

# 信用评级公告

联合〔2023〕3083号

联合资信评估股份有限公司通过对贵州川恒化工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，确定维持贵州川恒化工股份有限公司主体长期信用等级为AA<sup>-</sup>，并维持“川恒转债”信用等级为AA<sup>-</sup>，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：

二〇二三年五月二十三日

# 贵州川恒化工股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2023 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
贵州川恒化工股份有限公司	AA <sup>-</sup>	稳定	AA <sup>-</sup>	稳定
川恒转债	AA <sup>-</sup>	稳定	AA <sup>-</sup>	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
川恒转债	11.60 亿元	10.44 亿元	2027/8/12

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

转股期：2022 年 2 月 18 日至 2027 年 8 月 11 日

当前转股价格：19.98 元/股

评级时间：2023 年 5 月 23 日

## 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
化工企业信用评级方法	V4.0.202208
化工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已在联合资信官网公开披露

## 本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	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	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	4
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
指示评级				aa <sup>-</sup>
个体调整因素：—				--
个体信用等级				aa <sup>-</sup>
外部支持调整因素：—				--
评级结果				AA <sup>-</sup>

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，贵州川恒化工股份有限公司（以下简称“公司”）仍以磷酸二氢钙、磷酸一铵及磷矿石的生产和销售为主营业务，并继续在技术水平和原材料供应等方面保持竞争优势。2022 年以来，公司产能规模提升，收入规模扩大，经营业绩进一步向好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司海外业务占比较高，近年来大额投资带来的快速扩张风险，磷化工面临的环保压力较大以及对外担保带来的或有负债风险等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目完工，公司从传统磷化工领域向新能源材料方向转型战略规划逐步落实，整体竞争力或将进一步增强。

2022 年，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对待偿债券本金峰值保障能力较强，经营活动现金流净额对待偿债券本金峰值保障能力一般，但考虑到未来转股因素，公司的资本实力或将进一步增强，偿债压力将得以减轻。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>-</sup>，并维持“川恒转债”的信用等级为 AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定。

## 优势

1. **跟踪期内，经营业绩水平进一步提升。**2022 年，受益于行业景气度提升，磷矿石及主要磷化工产品销售均价均大幅上涨，叠加磷酸产能规模增加，公司收入规模扩大，盈利水平明显提升。2022 年，公司实现营业总收入 34.47 亿元，同比增长 36.26%；利润总额 9.45 亿元，同比增长 116.70%。

2. **原材料保障能力较强。**公司磷矿资源储量较为充足，自产磷矿石（不含磷精矿）已基本实现自给自足，成本控制能力较强。截至 2022 年底，小坝和新桥磷矿保有资源量为 9051.59 万吨，鸡公岭磷矿探获磷矿资源量 8253.00 万吨。2022 年，公司磷矿石生产量为 251.21 万吨，其中自用量 178.20 万吨，销售量 66.58 万吨。

3. **产能规模有所提升。**2022 年，受益于 10 万吨/年电池用磷酸铁项目及 20 万吨/年半水-二水湿法磷酸项目部分

分析师：张桐 周婷

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](http://www.lhratings.com)

装置建成投产，公司新增磷酸铁产品，同时磷酸产能规模有所提升；2023年一季度，公司磷酸一铵部分产能装置技改项目建设完毕，磷酸一铵产能由17万吨/年提升至26万吨/年。

## 关注

1. **项目投资风险及或有负债风险。**截至2023年3月底，公司主要在建项目规划总投资为92.50亿元，已累计投入22.31亿元，公司总投资规模很大。同时，公司参股的老虎洞磷矿项目尚未开展磷矿开采业务，或将面临较大资本支出压力和项目达产不及预期等风险。此外，截至2023年3月底，公司为上述参股项目提供担保12.74亿元，担保比率为24.66%，存在一定或有负债风险。

2. **公司面临一定的环保压力。**公司主要从事磷化工产品生产，生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等废弃物；随着环保政策趋严，公司环保压力加大。

3. **跟踪期内，公司债务增长较快，债务负担有所加重。**截至2023年3月底，公司全部债务较2021年底增加19.81亿元至42.29亿元；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较2021年底上升5.93个百分点、7.46个百分点和4.19个百分点至51.93%、45.01%和35.09%。

4. **海外经营风险。**跟踪期内，公司磷酸二氢钙国外销量占该产品总销量的比例仍较大。其中，2022年，磷酸二氢钙国外销量占比为56.91%。同期，公司出口总收入为12.04亿元（占营业总收入的比例为34.93%），且出口产品主要以美元定价、结算，或面临一定贸易保护、汇率波动及海内外政策变化等风险。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产 (亿元)	11.86	17.79	17.86	20.55
资产总额 (亿元)	37.68	69.23	101.38	107.47
所有者权益 (亿元)	29.60	37.38	49.62	51.66
短期债务 (亿元)	2.38	5.77	10.54	14.36
长期债务 (亿元)	0.55	16.71	24.64	27.93
全部债务 (亿元)	2.93	22.48	35.18	42.29
营业总收入 (亿元)	17.77	25.30	34.47	9.98
利润总额 (亿元)	1.77	4.36	9.45	1.98
EBITDA (亿元)	2.64	6.36	12.82	--
经营性净现金流 (亿元)	2.56	0.80	5.44	-0.80
营业利润率 (%)	23.85	26.33	42.29	35.04
净资产收益率 (%)	4.84	10.29	15.89	--
资产负债率 (%)	21.45	46.00	51.06	51.93
全部债务资本化比率 (%)	9.01	37.55	41.49	45.01
流动比率 (%)	264.24	187.60	121.86	130.10
经营现金流负债比 (%)	42.09	6.09	21.94	--
现金短期债务比 (倍)	4.98	3.08	1.69	1.43
EBITDA 利息倍数 (倍)	130.88	11.50	8.14	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.11	3.53	2.75	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额 (亿元)	27.28	49.72	62.36	/
所有者权益 (亿元)	21.84	26.60	29.73	/
全部债务 (亿元)	2.43	17.10	21.58	/
营业总收入 (亿元)	11.39	20.47	31.86	/
利润总额 (亿元)	0.99	2.47	7.15	/
资产负债率 (%)	19.95	46.50	52.32	/
全部债务资本化比率 (%)	10.01	39.13	42.05	/
流动比率 (%)	139.10	183.61	159.71	/
经营现金流负债比 (%)	25.57	1.09	5.94	/

注: 1. 公司 2023 年一季度合并财务报表未经审计; 公司未公开披露 2023 年一季度母公司财务报表; 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; 3. 除特别说明外, 均指人民币; 4. “--”表示数据不适用, “/”表示数据未获取到  
资料来源: 联合资信根据公司财务报表整理

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
川恒转债	AA-	AA-	稳定	2022/06/13	任贵永 张 炯	化工企业信用评级方法 V3.0.202205/化工企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.202205	<a href="#">阅读全文</a>
川恒转债	AA-	AA-	稳定	2020/12/30	任贵永 赵天慧	化工行业企业信用评级方法 V3.0.201907/化工行业企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	<a href="#">阅读全文</a>

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贵州川恒化工股份有限公司（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、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。

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。

分析师： 

联合资信评估股份有限公司

# 贵州川恒化工股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券 2023 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”)关于贵州川恒化工股份有限公司(以下简称“公司”或“川恒股份”)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

公司成立于 2002 年 11 月 25 日,由自然人李光春(后改名为“李进”,以下均称“李进”)、李光明、李光会(后改名为“李光惠”)发起设立。

2017 年 8 月,公司公开发行 4001 万股股票并在深圳证券交易所上市,股票简称“川恒股份”,股票代码“002895.SZ”。截至 2023 年 3 月底,公司注册资本和股本均为 5.02 亿元,四川川恒控股集团股份有限公司(以下简称“川恒集团”)持股 55.33%,为公司控股股东;自然人李光明和李进作为一致行动人,共同持有川恒集团 66.84%股权,为公司实际控制人(详见附件 1-1)。

截至 2023 年 3 月 28 日,公司控股股东川恒集团所持公司股权质押共计 10493.00 万股,占总股数的 20.91%。

跟踪期内,公司主营业务未发生重大变化。

截至 2022 年底,公司合并范围内拥有子公司 13 家。

截至 2022 年底,公司资产总额 101.38 亿元,所有者权益 49.62 亿元(含少数股东权益 5.83 亿元);2022 年,公司实现营业总收入 34.47 亿元,利润总额 9.45 亿元。

截至 2023 年 3 月底,公司资产总额 107.47 亿元,所有者权益 51.66 亿元(含少数股东权益 6.05 亿元);2023 年 1—3 月,公司实现营业总收入 9.98 亿元,利润总额 1.98 亿元。

公司注册地址:贵州省黔南布依族苗族自治州福泉市龙昌镇;法定代表人:吴海斌。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

经联合资信评级的公司存续债券为“川恒转债”,发行额度合计 11.60 亿元。公司发行的“川恒转债”已于 2022 年 2 月 18 日起进入转股期,转股期为 2022 年 2 月 18 日至 2027 年 8 月 11 日,初始转股价格为人民币 21.02 元/股。跟踪期内,因限制性股票授予以及股利分配等因素调整转股价格,截至本报告出具日,公司转股价格为 19.98 元/股。截至 2023 年 3 月底,“川恒转债”剩余可转债数量为 10443389 张,剩余可转债金额为 10.44 亿元。

表 1 截至 2023 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
川恒转债	11.60	10.44	2021/08/12	6 年

资料来源:联合资信整理

截至 2023 年 3 月底,“川恒转债”募集资金使用情况如下:

表 2 本次债券募集资金使用情况

序号	项目名称	项目总投资(万元)	募集资金承诺投资金额(万元)	截至 2022 年底累计投入金额(万元)	截至 2023 年 3 月底累计投入金额(万元)
1	福泉市新型矿化一体磷资源精深加工项目—150 万吨/年中低品位磷矿综合利用选矿装置及配套设	35513.00	31724.00	29196.67	30609.00
2	福泉市新型矿化一体磷资源精深加工项目—30 万吨/年硫铁矿制硫酸装置	27845.30	24155.79	23.00	23.00
3	30 万吨/年硫铁矿制硫酸项目	22866.33	20197.79	19769.84	20334.79

4	贵州川恒化工股份有限公司工程研究中心	5775.00	5200.00	724.03	896.41
5	补充流动资金	14722.42	13110.72	13129.40	13129.40
6	偿还银行贷款	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00
合计		<b>126722.05</b>	<b>114388.30</b>	<b>82842.94</b>	<b>84992.60</b>

注：1.“福泉市新型矿化一体磷资源精深加工项目-30万吨/年硫铁矿制硫酸装置”项目地址位于公司罗尾塘厂区，目前已经完成项目建设前期工作。本年申请的向特定对象发行股票募集资金项目中亦涉及在该厂区建设硫铁矿制硫酸装置，为提高项目建设效率，拟将两套硫铁矿制硫酸装置同步建设，预计完工时间为2023年8月31日；2.截至2022年底及截至2023年3月底累计投入金额超出募集资金承诺投资金额是募集资金存入银行产生的利息收入

资料来源：公司提供，联合资信整理

#### 四、宏观经济和政策环境分析

2023年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全REITs市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值28.50万亿元，按不变价格计算，同比增长4.5%，增速较上年四季度回升1.6个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023年一季度）》，报告链接

<https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

#### 五、行业分析

磷肥主要肥种为磷酸一铵和磷酸二铵，两者主要原材料均为硫酸、磷矿石和合成氨，但在原料的用量方面略有不同。中国磷肥绝大部分用于农业种植领域，是粮食增产的重要驱动因素，主要施用于玉米、蔬菜、小麦和水稻等产品，分别占比22%、16%、15%和14%。

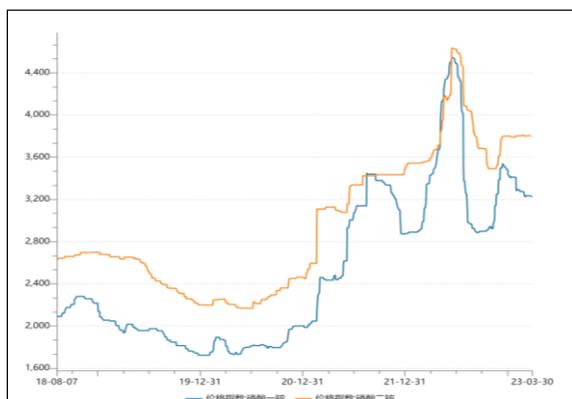
中国磷酸一铵2022年有效产能为1893万吨，相比2017年的2633万吨下降28.10%，2017年产能利用率情况较高主要是由于2015—2016年环保督察迫使中小落后产能快速淘汰，产能出清。从2018年起，中国磷酸一铵产能利用率开始提升，从61.8%提高到70%左右，治理初见成效。中国磷酸一铵90%以上的产能集中在湖北、云南、四川、安徽、贵州五个省市，其中湖北省产能占比过半。

截至2022年底，中国磷酸二铵有效产能2205万吨，较2017年底2600万吨下降15.19%，行业产能集中度较高，CR10占比达87.1%，CR5占比达69.6%。由于中国国内消费量占有效产能比例不到五成，整体开工率仍然较低，主要系中国政府环保监督力度持续加强，部分小厂因未达到环保要求所致。而头部企业由于环保设施完善，在2021年需求大年处于满产满销状态。

2022年上半年，受地缘政治冲突、全球能源价格上涨等因素影响，在春耕化肥旺季，主要原材料硫磺、合成氨等价格快速上涨，导致磷肥价格大幅攀升。2022年下半年以来，随着能源价格和大宗产品价格下降，硫磺、合成氨价格暴跌拖累了磷肥价格。目前硫磺价格处于历史合理区间并且趋于稳定，合成氨价格仍高位震荡，

在磷矿石的成本支撑下，磷肥价格波动趋于稳定。

图 1 主要磷肥市场价格走势



资料来源: Wind

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2023 年 3 月底，公司控股股东为川恒集团，持股比例 55.33%，自然人李进和李光明共同持有川恒集团 66.84% 股权，为公司的实际控制人。

### 2. 企业规模及竞争力

公司磷矿资源储备较为充足，原材料保障能力较强，工艺技术保持领先，具有一定综合竞争优势。

公司主营业务主要为磷矿石和磷酸盐产品的生产和销售。截至 2023 年 3 月底，磷矿石产能为 300 万吨/年，磷酸二氢钙福泉工厂和什邡工厂产能分别为 30.00 万吨/年和 6.00 万吨/年，磷酸一铵产能为 26.00 万吨/年。

公司拥有小坝磷矿、新桥磷矿和鸡公岭磷矿 3 个采矿权，参股公司瓮安县天一矿业有限公司（以下简称“天一矿业”）拥有老虎洞磷矿，磷矿资源储备较为充足。其中，截至 2022 年底，小坝和新桥磷矿保有资源量合计为 9051.59 万吨；鸡公岭磷矿探获磷矿资源量为 8253.00 万吨，公司已基本实现磷矿石（不含磷精矿）的自给自足，有利于降低生产成本，提高产品稳定性。

公司是国家高新技术企业，建有省级企业技术中心。截至 2023 年 3 月底，公司共计取得 89 项专利技术。其中，公司自主研发的磷矿浮选技

术、半水湿法磷酸生产成套技术、湿法磷酸净化技术、饲料级磷酸二氢钙生产技术、磷酸一铵生产技术均应用于工业化生产，且半水湿法磷酸生产成套技术已达到国际同类技术先进水平。此外，公司与北京科技大学共同研发的半水磷石膏改性胶凝材料及充填技术，可有效处理公司产品生产过程中产生的磷石膏，符合“以用定产”的政策要求。

### 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：91522702741140019K），截至 2023 年 4 月 27 日，公司未结清和已结清信贷中均无关注类和不良/违约类贷款。

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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2023 年 5 月 20 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构及管理体制方面未发生重大变化。

## 八、重大事项

#### 公司拟向特定对象发行股票。

2022 年 4 月，公司发布《2022 年度非公开发行股票 A 股股票预案》，后经多次修订后，公司拟向特定对象发行股票数量不超过 10000 万股（含本数），募集资金总额不超过 250995.43 万元（含本数）（以下简称“本次向特定对象发行股票”），扣除发行费用后的净额拟投资于以下项目：

表 3 本次向特定对象发行股票募集资金用途及金额

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	中低品位磷矿综合利用生产 12 万吨/年食品级净化磷酸项目	129522.49	120050.89
2	10 万吨/年食品级净化磷酸项目	65920.83	60944.54
3	补充流动资金	20000.00	20000.00

4	偿还银行贷款	50000.00	50000.00
	合计	265443.32	250995.43

注：2023年5月8日，公司发布《关于调整2022年度向特定对象发行股票方案的公告》，基于公司股票二级市场价格波动情况，公司调减本次非公开发行股票募集资金总额并调减募投项目数量  
资料来源：公开资料

截至2023年5月17日，公司本次向特定对象发行股票已经公司董事会和股东大会审议通过，并已获得深圳证券交易所审核通过，尚需获得中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）同意注册后方可实施，最终能否获得中国证监会同意注册的决定及其时间尚存在不确定性。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

#### 2022年，受益于磷矿石和主要产品价格上涨

表4 2021—2022年及2023年1—3月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2021年			2022年			2023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 (%)
饲料级磷酸二氢钙	10.38	41.02	28.79	15.70	45.55	48.92	2.87	28.71	43.39
磷酸一铵	6.46	25.55	26.28	7.68	22.28	39.35	2.55	25.55	42.27
磷矿石	3.09	12.22	61.99	4.38	12.72	65.79	0.71	7.09	80.60
磷酸	0.73	2.89	31.74	2.55	7.38	35.53	2.12	21.20	10.80
聚磷酸铵	0.21	0.85	-16.28	0.18	0.53	15.61	0.03	0.31	37.89
肥料级磷酸氢钙	0.16	0.65	19.27	0.18	0.52	11.15	0.22	2.25	35.20
水溶肥	0.16	0.61	5.14	0.04	0.13	38.55	0.08	0.81	11.95
掺混肥	0.10	0.40	3.66	0.08	0.24	22.03	0.05	0.48	11.21
硫酸铵	0.00	0.00	0.00	0.03	0.09	-33.93	0.09	0.93	-7.90
磷酸铁	0.00	0.00	0.00	0.01	0.04	10.20	0.34	3.39	21.13
磷精矿	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.99	66.63
磷矿石（贸易）	0.58	2.30	2.86	0.05	0.14	1.19	0.00	0.00	0.00
其他	3.42	13.51	9.30	3.58	10.39	25.76	0.83	8.30	41.93
合计	25.30	100.00	28.37	34.47	100.00	44.93	9.98	100.00	37.10

注：尾差系数数据四舍五入所致  
资料来源：公司提供

毛利率方面，2022年，公司依托于自有磷矿，成本控制能力较强，受益于产品销售价格上涨，综合毛利率明显提高。其中，饲料级磷酸二氢钙、磷酸一铵、磷矿石和磷酸毛利率分别同比提高20.13个百分点、13.07个百分点和3.80个百分

点以及毛利较高的磷酸生产规模的扩大，公司收入规模及毛利率水平均明显提升。2023年1—3月，公司综合毛利率有所下降。

跟踪期内，公司收入仍主要来源于饲料级磷酸二氢钙、磷酸一铵和磷矿石的销售。2022年，磷矿石及磷化工产品价格均大幅上涨，公司营业总收入同比显著增长36.26%。2022年，因广西鹏越生态科技有限公司20万吨/年半水-二水湿法磷酸项目部分装置建成投产，公司磷酸业务收入明显增加，对整体收入规模有所补充。同期，因磷酸铁生产线<sup>1</sup>投产，公司新增少量硫酸铵和磷酸铁。此外，公司聚磷酸铵等板块收入规模较小，对营业总收入影响不大。

点和3.79个百分点。

2023年1—3月，公司营业总收入同比增长64.07%；综合毛利率较2022年下降7.83个百分点，主要系磷酸产品销售价格下跌使得磷酸毛利率大幅下降所致。

<sup>1</sup> 2021年，公司与国轩控股集团有限公司合作成立贵州恒轩新能源材料有限公司，共同建设10万吨/年电池用磷酸铁项目。2022年9月，该项目建

成投产。

## 2. 资源禀赋及原材料采购

公司磷矿资源储量较为充足，自产磷矿石（不含磷精矿）基本可满足自用，可有效降低生产成本。跟踪期内，受市场环境的影响，公司磷精矿采购价格持续上升，但硫酸采购价格有所下降。

公司共拥有小坝磷矿、新桥磷矿和鸡公岭磷矿3个采矿权。截至2022年底，小坝和新桥磷矿保有资源量为9051.59万吨，鸡公岭磷矿<sup>2</sup>探获磷矿资源量8253.00万吨。2022年，公司磷矿石生产量为251.21万吨，同比小幅增加。其中，因“罗尾塘项目一期150万吨/年中低品位磷矿综合利用选矿装置及配套项目”投产，选矿能力上升，使得公司磷矿石自用量显著增加，对外销售量有所下降。整体看，公司自产磷矿石（不含磷精矿）基本可满足自用，成本控制能力较强。

表5 公司磷矿石生产及使用情况（单位：万吨）

项目	2021年	2022年
生产量	246.49	251.21
销售量	105.72	66.58
自用量	104.11	178.20
库存量	36.66	43.09

资料来源：公司提供

表6 2021—2022年及2023年1—3月公司原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原材料	2021年		2022年		2023年1—3月	
	采购量	采购价格	采购量	采购价格	采购量	采购价格
磷矿石（不含磷精矿）	31.64	453.61	1.94	584.67	1.09	404.14
磷精矿	12.19	530.12	14.24	905.49	1.17	1154.93
硫酸	58.06	631.65	58.79	553.56	18.44	218.31
硫磺	5.43	1768.05	6.18	2431.26	0.96	1437.61
碳酸钙	10.99	102.01	14.30	73.78	3.80	70.73
液氨	2.49	4045.17	2.40	4513.87	0.96	4569.75

注：1.磷酸二氢钙、磷酸一铵共用原材料，公司无法对应区分，故该表为合并统计；2.价格均为含税价  
资料来源：公司提供

供应商方面，2022年，公司原材料采购集中度同比下降8.43个百分点。2023年1—3月，

跟踪期内，公司“30万吨/年硫铁矿制硫酸项目”投产，硫酸自给能力有所提升，但随着下游生产需求增加，自产硫酸仍不能满足公司生产需求，公司仍需外购部分硫酸；同时，因产品生产需匹配部分高品位磷矿石，公司仍需外购部分磷精矿。此外，公司其他外采原材料主要为硫磺和液氨。

跟踪期内，公司采购渠道及结算方式未发生明显变化。

采购量方面，2022年，因贸易业务及生产配矿需求，公司外采少量磷矿石（不含磷精矿）；因磷酸生产规模扩大，同时新增少量硫酸铵和磷酸铁，磷精矿和硫磺分别同比增长16.82%和13.81%；碳酸钙采购量同比增长30.12%；硫酸和液氨采购量相对较为稳定。

采购价格方面，2021年以来，随着新能源汽车磷酸铁锂动力电池市场规模的高速增长，我国磷矿石市场价格快速提升。2022年，公司磷矿石（不含磷精矿）和磷精矿采购价格分别同比增长28.89%和70.81%；受市场供需环境等因素影响，硫酸和碳酸钙采购价格均有所下降，而硫磺和液氨的采购价格均有所提升。2023年1—3月，磷精矿采购价格进一步上涨，但硫酸、硫磺及碳酸钙采购价格有所下降。

公司前五大供应商占比有所回升，但集中度仍处于较低水平。

<sup>2</sup> 截至2023年3月底，鸡公岭磷矿仍处于设计评审阶段

表7 2021—2022年及2023年1—3月公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

年份	序号	供应商名称	是否为关联方	采购金额	占采购总额的比例
2021年	1	供应商一	否	14391.88	8.15
	2	供应商二	否	8840.25	5.01
	3	供应商三	否	8707.78	4.93
	4	供应商四	否	5542.65	3.14
	5	供应商五	否	4715.11	2.67
			合计	--	42197.67
2022年	1	供应商一	否	11413.20	4.34
	2	供应商二	否	10984.13	4.17
	3	供应商三	否	6343.80	2.14
	4	广西扶绥士鼎贸易有限公司	否	6185.74	2.35
	5	供应商五	否	5817.10	2.21
			合计	--	40743.97
2023年 1—3月	1	供应商一	否	3647.13	8.66
	2	供应商二	否	1975.66	4.69
	3	供应商三	否	1756.39	4.17
	4	供应商四	否	1554.56	3.69
	5	供应商五	否	1338.26	3.18
			合计	--	10272.00

注：1. 尾差系数数据四舍五入所致；2. 磷酸二氢钙、磷酸一铵共用原材料和供应商，公司无法对应区分，故该表为合并统计  
资料来源：公司提供

### 3. 生产加工

跟踪期内，公司磷酸一铵产能提升，产能利用水平仍很高；磷酸二氢钙-福泉工厂产能未发生变化，但因2023年一季度受年度大修影响，产量有所下降。

跟踪期内，公司产品仍主要为磷酸二氢钙和磷酸一铵，其生产技术及生产模式均未发生明显变化。

2022年，公司磷酸二氢钙和磷酸一铵产能未发生变化。2022年，磷酸二氢钙合计产量同比变化不大。其中，磷酸二氢钙-福泉工厂产量小幅增加带动产能利用率有所提升；磷酸二氢钙-

什邡工厂产量同比有所下降。同期，公司磷酸一铵产量同比小幅减少，但产能利用率仍保持很高水平。

进入2023年后，公司磷酸一铵部分产能装置技改项目建设完毕，磷酸一铵产能由17.00万吨/年提升至26.00万吨/年。2023年一季度，受年度大修影响，公司磷酸二氢钙-福泉产量同比有所下降；磷酸二氢钙-什邡工厂产能利用率同比提升17.95个百分点，主要系什邡工厂根据市场行情调节生产品种，当期增加磷酸二氢钙的产量所致。

表8 2021—2022年及2023年1—3月公司产品生产情况（单位：万吨/年、万吨、%）

产品	2021年			2022年			2023年1—3月		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
磷酸二氢钙-福泉	30.00	28.83	96.10	30.00	29.86	99.53	30.00	4.83	64.37
磷酸二氢钙-什邡	6.00	3.49	58.14	6.00	2.81	46.80	6.00	0.31	20.81
磷酸二氢钙-合计	--	32.32	--	--	32.67	--	--	5.14	--
磷酸一铵	17.00	18.86	110.93	17.00	17.69	104.04	26.00	6.36	97.84

注：1. 2022年1—3月产能利用率数据已做年化处理；2. 什邡工厂是公司位于四川的生产基地，主要生产磷酸二氢钙和少量掺混肥、水溶肥等产品。由于什邡工厂建成时间较早，在地域、资源条件和工厂装置及工艺条件上存在一定的限制，因此什邡工厂生产磷酸二氢钙不具备成本优势，大规模开展磷酸盐的生产不具有经济性。目前，什邡工厂仅作为产销旺季时福泉工厂的产能补充，并在淡季承担一定研发、中试职能，使得磷酸二氢钙-什邡产量低；3. 2023年一季度，公司完成30kt/a工业级磷酸一铵工程项目改建120kt/a电池级磷酸一铵项目  
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司生产过程中未发生安全事故及重大环保处罚。但公司在生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等废弃物，随着环保政策趋严，公司仍存在一定环保压力。

#### 4. 产品销售

2022年，公司主要产品产销率保持高位，产品销售均价较上年显著提高。由于磷酸二氢钙国外销量占比较高，公司或面临一定海外经营风险。

跟踪期内，公司产销体系和结算模式较上年均变化不大。

2022年，公司磷酸二氢钙和磷酸一铵销量

同比变化不大，且产销率均超过100%。销售价格方面，2022年以来，受国际形势影响，原材料价格明显上涨，同时国内环保安全政策趋严、磷肥及新能源等产品需求增加等因素影响，生产成本增加及磷酸盐产品市场价格高企，带动公司磷酸二氢钙和磷酸一铵销售均价均大幅上涨。2022年，公司磷酸二氢钙和磷酸一铵销售均价分别同比增长48.60%和36.78%。

2023年1-3月，公司磷酸二氢钙和磷酸一铵销售均价均有所下降；磷酸二氢钙产销率较2022年进一步提升，但磷酸一铵产销率有所下降。

表9 2021-2022年及2023年1-3月公司产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	2021年			2022年			2023年1-3月		
	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价	产销率
磷酸二氢钙	31.44	3301.09	97.28	32.01	4905.38	102.02	6.96	4118.06	135.42
磷酸一铵	18.70	3457.69	99.15	16.24	4729.43	108.92	5.49	4644.49	86.36

资料来源：公司提供

公司出口产品仍以磷酸二氢钙为主。跟踪期内，公司磷酸二氢钙仍保持较大的外销占比。同时，2022年，公司出口总收入为12.04亿元（占营业总收入的比例为34.93%），出口收入

是公司主营业务收入的重要组成部分。此外，公司出口产品主要以美元定价、结算，或面临一定贸易保护、汇率波动及海内外政策变化等风险。

表10 2021-2022年及2023年1-3月公司磷酸二氢钙销售国内外分布情况

销售地区	2021年		2022年		2023年1-3月	
	销量（万吨）	占比（%）	销量（万吨）	占比（%）	销量（万吨）	占比（%）
国外	18.46	58.72	18.22	56.91	3.97	57.10
国内	12.98	41.28	13.79	43.09	2.99	42.90
合计	31.44	100.00	32.01	100.00	6.96	100.00

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司前五大客户合计占比同变化不大。整体看，客户集中度一般。

表11 2021-2022年及2023年1-3月公司销售前五大客户情况（单位：万元、%）

年份	序号	客户名称	客户所处国家或地区	是否为关联方	销售金额	占营业总收入的比例
2021年	1	客户一	贵州	否	13864.98	5.48
	2	客户二	四川	否	12161.96	4.81
	3	客户三	浙江等	否	11269.87	4.45
	4	客户四	贵州	否	10281.75	4.06
	5	客户五	泰国等	否	9610.86	3.80
			合计		--	57189.41
2022年	1	客户一	四川、广西	否	21627.97	6.27
	2	客户二	贵州	否	20470.29	5.94
	3	客户三	贵州	否	12080.40	3.50

	4	客户四	四川	否	11698.04	3.39
	5	客户五	四川	否	11440.14	3.32
		合计		--	77316.83	22.43
2023 年 1-3 月	1	客户一	印度	否	5558.98	5.57
	2	客户二	贵州	否	4195.47	4.20
	3	客户三	河北	否	3770.56	3.78
	4	客户四	新疆	是	3677.84	3.68
	5	客户五	孟加拉	否	3548.01	3.55
			合计		--	20750.86

注：尾差系数数据四舍五入所致  
资料来源：公司提供

## 5. 其他业务板块

**2022年，因新增部分副产品铁精粉的销售，公司其他业务毛利率水平明显提升。**

2022年，因“30万吨/年硫铁矿制硫酸项目”投产，公司其他业务板块新增副产品铁精粉的销售。此外，公司其他业务板块还包含磷酸一铵、磷酸氢钙、磷酸二氢钾、硫酸钾和氯化钾等产品贸易业务，结算方式主要为电汇和信用证。

跟踪期内，公司其他产品贸易业务模式未发生变化。2022年，公司其他业务收入同比增长4.84%至3.58亿元；因铁精粉为硫铁矿制硫酸过程中产生的副产品，分摊成本很小，使得毛利率较上年提升16.46个百分点。

## 6. 经营效率

**2022年，公司经营效率指标处于行业较低水平。**

2022年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为7.42次、3.32次和0.40次，均较上年有所下降。

与所选公司相比，公司经营效率指标处于较低水平。

表 12 2022 年公司与同行业企业经营效率指标对比情况

(单位：次)

证券简称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
兴发集团	7.94	32.62	0.80
川金诺	3.20	37.82	0.93
川发龙蟒	6.99	39.14	0.81

<sup>3</sup> 为推动瓮安矿化一体项目的顺利开展，经公司第三届董事会第十八次会议、2022年第三次临时股东大会审议通过，恒达矿业、天一矿业和贵州恒昌新能源材料有限公司签署《增资扩股协议书》，约定恒达矿业与天一矿业增资金额合计122157.40万元，恒达矿业认缴增资109,896.66万元，以货

川恒股份	3.32	18.97	0.40
------	------	-------	------

注：为方便同业对比，表内数据均采用 Wind 口径  
资料来源：联合资信根据公开数据整理

## 7. 在建项目

**公司主要在建项目投资主要集中在 2023 年及 2024 年，短期内或将面临较大资本支出压力。在建项目主要围绕现有磷酸产业拓展和延伸，若主要在建项目顺利完工，公司综合竞争力有望提升。同时也需关注到，公司投资规模较大，未来市场经营环境波动或对其项目产能释放及投资回报产生不确定性。**

截至2023年3月底，公司主要在建项目总投资为92.50亿元，已累计投入22.31亿元。其中，公司与欣旺达电子股份有限公司合作成立贵州恒达矿业控股有限公司及其子公司贵州恒昌新能源材料有限公司<sup>3</sup>，拟共同建设瓮安县“矿化一体”新能源材料循环产业项目（以下简称“瓮安矿化一体项目”）。瓮安矿化一体项目主要规划的建设内容为：（1）30万吨/年硫铁矿制酸及余热利用生产线；（2）30万吨/年硫磺制酸及余热利用生产线；（3）30万吨/年半水湿法磷酸生产线（以P<sub>2</sub>O<sub>5</sub>计）；（4）2万吨/年无水氟化氢生产线；（5）20万吨/年食品级净化磷酸生产线；（6）20万吨/年铵盐法电池用磷酸铁生产线。未来，随着公司在建项目逐步建成投产，有利于公司产业链条的延伸，公司整体竞争力或将进一步增强。

币形式出资；天一矿业认缴增资12260.74万元，以土地使用权作价出资。本次增资后，恒昌新能源注册资本122607.40万元，恒达矿业持股比例为90%，天一矿业持股比例为10%

公司虽部分在建项目资本金已通过资本市场募集，但因总投资规模很大且本次向特定对象发行股票存在一定不确定性，仍有较多项目

后续需通过银行贷款融资，公司未来或面临较大资本支出压力。同时，公司也面临新建项目达产不及预期等风险。

表 13 截至 2023 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

投资项目	预计总投资	预计完工时间	截至 2023 年 3 月底累计完成投资额	2023 年剩余期间预计投资金额	2024 年预计投资金额	备注
贵州川恒化工股份有限公司工程研究中心	5775.00	2023 年 12 月	908.28	4866.72	0.00	已通过发行可转债募集资金
150 万吨/年中低品位磷矿综合利用选矿装置及配套设施工改项目	5119.57	2023 年 8 月	819.36	4300.21	0.00	--
小坝磷矿山改（扩）建项目	26549.33	2024 年 9 月	667.07	6554.60	19327.67	--
新桥一号井（扩建工程+1000 米~+782 米标高）建设项目	5638.75	2023 年 6 月	5263.75	375.00	0.00	--
鸡公岭新建 250 万吨/年采矿工程项目	105594.72	2025 年 10 月	854.44	10873.58	20509.79	尚处于设计评审阶段
10 万吨/年电池用磷酸铁二期项目	62000.00	2023 年 9 月	4109.15	57890.85	0.00	--
20 万吨/年半水-二水湿法磷酸及深加工项目	188588.00	2023 年 6 月	150745.43	37842.57	0.00	通过 2020 年非公开发行募集资金
3 万吨/年氟化氢项目	32000.00	2023 年 6 月	29557.97	2442.03	0.00	--
瓮安县“矿化一体”新能源材料循环产业项目	426600.00	2024 年 2 月	24339.00	342083.20	60177.80	--
恒冠项目	67099.00	2024 年 4 月	5801.68	42436.60	18860.71	--
<b>合计</b>	<b>924964.37</b>	<b>--</b>	<b>223066.13</b>	<b>509665.36</b>	<b>118875.97</b>	<b>--</b>

注：1.尾数差异系四舍五入所致；2.2022 年，“20 万吨/年半水-二水湿法磷酸及精深加工项目”正常进行投资建设，因受综合因素影响，部分建设工人、工程设备、工程材料等到场时间均有所延后，导致项目整体建设进度延后，该项目湿法磷酸生产线已建成投产，后端磷酸二氢钙、净化磷酸生产线预计在 2023 年 6 月 30 日建设完成

资料来源：公司提供

## 8. 未来发展

公司基于在磷矿资源储量、基础磷化工生产技术等方面的竞争优势，逐步落实围绕磷化工主业的战略发展规划，公司未来规划思路较为清晰。

公司未来将持续推进磷矿石全资源要素开发与利用。

在传统磷化工领域，公司采用清洁生产工业路线，持续优化工艺技术路线和生产流程，不断改善产品品质，以满足客户需求，并以对客户创造价值为宗旨，创新营销服务体系，继续保持现有产品细分行业第一的地位。

在新能源材料领域，公司围绕磷矿石中“磷、氟”资源进行一体化开发，适度参与锂资源整合，在福泉龙昌工厂实施产品结构升级调整，在福泉罗尾塘、瓮安青坑工业园区分别实施“矿化一体新能源材料循环产业项目”，重点发展磷系电池正极材料（磷酸铁及磷酸铁锂）和氟系电解液材料。

## 十、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2022 年度财务报告，信永中和会计师事务所（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。公司提供的 2023 年一季度财务数据未经审计。

2022 年，公司因投资设立新增 4 家子公司；2023 年一季度，公司合并范围未发生变化。截至 2023 年 3 月底，公司合并范围内子公司共 13 家。

截至 2022 年底，公司资产总额 101.38 亿元，所有者权益 49.62 亿元（含少数股东权益 5.83 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 34.47 亿元，利润总额 9.45 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司资产总额 107.47 亿元，所有者权益 51.66 亿元（含少数股东权益 6.05 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 9.98 亿元，利润总额 1.98 亿元。

## 2. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额持续增长，随着投资的增加，非流动资产占比提高，资产结构仍以非流动资产为主；流动资产中货币资金逐年增加且受限比例小，可对公司提供良好的流动性保障，但也需关注到，随着经营规模的扩

大，公司期末存货大幅增加，公司原材料和价格的大幅波动易对该部分资产的估值产生影响。

截至2022年底，公司资产总额较上年底增长46.45%，主要系存货、在建工程及固定资产增加所致。公司资产以非流动资产为主，且非流动资产占比上升较快。

表 14 2021—2022 年末及 2023 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>24.79</b>	<b>35.80</b>	<b>30.20</b>	<b>29.79</b>	<b>33.11</b>	<b>30.81</b>
货币资金	12.20	17.62	15.21	15.00	17.36	16.16
交易性金融资产	2.60	3.76	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	2.48	3.58	2.08	2.05	2.39	2.23
应收账款	1.57	2.27	2.07	2.04	2.49	2.32
存货	3.51	5.06	7.92	7.81	7.46	6.94
其他流动资产	1.12	1.62	1.53	1.51	1.63	1.52
<b>非流动资产</b>	<b>44.44</b>	<b>64.20</b>	<b>71.19</b>	<b>70.21</b>	<b>74.36</b>	<b>69.19</b>
长期股权投资	11.73	16.94	13.19	13.01	13.14	12.22
固定资产	9.94	14.35	28.47	28.08	28.09	26.14
在建工程	6.10	8.81	12.16	12.00	14.66	13.64
无形资产	11.58	16.73	13.98	13.79	13.91	12.94
<b>资产总额</b>	<b>69.23</b>	<b>100.00</b>	<b>101.38</b>	<b>100.00</b>	<b>107.47</b>	<b>100.00</b>

注：表中科目占比均为占总资产的比重  
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

### (1) 流动资产

截至2022年底，流动资产较上年底增长21.84%，主要系存货大幅增加所致。

截至2022年底，随着经营现金流的改善及计入交易性金融资产的结构存款产品到期，公司货币资金较上年底增长24.69%。货币资金中有0.31亿元受限资金，受限比例为2.05%，主要为小坝矿山环境恢复专项资金及用于担保的定期或通知存款。

截至2022年底，受业务规模扩大影响，且主要以信用证结算为主的国外客户应收账款账期较长，公司应收账款账面价值较上年底增长31.82%；应收账款账龄以1年以内（含1年）为主，累计计提坏账0.11亿元；应收账款前五大欠款方期末余额为1.17亿元，占期末余额合计数的比例为53.92%，集中度高。截至2022年底，公司应收票据较上年底下降16.25%。

截至2022年底，公司存货较上年底增加4.42亿元，主要系原材料及主要产品价格上涨所致。存货主要由原材料（占40.94%）、在产品（占24.87%）和库存商品（占29.05%）构成，未计提跌价准备。但考虑到公司原材料和产品价格波动较大，或存在一定存货减值风险。

### (2) 非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产较上年底增长60.17%，主要系在建工程和固定资产增加所致。

截至2022年底，公司长期股权投资较上年底增长12.43%，主要系对天一矿业、浙江金恒旺锂业有限公司及四川万鹏时代科技股份有限公司增资所致。其中，公司对天一矿业的投资额占长期股权投资总额的88.60%，持股比例仍为49%。天一矿业的主要资产为瓮安县玉华乡老虎洞磷矿的采矿权，主营业务为矿山开采，但尚

未开展磷矿开采业务<sup>4</sup>。若未来发生磷矿石价格大幅下降、磷矿石生产成本上升、可采储量下降或建设过程中遭遇重大施工技术问题等情况，该部分资产存在一定减值风险。

截至2022年底，公司固定资产较上年底增加18.53亿元，主要系部分在建项目转固所致。固定资产主要由房屋建筑物、机器设备和井巷资产构成，累计计提折旧6.56亿元；固定资产成新率81.27%，成新率高。

截至2022年底，公司在建工程较上年底增长99.40%，主要系新增工程项目及在建项目持续投入所致。

截至2022年底，公司无形资产较上年底增长20.71%，主要系土地使用权增加所致。公司无形资产主要由土地使用权和采矿权构成，累计摊销0.82亿元，未计提减值准备。

截至2023年3月底，受货币资金增加和在建工程投入规模扩大影响，公司资产总额较上年底增长6.00%；资产结构较上年底变化不大。

截至2023年3月底，公司受限资产占总资产比重为10.99%，受限比例低。

表 15 截至 2023 年 3 月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	0.26	0.25%	小坝矿山环保恢复专项基金和用于担保的定期存款
固定资产	1.64	1.53%	银行贷款抵押
无形资产	9.91	9.22%	银行贷款抵押
合计	11.81	10.99%	--

注：尾差系数据四舍五入所致  
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

### 3. 资本结构

#### (1) 所有者权益

跟踪期内，公司权益规模持续扩大，少数股东损益占比有所提升，权益结构稳定性尚可。

截至2022年底，受益于利润留存增加，公司所有者权益49.62亿元，较上年底增长32.73%，其中，未分配利润较上年底增长50.08%。在所

有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为88.25%，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占10.11%、37.06%和36.02%；少数股东损益占比为11.75%，较上年增加6.97个百分点。所有者权益结构稳定性尚可。

截至2023年3月底，公司所有者权益较上年底增长4.12%至51.66亿元；权益结构较上年底变化不大。

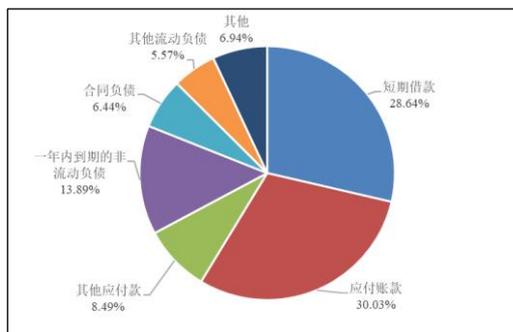
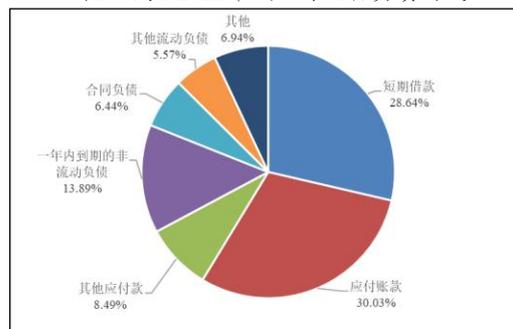
#### (2) 负债

跟踪期内，公司负债总额和有息债务规模均持续增长，债务负担加重；基于公司扩张资金需求，债务融资仍以长期为主，债务结构较为合理。

截至2022年底，公司负债总额51.77亿元，较上年底增长62.54%。其中，流动负债占47.87%，非流动负债占52.13%。公司负债结构相对均衡，流动负债占比上升较快。

截至2022年底，公司流动负债24.78亿元，较上年底增长87.56%，主要系短期借款、应付账款和其他应付款增加所致。公司流动负债构成如下图所示。

图2 截至2022年底公司流动负债构成



注：尾差系数据四舍五入所致  
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

<sup>4</sup>天一矿业实控人为四川省政府国有资产监督管理委员会。截至2023年3月底，天一矿业所属老虎洞磷矿主井、副井工程建设进度已超过60%，足井、副井和通风井三口井预计2023年底落地，2024年陆续出矿，磷矿品

位约26%

截至 2022 年底，因原材料价格上涨及生产规模扩大，为满足经营所需，公司短期借款较上年底增加 3.80 亿元至 7.10 亿元。其中，保证借款、信用借款及质押借款分别占 94.65%、4.22% 和 1.13%。

截至 2022 年底，公司应付账款 7.44 亿元，较上年底增加 4.11 亿元，主要系工程应付款增加所致。

截至 2022 年底，公司其他应付款 52.13 亿元，较上年底增加 1.35 亿元，主要系限制性股票回购义务增加以及新增多个重大在建项目使得供应商保证金增加所致。

截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债 3.44 亿元，较上年底增长 39.10%，主要系一年内到期的长期借款本金及应付利息、租赁负债、长期应付款重分类至本科目所致。

截至 2022 年底，公司合同负债 1.60 亿元，较上年底增加 1.16 亿元，主要系预收客户货款增加所致。

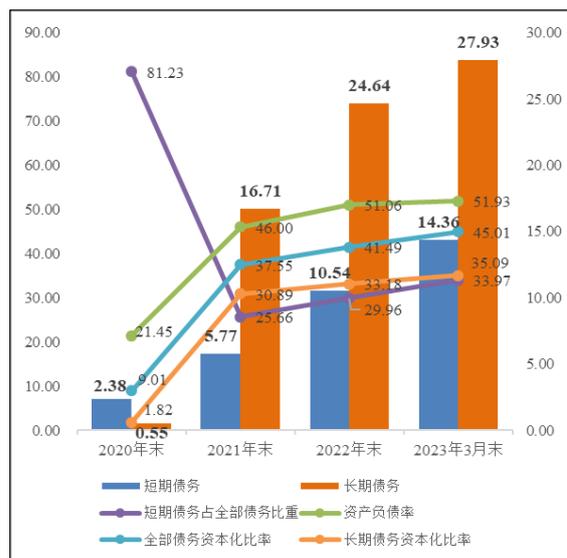
截至 2022 年底，公司非流动负债 26.99 亿元，较上年底增长 44.81%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 56.91%）和应付债券（占 33.97%）构成。

截至 2022 年底，公司为满足工程项目资金需求加大融资规模，长期借款较上年底增加 8.19 亿元至 15.36 亿元。其中，抵押借款占 57.17%，保证借款占 42.83%。

截至 2022 年底，公司应付债券 9.17 亿元，较上年底变化不大。

有息债务方面，截至 2022 年底，公司长短期借款均快速增加，使得全部债务较上年底大幅增长 56.50% 至 35.18 亿元；债务结构仍以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2022 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较上年底分别提高 5.06 个百分点、3.93 个百分点和 2.29 个百分点。

图 3 2020—2022 年末及 2023 年 3 月末公司债务结构和杠杆水平（单位：亿元、%）



注：本报告未将其他流动负债中的已贴现或背书未到期的票据计入短期债务中

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额 55.81 亿元，较上年底增长 7.81%，负债结构较上年底变化不大；全部债务较上年底增长 20.21%，仍以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2023 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 51.93%、45.01% 和 35.09%。

从债务期限分布来看，受短期借款及项目贷款增加影响，公司有息债务主要集中在 1 年内和 3 年及以上，集中兑付压力不大。

表 16 截至 2023 年 3 月底公司有息债务期限分布情况

项目	1 年内	1—2 年	1—2 年	3 年及以上	合计
偿还金额 (亿元)	14.36	0.98	6.77	20.09	42.21
占比 (%)	34.03	2.32	16.04	47.61	100.00

注：1. 因上表不包含租赁负债，与 2023 年 3 月末全部债务规模存在一定差异；2. 尾差系数数据四舍五入所致

资料来源：公司提供

#### 4. 盈利能力

2022 年，公司收入规模显著扩大，盈利水平明显提升，虽费用控制能力有所下降，但盈利能力指标体现进一步向好。

5 本报告中其他应付款包含应付利息

2022年，受益于磷矿石和主要产品价格上涨以及毛利较高的磷酸生产规模扩大，公司营业总收入同比增长36.26%；营业成本同比增长4.75%；营业利润率同比提高15.96个百分点。

图4 2020—2022年公司盈利指标

(单位：亿元、%)



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022年，公司费用总额同比增长90.52%。其中，受债务规模扩大影响，公司财务费用同比增长78.43%；管理费用同比增幅较大，主要系股权激励费及职工薪酬增加所致；同时，随着公司逐步加大在半水磷石膏的应用及电池用磷酸一铵及磷酸铁等方面的研发技术投入，公司研发费用同比显著增长。2022年，公司期间费用率为13.71%，同比提高3.91个百分点，费用控制能力有所下降。

表17 公司期间费用变化情况(单位：亿元)

项目	2021年	2022年
费用总额	2.48	4.73
其中：销售费用	0.39	0.58
管理费用	1.24	2.23
研发费用	0.39	1.10
财务费用	0.46	0.82

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

非经营性损益方面，2022年，公司投资收益同比减少0.43亿元至-0.33亿元，主要系权益法核算的长期股权投资和衍生金融资产确认投资损失所致。公司2022年营业外收支占利润总额比重较小，对利润影响不大。

盈利指标方面，2022年，公司总资产收益率和净资产收益率同比分别提高3.63个百分点和5.61个百分点。公司各盈利指标表现进一步向好。

与所选公司比较，公司销售毛利率较高，由于近两年公司扩张较快，大量资本支出尚未产生收益，总资产报酬率和净资产收益率较低，公司整体盈利指标表现处于行业中下水平。

表18 2022年同行业公司盈利情况对比

(单位：亿元、%)

证券简称	营业总收入	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
兴发集团	303.11	35.61	21.62	34.09
川金诺	25.20	20.84	15.88	20.90
川发龙蟒	100.23	20.87	11.17	13.35
川恒股份	34.47	44.93	12.32	19.09

注：为方便同业对比，表中数据均采用Wind口径

资料来源：Wind

2023年1—3月，公司实现营业总收入9.98亿元，同比增长64.07%；营业利润率同比提升0.89个百分点至35.04%。同期，公司实现利润总额1.98亿元，同比增长58.74%。

## 5. 现金流

2022年，公司经营活动现金净流入明显增加，但经营获现仍无法满足公司对外投资支出需求，公司仍需加大融资力度满足自身资金需求。

表19 公司现金流量情况(单位：亿元、%)

项目	2021年	2022年	2023年1—3月
经营活动现金流入小计	21.30	31.95	7.90
经营活动现金流出小计	20.49	26.51	8.70
经营活动现金流量净额	0.80	5.44	-0.80
投资活动现金流入小计	15.30	2.81	0.06
投资活动现金流出小计	31.63	19.71	3.92
投资活动现金流量净额	-16.33	-16.90	-3.86
筹资活动前现金流量净额	-15.52	-11.46	-4.67
筹资活动现金流入小计	27.91	25.69	11.62
筹资活动现金流出小计	5.42	11.48	4.74
筹资活动现金流量净额	22.49	14.21	6.88
现金收入比	79.79	86.87	74.18

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2022年，公司经营活动现金流入量和流出量均大幅增长；经营活动现

金净流入量同比增加 4.63 亿元。2022 年，公司收入实现质量有所提升。

从投资活动来看，2022 年，公司投资活动现金流入量和流出量分别同比下降 81.61% 和 37.69%，主要系本年未购买理财产品所致；投资活动现金净流出量同比变化不大。

2022 年，公司筹资活动前现金流量仍维持大规模净流出状态，存在一定对外融资需求。

从筹资活动来看，2022 年，公司筹资活动现金流入量同比小幅下降；筹资活动现金流出量同比增加 6.06 亿元，主要系偿还银行贷款、支付贷款利息及支付股东股利增加所致。同期，公司筹资活动现金净流入量同比下降 36.82%。

2023 年 1—3 月，公司经营活动和投资活动现金均呈净流出状态，公司对外融资需求较大。

## 6. 偿债指标

跟踪期内，公司扩张速度较快，受债务规模大幅增长影响，公司整体偿债指标有所弱化，符合扩张型企业债务指标的特征，整体看，公司主要偿债指标仍表现良好。公司不断拓宽融资渠道，授信总额提升，可为公司提供流动性支持，但也需关注到公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。

表 20 公司偿债能力指标

项目	项目	2021 年	2022 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	187.60	121.86
	速动比率 (%)	161.06	89.89
	经营现金流动负债比 (%)	6.09	21.94
	经营现金/短期债务 (倍)	0.14	0.52
	现金短期债务比 (倍)	3.08	1.69
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	6.36	12.82
	全部债务/EBITDA (倍)	3.53	2.75
	经营现金/全部债务 (倍)	0.04	0.15
	EBITDA 利息倍数 (倍)	11.50	8.14
	经营现金/利息支出 (倍)	1.45	3.45

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

从短期偿债指标看，截至 2022 年底，公司流动比率与速动比率均明显下降；受益于经营活动现金流的改善，经营现金流动负债比率和

经营现金/短期债务均有所提高。截至 2022 年底，公司现金短期债务比有所下降，但现金类资产对短期债务的覆盖能力仍较强。

从长期偿债指标看，2022 年，公司 EBITDA 同比增长 101.46%，对全部债务的保障能力增强；经营现金对全部债务和利息支出的覆盖能力均有所提高。整体看，公司长短期偿债指标表现良好。

对外担保方面，截至 2023 年 3 月底，公司合并范围外对外担保总额为 12.74 亿元，担保比率为 24.66%。公司被担保对象为天一矿业，所属老虎洞磷矿正在建设中，磷矿开采业务尚未开展。若未来项目建设不达预期，公司存在一定或有负债风险。

未决诉讼方面，截至 2022 年底，公司涉诉金额为 2.40 万元，涉诉金额很小。

银行授信方面，截至 2023 年 3 月底，公司银行授信额度总额较 2022 年 3 月底增加 72.74 亿元至 133.05 亿元，已使用授信 32.65 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司为上市公司，具备直接融资渠道。

## 7. 公司本部财务分析

公司本部承担主要的对外融资职能。2022 年，公司本部债务规模增长较快，债务结构以长期债务为主，债务负担加重；权益稳定性强。

截至 2022 年底，公司本部资产总额较上年底增长 25.42%，资产结构较为均衡。其中，流动资产中应收账款、其他应收款和存货增速较快；非流动资产中，因部分在建项目转固使得固定资产显著增加。

表 21 公司本部资产及负债主要构成

(单位：亿元、%)

科目	2021 年	2022 年	2022 年增速
货币资金	9.30	10.20	9.65
应收账款	1.32	5.77	335.70
其他应收款	2.69	5.01	86.59
存货	3.62	5.95	64.37
<b>流动资产</b>	<b>20.01</b>	<b>29.65</b>	<b>48.14</b>
长期股权投资	17.56	17.32	-1.34
固定资产	4.81	11.43	137.89
<b>非流动资产</b>	<b>29.71</b>	<b>32.72</b>	<b>10.11</b>

资产总额	49.72	62.36	25.42
短期借款	3.29	6.01	82.41
应付票据及应付账款	1.86	4.97	166.90
<b>流动负债</b>	<b>10.90</b>	<b>18.56</b>	<b>70.31</b>
长期借款	2.33	4.58	96.97
应付债券	9.54	9.17	-3.91
<b>非流动负债</b>	<b>12.22</b>	<b>14.06</b>	<b>15.08</b>
<b>负债总额</b>	<b>23.12</b>	<b>32.63</b>	<b>41.12</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司本部承担主要的对外融资职能。截至2022年底，受长、短期借款均明显增加影响，公司本部全部债务较上年底增长26.16%至21.58亿元，债务结构主要以长期债务（占63.71%）为主。截至2022年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率52.32%和42.05%。截至2022年底，公司本部所有者权益较上年底增长至29.73亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占16.88%、49.33%和25.44%，权益稳定性强。

盈利及现金流方面，2022年，公司本部实现营业总收入31.86亿元，利润总额7.15亿元，其中投资收益1.34亿元。同期，公司本部经营活动现金流净额为1.10亿元；投资活动现金流净额为-4.09亿元；筹资活动现金流净额为3.93亿元。

## 十一、债券偿还能力分析

截至2023年3月底，公司经营活动现金流入量和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力较强，经营活动现金流净额对待偿债券本金峰值保障能力一般。但考虑到公司正处于快速扩张期，随着投资项目的落地，其经营获现能力有望增强。同时，公司发行债券设置有转股条款，随着债券持有人转股，公司的资本实力或将进一步增强，偿债压力将得以减轻。

截至2023年3月底，公司存续债券“川恒转债”余额共10.44亿元，现金类资产对债券余额的覆盖能力较强。2022年，公司经营活动现金流入量和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力较强，但经营活动现金流量净额对“川恒转债”债券余额保障能力一般。此外，考虑到“川恒转

债”已进入转股期，未来若债券持有人转股，公司偿债压力将减轻。公司对存续债券保障情况如下表：

表 22 公司存续债券保障情况

项目	2022年
截至2023年3月底债券余额（亿元）	10.44
未来待偿债券本金峰值（亿元）	10.44
现金类资产/截至2023年3月底债券余额（倍）	1.97
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	3.06
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.52
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	1.23

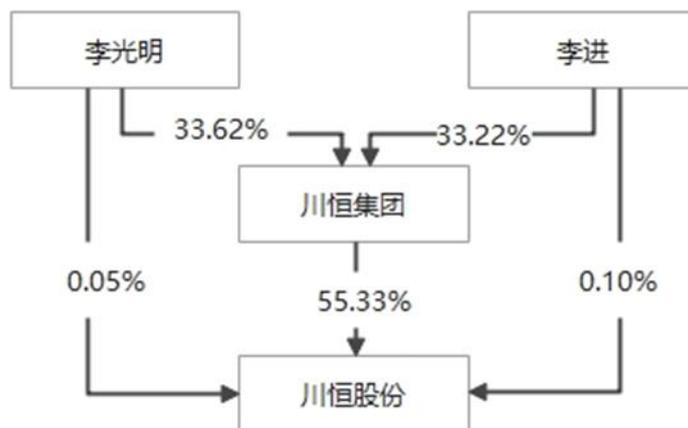
注：1.现金类资产使用2023年3月末财务数据；2.经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用2022年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

## 十二、结论

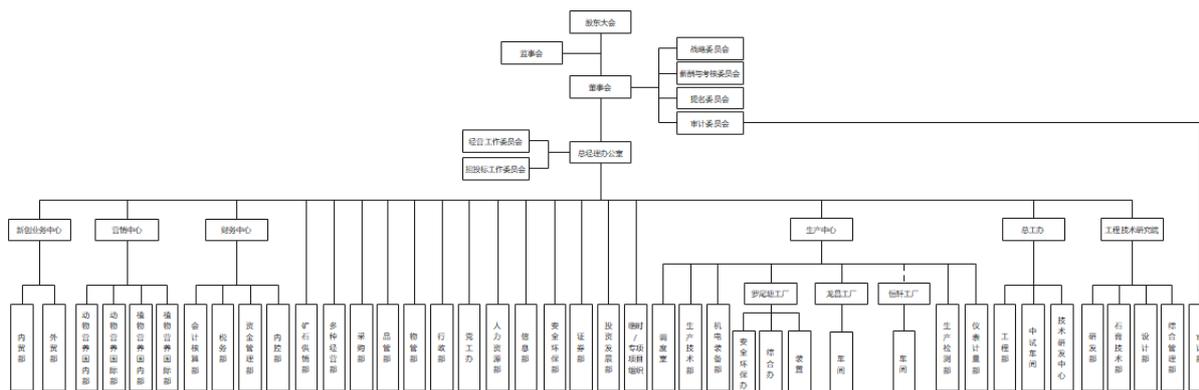
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA<sup>-</sup>，并维持“川恒转债”的信用等级为AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底贵州川恒化工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 2023 年 3 月底贵州川恒化工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 2023 年 3 月底贵州川恒化工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 (%)	持股方式
1	贵州正益实业有限公司	生产、销售磷化工产品	0.30	100	直接
2	川恒生态科技有限公司	生产、销售磷化工产品	0.50	100	直接
3	贵州恒轩新能源材料有限公司	生产、销售磷酸铁	8.00	60	直接
4	贵州川恒物流有限公司	物流、运输	0.10	100	直接
5	贵州川恒新材料有限公司	生产、销售磷化工副产品	0.03	100	直接
6	福帝乐技术有限公司	产品贸易业务	0.03 (港币)	100	直接
7	贵州福麟矿业有限公司	采矿、销售磷矿石	5.97975	90	直接
8	广西鹏越生态科技有限公司	生产、销售磷化工产品	6.20	90	直接
9	贵州福祺矿业有限公司	矿产资源开采	0.045	100	直接
10	贵州恒达矿业控股有限公司	矿产资源投资	4.90	51	直接
11	贵州恒昌新能源材料有限公司	生产、销售磷酸铁	0.045	51	间接
12	贵州恒冠新能源材料有限公司	生产、销售磷化工产品	0.045	51	间接
13	美麟国际有限公司	产品贸易业务	0.01 (新加坡元)	100	直接

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	11.86	17.79	17.86	20.55
资产总额 (亿元)	37.68	69.23	101.38	107.47
所有者权益 (亿元)	29.60	37.38	49.62	51.66
短期债务 (亿元)	2.38	5.77	10.54	14.36
长期债务 (亿元)	0.55	16.71	24.64	27.93
全部债务 (亿元)	2.93	22.48	35.18	42.29
营业总收入 (亿元)	17.77	25.30	34.47	9.98
利润总额 (亿元)	1.77	4.36	9.45	1.98
EBITDA (亿元)	2.64	6.36	12.82	--
经营性净现金流 (亿元)	2.56	0.80	5.44	-0.80
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	12.15	7.77	7.42	--
存货周转次数 (次)	4.92	5.96	3.32	--
总资产周转次数 (次)	0.54	0.47	0.40	--
现金收入比 (%)	89.86	79.79	86.87	74.18
营业利润率 (%)	23.85	26.33	42.29	35.04
总资本收益率 (%)	4.46	7.15	10.78	--
净资产收益率 (%)	4.84	10.29	15.89	--
长期债务资本化比率 (%)	1.82	30.89	33.18	35.09
全部债务资本化比率 (%)	9.01	37.55	41.49	45.01
资产负债率 (%)	21.45	46.00	51.06	51.93
流动比率 (%)	264.24	187.60	121.86	130.10
速动比率 (%)	221.75	161.06	89.89	100.79
经营现金流动负债比 (%)	42.09	6.09	21.94	--
现金短期债务比 (倍)	4.98	3.08	1.69	1.43
EBITDA 利息倍数 (倍)	130.88	11.50	8.14	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.11	3.53	2.75	--

注: 1.公司 2023 年一季度合并财务报表未经审计; 2.--"表示数据不适用  
 资料来源: 联合资信根据公司财务报表整理

**附件 2-2 主要财务数据及指标** (公司本部/母公司口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	2.91	10.87	11.88	/
资产总额 (亿元)	27.28	49.72	62.36	/
所有者权益 (亿元)	21.84	26.60	29.73	/
短期债务 (亿元)	2.38	5.24	7.83	/
长期债务 (亿元)	0.05	11.87	13.75	/
全部债务 (亿元)	2.43	17.10	21.58	/
营业总收入 (亿元)	11.39	20.47	31.86	/
利润总额 (亿元)	0.99	2.47	7.15	/
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	1.28	0.12	1.10	/
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	9.01	10.18	6.55	/
存货周转次数 (次)	4.71	6.27	4.83	/
总资产周转次数 (次)	0.48	0.53	0.57	/
现金收入比 (%)	78.91	72.54	85.50	/
营业利润率 (%)	21.99	18.19	27.09	/
总资本收益率 (%)	3.76	5.86	14.00	/
净资产收益率 (%)	4.18	8.57	20.96	/
长期债务资本化比率 (%)	0.23	30.85	31.62	/
全部债务资本化比率 (%)	10.01	39.13	42.05	/
资产负债率 (%)	19.95	46.50	52.32	/
流动比率 (%)	139.10	183.61	159.71	/
速动比率 (%)	105.31	150.40	127.66	/
经营现金流动负债比 (%)	25.57	1.09	5.94	/
现金短期债务比 (倍)	1.21	2.05	1.52	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注: 1.公司未提供 2023 年一季报母公司财务报表; 2 “/” 表示未获取到相关数据  
 资料来源: 联合资信根据公司财务报表整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×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+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