

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

2024 年跟踪评级报告

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.
联合资信评估股份有限公司

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4813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^+ ，维持“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：

二〇二四年六月二十一日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

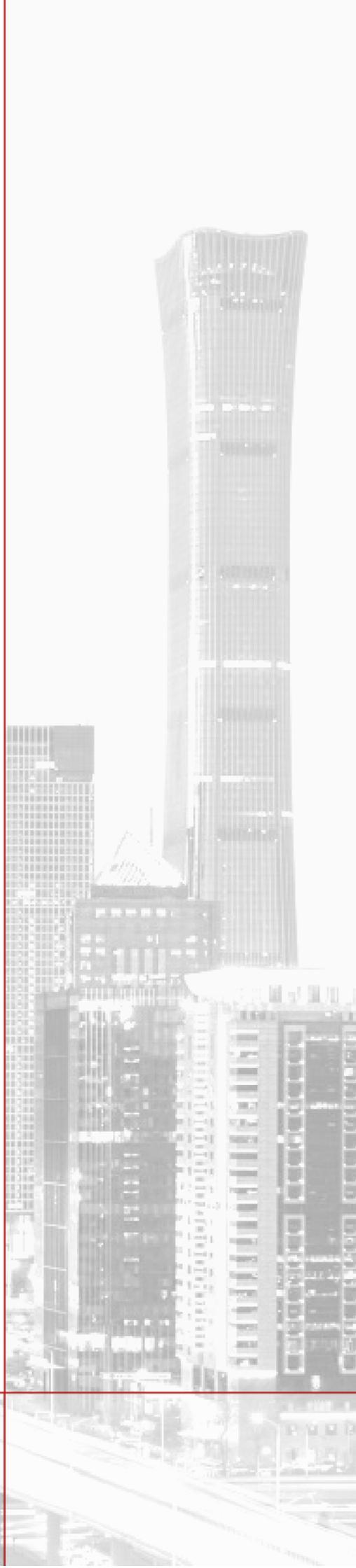
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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。



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 2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
重庆正川医药包装材料股份有限公司	A+/稳定	A+/稳定	2024/06/21
正川转债	A+/稳定	A+/稳定	

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”）作为药用玻璃管制瓶细分行业的领先企业，在产能规模、客户质量等方面仍保持了一定竞争力。经营方面，2023 年公司经营较为稳定，通过对生产线进行设备升级和技术改造，玻璃管制瓶产能小幅提升，钠钙玻璃管制瓶在下游口服液需求增加的带动下销量同比增加；公司治理结构变化不大；资产总额和负债总额均变化不大，经营活动现金维持净流入。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注受燃料动力成本上升及折旧费用增加的影响，公司综合毛利率及利润总额均同比下降，公司业绩对下游大客户需求依赖程度高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，其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，公司对“正川转债”的保障能力或将提升。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着公司工艺技术和研发水平的进一步提升，新客户、新产品的不断拓展，公司综合实力有望进一步增强。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资产质量显著提升，资本实力显著增强；公司技术取得重大突破，使得产品盈利能力和市场竞争力大幅提升；其他带动业绩大幅增长的有利因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司产品质量出现重大质量问题对经营产生重大不利影响，使得公司营业总收入及利润总额大幅下降，偿债能力显著恶化；实际控制人或重要股东、高级管理人员发生严重信用风险事件，且对公司的经营和融资构成重大不利影响；财务杠杆大幅攀升，资本实力大幅削弱；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- **公司在细分行业内仍保持一定的规模优势和客户优势。**2023 年，公司药用玻璃管制瓶年产能 100.00 亿只，药用瓶盖产能 33.00 亿只。截至 2023 年底，公司国内客户数量超过 700 家，包括中国医药集团有限公司、广州医药集团有限公司、华润医药集团有限公司、上海复星医药（集团）股份有限公司等大型药企。
- **公司具备玻璃管制瓶一体化生产能力，产品布局多元化。**公司具有“自主中硼拉管-中硼制瓶”一体化生产能力，具备中硼玻管、中硼注射剂瓶、中硼安瓿瓶的规模化量产能力；同时在新产品方面，公司布局了预灌封注射器、卡式瓶等新品市场，完成了基础设施建设、设备投用和新产品备案。此外，2023 年公司启动了免洗免灭注射剂瓶项目。截至 2023 年底，公司拥有专利技术 47 项，其中发明专利 8 项。

关注

- **公司业绩对下游大客户需求变化依赖程度高。**公司的客户以药品制造企业为主，制药行业的景气程度尤其是医药下游患者的需求变化对公司的经营业绩影响大；2023 年公司硼硅玻璃管制瓶营业收入 4.27 亿元，同比下降 1.39%。
- **原材料和燃料动力成本上涨给公司带来一定成本压力。**2023 年，公司燃料动力占营业成本的比重为 27.12%，营业成本中的燃料动力金额同比增长 38.81%，管道天然气、电力价格的上升，对公司营业成本的控制造成一定压力。2023 年公司综合毛利率 15.96%，同比下降 4.99 个百分点。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	D	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	
指示评级				a⁺
个体调整因素：				--
个体信用等级				a⁺
外部支持调整因素：				--
评级结果				A⁺

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

主要财务数据

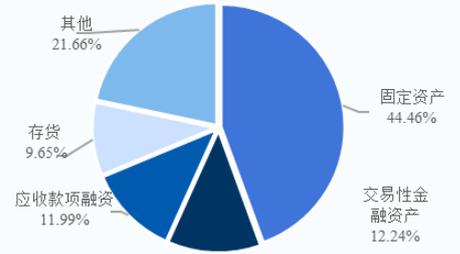
合并口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	5.86	6.83	6.36
资产总额（亿元）	20.08	20.43	20.61
所有者权益（亿元）	11.84	12.16	12.37
短期债务（亿元）	1.86	1.96	1.69
长期债务（亿元）	4.00	4.16	4.21
全部债务（亿元）	5.86	6.13	5.90
营业总收入（亿元）	7.96	9.01	2.46
利润总额（亿元）	0.59	0.45	0.24
EBITDA（亿元）	1.66	1.73	--
经营性净现金流（亿元）	0.38	1.94	0.05
营业利润率（%）	19.75	14.79	20.30
净资产收益率（%）	5.47	3.31	--
资产负债率（%）	41.02	40.50	39.99
全部债务资本化比率（%）	33.11	33.52	32.31
流动比率（%）	254.51	277.03	290.77
经营现金流动负债比（%）	9.86	51.18	--
现金短期债务比（倍）	3.14	3.48	3.76
EBITDA 利息倍数（倍）	8.47	8.16	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.53	3.53	--

公司本部口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	16.49	16.91	--
所有者权益（亿元）	10.16	10.18	--
全部债务（亿元）	5.26	5.83	--
营业总收入（亿元）	5.45	6.13	--
利润总额（亿元）	0.12	0.12	--
资产负债率（%）	38.36	39.81	--
全部债务资本化比率（%）	34.12	36.40	--
流动比率（%）	329.51	327.12	--
经营现金流动负债比（%）	13.35	48.89	--

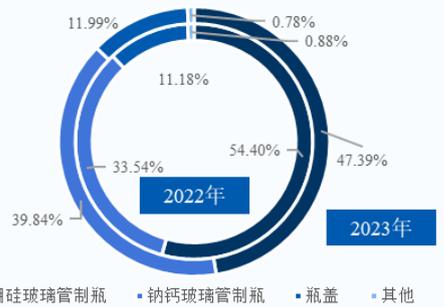
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司本部 2024 年一季度报表未披露

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表整理

2023 年底公司资产构成



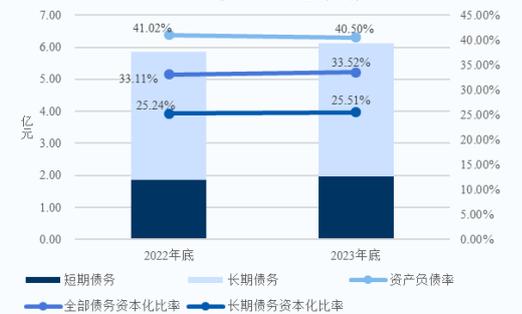
2022—2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



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	特殊条款
正川转债	4.05 亿元	4.05 亿元	2027/04/28	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点高于存续期的债券；上表债券余额为截至 2024 年 3 月底的债券余额
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
正川转债	A+/稳定	A+/稳定	2023/06/20	蒲雅修 王佳晨子	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
正川转债	A+/稳定	A+/稳定	2020/09/16	蒲雅修 崔濛骁	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
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：蒲雅修 puyx@lhratings.com

项目组成员：王佳晨子 wangjcz@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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”或“正川股份”）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2024年3月底，公司注册资本15120.20万元，总股本为15120.20万股，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，邓勇先生持有正川投资64.91%的股份，并直接持有公司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2024年3月底，公司控股股东和实际控制人所持公司股份无质押情况。

公司主营药用玻璃管制瓶等药用包装材料的研发、生产和销售。按照联合资信行业分类标准划分为一般工商行业。

截至2023年底，公司合并范围内子公司共1家，较上年底无变化；公司组织结构较上年未发生重大变化。

截至2023年底，公司合并资产总额20.43亿元，所有者权益12.16亿元（全部为归属于母公司的所有者权益）；2023年，公司实现营业收入总收入9.01亿元，利润总额0.45亿元。截至2024年3月底，公司合并资产总额20.61亿元，所有者权益12.37亿元（全部为归属于母公司的所有者权益）；2024年1-3月，公司实现营业收入总收入2.46亿元，利润总额0.24亿元。

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2024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。截至2024年3月底，累计有9.60万元“正川转债”转换成公司股票。2024年6月19日起，“正川转债”转股价格调整为46.12元/股。

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

图表1 截至2024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	2021/04/28	6年

资料来源：联合资信根据Wind整理

“正川转债”募集资金使用情况，详见下表。

图表2·截至2023年底“正川转债”募集资金投资项目使用情况（单位：万元）

项目名称	项目募集资金承诺投资总额	截至2023年底累计投入募集资金总额	截至报告期末累计投入进度（%）	项目达到预定可使用状态日期	节余金额
中硼硅药用玻璃生产项目	36802.88	33875.37	92.05	2024/06/30	3756.66
中硼硅药用玻璃与药物相容性研究项目	3000.00	1079.35	35.98	2024/06/30	2067.67

资料来源：联合资信根据公司年报整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024年一季度，中国经济开局良好。一季度GDP同比增长5.3%，上年四季度同比增长5.2%，一季度GDP增速稳中有升；满足全年经济增长5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落

地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024年一季度报）](#)》。

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。

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，II 类经过中性化处理的钠钙玻璃适用于大多数的酸性、中性的注射类和非注射类的液体制剂，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性硼硅玻璃包装，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。关联评审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璃研发步伐，未来相关产品的替代比例将逐步增大。

3 未来发展

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、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司在国内药用玻璃管制瓶细分行业中具备一定的生产规模、客户资源和技术优势，市场竞争力较强。公司履约情况良好。

截至 2024 年 3 月底，公司注册资本 15120.20 万元，总股本为 15120.20 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 2024 年 3 月底，公司控股股东和实际控制人所持公司股份无质押。

企业规模和竞争力方面，公司是国内药用玻璃管制瓶细分行业的领先企业之一。公司拥有生产基地四个，生产线包括制管、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、管制口服液瓶、螺口瓶及各类配套瓶盖等产品。产能方面，2023 年，公司药用玻璃管制瓶年产能 100.00 亿只、药用瓶盖 33.00 亿只。截至 2023 年底，公司国内客户数量超过 700 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、华润医药集团有限公司、上海复星医药（集团）股份有限公司等大型药企。

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。公司具有“自主中硼拉管-中硼制瓶”一体化生产能力，具备中硼玻管、中硼注射剂瓶、中硼安瓿瓶的规模化量产能力；同时在预灌封注射器方面，公司布局了预灌封注射器、卡式瓶等新品市场，完成了基建、设备投用和新产品备案，还成功与知名药企达成合作。同时，公司免洗免灭注射剂瓶项目启动，为公司拓展了新的业务领域，有望为公司在高端包材市场带来新的增长点。截至 2023 年底，公司拥有专利技术 47 项，其中发明专利 8 项。2023 年公司研发投入 0.45 亿元，占营业总收入的比重为 5.03%。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用报告（统一社会信用代码：91500109203249834P），截至 2024 年 5 月 11 日，公司无已结清/未结清的不良和关注类信贷信息。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司逾期或违约记录，履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不利记录。

（二）管理水平

2023 年，公司董事秦锋、董事会秘书刘茜微因个人原因辞职；公司选举陈激洋为董事，聘任费世平为董事会秘书。公司其他董事、监事及高级管理人员未发生变动，主要管理制度未发生重大变化，管理运作正常。

（三）经营方面

1 业务经营分析

（1）经营概况

2023 年，受益于钠钙玻璃管制瓶下游需求增加以及公司加大市场拓展力度，公司营业总收入同比增加；受燃料动力上升及折旧费用增加的影响，公司综合毛利率同比小幅下降。2024 年 1—3 月，公司营业总收入和营业利润率同比小幅增加，利润总额同比大幅增长。

公司主营业务为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，以及各类铝盖、铝塑组合盖等药用瓶盖。2023 年，受益于钠钙玻璃管制瓶下游需求增加及公司加大市场拓展力度，公司钠钙玻璃管制瓶和瓶盖业务收入同比增加，硼硅玻璃管制瓶收入变化不大。综上，2023 年公司营业总收入同比增加。

毛利率方面，2023 年，公司硼硅玻璃管制瓶毛利率同比下降幅度较大，主要系天然气、电力价格上涨及固定资产折旧费用增加所致；其他业务毛利率变化不大。综上，2023 年，公司综合毛利率同比下降。

2024 年 1—3 月，公司营业总收入 2.46 亿元，同比增长 8.94%，主要系受市场需求变化公司中硼产品销量增加所致；利润总额 0.24 亿元，同比增长 44.85%，主要系一方面原材料成本及燃料动力成本下降，另一方面其他收益增加综合所致；营业利润率为 20.30%，同比增长 3.07 个百分点。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2023年			2023年收入增速及毛利率变动	
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入增速	毛利率变动
硼硅玻璃管制瓶	4.33	54.40%	24.65%	4.27	47.39%	14.44%	-1.39%	-10.21 个百分点
钠钙玻璃管制瓶	2.67	33.54%	16.31%	3.59	39.84%	15.47%	34.46%	-0.84 个百分点
瓶盖	0.89	11.18%	14.96%	1.08	11.99%	19.62%	21.35%	4.66 个百分点

其他	0.07	0.88%	71.43%	0.07	0.78%	77.91%	0.00%	6.48 个百分点
合计	7.96	100.00%	20.95%	9.01	100.00%	15.96%	13.19%	-4.99 个百分点

资料来源：联合资信根据公司年报整理

(2) 原材料采购

2023 年，随着公司产品产量的增加，除铝带（普通）外，各主要原材料及燃料动力材料采购量均同比增加；公司采购的主要能源价格同比上涨，对公司成本控制造成一定压力；公司采购集中度一般。

2023 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。2023 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，2023 年，随着公司玻璃管制瓶及瓶盖产量的增加，除铝带（普通）外，各主要原材料及燃料动力材料采购量均同比增加。采购均价来看，由于 2023 年大宗原材料市场价格普遍下行，除石英砂（普白）外，公司其他主要原材料的采购均价均同比下降；燃料动力方面，管道天然气采购价格及电力价格均同比增加。2023 年，燃料动力成本占硼硅玻璃管制瓶成本的比重为 24.93%，占钠钙玻璃管制瓶成本的比重为 36.27%，燃料动力成本的上升对公司成本控制造成一定压力。

采购集中度来看，2023 年，公司前五大供应商采购额在总采购额中的占比为 55.76%，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 40.55%），公司采购集中度一般。

图表 4 • 公司主要原材料采购情况

名称	项目	2022 年	2023 年	2023 年变化情况
五水硼砂	采购量（吨）	6302.80	6926.40	9.89%
	采购金额（万元）	3818.37	3847.02	0.75%
	采购均价（元/千克）	6.06	5.55	-8.42%
纯碱	采购量（吨）	8863.81	10947.00	23.50%
	采购金额（万元）	2244.21	2657.73	18.43%
	采购均价（元/千克）	2.53	2.43	-3.95%
钾长石	采购量（吨）	16518.31	19664.71	19.05%
	采购金额（万元）	709.46	829.16	16.87%
	采购均价（元/千克）	0.43	0.42	-2.33%
石英砂（精白）	采购量（吨）	8151.96	8859.71	8.68%
	采购金额（万元）	382.74	397.16	3.77%
	采购均价（元/千克）	0.47	0.45	-4.26%
石英砂（普白）	采购量（吨）	21623.50	29462.86	36.25%
	采购金额（万元）	338.53	485.34	43.37%
	采购均价（元/千克）	0.16	0.16	0.00%
石英砂（中硼）	采购量（吨）	4136.18	4384.28	6.00%
	采购金额（万元）	431.92	358.04	-17.11%
	采购均价（元/千克）	1.04	0.82	-21.15%
铝带（普通）	采购量（吨）	54.73	10.96	-79.97%
	采购金额（万元）	121.58	22.82	-81.23%
	平均单价（元/千克）	22.21	20.82	-6.26%
铝带（涂膜）	采购量（吨）	869.67	944.24	8.57%
	采购金额（万元）	2124.90	2186.21	2.89%
	平均单价（元/千克）	24.43	23.15	-5.24%
丁基胶塞及硅胶胶塞	采购量（亿只）	20.24	26.34	30.14%
	采购金额（万元）	2753.74	3555.61	29.12%
	采购均价（元/万支）	136.05	134.99	-0.78%

资料来源：公司提供

图表 5 • 公司燃料动力采购情况

名称	项目	2022年	2023年	2023年变动情况
管道天然气	采购量（万立方米）	2829.81	3519.68	24.38%
	采购金额（万元）	6418.43	9867.07	53.73%
	平均单价（元/立方米）	2.27	2.80	23.35%
电力	采购量（万度）	11270.35	14720.17	30.61%
	采购金额（万元）	7152	9883.11	38.19%
	平均单价（元/度）	0.63	0.67	6.35%
液氧（外购）	采购量（万升）	833.89	1041.91	24.95%
	采购金额（万元）	622.69	593.64	-4.67%
	平均单价（元/升）	0.75	0.57	-24.00%

资料来源：公司提供

（3）产品生产

2023年，随着公司完成设备技改，玻璃管制瓶及瓶盖产能均同比增长，玻璃管制瓶产能利用率同比提升。

2023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，2023年，公司进行了设备技术升级改造和智能化升级，受益于此，玻璃管制瓶及瓶盖产能均同比小幅增长。此外，随着公司中硼窑炉完成技改，公司中硼玻璃规模化生产能力得到提升。产量方面，2023年，随着中硼瓶产能的增加、下游需求增加，以及公司加大市场拓展力度，公司玻璃管制瓶及瓶盖产量均同比增加。产能利用率方面，2023年，公司玻璃管制制品和瓶盖的产能利用率均有所增长。

图表 6 公司主要产品生产情况

项目		2022年	2023年	2023年变化情况
玻璃管制瓶	产能（万个/年）	935000.00	1000000.00	6.95%
	产量（万个）	839837.58	987632.99	17.60%
	产能利用率（%）	89.82	98.76	8.94个百分点
瓶盖	产能（万个/年）	300000.00	330000.00	10.00%
	产量（万个）	252912.15	290730.96	14.95%
	产能利用率（%）	84.30	88.10	3.80个百分点

资料来源：公司提供

（4）产品销售

2023年，公司硼硅玻璃管制制品产品销量及销售均价变化不大；下游口服液产品需求上升，公司钠钙玻璃管制瓶销量同比大幅增加，销售均价变化不大；公司产品产销率高。

2023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个期限内（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。2023年，公司直销收入占主营业务收入的比例为99%以上，较上年变化不大。

2023年，公司硼硅玻璃管制瓶的销量和销售均价变化不大，产销率小幅上升。2023年，公司钠钙玻璃管制瓶及瓶盖销量同比大幅增加，主要系下游客户口服液瓶需求增加所致，产销率保持在较高水平；钠钙玻璃管制瓶销售均价小幅上升，瓶盖销售均价小幅下降。

图表 7 公司主要产品销售情况

项目		2022年	2023年	2023年变化情况
硼硅玻璃管制瓶	销售均价（元/万只）	1220.89	1231.02	0.83%

	销量（万只）	354946.29	346762.70	-2.31%
	产销率（%）	96.21	101.59	5.38 个百分点
	销售均价（元/万只）	558.40	580.38	3.94%
钠钙玻璃管制瓶	销量（万只）	478637.72	618919.43	29.31%
	产销率（%）	101.64	95.76	-5.88 个百分点
	销售均价（元/万只）	361.51	353.87	-2.11%
瓶盖	销量（万只）	247526.76	303914.96	22.78%
	产销率（%）	97.87	104.53	6.66 个百分点

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2023 年公司前五大客户销售金额在销售总金额中的占比为 28.39%，销售集中度尚可。

2 经营效率

2023 年，公司因开具应付票据支付款项增加，导致应收款项融资增加，销售债权周转次数同比下降；公司经营效率尚可。

图表 8·公司经营效率指标情况

指标	2022年	2023年
销售债权周转次数（次）	2.44	2.39
存货周转次数（次）	3.15	3.72
总资产周转次数（次）	0.40	0.44

资料来源：联合资信根据公司年报整理

3 未来发展

公司在建项目主为“正川转债”募投项目，资金支出压力不大。未来随着项目建成投产，公司产能有望进一步扩大。

截至 2024 年 3 月底，公司在建项目总投资 4.68 亿元，已投入 3.54 元，未来尚需投入 1.05 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。

图表 9·公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目/设备名称	总投资	资金来源	截至2024年3月底已完成投资	2024年4—12月计划投资
中硼硅药用玻璃生产项目	3.68	募集资金、自筹资金	3.42	0.26
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	0.11	0.10
窑炉工程	0.70	自筹资金	0.01	0.69
合计	4.68	--	3.54	1.05

资料来源：公司提供

公司制定了具有自身经营特色的未来发展战略。

公司将继续实施“转型升级、多元化”的战略规划。公司对未来中硼硅玻璃各类产品的中长期规划包括，计划建设 8 座中硼硅窑炉，并达到 5 万吨中硼硅玻璃管的产能，实现 150 亿支管制瓶的年产能。

2024 年，公司将加强品牌与市场推广，制定并实施差异化市场策略，加大品牌宣传力度，扩大国内外市场份额。同时，针对预灌封注射器、卡式瓶、免洗免灭菌瓶等无菌新产品，公司将加快市场推广，拓展中高端药用玻璃包装产品市场，拓展国内外份额，形成新的利润增长点。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年 1—3 月财务报表未经审计。2023 年，公司未发生重要会计政策和会计估计的变更。2023 年，公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

截至 2023 年底，公司资产总额变化不大，资产结构较为均衡，应收账款、应收款项融资及存货占比较高，对运营资金形成一

定占用；所有者权益变化不大，所有者权益稳定性尚可；负债总额变化不大，负债结构均衡，债务以长期债务为主，债务负担尚可。2023年，公司营业总收入及营业成本均同比增加，受燃料动力成本及折旧费用增加的影响，利润总额及盈利指标同比下降，利润主要来自主营业务，但期间费用对利润仍存在一定侵蚀；经营活动现金维持净流入，公司融资需求不大。

资产方面，截至2023年底，公司资产总额变化不大，资产结构仍较为均衡。截至2023年底，公司货币资金以银行存款（占83.80%）为主，受限货币资金占16.19%，受限比例尚可；交易性金融资产主要为结构性存款（1.70亿元）；应收账款以一年以内为主（余额占比96.47%），计提坏账准备0.12亿元，计提比例为7.20%，按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款金额0.45亿元，占27.29%，占比较低；存货主要为原材料（占24.79%）、库存商品（占34.83%）和发出商品（占30.13%）；固定资产主要由房屋及建筑物（占36.30%）和机器设备（占57.95%）构成，累计计提折旧4.86亿元；固定资产成新率64.92%，成新率一般。

截至2024年3月底，公司资产规模及结构变化不大。

图表 10 • 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2022年		2023年		2024年3月		2023年同比增长率	2023年变动原因
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		
流动资产	9.92	49.40%	10.51	51.45%	10.83	52.55%	5.99%	--
货币资金	2.12	10.58%	1.88	9.18%	2.08	10.10%	-11.68%	闲置资金购买理财产品
交易性金融资产	1.59	7.92%	2.50	12.24%	2.00	9.72%	57.24%	--
应收账款	1.41	7.04%	1.52	7.46%	2.24	10.87%	7.85%	收入规模扩大
应收款项融资	2.13	10.62%	2.45	11.99%	2.27	11.02%	14.86%	应付票据支付款项增加
存货	2.09	10.43%	1.97	9.65%	2.03	9.87%	-5.87%	--
非流动资产	10.16	50.60%	9.92	48.55%	9.78	47.45%	-2.38%	--
固定资产	7.10	35.39%	9.08	44.46%	8.87	43.07%	27.84%	在建工程完工转入
在建工程	1.99	9.89%	0.11	0.54%	0.14	0.68%	-94.48%	--
资产总额	20.08	100.00%	20.43	100.00%	20.61	100.00%	1.75%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表、提供资料整理

资本结构方面，截至2023年底，公司所有者权益12.16亿元，较上年底增长2.64%。公司所有者权益全部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12.44%、45.71%和35.37%。所有者权益结构稳定性尚可。

负债方面，截至2023年底，公司负债总额变化不大，负债结构较为均衡。截至2023年底，公司应付票据全部为银行承兑汇票；应付账款主要为应付工程及设备款、材料款；应付债券为“正川转债”。

截至2024年3月底，公司负债总额变化不大，负债结构变化不大。

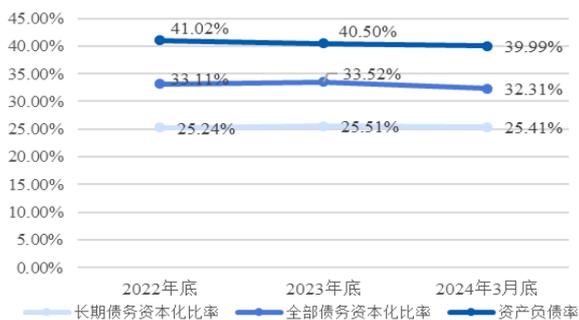
图表 11 • 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2022年		2023年		2024年3月		2023年同比增长率	2023年变动原因
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		
流动负债	3.90	47.32	3.79	45.86	3.72	45.19	-2.62%	--
应付票据	1.26	15.31	1.66	20.10	1.39	16.85	31.88%	增加票据支付项
应付账款	1.71	20.71	1.48	17.84	1.60	19.47	-13.46%	--
非流动负债	4.34	52.68	4.48	54.14	4.52	54.81	3.26%	--
应付债券	3.99	48.49	4.16	50.31	4.21	51.13	4.25%	--
负债总额	8.23	100.00	8.27	100.00	8.24	100.00	0.47%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表、提供资料整理

有息债务方面，截至2023年底，公司债务规模及债务指标变化不大，债务负担尚可。债务结构以长期债务为主。截至2024年3月底，公司偿还部分短期借款，债务变化不大。

图表 12 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 13 • 公司债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财报整理

盈利能力方面，2023年，随着经营规模扩大，公司营业总收入及营业成本及均同比增加，受燃料动力成本上升及折旧费用增加的影响公司利润总额同比下降，具体分析详见本报告“六、（三）经营方面”。费用方面，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13.76%、44.03%、23.70%和18.50%；期间费用率为10.98%，同比下降0.50个百分点，公司费用对整体利润存在一定侵蚀。非经常性损益占利润总额的比重不大，对公司利润影响较小，公司利润总额主要来自主营业务。盈利指标方面，2023年随着公司主要产品成本的上升，公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率均同比下降。

2024年1—3月，公司营业总收入同比增长8.94%，利润总额同比增长44.85%，主要系其他收益增加所致。

图表 14 • 公司盈利指标（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年1—3月	2023年同比增长率
营业总收入	7.96	9.01	2.46	13.12%
营业成本	6.29	7.57	1.94	20.25%
费用总额	0.91	0.99	0.24	8.15%
其中：销售费用	0.15	0.14	0.02	-10.08%
管理费用	0.42	0.44	0.11	2.82%
研发费用	0.19	0.23	0.07	22.60%
财务费用	0.15	0.18	0.04	23.37%
利润总额	0.59	0.45	0.24	-23.44%
营业利润率（%）	19.75	14.79	20.30	-4.96个百分点
总资本收益率（%）	4.77	3.37	--	-1.40个百分点
净资产收益率（%）	5.47	3.31	--	-2.16个百分点

资料来源：联合资信根据公司财报、提供资料整理

现金流方面，2023年，受益于公司经营规模扩大，经营活动现金流量净额同比大幅增加，现金收入比较低，但公司部分业务以票据结算，公司收入实现质量尚可；公司投资活动现金流主要用于购买银行理财产品和结构性存款，投资活动现金流净额仍为净流出状态，但融资需求不大；筹资活动现金流主要为票据质押借款。

2024年1—3月，公司经营活动现金流量保持净流入。

图表 15 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年1—3月	2023年同比增长率	变动原因
经营活动现金流入小计	8.78	9.44	2.19	7.60%	营业收入增加
经营活动现金流出小计	8.39	7.50	2.15	-10.61%	--
经营活动现金流量净额	0.38	1.94	0.05	405.37%	--
投资活动现金流入小计	5.70	7.13	0.54	24.91%	购买理财产品增加
投资活动现金流出小计	7.39	8.89	0.39	20.26%	赎回理财产品增加
投资活动现金流量净额	-1.69	-1.77	0.16	-4.57%	--
筹资活动前现金流量净额	-1.31	0.17	0.20	-113.35%	--

筹资活动现金流入小计	0.72	0.60	0.00	-16.73%	--
筹资活动现金流出小计	1.06	1.04	0.00	-2.18%	--
筹资活动现金流量净额	-0.34	-0.44	0.00	28.72%	--
现金收入比	93.23%	98.11%	81.41%	4.88 个百分点	--

资料来源：联合资信根据公司财报、提供资料整理

2 偿债指标变化

2023 年，公司偿债指标表现较强，公司间接融资渠道尚可，具备直接融资渠道。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	254.51	277.03
	速动比率 (%)	200.77	225.07
	经营现金/流动负债 (倍)	9.86	51.18
	经营现金/短期债务 (倍)	0.21	0.99
	现金类资产/短期债务 (倍)	3.14	3.48
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	1.66	1.73
	全部债务/EBITDA (倍)	3.53	3.53
	经营现金/全部债务 (倍)	0.07	0.32
	EBITDA/利息支出 (倍)	8.47	8.16
	经营现金/利息支出 (倍)	1.96	9.13

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报整理

截至 2023 年底，公司流动比率及速动比率同比上升，流动资产对流动负债保障程度较强；现金类资产对公司短期债务保障能力较强。2023 年，经营现金对流动负债和短期债务的保障能力均有所上升。整体看公司短期偿债能力较强。

2023 年，公司 EBITDA 构成主要为折旧 (占 60.25%)、计入财务费用的利息支出 (占 12.26%)、利润总额 (占 25.85%) 构成。2023 年，公司 EBITDA 对全部债务保障程度一般，对利息支出覆盖程度高；经营现金对全部债务保障程度尚可，对利息支出保障程度较强。整体看公司长期偿债能力尚可。

对外担保方面，截至 2024 年 3 月底，公司无合并口径之外的对外担保。

未决诉讼方面，截至 2024 年 3 月底，联合资信未发现公司有重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2024 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 2.80 亿元，尚未使用授信 1.15 亿元。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部是主要的经营主体。截至 2023 年底，公司本部资产规模变化不大，资产结构相对均衡；债务以长期债务为主，债务负担尚可。2023 年，公司本部经营活动现金保持净流入。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 16.91 亿元，较上年底增长 2.60%，变化不大。其中，流动资产 8.15 亿元 (占 48.17%)，非流动资产 8.77 亿元 (占 51.83%)。从构成看，流动资产主要由货币资金 (占 13.70%)、交易性金融资产 (占 30.70%)、应收账款 (占 12.06%)、应收款项融资 (占 19.27%)、其他应收款 (合计) (占 16.55%)、存货 (占 6.91%) 构成；非流动资产主要由长期股权投资 (占 84.38%)、固定资产 (合计) (占 13.74%) 构成。截至 2023 年底，公司本部货币资金为 1.12 亿元。

截至 2023 年底，公司本部负债总额 6.73 亿元，较上年底增长 6.48%。其中，流动负债 2.49 亿元 (占比 36.99%)，非流动负债 4.24 亿元 (占比 63.01%)。从构成看，流动负债主要由应付票据 (占 66.76%)、应付账款 (占 24.25%) 构成；非流动负债主要由应付债券 (占 98.10%) 构成。公司本部 2023 年资产负债率为 39.81%，较 2022 年提高 1.45 个百分点。

截至 2023 年底，公司本部全部债务 5.83 亿元。其中，短期债务占 28.57%、长期债务占 71.43%。截至 2023 年底，公司本部短期债务为 1.66 亿元。截至 2023 年底，公司本部全部债务资本化比率 36.40%，公司本部债务负担尚可。

截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 10.18 亿元，变化不大。在所有者权益中，实收资本为 1.51 亿元（占 14.85%）、资本公积合计 5.56 亿元（占 54.58%）、未分配利润合计 2.32 亿元（占 22.83%）、盈余公积合计 0.54 亿元（占 5.35%）。

2023 年，公司本部营业总收入为 6.13 亿元，利润总额为 0.12 亿元。同期，公司本部投资收益为 0.05 亿元。

现金流方面，截至 2023 年底，公司本部经营活动现金流净额为 1.22 亿元，投资活动现金流净额-0.99 亿元，筹资活动现金流净额-0.12 亿元。

截至 2023 年底，公司本部资产占合并口径的 82.80%；公司本部负债占合并口径的 81.39%；公司本部所有者权益占合并口径的 83.76%；公司本部营业总收入占合并口径的 68.02%；公司本部利润总额占合并口径的 26.21%；公司本部全部债务占合并口径的 95.10%。

（五）ESG 方面

公司注重环保工作，公司治理结构较完善；目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环保方面，公司建立了环保工作制度和内部管控体系；制订了突发环境事件应急预案，并报送环保管理部门备案。基于药用玻璃生产的特性，公司被列入重庆市市级重点排污单位。公司建设了污水动力综合处理站，以及建有与熔炉相对应的布袋除尘脱硝治理设施，运行情况良好，经治理后污染物达标排放。根据环保部门的监控信息，公司及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”）2023 年环保设施运行正常，污染物排放均在排放标准以内。2023 年，公司无因环境问题受到行政处罚的情况。

社会责任方面，公司人员稳定性较高，2023 年未发生一般事故以上的安全事故。

公司治理方面，公司已形成以股东大会、董事会、监事会及管理层为主的决策与经营管理体系。截至 2024 年 3 月底，公司董事会 9 人，独立董事 3 人，女性董事 1 人；非董事高管 2 人，女性高管 1 人。

九、债券偿还能力分析

公司对“正川转债”的偿还能力较强，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。正川投资对“正川转债”的担保具有一定积极作用。

截至 2023 年底，公司存续期可转换公司债券“正川转债”余额 4.05 亿元。截至 2023 年底，公司现金类资产为 6.83 亿元，为“正川转债”（余额 4.50 亿元）的 1.52 倍；2023 年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 9.44 亿元、1.94 亿元、1.73 亿元，为“正川转债”（余额 4.50 亿元）的 2.10 倍、0.43 倍和 0.39 倍，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。

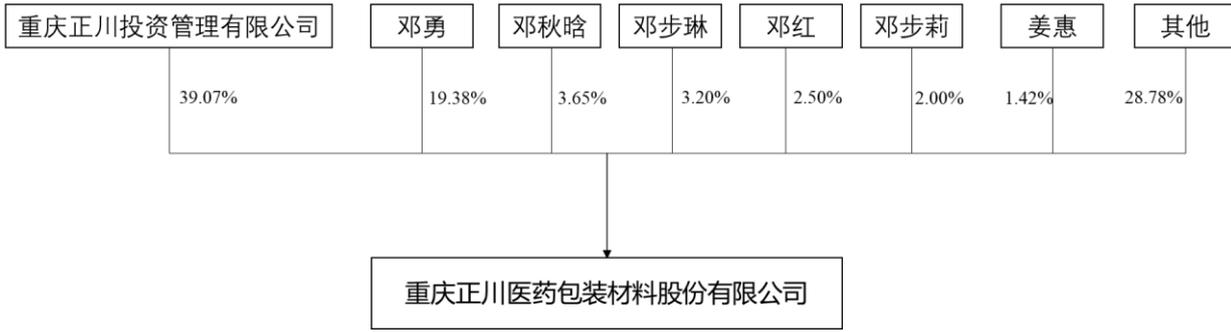
正川投资成立于 2012 年 11 月，法定代表人为邓勇，注册资本为 500.00 万元，股东分别为邓勇（持股 64.91%）、邓步莉（持股 11.70%）、邓步琳（持股 11.70%）和邓红（持股 11.70%），其中邓步莉系邓勇之姐姐，邓步琳、邓红系邓勇之妹妹。正川投资无实体经营，除去持有公司股权外，无其他对外投资。

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。

十、跟踪评级结论

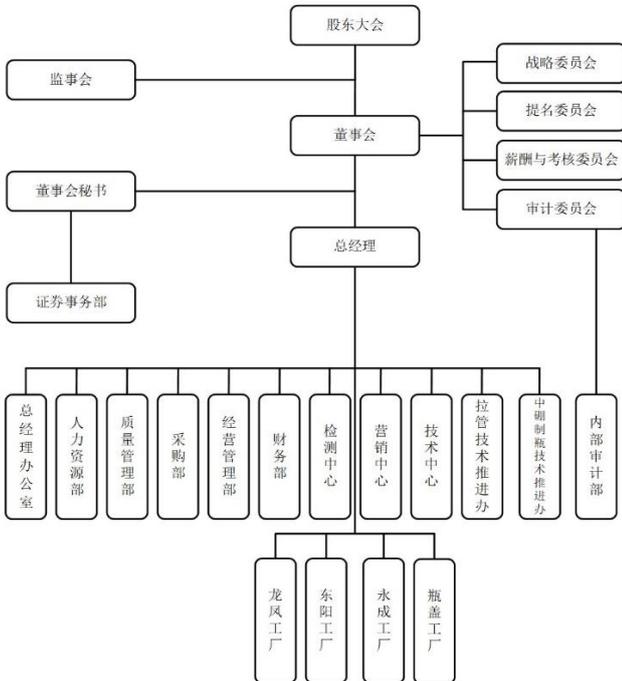
基于对公司经营风险、财务风险、债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A⁺，维持“正川转债”的信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册资本 (亿元)	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
重庆正川永成医药材料有限公司	7.40	制造业	100.00%	--	设立

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	5.86	6.83	6.36
应收账款（亿元）	1.41	1.52	2.24
其他应收款（亿元）	0.14	0.06	0.06
存货（亿元）	2.09	1.97	2.03
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00
固定资产（亿元）	7.10	9.08	8.87
在建工程（亿元）	1.99	0.11	0.14
资产总额（亿元）	20.08	20.43	20.61
实收资本（亿元）	1.51	1.51	1.51
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	11.84	12.16	12.37
短期债务（亿元）	1.86	1.96	1.69
长期债务（亿元）	4.00	4.16	4.21
全部债务（亿元）	5.86	6.13	5.90
营业总收入（亿元）	7.96	9.01	2.46
营业成本（亿元）	6.29	7.57	1.94
其他收益（亿元）	0.05	0.07	0.06
利润总额（亿元）	0.59	0.45	0.24
EBITDA（亿元）	1.66	1.73	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.42	8.84	2.00
经营活动现金流入小计（亿元）	8.78	9.44	2.19
经营活动现金流量净额（亿元）	0.38	1.94	0.05
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.69	-1.77	0.16
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.34	-0.44	0.00
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.44	2.39	--
存货周转次数（次）	3.15	3.72	--
总资产周转次数（次）	0.40	0.44	--
现金收入比（%）	93.23	98.11	81.41
营业利润率（%）	19.75	14.79	20.30
总资本收益率（%）	4.77	3.37	--
净资产收益率（%）	5.47	3.31	--
长期债务资本化比率（%）	25.24	25.51	25.41
全部债务资本化比率（%）	33.11	33.52	32.31
资产负债率（%）	41.02	40.50	39.99
流动比率（%）	254.51	277.03	290.77
速动比率（%）	200.77	225.07	236.17
经营现金流动负债比（%）	9.86	51.18	--
现金短期债务比（倍）	3.14	3.48	3.76
EBITDA 利息倍数（倍）	8.47	8.16	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.53	3.53	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	4.20	5.19	--
应收账款（亿元）	0.94	0.98	--
其他应收款（亿元）	1.85	1.35	--
存货（亿元）	0.57	0.56	--
长期股权投资（亿元）	7.40	7.40	--
固定资产（亿元）	1.23	1.20	--
在建工程（亿元）	0.10	0.00	--
资产总额（亿元）	16.49	16.91	--
实收资本（亿元）	1.51	1.51	--
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	--
所有者权益（亿元）	10.16	10.18	--
短期债务（亿元）	1.27	1.66	--
长期债务（亿元）	4.00	4.16	--
全部债务（亿元）	5.26	5.83	--
营业总收入（亿元）	5.45	6.13	--
营业成本（亿元）	4.71	5.47	--
其他收益（亿元）	0.03	0.02	--
利润总额（亿元）	0.12	0.12	--
EBITDA（亿元）	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5.24	6.60	--
经营活动现金流入小计（亿元）	6.65	7.79	--
经营活动现金流量净额（亿元）	0.31	1.22	--
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.21	-0.99	--
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.49	-0.12	--
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.38	2.40	--
存货周转次数（次）	7.81	9.65	--
总资产周转次数（次）	0.33	0.37	--
现金收入比（%）	96.10	107.75	--
营业利润率（%）	12.47	9.76	--
总资本收益率（%）	2.00	1.91	--
净资产收益率（%）	1.16	1.06	--
长期债务资本化比率（%）	28.23	29.02	--
全部债务资本化比率（%）	34.12	36.40	--
资产负债率（%）	38.36	39.81	--
流动比率（%）	329.51	327.12	--
速动比率（%）	304.82	304.51	--
经营现金流动负债比（%）	13.35	48.89	--
现金短期债务比（倍）	3.32	3.12	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

注：公司本部 2024 年一季报财务数据未公告
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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	
总资产收益率	(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