



2022年广东惠云钛业股份有限公司创业板 向不特定对象发行可转换公司债券2024年 跟踪评级报告

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.

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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2022年广东惠云钛业股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
惠云转债	AA-	AA-

评级观点

本次评级结果是考虑到：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）主要从事钛白粉产品的研发、生产和销售，生产基地位于硫铁矿储量、品位均居亚洲首位的广东省云浮市，为公司配套生产重要原材料硫酸提供了充足的原料供应，在原材料自给方面具有一定区位优势。同时中证鹏元也关注到，钛白粉价格受宏观经济及下游行业景气度影响较大，2023年钛白粉均价仍低于2022年，需持续关注下游需求变化及国际贸易政策对公司盈利能力的影响，同时，公司主要原材料及燃料价格波动较大，且对部分原材料的采购过于集中，原材料供给能力及价格波动可能对公司经营情况造成一定影响，此外，公司新增产能规模较大，若未来市场需求复苏情况或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。

评级日期

2024年06月25日

联系方式

项目负责人：谢海琳
 xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立
 wanghl@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	26.39	26.15	24.48	18.20
归母所有者权益	13.86	13.77	13.43	13.05
总债务	--	10.17	9.13	3.85
营业收入	4.04	16.52	15.12	15.53
净利润	0.11	0.41	0.14	1.97
经营活动现金流净额	-0.51	1.64	0.02	1.74
净债务/EBITDA	--	3.93	1.03	-0.60
EBITDA 利息保障倍数	--	3.39	7.60	66.20
总债务/总资本	38.92%	42.44%	40.47%	22.77%
FFO/净债务	--	0.11	0.47	1.23
EBITDA 利润率	--	6.80%	6.02%	19.94%
总资产回报率	--	2.18%	0.77%	15.02%
速动比率	0.95	1.03	1.55	1.51
现金短期债务比	--	1.12	1.77	1.62
销售毛利率	9.35%	9.19%	8.39%	23.68%
资产负债率	47.37%	47.24%	45.14%	28.29%

注：2021年末净债务为负值，2022年公司自由现金流为负。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司具有一定区位优势，硫酸自给能力较强。**公司生产基地位于硫铁矿储量、品位均居亚洲首位的广东省云浮市，为公司配套生产重要原材料硫酸提供了充足的原料供应，同时节省了危化品硫酸昂贵的运输成本，硫酸自给能力较强。

关注

- **需关注下游需求及国际贸易政策对公司盈利能力的影响。**钛白粉应用范围较广，其行业景气度与宏观经济尤其是房地产行业关联性相对较强，受房地产需求疲软影响，2023年国内钛白粉表观需求量仍有所下降；此外，2024年6月13日，欧盟委员会宣布了对钛白粉企业反倾销调查公布了初裁前的事实披露，龙佰集团（002601）及旗下公司将被加征39.7%关税，中核钛白（002145）全资子公司金星钛业将加征14.4%关税，公司、安纳达（002136）以及南京钛白等23家合作公司将加征35%关税，其他公司将加征39.7%关税，或将对钛白粉企业出口造成一定不利影响，从而进一步增加国内钛白粉供需平衡的压力，预计2024年钛白粉价格将有所承压。
- **公司面临一定产能消化风险。**公司目前产能规模较小，但随着在建项目即将达产，公司金红石型钛白粉产能有望实现明显提升，达到13万吨/年，较2023年末的年产能增长62.5%，考虑到目前国内钛白粉行业整体仍呈现供给宽松的格局，若未来市场需求复苏情况或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。
- **原材料供给及价格波动风险。**公司原材料及燃料成本占比较高，主要为钛精矿、硫铁矿、硫酸和天然气，其中钛精矿供给高度集中在攀西地区，若攀西地区因环保、产业政策等各种因素导致减少了钛精矿的供应，可能对公司经营情况产生较大影响，同时，钛精矿、硫铁矿、硫酸和天然气等原材料及燃料价格波动较大，易受国际形势影响，若原材料及燃料价格波动较大，可能对公司盈利能力产生影响。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司钛白粉产品将继续保持较好竞争力，同时原材料价格已回落至正常水平，且公司规模效应及生产效率有望改善，预计经营风险和财务风险相对稳定。

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	钒钛股份
总资产	26.15	638.17	185.36	29.27	20.11	153.34
净资产	13.79	250.25	120.23	16.29	14.11	125.37
营业收入	16.52	267.94	49.47	22.64	21.11	143.80
净利润	0.41	32.46	4.20	-1.61	0.57	10.72
销售毛利率	9.19	26.71	17.81	3.66	9.65	14.40
资产负债率	47.24	60.79	35.13	44.35	29.82	18.24
钛白粉年产能	11	151	55	16	8	23.5

注：以上指标均为2023年/2023年末数据。

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_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

本次跟踪债券概况（单位：亿元）（截至 2024 年 6 月 20 日）

债券简称	发行规模	债券余额	上次评级日期	下一行权日	债券到期日期
惠云转债	4.90	4.8992	2023-6-25	2024-11-25	2028-11-23

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年11月发行6年期可转换公司债券（以下简称“本期债券”），募集资金扣除发行费用后，原计划用于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公司流动资金。根据大华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《广东惠云钛业股份有限公司募集资金存放与使用情况鉴证报告》，截至2023年12月31日，“惠云转债”募集资金专项账户余额为0.18亿元。截至本报告出具日，本期债券转股价为10.75元/股。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人未发生变化。截至2024年3月末，公司股本为4.00亿股，第一大股东仍为钟镇光，实际控制人为钟镇光、汪锦秀夫妇，均为中国香港籍，钟镇光、汪锦秀夫妇持有第二大股东美国万邦有限公司51.2244%股份，合计持有公司32.67%的股份，控制权较为稳定。此外，截至2024年3月末，公司前十大股东股份均未质押。

表1 截至 2024 年 3 月末前十大股东明细（单位：股）

股东名称	持股数量	持股比例
钟镇光	90,115,000	22.53%
美国万邦有限公司	79,165,000	19.79%
朝阳投资有限公司	72,696,700	18.17%
广发证券股份有限公司	4,378,731	1.09%
李霞	2,820,000	0.70%
肖强	1,832,582	0.46%
云浮市百家利投资合伙企业（有限合伙）	1,376,900	0.34%
陈润桥	1,073,600	0.27%
翟迎辉	1,007,012	0.25%
林志远	975,600	0.24%
合计	255,441,125	63.86%

资料来源：公司 2024 年一季度报告

公司仍主要从事钛白粉产品的研发、生产和销售，钛白粉主要应用于塑料、涂料、橡胶等多个行业。2023年末，公司新纳入合并范围的子公司共2家，具体情况见表1。

表2 2023 年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
-------	------	------	------	------

惠云（广州）国际贸易有限公司	100%	1,000.00	贸易	新设
青河县惠云矿业有限公司	100%	5,000.00	采矿业	新设

资料来源：公司 2023 年年报、公开信息，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

2023年我国钛白粉产能及产量进一步增长，产能利用率稳中有升，受房地产端拖累，2023年国内钛白粉表观需求量继续下降，但出口增速表现亮眼，出口量已占国内钛白粉产量近4成；考虑到未来仍有新增产能入市，钛白粉行业仍将持续处于供大于求阶段，未来需持续观察下游需求变化及出口增速持续性对钛白粉价格走势的影响

我国是全球钛白粉第一生产大国和消费大国，2023年我国钛白粉年产能继续小幅增长，由上年的510万吨小幅增至520万吨左右，占全球产能的55%，进一步巩固了全球第一大生产国地位，同期钛白粉的产量仅为416万吨，比上年增加25万吨，增幅为6.3%，产能利用率小幅提升，考虑到未来主流钛白粉厂商仍有产能新增，预计钛白粉还将保持供给较为宽松的市场格局。

2023年中国钛白粉的表观需求量约为260.5万吨，较上年减少2.81万吨，同比下降1.07%，需求端表现持续走弱。目前涂料仍为钛白粉第一大应用行业，而涂料最终下游主要为房地产，现阶段房地产行业的发展对钛白粉市场需求的影响仍然较大。在资金紧张、销售去化不畅背景下，房企普遍拿地谨慎聚焦、开工动力不足，行业投资承压。2023年完成房地产开发投资额11.09万亿，同比降幅为9.6%。新开工持续低迷，全年累计新开工9.54亿方，同比降低20.40%；房企重心在保交付，2023年竣工数据修复明显，全年累计竣工面积9.98亿方，同比增长17%。2024年1-3月，地产开发投资同比下降9.5%，降幅较1-2月扩大0.5个百分点。销售端疲软情况下房企补库存意愿不强，且在政策的导向下优先保障存量项目交付，预计新开工将继续承压，2024年房地产投资增速下行压力仍然较大。

图1 地产开发投资持续承压（单位：亿元、%）

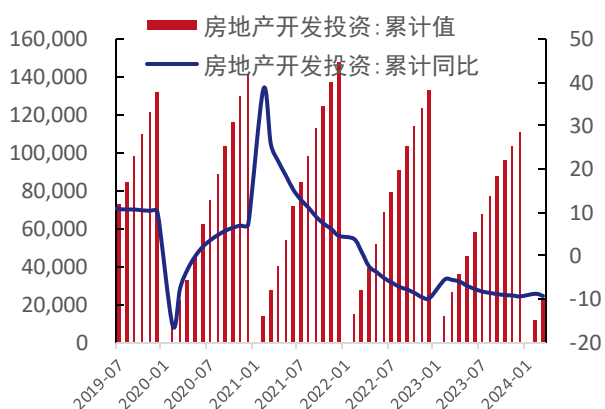
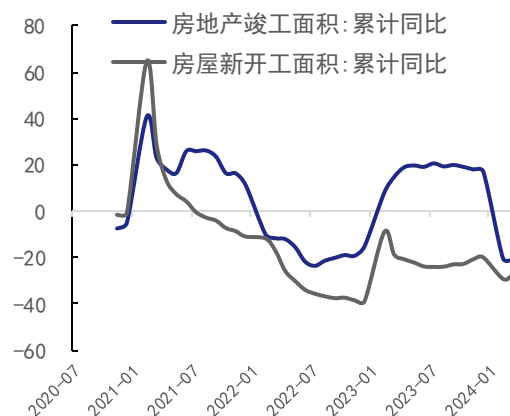


图2 新开工持续低迷（单位：%）



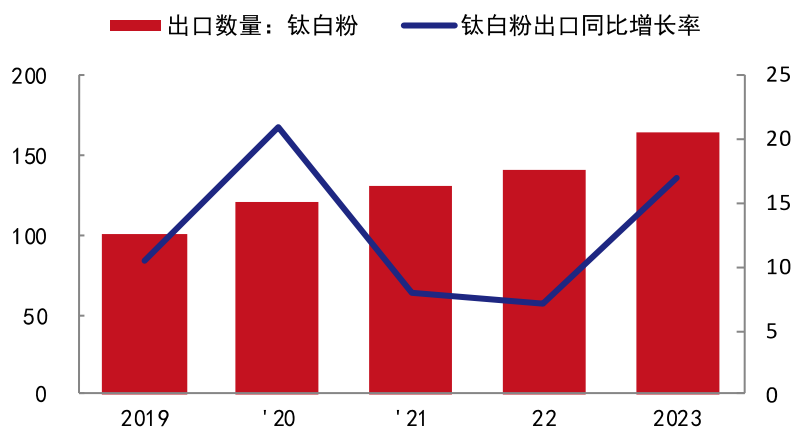
资料来源：Wind，中证鹏元整理

除房地产外，钛白粉还广泛应用于塑料、橡胶、化纤、陶瓷、食品、医药、化妆品、建筑新材料、电子工业、微机电、汽车、新能源、光伏和环保工业等各个领域，且不断应用于新领域。作为除涂料外的第二大应用领域，2023年我国塑料制品产量达7,488.51万吨，同比增长3.0%，钛白粉需求存在结构性复苏。与此同时，新产品的开发和应用领域的拓展都可能为钛白粉行业带来新的增长机会。

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。根据我国海关统计数据显示，我国钛白粉行业的出口量近年来保持较快速度增长，2023年我国钛白粉出口量累计164.18万吨，同比增长16.75%，增速明显提升；进口量为8.45万吨，同比减少31.40%，远低于出口量。随着我国钛白粉出口量的不断增长，2023年钛白粉出口市场占据国内产量占比已增至39.21%，出口已经成为支持我国钛白粉行业发展的一个重要需求因素。

但需注意的是，2024年6月13日，欧盟委员会官网发布了上年针对我国钛白粉企业反倾销调查公布了初裁前的事实披露，龙佰集团（002601.SZ）及旗下公司将被加征39.7%关税，中核钛白（002145.SZ）全资子公司金星钛业将加征14.4%关税，安纳达（002136.SZ）、惠云钛业（300891.SZ）以及南京钛白等23家合作公司加征35%关税，其他公司将加征39.7%关税，此举或将对钛白粉企业出口造成一定不利影响，从而进一步增加国内钛白粉供需平衡的压力。

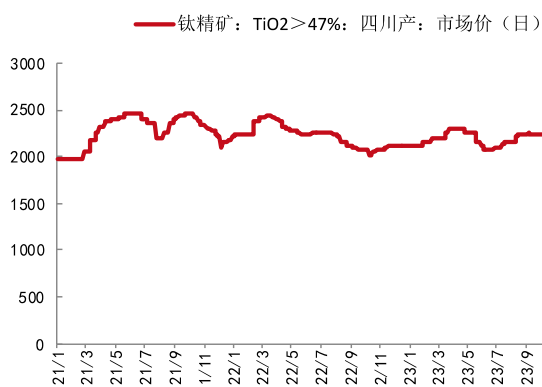
图3 2023年钛白粉出口增速明显提升（单位：万吨、%）



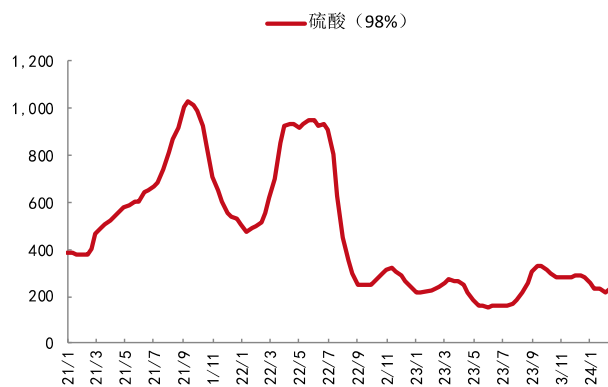
资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。从2023年的行情发展来看，一、三季度市场供应偏紧，钛精矿价格整体以上涨为主，二、四季度下游市场需求不加，交投较为清淡，钛精矿价格有所下跌，全年均价较上年波动不大。

硫酸为钛白粉生产另一重要原材料，同时硫酸加工成本主要为天然气和电力，伴随着地缘冲突导致的能源价格飙升的影响逐步消退，硫酸、天然气等价格较2022年水平已大幅回落，但仍有一定波动，受此影响，2023年钛白粉企业单位成本明显下行。预计2024年硫酸、天然气价格将较为平稳。

图4 2023年钛精矿价格较为坚挺（单位：元/吨）
图5 2023年硫酸价格明显回落（单位：元/吨）


资料来源：Wind，中证鹏元整理



资料来源：Wind，中证鹏元整理

在经历2022年下半年价格的持续下跌后，随着海外出口的高增速以及国内下游需求的结构性复苏，2023年钛白粉价格呈小幅震荡上行走势，但全年均价仍低于2022年。中证鹏元预计2024年房地产投资将持续下降，且最新加征关税政策或对钛白粉出口造成一定影响，供给宽松格局仍将持续，预计2024年钛白粉价格仍有所承压。

图6 2023年以来钛白粉价格呈小幅震荡上行走势（单位：元/吨）


资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

受下游需求结构性复苏及公司自身产品保持较好市场竞争力影响，2023年公司产销量均有所增加，带动公司营收实现增长；同时，受益于重要原材料价格已回落至正常水平，公司核心产品盈利能力有

所恢复；此外，公司在建项目达产在即，产能有望实现明显增长，规模效应及生产效率将得到进一步提升，但仍需持续关注下游需求变化可能导致的新增产能无法消化的风险

公司自成立以来主要从事钛白粉研发、生产和销售，2023年收入仍主要来源于金红石型钛白粉，硫酸³主要为内部自用，多余外售，产品结构变化不大；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。2023年，下游需求存在结构性复苏，同时公司专用塑料级钛白粉继续保持较好市场竞争力及口碑，受此影响，公司钛白粉产销量有所增长，尽管全年均价仍低于上年，但金红石型钛白粉收入仍实现较好增长。毛利率方面，随着上游原材料价格回落至正常水平，公司金红石型钛白粉毛利率升至8.52%，但同样作为钛白粉原材料的硫酸等产品对外出售毛利率也相应下降，综合影响下，公司销售毛利率小幅增长。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
金红石型钛白粉	3.69	91.34	8.92	14.03	84.93	8.52	12.21	80.71	3.03
锐钛型钛白粉	0.11	2.72	3.64	0.52	3.13	0.30	0.71	4.70	-0.15
硫酸	0.01	0.25	-38.13	0.13	0.79	-25.23	0.54	3.58	25.02
其他	0.23	5.69	21.10	1.84	11.15	19.17	1.67	11.01	45.87
合计	4.04	100	9.35	16.52	100	9.19	15.12	100.00	8.39

资料来源：公司 2022-2023 年年报及公司提供，中证鹏元整理

受益于下游需求存在结构性复苏及公司继续保持较好的产品竞争力，公司产品产销量均有所增长，产销率回升至正常水平，产品受认可度仍较高；同时，为应对在建项目投产后的产能消化问题，公司有意拓展对大型终端客户的产品直供，因此2023年公司直销占比明显提升，主要下游客户资质尚可且较为稳定

2023年，公司主要产品仍为金红石型钛白粉和少量锐钛型钛白粉，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、橡胶等多个行业，其中塑料级钛白粉市场竞争力较强，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2023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8项，实用专利14项，其中2023年新增发明专利1项，此外公司主要在建项目也以技术改造升级为主，具备一定的自主研发和技术创新能力。

³ 硫铁矿制酸生产线的产品包括硫酸、铁精矿和蒸汽，三种产品属于联产品，价格波动均较大，主要为自用，多余部分对外销售，2023年三种产品合计毛利率18.16%。

作为全球最大的钛白粉产地，2023年我国钛白粉出口增速表现较好，受此影响，2023年公司产品出口量为31,901.65吨（其中金红石31,733.65吨），同比增长10.66%，保持较好增长。此外，受产品均价下滑影响，外销收入表现为小幅下降。若未来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，公司的出口业务可能会受到一定影响。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营业收入构成（单位：亿元）

销售区域	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
内销	12.14	73.60%	10.42	68.87%
出口	4.36	26.40%	4.71	31.13%
合计	16.52	100%	15.12	100%

资料来源：公司2023年年报，中证鹏元整理

随着产品市场反应较好以及公司新增产能实现试生产，2023年公司产品产销量均实现较好增长，而产销率方面，由于上年末公司存在主动囤货的行为，而随着2023年价格的逐步回升，公司产品消化情况较好，因此产销率大幅增长，且超过100%，同时公司钛白粉库存量同比下降58.30%，恢复至正常水平。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。

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，2022年下半年开始钛白粉市场价由强转弱，年底基本企稳，而2023年开始，随着下游需求存在结构性复苏，钛白粉价格呈波动上涨趋势，价格波动相对平稳，但全年均价较2022年仍有一定程度的下降。

表5 公司产品产销情况（单位：吨、元/吨）

产品名称	项目	2023年	2022年
金红石型钛白粉	产量	95,565.25	87,532.90
	总销量	102,680.95	78,476.23
	产销率	107.45%	89.65%
	平均售价	13,662.34	15,554.70
锐钛型钛白粉	产量	30,026.68	25,315.03
	总销量	31,199.40	23,910.55
	其中：内部领用消耗量	26,930.00	18,935.00
	产销率	103.91%	94.45%
	平均售价	12,094.31	14,280.34

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，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；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。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。2023年，公司主动增加了直销比重，直销收入占比较上年增长9个百分点至36.54%，主要系随着2024产能实现快速提升，公司有意加强直销力度，并以此拓展对大型终端客户的产品供应，但目前经销占比仍较大。

2023年公司的主要客户变动不大，仍主要为化工企业及化工贸易企业，下游客户资质尚可且较为稳定，同时客户集中度小幅下降，集中度水平尚可。

表6 公司 2022-2023 年前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	主要产品	销售额	占营业收入比例
2023年	客户一	钛白粉	19,691.04	11.92%
	客户二	钛白粉	16,855.58	10.20%
	客户三	钛白粉	12,399.35	7.51%
	客户四	钛白粉	7,623.81	4.62%
	客户五	钛白粉	6,779.56	4.10%
	合计	-	63,349.35	38.35%
2022年	客户一	钛白粉	21,651.82	14.32%
	客户二	钛白粉	19,566.48	12.94%
	客户三	钛白粉	6,961.78	4.60%
	客户四	钛白粉	6,473.74	4.28%
	客户五	钛白粉	4,381.41	2.90%
	合计	-	59,035.24	39.03%

资料来源：公司提供

公司生产基地位于硫铁矿储量、品位均居亚洲首位的广东省云浮市，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，具有一定区位优势；此外，公司在建项目达产在即，产能有望实现明显增长，但仍需持续关注下游需求变化可能导致的新增产能无法消化的风险

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。

公司规模效应一般，产能同行业龙头有较大差距，同时目前蒸汽利用率偏低，使得整体生产效率一般，但目前公司正新增产线并不断对现有的产线更新改造以提高产能和生产效率。截至2023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（含5万吨初品产能）和锐钛型钛白粉或金红石型钛白粉初品3万吨，较上年末变化不大，其中金红石型钛白粉产能利用率远超100%主要系IPO募投项目“8万吨/年塑料级金红石型钛白粉后处理改扩建项目（二期工程）⁴”已于2023末进行了产线调试和试生产，因此贡献了部分产量。根据2024年6月11日的公司公告，8万吨/年塑料级金红石型钛白粉后处理改扩建项目（二期工程）已正式投产，公司金红石型钛白粉产能将已提升至13万吨；与此同时，本期债券募投项目“50KT/年改80KT/年硫酸法金红石钛白粉初品技改项目”预计将于2024年年底投入使用，公司金红石型钛白粉产线的5万吨初品产能将升至8万吨，叠加锐钛型钛白粉或金红石型钛白粉初品3万吨产能，公司初品产能将达到11万吨。届时公司金红石型钛白粉和金红石型钛白粉初品产能将分别为13万吨和11万吨，初品缺口约为2万吨，同时随着其他技改项目的投入使用，公司规模效应和生产效率将明显提升。

表7 2022-2023年公司主要产品产能情况（单位：吨）

年度	产品	年产能	产量	产能利用率
2023年	金红石型钛白粉	80,000.00	95,565.25	119.46%
	锐钛型钛白粉或金红石型钛白粉初品	30,000.00	30,026.68	100.09%
2022年	金红石型钛白粉	80,000.00	87,532.90	109.42%
	锐钛型钛白粉或金红石型钛白粉初品	30,000.00	25,315.03	84.38%

注：2022-2023年，锐钛型钛白粉生产线分别生产 18,935.00 吨和 26,930.00 吨初品用于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

截至2023年末，公司主要在建项目为本期债券募投项目和首次公开发行股票募投项目，计划总投资合计9.16亿元，除募集资金外，公司主要在建项目自有资金缺口不大，项目建设资金压力尚可。部分项目因项目建设场地受限和生产安排存在一定延缓，其中“一体化智能仓储中心建设项目”的达到预计可使用状态日期由2023年12月31日延期至2024年6月30日，其余项目则按原计划投入生产和使用。但需要注意的是，预计2024年公司产能将有明显提升，若未来市场需求不足或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8 2023年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				

⁴ 该项目已经实现 3 万吨产能。

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	27,674.28	27,674.28
年产 8 万吨塑料级金红石型钛白粉后处理技改项目（二期）	26,408.00	15,435.34	15,679.18	15,679.18
循环经济技术改造项目	10,072.15	9,065.00	9,127.55	9,127.55
信息化运营中心建设项目	6,471.86	4,196.24	4,352.36	4,352.36
研发中心建设项目	4,159.67	3,743.00	4,331.04	4,331.04
60 万吨/年钛白稀酸浓缩技术改造项目	10,624.98	10,600.00	1,012.68	1,012.68
一体化智能仓储中心建设项目	5,965.56	4,741.12	3,049.74	3,049.74
合计	91,611.72	75,480.70	65,226.83	65,226.83

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

随着国际形势动荡常态化，公司主要原材料硫磺及主要燃料和动力天然气价格较2022年水平已大幅回落，公司生产成本明显下降，未来仍需持续关注原材料价格大幅波动对公司盈利能力的影响

公司营业成本中直接材料占比在70%左右，原材料对公司生产成本有较大影响，公司硫酸法生产钛白粉所需的主要原料为钛精矿和硫酸，同时，公司尚需采购一定数量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，硫磺从广西、广东采购，硫铁矿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，2023年公司前五大供应商集中度小幅下降，但集中度仍较高，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9 2022-2023 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
2023 年	供应商一	金红石初品	20,999.52	19.60%
	供应商二	钛精矿	18,359.06	17.13%

2022年	供应商三	钛精矿	16,165.41	15.09%
	供应商四	磁硫铁矿	6,401.62	5.97%
	供应商五	钛精矿	3,848.50	3.59%
	合计	-	65,774.12	61.38%
	供应商一	钛精矿	17,453.74	15.52%
	供应商二	金红石初品	17,412.75	15.48%
	供应商三	硫磺	14,381.55	12.79%
	供应商四	钛精矿	13,785.22	12.26%
	供应商五	磁硫铁矿	10,043.03	8.93%
	合计	-	73,076.29	65.01%

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。2023年公司主要原材料钛精矿采购价较上年下降5.25%，价格仍较为坚挺。随着国际形势常态化，公司的主要原材料硫铁矿、硫磺及天然气采购价较2022年均大幅回落，其中硫磺和硫铁矿2023年采购均价较上年分别下降57.02%和21.09%，带动原材料和燃料及动力成本明显下降。若公司产品价格调整频率和时间滞后于原材料及能源价格波动，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产生较大波动。

表10 2022-2023年公司主要原材料采购情况（单位：万吨、亿元、元/吨）

项目名称	2023年			2022年		
	数量	金额	均价	数量	金额	均价
钛精矿	21.10	5.17	2,449.25	17.81	4.60	2,584.91
硫磺	3.01	0.31	1,039.00	6.00	1.45	2,417.68
硫铁矿	22.18	1.06	478.31	18.81	1.14	606.17
金红石型钛白粉初品	2.00	2.35	11,779.46	1.46	1.96	13,417.14
合计	48.29	8.89	-	44.08	9.15	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

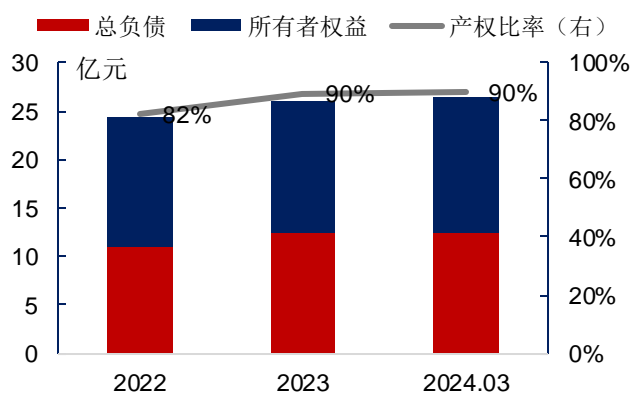
以下分析基于公司公告的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围新增2家子公司，均为新设，对财务报表可比性无影响。

资本实力与资产质量

随着项目建设的持续投入，公司资产规模小幅增长，现金类资产、原材料及商品库存和厂房设备及募投项目投入仍系资产主要构成

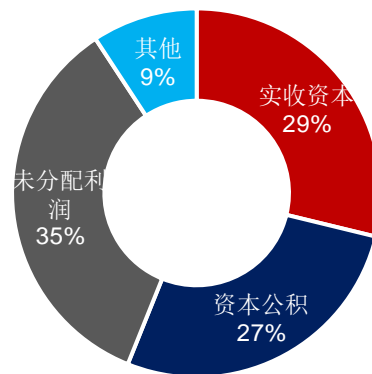
随着业务规模有所扩大，公司日常经营性资金需求有所增加，负债规模有所增长，而所有者权益增长主要来源于利润留存，增幅较为有限，综合影响下，公司产权比率有所上升，增至90%，所有者权益对债券的保障能力有所下滑。

图 5 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 6 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

作为制造业企业，生产性资产系公司重要资产，仍以土地、厂房和机器设备以及原材料为主，2023 年末公司固定资产及在建工程继续增长主要系公司对 IPO 及本期债券募投项目的持续投入及完工转固所致。无形资产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，2023 年末规模有所增长主要系公司新购置一宗工业用地。存货方面，2023 年末存货规模明显减少，主要系产品产销情况表现较好，由于公司已将期初计提存货跌价准备的原材料及在产品耗用，且库存商品已售出，基本可变现价值已大于成本及销售费用和税费的事实，公司对上年存货跌价全部转回，截至 2023 年末公司无存货跌价准备。

其他资产方面，随着募投项目的逐步投入，公司货币资金规模有所下滑，其中 20 万元因开具银行汇票保证金而受限，规模较小。应收款项方面，公司客户使用票据支付的结算方式较多，2023 年应收票据规模变化不大，其中 0.25 亿元因开票质押而受限，应收账款规模相对较小，2023 年末规模变化亦不大。

在受限资产方面，截至 2023 年末，公司货币资金、应收票据、固定资产和无形资产中受限部分的账面价值合计为 0.74 亿元，占期末资产总额的比重仅为 2.82%，受限资产占比较小，融资弹性较大。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	2.27	8.59%	3.20	12.25%	5.53	22.59%
应收票据	2.28	8.64%	2.21	8.45%	2.18	8.91%
存货	2.64	10.00%	2.62	10.03%	3.61	14.76%
流动资产合计	9.86	37.35%	10.37	39.65%	13.67	55.86%
固定资产	9.13	34.61%	8.29	31.71%	6.25	25.55%
在建工程	5.11	19.35%	5.34	20.41%	3.00	12.27%
无形资产	1.30	4.92%	1.31	5.00%	0.95	3.89%
非流动资产合计	16.53	62.65%	15.78	60.35%	10.80	44.14%
资产总计	26.39	100.00%	26.15	100.00%	24.48	100.00%

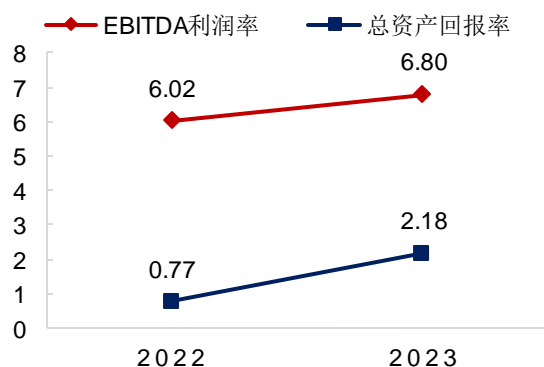
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司盈利能力有所恢复，未来仍需关注原材料价格大幅波动、下游需求复苏情况以及即将新增产能对公司盈利能力带来的影响

2023年公司营业收入仍主要来源于金红石型钛白粉，受下游需求结构性复苏及公司产品市场竞争力较强影响，公司2023年金红石型钛白粉产销量实现明显增长。价格方面，尽管平均价格较上年相比仍低，但已形成震荡上涨趋势，且制酸相关原材料价格已经回落至正常水平，产品单位成本明显下降，综合影响下，公司营收及利润水平均实现增长，公司EBITDA利润率和总资产回报率表现有所向好。考虑到国内钛白粉需求增长乏力，出口情况易受国际局势影响，同时考虑到钛白粉供给仍偏松，预计2024年钛白粉价格及公司盈利能力可能继续承压，未来仍需关注原材料价格大幅波动、下游需求复苏情况以及即将新增产能对公司盈利能力带来的影响。

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

随着业务规模的扩大，公司债务规模有所上升，短期债务压力仍存

随着业务规模的扩大，公司经营性资金需求有所增加，债务规模有所增长，2023年末债务规模同比增长11.39%，类型主要为银行借款、本期债券及其他流动负债中的已背书未终止确认的银行承兑汇票，其中银行借款以实控人担保下的保证借款规模最大，其次为抵质押借款及信用借款。债务期限结构方面，2023年末短期债务比重为54.65%，较上年末变化不大，短期债务集中度仍偏高。

其他经营性负债方面，应付票据及应付账款主要为应付材料款及应付工程设备款，随着公司在建项目的持续推进，应付款项规模有所增长。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.78	30.21%	3.45	27.91%	2.98	27.00%
应付账款	1.42	11.36%	1.57	12.74%	1.05	9.53%
其他流动负债	1.71	13.68%	1.31	10.58%	1.21	10.99%
流动负债合计	7.61	60.87%	7.50	60.76%	6.49	58.73%
长期借款	0.34	2.68%	0.34	2.71%	0.23	2.05%
应付债券	4.34	34.69%	4.28	34.62%	4.02	36.40%
非流动负债合计	4.89	39.13%	4.85	39.24%	4.56	41.27%
负债合计	12.50	100.00%	12.35	100.00%	11.05	100.00%
总债务	--	--	10.17	82.32%	9.13	82.62%
其中：短期债务	--	--	5.56	44.99%	4.88	44.16%
长期债务	--	--	4.61	37.33%	4.25	38.45%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司销售回款规模基本稳定，但原材料采购现金支出有所下降，经营活动净现金流明显增加，同时伴随着盈利能力的恢复，FFO小幅上涨。考虑到近年公司在建项目均有一定资本开支需求，但资金主要来自于募集资金，同时资产的摊销折旧对公司利润影响较大，中证鹏元认为FFO/净债务能更好地体现杠杆比率波动性。由于公司募投项目逐步转固投入使用，但尚未产生收益，因此2023年公司利润水平及FFO提升并不明显。因此，随着债务规模的增加，2023年末公司FFO对净债务的覆盖程度有所下降，同时净债务/EBITDA、总债务/总资本等指标表现亦下滑，资产负债率升至47.24%，公司杠杆水平有所加大，EBITDA利息保障倍数大幅下降但表现仍较好，整体来看，公司杠杆水平较为健康。

表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	1.64	0.02
FFO（亿元）	0.48	0.44
资产负债率	47.24%	45.14%
净债务/EBITDA	3.93	1.03
EBITDA 利息保障倍数	3.39	7.60

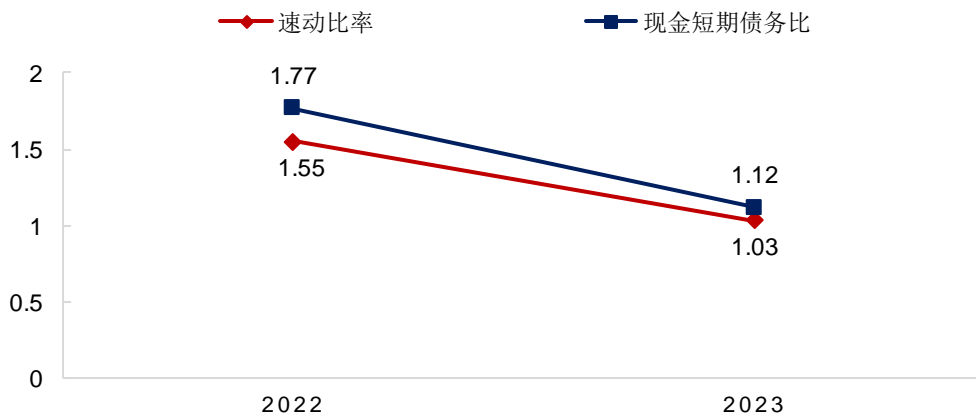
总债务/总资本	42.44%	40.47%
FFO/净债务	10.88%	47.43%
经营活动净现金流/净债务	37.23%	2.07%
自由现金流/净债务	-83.58%	-324.19%

注：2022 年公司自由现金流为负。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

流动性表现方面，随着对募投项目的持续投入，公司现金类资产规模持续下降，同时短期债务规模有所增长，公司流动性指标表现均有明显下滑，短期偿债压力明显增加。截至2023年末，公司银行授信总额和未使用额度分别为15.30亿元人民币和10.25亿元人民币，剩余可使用授信额度尚可，同时公司作为上市，仍有一定直接融资空间且受限资产占比较小，综合来看，公司仍具有一定融资弹性。

图 8 公司流动性比率情况



资料来源：2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

ESG 表现对公司经营和信用水平未产生重大负面影响

环境因素

公司为化工企业，生产经营中涉及废水、废气和工业固废等主要污染物排放问题，公司的生产及运营严格遵守国家有关法律法规，并按照有关环保法规及相应标准对三废排放进行有效综合治理，并设立了相应的管理程序。根据公司提供的相关文件及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

公司为化工企业，存在一定安全生产压力，自成立以来，公司高度重视安全生产工作，严格执行危险化学品安全生产制度和持证上岗制度，制定了完善的安全生产管理制度，并成立安全生产委员会，由公司总经理担任组长，全面负责公司的安全生产和职业卫生管理工作，安全生产委员会下设安全环保部，负责日常工作。根据公司提供的相关文件及公开资料查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。目前公司有董事会成员9名，其中独立董事3名；监事会成员3名，管理体制较为完善。

公司董事及管理团队成员较为稳定，2023年7月28日，根据有关规定，独立董事在同一家上市公司连续任职时间不得超过六年，受此影响，公司独立董事毕胜申请辞去公司第四届董事会独立董事等职务，离职后不再担任公司任何职务，并补选陈核章为公司独立董事。此外，公司董事会秘书李燕敏因个人原因辞任，不再担任公司任何职务，并由公司副总经理、财务总监赖庆好代为履行董事会秘书职能。2023年10月，公司聘任钟怡为公司董事会秘书，需注意的是，钟怡女士为公司实际控制人钟镇光先生、汪锦秀女士夫妇之女；为公司副董事长、副总经理钟熹女士之妹，未持有公司股份；2024年5月，公司完成第五届董事会换届选举，增补赖庆好为公司董事，葛磊为公司独立董事，何俊辉不再担任公司独立董事。根据行业特点和经营管理需要，公司设有研发部、采购部、质量技术部、生产部等职能部门。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网信息查询，截至2024年6月18日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

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。同时中证鹏元也注意到，钛白粉价格受宏观经济及下游行业景气度影响较大，若下游需求复苏不及预期或海外贸易保护措施持续加码，公司盈利能力将持续承压，同时，公司主要原

材料及燃料价格波动较大，且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，同时原材料价格波动亦可能对公司经营情况造成一定影响，此外，当前公司新增产能规模较大，若未来市场需求复苏情况或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。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“惠云转债”的信用等级为AA-。

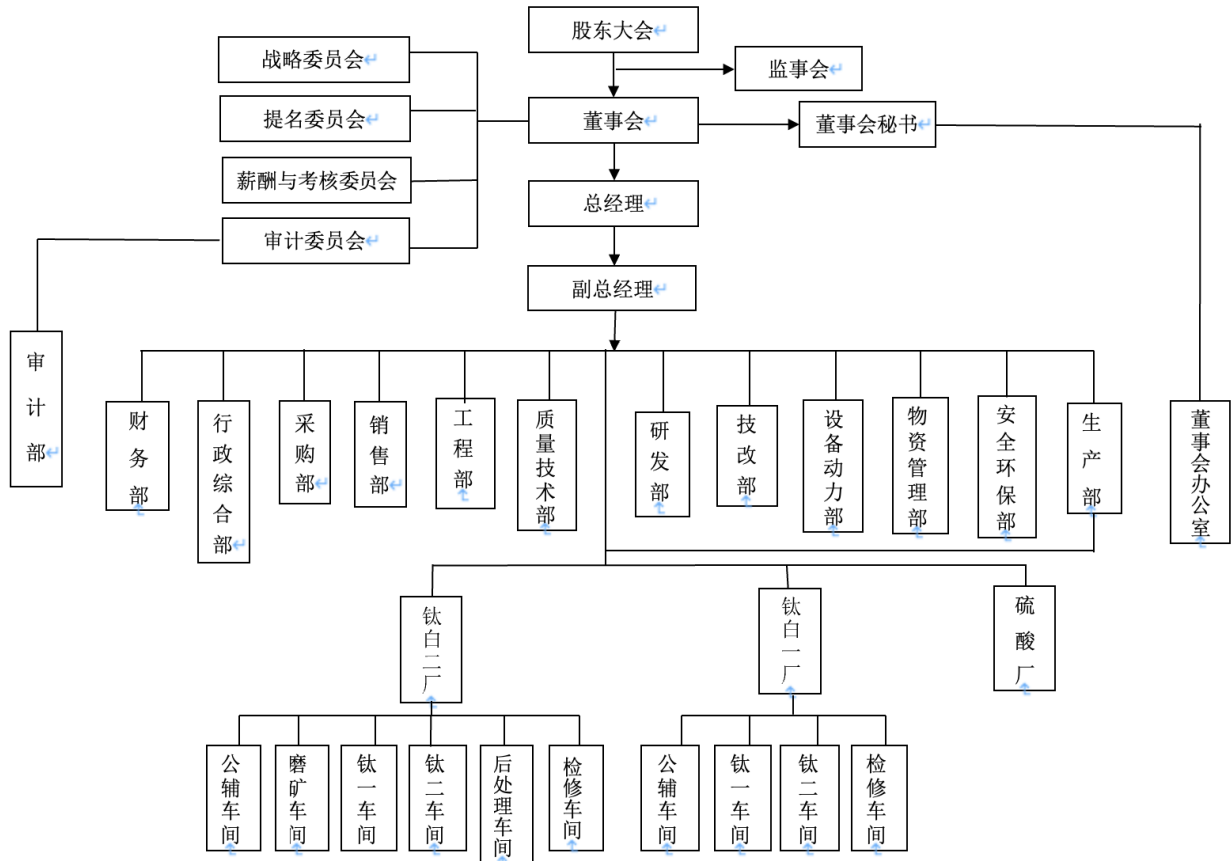
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	2.27	3.20	5.53	3.24
应收票据	2.28	2.21	2.18	2.27
应收账款	1.19	0.72	0.70	0.92
存货	2.64	2.62	3.61	2.66
其他流动资产	0.10	0.26	0.07	0.01
流动资产合计	9.86	10.37	13.67	10.03
固定资产	9.13	8.29	6.25	5.51
在建工程	5.11	5.34	3.00	1.10
无形资产	1.30	1.31	0.95	0.91
非流动资产合计	16.53	15.78	10.80	8.17
资产总计	26.39	26.15	24.48	18.20
短期借款	3.78	3.45	2.98	1.93
应付账款	1.42	1.57	1.05	0.69
一年内到期的非流动负债	0.15	0.14	0.01	0.00
其他流动负债	1.71	1.31	1.21	1.26
流动负债合计	7.61	7.50	6.49	4.89
长期借款	0.34	0.34	0.23	0.10
应付债券	4.34	4.28	4.02	0.00
非流动负债合计	4.89	4.85	4.56	0.26
负债合计	12.50	12.35	11.05	5.15
总债务	--	10.17	9.13	3.85
其中：短期债务	--	5.56	4.88	3.75
所有者权益	13.89	13.79	13.43	13.05
营业收入	4.04	16.52	15.12	15.53
营业利润	0.10	0.47	0.15	2.51
净利润	0.11	0.41	0.14	1.97
经营活动产生的现金流量净额	-0.51	1.64	0.02	1.74
投资活动产生的现金流量净额	-0.70	-5.70	-3.33	-2.27
筹资活动产生的现金流量净额	0.32	0.81	5.69	0.87
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	1.12	0.91	3.10
FFO（亿元）	--	0.48	0.44	2.30
净债务（亿元）	--	4.41	0.94	-1.87
销售毛利率	9.35%	9.19%	8.39%	23.68%
EBITDA 利润率	--	6.80%	6.02%	19.94%
总资产回报率	--	2.18%	0.77%	15.02%

资产负债率	47.37%	47.24%	45.14%	28.29%
净债务/EBITDA	--	3.93	1.03	-0.60
EBITDA 利息保障倍数	--	3.39	7.60	66.20
总债务/总资本	38.92%	42.44%	40.47%	22.77%
FFO/净债务	--	10.88%	47.43%	-122.93%
经营活动现金流/净债务	--	37.23%	2.07%	-93.19%
自由现金流/净债务	--	-83.58%	-324.19%	45.40%
速动比率	0.95	1.03	1.55	1.51
现金短期债务比	--	1.12	1.77	1.62

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司组织结构图（截至 2024 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2023年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
云浮市业华化工有限公司	3,000.00	100.00%	生产及销售硫酸
云浮惠云新材料有限公司	1,000.00	100.00%	新能源磷酸铁
云浮市惠云钙业有限公司	1,000.00	100.00%	氧化钙
四川研佳岩矿业有限公司	2,000.00	60.00%	有色金属矿采选业
惠云（广州）国际贸易有限公司	1,000.00	100.00%	贸易
青河县惠云矿业有限公司	5,000.00	100.00%	采矿业

资料来源：公司 2023 年度报告，公开信息，中证鹏元整理

附录四 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+租赁负债+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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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。

附录五 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。