

信用评级公告

联合〔2022〕4548号

联合资信评估股份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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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⁺，“正川转债”信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十二日

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 2022 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
重庆正川医药包装材料股份有限公司	A ⁺	稳定	A ⁺	稳定
正川转债	A ⁺	稳定	A ⁺	稳定

跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
正川转债	4.05 亿元	4.05 亿元	2027/4/28

注: 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券, 上表中债券余额截至 2022 年 3 月底

评级时间: 2022 年 6 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型(打分表)	V3.1.202204

注: 上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa ⁻	评级结果		A ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
可转换公司债券发行后, 公司资本结构发生较大变化				-1

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内, 重庆正川医药包装材料股份有限公司(以下简称“公司”)持续保持在产能规模、客户质量等方面具备的综合竞争优势。2021 年, 随着公司中硼硅产能逐步释放, 公司营业总收入和利润总额均较上年有所增长。同时, 联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到原材料和能源价格上涨、公司盈利能力受下游行业景气度影响较大、募投项目收益未来可能不达预期等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司发行的可转换公司债券“正川转债”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。“正川转债”设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素, 公司的偿债压力有望减轻。

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。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A⁺, 维持“正川转债”的信用等级为 A⁺, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司在细分行业内仍保持一定的规模优势和客户优势。2021 年, 公司药用玻璃管制瓶年产能达到 85.60 亿只, 药用瓶盖产能达到 30 亿只。截至 2021 年底, 公司国内客户数量超过 600 家, 其中包括北京科兴中维生物技术有限公司、扬子江药业集团有限公司等大型药企。

2. 2021 年, 公司营业总收入及利润总额均较上年有所增长。随着公司中硼硅产能逐步释放, 2021 年, 公司为北京科兴中维生物技术有限公司等客户提供中硼硅产品, 中硼硅产品销量增加带动公司营业总收入和利润总额增长。2021 年, 公司实现营业总收入 7.97 亿元, 同比增长 58.70%; 公司实现利润总额 1.26 亿元, 同比增长 105.25%。

3. 公司债务负担仍保持在合理区间。截至 2021 年底, 由于当年发行可转换公司债券, 公司资产负债率、全部债务

分析师：蒲雅修 刘哲

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

资本化比率和长期债务资本化比率分别为 40.53%、32.81% 和 24.74%，较上年底分别提高 19.07 个百分点、22.22 个百分点和 24.74 个百分点。公司债务负担有所加重，但仍属适宜。

关注

1. 原材料和能源价格上涨为公司带来一定成本压力。

2021 年，公司主要产品的成本中原材料和能源成本占比达到 59.62%，是公司主要的成本来源。同时，由于上游价格上涨，公司原材料及能源的采购均价均较上年有所增长，为公司带来一定的成本压力。

2. 公司盈利能力受下游行业景气度影响较大。2021 年，受下游市场需求较大影响，公司业绩较上年大幅增长。公司的客户以药品制造企业为主，制药行业的景气程度将直接影响公司的经营业绩。

3. 募投项目收益可能不达预期。公司发行“正川转债”的募投项目投资资金规模较大，且项目建成投产到产生效益需要一定时间。若市场环境发生重大不利变化或市场拓展不理想，可能对募投项目产品的市场需求造成不利影响，给项目带来风险。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	4.91	3.86	8.09	6.90
资产总额(亿元)	12.41	13.25	19.60	19.83
所有者权益(亿元)	10.36	10.40	11.66	11.92
短期债务(亿元)	0.74	1.23	1.86	1.82
长期债务(亿元)	0.00	0.00	3.83	3.88
全部债务(亿元)	0.74	1.23	5.69	5.70
营业收入(亿元)	5.21	5.02	7.97	2.25
利润总额(亿元)	0.71	0.61	1.26	0.30
EBITDA(亿元)	1.23	1.16	2.07	--
经营性净现金流(亿元)	0.55	1.22	1.05	-0.54
营业利润率(%)	25.59	23.93	24.53	22.30
净资产收益率(%)	5.89	5.10	9.14	--
资产负债率(%)	16.52	21.46	40.53	39.86
全部债务资本化比率(%)	6.69	10.59	32.81	32.35
流动比率(%)	381.91	239.15	304.38	297.60
经营现金流负债比(%)	27.90	43.90	27.76	--
现金短期债务比(倍)	6.61	3.13	4.34	3.79
EBITDA 利息倍数(倍)	--	401.04	15.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.60	1.06	2.75	--
公司本部(母公司)				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	11.32	11.60	16.62	/
所有者权益(亿元)	9.93	9.90	10.51	/
全部债务(亿元)	0.75	1.05	5.19	/
营业收入(亿元)	4.88	4.53	5.46	/
利润总额(亿元)	0.59	0.53	0.51	/
资产负债率(%)	12.22	14.62	36.76	/
全部债务资本化比率(%)	7.06	9.54	33.08	/
流动比率(%)	463.81	397.12	347.23	/
经营现金流负债比(%)	20.41	20.22	29.70	/

注: 1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币

资料来源: 公司财务报告, 公司提供

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
正川转债	A ⁺	A ⁺	稳定	2021/6/7	蒲雅修、刘哲	联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907	阅读原文
正川转债	A ⁺	A ⁺	稳定	2020/9/16	蒲雅修、崔濛	原联合信用评级有限公司工商企业评级方法	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受重庆正川医药包装材料股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

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 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于重庆正川医药包装材料股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

正川股份前身系成立于 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《关于同意成立重庆市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市正川玻璃有限公司，注册资本 1000 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 2700 万股，公司注册资本增至 10800 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 2022 年 3 月底，公司注册资本 15120.14 万元，总股本为 15120.14 万股，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 2022 年 3 月底，公司控股股东和实际控制人所持公司股权无质押情况。

2021 年，公司经营范围较上年无变化。

截至 2021 年底，公司合并范围内拥有子公司 1 家，较上年无变化。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 19.60 亿元，所有者权益 11.66 亿元（含少数股东权益 0.00 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 7.97 亿元，利润总额 1.26 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 19.83 亿元，所有者权益 11.92 亿元（含少数股

东权益 0.00 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.25 亿元，利润总额 0.30 亿元。

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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均按指定用途使用，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2022 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
正川转债	4.05	4.05	2021/4/28	6 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及

上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐

月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

1.为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

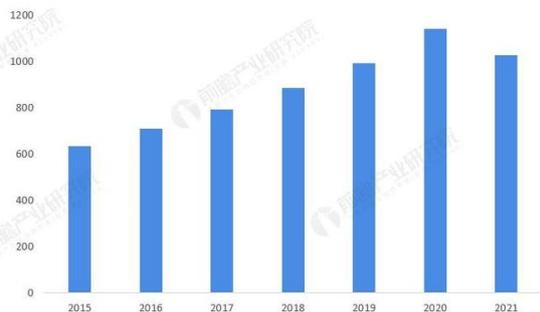
五、行业分析

1. 药用玻璃行业概况

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，中国的医药包装市场迎来较快的增长。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，中国的医药包装市场迎来较快的增长。作为医药包装的重要组成部分之一，药用玻璃行业市场规模也随着医药包装市场规模的扩张而不断增长。随着一致性评价等相关行业政策的不断出台，医药包装将跟随仿制药同步实现产品升级。根据中国玻璃网相关数据显示，中国医药包装行业市场在 2021 年达到 1026 亿元，较 2020 年有所下降。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，市场规模约占医药包装行业的 20% 左右。

图 1 2015 - 2021 年中国医药包装市场规模
(单位: 亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 联合资信整理

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。

目前国内药用玻璃使用仍以低硼硅玻璃和钠钙玻璃为主, 国内药用玻璃中中硼硅使用量占比很低。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硼硅玻璃包装, 国外医药行业已普遍使用中硼硅玻璃。

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; 原辅包关联评审审批, 有利于行业头部企业。

国家发改委在 2019 年 11 月发布的《产业结构调整指导目录(2019 年本)》中, 明确将新型药用包装材料与技术的开发和生产(中硼硅药用玻璃, 化学稳定性好、可降解、具有高阻隔性的功能性材料, 气雾剂、粉雾剂、自我给药、预灌封、自动混药等新型包装给药系统及给药装置)列为了鼓励类。国家产业政策的出台, 给药用玻璃行业提出了发展建议, 指明了发展方

向, 有助于促进行业的创新和进步。

2020 年 5 月, 国家食品药品监督管理局及药品审评中心(以下简称“CDE”)相继发布了注射剂一致性评价相关公告和技术要求, 标志着存量注射剂品种的一致性评价正式启动。CDE 在发布的《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》中明确提出: 注射剂使用的包装材料和容器的质量和性能不得低于参比制剂, 以保证药品质量与参比制剂一致。此前中国药包材采用的是注册审批制度, 药包材与药品需要分开申请、分别获取相应许可。关联审评制度将药品包材与药品作为一个整体, 药包材应与药物临床试验或生产申请关联申报。这将倒逼国内企业加快中性硼硅玻管研发步伐, 未来相关产品的替代比例将逐步增大。

3. 行业发展

未来, 随着中国人口老龄化的加速以及居民健康意识的提高, 药品及保健品市场将迎来广阔的发展空间, 也给医药包装材料行业带来了良好的发展机遇。

作为药品及保健品的主要消费群体之一, 老年人口的增加势必会刺激行业的快速增长, 也给医药包装材料带来了巨大的市场空间。另一方面, 随着经济的持续发展, 中国居民健康意识也在不断提高, 卫生消费相关支出逐步上升, 也给医药及医药包装材料行业带来了正向推动。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底, 公司注册资本 15120.14 万元, 总股本为 15120.14 万股, 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 2022 年 3 月底, 公司控股股东和实际控制人所持公司股权无质押。

2. 企业规模及竞争力

公司在国内药用玻璃管制瓶细分行业中具备一定的规模和客户优势，产能较高，客户资源优势突出，市场竞争力较强。

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85.60亿只、药用瓶盖30亿只。截至2021年底，公司国内客户数量超过600家，其中包括北京科兴中维生物技术有限公司以及扬子江药业集团有限公司等知名药企。

在技术水平方面，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2021年底，公司拥有专利技术31项，其中发明专利2项；拥有研发人员274人，占全体员工数量的15.62%。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(统一社会信用代码:91500109203249834P)，截至2022年5月7日，公司无新增未结清及已结清关注类和不良/违约类贷款。

截至2022年6月15日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司修订了公司章程等相关制度。

跟踪期内，公司董事会秘书费世平离任，公司聘任刘茜微为董事会秘书。刘茜微，1987年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历，持有国家法律职业资格证书、上海证券交易所董事会秘书资格证书。2013年5月至今历任公司上市专员、法务主管、总经理办公室主任、证券部经理、证券事务代表，现任公司董事会秘书。

跟踪期内，公司修订的相关制度见下表。

表3 2021年公司修订制度

序号	制度名称
1	股东大会议事规则
2	董事会议事规则
3	监事会议事规则
4	独立董事制度
5	控股股东、实际控制人行为规范
6	关联交易决策制度
7	对外投资管理制度
8	对外担保管理制度
9	募集资金管理办法
10	董事会秘书工作细则
11	战略委员会实施细则
12	提名委员会实施细则
13	审计委员会实施细则
14	薪酬与考核委员会实施细则
15	总经理工作细则
16	信息披露事务管理制度
17	董事、监事和高级管理人员所持公司股份及变动管理办法
18	内幕信息知情人登记管理制度
19	重大事项披露制度
20	公司章程

资料来源：公司公告，联合资信整理

八、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司营业总收入及利润总额均有所增长，主营业务突出；随着中硼硅产品销量增加，公司硼硅玻璃管制瓶产品毛利率较上年有所增长。

2021年，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。2021年，随着公司中硼硅产品销量增加，公司实现营业总收入7.97亿元，同比增长58.70%；公司实现利润总额1.26亿元，同比增长105.25%。

收入构成来看，2021年，公司主营业务收入在营业总收入中的占比为99.62%，主营业务突出。2021年，公司硼硅玻璃管制瓶收入及其在主营业务收入中的占比均大幅增长，主要系公司为北京科兴中维生物技术有限公司等客户提供

中硼硅产品，中硼硅产品销量增加所致；公司钠钙玻璃管制瓶产品和瓶盖产品收入较上年有所增长，涨幅不大。

从毛利率来看，2021年，公司主营业务毛利率较上年变化不大。2021年，公司硼硅玻璃管制

瓶产品毛利率较上年有所增长，主要系中硼硅产品占比增加所致；公司钠钙玻璃管制瓶产品毛利率有所下降，主要系钠钙玻璃管制瓶主要用于口服液生产，该行业竞争较为激烈所致；瓶盖产品毛利率基本保持稳定。

表 4 2020-2021 年及 2022 年 1-3 月公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年			2022 年 1-3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
硼硅玻璃管制瓶	2.22	44.34	26.04	4.87	61.37	28.62	1.32	58.89	24.93
钠钙玻璃管制瓶	2.05	40.92	28.14	2.31	29.15	22.36	0.68	30.37	21.80
瓶盖	0.66	13.19	18.29	0.71	8.92	18.56	0.23	10.34	17.67
其他	0.08	1.55	-10.04	0.04	0.56	-51.85	0.01	0.40	11.78
合计	5.00	100.00	25.32	7.94	100.00	25.44	2.24	100.00	23.18

注：尾差系数据四舍五入所致

资料来源：公司提供

2022年1-3月，公司实现营业总收入2.25亿元，同比增长44.26%；公司实现利润总额0.30亿元，同比增长27.61%，主要系公司中硼硅产品销量较去年同期有所增长所致。

2. 原材料采购

2021年，随着公司生产销售规模扩大，公司采购规模有所增加；公司采购的主要原材料及能源价格有所上涨；公司采购集中度一般。

2021年，公司主要采购的原材料包括硼砂、纯碱、石英砂、铝带、丁基胶塞及硅胶胶塞等，主要燃料动力包括管道天然气、电力以及液氧等，原材料和燃料动力在总成本中的占比达到59.62%。2021年，公司的采购模式、采购结算方式以及结算账期均未发生重大变化，仍主要为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。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。

采购量来看，2021年，随着公司生产销售规模扩大，各主要原材料及燃料动力采购量均较上年有所增加。采购均价来看，由于2021年大宗原材料、燃料等市场价格普遍上行，公司各主要采购原材料以及燃料动力采购均价较上年均有所增长。

采购集中度来看，2021年，公司前五大供应商采购额在总采购额中的占比为54.01%，同比下降2.78个百分点，采购集中度较高。考虑到其中两大供应商为燃料动力供应商（合计采购占比为25.45%），公司采购集中度一般。2021年，公司前五大供应商中新增两家玻管供应商，公司将玻管作为半成品进一步加工成管制瓶产品。

表 5 公司原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

名称	项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
五水硼砂	采购量（吨）	4718.00	5831.20	1425.2
	采购金额（万元）	1587.26	2096.94	688.86
	采购均价（元/千克）	3.36	3.60	4.83
纯碱	采购量（吨）	8749.15	7480.19	2189.10
	采购金额（万元）	1307.71	1480.66	537.01
	采购均价（元/千克）	1.49	1.98	2.45
钾长石	采购量（吨）	14081.87	13665.57	4282.29

	采购金额 (万元)	604.11	646.48	185.75
	采购均价 (元/千克)	0.43	0.47	0.43
石英砂 (精白)	采购量 (吨)	9127.39	13978.41	2514.61
	采购金额 (万元)	440.21	820.99	152.41
	采购均价 (元/千克)	0.48	0.59	0.61
石英砂 (普白)	采购量 (吨)	18069.59	19300.8	5552.24
	采购金额 (万元)	289.59	347.49	83.97
	采购均价 (元/千克)	0.16	0.18	0.15
铝带 (普通)	采购量 (吨)	122.12	55.76	27.65
	采购金额 (万元)	200.44	111.72	62.12
	平均单价 (元/千克)	16.41	20.03	22.47
铝带 (涂膜)	采购量 (吨)	778.06	645.97	244.90
	采购金额 (万元)	1474.40	1494.96	633.61
	平均单价 (元/千克)	18.95	23.14	25.87
丁基胶塞及硅胶胶塞	采购量 (亿只)	14.21	16.68	5.56
	采购金额 (万元)	2073.75	2476.44	753.71
	采购均价 (元/万支)	145.94	148.46	135.56

资料来源: 公司提供

表 6 近年来公司燃料动力采购情况

名称	项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
管道天然气	采购量 (万立方米)	2426.40	2790.59	717.67
	采购金额 (万元)	4514.11	5485.65	1570.22
	平均单价 (元/立方米)	1.86	1.97	2.19
电力	采购量 (万度)	7525.58	10330.98	2294.47
	采购金额 (万元)	4139.75	5910.46	1675.58
	平均单价 (元/度)	0.55	0.57	0.73
液氧 (外购)	采购量 (万升)	978.14	1159.07	388.72
	采购金额 (万元)	663.29	786.67	266.23
	平均单价 (元/升)	0.68	0.68	0.68
液氧 (自制)	采购量 (万升)	949.00	2847.00	711.75
	采购金额 (万元)	138.4	432.91	109.70
	平均单价 (元/升)	0.15	0.15	0.15

资料来源: 公司提供

3. 产品生产

2021 年, 随着中硼硅产品相关产能投产, 公司玻璃管制瓶产能有所增长, 产能利用率同比提升; 公司瓶盖产能保持稳定, 产能利用率有所提升。

2021 年, 公司生产模式未发生重大变化。公司实行“按订单生产+少量备货”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。

产能方面, 2021 年, 公司玻璃管制瓶产能有所增长, 主要系中硼硅产品产能增加所致; 公司瓶盖无新增产能。产量方面, 2021 年, 随着中硼硅产品产能增加, 公司玻璃管制瓶产量有所增长; 公司瓶盖产量较上年有所增长。产能利用率方面, 2021 年, 公司玻璃管制品和瓶盖的产能利用率均有所增长, 玻璃管制瓶产能利用率较高, 瓶盖产能利用率一般。

表 7 近年来公司产能、产量及产能利用率情况（单位：万个、%）

项目		2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
玻璃管制瓶	产能	715000.00	856000.00	238000.00
	产量	607664.14	776311.27	243704.18
	产能利用率	84.99	90.69	102.40
瓶盖	产能	300000.00	300000.00	75000.00
	产量	178914.79	208974.70	68248.40
	产能利用率	59.64	69.66	91.00

注：2022 年一季度产能未年化
资料来源：公司提供

2022年1—3月，公司玻璃管制瓶产能进一步释放，产能利用率很高；公司瓶盖产品无新增产能，产能利用率有所增长。

4. 产品销售

2021 年，由于公司中硼硅产能释放以及下游客户需求量增加，公司硼硅玻璃管制产品销量及销售均价大幅增长。

2021年，公司销售模式、结算方式及结算账期均未发生重大变化，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。国内客户方面，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7~30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。国外客户方面，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。2021年，公司直销收入占主营业务收入的比例为99.94%以上，较上年变化不大。

2021年，由于公司为北京科兴中维生物技术有限公司等客户供应中硼硅产品，公司硼硅玻璃管制瓶的销量和销售均价均大幅增长，产销率变化不大。2021年，公司钠钙玻璃管制瓶销量和销售均价有所增长，产销率保持在很高水平；公司瓶盖的销售量和销售均价较上年有所增长，产销率有所下降，产销率仍保持在较高水平。

表 8 近年来公司主营产品销售情况（单位：元/万只、万只、%）

项目		2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
硼硅玻璃管制瓶	销售均价	948.38	1327.87	1279.04
	销量	233959.93	366772.25	103042.73
	产销率	96.65	95.16	83.60
钠钙玻璃管制瓶	销售均价	554.88	555.94	555.41
	销量	369026.99	416149.88	122360.38
	产销率	100.94	106.46	101.58
瓶盖	销售均价	360.41	365.72	368.30
	销量	183066.57	193520.32	62811.70
	产销率	102.32	92.60	92.03

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2021年，公司经营效率指标同比均有所增

长。

2021年，公司应收账款周转次数、存货周转

次数和总资产周转次数分别为6.48次、3.46次和0.49次，均同比有所增长。

与同行业公司对比，公司应收账款周转次数表现较好，存货周转次数和总资产周转次数表现一般。

表9 同行业可比上市公司经营效率情况指标

(单位: 次)

证券简称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
山东药玻	5.52	3.35	0.64
海顺新材	4.44	4.39	0.47
正川股份	6.48	3.46	0.49

资料来源: 联合资信根据 wind 数据整理

表 10 截至 2022 年 3 月底公司重点在建、拟建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	总投资	资金来源	截至 2022 年 3 月底已完成投资	2022 年 4-12 月计划投资	2023 年及以后投资计划
中硼硅药用玻璃生产项目	3.68	募集资金/自筹资金	1.52	1.57	0.59
中硼硅药用玻璃与药物相容性研究项目	0.30	募集资金/自筹资金	0.04	0.05	0.21
窑炉工程	0.44	自筹资金	0.12	0.31	0.00
合计	4.42	--	1.68	1.93	0.81

注: 尾差系四舍五入所致

资料来源: 公司提供

7. 未来发展

公司发展战略符合公司经营现状及现有资源。

2022年, 公司将继续推进中硼产品市场布局和中硼玻管技术改良升级, 加快中硼玻管窑炉建设, 提升中硼玻管规模化生产能力。公司将继续推进与重点战略客户的深度合作, 继续向高端药用包装材料市场发展。同时, 公司将针对全系列产品制定营销策略, 进一步提升产品市场覆盖率。公司将继续推进设备智能化升级, 推进募投项目建设, 加强项目建设管理, 确保中硼硅药用玻璃扩产项目和预灌封注射器项目按期投产, 加速公司产品结构升级, 提升公司产品市场竞争力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告, 天健会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计结论。

6. 在建项目

公司在建项目以可转债募投项目为主, 未来尚需投资规模可控, 融资需求不大。

截至2022年3月底, 公司在建项目总投资4.42亿元, 已投入1.68亿元, 未来尚需投入2.74亿元。公司在建项目除窑炉工程外, 均为可转债募投项目, 整体来看, 公司在建项目未来尚需投资的规模可控, 对外融资需求不大。

公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

2021年, 公司合并范围内共有子公司1家, 较上年无变化, 财务数据可比性强。

截至2021年底, 公司合并资产总额19.60亿元, 所有者权益11.66亿元, 均为归属于母公司所有者权益; 2021年, 公司实现营业总收入7.97亿元, 利润总额1.26亿元。

截至 2022 年 3 月底, 公司合并资产总额 19.83 亿元, 所有者权益 11.92 亿元, 均为归属于母公司所有者权益; 2022 年 1-3 月, 公司实现营业总收入 2.25 亿元, 利润总额 0.30 亿元。

2. 资产质量

截至2021年底, 由于公司发行可转换公司债券收到募集资金以及公司生产经营规模扩大, 公司资产规模有所增长; 公司资产结构相对均衡, 资产受限比例低。

截至2021年底, 公司合并资产总额较上年底有所增长, 主要系流动资产增加所致; 公司资产结构相对均衡, 流动资产较上年底占比上升

较快。

表 11 2020-2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末		2021 年同比 变化率 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
流动资产	6.63	50.09	11.51	58.72	11.00	55.47	73.50
货币资金	2.69	40.59	3.92	34.07	3.61	32.86	45.63
交易性金融资产	0.00	0.00	2.55	22.13	1.58	14.34	--
应收账款	1.10	16.51	1.37	11.86	1.87	17.04	24.60
应收款项融资	1.13	17.07	1.59	13.85	1.70	15.48	40.79
存货	1.51	22.80	1.91	16.55	2.07	18.86	25.93
非流动资产	6.61	49.91	8.09	41.28	8.83	44.53	22.42
固定资产	3.02	45.64	6.44	79.62	6.45	73.04	113.57
无形资产	0.42	6.33	0.43	5.31	0.43	4.83	2.65
其他非流动资产	0.56	8.53	0.88	10.84	1.36	15.38	55.60
资产总额	13.25	100.00	19.60	100.00	19.83	100.00	48.01

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2021年底，公司流动资产较上年末大幅增长。公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、应收款项融资以及存货构成。

截至2021年底，公司货币资金较上年末有所增长，主要系2021年公司发行可转换公司债券收到募集资金所致。

截至2021年底，公司新增交易性金融资产2.55亿元，主要系公司购买的1.00亿元结构性存款，以及公司购买的1.55亿元银行发售非保本浮动收益定期开放式净值型理财产品。

截至2021年底，随着公司经营规模扩大，公司应收账款账面价值较上年末有所增长。应收账款账龄以1年以内为主，累计计提坏账0.10亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为0.38亿元，占比为25.66%，集中度尚可。

截至2021年底，公司应收款项融资和存货均较上年末有所增长，主要系公司经营规模扩大所致；公司存货主要由发出商品、原材料以及自制半成品等构成，累计计提跌价准备0.07亿元，计提比例为3.45%。

(2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产较上年末有所增长，公司非流动资产主要由固定资产、无形资产以及其他非流动资产构成。

截至2021年底，公司固定资产较上年末大幅增长，主要系在建工程转入固定资产所致。固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备、运输工具以及其他设备构成，累计计提折旧3.23亿元；固定资产成新率61.28%，成新率尚可。

截至2021年底，公司无形资产较上年末变化不大；公司无形资产主要由土地使用权和软件构成，累计摊销0.10亿元，未计提减值准备。

截至2021年底，公司其他非流动资产较上年末有所增长，主要系2021年11月，公司与原材料供应商签订长期战略合作协议，约定自2022年1月1日起五年内，公司向该供应商采购原材料并支付长期战略合作预付款0.30亿元所致。

截至2021年底，公司所有权受到限制的资产如下表所示，受限比例较低。

表 12 截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	0.44	2.26	银行承兑汇票、信用证开立保证金、借款质押保证金
应收票据	0.06	0.31	银行借款质押
固定资产	0.51	2.58	银行借款及开立银行承兑汇票抵押
无形资产	0.19	0.97	银行借款抵押
投资性房地产	0.03	0.31	银行借款及开立银行承兑汇票抵押
合计	1.23	6.25	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月底，公司合并资产总额较上年底变化不大；公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2021年底，公司所有者权益有所增长，未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性尚可。

截至2021年底，公司所有者权益较上年底有所增长，主要系未分配利润增加所致；公司所有者权益均为归属于母公司所有者权益。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润

分别占12.97%、47.65%和32.82%，未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性尚可。

截至2022年3月底，公司所有者权益较上年底变化不大，均为归属于母公司所有者权益。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为12.68%、46.60%和34.30%，所有者权益结构稳定性尚可。

(2) 负债

截至2021年底，由于发行可转换公司债券，公司负债及债务规模有所增长，公司负债结构相对均衡，债务负担有所加重，仍保持在可控范围内。

表 13 2019 - 2021 年及 2022 年 3 月底公司负债主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	2.77	97.62	3.78	47.60	3.70	46.76
短期借款	0.50	17.93	0.50	13.22	0.50	13.53
应付票据	0.73	26.49	1.36	35.92	1.32	35.74
应付账款	1.24	44.68	1.43	37.68	1.39	37.55
非流动负债	0.07	2.38	4.16	52.40	4.21	53.24
应付债券	0.00	0.00	3.82	91.83	3.87	91.96
递延收益	0.07	100.00	0.31	7.38	0.31	7.26
负债总额	2.84	100.00	7.95	100.00	7.90	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2021年底，公司负债总额较上年底大幅增长，主要系2021年公司发行可转换公司债券所致；公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

截至2021年底，公司流动负债较上年底有所增长。公司流动负债主要由短期借款、应付票据以及应付账款构成。

截至2021年底，公司短期借款0.50亿元，较上年底变化不大。

截至2021年底，公司应付票据较上年底大幅增长，主要系公司开具给供应商的应付票据所致。

截至2021年底，公司应付账款较上年底有所增长，主要系随着生产销售规模扩大，公司应付材料款增加所致。

截至2021年底，公司非流动负较上年底大

幅增长。公司非流动负债主要由应付债券和递延收益构成。

截至2021年底，公司新增应付债券3.82亿元，主要系2021年公司发行可转换公司债券所致。

截至2021年底，公司递延收益较上年底大幅增长，主要系公司收到专项资金所致。

截至2022年3月底，公司负债总额较上年底变化不大；公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，截至2021年底，公司全部债务较上年底大幅增长；债务结构方面，短期债务占32.70%，长期债务占67.30%，以长期债务为主。截至2021年底，公司短期债务1.86亿元，较上年底增长51.09%，主要系公司向供应商开具的应付票据增加所致；长期债务3.83亿元，均为公司发行可转换公司债券，截至2020年底，公司

无长期债务。从债务指标来看，截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为40.53%、32.81%和24.74%，较上年底分别提高19.07个百分点、22.22个百分点和24.74个百分点，公司债务负担有所加重，仍属可控范围。

截至2022年3月底，公司全部债务5.70亿元，较上年底变化不大；债务结构方面仍然以长期债务为主。从债务指标来看，截至2022年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为39.86%、32.35%和24.55%，较上年底变化不大。

表 14 截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况

项目	1年以内	1~2年	2~3年	3年以上	合计
偿还金额 (亿元)	1.86	0.01	0.00	3.82	5.69
占比(%)	32.70	0.16	0.00	67.15	100.00

注：租赁负债未计入有息债务

资料来源：公司提供

截至2022年3月底，公司存续债券4.05亿元。

表 15 截至 2022 年 3 月底公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
正川转债	2027/4/28	4.05
合计	--	4.05

资料来源：Wind

4. 盈利能力

2021年，公司为北京科兴中维生物技术有限公司等客户供应中硼硅产品，公司营业总收入及利润总额均同比大幅增长；公司盈利指标较上年有所提升。

2021年，由于公司中硼硅产品销量增加，公司营业总收入同比增长58.70%，利润总额同比增长105.25%。

2021年，公司费用总额为0.77亿元，同比增长19.80%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为23.33%、55.62%、15.69%和5.36%，以管理费用为主。其

中，销售费用为0.18亿元，同比下降42.62%，主要系2021年根据最新准则运输成本由销售费用调整至营业成本所致；管理费用为0.43亿元，同比增长22.26%，主要系公司折旧和摊销有所增长以及新增诉讼费用所致；研发费用为0.12亿元，同比增长46.34%，主要系公司研发项目增加所致；财务费用为0.04亿元，由负转正，主要系公司发行可转换公司债券使利息费用增加所致。2021年，公司期间费用率¹为9.67%，同比下降3.14个百分点。公司费用规模尚可，费用控制能力较强。

2021年，公司实现投资收益、其他收益、资产处置收益、营业外收入以及营业外支出占利润总额比重较小，对利润影响不大。营业利润率为24.53%，同比提高0.60个百分点，同比变化不大。

表 16 公司盈利能力变化情况

项目	2019年	2020年
营业总收入(亿元)	5.02	7.97
利润总额(亿元)	0.61	1.26
营业利润率(%)	23.93	24.53
总资本收益率(%)	4.58	6.90
净资产收益率(%)	5.10	9.14

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为6.90%和9.14%，同比分别提高2.31个百分点和4.04个百分点，公司各盈利指标较上年有所提升。

与所选公司比较，公司盈利指标表现一般。

表 17 2021 年同行业公司盈利情况对比

证券简称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
山东药玻	29.62	10.75	12.66
海顺新材	28.83	5.59	6.88
正川股份	25.69	7.09	9.14

资料来源：Wind

2022年1—3月，公司实现营业总收入2.25亿元，同比增长44.26%；公司实现利润总额0.30亿元，同比增长27.61%。

¹ 期间费用率=(销售费用+管理费用+财务费用+研发费用)/营业总收入*100%

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金仍为净流入状态，但净流入规模有所下降；由于公司利用闲置资金购买理财产品，投资活动现金净流出规模大幅增长；由于公司发行可转换公司债券，筹资活动现金由净流出转为净流入。

表 18 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020年	2021年	2022年 1-3月
经营活动现金流入小计	5.64	7.43	1.65
经营活动现金流出小计	4.42	6.38	2.19
经营现金流量净额	1.22	1.05	-0.54
投资活动现金流入小计	0.35	2.03	1.01
投资活动现金流出小计	1.77	5.89	0.81
投资活动现金流量净额	-1.42	-3.86	0.20
筹资活动前现金流量净额	-0.20	-2.81	-0.34
筹资活动现金流入小计	0.50	4.55	0.00
筹资活动现金流出小计	0.51	0.68	0.00
筹资活动现金流量净额	-0.01	3.87	0.00
现金收入比（%）	98.73	86.62	71.79

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入和经营活动现金流出均同比有所增长。2021年，公司经营活动现金净流入同比有所下降，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。2021年，公司现金收入比为86.62%，同比下降12.11个百分点，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入和投资活动现金流出均同比增长。2021年，公司投资活动现金净流出同比大幅增长，主要系公司利用闲置资金购买理财产品所致。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为-2.81亿元，公司存在一定的融资需求。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入和筹资活动现金流出均同比增长。2021年，由于公司发行可转换公司债券收到募集资金，公司筹资活动现金同比净流出转为净流入。

2022年1-3月，公司实现经营活动现金净流出0.54亿元，公司实现投资活动现金净流入0.20亿元，公司实现筹资活动现金净流出24.63万元。

6. 偿债指标

2021年，公司短期偿债能力指标表现较好，

长期偿债能力指标表现尚可，融资渠道较为畅通。

表 19 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2019年
短期 偿债 能力	流动比率（%）	239.15	304.38
	速动比率（%）	184.62	254.01
	经营现金/流动负债（%）	43.90	27.76
	经营现金/短期债务（倍）	0.99	0.56
	现金类资产/短期债务（倍）	2.21	3.49
长期 偿债 能力	EBITDA（亿元）	1.16	2.07
	全部债务/EBITDA（倍）	1.06	2.75
	经营现金/全部债务（倍）	0.99	0.18
	EBITDA/利息支出（倍）	401.04	15.86
	经营现金/利息（倍）	420.26	8.03

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率与速动比率均较上年底有所增加，流动资产对流动负债的保障程度高。截至2021年底，公司经营现金流动负债比率、经营现金/短期债务较上年底有所下降；公司现金短期债务比较上年底有所增加，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期偿债指标表现较好。

2021年，公司EBITDA同比增长78.42%，从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占31.51%）、计入财务费用的利息支出（占6.31%）、利润总额（占60.75%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数大幅下降，EBITDA对利息的覆盖程度仍属较高；公司全部债务/EBITDA较上年有所增加，EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可；经营现金/全部债务较上年有所下降，经营现金对全部债务的保障程度一般；经营现金/利息支出较上年大幅下降，经营现金对利息支出的保障程度仍属较高。整体看，公司长期债务偿债指标表现尚可。

对外担保方面，截至2022年3月底，公司无对子公司以外的担保。

未决诉讼方面，截至2022年3月底，公司无金额超过500.00万元的重大未决诉讼和仲裁。

银行授信方面，截至2022年3月底，公司共计获得银行授信额度2.84亿元，尚未使用额度

1.63亿元。公司是A股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部（母公司）财务分析

截至2021年底，公司本部资产规模有所增长，资产结构相对均衡；由于发行可转换公司债券，公司本部负债规模大幅增长，债务负担仍属较轻。2021年，公司本部经营活动现金保持净流入。

截至2021年底，母公司资产总额16.62亿元，较上年底增长43.28%，主要系对子公司重庆正川永成医药材料有限公司的长期股权投资增加所致。其中，流动资产7.72亿元（占比46.46%），非流动资产8.90亿元（占比53.54%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占18.54%）、交易性金融资产（占20.04%）、应收账款（占12.27%）、应收款项融资（占13.69%）、其他应收款（占26.61%）以及存货（占8.26%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占83.13%）和固定资产（合计）（占14.07%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为1.43亿元。

截至2021年底，母公司负债总额6.11亿元，较上年底增长260.36%。其中，流动负债2.22亿元（占比36.40%），非流动负债3.89亿元（占比63.60%）。从构成看，流动负债主要由应付票据（占61.10%）和应付账款（占26.98%）构成；非流动负债主要由应付债券（占98.39%）构成。母公司2021年资产负债率为36.76%，较2020年提高22.14个百分点。截至2021年底，母公司全部债务5.19亿元。其中，短期债务占26.22%、长期债务占73.78%。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率33.08%，母公司债务负担较轻。

截至2021年底，母公司所有者权益为10.51亿元，较上年底增长6.12%，主要系未分配利润增加所致，所有者权益稳定性尚可。在所有者权益中，实收资本为1.51亿元（占14.39%）、资本公积合计5.56亿元（占52.86%）、未分配利润合计2.68亿元（占25.47%）、盈余公积合计0.52亿元（占4.97%）。

2021年，母公司营业总收入为5.46亿元，营业收入为5.46亿元，利润总额为0.51亿元。同期，母公司无投资收益。

现金流方面，2021年，公司母公司经营活动现金流净额为0.66亿元，投资活动现金流净额-5.51亿元，筹资活动现金流净额3.62亿元。

截至2021年底，母公司资产占合并口径的84.77%；母公司负债占合并口径的76.90%；母公司所有者权益占合并口径的90.14%；母公司全部债务占合并口径的91.22%。2021年，母公司营业总收入占合并口径的68.48%；母公司营业收入占合并口径的68.48%；母公司利润总额占合并口径的40.10%。

十、债券偿还能力分析

综合考虑，公司对“正川转债”的偿还能力较强。

截至2021年底，公司存续期可转换公司债券“正川转债”余额4.05亿元，计入应付债券的期末余额为3.82亿元，公司可转换公司债券偿还能力指标表现尚可。

“正川转债”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。担保期限至债务人履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日止（以先到者为准）。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。

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。

考虑到“正川转债”具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，“正川转债”将转换为公司的权益，有利于公司减轻债务负担。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%，或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币3000万元时，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换公司债券），有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担将有进一步下降的可能。

表20 公司可转换公司债券偿还能力指标

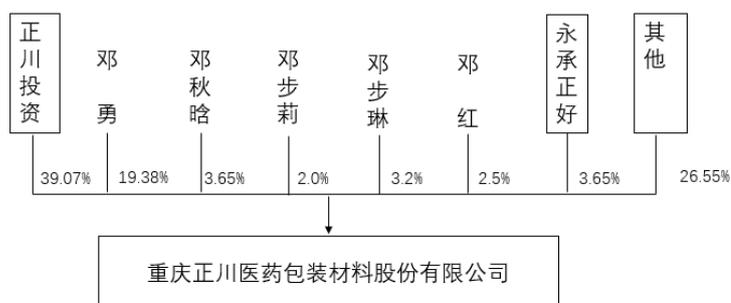
项目	2021年
长期债务（亿元）	3.83
经营现金流入/长期债务（倍）	1.94
经营现金/长期债务（倍）	0.27
长期债务/EBITDA（倍）	1.85

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十一、结论

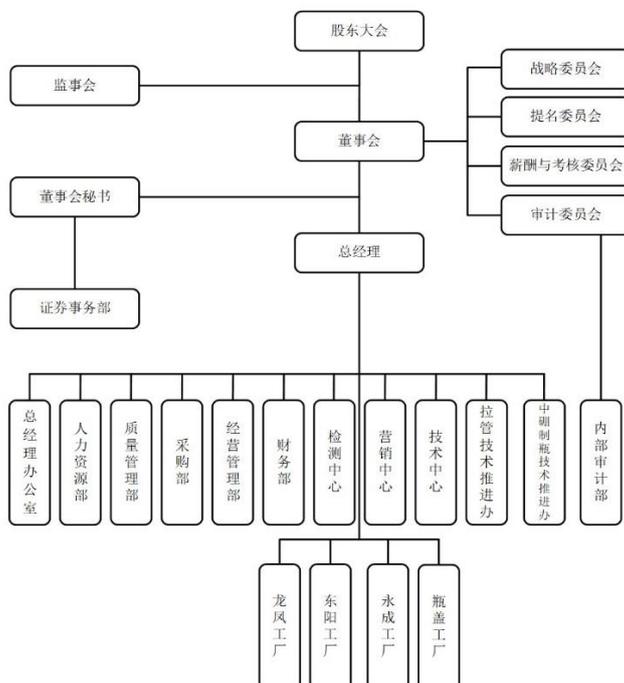
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为A⁺，维持“正川转债”的信用等级为A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底重庆正川医药包装材料股份有限公司 股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底重庆正川医药包装材料股份有限公司 组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底重庆正川医药包装材料股份有限公司
主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本 (亿元)	持股比例 (%)	取得方式
1	重庆正川永成医药材 料有限公司	制造、加工、销售：药用玻璃制品及瓶盖、 玻璃仪器及制品、药用包装塑料制品、药 用包装铝铂；药用包装技术服务，货物进 出口	7.40	100.00	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	4.91	3.86	8.09	6.90
资产总额 (亿元)	12.41	13.25	19.60	19.83
所有者权益 (亿元)	10.36	10.40	11.66	11.92
短期债务 (亿元)	0.74	1.23	1.86	1.82
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	3.83	3.88
全部债务 (亿元)	0.74	1.23	5.69	5.70
营业收入 (亿元)	5.21	5.02	7.97	2.25
利润总额 (亿元)	0.71	0.61	1.26	0.30
EBITDA (亿元)	1.23	1.16	2.07	--
经营性净现金流 (亿元)	0.55	1.22	1.05	-0.54
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	2.29	2.18	3.04	--
存货周转次数 (次)	2.88	2.52	3.46	--
总资产周转次数 (次)	0.44	0.39	0.49	--
现金收入比 (%)	89.95	98.73	86.62	71.79
营业利润率 (%)	25.59	23.93	24.53	22.30
总资本收益率 (%)	5.50	4.58	6.90	--
净资产收益率 (%)	5.89	5.10	9.14	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	24.74	24.55
全部债务资本化比率 (%)	6.69	10.59	32.81	32.35
资产负债率 (%)	16.52	21.46	40.53	39.86
流动比率 (%)	381.91	239.15	304.38	297.60
速动比率 (%)	308.39	184.62	254.01	241.47
经营现金流动负债比 (%)	27.90	43.90	27.76	--
现金短期债务比 (倍)	6.61	3.13	4.34	3.79
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	401.04	15.86	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.60	1.06	2.75	--

注: 1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币

资料来源: 公司财务报告, 公司提供

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	3.08	2.56	3.00	/
资产总额 (亿元)	11.32	11.60	16.62	/
所有者权益 (亿元)	9.93	9.90	10.51	/
短期债务 (亿元)	0.75	1.05	1.36	/
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	3.83	/
全部债务 (亿元)	0.75	1.05	5.19	/
营业收入 (亿元)	4.88	4.53	5.46	/
利润总额 (亿元)	0.59	0.53	0.51	/
EBITDA (亿元)	--	--	--	/
经营性净现金流 (亿元)	0.28	0.34	0.66	/
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	2.17	2.00	2.66	/
存货周转次数 (次)	4.66	4.45	6.44	/
总资产周转次数 (次)	0.45	0.40	0.39	/
现金收入比 (%)	84.50	97.95	89.99	/
营业利润率 (%)	21.75	20.08	16.16	/
总资本收益率 (%)	4.69	4.16	2.65	/
净资产收益率 (%)	5.05	4.60	3.97	/
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	26.72	/
全部债务资本化比率 (%)	7.06	9.54	33.08	/
资产负债率 (%)	12.22	14.62	36.76	/
流动比率 (%)	463.81	397.12	347.23	/
速动比率 (%)	402.13	351.44	318.54	/
经营现金流动负债比 (%)	20.41	20.22	29.70	/
现金短期债务比 (倍)	4.08	2.45	2.21	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注：公司本部 2022 年一季度财务报表未披露

资料来源：公司财务报告，公司提供

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持