠病毒疫情影响，公司生产、销售各环节均受影响，需求端压力显著上升，使得营业毛利率同比大幅下降；但随着国内疫情得到全面控制，复工复产进程加快，公司未来盈利水平有望回升。

表 9：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

产品	2017	2018	2019	2020.Q1
三片罐	22.77	19.31	19.68	11.28
二片罐	4.70	7.34	11.68	5.46
灌装	20.97	25.53	22.05	23.80
无菌纸	5.22	8.90	13.77	8.87
PET 及其他	2.23	1.58	16.53	-9.48
主营业务毛利率	17.32	17.08	18.26	11.30
营业毛利率	17.56	17.44	18.69	12.18

资料来源：公司提供

2019 年，公司期间费用同比减少 5.08%，但受营业收入下降影响，期间费用收入占比小幅上升。具体来看，以职工薪酬为主的管理费用保持在一定规模，债务规模减少带动财务费用同比有所下降，但公司目前仍有 4.75 亿元的应付融资租赁款，综合财务成本仍较高。

利润总额主要包括经营性业务利润和其他收益，2019 年同比小幅下降主要系经营性业务利润减少所致；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。盈利指标方面，2019 年公司 EBITDA 虽有所减少，但维持

在一定水平，EBITDA 利润率进一步上升；随着资产规模的扩大，总资产收益率小幅下滑。2020 年一季度，疫情影响使得营业收入规模同比下滑 49.63%，公司利润呈亏损状态，中诚信国际将对后续复工复产、业绩恢复情况保持关注。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.Q1
销售费用	0.65	0.66	0.76	0.03
管理费用	2.42	1.48	1.39	0.44
财务费用	0.67	0.80	0.65	0.11
期间费用合计	3.75	2.95	2.80	0.59
期间费用率	13.64	9.95	10.66	20.33
经营性业务利润	1.42	2.24	2.13	-0.23
其他收益	0.53	0.25	0.24	0.03
利润总额	1.42	2.21	2.17	-0.17
EBITDA 利润率	12.56	15.98	16.53	-
总资产收益率	6.21	8.62	7.68	-

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

2019 年以来，公司首发上市带动自有资本实力增强，财务杠杆比率亦持续下降，但短期偿债压力较大，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，2019 年末非流动资产占总资产的比重接近 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，2019 年末上述三项合计占流动资产比重为 92.79%；同期末，货币资金同比大幅增长 67.32%，主要系发行股票募集资金尚未使用完毕，其中受限资产 4.03 亿元系贷款及票据保证金；应收账款和存货同比分别增长 45.80% 和 14.69%，其中 96.95% 应收账款账龄在一年以内，2019 年末前五大欠款方以公司核心客户为主，坏账风险较小。2020 年一季度，公司销售规模减少，应收账款亦有所下降。

负债结构方面，2019 年末流动负债占总负债比重为 81.89%，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。2019 年末，短

期借款包括 1.99 亿元保证抵押借款和 0.30 亿元保证质押借款，应付账款主要系应付供应商的原材料采购款，应付票据为应付银行承兑汇票，随业务规模扩张均呈上升态势；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大幅下降。此外，公司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，2019 年末融资租赁款增加带动长期应付款同比大幅增长 193.17%。2020 年一季度，应付账款大幅减少，主要系公司采购规模下降所致。

有息债务方面，2020 年 3 月末公司总债务为 11.71 亿元，近年来呈持续下降态势，但短期债务仍维持较大规模，同期末占总债务比重为 78.06%。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，2019 年公司首次公开发行股票带动股本和资本公积分别增加 0.95 亿元和 2.13 亿元，自有资本实力增强；同期，受益于利润积累，未分配利润同比大幅上升 84.94%。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 41.29% 和 36.25%，财务杠杆进一步下降。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.Q1
货币资金	3.55	4.38	7.33	5.69
应收账款	2.55	2.30	3.35	1.94
存货	3.46	2.92	3.35	3.93
固定资产	18.26	18.84	18.82	18.61
无形资产	1.87	1.99	1.95	1.94
短期借款	2.09	2.12	2.29	2.28
应付票据	2.79	3.01	4.52	4.28
应付账款	2.79	3.56	3.63	1.97
一年内到期的非流动负债	1.61	7.07	2.59	2.59
长期应付款	1.47	0.91	2.66	2.57
股本	8.57	8.57	9.53	9.53
资本公积	5.08	5.07	7.19	7.19
未分配利润	0.63	1.96	3.58	3.38
资产负债率	58.46	53.10	45.18	41.29
总资本化比率	53.02	46.64	36.72	36.25

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年公司经营活动获现能力下降，相关偿债指标有所弱化，但 EBITDA 对债务本息的保障能力增

强；2020 年一季度，经营活动净现金流无法对债务本息形成覆盖

现金流方面，受宏观经济增速放缓影响，2019 年公司营业收入规模下滑，经营活动获现能力亦有所弱化；同期，公司投资建设四川简阳三片罐生产线项目及补充流动资金，使得投资活动现金流呈净流出状态；2019 年公司首次公开发行股票吸收投资带动筹资活动现金流入规模大幅上升，但由于同时加大偿债力度，筹资活动净现金流仍为负。2020 年一季度，受新冠病毒疫情影响，公司生产经营活动开展受限，经营活动现金流呈净流出态势。

偿债指标方面，受公司经营活动获现能力下降影响，2019 年经营活动净现金流对债务本息、短期债务的保障能力以及经调整后的经营活动净现金流对总债务的覆盖程度均有不同程度的弱化；但随着公司债务规模的下降，EBITDA 对债务本息以及短期债务的保障程度较上年有所增强，总体保持较好水平。2020 年一季度，由于经营活动净现金流为负，无法对债务本息形成覆盖。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.Q1
经营活动净现金流	3.19	5.30	3.22	-1.03
投资活动净现金流	-2.14	-2.02	-1.69	-0.40
筹资活动净现金流	-0.96	-2.84	-0.08	-0.29
经营活动净现金流/总债务	0.20	0.38	0.27	-0.35*
经营活动净现金流/短期债务	0.49	0.43	0.34	-0.45*
经营活动净现金流/利息支出 (CFO-股利)/总债务(%)	5.25	7.07	5.38	-
	-8.48	33.48	22.86	-
总债务/EBITDA	4.67	2.96	2.78	-
EBITDA/短期债务	0.53	0.39	0.46	-
EBITDA 利息保障倍数	5.68	6.31	7.25	-
货币资金/短期债务	0.55	0.36	0.78	-

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

公司或有风险有限，但财务弹性一般，受限资产比例较高，一定程度上限制了资产流动性

或有事项方面，截至 2020 年 3 月末，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 3 月末，公司获

得各家银行授信总额 26,150 万元，未使用额度为 3,394 万元，财务弹性一般。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 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 14.30 亿元，其中受限固定资产 9.18 亿元，主要系融资租赁资产和抵押担保，受限货币资金为 4.11 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 1.01 亿元。受限资产占净资产比重为 69.41%，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 2020 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，2017~2020 年 5 月 7 日，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

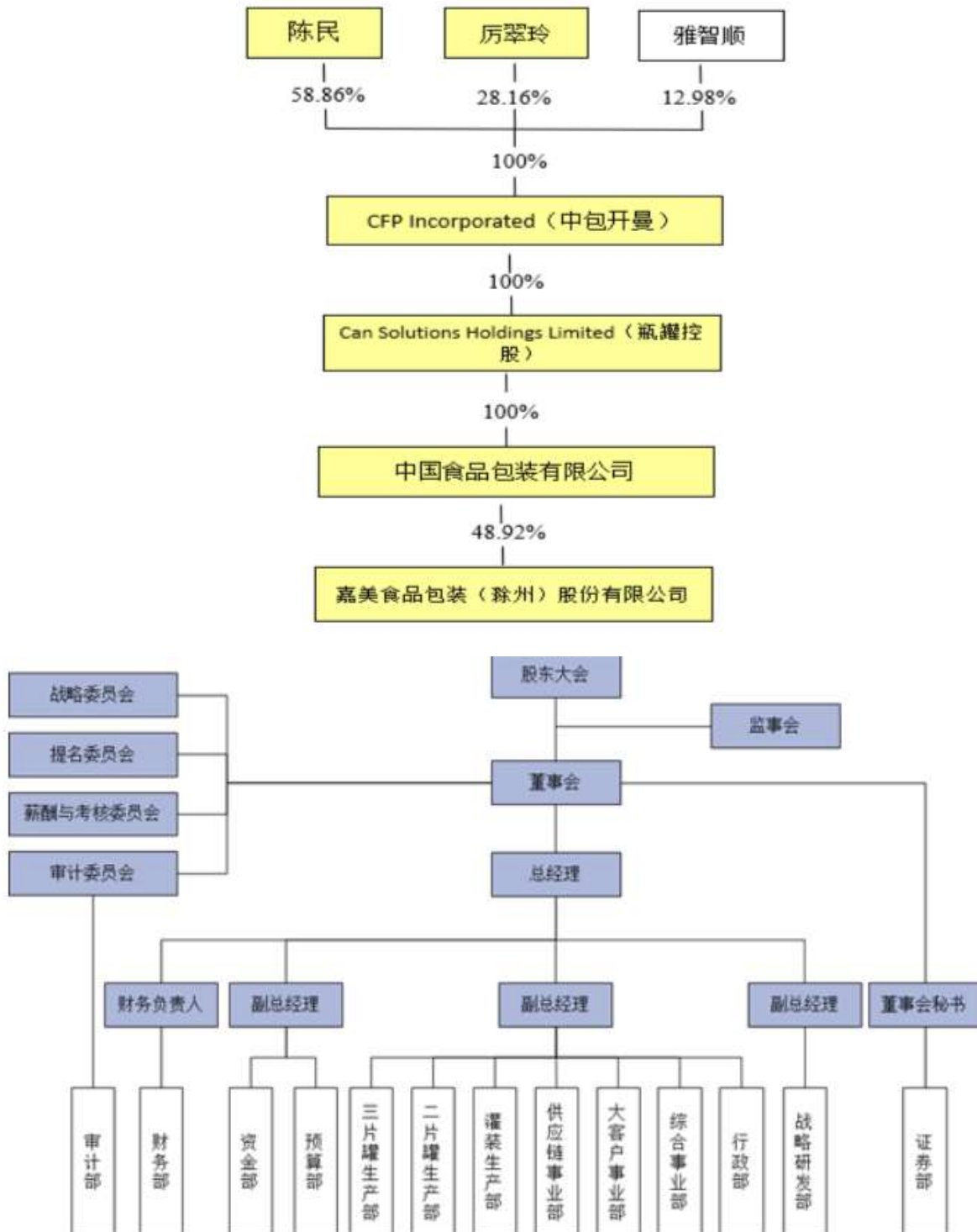
公司作为 A 股上市企业，直接融资渠道较畅通，政府补助较为稳定，但实际控制人对其支持能力较弱

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，2017~2019 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 0.53 亿元、0.25 亿元和 0.24 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）股份有限公司主体信用等级为 **AA**，将评级展望由稳定调整为负面；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结构图（截至 2020 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）	2017	2018	2019	2020.Q1
货币资金	35,546.45	43,780.66	73,255.61	56,906.54
应收账款净额	25,475.80	23,004.41	33,541.25	19,355.27
其他应收款	13,649.43	4,132.02	2,983.35	3,150.99
存货净额	34,598.85	29,200.78	33,491.68	39,293.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	182,590.10	188,409.00	188,241.47	186,105.21
在建工程	8,005.81	7,328.14	7,563.24	7,283.71
无形资产	18,716.40	19,871.10	19,491.72	19,375.31
总资产	343,953.96	341,901.20	379,425.04	350,918.56
其他应付款	11,809.47	947.86	680.50	789.24
短期债务	64,908.37	121,969.47	94,056.06	91,446.36
长期债务	96,360.52	18,175.64	26,642.46	25,697.65
总债务	161,268.89	140,145.11	120,698.52	117,144.02
净债务	125,722.44	96,364.45	47,442.91	60,237.48
总负债	201,072.47	181,566.13	171,425.23	144,880.35
费用化利息支出	6,076.35	7,462.04	5,971.84	-
资本化利息支出	0.00	33.03	9.52	-
所有者权益合计	142,881.48	160,335.07	207,999.81	206,038.21
营业总收入	274,660.42	296,042.65	262,414.84	28,826.17
经营性业务利润	14,166.65	22,353.15	21,322.04	-2,341.49
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	8,531.12	17,453.59	17,192.17	-1,961.60
EBIT	20,296.46	29,565.59	27,703.53	-
EBITDA	34,496.64	47,315.30	43,369.63	-
经营活动产生现金净流量	31,871.81	53,020.66	32,170.26	-10,326.52
投资活动产生现金净流量	-21,353.83	-20,227.20	-16,863.10	-3,972.87
筹资活动产生现金净流量	-9,586.03	-28,440.35	-787.76	-2,858.20
资本支出	21,516.01	20,250.62	17,016.69	3,972.87
财务指标	2017	2018	2019	2020.Q1
营业毛利率(%)	17.56	17.44	18.69	12.18
期间费用率(%)	13.64	9.95	10.66	20.33
EBITDA 利润率(%)	12.56	15.98	16.53	-
总资产收益率(%)	6.21	8.62	7.68	-
净资产收益率(%)	6.00	11.51	9.34	-3.79*
流动比率(X)	1.09	0.71	1.10	1.12
速动比率(X)	0.79	0.53	0.86	0.77
存货周转率(X)	7.69	7.66	6.81	2.78*
应收账款周转率(X)	9.52	12.21	9.28	4.36*
资产负债率(%)	58.46	53.10	45.18	41.29
总资本化比率(%)	53.02	46.64	36.72	36.25
短期债务/总债务(%)	40.25	87.03	77.93	78.06
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	0.38	0.27	-0.35*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.49	0.43	0.34	-0.45*
经营活动净现金流/利息支出(X)	5.25	7.07	5.38	-
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-8.48	33.48	22.86	-
总债务/EBITDA(X)	4.67	2.96	2.78	-
EBITDA/短期债务(X)	0.53	0.39	0.46	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.68	6.31	7.25	-
EBIT 利息保障倍数(X)	3.34	3.94	4.63	-

注：1、中诚信国际在分析时将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、2020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+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+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。