



2019年广东英联包装股份有限公司可转换 公司债券2022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：

2019年广东英联包装股份有限公司可转换公司债券 2022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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
英联转债	A+	A+

评级日期

2022年6月24日

联系方式

项目负责人：谢海琳
 xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：陈念
 chenn@cspengyuan.com

联系电话：0755-8287 1027

评级观点

- 中证鹏元维持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）的主体信用等级为 A+，维持评级展望为稳定；维持“英联转债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 A+。
- 该评级结构是考虑到：公司在金属易开盖领域具有一定的规模优势，客户较为分散，有助于平抑单一下游或单一客户的波动风险；同时中证鹏元也关注到在原材料大幅上行的行情下，公司成本转移能力较弱，盈利能力大幅下降，近年投资收益不佳，融资成本边际提升，融资弹性下降，面临较大的流动性压力、资本支出压力及一定的产能释放压力等风险因素。

未来展望

- 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：亿元）

项目	2022.03	2021	2020	2019
总资产	24.42	23.22	18.12	14.62
归母所有者权益	8.29	8.35	8.18	7.10
总债务	13.01	12.03	7.08	5.26
营业收入	4.49	18.30	13.32	11.70
EBITDA 利息保障倍数	--	4.80	10.29	10.62
净利润	-0.05	0.35	0.74	0.82
经营活动现金流净额	-0.10	1.37	1.56	1.77
销售毛利率	11.06%	13.59%	19.95%	21.28%
EBITDA 利润率	--	8.51%	14.24%	14.50%
总资产回报率	--	2.42%	6.25%	8.69%
资产负债率	65.63%	63.59%	52.04%	48.07%
净债务/EBITDA	--	7.46	3.23	2.15
总债务/总资本	60.78%	58.74%	44.90%	40.91%
FFO/净债务	--	6.96%	21.62%	33.80%
速动比率	0.53	0.56	0.84	1.06
现金短期债务比	0.13	0.14	0.39	0.73

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

优势

- 公司在金属易开盖领域具有一定的规模优势，客户较为分散。公司拥有汕头、扬州两大生产基地，2021年易开盖年产能达139.92亿片，产品品类丰富，可应用于干粉、罐头、饮料等行业，有助于抵御单一下游需求波动风险；下游客户集中度不高，2020-2021年第一大客户占比均不到8%，有助于抵御单一客户需求波动风险。

关注

- 公司成本转移能力较弱，原材料价格上涨行情下盈利能力大幅下降。2021年公司产品平均价格涨幅不及原材料涨幅，销售毛利率大幅下降。且净利润已连续两年下降，2022年一季度转为亏损。
- 公司投资收益不佳。易开盖细分领域竞争较为激烈，公司近年并购、投资的子公司经营表现不佳，且投资资金来源以债务为主，面临财务负担及商誉减值风险。其中广东宝润金属制品有限公司（以下简称“广东宝润”）连续三年净利润亏损；英联金属科技（扬州）有限公司（以下简称“英联金属扬州”）自2020年开始投产至2022年3月末仍未盈利；收购的广东满贯包装有限公司（以下简称“广东满贯”）2021年毛利率同比下降4.51个百分点，公司对收购时形成3,424.73万元商誉未计提减值准备。
- 公司融资成本边际提升，融资弹性下降，面临较大的流动性压力。2022年以来，公司新增较多融资租赁等债务，资金成本边际提升，且剩余可供抵押资产不大，融资弹性下降。公司非受限货币资金规模较小，对短期债务的覆盖程度很低，此外，2022年公司扩产存在一定的增量营运资本需求。
- 公司面临较大的资本支出压力及一定的产能释放压力。截至2021年末，公司主要在建项目尚需投入较多资金，公司面临较大的资本支出压力。预计2022年释放66.53亿片产能，国内金属包装行业竞争激烈，公司计划通过海外市场销售实现产能顺利投放，但疫情反复及俄乌战争等影响下，公司全球化策略在一定程度上受阻。

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
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	中等
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	4
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	4
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	3
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	3		盈利状况	中
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果	盈利趋势与波动性	中等
				盈利水平	3
	指示性信用评分				a+

调整因素	流动性,补充调整	调整幅度	0
独立信用状况			a+
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			A+

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
A+/稳定	A+	2021-04-08	谢海琳、何佳欢	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
A+/稳定	A+	2018-12-11	钟继鑫、宋根南	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0) 、 制造业企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

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
英联转债	2.14	1.52	2021-04-08	2025-10-21

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、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年10月发行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76.60%股权及投入“智能生产基地建设-土建工程”。根据公司公告，截至2021年12月31日，本期债券募集资金账户余额为57,802.45元。

三、发行主体概况

2021年以来，公司名称、控股股东均未发生变化。2022年4月29日，翁伟武、翁伟炜、翁伟嘉、翁伟博、蔡沛依、柯丽婉签署了《关于一致行动协议到期不再续签的告知函》，各方确认《一致行动协议》于2022年4月29日终止后，不再保持一致行动关系，公司实际控制人由翁伟武、翁伟炜、翁伟嘉、翁伟博、蔡沛依、柯丽婉变更为翁伟武。2021年公司以资本公积转增股本方式向全体股东每10股转增6股，增加股本人民币11,938.27万元，本期债券持有者行使转股权增加股本7.81万股，公司相应进行注册资本变更。截至2022年5月末，公司控股股东及实际控制人均为翁伟武，详见附录二。

截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为31,839.37万元，前十名股东及质押情况如下表所示。

表1 截至2022年3月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	9,246.72	29.04	62.33
翁伟炜	3,819.48	12.00	52.78
翁伟嘉	2,795.52	8.78	55.35
翁伟博	2,257.92	7.09	67.76
蔡沛依	2,102.65	6.60	74.88
柯丽婉	645.12	2.03	62.00
王进南	363.00	1.14	0.00
蔡希擎	318.29	1.00	0.00
尹定洪	185.65	0.58	0.00
王洁	179.20	0.56	0.00
合计	21,913.54	68.83	-

注：以上持股数量均为四舍五入后列示。

资料来源：公司2022年一季报，中证鹏元整理

2021年3月，公司实施2020年度权益分派方案，每10股派发现金红利含税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2022年一季度末，本期债券剩余152.02万张，票面总金额15,201.99万元。

2021年公司合并报表范围无变化，仍为6家子公司，见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽

松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

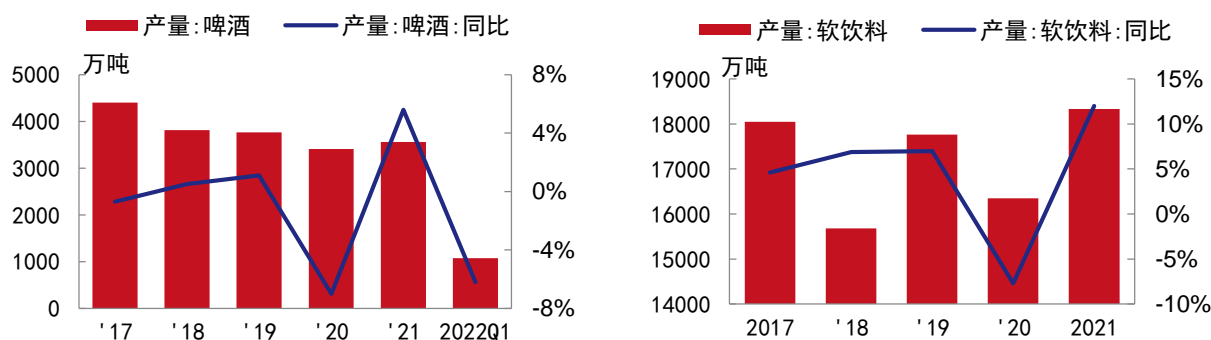
行业及区域经济环境

疫情反复下，金属易开盖行业需求波动较大

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。

2021年随着疫情初步得到控制，经济实现快速修复，2021年我国社会消费品零售总额44.08万亿元，首次突破40万亿元，比上年增长12.5%，两年平均增速为3.9%。内需对经济发展贡献率达79.1%，国内循环对经济发展的带动作用明显。但疫情仍然是扰乱经济的不确定性因素，受疫情影响，2022年1-4月社会消费品零售总额累计13.81亿元，同比下降0.2%。

图1 2021年我国啤酒、软饮料产量增速回升，疫情成为主要扰动因素



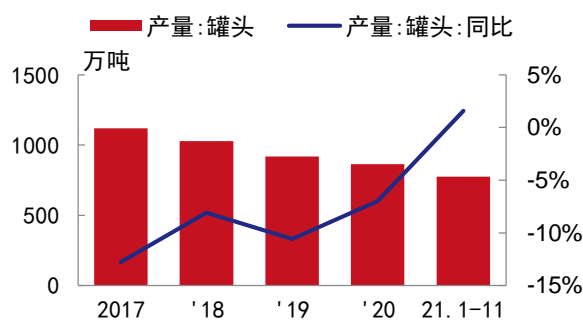
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 近年我国全脂奶粉产量持续下降



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 2021年我国罐头产量企稳



资料来源：Wind，中证鹏元整理

疫情也是影响食品饮料包装需求的重要因素。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，其中啤酒、软饮料的集聚性消费场景需求受疫

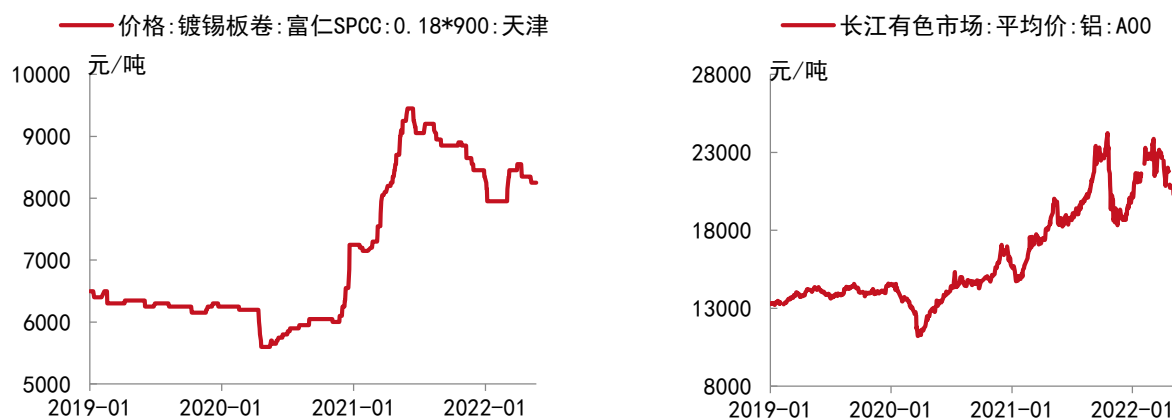
情反复负面影响较大。2020年我国啤酒、软饮料产量于近年首次出现负增长，2021年实现增速转正，但2022年以来啤酒产量同比下降6.2%；奶粉产量持续下降，受饮食习惯及消费观念影响罐头产量增长乏力。

2021年以来镀锡板卷及铝价冲高回落后处于高位震荡阶段，金属易开盖行业成本端压力较大

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，金属包装企业向下游的成本转嫁能力弱，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。2021年以来，全球超宽松宏观刺激下，经济逐渐复苏，钢铁有色等大宗商品价格延续2020年涨势，多种金属价格创十几年来新高。宽松政策下通胀压力显现，部分国家收紧货币政策，叠加地缘战争等复杂国际局势，大宗商品价格维持高位震荡。

图4 2021年以来镀锡板卷及铝价冲高回落，处于高位震荡阶段



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，行业面临一定的产业链延伸冲击。如下游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，更好地控制产品质量。

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

公司核心产品为金属易拉盖、金属易撕盖等金属易开盖，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。2021

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。2021年公司继续推进扬州及汕头生产基地建设投产，继续践行全球化战略，全年实现营业收入18.30亿元，同比增长37.33%。2022年一季度实现收入4.49亿元，同比增长12.80%。

2021年公司销售毛利率同比下降6.36个百分点，主要系原材料价格大幅上涨所致。其中干粉易开盖及罐头易开盖毛利率分别下降7.25、10.32个百分点。2021年饮料易开盖毛利率提高0.81个百分点至4.52%，但仍较低，相关子公司仍处于净利润持续亏损状态。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
干粉易开盖	4.40	20.41%	3.71	27.66%
罐头易开盖	4.68	21.83%	3.74	32.15%
饮料易开盖	5.92	4.52%	3.49	3.71%
其他	3.29	9.06%	2.38	12.51%
合计	18.30	13.59%	13.32	19.95%

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2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

公司产能持续释放，经营规模继续扩大，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。随着广东宝润搬迁至扬州基地，广东满贯搬迁至汕头基地，公司逐步形成了汕头、扬州两大生产基地，其中汕头基地主要生产干粉易开盖、罐头易开盖。扬州基地主要生产饮料易开盖。2021年公司主要易开盖产品年产能合计139.92亿片，较上年增长28.87亿片，主要系公司两大生产基地持续建设投产所致。

2021年公司各产品产能均有所上升，干粉易开盖产能利用率小幅提升，饮料易开盖基本持平，罐头易开盖销量虽保持增长，但产能利用率有所下降。整体来看，产能大幅释放下消化情况较好。以销定产模式下，各产品产销率均维持在较高水平。

表3 公司主要产品生产情况（单位：亿片）

年度	产品类别	年产能	产量	产能利用率	销量	产销率
2021年	干粉易开盖	24.09	19.27	79.99%	17.79	92.31%
	罐头易开盖	31.60	28.04	88.73%	27.66	98.63%
	饮料易开盖	83.00	66.17	79.72%	69.81	105.50%
	日化用品易开盖	1.22	0.90	73.59%	0.90	100.23%
	合计	139.92	114.38		116.16	-
2020年	干粉易开盖	20.74	15.71	75.77%	14.93	94.99%
	罐头易开盖	25.86	24.61	95.15%	23.88	97.04%

饮料易开盖	63.45	50.77	80.01%	46.05	90.71%
日化用品易开盖	1.01	0.84	83.17%	0.71	84.52%
合计	111.05	91.93	-	85.56	-

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广东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，中证鹏元整理

本期债券募投项目“智能生产基地建设-土建工程”主要为公司新建的厂房，截至2021年末，该项目生产用厂房和宿舍楼均已完成竣工验收，办公楼已处于装修阶段。截至2021年末，公司在建项目预计总投资为15.40亿元，2022年计划投入1.55亿元。考虑到公司2021年公司经营现金净流入1.37亿元、期末未受限货币资金余额为0.58亿元，公司面临较大的资本支出压力。

公司在建的两大生产基地设计年产能合计226亿片，2021年末已投产121.47亿片，预计2022年释放66.53亿片，新增产能主要为饮料易开盖、罐头易开盖。国内金属包装行业竞争激烈，公司计划通过海外市场销售实现产能顺利投放，但疫情反复及俄乌战争等影响下，公司全球化策略在一定程度上受阻，未来新增产能能否顺利消化存在不确定性。

表4 截至2021年末公司两大基地在建项目情况（单位：亿片、亿元）

生产基地	设计年产能	已投产	2022年计划投产	在建项目名称	预计总投资	已投资额	2022年计划投入
扬州	131.00	72.97	47.03	饮料易开盖项目	5.58	4.09	0.75
汕头	95.00	48.50	19.50	智能生产基地建设-土建工程	5.70	2.17	0.38
				智能生产基地建设项目（二期）	4.11	1.84	0.42
合计	226.00	121.47	66.53	-	15.40	8.10	1.55

注：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-土建工程（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，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。合计数存在四舍五入尾差。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司大客户合作较稳定，2021年销售收入继续大幅增长，但公司成本转移能力较弱

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一定的规模优势，大客户合作较稳定。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。

表5 近年公司客户结构较稳定（单位：万元）

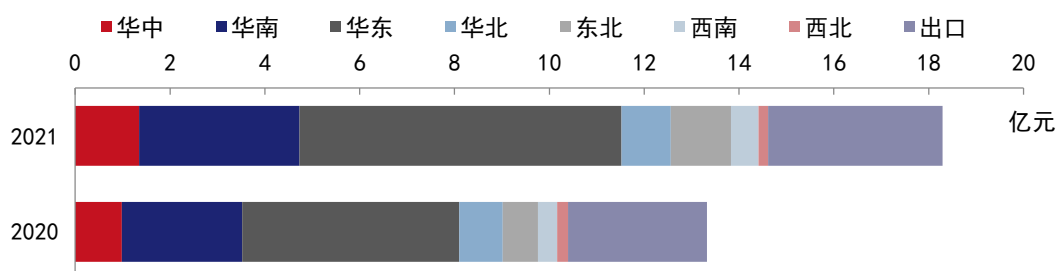
客户名称	2021年销售额	占年度销售额比例
太平洋制罐及其关联方	14,279.95	7.81%
广东富春投资及其关联方	7,809.45	4.27%
上海联合制罐有限公司	7,457.95	4.08%

上海宝钢包装股份有限公司	6,772.66	3.70%
嘉美及其关联方	6,115.64	3.34%
合计	42,435.65	23.19%
客户名称	2020年销售额	占年度销售额比例
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%

资料来源：公司提供

随扬州基地及汕头基地新增产能的逐步释放，同时公司加大华东区域及海外销售力度，2021年公司主要易开盖产品销售量合计116.16亿片，同比增长35.76%，其中华东区域、海外分别实现收入增长48.24%、25.72%，海外销售增速较2020年的3.39%大幅提升。大力拓展海外市场是公司的主要战略目标之一，疫情反复及俄乌战争等国际形势变动对公司全球化战略造成一定阻碍。公司在逐步开展海外经营本地化模式，减弱疫情影响。

图5 2021年公司主要销售区域均实现大幅增长



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

价格方面，2021年干粉易开盖平均售价下降0.52%，罐头易开盖、饮料易开盖平均售价分别涨8.03%、12.09%，不及公司主要原材料成本涨幅，成本转移能力较弱。

表6 公司主要产品销售情况（单位：亿片、元/万片）

年度	产品类别	销量	平均售价	变动
2021年	干粉易开盖	17.79	2,473.76	-0.52%
	罐头易开盖	27.66	1,692.95	8.03%
	饮料易开盖	69.81	848.50	12.09%
	小计	115.26	1,302.01	0.99%
2020年	干粉易开盖	14.93	2,486.67	-10.39%
	罐头易开盖	23.88	1,567.17	-0.76%
	饮料易开盖	46.05	756.97	8.76%

小计	84.86	1,289.28	-2.98%
----	-------	----------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品成本中原材料成本占比高，原材料价格持续上涨，公司盈利能力大幅下降

公司主营业务成本中直接材料占比达80%以上，采购的原料主要包括马口铁、铝材，市场价格透明。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。2021年公司前五大供应商采购占比同比基本持平，采购结构较稳定。

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	2021年采购额	占年度采购额比例
河南中孚集团	19,353.30	10.57%
洛阳万基铝加工有限公司	18,053.58	9.86%
首钢京唐集团	15,529.42	8.48%
苏州斯莱克集团	12,746.79	6.96%
粤海中粤集团	11,349.70	6.20%
合计	77,032.79	42.07%
供应商名称	2020年采购额	占年度采购额比例
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%

资料来源：公司提供

2021年以来，全球超宽松宏观刺激下，经济逐渐复苏，钢铁有色等大宗商品价格延续2020年涨势，多种金属价格创十几年来新高，2021年公司主要采购的原材料中铝质盖材及拉环材、马口铁材料均价均大幅增长，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	2021年		2020年		
	均价	变动	均价	变动	
铝材	盖材	21,727.06	20.31%	18,058.89	0.41%
	拉环材	22,716.90	22.76%	18,505.35	-1.39%
	铝箔	46,983.22	2.78%	45,714.08	-3.34%
马口铁	盖材	7,384.02	30.59%	5,654.51	-7.56%

拉环材	7,993.49	18.97%	6,718.92	1.97%
-----	----------	--------	----------	-------

资料来源：公司提供

原材料上涨背景下，叠加公司成本转移能力较弱，公司销售毛利率出现大幅下降。其中干粉易开盖及罐头易开盖毛利率分别下降7.25、10.32个百分点。饮料易开盖毛利率提高0.81个百分点至4.52%，但相关子公司仍处于亏损状态。

细分领域的饮料易开盖、奶粉易撕盖竞争激烈，盈利持续下降，公司面临一定的经营压力；投资效益不佳，存在投资损失、商誉减值等风险

除原材料成本上涨外，细分领域激烈的市场竞争环境也使得公司经营承压。

公司于2017年8月出资600.00万元收购广东宝润，未形成商誉。广东宝润成立于2011年，主要从事铝质易拉盖和底盖的生产销售。饮料易开盖进入门槛较低，行业竞争激烈。2021年广东宝润销售毛利率转正，但净利润仍亏损0.10亿元。2021年末广东宝润资产负债率高达93.83%，连续三年亏损，存在较大的经营压力和投资损失风险。

公司于2019年4月投资设立英联金属扬州，计划承接子公司广东宝润4条饮料盖生产线及其配套设施、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。随着扬州基地的逐步投产，英联金属扬州收入大幅增长，但同广东宝润一样，受饮料易开盖激烈的市场竞争影响，英联金属扬州销售毛利率较低，投产以来至2022年3月末，仍未盈利。扬州基地饮料易开盖项目投资金额较大，英联金属扬州毛利率低于公司平均融资成本，公司面临投资损失风险。

公司于2018年9月出资12,256.00万元收购广东满贯，形成商誉3,424.73万元，截至2022年3月末计提减值准备。广东满贯成立于2002年，是国内较早进入奶粉易撕盖领域的企业。2021年广东满贯实现收入2.17亿元，同比增长12.42%；销售毛利率同比下降4.51个百分点，主要系细分领域竞争加剧所致，面临一定的经营压力及商誉减值风险。

表9 主要子公司主要财务指标（单位：亿元）

项目	英联金属扬州		广东宝润		广东满贯	
	2021年	2020年	2021年	2020年	2021年	2020年
总资产	6.93	3.54	1.31	2.07	2.42	2.46
所有者权益	1.72	1.86	0.08	0.18	1.61	1.48
营业收入	3.73	1.04	4.57	3.55	2.17	1.93
净利润	-0.14	-0.13	-0.10	-0.25	0.13	0.17
资产负债率	75.17%	47.55%	93.83%	91.24%	33.18%	39.73%
销售毛利率	2.53%	-6.03%	2.79%	-1.10%	17.25%	21.76%
经营活动现金流净额	0.21	-0.40	0.22	-0.22	-0.01	0.54

资料来源：广东宝润、广东满贯、英联金属扬州2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

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2020年审计报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告、未经审计的2022年一季报，报表均采用新会计准则编制。2021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，部分优质资产已抵押，资产流动性较弱

公司资产规模持续增长，2021年末同比增长28.17%，主要系银行借款增长及应付票据增加所致。2022年一季度末较2021年末增长5.18%。公司资产以非流动资产为主，2021年末占比较上年末相对稳定。

2021年末，公司货币资金中5,778.08万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11.91%，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。

公司2021年末应收账款账面价值同比增长14.55%，小于营业收入增速。账龄在1年以内的占比95%以上，坏账准备余额1,472.05万元，坏账计提比例平均为5.29%；应收对象前5名合计占应收账款期末余额的37.13%，高于前五大客户销售收入占比，主要系公司干粉易开盖部分客户账期较长所致。

公司存货主要为原材料（铝材及马口铁）、库存商品等，2021年末账面价值占比分别为45.44%、30.15%，原材料占比小幅提高而库存商品占比下降。2021年末公司存货账面价值增长50.22%，一方面公司收入增长备货增加，另一方面是由于原材料价格上涨。公司产品种类丰富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。

公司固定资产主要为机器设备及房屋建筑物，2021年末账面价值分别为5.70亿元、3.25亿元。房屋建筑物主要为汕头及扬州基地的厂房、办公楼、员工宿舍等，其中2.58亿元产权尚在办理中。2021年末因银行抵押借款而受限的固定资产合计1.27亿元，受限占比为13.86%。在建工程主要为自有资金建设的智能生产基地（二期）、扬州生产基地建设项目。随着项目的逐步完工转固，2021年末固定资产大幅增长。2021年末，公司无形资产中土地使用权账面价值0.99亿元，均已办妥产权证，其中0.99亿元土地因银行借款而抵押。

总体来看，由于在建项目的持续投入及经营负债的扩大，公司资产规模持续增长。但部分优质资产已抵押，2021年末公司受限资产为2.84亿元，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，占总资产的12.24%。2021年末应收账款及存货的账面价值合计占总资产比重为27.67%，对公司营运资金形成一定占用。总体资产流动性较弱。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.89	3.63%	0.91	3.92%	1.03	5.70%
应收账款	2.71	11.08%	2.63	11.34%	2.30	12.69%
存货	4.11	16.82%	3.79	16.33%	2.52	13.93%
流动资产合计	9.37	38.36%	8.65	37.26%	6.90	38.09%
固定资产	9.12	37.35%	9.17	39.51%	5.37	29.64%
在建工程	3.38	13.82%	2.85	12.29%	3.49	19.29%
无形资产	1.11	4.53%	1.10	4.72%	1.16	6.39%
非流动资产合计	15.05	61.64%	14.57	62.74%	11.22	61.91%
资产总计	24.42	100.00%	23.22	100.00%	18.12	100.00%

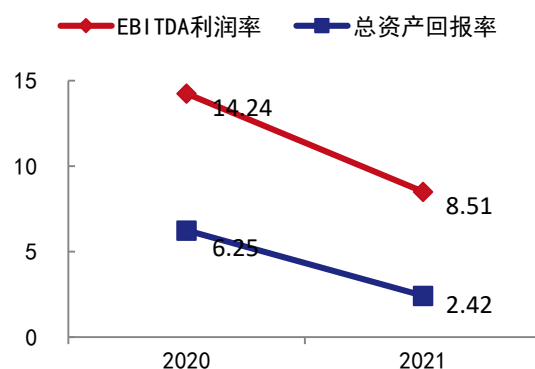
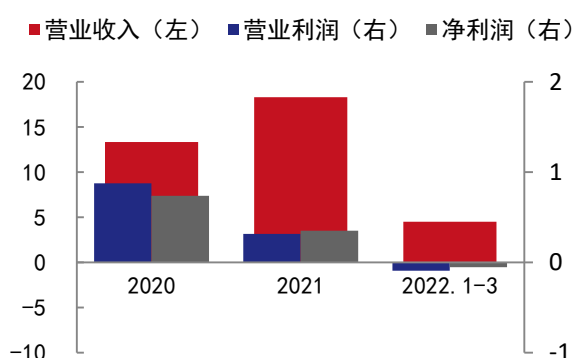
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

盈利能力

受原材料价格上涨及细分领域竞争激烈影响，2021年公司继续增收不增利，需持续关注公司盈利能力

2021年公司加大华东区域及海外销售力度，销售易开盖产品合计116.16亿片，同比增长35.76%，实现营业收入18.30亿元，同比大幅增长37.33%。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。

受原材料价格上涨影响，销售毛利率大幅下降。公司费用控制能力尚可，2021年销售、管理、研发、财务合计费用率较上年下降1.6个百分点。2021年公司增收不增利，营业利润、净利润同比分别下降63.74%、52.46%，连续两年下降且2022年一季度亏损；EBITDA利润率及总资产回报率均大幅下降。

图6 公司收入及利润情况（单位：亿元）
图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 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尚可，但由于产能扩张较快，公司面临较大资本支出压力

2021年公司营业收入大幅增长。经营现金净流入1.37亿元，FFO为0.81亿元，分别较上年下降12.10%、38.64%。一方面，公司收入规模扩大增加营运资金需求，另一方面，公司盈利能力有所下降。但总的来看，净流入尚有一定规模，公司经营现金流表现尚可。2022年一季度经营现金流转负主要系扬州基地扩产，原材料备货较多所致。

随着在建的智能生产基地建设项目（二期）和扬州饮料易开盖项目逐步投入，公司投资活动现金净流出规模较大，且预计2022年投资活动现金将继续净流出。

公司对资金有较大需求。2021年公司主要通过银行借款，筹资活动现金净流入3.32亿元。公司在建项目2022年计划投入1.55亿元，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

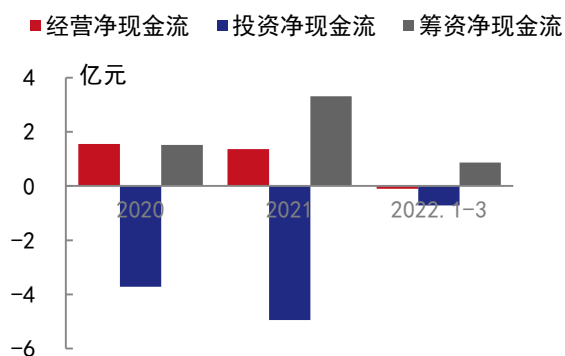
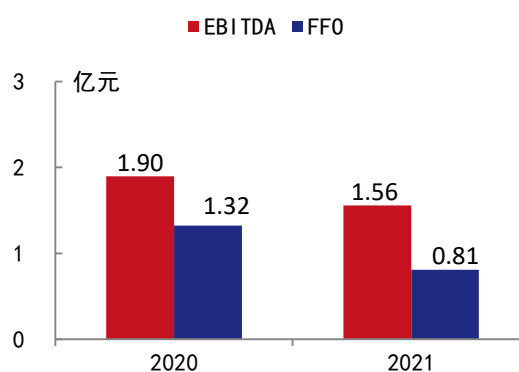


图9 公司EBITDA和FFO情况



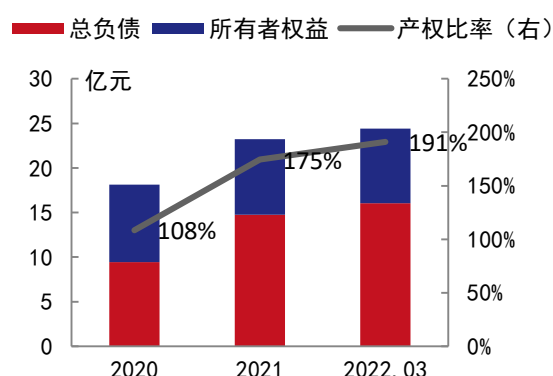
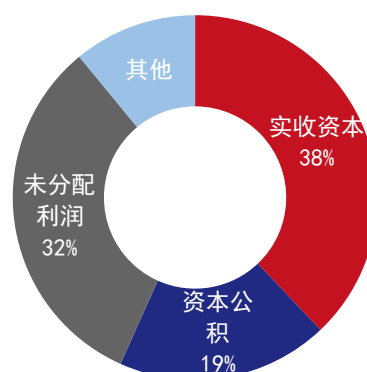
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司债务压力加重，融资成本边际提升；现金短期债务比很低，面临较大的流动性压力

2021年末所有者权益同比小幅下降主要系公司收购广东满贯剩余23.40%股权及利润分配所致。但由于银行借款的增长，公司负债规模大幅提高。受上述因素影响，公司2021年末产权比率同比大幅提高67个百分点。2021年末所有者权益中，实收资本占比变化较大，主要系资本公积转增股本所致。

图10 公司资本结构

图11 2022年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

为解决在建项目资金，2021年末公司短期借款、长期借款均大幅增长。2021年末，公司应付票据及应付账款随收入规模扩大而增长。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2021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1.24亿元，计入应付债券。应付债券变动主要为按面值计提的利息。长期应付款为应付融资租赁款。

2022年以来公司新增融资规模较大，以融资租赁为主，资金成本边际有所提升。根据公司2022年6月3日公告，公司2022年5月末未经审计的借款余额合计11.43亿元，2022年1-5月累计新增借款1.72亿元，占上年末净资产的比例超过20%；其中新增委托贷款、融资租赁借款、小额贷款1.06亿元，资金主要流向在建项目（含铺底流动资金），融资租赁物为机器设备，平均年化成本为6.1%。

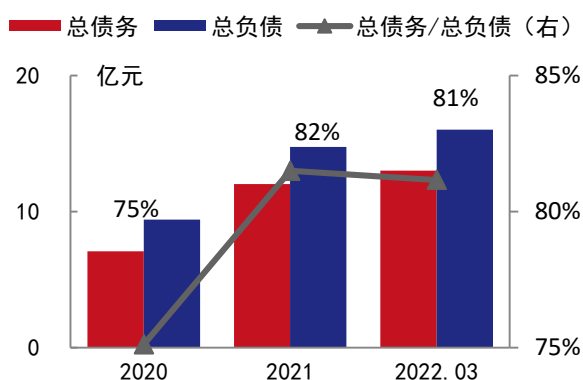
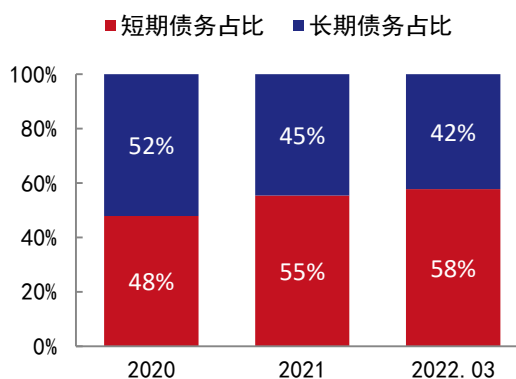
表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.03	25.13%	3.14	21.29%	1.62	17.15%
应付票据	1.80	11.22%	2.27	15.39%	1.58	16.81%
应付账款	1.59	9.94%	1.31	8.87%	1.21	12.81%
一年内到期的非流动负债	1.69	10.57%	1.25	8.50%	0.19	2.00%
流动负债合计	9.88	61.67%	8.73	59.11%	5.22	55.40%
长期借款	3.54	22.08%	3.75	25.41%	2.33	24.71%
应付债券	1.27	7.92%	1.24	8.42%	1.15	12.15%
长期应付款	0.66	4.10%	0.34	2.32%	0.22	2.30%
非流动负债合计	6.14	38.33%	6.04	40.89%	4.20	44.60%
负债合计	16.03	100.00%	14.77	100.00%	9.43	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

公司总债务包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、长期应付款、应付债

券、租赁负债。2022年3月末总债务规模为13.01亿元，较2020年末大幅增长83.69%，总债务占总负债的比例大幅提升，公司债务压力较大。2022年3月末短期债务占比较2020年末提高10个百分点，且占比较高，公司存在一定的短借长投风险。

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 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

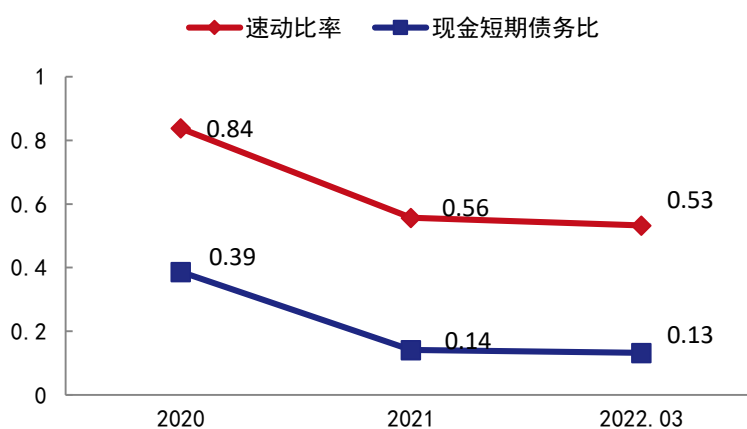
受公司债务融资规模持续扩大的影响，2021年末资产负债率有所提升。且由于公司盈利能力下降，EBITDA、FFO规模有所下降，净债务/EBITDA大幅提高，FFO/净债务大幅下降，偿债能力下降。同时利息支出较大，EBITDA利息保障倍数大幅下降。近年，公司资本支出规模较大，FCF/净债务持续为负值。

表12 公司杠杆状况指标

项目	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	65.63%	63.59%	52.04%
净债务/EBITDA	--	7.46	3.23
EBITDA 利息保障倍数	--	4.80	10.29
总债务/总资本	60.78%	58.74%	44.90%
FFO/净债务	--	6.96%	21.62%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

由于流动负债的增长，2021年末速动比率及现金短期债务比均有所下降。公司现金短期债务很低，授信额度有限，面临较大的流动性压力。2022年以来新增较多融资租赁等债务，剩余可供抵押资产不大，融资弹性下降。

图14 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，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2019年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日为2022年6月9日）、英联金属汕头（查询日为2022年3月15日）、英联金属扬州（查询日为2022年6月8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；各项公开债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

八、抗风险能力分析

公司深耕易开盖领域，具有良好的产品品质及一定的规模优势，客户较为分散，近年销量及收入持续增长。

为扩大经营规模，近年公司资本开支规模较大，经营资金不足以覆盖资本支出，融资需求较大，债务规模大幅攀升。2021年受原材料价格大幅上涨影响，且新投产的部分项目盈利不佳，公司盈利大幅下降。此外，短期债务占比较高，2022年3月末现金短期债务比仅0.13，公司面临较大的流动性压力，抗风险能力偏弱。

九、债券偿还保障分析

翁伟武（公司控股股东及实际控制人）、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。

十、结论

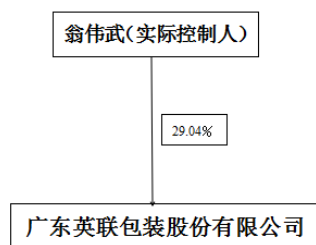
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为A+。

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：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	0.89	0.91	1.03	1.70
应收账款	2.71	2.63	2.30	2.11
存货	4.11	3.79	2.52	2.00
固定资产	9.12	9.17	5.37	4.19
在建工程	3.38	2.85	3.49	1.86
资产总计	24.42	23.22	18.12	14.62
短期借款	4.03	3.14	1.62	0.97
应付票据	1.80	2.27	1.58	1.46
一年内到期的非流动负债	1.69	1.25	0.19	0.19
长期借款	3.54	3.75	2.33	0.98
应付债券	1.27	1.24	1.15	1.47
长期应付款	0.66	0.34	0.22	0.18
负债合计	16.03	14.77	9.43	7.03
总债务	13.01	12.03	7.08	5.26
归属于母公司的所有者权益	8.29	8.35	8.18	7.10
营业收入	4.49	18.30	13.32	11.70
净利润	-0.05	0.35	0.74	0.82
经营活动产生的现金流量净额	-0.10	1.37	1.56	1.77
投资活动产生的现金流量净额	-0.72	-4.95	-3.72	-2.58
筹资活动产生的现金流量净额	0.87	3.32	1.52	1.81
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	11.06%	13.59%	19.95%	21.28%
EBITDA 利润率	--	8.51%	14.24%	14.50%
总资产回报率	--	2.42%	6.25%	8.69%
产权比率	190.92%	174.65%	108.49%	92.57%
资产负债率	65.63%	63.59%	52.04%	48.07%
净债务/EBITDA	--	7.46	3.23	2.15
EBITDA 利息保障倍数	--	4.80	10.29	10.62
总债务/总资本	60.78%	58.74%	44.90%	40.91%
FFO/净债务	--	6.96%	21.62%	33.80%
速动比率	0.53	0.56	0.84	1.06
现金短期债务比	0.13	0.14	0.39	0.73

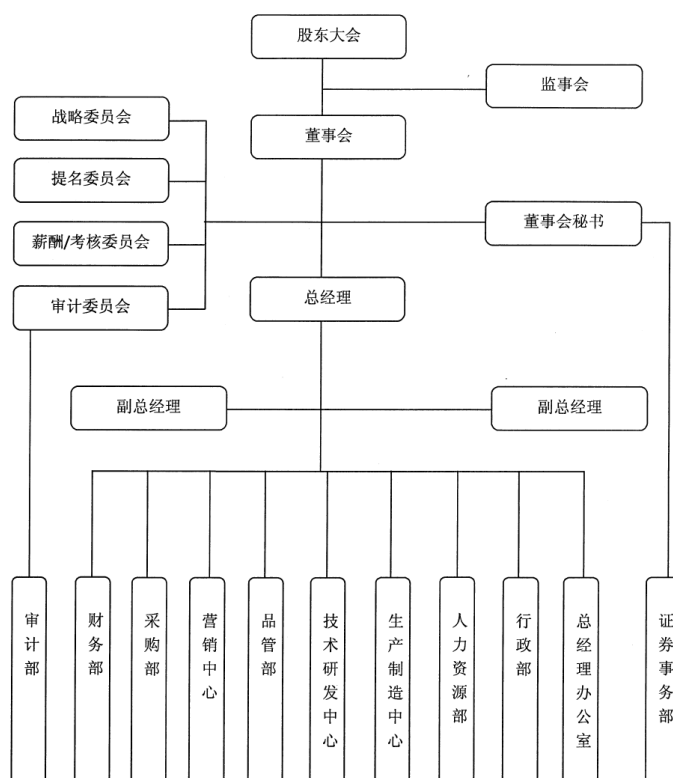
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年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	持股比例	主营业务
广东宝润金属制品有限公司	7,000	75	金属包装制品生产销售
英联金属科技（潍坊）有限公司	1,500	100	金属包装制品生产销售
广东满贯包装有限公司	5,000	100	金属包装制品生产销售
英联金属科技（汕头）有限公司	20,000	100	金属包装制品生产销售
英联国际（香港）有限公司	-	100	服务业
英联金属科技（扬州）有限公司	50,000	98	金属包装制品生产销售

资料来源：公司 2021 年审计报告、公开信息，中证鹏元整理

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。

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。