

# 信用等级公告

联合〔2020〕2694号

重庆正川医药包装材料股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对重庆正川医药包装材料股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

**重庆正川医药包装材料股份有限公司主体长期信用等级为 A+，评级展望为“稳定”**

**重庆正川医药包装材料股份有限公司拟公开发行的可转换公司债券信用等级为 A+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： [Signature]

二〇二〇年九月十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 重庆正川医药包装材料股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次可转换公司债券信用等级：A+

公司主体信用等级：A+

评级展望：稳定

债券规模：不超过 4.05 亿元（含）

债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息、到期还本

担保方：重庆正川投资管理有限公司

担保方式：连带责任保证担保

评级时间：2020 年 9 月 16 日

正川股份主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（万元）	106,171.92	112,645.99	124,095.01	130,518.48
所有者权益（万元）	95,393.26	98,701.93	103,597.99	102,191.11
长期债务（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务（万元）	600.00	1,298.52	7,428.24	13,518.43
营业收入（万元）	50,868.16	59,578.13	52,108.08	25,602.33
净利润（万元）	8,217.84	8,276.66	6,105.67	3,492.00
EBITDA（万元）	13,914.82	14,227.96	12,323.23	--
经营性净现金流（万元）	5,584.99	6,429.68	5,527.31	8,178.76
营业利润率（%）	30.06	27.09	25.59	24.49
净资产收益率（%）	11.19	8.53	6.04	3.39
资产负债率（%）	10.15	12.38	16.52	21.70
全部债务资本化比率（%）	0.63	1.30	6.69	11.68
流动比率（倍）	6.92	5.50	3.82	2.85
EBITDA 全部债务比（倍）	23.19	10.96	1.66	--
EBITDA 利息倍数（倍）	535.61	--	--	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.34	0.35	0.30	--

注：1. 本报告财务数据部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 2020 年 1-6 月财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 数据单位除特别说明外均为人民币

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对重庆正川医药包装材料股份有限公司（以下简称“公司”或“正川股份”）的评级反映了公司作为国内药用玻璃管制瓶细分行业的头部生产企业之一，在产品种类、生产规模、技术水平及客户质量等方面具有综合竞争优势。近年来，公司产品产销情况良好、经营活动现金持续净流入、债务负担轻。同时，联合评级也关注到公司主营业务毛利率逐年下降，原材料和能源价格波动不利于公司生产成本控制以及公司对下游行业存在依赖等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司工艺技术和研发水平的进一步提升，新客户的不不断拓展，公司综合实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 4.05 亿元的可转换公司债券，从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中来看，本次可转换公司债券转股的可能性较大，若完成转股，公司资本实力有望增强，财务杠杆有望进一步降低。

本次可转换公司债券由公司控股股东重庆正川投资管理有限公司提供连带责任保证担保，对本次可转换公司债券的及时足额还本付息具有一定积极影响。

基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险“较低”。

### 优势

1. **细分行业地位突出。**经过多年发展，公司现为国内药用玻璃管制瓶细分行业的主要生产企业之一，药用玻璃管制瓶年产能 70

亿只、药用瓶盖 30 亿只，产品种类齐全，行业地位突出。

2. **客户质量高，技术水平较强。**截至 2019 年末，公司国内客户数量超过 400 家，其中包括中国医药集团有限公司等大型药企。公司目前拥有 CNAS 认可实验室 1 个，拥有包括 X 荧光分析仪、ICPMS 质谱仪、高压灭菌器等 40 余套设备，技术水平较强。

3. **产销情况良好、经营活动现金持续净流入、债务负担轻。**2017—2019 年，公司主要产品产销情况良好，产销率维持在高水平；经营活动现金流净额分别为 5,584.99 万元、6,429.68 万元和 5,527.31 万元；全部债务资本化比率分别为 0.63%、1.30%和 6.69%。

#### 关注

1. **原材料和能源价格波动风险。**近年来，公司主要产品的成本中，原材料和能源成本约占 53%，若未来公司生产所需主要原材料和能源的价格发生较大波动，则将对公司业绩产生不利影响。

2. **公司对下游行业存在依赖。**公司的客户主要为药品制造企业，因此，制药行业的景气程度将直接影响公司的经营业绩。公司的部分客户从事保健品业务，但近年来屡有负面新闻出现，给整个保健品行业带来不良影响。如果未来保健品市场和行业出现重大的信任危机风险，可能对公司的生产及销售造成影响。

3. **主营业务毛利率逐年下降。**2017—2019 年，公司主营业务毛利率逐年下降，分别为 31.52%、28.49%和 26.96%。

#### 分析师

蒲雅修 登记编号（R0040217110005）

崔濛骁 登记编号（R0040219050004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-851712818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

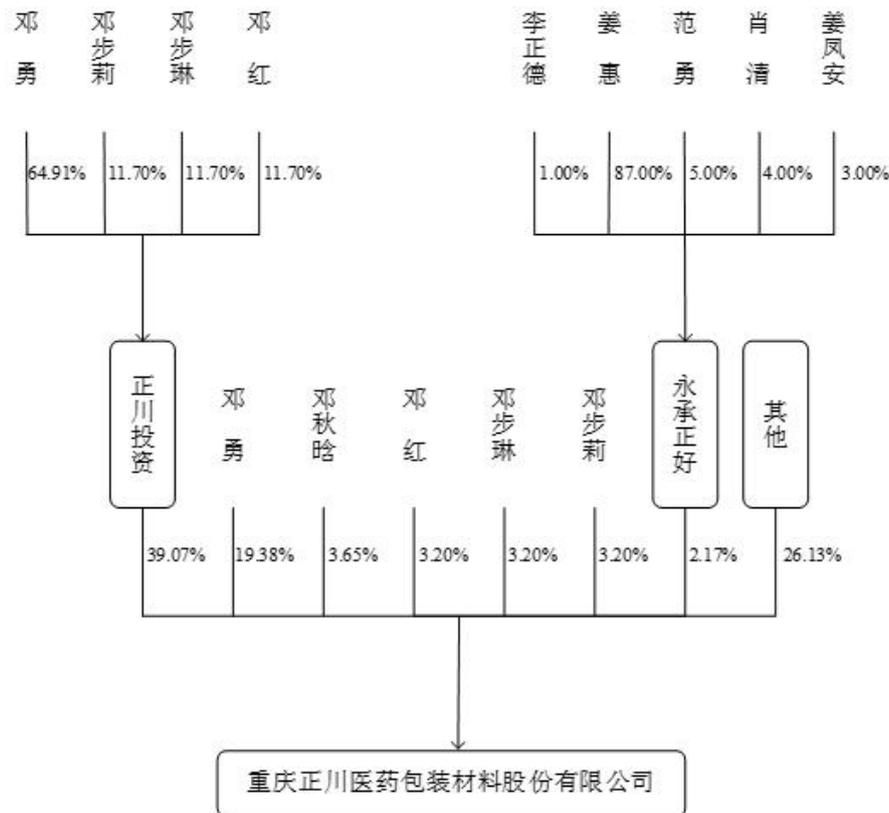
分析师：

  
联合信用评级有限公司

一、主体概况

重庆正川医药包装材料股份有限公司（以下简称“正川股份”或“公司”）前身系成立于1989年的滩口玻璃厂，1997年重庆市北碚区乡镇企业管理局出具《关于同意成立重庆正川玻璃有限公司的批复》（碚乡镇企（1997）137号文），同意在原滩口玻璃厂的基础上成立重庆正川玻璃有限公司，注册资本1,000万元。2017年7月，经证监许可（2017）1359号核准，公司首次公开发行股票，新股发行数量为2,700万股，公司注册资本增至10,800万元，股票简称为“正川股份”，股票代码为“603976.SH”。后经资本公积转增股本事项，截至2020年6月末，公司注册资本15,120万元，重庆正川投资管理有限公司（以下简称“正川投资”）为公司控股股东，持有公司39.07%的股份，邓勇直接持有公司19.38%的股份，邓勇和配偶姜惠、儿子邓秋晗同为公司实际控制人。截至2020年6月末，公司控股股东和实际控制人所持公司股权无质押情况。公司股权结构如下图所示。

图1 截至2020年6月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：制造、加工和销售锁口瓶、药用玻璃瓶、瓶盖、塑料制品和玻璃仪器及制品，医药包装技术服务；货物进出口（经营范围中属于法律、行政法规禁止的不得经营；法律、行政法规规定须经批准的项目，应当依法经过批准后方可经营）。

截至2019年末，公司本部设有技术中心、质量管理部、经营管理部、财务部和营销中心等职能部门；纳入合并范围子公司1家；拥有在职员工1,682人。

截至2019年末，公司合并资产总额124,095.01万元，负债合计20,497.01万元，所有者权益（含少数股东权益）103,597.99万元，全部为归属于母公司所有者权益。2019年，公司实现营业

收入 52,108.08 万元，净利润（含少数股东损益）6,105.67 万元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 5,527.31 万元，现金及现金等价物净增加额-11,237.83 万元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 130,518.48 万元，负债合计 28,327.37 万元，所有者权益（含少数股东权益）102,191.11 万元，全部为归属于母公司所有者权益。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 25,602.33 万元，净利润（含少数股东损益）3,492.00 万元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 8,178.76 万元，现金及现金等价物净增加额 9,030.56 万元。

公司注册地址：重庆市北碚区龙凤桥街道正川玻璃工业园；法定代表人：邓勇。

## 二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途

### 1. 本次可转换公司债券概况

本次发行证券的种类为可转换为公司股票的可转换公司债券（以下简称“本次可转债”）。本次可转债及未来转换的股票将在上海证券交易所上市。本次可转债发行规模为不超过人民币 40,500.00 万元，按面值发行，每张面值为人民币 100 元，期限为自发行之日起 6 年。本次可转债转股期自发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

本次可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。年利息指本次可转债持有人按持有的可转债票面总金额自本次可转债发行首日起每满一年可享受的当期利息。年利息的计算公式为：

$$I=B \times i$$

I：指年利息额；

B：指本次可转债持有人在计息年度（以下简称“当年”或“每年”）付息债权登记日持有的可转债票面总金额；

i：本次可转债的当年票面利率。

本次可转债由公司控股股东正川投资提供连带责任保证担保。担保范围为公司经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）核准发行的可转换公司债券 100.00% 本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人。同时，股东大会授权董事会在正川投资为本次公开发行的可转换公司债券提供保证的基础上择机增加适当增信方式用以保障本次可转换公司债券的本息按照约定如期足额兑付。

投资者一经通过认购或者购买或者其他合法方式取得本次可转债，即视同认可并接受本次可转换公司债券的担保方式，授权本次可转换公司债券保荐机构（主承销商）作为债权人的代理人代为行使担保权益。

#### （1）转股条件

本次可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息等引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司股票交易均价。具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在本次发行前根据市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

在本次可转债发行之后，当公司因派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次可转债转股而增加的股本）、配股使公司股份发生变化及派送现金股利等情况时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。

其中： $P_1$ 为调整后转股价， $P_0$ 为调整前转股价， $n$ 为派送红股或转增股本率， $k$ 为增发新股或配股率， $A$ 为增发新股价或配股价， $D$ 为每股派送现金股利，。

当出现上述股份和/或股东权益变化情况时，公司将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）。当转股价格调整日为本次可转债持有人转股申请日或之后、转换股票登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次可转债持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次可转债持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据届时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

修正价格：在本次可转债存续期间，当公司股票在任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。若在前述30交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。上述方案须经参加表决的全体股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东进行表决时，持有本次可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前20个交易日公司股票交易均价和前1个交易日公司股票交易均价之间的较高者。

## （2）赎回条款

### 到期赎回条款

在本次可转债期满后5个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

### 有条件赎回条款

在本次可转债转股期内，如果公司股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），公司有权按照本次可转债面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本次可转债。若在上述交易日内发生过因除权、除息等引起公司转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

此外，当本次可转债未转股的票面总金额不足人民币3,000万元时，公司有权按面值加当期应计利息的价格赎回全部未转股的可转换公司债券。

当期应计利息的计算公式为： $I_A = B \times i \times t / 365$

$I_A$ ：指当期应计利息；

$B$ ：指本次可转债持有人持有的将赎回的可转换公司债券票面总金额；

$i$ ：指本次可转债当年票面利率；

$t$ ：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

(3) 回售条款

**有条件回售条款**

本次可转债的最后两个计息年度, 如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时, 可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

**附加回售条款**

若本次可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化, 且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的, 本次可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本次可转债的权利。在上述情形下, 本次可转债持有人可以在公司公告后的回售申报期内进行回售, 本次回售申报期内不实施回售的, 自动丧失该回售权。

2. 本次可转换公司债券募集资金用途

**本次可转债募集资金投资项目的实施, 将有助于公司提升综合实力, 优化公司资本结构, 增强其抗风险能力和可持续发展能力。**

本次可转债募集资金总额不超过 40,500 万元 (含), 扣除发行费用后将全部用于以下项目:

表 1 本次可转债募集资金使用用途 (单位: 万元)

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金额
1	中硼硅药用玻璃生产项目	40,430.00	37,500.00
2	中硼硅药用玻璃与药物相容性研究项目	3,000.00	3,000.00
合计		<b>43,430.00</b>	<b>40,500.00</b>

资料来源: 公司提供

中硼硅药用玻璃生产项目 (以下简称“项目一”) 位于重庆市北碚区水土高新技术产业园云汉大道 5 号附 33 号, 总投资金额 40,430 万元, 其中固定资产投资 34,404 万元, 铺底流动资金 6,026 万元。本次可转债募集资金拟投入 37,500 万元。项目建设期 24 个月, 项目达产后可形成年产 13 亿支中硼硅玻璃瓶的生产能力。项目一财务内部收益率为 14.02% (所得税后), 投资回收期 (含建设期) 7.65 年 (所得税后)。项目一实施主体为公司全资子公司重庆正川永成医药材料有限公司 (以下简称“正川永成”)。

中硼硅药用玻璃与药物相容性研究项目 (以下简称“项目二”) 基于药企使用药包材之前需做药包材与药物的相容性试验, 通过引进先进相关设备, 培养技术和检测人员, 建立和完善相容性研究体系及配套的研发团队, 项目二总投资金额 3,000 万元, 拟使用本次可转债募集资金投入 3,000 万元, 主要用于药包材与药物相容性研究相关设备采购、研发人员薪酬、研发材料费和测试、鉴定、评审和技术服务等费用。项目二不直接产生经济效益, 但项目二的实施将有力提升公司的研发测试能力和整体实力, 从而增强公司的行业竞争力和盈利能力。项目二实施期 36 个月, 实施主体为公司全资子公司正川永成。

### 三、行业分析

#### 1. 医药制造业

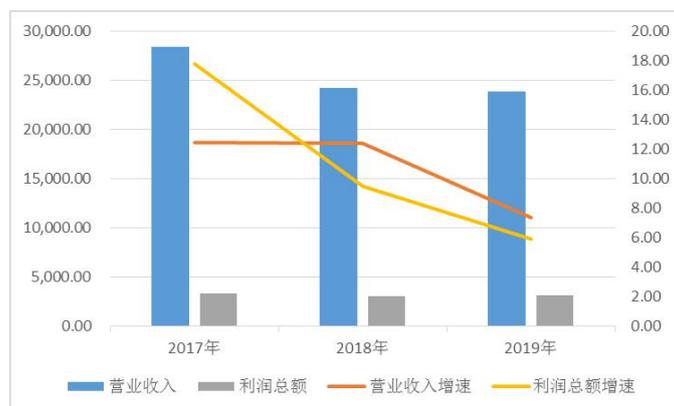
##### (1) 行业概况

我国医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段。2017年以来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，我国医药制造业行业增速不断放缓。

医药行业从运营情况来看，主要分为医药工业和医药商业两大类，其中医药工业可分为七大子行业，分别为：化学原料药制造业、化学制剂制造业、生物制剂制造业、医疗器械制造业、卫生材料制造业、中成药制造业、中药饮片制造业。医药行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分，其行业高增长和高收益性非常突出。进入21世纪以来，我国医药业行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期GDP增长率。

改革开放40年来，我国药品监督管理不断规范，促进了医药工业快速发展。医药工业总产值从1978年的79亿元增加到2013年的过2万亿元，2014年超过2.5万亿元，30多年增长超过250多倍。国家统计局发布的数据显示，近年来医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，对行业发展产生了深远影响，我国医药行业收入及利润增长依然稳定但增速不断放缓，2019年我国医药制造业企业实现营业收入23,908.60亿元，较上年增长7.40%，增速较上年下降5.00个百分点；实现利润总额3,119.50亿元，较上年增长5.90%，增速较上年下降3.60个百分点。

图2 2017-2019年中国医药制造业企业总产值变化（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

##### (2) 行业竞争

我国医药生产企业众多，行业集中度低，呈粗放型发展态势。

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在20世纪80年代初期只有800余家，截至2019年末已超过7,300家，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头400~500亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品呈产能过剩状态。

##### (3) 行业政策

医药行业是对政策依赖较高的行业。近年来，仿制药一致性评价的推进、带量采购的落地执行等政策均对医药行业产生了很大影响。未来，医疗控费仍将是行业主旋律，政策将不断促进仿制药价格回归至合理水平。

近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。

表 2 2017 年以来相关医药政策汇总

时间	政策	主要内容	影响
2017 年 2 月	国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展
2017 年 2 月	人社部《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017 年版)的通知》	西药和中成药部分共收载药品 2535 个，较 2009 年版目录增幅约 15.4%，其中西药部分 1297 个，中成药部分 1238 个（民族药 88 个）；经过专家评审同步确定了 45 个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展
2017 年 7 月	全国人民代表大会常务委员会《中华人民共和国中医药法》	中国首部《中医药法》，明确了中医药事业的重要地位和发展方针，提出建立符合中医药特点的管理制度，加大对中医药事业的扶持力度，坚持扶持与规范并重，加强对中医药的监管，同时加大对中医药违法行为的处罚力度	《中医药法》将党和国家的中医药方针政策上升为国家意志，为扶持和促进中医药事业发展提供了坚实保障。《中医药法》将中医药事业发展经费纳入财政预算，并且打开医保大门，有力推进中医药产业振兴；将中医诊所由现行的许可管理改为备案管理，改变了以行政审批方式管理中医诊所的模式；提升中医药事业的市场化程度
2017 年 10 月	中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六方面提出 36 条具体意见	继 2015 年 8 月《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》之后，又一个深化药品医疗器械审评审批制度改革的纲领性文件
2018 年 4 月	国务院办公厅《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	从仿制药研发、治疗疗效、支付三个层面提出框架性解决方案，鼓励仿制药研发，为通过一致性评价工作的仿制药产品后续落地提供了采购、医保、税收、宣传等各方面的支持	可视仿制药改革的顶层文件，最终目的是加快国产优质仿制药的进口替代，再次强调“进一步加快推进仿制药一致性评价，鼓励具备条件的各类机构参与”
2018 年 10 月	国家卫健委《国家基本药物目录（2018 年版）》	目录品种有原来的 520 种增加到 685 种，包括 417 种化学药/生物药、268 种中成药，新增品种主要包括抗肿瘤药 12 种、临床急需儿童药 22 种等	优化用药结构，保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求，提升基层用药水平
2018 年 11 月	中央全面深化改革委员会第五次会议《4+7 城市药品集中采购试点方案》	选取了 31 中通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标	仿制药价格大幅下降，缓解医保压力，行业集中度进一步提升
2019 年 9 月	第二批带量采购	在包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等 25 个地区开展，采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等 25 个品种	多品种药价再次下调
2019 年 7 月	国家卫健委等《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》	要求加强目录中 20 种药品临床应用的全程管理，同时提出了要加强目录外药品的处方管理，加强药品临床使用监测和绩效考核，并要求各省级卫生健康行政部门会同中医药主管部门在《目录》基础上，形成省级重点监控合理用药药品目录并公布	有助于提升合理用药水平；纳入该目录的产品，可预见销量将大幅下跌，促使生产企业优化产品布局
2019 年 8 月	国家医保局、人社部《国家基本医疗保险、	2019 版医保目录中常规准入部分共收载药品 2643 个，其中西药 1322 个、中成药 1321 个，中药饮片采用准入	从整体上提升了医保基金的保障能力和水平，有利于优化

	工伤保险和生育保险药品目录》	发管理，共纳入 892 个；另有 150 个药品被调出	用药结构，促进国内医药产业创新发展；但对医保基金的支付造成一定压力，未来药品降价仍为趋势
2019 年 10 月	国家卫健委等《第一批鼓励仿制药目录》	纳入目录的品种有 33 个，包括多种抗癌药、帕金森病药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和专利即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品	该目录的制定引导企业研发、注册和生产，有利于促进仿制药研发，提高药品供应保障能力

资料来源：联合评级整理

#### （4）行业关注

##### 研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

##### 一致性评价进程加快，配套政策逐步完善，带量采购范围扩大，行业分化加速

自 2016 年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。2018 年 2 月至 7 月，国家药监局陆续公布了第二批至第五批通过一致性评价的品种，每批的品种品规不断增长，评审和通过速度明显提升。《中国上市药品目录集》数据库显示，截至 2019 年 5 月 18 日，共有 192 个品种完成一致性评价。口服固体制剂的一致性评价尚未完成，CDE 于 2017 年 12 月发布了《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。2020 年 5 月，国家药品监督管理局公告了“已上市的化学药品注射剂仿制药，未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的品种均需开展一致性评价。药品上市许可持有人应当依据国家药品监督管理局发布的《仿制药参比制剂目录》选择参比制剂，并开展一致性评价研发申报。”等内容，同时 CDE 发布《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》等 3 个文件，注射剂的一致性评价相关规定正式落地。在配套政策支持方面，通过一致性评价的品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。此外，《国家基本药物目录（2018 年版）》已建立动态调整机制，通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步调出目录。2018 年 11 月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了 31 种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2019 年 9 月 24 日，新一轮药品带量采购扩面开标，本次联盟采购共有 77 家企业，产生拟中选企业 45 家，拟中选产品 60 个。与联盟地区 2018 年最低采购价相比，拟中选价平均降幅 59%；与“4+7”试点中选价格水平相比，平均降幅 25%。

#### （5）未来发展

**未来，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将**

逐步显现。

随着药品消费水平的快速提高，社会保障体系的不断完善，再加上我国人口数量的增长以及城镇化、老龄化趋势，未来医药制造仍将保持稳定的发展趋势。政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求。同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。

## 2. 药用玻璃

### (1) 行业概况

近年来，随着中国居民生活水平和健康观念的提高以及政府对医疗卫生事业投入的加大，我国的医药包装市场迎来较快的增长。其中药用玻璃是医药包装材料的重要组成部分，其市场规模整体呈上升趋势。

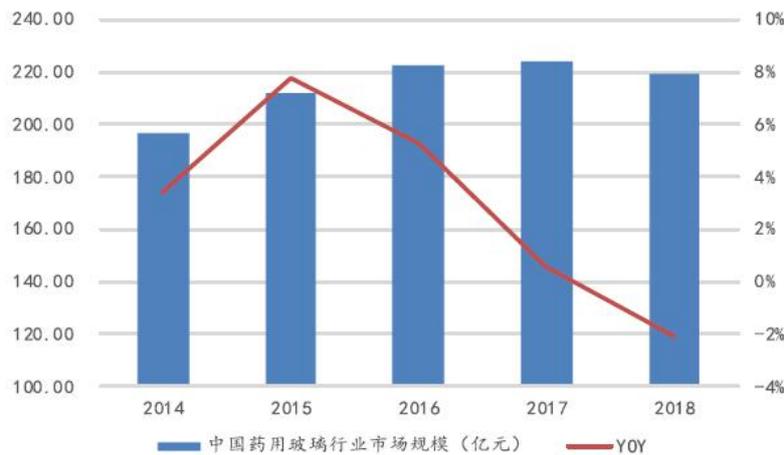
医药包装材料指的是直接与药品接触的内包装材料。近年来，随着中国居民生活水平和健康观念的提高以及政府对医疗卫生事业投入的加大，我国的医药包装市场迎来较快的增长。2018年，我国医药包装行业市场规模达1,068.00亿元，较上年增长10.60%，总体高于全球增速。其中药用玻璃是医药包装材料的重要组成部分，常用于注射剂、输液药物、口服剂、保健品等的包装。近五年，我国药用玻璃市场规模整体呈上升趋势，2018年达219.40亿元，占医药包装行业20%左右。

图3 2014-2018年医药包装行业市场规模与增速



资料来源：中国产业信息网，联合评级搜集整理

图 4 2014 - 2018 年药用玻璃行业市场规模与增速



资料来源：中国产业信息网，联合评级搜集整理

医药包装材料可以直接接触药品，其质量的好坏将影响到药品的安全性和药性的稳定性。对于药用玻璃，其质量的主要衡量标准之一为耐水性：耐水性能越高，与药物发生反应的风险就越小，玻璃质量越高。按耐水性由低到高，药用玻璃可分为：钠钙玻璃、低硼硅玻璃与中硼硅玻璃。药典中，玻璃被划分 I 类、II 类、III 类，I 类高品质硼硅玻璃适用于注射剂类药物包装，III 类钠钙玻璃用于口服液和固体药物的包装，不适用于注射剂类药物。

表 3 玻璃性能区别

项目	钠钙玻璃	低硼硅玻璃	中硼硅玻璃
主要组成元素	以二氧化硅为主，还含有部分氧化钠和氧化钙	以二氧化硅和氧化硼为主。氧化硼含量 5~8%	以二氧化硅和氧化硼为主。氧化硼含量>8%
121°C 颗粒法耐水性	2 级	1 级	1 级
平均热膨胀系数(x10 <sup>-6</sup> /K)	7.6~9.0	6.2~7.5	3.5~6.1
特点	熔点低，耐水性差。用于口服液和固体药物的包装，不适用于注射剂类药物包装	熔点较高，耐水性一般。可用于注射剂类药物包装	熔点较高但耐水性最好。适用于注射剂类药物包装

资料来源：肖特官网、中玻网，联合评级搜集整理

目前国内药用玻璃使用仍以低硼硅玻璃和钠钙玻璃为主。根据《中国药用玻璃包装深度调研与投资战略报告（2019 版）》显示，2018 年国内药用玻璃中中硼硅使用量仅占 8.00% 左右。而由于美国、欧洲、日本与俄罗斯均强制要求所有注射用制剂和生物制剂使用中性硼硅玻璃包装，国外医药行业已普遍使用中硼硅玻璃。

表 4 截至 2019 年末国际中硼硅玻璃主要制造商产能（单位：吨/年、%）

制造商	主要产地	中硼硅玻璃产能	占世界总产量份额
肖特	德国、西班牙、巴西和印度	117,000.00	57.00
格雷斯海姆	美国和意大利	48,000.00	23.00
电气玻璃集团 NEG	日本	23,500.00	11.00
爱姆科	美国和法国	10,500.00	5.00
纽博	意大利	8,000.00	4.00

资料来源：各公司官网、《玻璃》期刊，联合评级搜集整理

除了按照耐水性的分类，按照制作工艺不同，药用玻璃分为：模制瓶与管制瓶。模制瓶是直接

将玻璃液注入模具制成药瓶；而管制瓶则先将玻璃液制成玻管，然后切割玻管并制得药瓶。

## (2) 行业政策

### 注射剂一致性评价政策逐步推进，将促进药玻向中硼硅玻璃升级

根据《2019年注射剂玻璃包材行业分析报告》，注射剂瓶占药用玻璃总量的55.00%，是药用玻璃的主要产品之一。近年来，中国注射剂销售额持续增长，带动注射剂瓶需求持续上升，注射剂相关政策变化将带动药用玻璃市场的变革。2017年10月，中共中央办公厅和国务院办公厅发布的《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》中提出，“根据药品科学进步情况，对已上市药品注射剂进行再评价，力争用5至10年左右时间基本完成”；2017年12月，国家药品监督管理局药品审评中心发布《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》；2019年4月，国家药品监督管理局药品审评中心发布的《化学仿制药参比制剂目录（第二十一批）》中首次出现注射剂剂型，为相关注射剂品种解决了参比制剂这一一致性评价首要难点。2019年10月，药监局发布《化学药品注射剂仿制药（特殊注射剂）质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》。比较2017版和2019版两份注射剂一致性评价征求意见稿，其中对包材的表述从“不建议使用低硼硅玻璃和钠钙玻璃”改为“不得低于参比制剂”，而由于参比制剂基本均使用中硼硅玻璃，因此将加速药用玻璃产品升级，逐步由钠钙玻璃与低硼硅玻璃向中硼硅玻璃转型。

### 原辅包关联评审审批，有利于行业头部企业

从2015年开始，国家开始逐步实施原料药、药用辅料、药包材（“原辅包”）与药品关联审批；新版《药品管理法》亦确定，“在审评审批药品的时候，将化学原料药、相关的辅料和直接接触药品的包装材料和容器调整为与制剂一并审评审批”。在此前的注册管理制度下，原辅包单独审评，不与制剂的注册相关联；而在关联审评审批制度下，原辅包与制剂共同审评审批，制剂企业须对原辅包质量负责，以避免制剂研发失败、并保证制剂全生命周期安全稳定。因此，质量长期稳定可靠的包材变得尤为重要，制剂企业将更为审慎地挑选包材厂家，利好规范化、规模化、供货稳定的包材企业。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模及竞争力

公司作为国内药用玻璃管制瓶细分行业的头部企业之一，产品种类齐全，产能较高，客户资源优势突出，市场竞争力较强。未来，随着公司中硼硅药用玻璃生产项目的建成投产，公司竞争力将得到提升。

公司是国内药用玻璃管制瓶细分行业的头部企业之一。公司拥有生产基地4个，产线包括制管、制瓶、瓶盖的一体化生产。公司产品系列种类齐全，包括各类材质和规格的药用玻璃管制注射剂瓶、安瓿瓶、管制口服液体瓶、螺口瓶及各类配套瓶盖等产品，产能方面，公司药用玻璃管制瓶年产能70亿只、药用瓶盖30亿只。

销售方面，截至2019年末，公司销售和服务网络已经覆盖全国30多个省市，国内客户数量超过400家。其中包括中国医药集团有限公司、广州医药集团有限公司、中国生物技术集团公司、扬子江药业集团有限公司、云南白药集团股份有限公司、哈药集团有限公司和上海复星医药(集团)股份有限公司等大型药企。未来随着本次可转债的募投项目中硼硅药用玻璃生产线建成投产，公司将实现产业链延伸，拥有完整的中硼硅玻璃“拉管-制瓶”生产能力，实现进口替代，提高核心

竞争力和盈利水平。

## 2. 研发情况

**公司技术水平较领先，人员储备充足，对公司未来发展能够提供良好支持。**

公司持续加强对药用玻璃管制瓶和药用瓶盖的研发投入，建立了较为完善的技术创新体系。截至2020年6月末，公司拥有专利技术28项，其中发明专利2项；拥有技术人员230人，占全体总员工数量的13.67%。公司现有CNAS认可实验室1个，拥有包括X荧光分析仪、ICPMS质谱仪、高压灭菌器等40余套设备，具备按相应认可准则开展检测和校准服务的技术能力。

## 3. 人员素质

**公司高级管理人员拥有较长行业从业经历和丰富的经营管理经验，整体素质高；公司员工学历和专业构成能够满足公司经营发展的需要。**

截至2019年末，公司有董事、监事、高级管理人员共16名，管理团队整体素质高。

公司董事长兼总经理邓勇先生，1967年出生，中国国籍，研究生学历，工程师。1985年至今一直在公司工作和任职，2013年起任公司董事长、总经理，兼任中国医药包装协会常务理事。

截至2019年末，公司在职工合计1,682人。按专业构成划分，生产人员占69.92%，销售人员占1.66%，技术人员占13.67%，财务人员占0.54%，管理和行政人员占14.21%；按学历构成划分，本科以下学历人员占95.90%，本科学历人员占3.80%，硕士学历人员占0.30%。

# 五、公司管理

## 1. 公司治理

**公司法人治理结构完善，可以满足其日常经营所需。**

公司根据《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》等法律法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司股东大会由全体股东组成，是公司的权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会、监事会的报告以及公司的年度财务预算方案、决算方案等，在职责范围内依法行使职权。

公司董事会由9人组成，其中独立董事3名，不设职工代表董事，董事每届任期3年，期满可连选连任，董事会设董事长1人，由公司半数以上董事选举产生，董事会负责召集股东大会并向股东大会报告工作、执行股东大会决议、决定经营计划和投资方案等相关工作。

公司设监事会。监事会由3名监事组成，其中非职工代表监事2人，由股东大会选举产生，职工代表监事1人，由公司职工代表大会选举产生。监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生。监事会任期3年，任期届满可连选连任。根据《公司章程》规定，公司监事会依法行使的职权包含：应当对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、本章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事、高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；发现公司经营情况异常，可以进行调查；必要时，可以聘请会计师事务所、律师事务所等专业机构协助其工作，费用由公司承担。

公司设总经理1名，由董事会决定聘任或解聘，总经理对董事会负责，负责公司生产经营管

理工作。

## 2. 管理体制

公司已建立起适合自身特点的管理模式和制度体系，为公司可持续发展提供了内部制度保障。

公司本部设有技术中心、质量管理部、经营管理部、财务部和营销中心等职能部门，并根据经营发展需要制定了各项管理制度。

财务管理方面，公司拥有独立的财务部门，按照《会计法》《企业会计准则》及其他财务会计法规、条例。公司结合自身实际情况，制订了财务管理制度等内部财务会计制度，建立了独立的财务核算体系，制定了财务会计制度和对子公司的财务管理制度，配备了专业的财务人员，开设了独立的银行账户，不存在与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业共用银行账户的情况。公司依法独立申报纳税和缴纳税款，独立作出财务决策，自主决定资金使用事项，公司与关联方在财务上严格分开，独立运行。

针对公司产品的生产工艺特点、监管要求，公司建立了相关质量控制体系，对员工培训、供应商资格认定、物料购入、物料验收、取样检测、生产工艺过程控制、成品检验及放行等影响产品质量的所有关键环节均制定了管理制度，并对各关键环节进行重点监控，以保证产品质量。

公司已建立安全标准化管理体系并按文件规定开展各项安全管理工作，公司制定了《安全生产管理办法》和《消防安全管理制度》等制度文件，明确了安全方针和目标。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司营业收入主要来自玻璃管制瓶的销售。2017—2019年，由于下游保健品行业受政策变动影响，玻璃瓶需求有所波动，公司收入规模波动增长；受正川永成投产后，折旧摊销较大和人工成本较高影响，公司主营业务毛利率水平逐年下降。

公司从事药用玻璃管制瓶等药用包装材料的研发、生产和销售，主要产品包括不同类型和规格的硼硅玻璃管制瓶、钠钙玻璃管制瓶，并生产各类铝盖、铝塑组合盖等药用瓶盖。

2017—2019年，公司营业收入波动增长，年均复合增长1.21%。2018年，公司实现营业收入59,578.13万元，较上年增长17.12%，主要系公司东北地区原有客户持续增量、保健品客户采购量增加、华东地区新增20余家客户和国外客户送样增加所致。2019年，公司实现营业收入52,108.08万元，较上年下降12.54%，主要系下游保健品行业受政策调整需求下降所致。受折旧摊销较大、人工成本较高和上述因素影响，2017—2019年，公司实现净利润8,217.84万元、8,276.66万元和6,105.67万元，波动下降，年均复合下降13.80%。2017—2019年，公司主营业务收入占比均在99%以上，公司主营业务突出。

从主营业务收入构成来看，2017—2019年，公司硼硅玻璃管制瓶业务收入较为稳定，年均复合增长0.84%；占主营业务收入的比重分别为48.66%、41.71%和48.31%。2017—2019年，公司钠钙玻璃管制瓶业务收入波动增长，年均复合增长2.80%，主要系下游保健品行业政策影响所致；占主营业务收入的比重分别为37.06%、42.95%和38.24%。2017—2019年，公司瓶盖业务收入波动下降，年均复合下降3.36%，主要系配套管制瓶销售数量波动下降所致；占主营业务收入的比重分别为14.07%、15.18%和12.83%。

表 5 2017—2019 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
硼硅玻璃管制瓶	24,681.61	48.66	34.56	24,738.29	41.71	29.88	25,096.53	48.31	28.28
钠钙玻璃管制瓶	18,796.48	37.06	30.47	25,473.28	42.95	29.25	19,865.27	38.24	27.03
瓶盖	7,135.49	14.07	23.85	9,005.59	15.18	22.71	6,663.55	12.83	23.21
其他	110.67	0.22	23.78	90.58	0.15	6.31	320.15	0.62	-1.99
<b>合计</b>	<b>50,724.24</b>	<b>100.00</b>	<b>31.52</b>	<b>59,307.74</b>	<b>100.00</b>	<b>28.49</b>	<b>51,945.51</b>	<b>100.00</b>	<b>26.96</b>

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，受正川永成投产后，折旧摊销较大和人工成本较高影响，2017—2019 年，公司主要玻瓶产品毛利率均逐年下降，硼硅玻璃管制瓶业务毛利率分别为 34.56%、29.88%、和 28.28%；钠钙玻璃管制瓶业务毛利率分别为 30.47%、29.25%和 27.03%。2017—2019 年，瓶盖业务毛利率比较稳定，分别为 23.85%、22.71%和 23.21%。受上述因素影响，2017—2019 年，公司主营业务毛利率逐年下降，分别为 31.52%、28.49%和 26.96%。

2020 年 1—6 月，受新冠肺炎疫情停工停产的影响，公司实现营业收入 25,602.33 万元，较上年同期下降 4.46%；实现净利润 3,492.00 万元，较上年同期增长 9.22%，主要系销售费用、管理费用减少和与收益相关的政府补助增加所致。

## 2. 采购环节

公司对供应商选择和管理方面的制度较为完善，建立了较为严格的质量管理措施。2017—2019 年，公司主要原材料和动力采购金额变化不大，原材料采购集中度一般。

公司采购的主要原辅材料为五水硼砂、石英砂、钾长石、纯碱、铝带、丁基胶塞、纸箱等，主要燃料动力为电力、天然气和液氧等。公司根据不同类型的原料物资采用不同的采购模式。

对于主要燃料动力的天然气、电力，公司根据国家规定价格体系结合公司用量大的特点，与供应单位达成市场化优惠合作协议，形成战略合作关系。对五水硼砂、石英砂、钾长石、丁基胶塞、液氧、纸箱等用量大且长期稳定需求类物资，公司采取同时与多家供应单位签订长期稳定合作协议的方式，既保证质量、交期的稳定，又有利于成本控制；对纯碱、铝带等价格波动较大的原料物资，公司采取与多家合格供方分批合作的战略采购模式，持续保证当期低价采购，同时利用此类物资价格走势具有一定周期性的特点，在充分收集信息的情况下对部分大宗原材料根据市场行情适时进行战略性储备，从而进一步降低采购成本。

公司制定了《采购控制程序》等规章制度，对公司原材料采购作出了较为详细的规定，为保证原材料质量和控制原材料成本，采购部与技术中心、质量管理部等部门共同负责供应商的选择、评定及相关工作，其中采购部是采购作业管理的主管部门，负责具体执行采购作业，技术中心负责编制原料、耐材等技术标准，质量管理部负责对原材料质量进行监督管理。对于零星物资，公司遵循多家比价的原则，同时也利用互联网开展线上采购业务，按照询价、议价、比价、定价的工作程序选定供应商。

从采购量来看，2017—2019 年，公司纯碱采购量逐年增长，年均复合增长 3.23%；五水硼砂、石英砂（精白+普白）和钾长石采购量波动增长，年均复合增长分别为 1.57%、4.89%和 2.15%。2018 年，公司五水硼砂采购量较上年增长 17.80%，主要系龙凤、东阳和永成 10.5 座窑炉新开投产所致。受环保因素影响，公司把铝带（普通）替换为采购铝带（涂膜），2017—2019 年，公司铝带（普通）采购量逐年下降，年均复合下降 29.78%。2018 年，公司铝带（涂膜）采购量较上年增长 35.94%。2019 年，公司铝带（涂膜）采购量较上年下降 41.98%，主要系瓶盖产量减少所致。

公司采购的丁基胶塞及硅胶胶塞主要用来生产瓶盖，2017—2019年，公司丁基胶塞及硅胶胶塞采购量波动下降，年均复合下降5.46%。2018年，公司丁基胶塞及硅胶胶塞采购量较上年增长37.52%。2019年，公司丁基胶塞及硅胶胶塞采购量较上年下降34.99%。

表6 近年来公司原材料采购情况

名称	项目	2017年度	2018年度	2019年度	2020年1—6月
五水硼砂	采购量（吨）	5,373.79	6,330.10	5,543.90	2,307.40
	采购金额（万元）	1,912.73	2,075.97	1,839.94	783.79
	采购均价（元/千克）	3.56	3.28	3.32	3.40
纯碱	采购量（吨）	7,410.59	7,633.85	7,897.23	3,688.23
	采购金额（万元）	1,249.76	1,262.47	1,313.60	542.17
	采购均价（元/千克）	1.69	1.65	1.66	1.47
钾长石	采购量（吨）	10,533.19	11,184.99	10,990.62	5,889.84
	采购金额（万元）	471.59	530.72	522.45	256.51
	采购均价（元/千克）	0.45	0.47	0.48	0.44
石英砂（精白）	采购量（吨）	12,457.49	9,598.58	12,770.49	4,309.16
	采购金额（万元）	456.36	543.80	625.35	207.83
	采购均价（元/千克）	0.37	0.57	0.49	0.48
石英砂（普白）	采购量（吨）	25,512.77	27,871.63	29,000.26	11,157.06
	采购金额（万元）	572.42	698.01	712.72	258.00
	采购均价（元/千克）	0.22	0.25	0.25	0.23
铝带（普通）	采购量（吨）	195.08	103.89	96.20	49.87
	采购金额（万元）	306.32	168.65	153.78	78.51
	平均单价（元/千克）	15.70	16.23	15.99	15.74
铝带（涂膜）	采购量（吨）	615.34	836.49	485.33	416.99
	采购金额（万元）	1,160.10	1,586.15	913.14	772.17
	平均单价（元/千克）	18.85	18.96	18.81	18.52
丁基胶塞及硅胶胶塞	采购量（亿只）	16.21	22.29	14.49	6.80
	采购金额（万元）	2,354.43	3,345.02	2,042.28	938.67
	采购均价（元/万支）	145.24	150.05	140.95	138.08

资料来源：公司提供

2017—2019年，公司管道天然气和电力采购量波动下降，年均复合下降分别为3.99%和1.70%。2017—2019年，公司液氧采购量逐年增长，年均复合增长9.15%。

表7 近年来公司燃料动力采购情况

名称	项目	2017年度	2018年度	2019年度	2020年1—6月
管道天然气	采购量（万立方米）	3,018.82	3,108.85	2,782.59	1,205.52
	采购金额（万元）	5,464.06	5,782.46	5,648.65	2,230.21
	平均单价（元/立方米）	1.81	1.86	2.03	1.85
电力	采购量（万度）	8,059.02	8,716.76	7,786.84	3,571.31
	采购金额（万元）	4,513.05	4,794.22	4,438.50	2,071.36
	平均单价（元/度）	0.56	0.55	0.57	0.58
液氧	采购量（万升）	1,508.69	1,738.01	1,797.33	605.50
	采购金额（万元）	890.13	1,216.61	1,240.16	411.74
	平均单价（元/升）	0.59	0.70	0.69	0.68

资料来源：公司提供

采购均价方面，公司原材料采购价格均受市场价格波动影响较大，2017—2019年，公司五水硼砂、纯碱、铝带（涂膜）和丁基胶塞及硅胶胶塞采购均价波动下降；公司钾长石采购均价逐年增长；公司石英砂（精白）和铝带（普通）采购均价波动增长。2017—2019年，公司管道天然气采购均价逐年增长；电力和液氧采购均价波动增长；公司液化天然气采购均价逐年下降。

从采购集中度来看，2017—2019年，公司前五大供应商采购集中度波动增长，分别为52.76%、52.49%和54.13%，采购集中度高，但考虑到前两大供应商均为燃料动力供应商，公司原材料采购集中度一般。

表8 近年来公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

年份	序号	供应商名称	主要采购内容	采购金额	占当期总采购金额的比例
2017年度	1	供应商一	管道天然气	5,464.06	19.90
	2	供应商二	电力	4,513.05	16.44
	3	供应商三	五水硼砂	1,677.07	6.11
	4	供应商四	丁基胶塞	1,648.28	6.00
	5	供应商五	铝带	1,183.28	4.31
	合计				<b>14,485.74</b>
2018年度	1	供应商一	管道天然气	5,782.46	19.36
	2	供应商二	电力	4,794.22	16.05
	3	供应商三	丁基胶塞	2,141.97	7.17
	4	供应商四	铝带	1,617.19	5.41
	5	供应商五	五水硼砂	1,342.76	4.50
	合计				<b>15,678.60</b>
2019年度	1	供应商一	管道天然气	5,648.65	21.94
	2	供应商二	电力	4,438.50	17.24
	3	供应商三	五水硼砂	1,512.49	5.88
	4	供应商四	丁基胶塞	1,298.11	5.04
	5	供应商五	液氧	1,036.42	4.03
	合计				<b>13,934.17</b>
2020年1-6月	1	供应商一	管道天然气	2,230.21	18.79
	2	供应商二	电力	2,071.36	17.45
	3	供应商三	铝带	769.00	6.48
	4	供应商四	五水硼砂	732.21	6.17
	5	供应商五	丁基胶塞	546.01	4.60
	合计				<b>6,348.79</b>

资料来源：公司提供

结算方面，公司采购主要采用承兑汇票和电汇方式结算，结算周期根据物料不同、供应商不同在双方协商的前提下采取不同的结算周期，其中主要国产原辅料的结算周期一般在30~60天；进口原料、设备的主要结算方式为预付款加发货、到货付款的方式。

### 3. 产品生产

近年来，公司实行“按订单生产+少量备货”的生产模式。2017—2019年，随着正川永成部分产线陆续投产，公司玻璃管制瓶和瓶盖产能有所提升，但受下游需求波动影响，玻璃管制瓶和瓶盖产量波动下降，玻璃管制瓶产能利用率维持在较高水平，瓶盖产能利用率逐年下降。

公司实行“按订单生产+少量备货”的生产模式。一般按照订单来组织生产，但对于一些通用性较高，客户需求量较大且相对稳定的产品，公司会采用适度备货的原则进行生产。

产品方面，公司可满足客户的个性化需求，对于对产品有特定需求的订单，组织公司生产和技术部门，共同评审客户订单和样品，制定专业化的产品标准进行样品生产，并可根据客户的需求进行调试整改，产品完全满足客户要求后进行批量生产销售。

公司主营业务成本主要包括原材料（约占 25%）、燃料动力（约占 28%）和人工成本（约占 23%），整体看，公司产品成本结构较为稳定。

产能方面，2017—2019 年，随着正川永成部分产线建成投产，公司玻璃管制瓶产能逐年增长，年均复合增长 4.18%。2017—2019 年，随着公司新采购的瓶盖模具的生产容量提升，公司瓶盖产能逐年增长，年均复合增长 14.21%；2018 年，公司瓶盖产能为 30.00 亿个，较上年增长 30.43%。

产量方面，受集采等政策的实施，公司医药类客户需求部分减少，以及国家对保健品行业政策的调整的影响，2017—2019 年，公司玻璃管制瓶产量波动下降，年均复合下降 0.42%。2017—2019 年，公司瓶盖产量波动下降，年均复合下降 3.95%。受上述因素影响，2017—2019 年，公司玻璃管制瓶产能利用率波动下降，但产能利用率仍维持在 88%以上，处于较高水平；瓶盖产能利用率逐年下降，产能利用率水平较低。

表 9 近年来公司产能、产量及产能利用率情况（单位：万个、%）

项目		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
玻璃管制瓶	产能	645,000.00	675,000.00	700,000.00	357,500.00
	产量	627,543.50	681,160.93	622,289.30	297,875.68
	产能利用率	97.29	100.91	88.90	83.32
瓶盖	产能	230,000.00	300,000.00	300,000.00	150,000.00
	产量	188,173.43	234,626.80	173,614.57	87,949.05
	产能利用率	81.81	78.21	57.87	58.63

资料来源：公司提供

#### 4. 产品销售

2017—2019 年，公司销售业务采用“直销为主，经销为辅”的模式，客户主要为制药企业，客户集中度逐年下降，主要产品产销率高。硼硅玻璃管制瓶销售情况变化不大，钠钙玻璃管制瓶和瓶盖销量波动增长。

公司销售业务采用“直销为主，经销为辅”的模式，对国内客户采用直销加经销（买断式经销）模式，对国外客户采用直销的销售模式。2017—2019 年，公司直销收入占主营业务收入的比例均在 99.00%以上。

公司客户主要为制药企业，公司主要通过提供药包材参与客户的前期新药研发和参与客户供应商招投标等方式成为合格供应商，获取订单。公司经销模式可以弥补直销模式中销售人员、销售网络无法完全覆盖市场的缺点，利用经销商的市场资源，扩大市场份额，是直销模式的补充。

表 10 近年来公司产品销售模式（单位：万元、%）

销售模式	2017 年度		2018 年度		2019 年度		2020 年 1—6 月	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
直销模式	50,693.79	99.94	59,244.17	99.89	51,922.95	99.96	25,468.48	99.83
经销模式	30.45	0.06	63.57	0.11	22.56	0.04	42.35	0.17
合计	<b>50,724.24</b>	<b>100.00</b>	<b>59,307.74</b>	<b>100.00</b>	<b>51,945.51</b>	<b>100.00</b>	<b>25,510.82</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

由于药品的质量关系到大众的健康和安全，因此制药企业对药品安全性和稳定性要求较高，对药包材料是否适用于药品有着严格的要求，其对供应商的选择具有严格的内控流程并需要较长的考察周期。一般而言，供应商提供的样品需包装药品后进行一定时间的药品相容性及稳定性试验，样品试验通过后，客户一般会对公司进行实地考察及审计工作，对公司的生产环境和设备、生产工艺、技术实力等等方面进行考核，考核通过后进入客户的合格供应商目录。部分客户还会对产品进行小批量采购，稳定使用一段时间后，如果效果良好再进行大批量采购。

一般而言，客户每隔 1~2 年会对合格供应商目录进行微调，客户会根据供应商提供的产品质量、供货速度、产品合格率等等因素，按照药品质量生产管理体系来综合评定供应商，评定后会产生新的合格供应商目录。公司进入客户的合格供应商目录后，客户会与公司签署合同。公司客户数量多，签署合同的方式略有不同，部分客户采用框架合同+订单的方式进行采购；部分客户采用框架合同+具体采购合同的方式；部分客户直接采用具体采购合同的方式。公司在接到客户的具体采购合同（或订单）后，按照客户的要求和国家以及公司制定的标准进行生产。

为了能实时了解客户需求并作出快速响应，公司根据客户的地区分布对直销业务进行区域划分，国内市场主要划分为五个大区，每个销售大区设有销售大区经理，建立了完善的销售和服务网络体系。销售人员与客户保持日常沟通，了解行业发展趋势及客户需求，争取客户订单，并为客户提供优质的服务。此外，公司销售人员会同生产技术人员向客户介绍公司产品的性能指标，及时获取客户对产品的反馈意见，促使公司改进产品，与客户保持长期稳定的合作关系。

产品销量方面，2017—2019 年，随着集采等政策的实施，公司医药类客户需求部分减少，公司硼硅玻璃管制瓶销量逐年下降，年均复合下降 1.51%。2017—2019 年，公司钠钙玻璃管制瓶销量波动增长，年均复合增长 3.31%。2018 年，公司钠钙玻璃管制瓶销量为 443,783.66 万只，较上年增长 36.87%，主要系保健品客户需求增加所致。2019 年，公司钠钙玻璃管制瓶销量为 346,030.07 万只，较上年下降 22.03%，主要系国家对保健品行业的整治优化，导致市场环境变化较大所致。2017—2019 年，公司瓶盖销量波动增长，年均复合增长 2.11%。

产品销售均价方面，2017—2019 年，公司硼硅玻璃管制瓶、钠钙玻璃管制瓶销售均价较为稳定，瓶盖价格逐年下降。产销率方面，由于公司实行“按订单生产+少量备货”的生产模式，公司主要产品产销率均维持在高水平。

表 11 近年来公司主营产品销售情况（单位：元/万只、万只、%）

项目		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
硼硅玻璃管制瓶	销售均价	949.70	966.69	995.57	944.63
	销量	259,889.00	255,907.42	252,082.37	123,367.74
	产销率	97.62	96.80	103.55	98.51
钠钙玻璃管制瓶	销售均价	579.73	574.00	574.09	550.46
	销量	324,227.39	443,783.66	346,030.07	188,187.96
	产销率	89.74	106.48	91.34	109.01
瓶盖	销售均价	411.57	389.84	368.61	358.38
	销量	173,373.67	231,005.82	180,774.72	89,750.37
	产销率	92.14	98.46	104.12	102.05

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2017—2019 年，公司向前五大客户销售额占营业收入的比重分别为 36.11%、35.94%和 28.57%，客户集中度逐年下降。

表 12 近年来公司前五大客户情况 (单位: 万元、%)

年度	序号	客户名称	销售额	占营业收入比重
2017 年度	1	客户一	6,584.26	12.94
	2	客户二	3,326.10	6.54
	3	客户三	3,259.89	6.41
	4	客户四	3,252.01	6.39
	5	客户五	1,948.73	3.83
	合计			<b>18,370.99</b>
2018 年度	1	客户一	9,147.29	15.35
	2	客户二	3,114.24	5.23
	3	客户三	3,097.72	5.2
	4	客户四	3,076.57	5.16
	5	客户五	2,973.63	4.99
	合计			<b>21,409.45</b>
2019 年度	1	客户一	3,592.83	6.89
	2	客户二	3,157.21	6.06
	3	客户三	3,048.15	5.85
	4	客户四	2,836.39	5.44
	5	客户五	2,252.67	4.32
	合计			<b>14,887.25</b>
2020 年 1-6 月	1	客户一	2,126.42	8.31
	2	客户二	1,702.66	6.65
	3	客户三	1,192.75	4.66
	4	客户四	1,017.90	3.98
	5	客户五	988.85	3.86
	合计			<b>7,028.58</b>

注: 客户均为按照“受同一控制人控制”的标准进行合并披露。  
资料来源: 公司提供

结算方面, ①国内销售方面: 公司与客户签署具体采购合同 (或订单) 后, 按照合同的约定进行生产, 生产完成后通过物流的方式发货, 物流外包给专业的运输公司, 根据运输目的地、客户要求等方面的不同, 采用陆运、水运等不同的运输方式, 销售产品货物运至合同指定地点, 客户确认收到并在送货清单上签字 (或盖章)。对于部分采购金额小的客户, 公司在发货前会要求其先支付全部货款。根据合同的约定, 绝大部分客户在收到货物后还需对货物进行验收, 按照验收条款约定的不同, 可以分为两大类, 大部分客户明确约定验收期限, 客户需收到货物后一定期限内 (0~30 天) 开始验收, 客户在验收后一定期限内 (一般为 10~30 天) 若没有提出异议, 则视同验收合格; 少数客户未约定具体的验收期限。客户一般在验收通过后的一定期限内 (1~15 天) 内通知公司开具相应的发票, 收到发票后 30~90 天支付货款; 客户一般采用电汇 (TT) 或者承兑票据的方式结算。②国外销售方面: 国外客户一般以电汇 (TT) 方式进行结算。公司与客户签订合同或订单并收到保证金后开始生产, 生产完成后收到客户尾款后安排发货。

## 5. 经营效率

**2017—2019 年, 公司整体经营效率处在行业中等水平。**

2017—2019 年, 受营业收入波动减少和应收账款波动增加影响, 公司应收账款周转次数逐年下降, 分别为 6.53 次、5.73 次和 4.20 次; 受存货逐年增加影响, 公司存货周转次数逐年下降, 分

别为 3.78 次、3.74 次和 2.86 次；总资产周转次数逐年下降，分别为 0.60 次、0.54 次和 0.44 次。

从同行业比较情况来看，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率处在行业中等水平。

表13 2019年同行业可比上市公司经营效率情况指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
山东药玻	6.68	2.80	0.61
海顺新材	3.57	3.83	0.57
<b>上述平均值</b>	<b>5.76</b>	<b>4.28</b>	<b>0.76</b>
<b>中位数</b>	<b>4.20</b>	<b>2.86</b>	<b>0.44</b>
<b>正川股份</b>	<b>4.20</b>	<b>2.86</b>	<b>0.44</b>

资料来源：公司提供、Wind

## 6. 经营关注

### （1）政策性风险

公司产品执行我国食药监局颁布的国家标准，美国、欧洲和日本等发达国家普遍使用一级耐水药用玻璃包装材料，我国的药包材标准相对较低。随着我国经济发展和广大民众对健康的日益重视，政府可能会对药包材标准进行调整和修改，向欧美等发达国家趋同，不断提高药包材标准。此外，公司的客户为各大制药企业，随着我国药品出口规模的增加，不排除部分制药企业为满足出口需要而要求公司提升药包材标准的可能。若未来我国的药包材国家标准不断提高，如大规模强制使用一级耐水药用玻璃包装材料，公司的生产工艺和生产设备需不断的升级、调整，如果公司不能持续扩大研发投入，提高技术研发水平并进行生产工艺升级，对目前的产品进行升级换代，则可能会对公司的生产以及销售带来一定的不利影响。

### （2）对下游行业依赖的风险

公司的客户主要为药品制造企业，因此，制药行业的景气程度将直接影响公司的经营业绩。近几年我国制药行业的快速增长带动公司业务稳步成长，但若未来制药行业增长放缓或者发生重大不利变化，可能将影响其对药包材料的需求，将直接影响公司的经营业绩，公司存在对下游行业依赖的风险。

公司的部分客户从事保健品业务，因此保健品行业的景气程度将影响公司的经营业绩。保健品行业受益于我国人均收入的提升导致的居民消费结构升级以及老龄化加速，增长速度较快，但近年来屡有负面新闻出现，给整个保健品行业带来不良影响。如果未来保健品市场和行业出现重大的信任危机风险，可能对公司的生产及销售造成影响。

### （3）原材料、能源价格波动风险

公司产品的主要原材料为五水硼砂、石英砂、钾长石、纯碱、铝带、丁基胶塞等，主要能源为天然气、电力和液氧。公司的生产成本受原材料、能源价格波动的影响较大。未来若公司生产所需主要原材料或能源的价格发生较大波动，则将对公司业绩产生不利影响。

## 7. 未来发展

公司基于现有业务情况制定了符合自身定位的发展计划，未来公司业务有望保持较好的发展态势。

公司将根据“升级和多元化”的战略规划，通过实施技术创新战略、行业价值链提升战略、市场拓展战略、人才发展战略和成本领先战略等，持续推进精益生产模式，提升公司工艺技术及

研发水平、提升产品结构及市场结构，巩固管制瓶行业领先地位，拓展高增长的未来发展业务或产品，以成为具有国内一流竞争力的医药包装材料集团。

实施技术创新方面，一是加大研发中心投入，提高企业的科研创新能力和技术核心竞争力；二是跟踪行业领先技术，引进和学习国外领先生产线和工艺技术，使公司生产装备与工艺的整体技术达到国内靠前水平，部分技术达到国际先进水平；三是不断优化产品结构，产品品种满足市场需求，中硼硅管制瓶性能及质量达国内一流水平。

实施市场拓展方面，为应对国家减少抗生素使用的影响，公司将巩固发展传统国内市场，拓展新产品，开拓国外市场。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年度财务报表由天健会计师事务所（特殊普通合伙），审计结论均为标准无保留意见。本报告财务分析部分中的 2017 年度和 2018 年度财务数据分别采用 2018 年度和 2019 年度经审计的财务报告期初数/上年数，2019 年度财务数据引自 2019 年度经审计的财务报告期末数。公司 2020 年 1—6 月财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的最新企业会计准则编制。

2017—2019 年，公司合并范围未发生变更。截至 2020 年 6 月末，公司纳入合并范围子公司 1 家，较年初未发生变更。近年来，公司主营业务未发生变化，会计政策连续，合并范围未发生变更，财务数据可比性强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 124,095.01 万元，负债合计 20,497.01 万元，所有者权益（含少数股东权益）103,597.99 万元，全部为归属于母公司所有者权益。2019 年，公司实现营业收入 52,108.08 万元，净利润（含少数股东损益）6,105.67 万元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 5,527.31 万元，现金及现金等价物净增加额-11,237.83 万元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 130,518.48 万元，负债合计 28,327.37 万元，所有者权益（含少数股东权益）102,191.11 万元，全部为归属于母公司所有者权益。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 25,602.33 万元，净利润（含少数股东损益）3,492.00 万元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 8,178.76 万元，现金及现金等价物净增加额 9,030.56 万元。

### 2. 资产质量

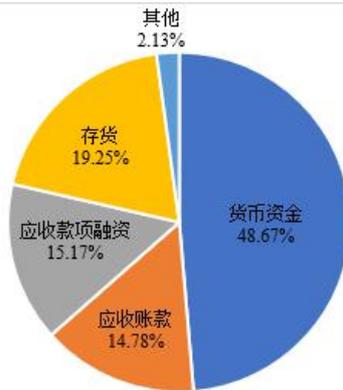
**2017—2019 年，公司资产规模逐年增长，以流动资产为主，存货和应收账款对营运资金形成一定占用，资产受限比例低，公司整体资产质量尚可。**

2017—2019 年，公司合并资产总额逐年增长，年均复合增长 8.11%。截至 2019 年末，公司合并资产总额 124,095.01 万元，较年初增长 10.16%，主要系在建工程增加所致。其中，流动资产占 60.97%，非流动资产占 39.03%，以流动资产为主。

#### （1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 2.51%。截至 2019 年末，公司流动资产为 75,661.83 万元，较年初增长 3.18%。公司流动资产主要由货币资金（占 48.67%）、应收账款（占 14.78%）、应收款项融资（占 15.17%）和存货（占 19.25%）构成。

图 5 截至 2019 年末公司流动资产构成图



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司货币资金逐年减少，年均复合下降 7.80%。截至 2019 年末，公司货币资金为 36,824.68 万元，较年初下降 5.23%。货币资金中有 10,339.62 万元受限资金，受限比例为 28.08%，主要为银行承兑汇票缴纳保证金（占 56.62%）和开具信用证缴纳保证金（占 42.88%），受限比例较高。

2017—2019 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 21.90%。截至 2018 年末，公司应收账款为 11,888.44 万元，较年初增长 58.01%，主要系部份客户付款期延长所致。截至 2019 年末，公司应收账款为 11,179.48 万元，较年初下降 5.96%。公司应收账款账面余额账龄以 1 年以内（占 95.30%）为主，累计计提坏账准备 865.18 万元；应收账款账面余额前五大欠款方合计金额为 2,685.50 万元，占比为 22.30%，集中度较高。

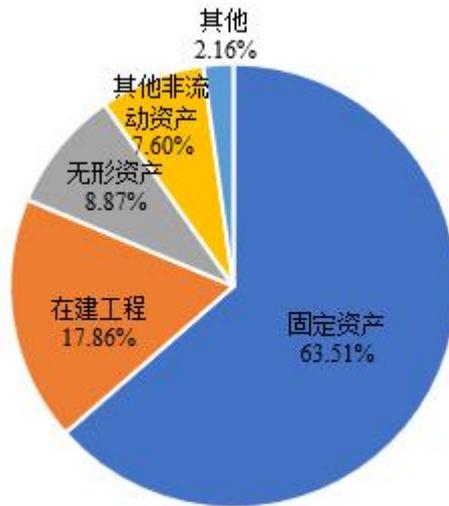
由于会计政策变更，公司将符合条件的应收票据调整至应收款项融资。截至 2019 年末，公司应收款项融资为 11,478.32 万元，较年初增长 27.07%，主要系票据结算增加所致。

2017—2019 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 16.04%。截至 2019 年末，公司存货为 14,566.17 万元，较年初增长 23.40%，主要系储备原材料增加所致。公司存货主要由原材料（占 20.03%）、库存商品（占 34.24%）、自制半成品（占 20.53%）和发出商品（占 24.47%）构成，累计计提跌价准备 105.47 万元。

## （2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 19.04%。截至 2019 年末，公司非流动资产为 48,433.18 万元，较年初增长 23.19%，主要系在建工程增加所致，公司非流动资产主要由固定资产（占 63.51%）、在建工程（占 17.86%）、无形资产（占 8.87%）和其他非流动资产（占 7.60%）构成。

图 6 截至 2019 年末公司非流动资产构成图



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 2.67%。截至 2019 年末，公司固定资产为 30,758.10 万元，较年初增长 4.18%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 41.34%）、机器设备（占 52.38%）、运输工具（占 0.87%）和其他设备（占 5.40%）构成，累计计提折旧 23,721.42 万元；固定资产成新率 57.27%，成新率一般。

2017—2019 年，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 208.64%。截至 2019 年末，公司在建工程为 8,649.06 万元，较年初增长 93.79%，主要系一级耐水药用玻璃包装材料生产研发基地建设项目增加投资所致。

2017—2019 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 19.04%。截至 2018 年末，公司无形资产为 4,388.73 万元，较年初增长 44.70%，主要系公司新购土地所致。截至 2019 年末，公司无形资产 4,298.37 万元，较年初下降 2.06%。公司无形资产包含土地使用权（占 97.47%）和软件（占 2.53%），累计摊销 744.90 万元，未计提减值准备。

2017—2019 年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长 151.54%。截至 2018 年末，公司其他非流动资产为 424.15 万元，较年初下降 27.12%，主要系预付工程设备款减少所致。截至 2019 年末，公司其他非流动资产为 3,682.50 万元，较年初增长 768.20%，主要系预付进口设备款增加所致。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 10,339.62 万元，占总资产的 8.33%，受限比例低，全部为受限货币资金。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 130,518.48 万元，较年初增长 5.18%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 60.29%，非流动资产占 39.71%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

### 3. 负债及所有者权益

#### (1) 负债

2017—2019 年，公司负债规模逐年大幅增长，以流动负债为主；公司整体债务负担轻，但债务结构有待调整。

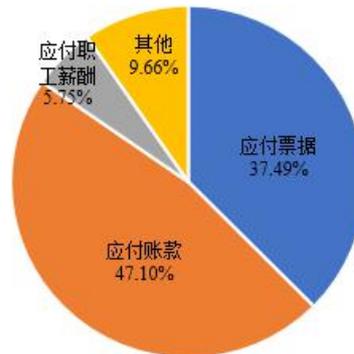
2017—2019 年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 37.90%。截至 2019 年末，公司负债

总额 20,497.01 万元，较年初增长 46.99%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 96.66%，非流动负债占 3.34%，以流动负债为主。

### 流动负债

2017—2019 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 38.00%。截至 2019 年末，公司流动负债为 19,811.45 万元，较年初增长 48.70%，主要系应付票据增加所致。公司流动负债主要由应付票据（占 37.49%）、应付账款（占 47.10%）和应付职工薪酬（占 5.75%）构成。

图 7 截至 2019 年末公司流动负债构成图



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长 251.86%。截至 2019 年末，公司应付票据为 7,428.24 万元，较年初增长 472.06%，主要系公司加强了对资金的利用管理，通过开具期限为 6~9 个月的全额承兑汇票所致。

2017—2019 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 8.37%。截至 2018 年末，公司应付账款为 9,609.12 万元，较年初增长 20.92%，主要系应付材料款增加所致。截至 2019 年末，公司应付账款 9,331.75 万元，较年初下降 2.89%。

2017—2019 年，公司应付职工薪酬逐年增长，年均复合增长 7.34%。截至 2019 年末，公司应付职工薪酬为 1,139.73 万元，较年初增长 5.87%。

### 非流动负债

2017—2019 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 34.98%。截至 2019 年末，公司非流动负债为 685.57 万元，较年初增长 10.35%，主要系递延收益增加所致。公司非流动负债全部为递延收益。

图8 近年来公司债务构成及债务指标变化情况图(单位:万元、%)



资料来源:公司年报

从债务结构看,2017—2019年,公司全部债务逐年增长,年均复合增长251.86%。截至2019年末,公司全部债务为7,428.24万元,较年初增长472.06%,全部为短期债务,短期债务全部为应付票据。2017—2019年,公司资产负债率分别为10.15%、12.38%和16.52%,逐年上升;全部债务资本化比率分别为0.63%、1.30%和6.69%,逐年上升。公司整体债务负担轻。

截至2020年6月末,公司负债总额28,327.37万元,较年初增长38.20%,主要系流动负债增加所致。其中,流动负债占97.59%,非流动负债占2.41%。公司以流动负债为主,负债结构较年初变化不大。

截至2020年6月末,公司全部债务13,518.43万元,较年初增长81.99%,全部为短期债务。截至2020年6月末,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为21.70%和11.68%,较年初分别上升5.19个百分点和上升4.99个百分点。

## (2) 所有者权益

### 2017—2019年,公司所有者权益逐年增长,权益结构稳定性较强。

2017—2019年,公司所有者权益逐年增长,年均复合增长4.21%。截至2019年末,公司所有者权益合计103,597.99万元,较年初增长4.96%,主要系未分配利润增加所致,全部为归属于母公司所有者权益。归属于母公司所有者权益中股本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占14.59%、53.62%、4.20%和27.58%。所有者权益结构稳定性较强。

截至2020年6月末,公司所有者权益合计(含少数股东权益)102,191.11万元,较年初下降1.36%,较年初变化不大。

## 4. 盈利能力

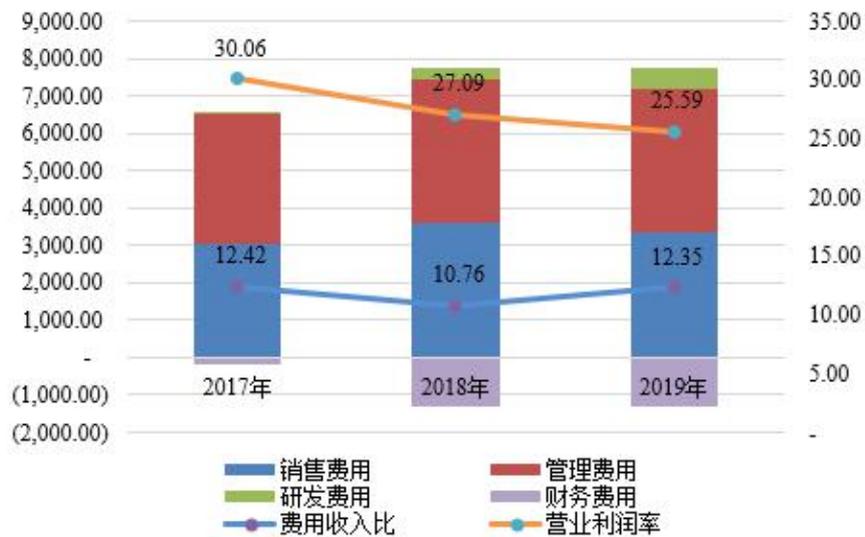
**2017—2019年,公司收入规模波动增长,费用控制能力较强,净利润波动下降,整体盈利能力处于行业中下水平。**

2017—2019年,公司营业收入波动增长,年均复合增长1.21%。2018年,公司实现营业收入59,578.13万元,较上年增长17.12%,主要系公司东北地区原有客户持续增量、华东地区新增20余家客户和国外客户送样增加所致。2019年,公司实现营业收入52,108.08万元,较上年下降12.54%,主要系下游保健品行业受政策调整需求下降所致。2017—2019年,公司营业成本波动增长,年均复合增长4.50%。受折旧摊销较大、人工成本较高和上述因素影响,2017—2019年,公司实现净

利润分别为 8,217.84 万元、8,276.66 万元和 6,105.67 万元，波动下降，年均复合下降 13.80%。

从期间费用来看，2017—2019 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 0.92%。2019 年，公司期间费用总额为 6,436.79 万元，较上年增长 0.38%；从构成看，公司销售费用、管理费用和研发费用占比分别为 52.28%、59.79%和 8.19%，以销售费用和管理费用为主。2017—2019 年，公司销售费用波动增长，年均复合增长 5.09%，主要系运输费用波动所致。2017—2019 年，公司管理费用波动增长，年均复合增长 5.32%。2019 年，公司研发费用为 527.34 万元，较上年增长 81.92%，主要系研发投入增加所致；财务费用为-1,303.93 万元。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 12.42%、10.76%和 12.35%，呈波动下降的趋势，公司整体费用控制能力较强。

图 9 2017—2019 年公司费用构成及变动情况（单位：万元、%）



资料来源：公司年报

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 30.06%、27.09%和 25.59%，逐年下降。2017—2019 年，公司总资产收益率分别为 11.10%、8.45%和 5.79%；公司总资产报酬率分别为 11.55%、8.59%和 6.03%；公司净资产收益率分别为 11.19%、8.53%和 6.04%，逐年下降。从同行业比较情况看，公司各项盈利指标均处于行业中下水平。具体情况如下表所示。

表 14 同行业上市公司 2019 年盈利指标比较（单位：%）

企业名称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
山东药玻	10.88	11.86	36.91
海顺新材	7.29	9.65	31.16
以上平均值	11.48	13.10	32.81
中位数	7.29	9.65	31.16
正川股份	4.91	5.89	27.14

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据  
资料来源：Wind

受新冠肺炎疫情影响，2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 25,602.33 万元，较上年同期下降 4.46%，实现净利润 3,492.00 万元，较上年同期增长 9.22%，主要系销售费用、管理费用减少和与收益相关的政府补助增加所致。

## 5. 现金流

2017—2019年，公司经营活动现金持续净流入，净流入规模波动下降，现金收入实现质量有待提高；投资活动现金呈持续净流出状态，主要为公司资本性支出；筹资活动现金流净额波动较大。

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入量分别为37,183.42万元、45,571.83万元和48,795.17万元，逐年增长，年均复合增长14.55%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为35,782.68万元、44,009.49万元和46,873.05万元，年均复合增长14.46%。2017—2019年，公司经营活动现金流出量分别为31,598.44万元、39,142.15万元和43,267.86万元，逐年增长，年均复合增长17.02%。其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为13,277.66万元、19,090.98万元和19,936.66万元，逐年增长，年均复合增长22.32%；支付给职工以及为职工支付的现金分别为11,077.50万元、12,009.76万元和11,836.55万元，波动增长，年均复合增长3.10%。受上述因素影响，2017—2019年，公司经营活动现金净额分别为5,584.99万元、6,429.68万元和5,527.31万元，年均复合下降0.52%。2017—2019年，公司现金收入比分别为70.34%、73.87%和89.95%，收入实现质量有待提高。

从投资活动来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入量分别为111.75万元、0元和43.49万元，主要为收到政府补助中与资产相关的补助资金。2017—2019年，公司投资活动现金流出量分别为4,054.73万元、6,919.49万元和15,599.02万元，年均复合增长96.14%，其中，2019年投资活动现金流出量较上年增长125.44%，主要系全资子公司正川永成在建项目工程及设备款支出增加所致。受上述因素影响，2017—2019年，公司投资活动现金净额分别为-3,942.98万元、-6,919.49万元和-15,555.53万元。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入量分别为37,333.96万元、0元和0元，2017年公司筹资活动现金流入主要系公司IPO成功，收到募资资金所致。受股利支付波动的影响，2017—2019年，公司筹资活动现金流出量分别为3,251.15万元、4,968.00万元和1,209.60万元，年均复合下降39.00%。受上述因素影响，2017—2019年，公司筹资活动现金净额分别为34,082.81万元、-4,968.00万元和-1,209.60万元。

2020年1—6月，公司经营活动现金净流入8,178.76万元；公司投资活动现金净流出3,995.78万元；公司筹资活动现金净流入4,847.59万元。

## 6. 偿债能力

近年来，公司长期偿债能力和短期偿债能力指标表现较好，其整体偿债能力较强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率分别为6.92倍、5.50倍和3.82倍，逐年下降；速动比率分别为5.88倍、4.62倍和3.08倍，逐年下降。公司流动资产对流动负债的保障程度高。2017—2019年，公司现金短期债务比分别为87.56倍、37.73倍和6.61倍，逐年下降，现金类资产对短期债务的保障程度高。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为13,914.82万元、14,227.96万元和12,323.23万元，年均复合下降5.89%。2017年，公司利息支出为25.98万元，2018年和2019年公司无利息支出，2017年，公司EBITDA利息倍数为535.61倍，EBITDA对利息的覆盖程度很高。2017—2019年，公司EBITDA全部债务比分别为23.19倍、10.96倍和1.66倍，逐年下降，EBITDA对全部债务的覆盖程度高。

截至2020年6月末，公司拥有银行综合授信额度合计18,400.00万元，未使用银行授信约为

7,580.79 万元，公司间接融资渠道有待扩宽。同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2020 年 6 月末，公司无对外担保事项。

截至 2020 年 6 月末，公司无重大诉讼仲裁事项。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告(中征码:5501010000623309)，截至 2020 年 7 月 24 日，公司无已结清和未结清的关注及不良类贷款，过往债务履约情况良好。

#### 7. 公司本部财务概况

**截至2019年末，公司本部资产总额有所增长，以流动资产为主；负债总额大幅增长，债务负担轻，整体偿债能力较强；所有者权益稳定性较强。2019年，公司本部对合并报表的收入和利润贡献大，经营活动现金流为净流入状态。**

截至2019年末，公司本部资产总额113,176.62万元，较年初增长8.37%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产为63,222.10万元（占55.86%），非流动资产为49,954.52万元（占44.14%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占47.51%）、应收账款（占20.68%）、应收款项融资（占16.87%）和存货（占13.30%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占68.40%）和固定资产（占26.70%）构成。截至2019年末，公司本部货币资金为30,034.97万元。

截至2019年末，公司本部负债总额13,831.31万元，较年初增长55.43%。其中，流动负债为13,631.02万元（占98.55%），非流动负债为200.29万元（占1.45%）。从构成看，流动负债主要由应付票据（占55.38%）和应付账款（占31.54%）构成，非流动负债全部为递延收益。截至2019年末，公司本部资产负债率为12.22%，较年初上升3.70个百分点。

截至2019年末，公司本部所有者权益为99,345.31万元，较年初增长3.98%，主要系未分配利润增加所致。其中，股本为15,120.00万元（占15.22%）、资本公积合计55,554.03万元（占55.92%）、未分配利润合计24,324.39万元（占24.48%）和盈余公积合计4,346.89万元（占4.38%），所有者权益稳定性较强。

2019年，公司本部营业收入为48,814.83万元，净利润为5,016.63万元。

2019年，公司本部经营活动现金流量净额为2,781.51万元；投资活动现金流量净额为-1,576.28万元；筹资活动现金流量净额为-1,209.60万元。

### 八、本次可转换公司债券偿还能力分析

#### 1. 本次可转换公司债券对公司现有债务的影响

截至 2020 年 6 月末，公司债务总额为 13,518.43 万元，本次拟发行可转换公司债券规模为 40,500.00 万元，相对于目前公司债务规模，本次可转债发行额度对公司整体债务有较大影响。

以 2020 年 6 月末财务数据为基础，本次可转债发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 21.70%、11.68%和 0.00%上升至 40.25%、34.58%和 28.38%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。但考虑到可转换债券具有转股的可能性，如公司本次发行的可转换债券转换为公司的权益，有利于公司降低资产负债率和减轻债务负担。

#### 2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

以 2019 年度相关财务数据为基础，公司 2019 年 EBITDA 为 12,323.23 万元，为本次可转债发行额度（40,500.00 万元）的 0.30 倍，公司 EBITDA 对本次可转债的保护程度偏弱。公司经营

活动现金流入量为 48,795.17 万元，是本次可转债发行额度（40,500.00 万元）的 1.20 倍，经营活动现金流入量对本次可转换公司债券的覆盖程度尚可。

从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债），有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，同时，公司的募投项目未来发展前景较好，达产后有望提升公司的盈利能力。综合来看，公司综合实力将进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司在行业地位、技术水平以及客户质量等方面的竞争优势，联合评级认为，公司对本次可转债的偿还能力较强。

## 九、债权保护条款分析

**公司控股股东正川投资提供的连带责任保证担保对本次可转债的及时足额还本付息具有一定积极影响。**

本次可转债由公司控股股东正川投资提供连带责任保证担保。担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转换公司债券 100%本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人。同时，股东大会授权董事会在正川投资为本次可转债提供保证的基础上择机增加适当增信方式用以保障本次可转换公司债券的本息按照约定如期足额兑付。

投资者一经通过认购或者购买或者其他合法方式取得本次可转债，即视同认可并接受本次可转换公司债券的担保方式，授权本次可转债保荐机构（主承销商）作为债权人的代理人代为行使担保权益。

正川投资成立于 2012 年 11 月，法定代表人为邓勇，注册资本为 500.00 万元，股东分别为邓勇（持股 64.91%）、邓步莉（持股 11.70%）、邓步琳（持股 11.70%）和邓红（持股 11.70%），其中邓步莉系邓勇之姐姐，邓步琳、邓红系邓勇之妹妹。正川投资无实体经营，除去持有公司股权外，无其他对外投资。

截至 2019 年末，正川投资合并资产总额为 129,828.22 万元，负债合计 20,497.25 万元，所有者权益（含少数股东权益）109,330.97 万元，其中归属于母公司所有者权益 49,390.29 万元。2019 年，正川投资实现营业收入 52,108.08 万元，净利润（含少数股东损益）6,123.99 万元，其中，归属于母公司所有者的净利润 2,392.64 万元；经营活动产生的现金流量净额为 2,718.97 万元，现金及现金等价物净增加额 354.94 万元。

截至 2019 年末，正川投资本部资产总额为 6,702.22 万元，负债合计 0.24 万元，所有者权益 6,701.98 万元。2019 年，正川投资本部无营业收入，净利润为 490.95 万元；经营活动产生的现金流量净额为 -62.54 万元，现金及现金等价物净增加额 359.31 万元。

## 十、综合评价

公司作为国内药用玻璃管制瓶细分行业的头部生产企业之一，在产品种类、生产规模、技术水平及客户质量等方面具有综合竞争优势。近年来，公司产品产销情况良好、经营活动现金持续

净流入、债务负担轻。同时，联合评级也关注到公司主营业务毛利率逐年下降，原材料和能源价格波动不利于公司生产成本控制以及公司对下游行业存在依赖等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

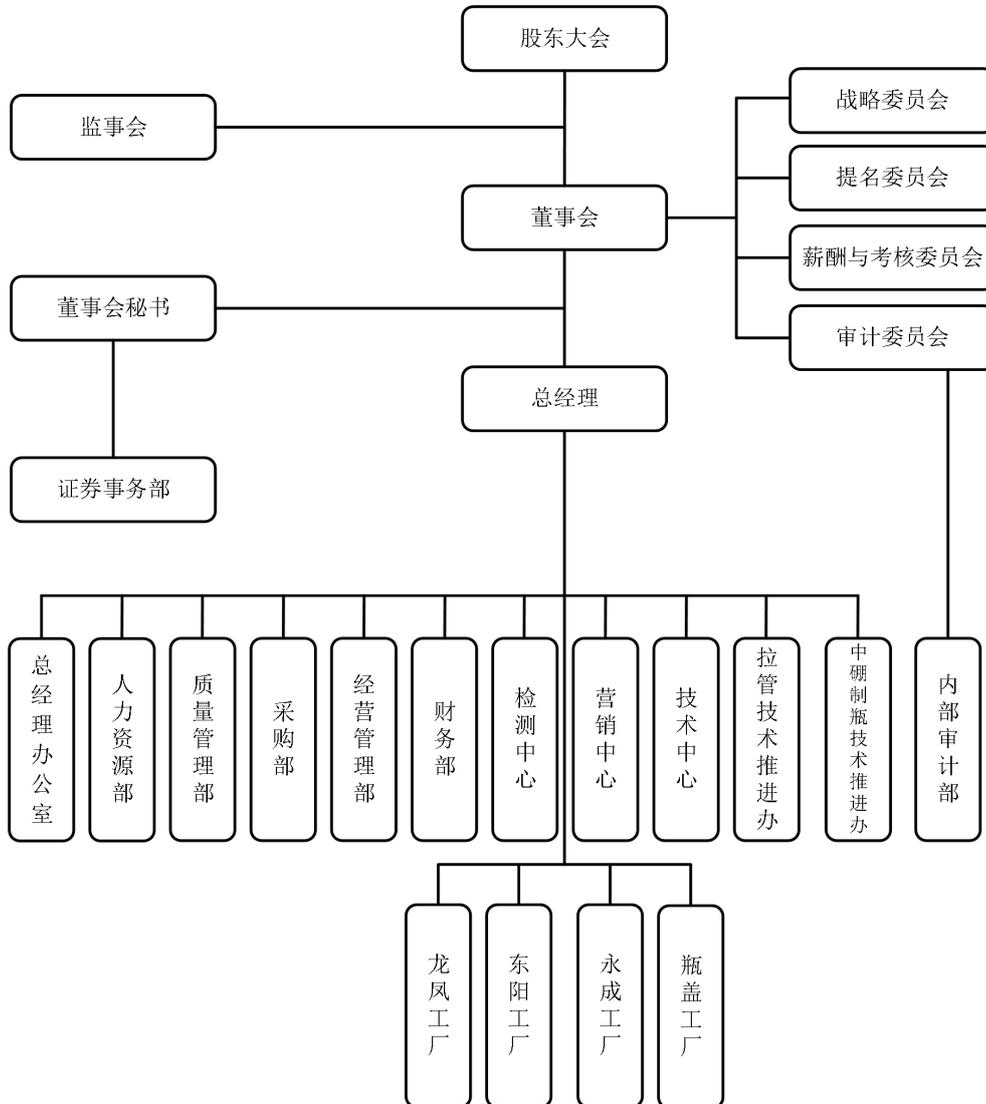
未来随着公司工艺技术和研发水平的进一步提升，新客户的不断拓展，公司综合实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 4.05 亿元的可转换公司债券，从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中来看，本次可转换公司债券转股的可能性较大，若完成转股，公司资本实力有望增强，财务杠杆有望进一步降低。

本次可转债由公司控股股东正川投资提供连带责任保证担保，对本次可转债的及时足额还本付息具有一定积极影响。

基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险“较低”。

### 附件 1 重庆正川医药包装材料股份有限公司 组织结构图



## 附件 2 重庆正川医药包装材料股份有限公司

### 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额 (万元)	106,171.92	112,645.99	124,095.01	130,518.48
所有者权益 (万元)	95,393.26	98,701.93	103,597.99	102,191.11
短期债务 (万元)	600.00	1,298.52	7,428.24	13,518.43
长期债务 (万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务 (万元)	600.00	1,298.52	7,428.24	13,518.43
营业收入 (万元)	50,868.16	59,578.13	52,108.08	25,602.33
净利润 (万元)	8,217.84	8,276.66	6,105.67	3,492.00
EBITDA (万元)	13,914.82	14,227.96	12,323.23	--
经营性净现金流 (万元)	5,584.99	6,429.68	5,527.31	8,178.76
应收账款周转次数 (次)	6.53	5.73	4.20	--
存货周转次数 (次)	3.78	3.74	2.86	--
总资产周转次数 (次)	0.60	0.54	0.44	0.20
现金收入比率 (%)	70.34	73.87	89.95	109.66
总资本收益率 (%)	11.10	8.45	5.79	--
总资产报酬率 (%)	11.55	8.59	6.03	--
净资产收益率 (%)	11.19	8.53	6.04	3.39
营业利润率 (%)	30.06	27.09	25.59	24.49
费用收入比 (%)	12.42	10.76	12.35	9.82
资产负债率 (%)	10.15	12.38	16.52	21.70
全部债务资本化比率 (%)	0.63	1.30	6.69	11.68
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	535.61	--	--	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	23.19	10.96	1.66	--
流动比率 (倍)	6.92	5.50	3.82	2.85
速动比率 (倍)	5.88	4.62	3.08	2.33
现金短期债务比 (倍)	87.56	37.73	6.61	3.00
经营现金流动负债比率 (%)	53.69	48.26	27.90	29.59
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.34	0.35	0.30	--

注：1. 本报告财务数据部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 2020 年 1-6 月财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 数据单位除特别说明外均为人民币

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用+研发费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 重庆正川医药包装材料股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年重庆正川医药包装材料股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

重庆正川医药包装材料股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。重庆正川医药包装材料股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注重庆正川医药包装材料股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现重庆正川医药包装材料股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如重庆正川医药包装材料股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至重庆正川医药包装材料股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送重庆正川医药包装材料股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年九月十六日