



广东惠云钛业股份有限公司向不特定对象 发行可转换公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。


本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

广东惠云钛业股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级

评级展望

债券信用等级

评级日期



■ 中证鹏元评定广东惠云钛业股份有限公司（以下简称“惠云钛业”或“公司”，股票代码：300891.SZ）本次拟向不特定对象发行 4.90 亿元可转换债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-，该等级反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。

上述等级的评定是考虑到公司硫酸自给能力较强，具有一定成本优势，客户粘性较强，主营业务现金生成能力较好，资本实力不断提升且杠杆水平较低。同时中证鹏元也关注到，公司下游行业房地产短期内受政策影响较大，主要产品周期性特征明显，存在价格波动风险，同时，公司主要原材料亦存在价格波动风险，且对原材料的采购过于集中，供给能力变动可能对公司业绩造成一定影响，此外，公司产能规模较小，汇率波动风险亦不容忽视。

债券概况

发行规模：4.90 亿元

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

发行目的：拟用于 50KT/年改 80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改工程、60 万吨/年钛白稀酸浓缩技术改造项目、一体化智能仓储中心建设项目及补充流动资金

未来展望

■ 公司目前经营情况稳定，杠杆水平较低。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	18.20	13.91	9.91
归母所有者权益	13.05	11.41	7.28
总债务	3.85	0.89	0.86
营业收入	15.53	9.55	10.02
EBITDA 利息保障倍数	66.20	62.22	26.04
净利润	1.97	0.89	0.98
经营活动现金流净额	1.74	0.65	1.39
销售毛利率	23.68%	20.05%	23.16%
EBITDA 利润率	19.94%	18.26%	17.96%
总资产回报率	15.02%	8.99%	12.17%
资产负债率	28.29%	18.02%	26.55%
净债务/EBITDA	-0.60	-2.34	-0.78
总债务/总资本	22.77%	7.21%	10.60%
FFO/净债务	-120.24%	-29.36%	-77.01%
速动比率	1.51	2.60	1.49
现金短期债务比	1.62	5.87	4.31

资料来源：2017-2019 年三年连审审计报告及 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：何佳欢
 hejh@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立
 wanghl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司硫酸自给能力较强，具有一定成本优势。**公司生产基地所在地广东省云浮市硫铁矿储量、品位均居亚洲首位，为公司配套生产重要原材料硫酸提供了充足的原料供应、节省了危化品硫酸昂贵的运输费用，销售毛利水平在行业内排名靠前。
- **公司客户粘性较强，主营业务现金生成能力较好。**随着公司经营情况及下游客户结算情况的持续向好，同时客户稳定性较高，公司 FFO 持续增长，主营业务现金生成能力较好。
- **公司资本实力明显提升，杠杆水平较低。**2020 年 9 月，公司 IPO 募集资金净额 3.24 亿元，受益于 IPO 募集资金和经营积累，截至 2021 年末，公司归属于母公司所有者权益较 2019 年末大幅增长，资产负债率为 28.29%，杠杆水平较低。

关注

- **下游行业波动风险。**房地产为公司主要下游行业，其增长趋势下行可能加剧公司所处行业竞争激烈程度，亦需关注其对公司扩产产能消化的影响。
- **产品价格波动风险。**公司主要产品钛白粉具有明显的周期性特征，钛白粉价格的大幅波动可能对公司业绩产生一定影响。
- **原材料可能面临供给不稳定及价格周期性波动风险。**钛精矿属于大宗商品，其价格存在周期性波动，同时公司自身无钛精矿资源，钛精矿采购主要集中在攀西地区，上游供应商经营状况及供给能力变动可能影响公司经营及盈利的稳定。
- **公司产能规模较小。**公司目前产能规模较小，在行业内占比较低，且目前“硫酸法”制钛白粉新增产能受政策限制较严，“氯化法”技术难度较大，目前国内仅有少数企业掌握该技术，因此难以通过大规模扩产的方式获取规模优势。
- **汇率波动风险。**近年公司钛白粉出口销售规模及占比逐年扩大，2021 年外销营收占比已超 30%，若未来汇率发生一定不利波动，公司可能面临较大的汇兑损失。

同业比较（单位：亿元、万吨）

指标	惠云钛业	龙佰集团	中核钛白	金浦钛业	安纳达	攀钢钒钛
总资产	18.20	453.31	81.75	28.87	13.77	102.11
净资产	13.05	207.89	58.27	18.06	9.89	79.44
营业收入	15.53	206.17	37.16	18.34	20.47	140.60
净利润	1.97	47.35	4.75	-2.50	2.02	14.56
销售毛利率	23.68%	41.93%	26.82%	8.52%	16.73%	19.92%
资产负债率	28.29%	54.14%	28.72%	37.42%	28.18%	22.20%
年产能	9.875	101	40	15	8	23.5

注：惠云钛业、龙佰集团、安纳达和攀钢钒钛各指标均为 2021 年数据，其余公司各指标均为 2020 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
化工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	很小
	经营状况	弱		净债务/EBITDA	7
	经营规模	3		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	3		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	2		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	2		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		弱	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分			调整因素		aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况			外部特殊支持调整		aa-
外部特殊支持调整			公司主体信用等级		0
公司主体信用等级					AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
无	-	-	-	-	-

一、发行主体概况

公司成立于2003年9月，原名云浮市惠云钛白有限公司，为镇卓有限公司与美国万邦有限公司分别出资1,000万港元成立的外商独资企业，初始注册资本为2,000万元港元。2012年4月，公司以截至2011年12月31日的46,362.65万元净资产按1.5454:1的折股比例折为30,000万股，变更为股份有限公司及现名，控股股东为钟镇光和美国万邦有限公司，实际控制人为钟镇光、汪锦秀夫妇。公司股票于2017年1月11日开始在全国中小企业股份转让系统挂牌，并于2018年12月19日起终止挂牌，挂牌期间经过多次股权转让，控股股东为钟镇光，实际控制人仍为钟镇光、汪锦秀夫妇。

经中国证券监督管理委员会《关于同意广东惠云钛业股份有限公司首次公开发行股票注册的批复》（证监许可[2020]1842号），公司首次公开发行股票10,000.00万股，于2020年9月17日在深圳证券交易所创业板上市（股票简称：惠云钛业，股票代码：300891.SZ），募集资金净额为32,439.58万元，上市后公司注册资本和实收资本均增加至40,000.00万元。

截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为40,000.00万元，第一大股东为钟镇光，实际控制人为钟镇光、汪锦秀夫妇，均为中国香港籍，钟镇光、汪锦秀夫妇持有美国万邦有限公司51.2244%股份，前十大股东暂未质押公司股份。

表1 截至2021年末前十大股东明细（单位：股）

股东名称	持股数量	持股比例
钟镇光	90,115,000	22.53%
朝阳投资有限公司	84,120,000	21.03%
美国万邦有限公司	79,165,000	19.79%
杨芹芳	4,117,000	1.03%
相秀虹	3,944,195	0.99%
李霞	1,822,006	0.46%
云浮市百家利投资合伙企业(有限合伙)	1,465,000	0.37%
林志远	1,185,900	0.30%
肖强	748,582	0.19%
香港中央结算有限公司	516,849	0.13%
合计	267,199,532	66.80%

资料来源：公司2021年年度报告

公司主要从事钛白粉产品的研发、生产和销售，钛白粉主要应用于涂料、塑料、造纸、印刷油墨等领域。截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司共1家，见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：广东惠云钛业股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过4.9亿元；

债券期限：6年；

还本付息方式：每年付息一次的付息方式，到期归还本金和支付最后一年利息；

转股期限：自本期债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格的确定及调整：本期债券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、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一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发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：本期债券存续期间，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 85%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表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者；

赎回条款：债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的本期债券，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。在转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权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本期债券：（1）公司股票在连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；（2）本期债券未转股余额不足 3,000 万元时；

回售条款：在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%时，本期债券持有人有权将其持有的全部或部分本期债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若公司本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃优先配售权。具体优先配售数量由股东大会授权董事会在本次发行前根据市场情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。原股东享有优先配售之外的余额（含原股东放弃优先配售部分）采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由承销团包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过4.90亿元，资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
50KT/年改80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改工程	27,909.50	27,700.00	99.25%
60万吨/年钛白稀酸浓缩技术改造项目	10,624.98	10,600.00	99.76%
一体化智能仓储中心建设项目	5,965.56	5,900.00	98.90%
补充流动资金	4,800.00	4,800.00	100.00%
合计	49,300.04	49,000.00	99.39%

资料来源：公司提供

1、项目建设内容

本期债券募投项目具体项目如下：

(1) 50KT/年改80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改工程

本项目的实施主体为公司，在公司现有生产装置的基础上，通过技术改造，将金红石型钛白粉初品的产能由5万吨/年提升至8万吨/年，并新增副产品七水硫酸亚铁产能75KT/年。项目规划建设期为2年。

(2) 60万吨/年钛白稀酸浓缩技术改造项目

本项目的实施主体为公司，针对硫酸法钛白粉生产过程中产生的稀硫酸（浓度约22%），通过技术改造生产设备引进安装、配套设施建设及完善人员配置等，采用MVR稀酸浓缩工艺，将稀酸浓缩到50%浓度后工业化利用，预计新增年产50%硫酸26.4万吨及年产副产品一水硫酸亚铁8.775万吨。项目规划建设期为2年。

(3) 一体化智能仓储中心建设项目

本项目的实施主体为公司，本项目建设的仓储系统主要分为两大部分：一是自动化立体仓库，主要是钛白粉立体库区；二是五金仓库，主要为五金仓库货架及信息化系统。项目规划建设期为1年。

2、项目审批情况

50KT/年改80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改工程项目已经云浮市云安区工业和信息化局备案，并取得备案证编号为“195323264330002”的《广东省技术改造投资项目备案证》。已取得云浮市生态环境局出具的云环建管〔2019〕124号《关于广东惠云钛业股份有限公司50KT/年改80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改工程环境影响报告书的批复》。

60万吨/年钛白稀酸浓缩技术改造项目已经云浮市云安区工业和信息化局备案，并取得备案证编号为“227172264334476”、项目代码为“2202-445303-04-02-886580”的《广东省技术改造投资项目备案证》，本项目已完成建设项目环境影响登记备案程序，并取得《建设项目环境影响登记表》。

一体化智能仓储中心建设项目已经云浮市云安区工业和信息化局备案，并取得备案证编号为“215323264330002”、项目代码为“2105-445303-04-02-656526”的《广东省技术改造投资项目备案

证》。截至本可行性分析报告出具之日，本项目的环评手续正在办理中。

3、项目投资进度

截至2021年末，50KT/年改80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改工程已投入0.27亿元，其余募投项目均尚未投入建设。

4、项目经济效益

50KT/年改80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改工程项目经营预测期为10年（含建设期2年），实施后主要为公司首次公开发行人股票募投项目之“8万吨/年塑料级金红石型钛白粉后处理改扩建项目”配套提供金红石型钛白粉初品，主要包括金红石型钛白粉初品及副产品七水硫酸亚铁，根据深圳市瑞林投资咨询有限公司出具的可行性研究报告，该项目达产后产量分别为3万吨和7.5万吨，项目的内部收益率（所得税后）为19.44%；60万吨/年钛白稀酸浓缩技术改造项目经营预测期为10年（含建设期2年），根据深圳市瑞林投资顾问有限公司出具的可行性研究报告，该项目达产后50%浓度的硫酸产量为每年26.4万吨，一水硫酸亚铁产量为每年8.775万吨，项目的内部收益率（所得税后）为22.67%；一体化智能仓储中心建设项目并不单独产生直接的经济效益，但通过实施本项目，有利于提升仓储能力，满足公司未来发展的需要。受疫情等因素影响，募投项目建设进度可能存在不确定性。项目建成后预计会提升公司原材料供给能力，但如遇市场环境变化、公司市场开拓力度不及预期，公司新增产能存在消化风险，原材料供给可能存在过剩风险。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

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

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全

球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

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

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0% 左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

钛白粉工艺成熟，应用领域广泛

钛白粉化学名称为二氧化钛，商用名称为钛白粉，工艺成熟，产品品种齐全，应用涉及各工业领域和人们日常生活，是市场价值仅次于合成氨和磷化工的第三大无机化工产品。钛白粉原料主要为硫酸和钛精矿，工艺主要分为硫酸法和氯化法，我国以硫酸法为主。

产品方面，钛白粉产品分为颜料级和非颜料级，颜料级分为锐钛型和金红石型，经过多年发展，我国钛白粉产品主要为金红石型。应用领域方面，钛白粉广泛应用于涂料、塑料、造纸、印刷油墨、橡胶、化纤、陶瓷、化妆品、食品、医药、电子工业、微机电和环保工业等，金红石型钛白粉比锐钛型钛白粉具有更好的耐候性和遮盖力，主要用于高级室外涂料、有光乳胶漆、塑料、有较高消色力和耐候要求的橡胶材料、高级纸张涂层等。

图1 钛白粉产业链

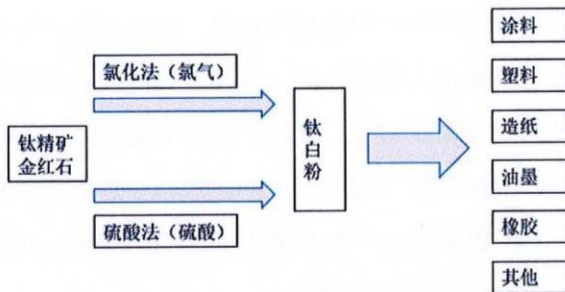
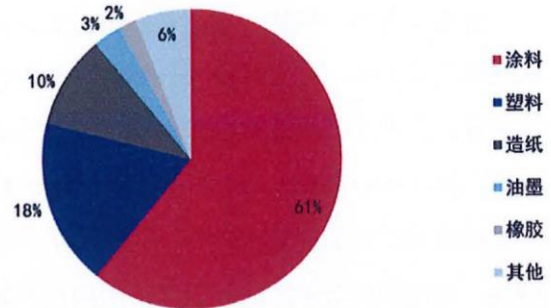


图2 钛白粉下游需求以涂料为主



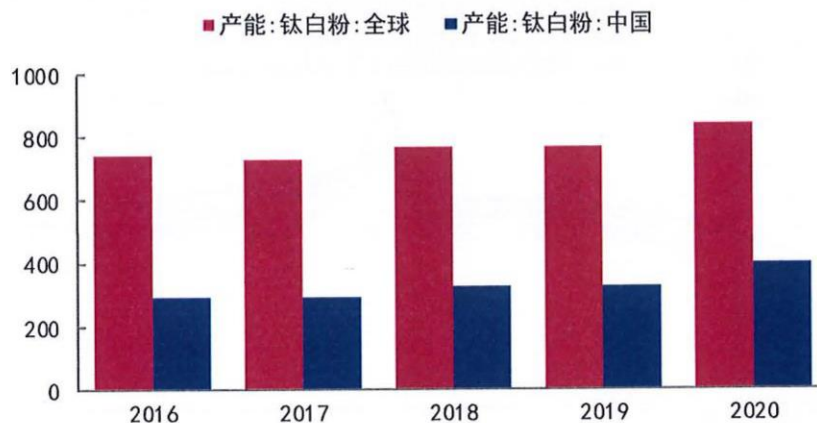
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

我国钛白粉产能攀升较快，占全球产能比例快速提升

我国钛白粉工业的研究和建厂起始于1995年，但实质性发展起始于1998年。2016-2020年，全球钛白粉产能缓慢爬坡，由740万吨增长至840万吨。相比之下，中国钛白粉产能则释放较快，由294万吨增至400万吨。中国钛白粉产能占全球钛白粉产能比例也不断提高，2020年达到47.62%。2021年，国内钛白粉产能预计在450万吨左右，进一步快速增长，而产量方面，国内钛白粉产量由2016年的259.72万吨增长至2021年的379万吨，随着产能的快速释放，产能利用率逐渐走低。

图3 近年钛白粉产能保持稳定增长（单位：万吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

短期内下游房地产受政策影响较大，出口成为行业重要驱动力

钛白粉行业景气度与宏观经济发展基本一致，具有明显周期性，涂料为钛白粉第一大应用行业，受下游房地产行业高速发展带动，塑料制品为钛白粉第二大应用行业，而使用钛白粉的塑料主要应用于建筑、机械等工业领域，同样与宏观经济关联度较大。

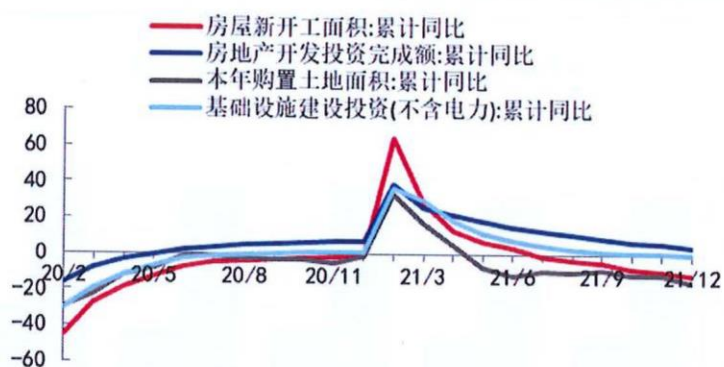
2016-2021年，钛白粉国内消费量呈上涨趋势。国内钛白粉的表观消费量从2017年的206万吨增长至2021年的267万吨，涨幅为29.6%。

房地产方面，短期内受政策影响较大，2020年随着疫情缓解带来的流动性释放，房地产行业迎来短期的景气度上涨，下半年货币政策逐步回归常态化、过热区域加大调控力度，叠加“三道红线”的融资监管新规，土地出让市场整体走低，2020年土地购置费用同比增长6.70%，较上年同期14.50%的增速明显回落。2021年4月以来，房地产领先指标房屋新开工面积持续下降，从高位的64%骤跌至9月末的-4.50%，伴随着房地产企业的频频暴雷，截至2021年末，新开工面积及房地产投资额分别同比跌至-11.40%和4.4%，而2021年全年土地购置费用则同比下降2.10%，为近20年来首次下降。

2022年第一季度，百强房企一季度业绩缩水超五成，一季度土地出让金同比实现增长的省份仅有北京和福建，房地产行业已进入冰点。目前政策面和资金面已经有所转暖，2022年以来，已有超过60个城市出台放松限购限贷和降低房贷利率政策，上半年需求或有所支撑。此外，从欧美市场发展来看，存量房体量到一定程度则会出现房屋二次翻新的高峰，普遍的重涂周期在8-12年，未来家装及翻新产生的涂料需求会对上游钛白粉产生支撑。

随着房地产行业的景气度下行，国内钛白粉增量需求或将主要来源于塑料、造纸、橡胶、化纤、陶瓷、化妆品等其他行业。

图4 2021年以来房地产投资明显回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

出口方面，一方面得益于全球范围内，我国钛白粉产能份额的不断提升，另一方面我国钛白粉产品具有较高的性价比，出口也成为国内钛白粉厂家的主要销售渠道之一，近年出口均处于较高增长状态，2021年出口占国内产量比例约34.62%左右。出口量从2016年的71.7万吨增长至2021年的131.2万吨，涨幅为83%。

我国钛白粉出口快速增长主要源自新兴经济体，近年发展中国家经济增速较快，下游房地产等行业

对上游原料钛白粉需求持续增加，受人民币汇率不断下跌影响，2020年钛白粉出口量快速增长，随着海外国家逐步复工，防疫政策逐渐放松，2021年出口增速有所回落，但出口市场仍保持较高景气度，2022年1-2月出口仍保持较高增速。

图5 2021年国内钛白粉出口增速出现回落

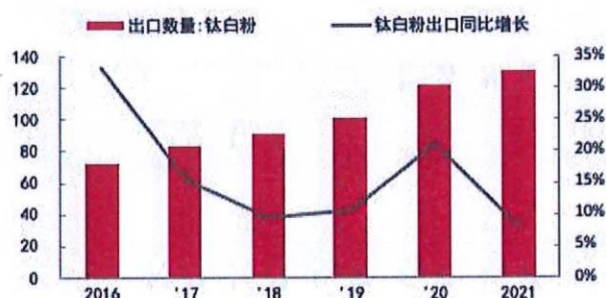
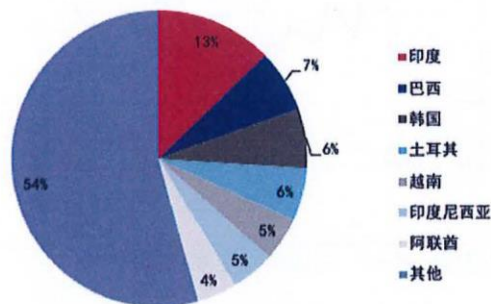


图6 2021年钛白粉出口以发展中国家为主



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

整体来看，未来国内钛白粉需求量大幅提升可能性较小，但随着各家公司不断扩产，产能提升较快，若未来钛白粉出口量无法保持高速增长，未来国内钛白粉行业将呈供大于求的格局。

产品钛白粉与原料钛精矿的销售价格具有较强的正关联性，钛精矿为周期性产品，目前价格处于历史相对高位

钛白粉成本中钛精矿占比超一半，钛白粉的主要原材料钛精矿的采购价格主要与国内外市场的大宗矿产价格挂钩，钛精矿的销售价格与钛白粉的销售价格具有较强的正关联性，两者互相影响。根据美国地质调查局（USGS），中国的钛铁矿产品（主要为钛精矿）产量占全球总产量的12.90%，2020年，我国钛精矿产量大约633万吨，同比增长32.7%，其中攀西地区的产量为511万吨，占国内总产量的80.7%；进口钛精矿301万吨，同比增长了15.3%。国内钛精矿主要由攀西地区的钒钛磁铁矿采选企业供应，部分从越南、印度、澳大利亚等国进口。

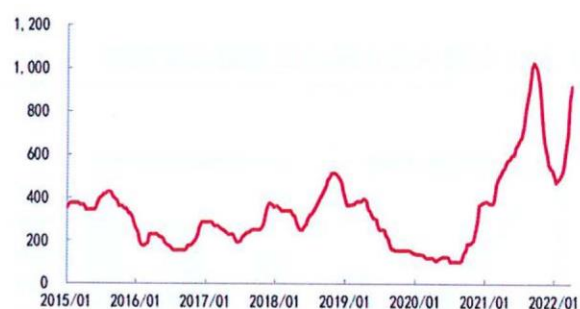
硫酸为钛白粉生产另一重要原材料，2020年8月，国内硫酸价格接近100元/吨触底后，经历了一年半的调整，硫酸价格从100元/吨上涨至2021年9月的1,000元/吨左右，大幅上涨超10倍，创十年以来新高，尽管此后价格出现较大回落，但目前价格仍在800元/吨左右的高位。硫酸加工成本主要为天然气和电力，2022年3月以来，俄乌爆发冲突，全球石油、天然气等能源价格大幅上涨，同时受煤炭价格大幅上涨等因素影响，2021年下半年国内各省纷纷公布限电方案，对工业企业正常生产存在一定影响。

图7 2021年供给增长钛精矿价格有所下降（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图8 2020年8月起硫酸价格迎来大幅上涨（单位：元/吨）



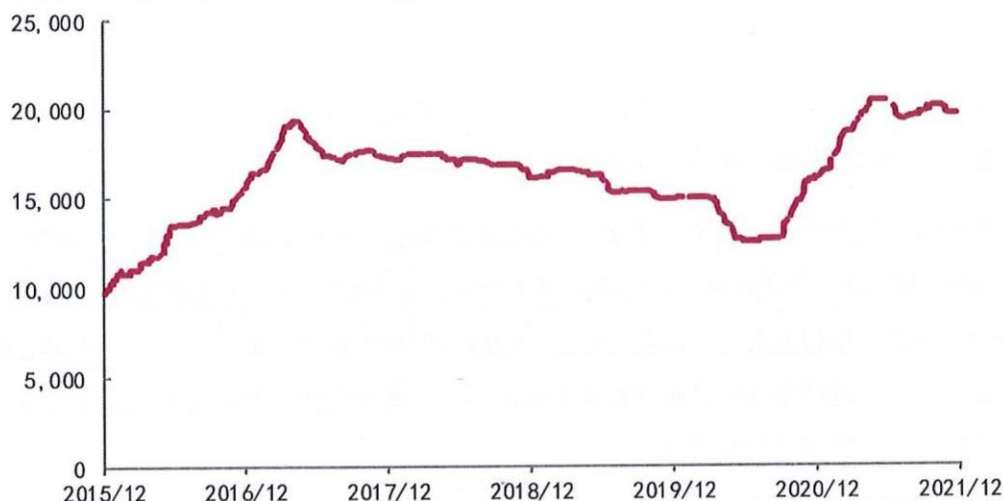
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2020年起钛白粉价格持续上涨，目前仍处于历史高位

2016年受主产区攀西钛矿产量减少，下游钛白粉需求好转，钛白粉价格持续走高。2019年以来，国内钛矿价格在环保压力下维持高位，海外钛矿价格攀高，成本端支撑较为强劲。然而进入2020年后，由于疫情对需求端造成较大冲击，钛白粉与钛矿价格均短期内出现回落，2020年4季度至今，受上游原材料钛精矿成本上升、出口量增多等因素影响，钛白粉市场价格持续上涨，2021年年初至今，钛白粉企业连续公布多轮调价函，上调幅度均在8,000元/吨左右。

受出口需求旺盛影响，2022年之前，钛白粉市场库存持续保持低位，但随着国内房地产行业需求疲软，同时国内疫情呈现多地扩散趋势，钛白粉市场总库存不断提升，根据百川盈孚数据，目前库存水平已经上升至历史新高，钛白粉价格可能面临一定下行压力。

图9 2021年以来钛白粉价格持续上涨（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

钛白粉行业集中度不断提升，头部格局较为清晰

目前钛白粉行业的进入壁垒主要存在于政策方面，根据国家发改委于2011年3月颁布并自2011年6月1日起实施的《产业结构调整指导目录（2011年本）》中制定了限制“新建硫酸法钛白粉”的产业政策，对新进入者不能采用硫酸法工艺生产钛白粉，目前国外钛白粉生产以氯化法工艺为主，而国内则以硫酸法为主。

从国际看，钛白粉生产工厂规模趋于大型化，产能日益向少数厂商集中，且产业并购重组仍在进行当中，行业集中度极高，以科慕、特诺、Venator、康诺斯为主。

从国内看，据国家化工行业生产力促进中心钛白粉中心统计数据显示，截至2021年末，全国能维持正常生产的全流程型规模化钛白粉企业共计42家，钛白粉行业在近年出现了龙蟒钛业与佰利联的并购重组等产业重组事件以及一些中小生产企业因环保等因素关停，2020年产量排名前12位的企业钛白粉产量占全国总产量的73.24%，钛白粉行业产业集中度有所提高。其中主要上市公司有龙佰集团（股票代码：002601）、中核钛白（股票代码：002145）、攀钢钒钛（股票代码：000629）、金浦钛业（股票代码：000545）和安纳达（股票代码：002136）等，龙佰集团为国内钛白粉行业龙头，生产规模居全球第四，亚洲第一。

五、公司治理与管理

公司股权结构较为稳定，自成立以来，控股股东为钟镇光，实际控制人为钟镇光、汪锦秀夫妇。截至2021年末，实际控制人合计控制公司32.67%股权，高于公司第二大股东朝阳投资有限公司11.64个百分点。

公司已按照《公司法》、《证券法》等法律法规以及《公司章程》的要求建立了股东大会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定。

股东大会是公司的权力机构，具有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、监事的报酬事项等职权。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由9名董事组成，包括3名独立董事，设董事长1名、副董事长1名。董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事任期3年，任期届满可连选连任。公司董事会设立审计委员会、战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等专门委员会。董事会专门委员会对董事会负责，各专门委员会的提案提交董事会审议决定。董事会的主要职权包括执行股东大会的决议以及决定公司的经营计划和投资方案等。

公司设监事会。监事会由3名监事组成，监事会设主席1人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事的任期每届为3年。监事任期届满，连选可以连任。监事会的主要职权包括检查公司财务以及对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。总经理每届任期3年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，主要职权包括主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作以及组织实施公司年度经营计划和投资方案等。公司根据自身经营管理需要构建了内部组织架构，目前设立了采购部、财务部、生产部、技改部、销售部等部门，组织架构图见附录三。

六、经营与竞争

公司自成立以来主要从事钛白粉研发、生产和销售，公司主要收入来源于金红石型钛白粉，锐钛型钛白粉收入占比逐步降低；公司本部及子公司云浮市业华化工有限公司（以下简称“业华化工”）生产硫酸，主要为内部自用，多额外售，其中2021年硫酸外售规模实现快速增长；其他业务收入主要为生产钛白粉及硫酸过程中产生的铁精矿、硫酸亚铁、钛石膏等副产品。2020年公司营业收入下降主要系受疫情影响，下游需求下降，并且产品价格下降所致。2021年，钛白粉行业需求改善，公司金红石型钛白粉收入实现大幅增长，带动公司营业收入快速提升。

毛利率方面，近年公司销售毛利率有所波动，2020年下降主要系金红石型钛白粉毛利率有所下行，主要系产品价格下降所致，而2021年硫酸业务收入占比明显提升，且毛利率由负转正，带动公司销售毛利率上涨至23.62%。

表3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
金红石型钛白粉	12.56	20.01%	7.41	20.80%	7.46	24.41%
锐钛型钛白粉	0.80	16.73%	0.97	12.44%	1.41	13.13%
硫酸	0.95	46.06%	0.21	-42.17%	0.33	-3.41%
其他	1.20	48.13%	0.91	36.13%	0.81	39.05%
合计	15.50	23.62%	9.50	19.99%	10.01	23.09%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在钛白粉生产领域拥有一定竞争力，近年呈产销两旺态势，出口业务增长较快

公司主要产品为金红石型钛白粉和锐钛型钛白粉，产量规模在行业中处于中上水平，产品广泛应用于塑料、涂料和油墨等行业，在全国销售并出口至葡萄牙、俄罗斯、新加坡、韩国、越南、马来西亚等地。

公司拥有一定的行业影响力和知名度，在国内形成了完整的“硫-钛-铁-钙”循环经济产业链，被评为广东省“硫-钛-铁-钙”产业工程技术研究中心等。截至2021年末，公司具有连续酸解技术、外加晶种微压水解技术、煅烧技术和包膜技术等技术，拥有发明专利6项，实用专利14项，具备一定的自主研发和技术创新能力。

公司所处行业面临较高的环保监管和政策压力，若废物不能有效利用或“三废”排放不达标，则相关生产工具将被列入需要淘汰的落后生产工艺装备和产品目录。公司具备完整的“三废”治理系统，废水、废气实现达标排放，废渣已做到综合利用或有效治理，先后被评为“硫酸法钛白粉清洁生产和循环经济产业链示范基地”、“广东省清洁生产企业”，近年未收到环保处罚。但公司未来仍存在因不能达到环保要求或发生环保事故而被有关部门处罚的可能性，进而对公司生产经营造成不利影响。

近年公司产品质量持续提高，特别是塑料级金红石型钛白粉产品的性能已达到国际同类产品标准，除此之外，发展中国家经济增速较快，下游行业对钛白粉原料需求增加，同时2020年疫情以来，海外钛白粉产能受限，受益于此，公司出口规模和营收占比持续提升。但未来如果海外国家或地区出台针对我国钛白粉出口的贸易保护措施、对钛白粉的需求降低、当地市场竞争进一步加剧等情况，或公司海外市场开拓不利，公司的出口业务将受到不利影响。同时，随着公司出口规模的逐年提升，公司海外业务受汇率波动影响持续加大，未来可能面临汇兑损失风险。

表4 按销售区域划分的公司主营业务收入构成（单位：万元）

销售区域	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	106,654.58	68.81%	67,352.56	70.88%	74,733.91	74.67%
出口	48,348.04	31.19%	27,668.84	29.12%	25,357.45	25.33%

合计	155,002.62	100.00%	95,021.40	100.00%	100,091.36	100.00%
----	------------	---------	-----------	---------	------------	---------

资料来源：公司 2019-2021 年年报，中证鹏元整理

受益于钛白粉行业景气度较高，近年公司产品产销情况良好。除正常销售外，公司还存在一部分内部领用消耗量，内部领用消耗量包括生产领用及研发领用等，主要集中在锐钛型钛白粉。整体来看，近年公司产销率均保持在98%以上。

产品定价方面，公司产品销售价格主要参照国内外市场的公开报价进行定价，2019年-2021年公司钛白粉产品的销售价格呈现先降后升的趋势，自2020年3季度触底反弹后，钛白粉产品的销售价格迅速提升，2021年的销售均价同比实现大幅提升。

表5 公司产品产销情况（单位：万吨、元/吨）

产品名称	项目	2021年	2020年	2019年
金红石型钛白粉	产量	76,974.93	60,582.95	52,351.23
	总销量	76,013.53	59,795.05	55,859.40
	其中：内部领用消耗量	0.00	1.50	3.10
	产销率	98.75%	98.70%	106.70%
	平均售价	16,517.18	12,389.99	13,360.49
锐钛型钛白粉	产量	21,611.93	16,301.90	15,160.50
	总销量	22,268.73	16,841.68	15,604.80
	其中：内部领用消耗量	17,039.00	7,606.23	3,246.10
	产销率	103.04%	103.31%	102.93%
	平均售价	15,218.41	10,523.96	11,381.49

注：总销量=产成品对外销量+内部领用消耗量，内部领用消耗量包括生产领用及研发领用等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售模式上，公司钛白粉的销售由销售部统一负责，采取直销和经销相结合的销售模式，近三年经销模式收入占比分别为57.05%、65.55%和67.31%，占比逐年提升。其中，直销模式下，公司将产品直接销售给终端用户，终端用户根据其采购需求，按批次与公司分别签订购销合同，对于重要终端客户，公司一般给予30天账期；经销模式下，公司与合作时间较长、信誉较好、采购量较大的主要经销商签订了年度框架协议，通过年度框架协议约定产品品质标准、产品交付周期、产品定价方式、货款结算方式和回款信用政策等主要业务条款，后续在每次销售时单独签署购销合同具体约定产品售价和数量，对于其他未签订年度框架协议的经销商，采取每次采购时单独签订购销合同的方式。对于经销商，公司一般采用“款到发货”的结算方式。此外，对于国外销售，客户一般通过订单下达采购需求并指定承运方，公司根据合同约定发货，一般采用“款到发货”的结算方式。

公司的主要客户有巴蒙实业（上海）有限公司及其海外公司、杭州和盟化工有限公司及其海外公司和JRB POLYMERS,LTD等海外化学涂料公司，下游客户资质尚可且较为稳定，近三年前五大客户集中

度逐年提升，但集中度水平尚可。

表6 公司近年来前五大客户情况（单位：万元）

序号	客户名称	销售额	占当期收入比例
2021 年度			
1	BOOM (HK) LIMITED	17,361.58	11.18%
	巴蒙实业（上海）有限公司	4,170.96	2.69%
	小计	21,532.54	13.87%
2	杭州和盟化工有限公司	16,631.36	10.71%
	HARMONY CHEMICAL (INT'L) CO., LTD.	3,620.90	2.33%
	小计	20,252.26	13.04%
3	JRB POLYMERS, LTD	7,184.65	4.63%
4	深圳美礼联钛业股份有限公司	5,107.25	3.29%
	深圳市三工色彩科技有限公司	742.65	0.48%
	小计	5,849.90	3.77%
5	江苏鼎钛新材料科技有限公司	5,119.65	3.30%
合 计		59,939.00	38.60%
2020 年度			
1	BOOM (HK) LIMITED	8,152.18	8.54%
	巴蒙实业（上海）有限公司	2,538.53	2.66%
	小计	10,690.71	11.20%
2	杭州和盟化工有限公司	9,817.00	10.28%
	HARMONY CHEMICAL (INT'L) CO., LTD.	685.05	0.72%
	小计	10,502.05	11.00%
3	CHAIYO PTE LTD	5,415.49	5.67%
4	JRB POLYMERS, LTD	4,933.53	5.17%
	深圳美礼联钛业股份有限公司	2,617.17	2.74%
	深圳市德宝五金塑胶有限公司	819.90	0.86%
5	深圳市三工色彩科技有限公司	60.50	0.06%
	小计	3,497.58	3.66%
	合计	35,039.35	36.70%
2019 年度			
1	杭州和盟化工有限公司	10,212.27	10.19%
	HARMONY CHEMICAL (INT'L) CO., LTD.	919.26	0.92%
	小计	11,131.54	11.11%
2	BOOM (HK) LIMITED	7,286.29	7.27%
	巴蒙实业（上海）有限公司	3,051.67	3.05%

	小计	10,337.96	10.32%
3	CHAIYO PTE LTD	4,229.42	4.22%
4	JRB POLYMERS, LTD	4,010.17	4.00%
5	中钛集团栾川县裕恒化工有限公司	3,261.98	3.25%
	合计	32,971.07	32.90%

资料来源：公司提供

公司生产具有一定区位优势，近年公司保持较高的产能利用率

公司生产基地仅有一处，位于广东省云浮市，云浮是中国重要的多金属矿化集中区之一，其中硫铁矿储量、品位均居亚洲首位，硫铁矿的区位优势为公司配套生产重要原材料硫酸提供了充足的原料供给，节省了危化品硫酸昂贵的运输费用，使得公司在生产上具有一定的区位优势。

公司采用硫酸法生产，生产模式为依据生产计划结合实际产销情况以大规模连续化方式组织生产，基本由公司生产部根据销售订单评审结果，考虑库存情况，结合车间的生产能力，于每月月底制订下月的生产计划。

公司具有一定规模优势，不断对现有的产线更新改造以提高产能。2021年9月，公司首次公开发行股票募投项目之一“8万吨/年塑料级金红石型钛白粉后处理改扩建项目”一期工程（后处理产能约3万吨）已验收达产。截至2021年末公司钛白粉年产能分别为成品金红石型钛白粉8万吨和锐钛型钛白粉或金红石型钛白粉初品1.875万吨，产能利用率较高。

表7 近年公司主要产品产能情况（单位：吨）

年度	产品	产能	产量	产能利用率
2021年	金红石型钛白粉	80,000.00	76,974.93	96.22%
	锐钛型钛白粉或金红石型钛白粉初品	18,750.00	21,611.93	115.26%
2020年	金红石型钛白粉	50,000.00	60,582.95	121.17%
	锐钛型钛白粉或金红石型钛白粉初品	15,000.00	16,301.90	108.68%
2019年	金红石型钛白粉	50,000.00	52,351.23	104.70%
	锐钛型钛白粉或金红石型钛白粉初品	15,000.00	15,160.50	101.07%

注：报告期各期，锐钛型钛白粉生产线分别生产 3,245.8 吨、7,606 吨、17,039.00 吨初品，内部领用至金红石型钛白粉生产线加工成产成品，在计算两条生产线的产能利用率时同时计算，在计算钛白粉最终总产量时，只计算最终金红石型钛白粉产成品产量。

资料来源：公司提供

钛白粉主要原料钛精矿供应商集中度较高，硫酸自给能力较强，钛精矿价格波动可能对公司盈利能力存在一定影响

公司硫酸法生产钛白粉所需的主要原料为钛精矿和硫酸，2021年9月，随着“8万吨/年塑料级金红石型钛白粉后处理改扩建项目”一期工程（后处理产能约3万吨）验收达产，公司开始采购金红石型钛

白粉初品满足日常生产需要。

原料钛精矿主要由公司从攀西地区采购，部分来自进口，钛精矿价格主要参考国内外市场行情公开报价。公司本部及子公司业华化工分别拥有25万吨硫磺制酸和20万吨硫铁矿制酸生产线，为公司钛白粉生产提供硫酸、蒸汽等，公司硫酸自给能力较强。硫酸原料主要为硫磺和硫铁矿，硫磺由公司从广西、广东采购，硫铁矿由子公司业华化工主要从公司所在地云浮采购。对于原料钛精矿、硫磺、硫铁矿，公司主要采取大宗采购模式，以“预付货款”、“货到付款”等方式结算。

公司与攀西地区的主要钛矿供应商建立了稳定的合作关系，能够保证钛精矿的稳定供应，但也造成了近年供应商集中度较高的状况，未来如果攀西地区因环保、产业政策等各种因素导致减少了钛精矿的供应，公司有可能因不能及时取得足够的原料而面临产销量降低、经营业绩下滑的风险；若由于钛矿原料减少供应，造成钛精矿价格大幅上涨，则将增加公司的采购和生产成本，对公司的盈利能力可能造成不利影响。

表8 近年公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	客户名称	主要产品	采购额	占原材料采购额比例
2021年	攀钢集团成都钒钛资源发展有限公司	钛精矿	19,481.30	19.86%
	广西德天化工循环股份有限公司	金红石型钛白粉初品	14,835.42	15.13%
	成都新静云贸易有限公司	钛精矿	10,834.20	11.05%
	韶关市盛世金茂矿业有限公司	硫铁矿	9,658.86	9.85%
	广西宇合生化工程有限责任公司	硫磺	8,083.22	8.24%
	合计	-	62,893.01	64.13%
2020年	攀钢集团成都钒钛资源发展有限公司	钛精矿	10,552.54	19.16%
	四川坤元金属材料有限公司	钛精矿	6,465.14	11.74%
	韶关市盛世金茂矿业有限公司	铁精矿	5,107.51	9.28%
	四川川投供应链管理有限公司	钛精矿	3,945.12	7.16%
	广州拓泰进出口贸易有限公司	钛精矿	3,040.79	5.52%
	合计		29,111.11	52.86%
2019年	攀钢集团成都钒钛资源发展有限公司及其关联公司	钛精矿	7,711.80	16.96%
	四川坤元金属材料有限公司及其关联公司	钛精矿	6,540.90	14.38%
	韶关市盛世金茂矿业有限公司	硫铁矿	3,959.06	8.71%
	广西宇合生化工程有限责任公司	硫磺	3,523.03	7.75%
	广西沙孚尔化工有限责任公司	硫磺	3,317.04	7.29%
	合计		25,051.83	55.09%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

钛精矿的销售价格与钛白粉的销售价格具有较强的正相关性，两者互相影响，钛白粉和钛精矿受宏

观经济周期、供需关系、市场预期、投机炒作等众多因素影响，其价格具有高波动性。2020年三季度以来，受益于经济复苏，下游需求回暖，钛白粉价格持续上涨，原料钛精矿价格也逐渐上涨，若公司产品价格调整频率和时间滞后于原材料价格波动，或钛白粉市场价格下跌，而钛精矿的采购价格不能及时跟随下跌，均会导致公司盈利能力存在一定的波动。

表9 近年公司主要原材料采购情况（单位：万吨、亿元、元/吨）

项目名称	2021年			2020年			2019年		
	数量	金额	均价	数量	金额	均价	数量	金额	均价
钛精矿	15.96	3.90	2,443.25	18.52	3.40	1,833.25	14.01	2.05	1,465.05
硫磺	5.83	0.88	1,510.64	5.46	0.38	697.26	6.91	0.69	998.43
硫铁矿	19.55	0.98	501.86	16.38	0.58	352.50	14.29	0.56	392.84
金红石型钛白粉初品	1.24	1.84	14,840.95	-	-	-	-	-	-
合计	42.58	7.60	-	40.36	4.36	-	35.21	3.30	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除原材料采购外，公司日常生产主要能源采购为天然气，2022年3月以来，俄乌爆发冲突，全球石油、天然气等能源价格因此大幅上涨，若天然气价格持续上涨，则会对公司经营业绩造成不利影响。

公司项目建设资金压力尚可，需关注产能消化问题

截至2021年末，公司主要在建项目为本期募投项目中的金红石型钛白粉初品技改工程和首次公开发行股票募投项目（含年产8万吨塑料级金红石型钛白粉后处理技改项目、循环经济技术改造项目、信息化运营中心建设项目及研发中心建设项目），计划总投资合计7.50亿元，拟建项目为本期债券其余募投项目。总体看来，公司主要在建及拟建项目自有资金缺口在1.5亿元左右，项目建设资金压力尚可。在建项目建成后，公司将新增8万吨塑料级金红石型钛白粉成品产能，3万吨硫酸法金红石型钛白粉初品产能，如遇市场环境变化、公司市场开拓力度不及预期，公司可能面临新增产能无法消化的风险。

表10 2021 末公司主要在建及拟建项目（单位：万元）

项目名称	总投资额	募集资金承诺投资额	累计已投资额	其中募集资金投入
在建项目				
50KT/年改 80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改工程	27,909.50	27,700.00	2,662.55	-
年产 8 万吨塑料级金红石型钛白粉后处理技改项目	26,408.00	14,511.58	8,923.83	8,923.83
循环经济技术改造项目	10,072.15	9,065	2,102.21	2,102.21
信息化运营中心建设项目	6,471.86	5,120	3,445.33	3,445.33
研发中心建设项目	4,159.67	3,743	139.97	139.97

合计	75,021.18	60,139.58	17,273.89	14,611.34
拟建项目				
60万吨/年钛白稀酸浓缩技术改造项目	10,624.98	10,600.00	-	-
一体化智能仓储中心建设项目	5,965.56	5,900.00	-	-
合计	16,590.54	16,500.00	-	-

注：50KT/年改80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改工程为本期债券募投项目，其募集资金承诺投资额为拟承诺投资额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年三年连审审计报告及2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围情况：仅2019年注销云浮市惠通矿业有限公司，其余年份无变化。

资产结构与质量

公司资产规模较小但近年保持逐年增长趋势，资产主要以日常营运资金储备、原材料储备和厂房设备为主，符合公司所处行业生产经营特点，资产流动性尚可

流动资产方面，近年公司货币资金规模逐年增长，其中2020年增长较多主要系IPO募集资金所致。截至2021年末，货币资金中有0.10亿元使用受限，均为票据保证金。近年公司应收票据规模逐年增长，主要系公司经营规模的扩大且使用票据支付的结算方式有所增加。应收账款规模则相对较小，主要系公司与主要客户形成了良好的合作关系，付款较及时，账龄主要集中在1年以内，截至2021年末，公司前五大欠款方集中度为32.64%，账龄均在一年内且均为公司长期合作客户，坏账风险较小。近年存货规模逐年递增，其中2020年原材料增长较多，主要系2020年下半年原材料价格持续上涨，公司原材料入库成本较高，而2021年增长主要系公司经营规模增长及原材料价格的继续上涨，此外，钛白粉行业景气度较高，公司产品产销情况良好，公司计提的存货跌价准备较小。

公司固定资产主要为房屋建筑物和生产设备，近年规模较为稳定，2021年实现一定增长，主要系当期IPO募投项目完成部分转固，截至2021年末，公司账面价值0.33亿元固定资产已用于抵押。近年公司在建工程持续增长，主要系IPO募投项目持续投入。无形资产主要为土地使用权，主要为工业用地以及小部分商住用地，全部位于广东省云浮市，其中0.28亿元已用于抵押。

整体来看，公司资产主要以货币资金、经营性应收款项、存货和固定资产为主，符合公司所处行业生产经营特点，截至2021年末，公司受限资产为1.18亿元，占当期总资产的6.48%，受限比例较低，公

司资产流动性尚可。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.24	17.82%	2.81	20.17%	0.74	7.44%
应收票据	2.27	12.49%	0.20	1.47%	0.01	0.08%
应收账款	0.92	5.05%	0.59	4.23%	0.53	5.34%
应收款项融资	0.37	2.06%	1.69	12.16%	1.77	17.84%
存货	2.66	14.64%	1.70	12.21%	1.16	11.73%
流动资产合计	10.03	55.10%	7.77	55.83%	4.36	44.03%
固定资产	5.51	30.27%	4.39	31.54%	4.47	45.12%
在建工程	1.10	6.03%	0.86	6.16%	0.28	2.85%
无形资产	0.91	4.99%	0.74	5.35%	0.73	7.35%
非流动资产合计	8.17	44.90%	6.15	44.17%	5.55	55.97%
资产总计	18.20	100.00%	13.91	100.00%	9.91	100.00%

资料来源：2017-2019年三年连审审计报告及2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

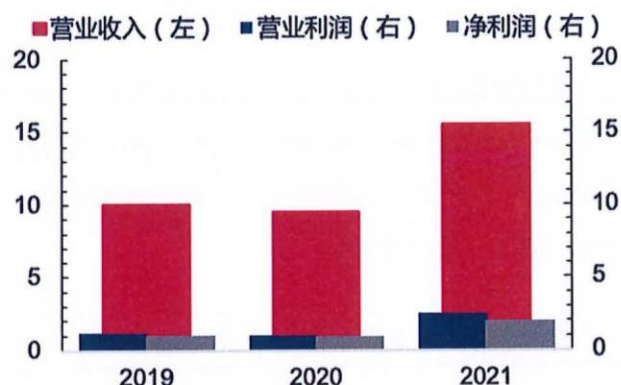
盈利能力

公司盈利能力稳中有升，需关注钛精矿市场价格周期性波动对公司盈利能力带来的影响

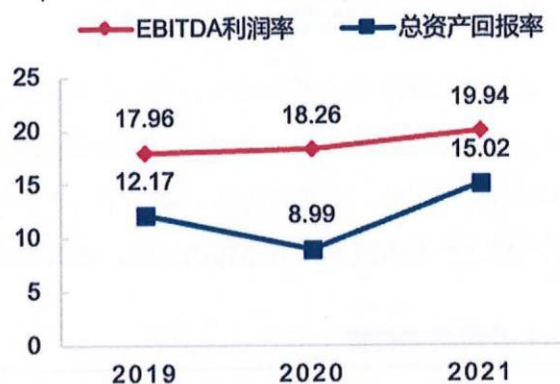
公司营业收入主要来自于金红石型钛白粉，2019-2020年该产品收入较为稳定，2021年则实现大幅增长，占比则保持逐年增长，2021年首次大于80%，受益于金红石型钛白粉收入的快速提升，2021年公司营业收入实现较快增长。

毛利率方面，近年公司销售毛利率有所波动，2020年下降主要系金红石型钛白粉毛利率有所下行，系产品价格下降所致，而2021年硫酸业务收入占比明显提升，且毛利率由负转正，带动公司销售毛利率有所上涨，需关注钛精矿价格变化对公司未来经营业绩及盈利能力的影响。

尽管毛利率有所波动，但公司盈利能力持续向好，EBITDA利润率逐年增长，总资产回报率则出现一定波动，但2021年升至三年新高。

图 10 公司收入及利润情况 (单位: 亿元)


资料来源: 2017-2019年三年连审审计报告及2020-2021年审计报告, 中证鹏元整理

图 11 公司盈利能力指标情况 (单位: %)


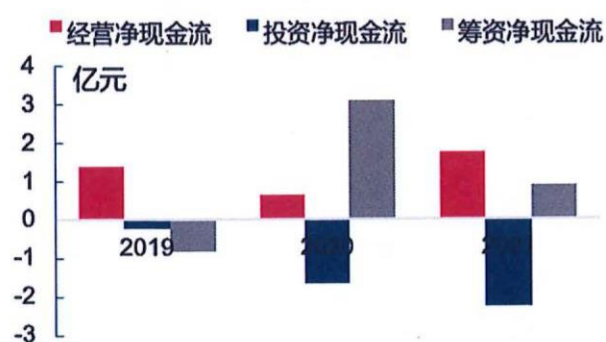
资料来源: 2017-2019年三年连审审计报告及2020-2021年审计报告, 中证鹏元整理

现金流

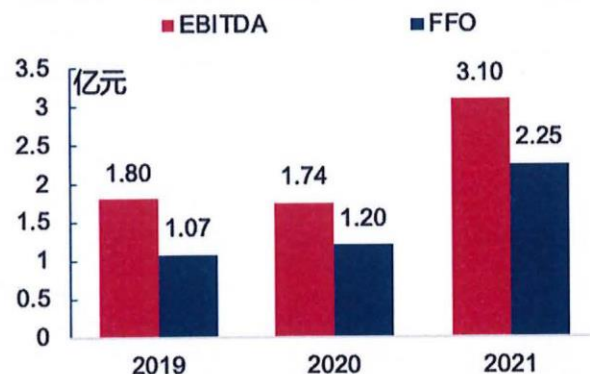
公司经营活动现金流表现较好, 投资活动现金持续大额净流出

近年公司经营活动现金流表现较好, 2021年, 公司经营业绩大幅提升, 但当期公司主要客户使用银行票据较多, 因此收现规模相对增长较小。2019-2020年公司经营活动现金生成能力及利润水平尚可, 2021年实现较大水平提升。整体来看, 公司经营活动现金流表现较好。

近年投资活动现金净流出规模有所波动, 2020年开始投资活动现金流均表现为持续大幅净流出, 主要系IPO募投项目及技术改造项目持续投入。筹资活动方面, 2019年公司经营活动良好, 偿还了一定规模债务, 2020年公司完成IPO, 筹资活动现金流入较大; 2021年度, 公司营业规模增长, 为补充营运资金, 公司增加了银行借款规模。公司目前在建项目未来仍需投入少量自有资金, 未来筹资压力尚可。

图 12 公司现金流结构


资料来源: 2017-2019年三年连审审计报告及2020-2021年审计报告, 中证鹏元整理

图 13 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源: 2017-2019年三年连审审计报告及2020-2021年审计报告, 中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司资本实力持续增强，债务负担较轻

公司所有者权益主要由资本公积、实收资本及未分配利润组成，受益于公司IPO成功发行，2020年资本公积大幅增长，受益于公司2021年经营业绩表现较好，未分配利润亦实现快速增长，2021年公司所有者权益继续增长。总负债方面，2021年公司新增较多借款，总负债规模明显上升。受上述因素影响，公司产权比率有所波动，但整体仍较低，所有者权益对负债的保障程度较好。

图 14 公司资本结构

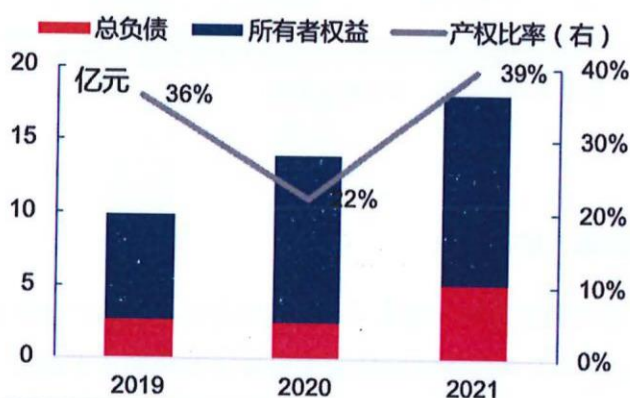
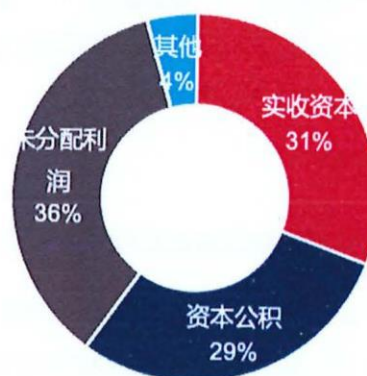


图 15 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：2017-2019 年三年连审审计报告及 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

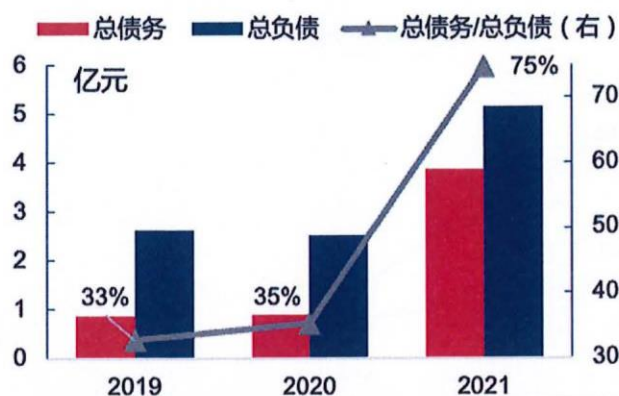
近年公司短期借款规模较大，主要为抵押、保证借款。应付票据及应付账款主要为应付原材料采购款及工程款，近年整体规模较为稳定。其他流动负债主要为2021年新增较多未终止确认票据。非流动负债主要为长期借款，主要为保证+抵押借款，整体规模较小。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

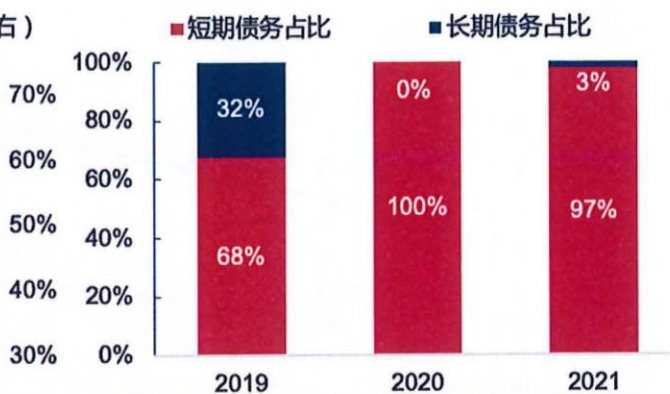
项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.93	37.50%	0.71	28.43%	0.49	18.54%
应付票据	0.59	11.42%	0.17	6.91%	0.00	0.00%
应付账款	0.69	13.38%	1.00	40.01%	1.22	46.25%
其他流动负债	1.26	24.43%	0.03	1.21%	0.00	0.00%
流动负债合计	4.89	94.94%	2.33	93.04%	2.15	81.74%
长期借款	0.10	1.89%	0.00	0.00%	0.28	10.64%
负债合计	5.15	100.00%	2.51	100.00%	2.63	100.00%

资料来源：2017-2019 年三年连审审计报告及 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年起，公司业务规模扩大，营运资金需求增加，公司对外融资规模增长，公司总债务增长实现大幅增长，同时公司债务主要集中在短期。

图 16 公司债务占负债比重


资料来源：2017-2019年三年连审审计报告及2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

图 17 公司长短期债务结构


资料来源：2017-2019年三年连审审计报告及2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

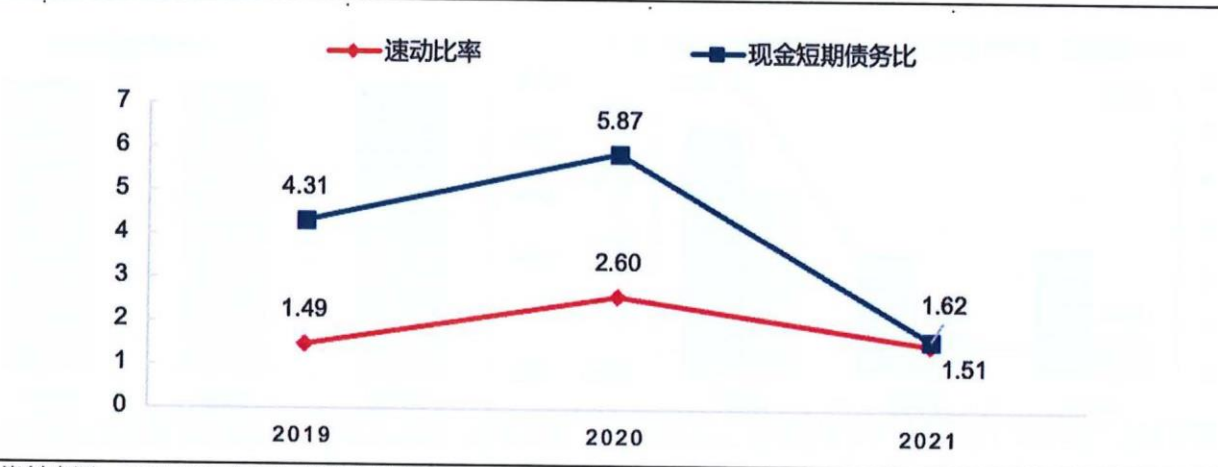
受公司IPO成功发行及债务增长影响，公司资产负债率有所波动，2021年末，公司资产负债率为28.29%，整体负债水平仍较低。同时，公司净债务为负，杠杆水平较低，EBITDA利息保障倍数表现较好。整体来看，公司债务负担较轻。

表13 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年	2020年	2019年
资产负债率	28.29%	18.02%	26.55%
净债务/EBITDA	-0.60	-2.34	-0.78
EBITDA利息保障倍数	66.20	62.22	26.04
总债务/总资本	22.77%	7.21%	10.60%
FFO/净债务	-120.24%	-29.36%	-77.01%

资料来源：2017-2019年三年连审审计报告及2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

2019-2020年，公司短期债务规模均较小，公司速动比率及现金短期债务比表现均较好，2021年，公司债务规模增长较多且几乎全部集中在短期，公司短期偿债压力有所上升，但短期偿债能力仍较好。截至2021年末，公司获得的银行授信总额为3.70亿元，尚可使用的授信额度为2.5亿元左右。

图 18 公司流动性比率情况


资料来源：2017-2019 年三年连审审计报告及 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年2月11日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录。

九、抗风险能力分析

公司主要从事钛白粉研发、生产和销售。公司地处广东省云浮市，其硫铁矿储量、品位均居亚洲首位，其区位优势为公司配套生产硫酸提供了充足的原料、节省了危化品硫酸昂贵的运输费用，使得公司具有一定成本优势。近年来公司经营情况较为稳定，客户稳定性较高，主业现金生成能力较有保障。同时，受益于IPO的成功和经营积累，公司资本实力明显提升，杠杆水平较低。但需要关注的是，公司下游房地产行业短期内受政策影响较大，产品钛白粉具有明显的周期性特征，若钛白粉价格的大幅波动，可能对公司业绩产生一定影响。同时，公司原材料钛精矿的采购过于集中在攀西地区，若主要供应商因政策及环保等因素减少供应，公司可能面临原材料短缺风险，且钛精矿周期性较强，亦存在价格波动风险。此外，公司产能规模较小，短时间内无法实现产能突破，随着近年公司钛白粉出口销售规模及占比逐年扩大，公司可能面临一定的汇率波动风险，进而承受汇兑损失。

整体来看，公司抗风险能力尚可。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险主要包括以下几个方面：

募投项目收益是本期债券偿债资金的重要来源之一。根据本期债券各募投项目可行性研究报告，50KT/年改80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改工程项目预计项目的内部收益率（所得税后）为19.44%。60万吨/年钛白稀酸浓缩技术改造项目的内部收益率（所得税后）为22.67%。但值得注意的是，受项目建设进度、市场环境变化等因素影响，本期债券募投项目的实际收益存在不达预期的可能。

此外，公司日常经营所产生的现金流也是偿债资金的重要来源。2019-2021年，公司分别实现营业收入10.02亿元、9.55亿元和15.53亿元；公司经营活动现金流分别净流入1.39亿元、0.65亿元和1.74亿元。

本期债券为可转换债券，并且设置了转股价向下修正条款，若在债券转股时能全部转为股份则无需还本付息，但应关注股价下跌或其他因素导致债券持有人不转股的可能。

十一、结论

综上，中证鹏元评定惠云钛业主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

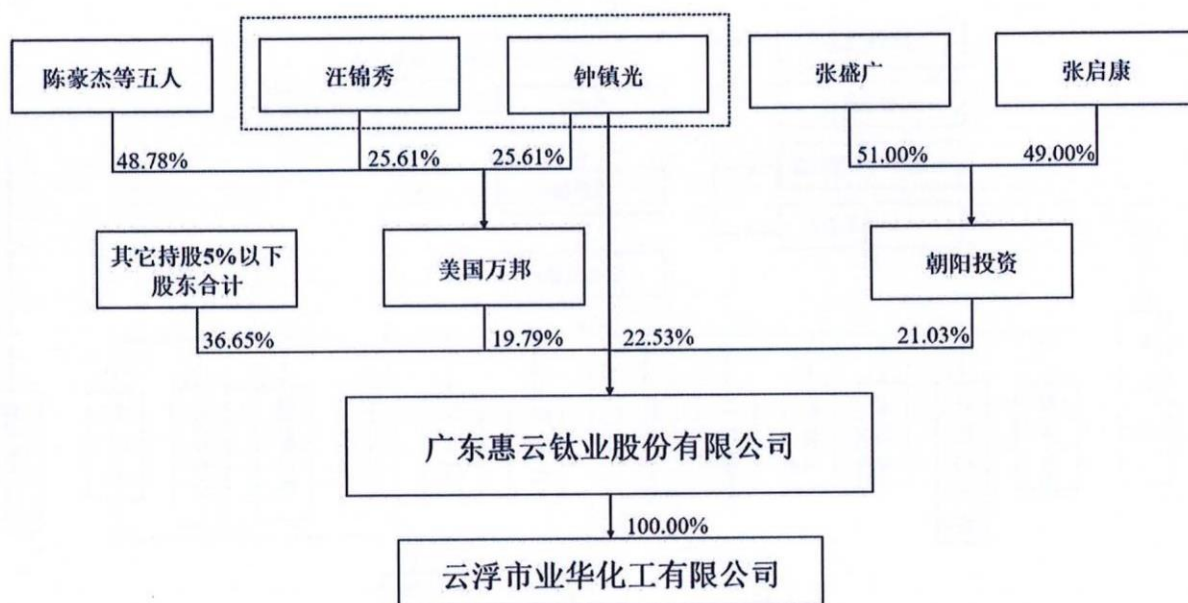
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年	2020年	2019年
货币资金	3.24	2.81	0.74
应收票据及应收账款	3.19	0.79	0.54
应收票据	2.27	0.20	0.01
存货	2.66	1.70	1.16
流动资产合计	10.03	7.77	4.36
固定资产	5.51	4.39	4.47
非流动资产合计	8.17	6.15	5.55
资产总计	18.20	13.91	9.91
短期借款	1.93	0.71	0.49
应付票据	0.59	0.17	0.00
应付账款	0.69	1.00	1.22
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.10
其他流动负债	1.26	0.03	0.00
流动负债合计	4.89	2.33	2.15
长期借款	0.10	0.00	0.28
非流动负债合计	0.26	0.17	0.48
负债合计	5.15	2.51	2.63
总债务	3.85	0.89	0.86
归属于母公司的所有者权益	13.05	11.41	7.28
营业收入	15.53	9.55	10.02
净利润	1.97	0.89	0.98
经营活动产生的现金流量净额	1.74	0.65	1.39
投资活动产生的现金流量净额	-2.27	-1.68	-0.24
筹资活动产生的现金流量净额	0.87	3.10	-0.81
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	23.68%	20.05%	23.16%
EBITDA 利润率	19.94%	18.26%	17.96%
总资产回报率	15.02%	8.99%	12.17%
产权比率	39.46%	21.98%	36.14%
资产负债率	28.29%	18.02%	26.55%
净债务/EBITDA	-0.60	-2.34	-0.78
EBITDA 利息保障倍数	66.20	62.22	26.04
总债务/总资本	22.77%	7.21%	10.60%
FFO/净债务	-120.24%	-29.36%	-77.01%
速动比率	1.51	2.60	1.49
现金短期债务比	1.62	5.87	4.31

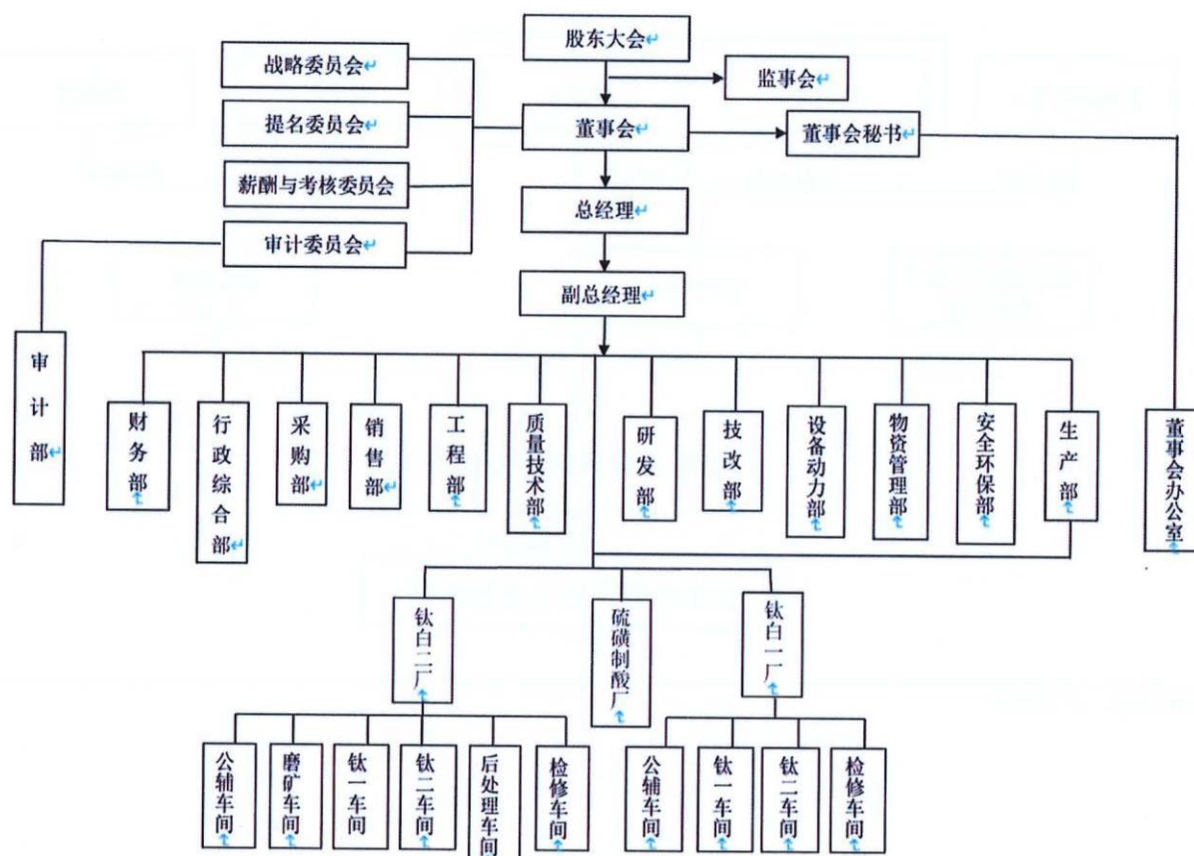
资料来源：2017-2019 年三年连审审计报告及 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
云浮市业华化工有限公司	3,000	100.00%	生产及销售硫酸

资料来源：公司 2021 年年度报告

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司(非上市)
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

**此复印件仅供
惠云钛业 使用
再复印无效**



登记机关



2018 年 11 月 08 日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018年12月21日

此复印件仅供
惠云钛业
再复印无效


SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	何佳欢	性别	女	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030219030004	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2019-03-23			



登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030219030004	2019-03-23	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	


SAC

中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	王皓立	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030221040003	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2021-04-30			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
S1030117040003	2017-04-11	世纪证券有限责任公司	一般证券业务	离职注销	2017-05-24
R0030221040003	2021-04-30	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	